

---

---

# 中国経済展望

2016年8月

 株式会社 日本総合研究所

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/china/>

- ◆本資料は2016年7月28日時点で利用可能な情報をもとに作成
  - ◆本資料に関するご照会先  
調査部 関辰一 (Tel:03-6833-6157 Mail:seki.shinichi@jri.co.jp)
- 
-

# 公共投資が景気を下支え

## ◆現状：景気は減速基調

4～6月期の実質成長率は前年同期比+6.7%と、前の期から横ばいで推移。公共投資が景気の下支えとなったものの、民間固定資産投資の減速に歯止めがかからず。実質小売売上高も減速傾向。輸出は人件費の上昇や輸出先の景気減速を受けて、前年割れが持続。

なお7月5日、国家統計局はGDP統計の改定を発表。具体的には、1952年に遡って、研究開発支出を固定資本形成に計上。これにより、各年の名目GDPの規模と実質成長率は上方修正されたものの、総じてみれば変化幅は限定的。新基準では、2015年の名目GDPは68兆5,506億元、実質成長率は+6.9%（旧基準では、67兆6,708億元と+6.9%）。

## ◆展望：景気は一段と減速

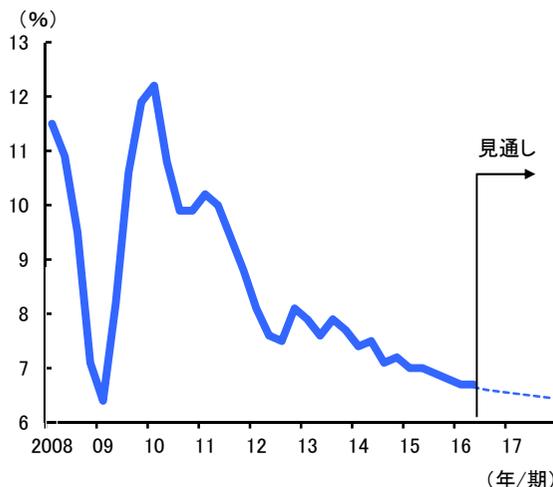
先行き、バランスシート調整を余儀なくされるもとで、民間投資は一段とスローダウンするものの、公共投資が景気・雇用を下支えするなか、経済成長率の低下はマイルドなものにとどまる見通し。2016年の経済成長率は+6.6%、2017年は+6.5%と予想。

ただし、企業債務の過剰感が強いなか、不良債権は急増しており、先行き金融機関の破綻や政府によるミスハンドリングが金融システムの不安定化に繋がるリスクには警戒が必要。すでに一部の中小金融機関は債務超過に陥り、取り付け騒ぎも散見される状況。

また、人民元レートが大幅に減価するリスクも。英国のEU離脱が国民投票で決まったことにより、為替市場では大きな混乱がみられた2016年1月と同程度の値崩れが発生。

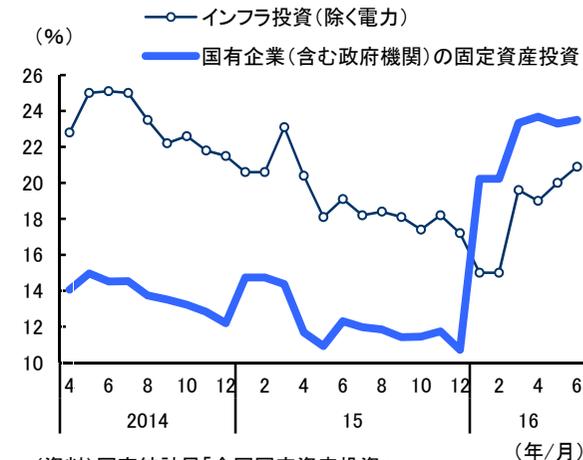
このほか、所得の伸びが鈍化し、雇用調整の動きが拡大するなか、個人消費が冷え込む恐れも。4～6月期の求人数は前年同期比▲9.5%と、減少幅が拡大。

## 実質GDP成長率(前年比)



(資料)国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

## 公共投資(年初累計、前年比)



(資料)国家統計局「全国固定資産投資」

(注)国家統計局は2014年4月からインフラ投資(除く電力)のデータ発表を開始。

## 民需と外需(前年比)



(資料)海関総署「貿易統計」、国家統計局「民間固定資産投資」「社会消費品零售総額」「居民消費价格」を基に日本総研作成

## 債務超過の金融機関と取り付け騒ぎ

- 債務超過
  - ・湖南省の澧県農村信用合作聯社 (2015年6月30日時点で2億元)
  - ・同省の湘潭県農村信用合作聯社 (2015年9月30日時点で4億元)
  - ・地元政府系の投資会社である現代投資が2社を支援・救済
- 取り付け騒ぎ
  - ・河南省林州市の複数の農村信用社 (2015年5月)
  - ・同省新郷市の中国郵政貯蓄銀行の複数の支店(同年11月)
  - ・河北省邯鄲市の農村信用社(2016年3月)
  - ・いずれのケースも数日以内に各市の公安や警察が「根拠のないうわさを広めた」とのことで、1人ないしは数人を拘束

(資料)各種報道を基に日本総研作成

# 大幅に増加する対外直接投資



## ◆輸出：伸び悩み

輸出額は人件費の上昇に加え、輸出先の景気減速を受けて、伸び悩み。足許では、BRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）など資源国・新興国向け輸出に下げ止まりの兆しも。資源価格に底入れの動きがみられるほか、新興国で景気てこ入れ策が打ち出されていることが背景。

もっとも、資源需要が低迷する一方、供給能力の整理に数年単位の時間がかかるため、資源価格の低迷は長期化する見通し。こうしたなか、資源国・新興国を中心に、厳しい状況が続く見込み。輸出の先行きを示唆する製造業PMI輸出向け新規受注指数をみると、持ち直しの動きがみられる一方、良し悪しの目安となる「50」を依然として下回っており、輸出に景気の牽引役を期待することは困難な状況。

## ◆輸入：伸び悩み

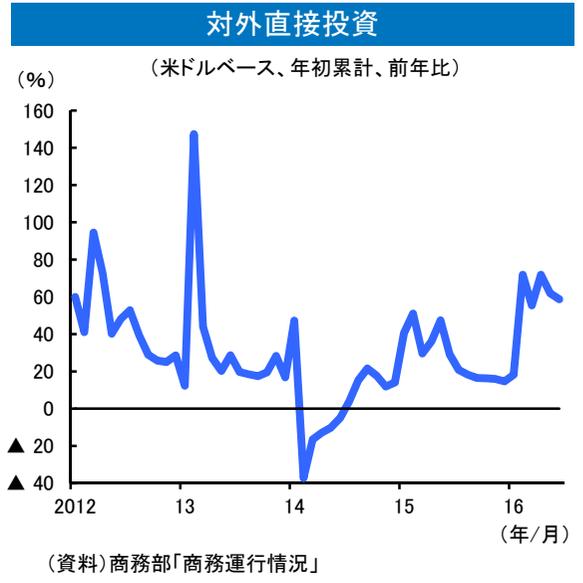
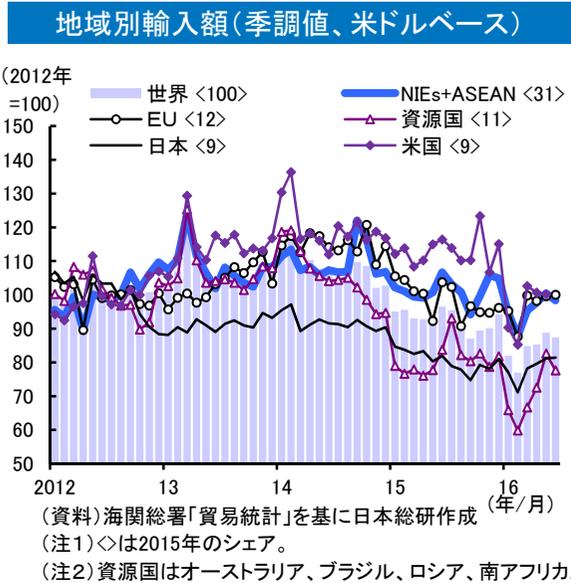
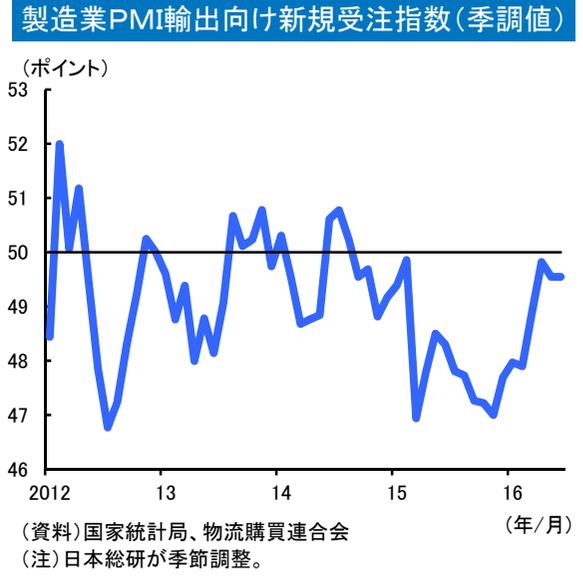
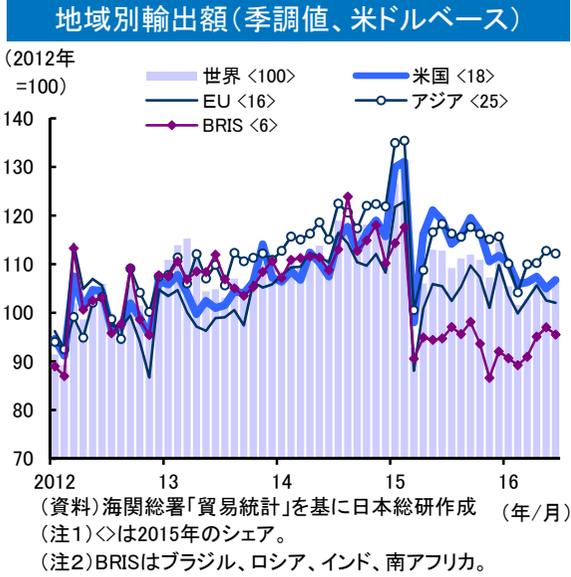
輸入額は内需の弱まりなどにより伸び悩み。足許では、資源国からの輸入額に持ち直しの動きもみられるものの、依然低水準。

## ◆対中直接投資：伸び悩み

1～6月の対中直接投資は前年同期比5.1%増と伸び悩み。業種別にみると、サービス業は同8.0%増、製造業は同▲2.8%の減少。資金の出し手をみると、米国は同2.4倍、EUは同42.5%増、ASEANは同1.3%増。資金の受け入れ地域をみると、西部は同29.5%増と大幅に拡大する一方、東部は同7.0%増にとどまり、中部は同▲32.6%減少。

## ◆対外直接投資：大幅に増加

1～6月の対外直接投資は前年同期比58.7%増の889億ドル。この背景には、中国経済の成長期待の低下、技術やブランドの獲得、人民元の先安観の強まりなどが指摘可能。とりわけ、製造業への投資は同3.5倍と大幅に増加。



# 所得の伸びが鈍化し、雇用調整の動きが拡大

## ◆個人消費：増勢は鈍化

実質小売売上高の伸び率は低下傾向。2016年1～6月の実質小売売上高は前年同期比8.2%増と2015年通年の前年比9.3%増から▲1.1%ポイント低下。

とりわけ、スマートフォンなど通信機械の販売額が大きく鈍化。そのほか、衣料品や化粧品などにも増勢鈍化の動き。小型車減税実施後の自動車市場では2009年のような持続的な盛り上がりが見られず。

この背景に所得の増勢鈍化。1～6月の全国1人当たり実質可処分所得は前年同期比6.5%増と、2015年通年の同7.4%増から減速。

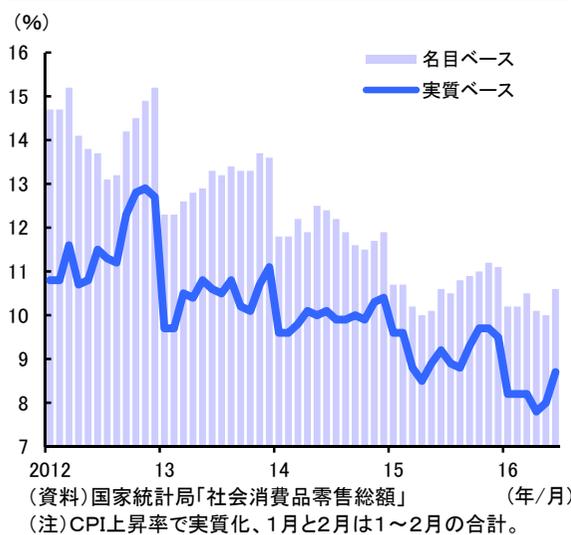
雇用情勢も悪化。国有企業の倒産が発生し、大手民間企業でも中途採用の凍結や新卒採用の大幅縮小が見られるなど、雇用調整の動きは拡大。4～6月期の求人数は前年同期比▲9.5%と、1～3月期の同▲4.5%増から減少幅が拡大。

業種別にみると、製造業のみならず、リース・企業向けサービス、不動産業、卸小売業、飲食・宿泊などのサービス業においても、求人数が前年対比2ケタ減少。他方、治水・環境・公共施設管理や情報通信業では、求人数が大幅に増加。

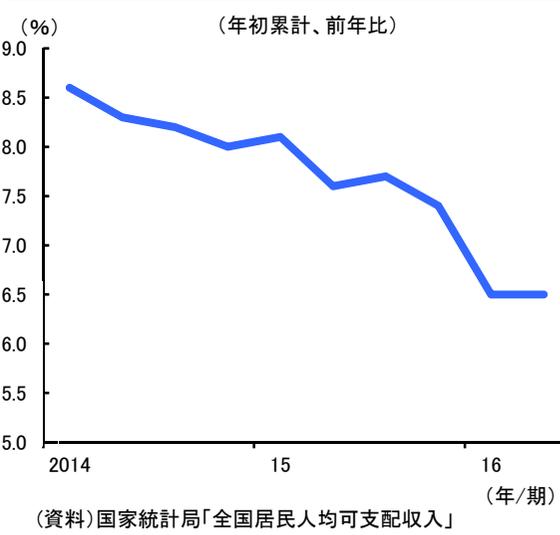
## ◆過熱感残る不動産市場

6月の住宅販売床面積（季調値）は2カ月連続で減少も、2015年末より29.8%高い水準。住宅平均販売価格も4月の前月比+1.2%をピークに伸び鈍化も、6月も引き続き主要70都市のうち55都市で上昇。前年同月と比べると、沿海大都市の深センが+47.4%、上海+33.7%、北京+22.3%と、いずれも2ケタ上昇。このほか、南京+31.5%、合肥+29.1%、武漢+13.8%と、一部の内陸都市でも10%を上回る上昇が見られ、不動産市場の過熱感が残存。

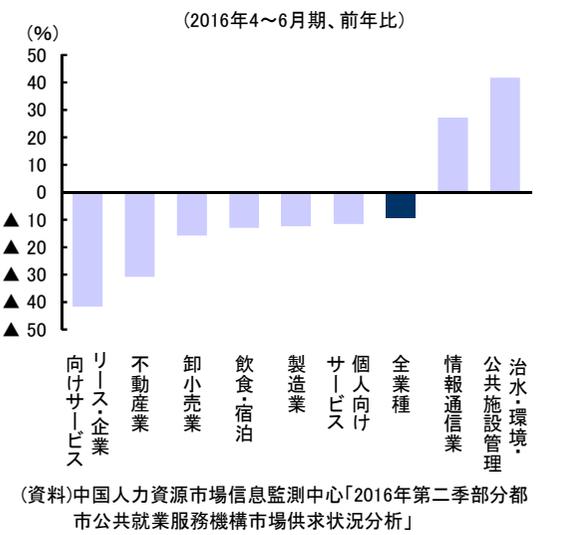
### 小売売上高(前年比)



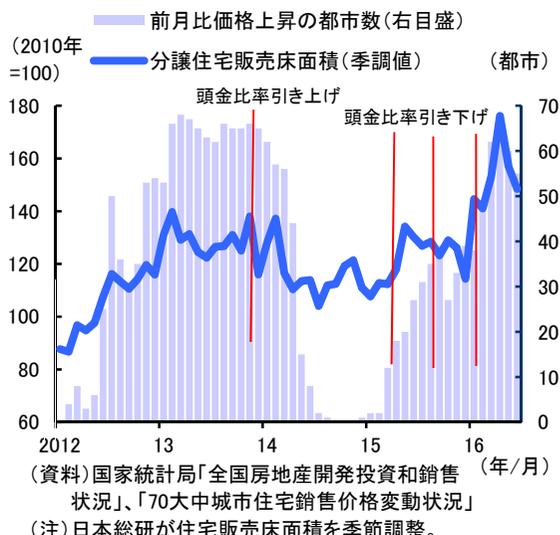
### 全国1人当たり実質可処分所得



### 業種別の求人数



### 住宅販売と価格上昇都市数



# 民間投資は大きくスローダウン



## ◆現状：減速傾向

1～6月の固定資産投資は前年同期比9.0%増。伸び率は1～5月から▲0.6%ポイント低下。

内訳をみると、民間固定資産投資が同2.8%増と、2015年通年の前年比10.1%増から大きくスローダウン。とりわけ、民間鉄鉱石採掘業では同▲38.3%、石炭採掘業▲32.4%、非鉄金属製造業▲7.4%と落ち込みが顕著。投資の伸び鈍化は構造調整にさらされる第2次産業のみならず第3次産業にも及んでいる状況。

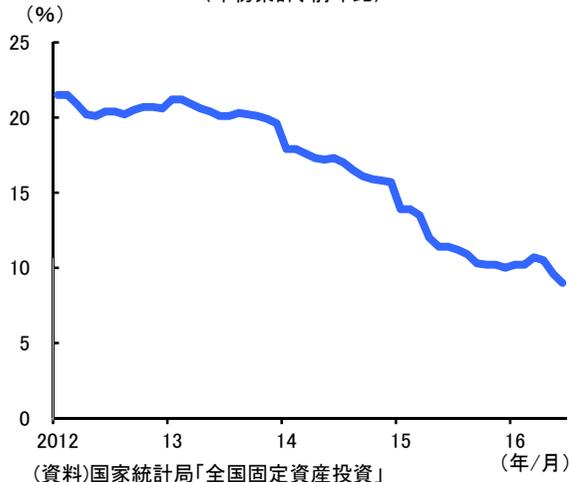
他方、国有企業（含む政府機関）の固定資産投資は同23.5%増と2015年通年の前年比10.7%増から急加速。インフラ投資も同20.9%増と2015年の前年比17.2%増から加速。

## ◆展望：減速が持続

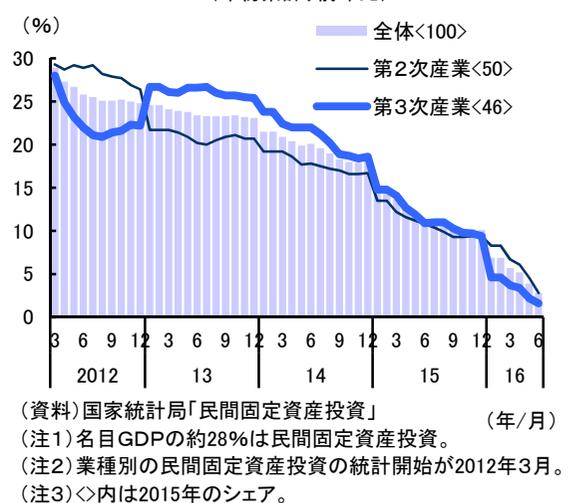
先行き、過剰債務・過剰設備が重石となるなか、民間企業はバランスシート調整を余儀なくされ、その結果、民間投資は一段とスローダウンすると予想。2015年末の非金融企業の債務残高は115.5兆円と、同年のGDPの1.7倍。これはバブル期の日本を上回る規模。企業の元利金支払い負担は一段と重くなっており、資金繰りはリーマン・ショック直後よりも厳しい状況。こうしたなか、民間企業の投資マインドは弱まる方向。

一方で、金融緩和では民間投資を喚起できず、むしろ緩和マネーがシャドバンキングや住宅市場に流入するという弊害を抱えるなか、景気下支えに向けて公共投資は拡大を続け、総じてみれば固定資産投資の減速はマイルドなものにとどまる見通し。ただし、下振れリスクは残存。過剰債務は企業の資金需要の減退に繋がるほか、金融システムの不安定要因に。不良債権は急増しており、銀行は貸倒引当金を積みざるを得ず、経営環境は厳しさが増す状況。

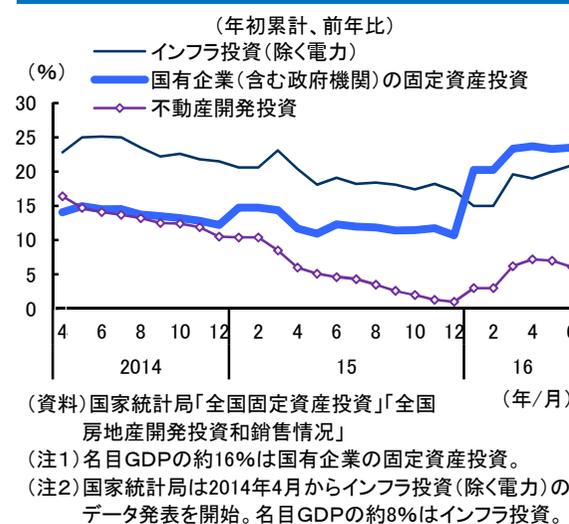
## 固定資産投資 (年初累計、前年比)



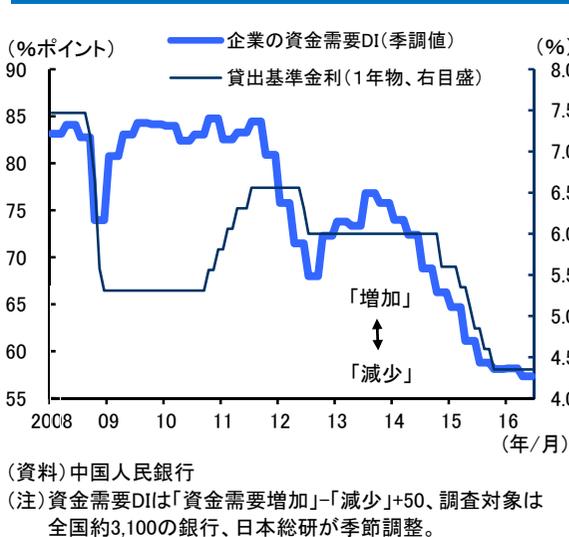
## 民間固定資産投資 (年初累計、前年比)



## 公共投資と不動産開発投資 (年初累計、前年比)



## 企業の資金需要と政策金利



# 人民元レートのコントロールは困難



## ◆物価：低い伸び

6月のCPI上昇率は前年同月比+1.9%と5月から▲0.1%ポイント低下。内需が弱まるなか、インフレ率は低い伸びが持続。

6月のPPI上昇率は同▲2.6%と下落幅が縮小。これまで、多くの企業が損益分岐点を下回る価格で出荷を行ってきたが、足許では減産や公共投資の拡大などにより、値下げの動きは緩和。ただし、需給ギャップの早期解消が見込めないなか、値上げの動きが広がると期待するのは時期尚早。

## ◆人民元レート：元安進展

人民元の対米ドルレートは2015年に4.7%と大幅に減価。2016年入り後も元安・ドル高が進み、7月27日時点で前年末対比2.7%減価。対円レートはそれぞれ3.8%、14.4%と、2016年入り後の減価が顕著。

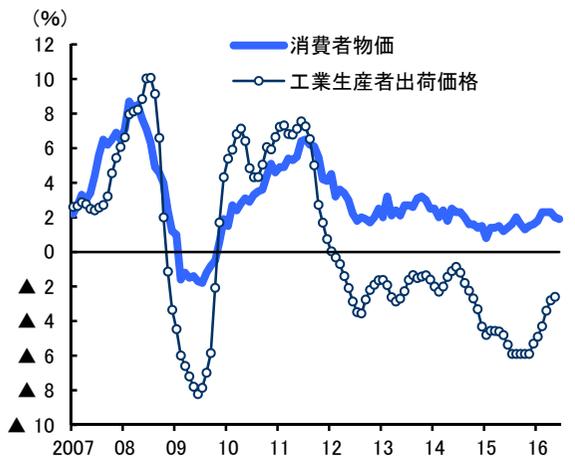
中国の金融システミックリスクが高まっていることなどを踏まえれば、先行き、資金流出の動きが続き、人民元が一段と減価する恐れ。

政府は1日当たりの人民元の変動幅を一定程度以内に抑制できても、外貨準備は有限であることから、数カ月や1年にわたって市場の人民元需給を操作し、人民元レートをコントロールすることは困難。2015年末の外貨準備は3兆3,304億ドルと前年末比5,127億ドル減少しており、政府の大規模な為替介入を示唆。もっとも異常な規模の資金流出が発生するなか、人民元レートの大幅な減価を回避できず。

## ◆株価：下落トレンド

上海総合株価指数は2014年秋口からの金融緩和を主因に、2015年6月にかけて大きく上昇したものの、その後は企業のデフォルトの増加や金融機関の経営悪化などを受けて、リスク回避の動きが強まるなか、下落。

### CPIとPPI(前年比)



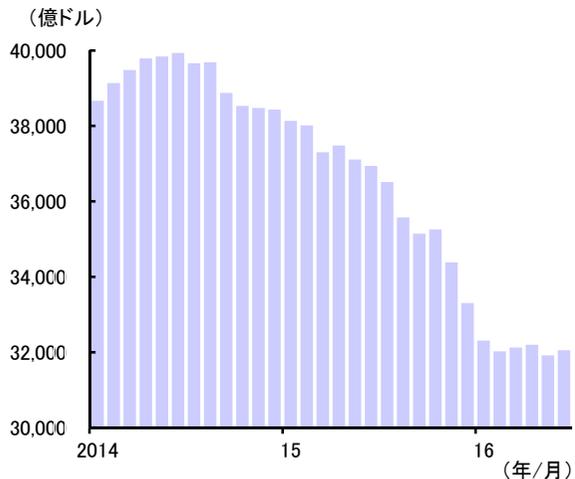
(資料)国家统计局「居民消费价格」「工業生産者出荷价格」

### 人民元レート



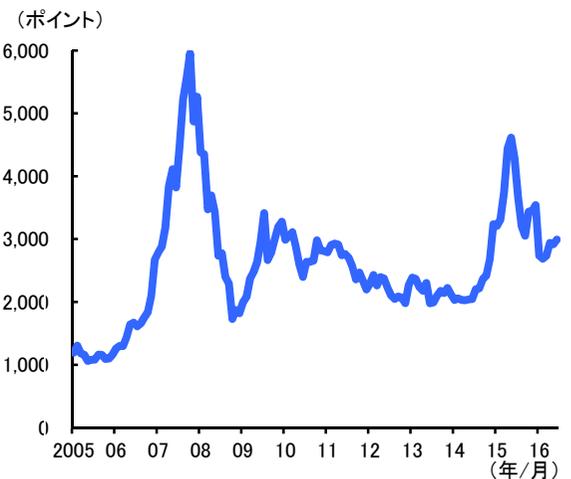
(資料)DataStream (注)トムソン・ロイター社調べ。

### 外貨準備高



(資料)国家外為管理局

### 上海総合株価指数



(資料)上海証券取引所