
中国経済展望

2016年7月



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6月27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)

過剰債務問題と英国のEU離脱の影響に留意

概説

輸出入

消費

投資

物価

◆現状：景気は減速基調

民間投資の減速に歯止めがかからないなか、公共投資の拡大が工業生産を下支え。民間企業は過剰債務・過剰設備を抱えるもとで、新たな設備投資に十分な投資収益が期待できなくなり、投資を抑制。そうした状況下、国有企業の倒産が発生したほか、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みられるなど、雇用調整の動きが拡大。雇用所得環境の悪化は個人消費の増勢鈍化を招いており、通信機械や衣料品などの販売がスローダウン。

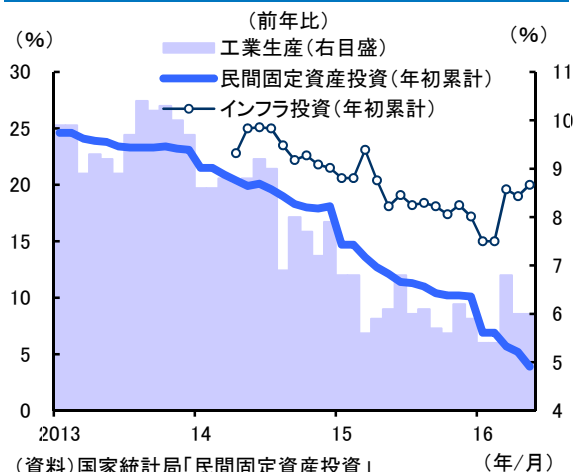
◆金融システム、為替・株式市場に不安定化のリスク

金融緩和では民間投資を喚起できず、むしろ緩和マネーにより住宅市場や商品市場が不安定化するなか、先行き、公共投資が景気・雇用を下支えする見通し。政府は高水準の財政支出を維持するほか、政策金融を強化する方針。中国人民銀行が政策性銀行向けに新設した資産担保を条件とした長期低利資金貸出制度であるPSLの残高は急増。その一部は実体経済に回り始めており、今後、国有企業や政府機関の固定資産投資ならびにインフラ投資が堅調に推移し、2016年の経済成長率は+6.6%、2017年は+6.5%と小幅な低下にとどまる見込み。

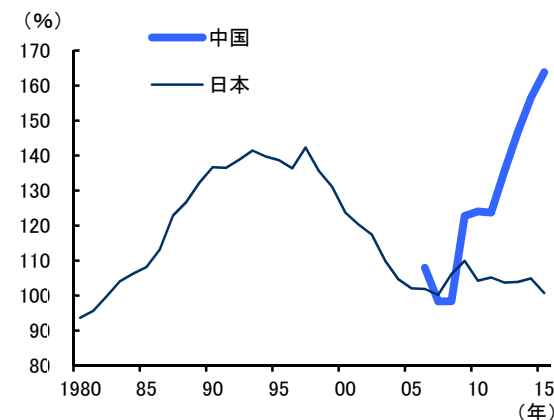
ただし、過剰債務を抱えるなか、景気減速により企業の資金繰りが悪化しており、それに伴い不良債権が急増。中国銀行業監督管理委員会やIMFがウォッチする「潜在不良債権比率」は当社試算では、2015年末に8.6%と公式統計（1.7%）の5倍に。一部中小金融機関では債務超過に陥り、取り付け騒ぎも散見される状況。このように、金融システミックリスクが高まっていることには警戒が必要。

また、6月24日に英国の欧州連合（EU）離脱が国民投票で決まったことにより、先行き、人民元・株安が進むリスク。24日の為替市場では、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。

民間投資、インフラ投資、工業生産



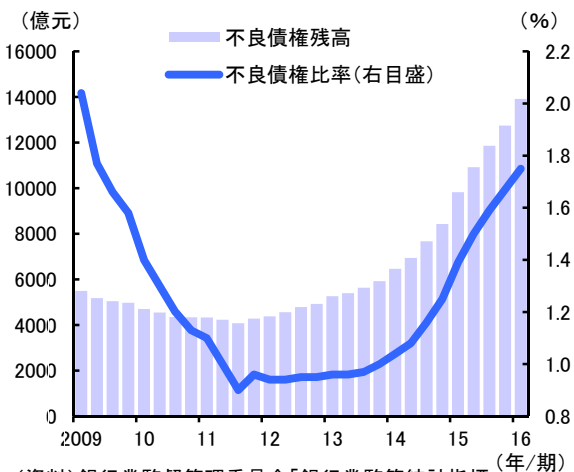
非金融企業債務残高の対GDP比



(資料) 非金融企業債務残高はBISのtotal credit統計、GDPは国家統計局、内閣府「国民経済計算」を基に日本総研作成

(注) 直近値は2015年9月末の債務残高の対2015暦年の名目GDP比。

不良債権残高と不良債権比率



(資料) 銀行業監督管理委員会「銀行業監督統計指標 季度情况表」

2016年6月24日の為替・株式市場の動き

	(前日比)	
	2016年6月24日	同年1月の最大値
人民元の対米ドルレート	▲0.6%	▲0.6%
人民元の対円レート	▲4.0%	▲1.6%
上海総合株価指数	▲1.3%	▲6.9%

(資料) Thomson Reuters、上海証券取引所を基に日本総研作成

(注1) 2016年6月24日に英国の欧州連合（EU）離脱が決定。

(注2) 2016年1月6日に▲0.6%の元安ドル高、同月4日に▲1.6%の元安円高、▲6.9%の株安を記録。

対中直接投資を上回る規模の対外直接投資

概説 輸出入 消費 投資 物価

◆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。資源価格に持ち直し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、資源価格は依然不安定であるほか、英国のEU離脱により再びリスク回避の動きが世界的に強まり、各国の金融市場が混乱。世界経済の下振れリスクが払拭されないなか、輸出に景気の牽引役を期待することは困難。

◆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、資源価格に持ち直しの動きがみられるなか、資源国からの輸入額は3カ月連続で増加したもの、依然低水準。

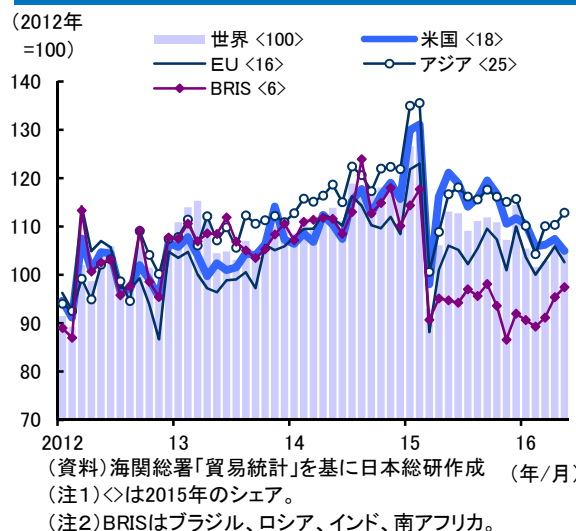
◆対中直接投資：伸び悩み

1～5月の対中直接投資は前年同期比3.8%増の3,436億元と伸び悩み。人件費の上昇や内需拡大ペースの鈍化が背景として指摘可能。業種別にみると、サービス業は同7.0%増、製造業は同▲3.2%の減少。資金の出し手を見ると、EUは同27.4%増、ASEANは同16.8%増。資金の受け入れ地域をみると、西部は同31.2%増と大幅に拡大する一方、東部は同4.7%増にとどまり、中部は同▲25.8%減少。

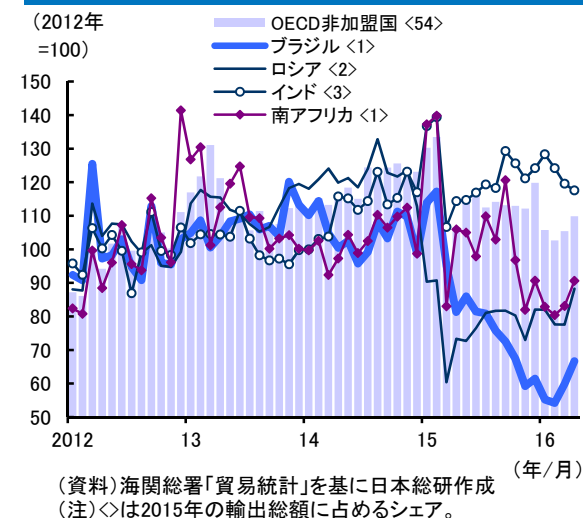
◆対外直接投資：大幅に増加

1～5月の対外直接投資は前年同期比61.9%増の4,793億元。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、北米向けは同3.1倍、オセアニアは同72.4%増、アジアは同62.8%増と大幅に増加。

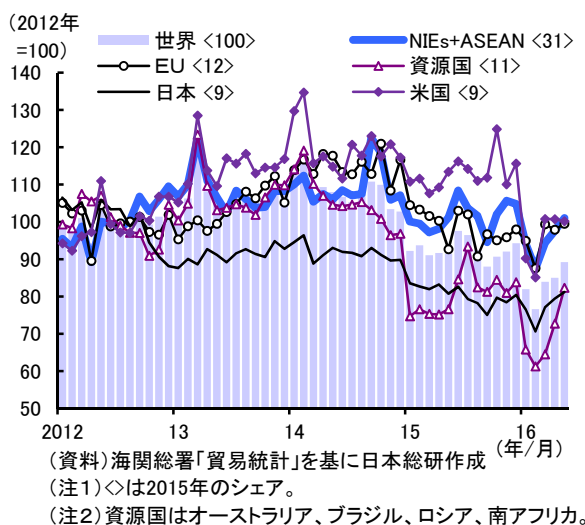
地域別輸出額（季調値、米ドルベース）



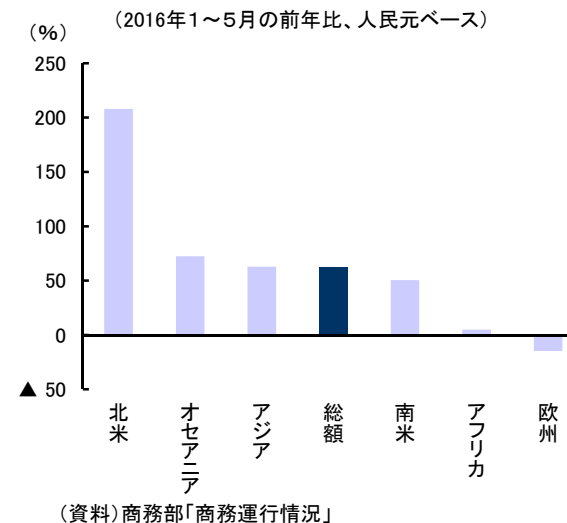
新興国向け輸出額（季調値、米ドルベース）



地域別輸入額（季調値、米ドルベース）



対外直接投資



住宅市場では投機的需要が拡大

概説 輸出入 消費 投資 物価

◆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1～5月の実質小売売上高は前年同期比8.1%増と2015年通年の前年比9.3%増から▲1.2%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。

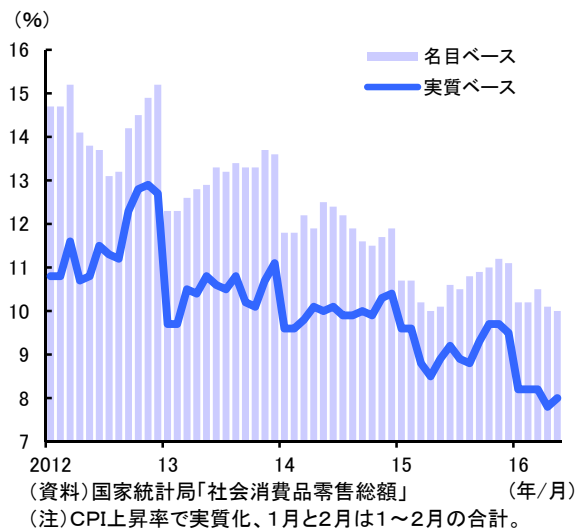
この背景に雇用所得環境の悪化。実際、1～3月期の求人数は前年同期比▲4.5%と、5四半期連続で前年比マイナス。地域別にみると、東部の求人数は同▲0.5%と小幅な減少にとどまったものの、中部は同▲5.9%、西部は同▲11.3%と、より厳しい状況。1～3月期の全国1人当たり実質可処分所得は前年同期比6.5%増と、2015年通年の同7.4%増から減速。

◆過熱する不動産市場

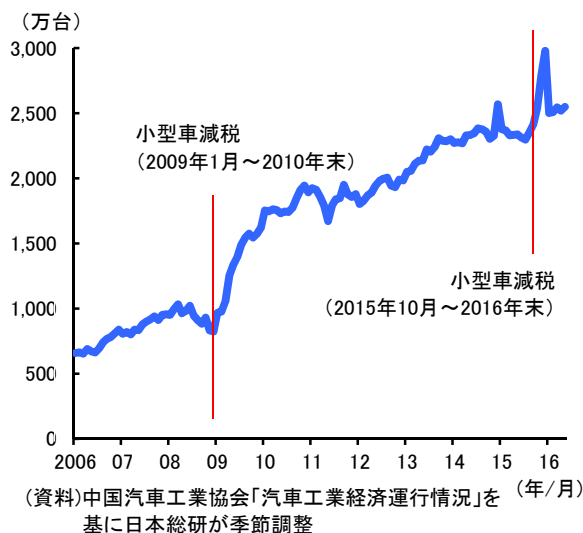
5月の住宅販売床面積（季調値）は2015年末から41.8%増加。住宅平均販売価格も、5月には主要70都市のうち60都市で前月から上昇。前年同月と比べると、沿海大都市の深センが+54.0%、上海+33.8%、北京+21.4%と、いずれも2ケタ上昇。このほか、南京+27.1%、合肥+23.3%、武漢+11.9%と、一部の内陸都市でも10%を上回る上昇が見られ、不動産市場に過熱化の動き。

家計の雇用所得環境が悪化している点を踏まえれば、緩和マネーの流入に伴う投機的需要の拡大が主因と判断可能。中国人民銀行は2014年11月以降、政策金利を6回、預金準備率を5回全面的に引き下げたほか、インターバンク市場で積極的に資金を供給。もっとも、民間企業の資金需要が減退するなか、緩和マネーはインフラプロジェクトや住宅市場、シャドーバンキング、商品市場などに流入。

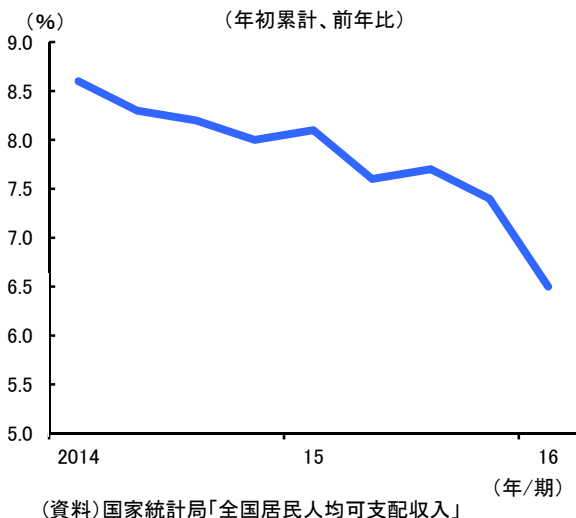
小売売上高（前年比）



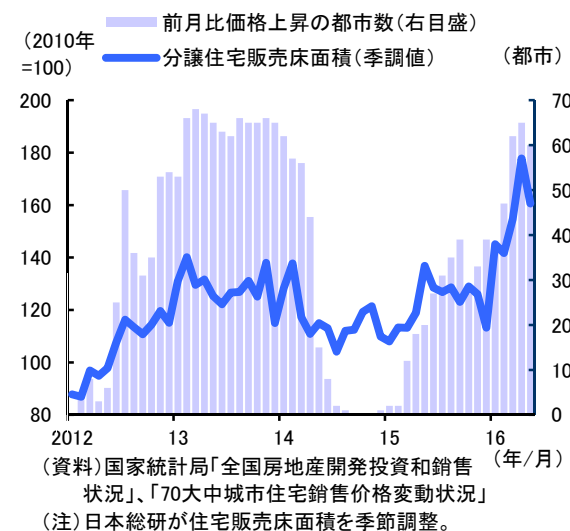
自動車販売台数（季調値年率）



全国1人当たり実質可処分所得



住宅販売と価格上昇都市数



高まる金融システミックリスク



◆固定資産投資：減速傾向

1～5月の固定資産投資は前年同期比9.6%増。伸び率は1～4月から▲0.9%ポイント低下。内訳をみると、民間固定資産投資が同3.9%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▲32.7%、石炭採掘業▲27.4%、鉄道車両・船舶・航空機製造業▲3.4%と落ち込みが顕著。

この背景には、需要・売上の伸び鈍化により、債務・設備の過剰感が強まるなかで、追加の借入・投資のコストに見合うだけの投資収益が期待できなくなったことが指摘可能。2015年9月末時点において、非金融企業債務残高は110.9兆円に上り、企業は大きなバランスシート調整圧力に直面。また、人件費の上昇に加え、輸出先の景気減速を背景に輸出が伸び悩んでいることも相まって、設備稼働率は2011年以降低下傾向。

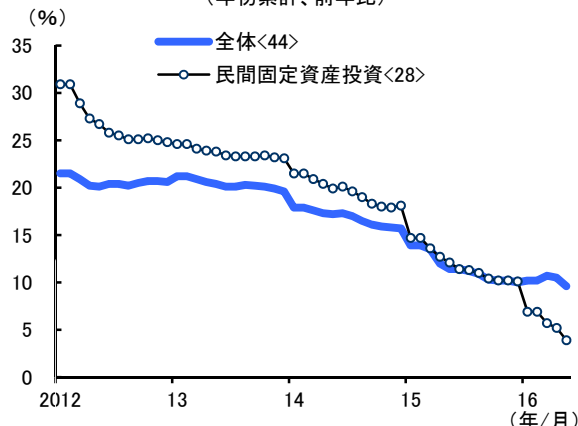
先行き、民間企業はバランスシート調整を余儀なくされ、その結果、民間投資は一段とスローダウンする見込み。一方で、公共投資が景気・雇用を下支えする見通し。実際、1～5月の国有企業（含む政府機関）の固定資産投資は前年同期比23.3%増と2015年通年の前年比10.7%増から急加速。インフラ投資にも持ち直しの動き。

◆大きく下振れるリスクも

ただし、過剰債務問題が深刻化するなか、金融システミックリスクが高まっていることには警戒が必要。「潜在不良債権比率」は2015年末に8.6%と公式統計の5倍に。農協にあたる農村信用社のなかには債務超過に陥るところも。いずれのケースも地方政府が「根拠のないうわさを広めた」とのことで、数日以内に1人ないしは数人を拘束しているものの、ここ1年で複数の農村信用社や中国郵政貯蓄銀行の支店で取り付け騒ぎが発生。

固定資産投資

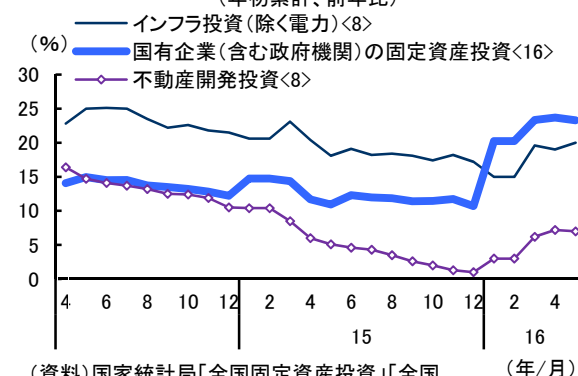
(年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」
(注) 名目GDPの約44%は固定資産投資、約28%は民間固定資産投資。

公共投資と不動産開発投資

(年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「全国不動産開発投資と銷售情況」
(注1) 名目GDPの約16%は国有企業の固定資産投資。
(注2) 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。名目GDPの約8%はインフラ投資。

2015年末の潜在的に危険な借入金の比率

(潜在不良債権比率)

業種	企業数 社	借入金 百万元	潜在的に 危険な 企業数 社	潜在的に 危険な 借入金 百万元	潜在的に危険な借入金の比率 %
製造業	1,492	2,606,447	153	491,798	18.9
鉄金属加工	30	421,106	15	217,854	51.7
鉄道車両・船舶・航空機	31	155,485	5	69,691	44.8
石油加工・コークス製造	19	42,009	8	15,398	36.7
はん用機械	89	72,843	13	21,748	29.9
非鉄金属	55	253,173	14	73,837	29.2
紡績	35	37,540	7	10,108	26.9
自動車	80	120,472	6	2,415	2.0
電気機械	151	129,791	5	1,195	0.9
その他製造業	1,002	1,374,029	80	79,553	5.8
非製造業	835	5,943,467	70	244,898	4.1
卸小売業	130	328,494	12	56,326	17.1
採掘業	69	1,075,816	14	76,224	7.1
不動産業	121	1,376,368	17	61,218	4.4
娯楽・教育	32	15,320	1	50	0.3
電力・ガス・水道	88	1,204,206	2	3,913	0.3
その他非製造業	395	1,943,263	24	47,166	2.4
合計	2,327	8,549,914	223	736,696	8.6

(資料) 各社の2015年報、windを基に日本総研作成
(注1) 上場企業2,850社のうち借入金かつ支払利息のある非金融企業2,327社の財務データを集計。
(注2) 潜在的に危険な企業とは、2015年の広義の営業キャッシュフローにあたるEBITDA(利払い・税引き・償却前利益)が同年の支払利息を下回る企業。
(注3) 潜在的に危険な借入金とは、潜在的に危険な企業の借入金。
(注4) EBITDA=利潤総額+支払利息(財務費用)+資産化済み支払利息+有形資産の減価償却費+無形資産の減価償却費+長期前払費用の減価償却費。
(注5) 支払利息=支払利息(財務費用)+資産化済み支払利息。
(注6) 借入金=短期借入金+1年内返済予定の長期借入金+長期借入金。

人民元レートが大きく減価するリスクも

概況 輸出入 消費 投資 物価

◆物価：低い伸び

5月のCPI上昇率は前年同月比+2.0%と4月から▲0.3%ポイント低下。天候不順により大幅上昇がみられた生鮮野菜価格が、足許で落ち着きを取り戻しているほか、内需が弱まるなか、非食料品価格が伸び悩んでいることが背景。

5月のPPI上昇率は同▲2.8%と5カ月連続で下落幅が縮小。この背景には、国内メーカーの減産や公共投資の拡大による需給ギャップの縮小に加え、金融緩和による過剰流動性の流入が指摘可能。需給ギャップの早期解消が見込めないなか、工業製品価格は当面低迷が続く見通し。

◆人民元レート：元安進展

2015年、政府は過度な元安傾向となることを回避するためにドル売り・元買いのオペを実施したものの、異常な規模の資金流出が発生するなか、人民元は米ドルや円に対して大きく減価。

とりわけ、中国企業が外貨建て債務の返済を進めたことを受け、対内貸付（対外借入）が大幅な資金流出超に。加えて、非居住者が資金を中国から引き揚げたことから、対内現・預金投資も例年になく規模の資金流出超に。

これらの背景には、成長期待の低下や金利の低下、元の先安観の強まりなどが指摘可能。

他方、居住者による資金の持ち出しは急増しておらず、2015年の対外現・預金投資による資金流出超は2011～2012年と同規模にとどまる状況。

もっとも、英国のEU離脱が決まったこと、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、再びリスク回避の動きが強まり、人民元が大きく減価する恐れも。

