

---

---

# 中国経済展望

2016年5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4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)
- 
-

# 官需は拡大するも、民需はスローダウン



## ◆現状：景気は減速基調

中国の1～3月期の実質成長率は前年同期比+6.7%と前期から▲0.1%ポイント低下。民間固定資産投資と実質小売売上高の増勢が鈍化し、輸出も減少。

他方、一部に持ち直しの動きも。国有企業や政府機関が景気てこ入れに向け、固定資産投資を積極化。インフラ投資は資金不足が和らぐなか、底入れの兆し。不動産開発投資は住宅ローンの頭金比率引き下げなどのでこ入れ策を受けて、持ち直しの動き。こうしたなか、3月の製造業PMIは8カ月ぶりに「50」超に持ち直し。

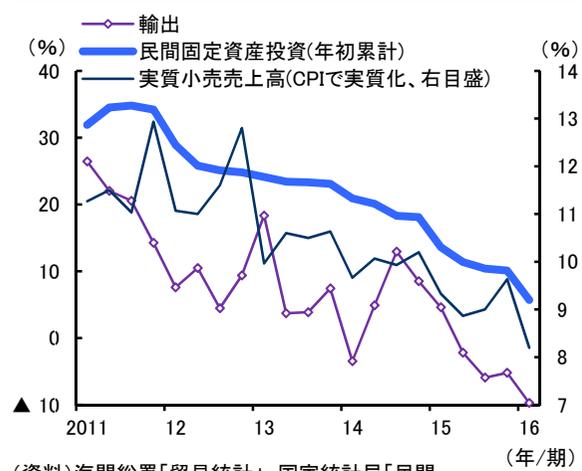
## ◆展望：景気は一段と減速

先行き金融・財政の両面から景気てこ入れ策が強化され、失業者の急増につながるハードランディングは回避される見通し。政府は貸し渋りや貸し剥がしに対する警戒感を強めており、商業銀行向けに積極的に資金を供給。3月には預金準備率の引き下げも実施。

また、政府は高水準の財政支出を維持することに加え、政策金融を強化する方針。国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行は中国人民銀行から1.4兆元、私募債により中国郵政貯蓄銀行から0.3兆元を調達。これらを原資に、先行き国有企業と政府機関の固定資産投資は高い伸びを維持し、インフラ投資は加速する見通し。そのほか、5月には企業の実効税率引き下げに向け、営業税から付加価値税への転換を進める予定。

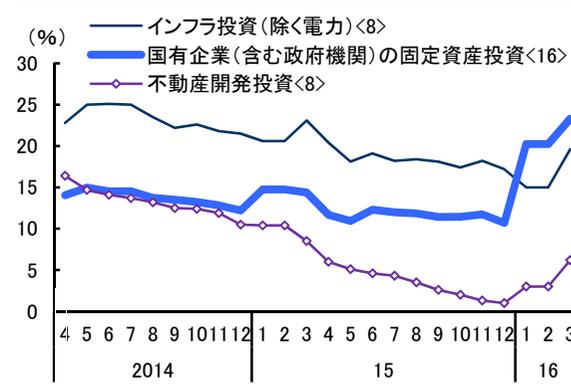
もっとも、民間企業は過剰債務を抱えるなか投資抑制スタンスを継続。加えて、1～3月期の実質可処分所得は前年比6.5%増と2015年通年の同7.4%増から鈍化しており、個人消費の景気牽引力は弱まる方向。こうしたなか、公共投資が景気を大きく押し上げる展開には至らず、2016年の実質成長率は+6.6%、2017年は+6.5%と、景気減速が続くと予想。

## 民需と外需(前年比)



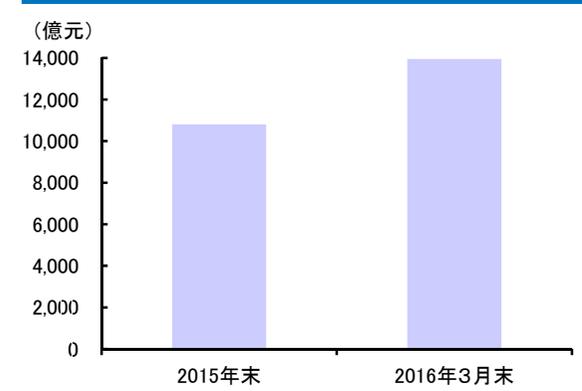
(資料)海関総署「貿易統計」、国家統計局「民間固定資産投資」「社会消費品零售総額」「居民消費价格」を基に日本総研作成

## 官需と不動産開発投資(年初累計、前年比)



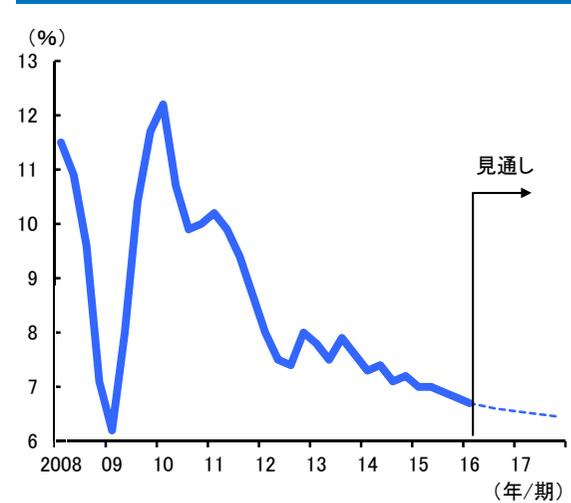
(資料)国家統計局「全国固定資産投資」「全国不動産開発投資和銷售情況」  
(注1)名目GDPの約16%は国有企業の固定資産投資。  
(注2)国家統計局は2014年4月からインフラ投資(除く電力)のデータ発表を開始。名目GDPの約8%はインフラ投資。  
(注3)名目GDPの約8%は不動産開発投資。

## PSLの残高



(資料)中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」、各種報道  
(注)PSL(Pledged Supplementary Lending)とは、2014年4月に中国人民銀行が新設した国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行向けの、資産担保を条件とした長期低利資金貸出制度。

## 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

# 弱まる外需



## ◆輸出：減少

3月の米ドルベースの輸出額は前年同月比11.2%増とプラスに転換したものの、前年3月の水準が低かったことが主因。季節調整を施すと、輸出の減少基調に変化はみられず。

とりわけ、2014年半ば頃からBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向け輸出が大きく減少。資源価格の下落を受けて、資源国経済が悪化していることなどが背景。先進国においても、製造業の企業活動にブレーキがかかるなか、欧米向けが弱含み。

今後、資源価格が低迷するなか、米国が利上げを継続すれば、資源国や新興国の景気が一段と悪化するリスクも。米国の利上げはドル建て債務の負担増加や資本流出に繋がり、新興国で債務不履行や株安、通貨安が進展する恐れ。中国の輸出額のうちOECD非加盟国向けは54%と大きく、新興国や資源国の景気悪化の影響は大。

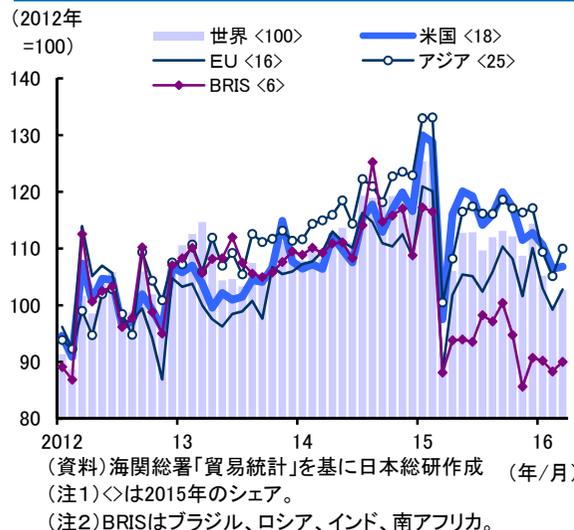
## ◆輸入：減少

内需の弱まりや資源価格の下落などにより、輸入額は減少。とりわけ、機械類の輸入はリーマン・ショック時に並ぶほど大幅に減少。先行き、設備投資のスローダウンを受けて、資本財や生産財を中心にEUや日本からの輸入減少が続く見込み。企業のバランスシート調整圧力は大きく、調整は長期化する見通し。

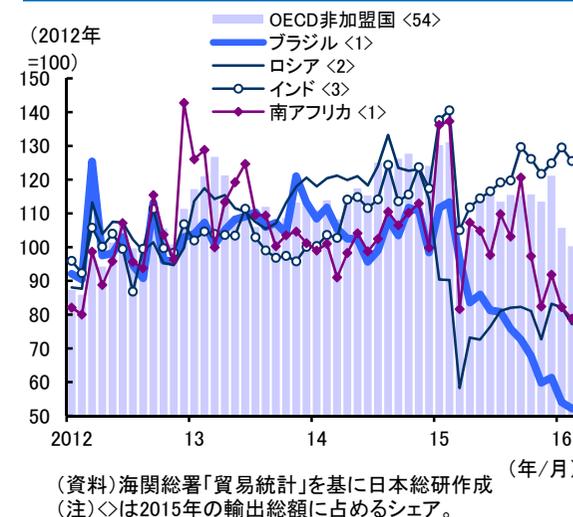
## ◆対中直接投資：伸び悩み

1～3月期の人民元ベースの対中直接投資は前年同期比4.5%増と伸び悩み。2016年から商務部は人民元ベースで業種別や国別の対中直接投資額を発表。業種別にみると、サービス業は同7.6%増、製造業は同▲1.6%の減少。資金の出し手をみると、EUは同38%増、ASEANは同37%増。

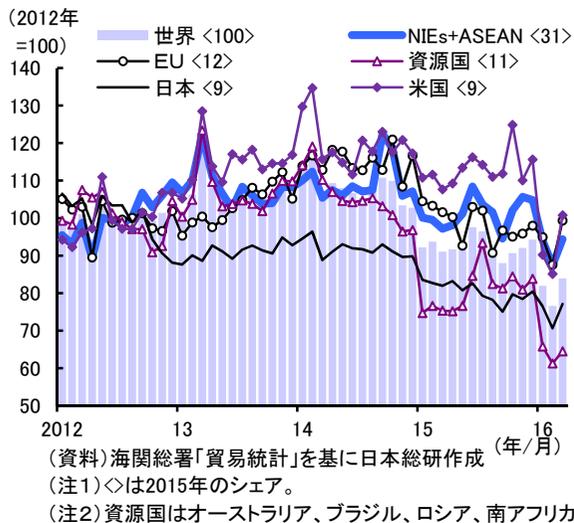
## 地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



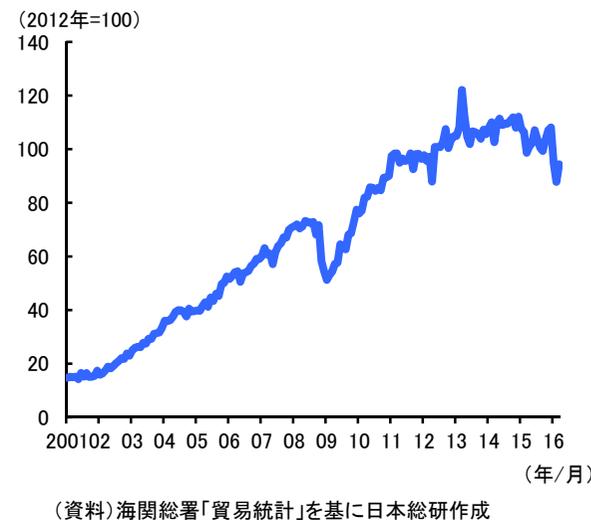
## 新興国向け輸出(季調値、米ドルベース)



## 地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



## 機械類の輸入額(季調値、米ドルベース)



# 所得雇用環境は悪化



## ◆個人消費：増勢は鈍化

実質小売上高の伸び率は低下。スマートフォンなど通信機械や衣料品などの販売に増勢鈍化の動きがみられるほか、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はみられず。

この背景には所得の増勢鈍化。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。

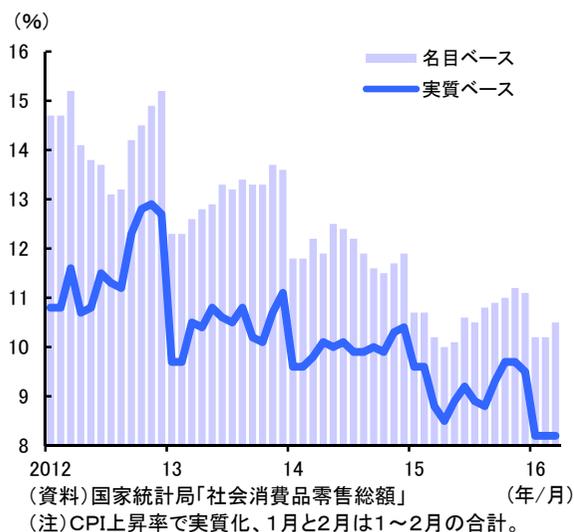
雇用情勢も悪化。国有企業の倒産が発生し、大手民間企業でも中途採用の凍結や新卒採用の大幅縮小がみられるなど、雇用調整の動きは拡大。1～3月期の求人数は前年同期比▲4.5%と、5四半期連続で減少。業種別にみると、製造業のみならず、建設業、卸小売業、飲食・宿泊業などの求人数も減少しており、製造業悪化の悪影響が非製造業にも拡大。

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。北京や上海などの東部の大都市では、証券業や不動産業の活性化などを背景に、一定の経済成長をキープ。他方、多くの中西部の都市や東部の東北地域では、鉱業や重工業の不振を受け、景気減速が深刻。

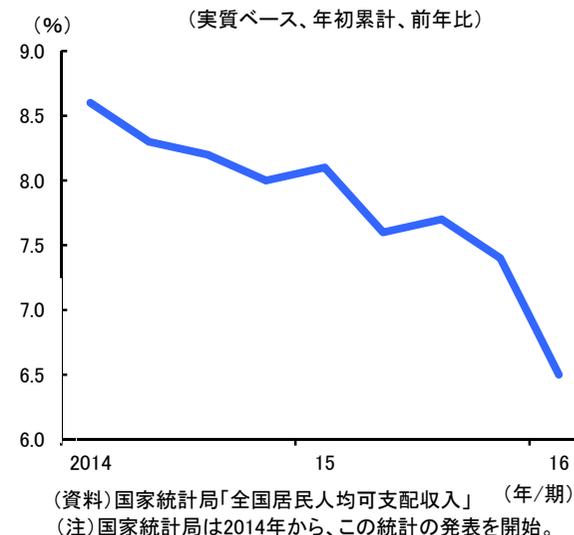
## ◆展望：雇用環境のてこ入れ策を強化

当面、生活防衛のために消費を抑制する動きが強まる恐れ。人々の雇用不安は強まり、中国人民銀行が発表する雇用環境の見通しDIは、リーマン・ショック後に並ぶ水準まで悪化。消費拡大が中国经济を下支えしているだけに、そのスローダウンは大きな景気下振れ要因に。もっとも、中国政府は雇用環境と景気のとこ入れに向け、官需を急拡大しており、失業者の急増に繋がるハードランディングは回避される見通し。

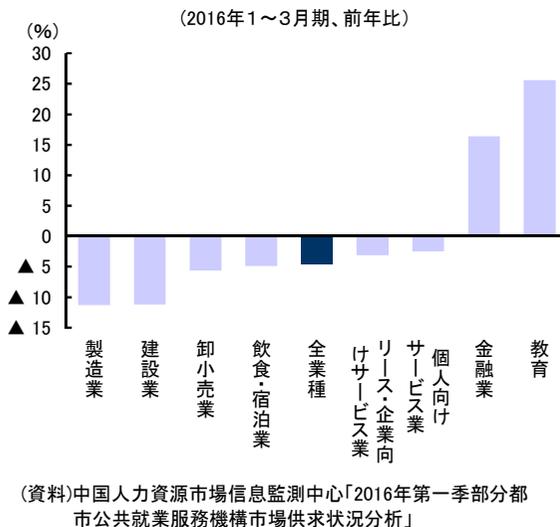
## 小売売上高(前年比)



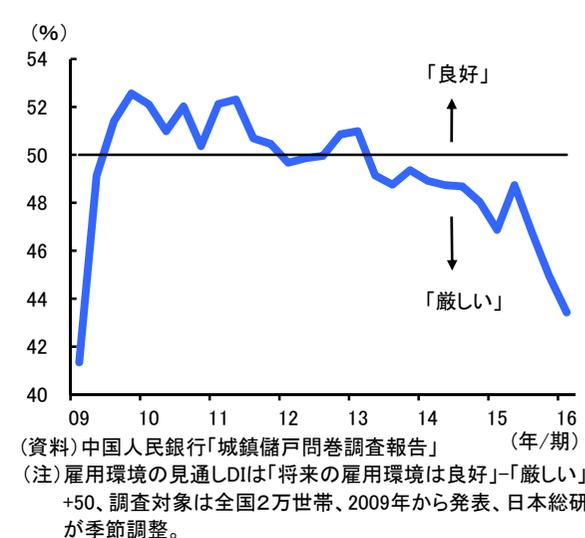
## 全国1人当たり可処分所得



## 業種別の求人数



## 雇用環境の見通しDI(季調値)



# 政府は政策金融を強化

1～3月期の固定資産投資は前年同期比10.7%増。伸び率は1～2月から0.5%ポイント上昇し、投資減速に底入れの兆し。

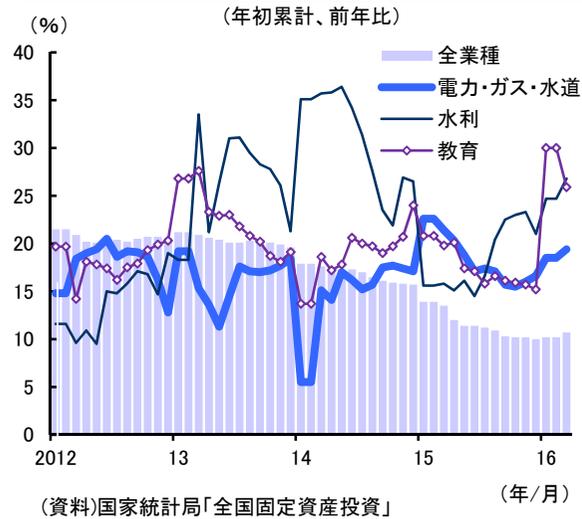
もっとも、資本別にみると大きな違い。国有企業（含む政府機関）の固定資産投資は同23.3%増に急加速。電力・ガス・水道や水利、教育などの固定資産投資に加速の動きがみられる点を踏まえれば、当該分野で国有企業や政府機関が投資を大幅に拡大している可能性。鉄道や道路を中心としたインフラ投資にも底入れの兆し。

他方、第2次産業と第3次産業の民間企業が、ともに大きなバランスシート調整圧力に直面するなか、これまでの金融緩和や新規産業振興策は、投資マインドを改善させるには至っておらず、民間固定資産投資は急減速。

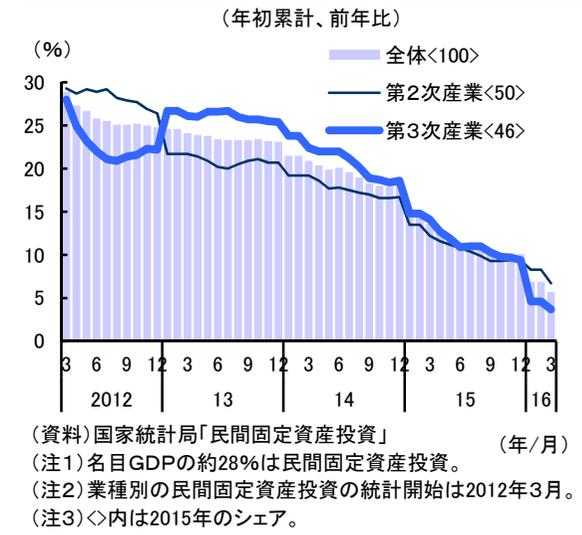
政策金融が強化されるなか、先行き、国有企業や政府機関の固定資産投資は高い伸びを維持し、インフラ投資は加速する見通し。実際、2014年4月に中国人民銀行が国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行向けに新設した資産担保を条件とした長期低利資金貸出制度であるPSL（Pledged Supplementary Lending）の残高は、2016年3月末に1兆3,948億元に急拡大。また、2015年8月には国家開発銀行、中国農業発展銀行が中国郵政貯蓄銀行を引受先とするインフラ向け金融債（私募債）を発行し、計3,000億元を調達。GDPの2.5%にあたるこれら1.7兆元が公共投資に回れば、大きな景気下支え要因に。

ただし、過剰債務・過剰設備を抱えるなか、民間投資は引き続き減速するとみられるため、公共投資の効果は失業者の急増を伴う景気失速の回避にとどまり、先行き、景気を大きく押し上げる展開には至らない見通し。

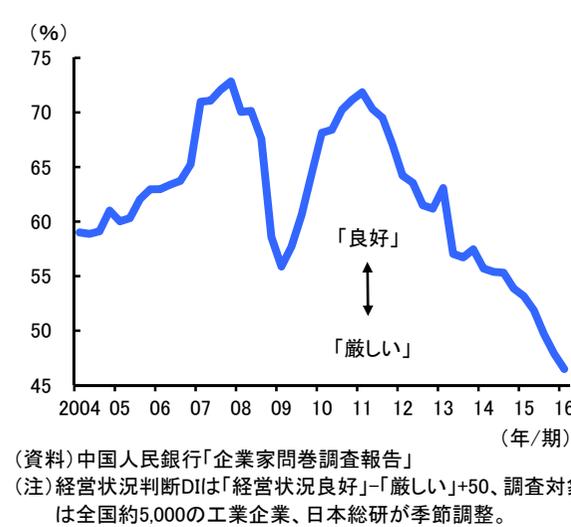
## 固定資産投資



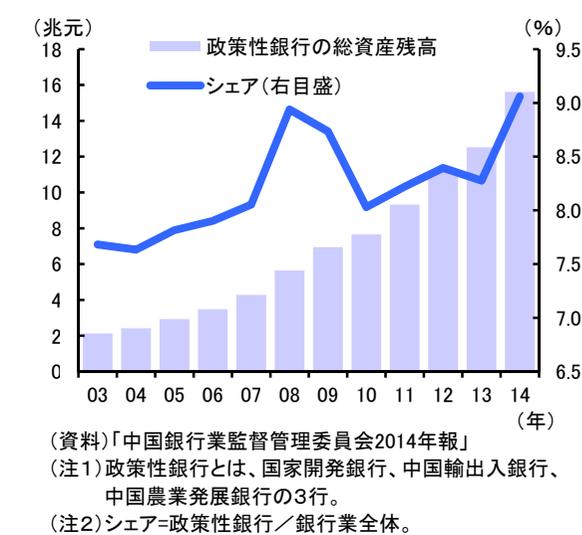
## 民間固定資産投資



## 経営状況判断DI(季調値)



## 政策性銀行の総資産残高



# 住宅の在庫調整圧力は依然大きい



## ◆物価：厳しい市況が持続

3月のCPI上昇率は前年同月比+2.3%と2月と同じ伸び率に。内訳をみると、食料品価格は大きく上昇。とりわけ、生鮮野菜価格が天候不順により同+35.8%上昇し、CPIを0.9%ポイント押し上げ。豚肉価格も供給不足により同+28.4%上昇し、CPIを0.6%押し上げ。他方、企業収益が悪化するなか、賃金の伸びは鈍化しているとみられ、非食料品価格上昇率は同+1.0%と伸び悩み。

PPI上昇率は同▲4.3%と3カ月連続で下落幅が縮小。出荷価格が損益分岐点を下回る水準まで低下するなか、鋼材など一部の分野に市況底入れの兆し。もっとも国有企業の人員整理などに時間がかかることを踏まえれば、先行き大幅な減産による価格回復は望めず、現下の厳しい市況が続く見通し。

## ◆不動産価格：価格上昇の動きに拡がり

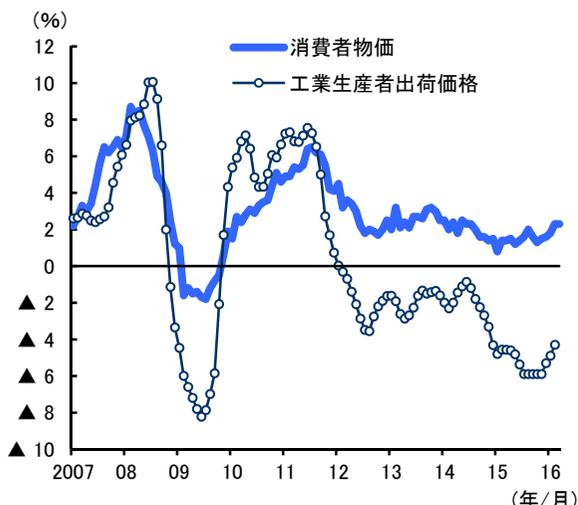
3月、62都市で価格が上昇し、上昇した都市数は前月から15都市増加。住宅市場でこ入れ策を受けて、住宅需要が拡大したことが背景。

もっとも、3月末の住宅在庫床面積は、依然として販売の4.9カ月分という高水準。過剰在庫と過剰債務を抱える不動産開発企業は、住宅需要が弱まれば再び値下げ競争を始める見通し。こうしたなか深センや上海など価格上昇が顕著な一部の都市を除き、政府は緩和的な不動産政策を続けることで、住宅在庫の圧縮を図っていく見通し。

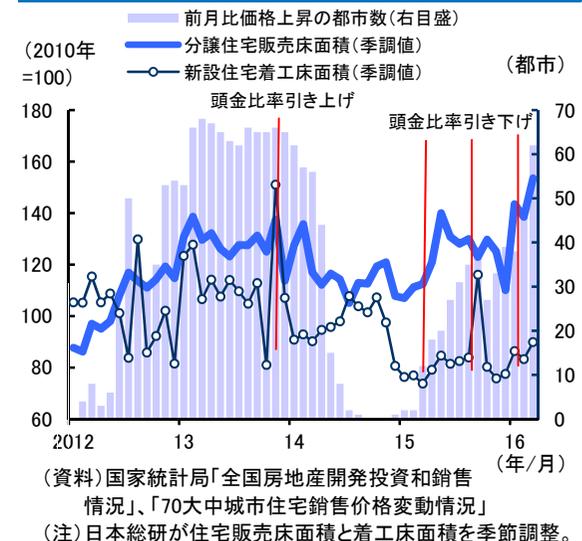
## ◆短期市場金利：リーマン・ショック後と似た状況

SHIBOR (Shanghai Interbank Offered Rate) は低水準、かつボラティリティが低下。これは、2009年と似た状況。企業の資金需要が低迷していることに加え、政府が貸し渋りや貸し剥がしに対する警戒感を強め、積極的な資金供給を実施していることが背景として指摘可能。

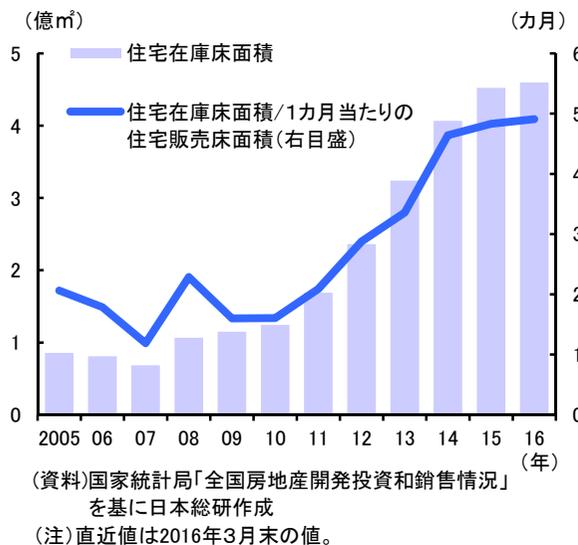
### CPIとPPI(前年比)



### 住宅販売・着工と価格上昇都市数



### 住宅在庫



### SHIBOR

