
中国経済展望

2016年4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3月30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)
-
-

景気は減速、再びリスク回避の動きが強まる恐れも

概説 → 輸出入 → 消費 → 投資 → 物価

◆現状：景気は減速基調

民間固定資産投資が急減速したほか、小売売上高も鈍化傾向、輸出も減少。内外需とも弱まるなか、企業の生産活動にブレーキがかかっており、実体経済の減速は持続。

他方、資金流出による元安圧力は、中国企業のドル建て債務返済の一服などによりやや緩和。当局の元買い・ドル売りのオペが縮小し、2月の外貨準備高は前月比▲286億ドルと、減少幅は1月の同▲995億ドルから縮小。株価にも底入れの動きがみられ、金融市場の混乱は一服。

ただし、中国経済の重石となっている過剰設備・過剰債務等の構造問題は依然として深刻であり、再びリスク回避の動きが強まる恐れも。

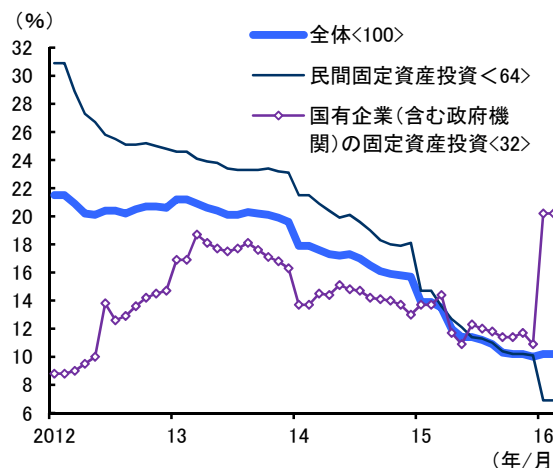
◆展望：景気は一段と減速

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。

政府は鉄鋼・石炭セクターで180万人の配置移動を指示する一方、貸し渋りや貸し剥がしに対する警戒感も強めており、積極的な資金供給を実施。3月1日には預金準備率が引き下げられており、先行き、銀行融資は一段と拡大へ。こうした金融緩和に加え、国有企業（含む政府機関）も固定資産投資を積極化。全人代では減税を柱とした財政赤字の拡大を発表し、民間の経済活動を促進。これらを受け、2016年の実質成長率は+6.6%、2017年は+6.5%と、小幅な低下にとどまると予想。

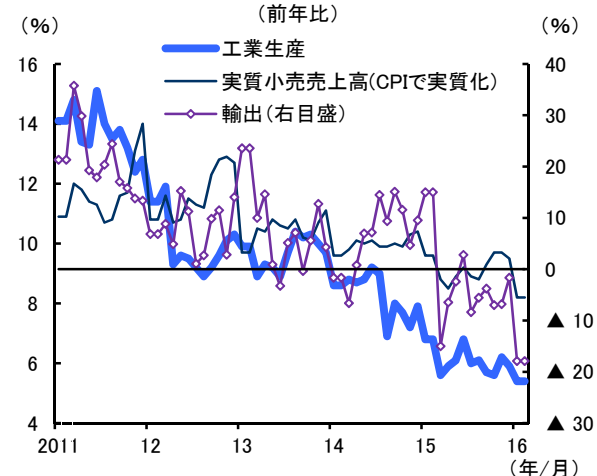
もっとも、企業のバランスシート調整圧力が大きい点や、不良債権処理に向けた国有企業の人員整理に時間がかかる点などを踏まえれば、中国経済が下振れしやすい状況は長期化する公算。

固定資産投資（年初累計、前年比）



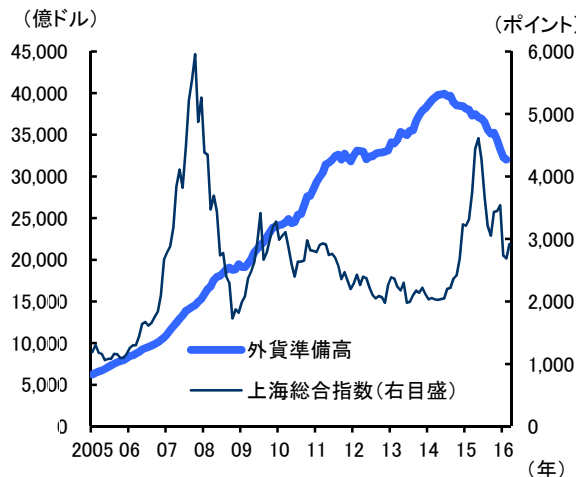
(資料)国家统计局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」
(注)◁内は2015年のシェア。

実質小売売上高、輸出、工業生産



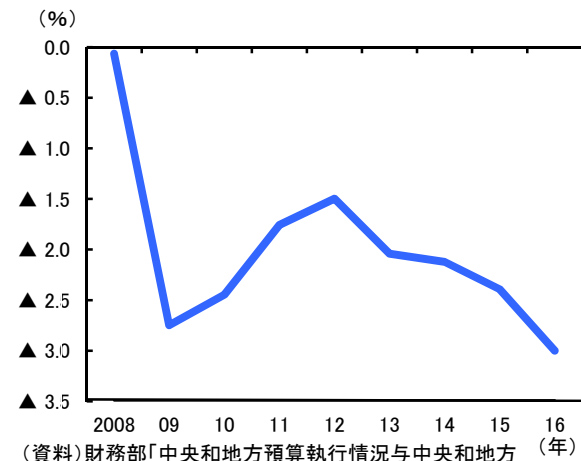
(資料)海関総署「貿易統計」、国家统计局「社会消費品零售総額」「居民消費价格」「规模以上工業增加值」を基に日本総研作成

外貨準備高と上海総合株価指数



(資料)国家外為管理局、上海証券取引所
(注)直近値は2016年3月29日の終値。

財政赤字の対GDP比



(資料)財務部「中央和地方預算执行情况与中央和地方預算草案的報告(摘要)」各年版を基に日本総研作成
(注)2008～15年は実績ベース、2016年は予算ベース。

機械類の輸入は大幅に減少

◆輸出：減少

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。

中国のドル建て債務は1.2兆ドル。多くの新興国は中国に比べて債務が小さいものの、企業債務に占めるドル建て債務の割合が高いことを勘案すれば、米国の利上げによるこれらの国々の企業活動やマクロ経済への影響は、中国以上に大きくなる恐れ。

◆輸入：減少

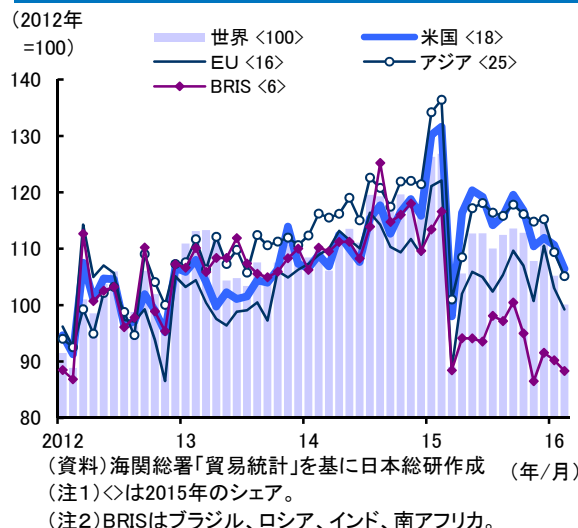
内需の弱まりや資源価格の下落などにより、輸入額は減少。とりわけ、機械類の輸入はリーマン・ショック時に並ぶほど大幅に減少。

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

1～2月の人民元ベースの対中直接投資は前年同月比2.7%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5.7%増、製造業は同▲14.9%の減少。資金の出し手を見ると、米国は前年の水準が低いため、2.1倍に。日本は同14.5%増、ドイツは同8.7%増。

地域別輸出額(季調値、米ドルベース)

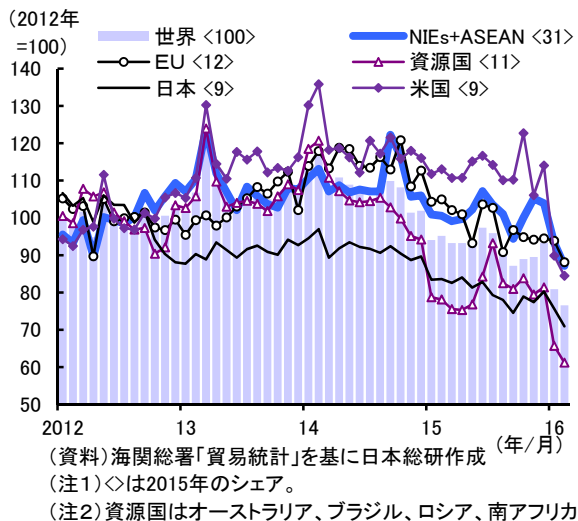


新興国のドル建て債務(2015年6月末)

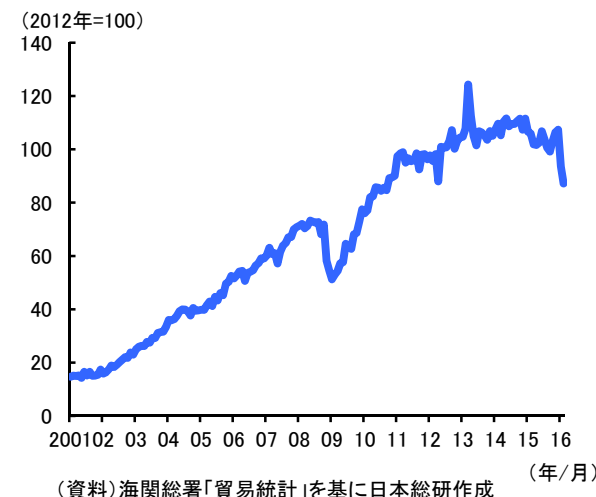
	債務残高 10億ドル	シェア %
中国	1,178	5
ブラジル	322	18
ロシア	297	29
メキシコ	237	66
トルコ	183	33
インドネシア	160	52
韓国	128	8
インド	118	10
チリ	88	n.a.
フィリピン	58	n.a.
マレーシア	41	10
南アフリカ	34	14
新興国12カ国計	2,846	9

(資料) BIS Quarterly Review, December 2015
(注1) 債務残高は家計・非金融企業・政府・国際組織の米ドル建て債務残高の合計。
(注2) シェアは非金融企業の債務残高に占める米ドル建て債務残高の割合。

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)



全人代では減税を柱とした財政赤字の拡大を決定

◆個人消費：増勢は鈍化

実質小売上高の増勢は鈍化。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、雇用所得環境の悪化。求人数は4四半期連続で減少し、労働需要は縮小。こうしたなか、2015年の新規就業者数は1,312万人と2009年以来初めて前年を下回る水準に。

◆金融・財政の両面から景気を下支え

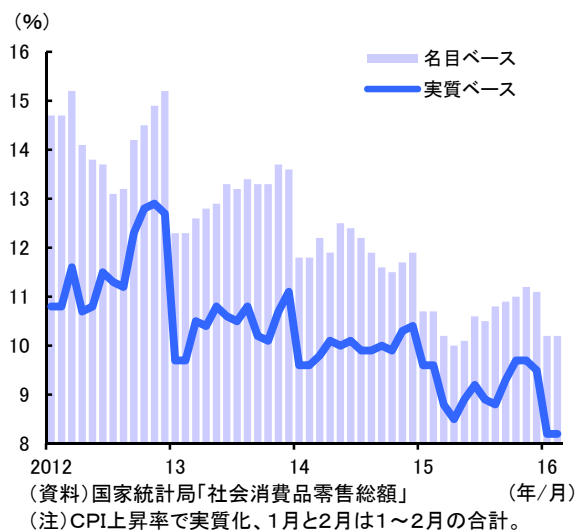
3月の全人代では、2016年の経済政策運営の方針を決定し、次期5カ年計画を採択。景気減速下、政府は今年の成長率目標を6.5～7.0%に引き下げたほか、景気てこ入れ策の強化に向け、2016年度の政府予算の財政赤字をGDPの3.0%と、昨年実績(2.4%)から0.6%ポイント引き上げ。

とりわけ営業税から付加価値税への転換を進めることで、企業の実効税率を引き下げることに主眼。すでに運輸業など一部の分野では、このような税制の転換が始まっており、2016年5月1日からは建設業、不動産業、金融業、個人向けサービス業においても、付加価値税を導入し、実質的な減税範囲を拡大。このほか、設備投資減税など合計5,000億元の減税が民間の経済活動の活性化に繋がることを期待。

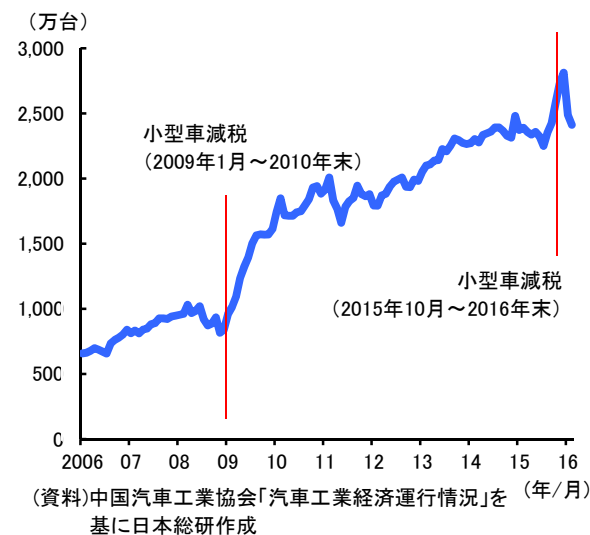
また、大きな景気下振れ圧力が残るなか、M2の伸び率の目標値は前年比13%と高めに設定されており、緩和的な金融政策を続ける公算大。

加えて、サプライサイド改革を強調。行政手続きの簡素化やイノベーションの促進、過剰設備の解消を進める構え。第13次5カ年計画では、年平均6.5%以上の経済成長を保つことに加え、産業高度化や環境改善を実現することなどを目標に設定。

小売上高(前年比)



自動車販売台数(季調値年率)



経済政策運営の目標と実績

	2015年		2016年
	目標	実績	目標
実質GDP成長率	7.0%前後	6.9%	6.5～7.0%
CPI上昇率	3.0%前後	1.4%	3.0%前後
財政収支の対GDP比	2.3%の赤字	2.4%の赤字	3.0%の赤字
M2の伸び率	12%前後	13.3%	13%前後
都市部新規就業者数	1000万人以上	1312万人	1000万人以上
失業率	4.5%以内	4.1%	4.5%以内

(資料) 政府活動報告・政府予算案各年版、国家统计局を基に日本総研作成

第13次5カ年計画の主要目標

2020年までの目標値	
実質GDP成長率	年平均6.5%以上
都市化率(常住人口)	56.1→60%
第3次産業のGDP比	50.5%→56%
研究開発投資比率	2.1%→2.5%
ブロードバンド普及率	40%→70%
実質可処分所得の伸び率	年平均6.5%以上
都市新規就業者数	累計5000万人以上の増加
農村貧困人口	累計5575万人の脱貧困
単位GDP当たりエネルギー消費	15%低下
単位GDP当たり二酸化炭素排出	18%低下
優良な空気の日数比率	76.7%→80%以上

(資料) 「中華人民共和国国民経済和社会发展第十三个五年规划纲要」を基に日本総研作成

公共投資は加速、民間投資は減速

固定資産投資はおおむね横ばいで推移。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の増勢は一段と鈍化したものの、国有企業（含む政府機関）の固定資産投資の規模が大きいため、総じてみれば公共投資は加速していると判断可能。

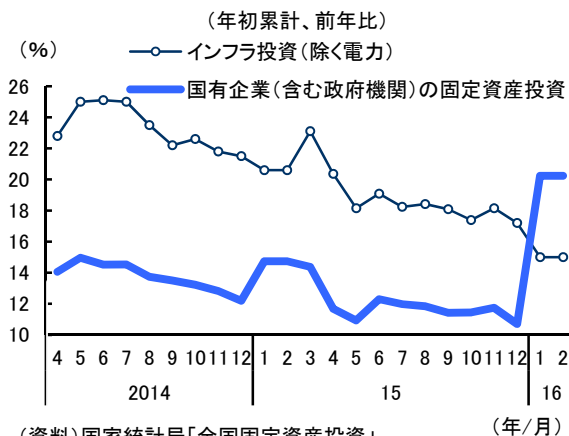
なお、不動産開発投資に底入れの動き。住宅ローンの頭金比率引き下げなど一連の不動産市場でこ入れ策を受け、住宅の需要は拡大し、1～2月の住宅販売床面積は前年同期比30.4%増加。

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。

今後を展望すると、国有企業と政府機関の固定資産投資は高い伸びを維持するほか、インフラ投資は加速し、景気の下支えとなる見通し。発展改革委員会が2015年に前年対比1.6倍にあたる2.5兆元にのぼる交通や農業水利、エネルギー分野の投資インフラプロジェクトを承認。さらに、政府は政府系金融機関の機能を強化する方針。先行き、国家開発銀行、輸出入銀行、中国農業発展銀行を中心に公共投資向けの銀行融資が拡大すると予想。

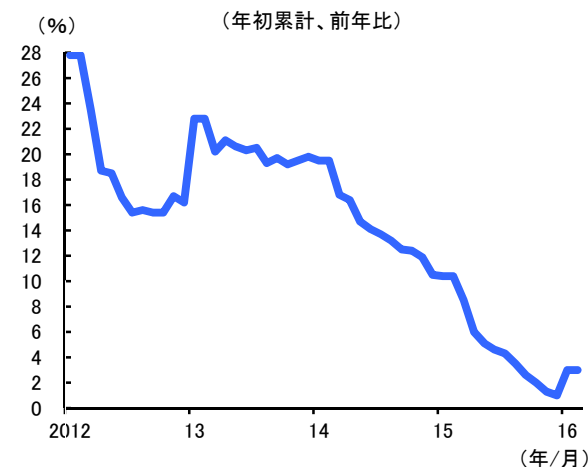
他方、3月1日に預金準備率が引き下げられ、5月1日から減税が予定されているものの、民間企業は過剰債務を抱えるなか、投資抑制を続ける恐れ。非金融企業債務残高はGDPの1.6倍の規模。

国有企業の固定資産投資とインフラ投資



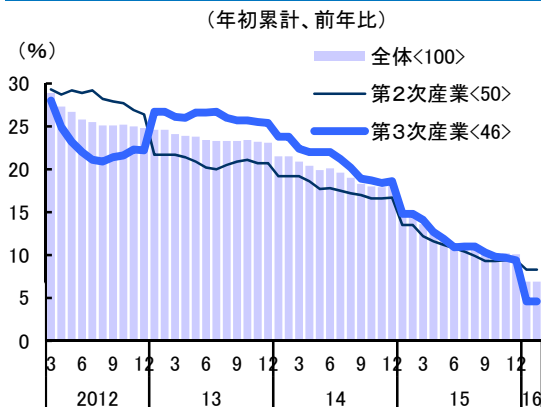
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」
(注1) 名目GDPの約16%は国有企業の固定資産投資。
(注2) 国家統計局は2014年4月からインフラ投資(除く電力)のデータ発表を開始。名目GDPの約8%はインフラ投資。

不動産開発投資



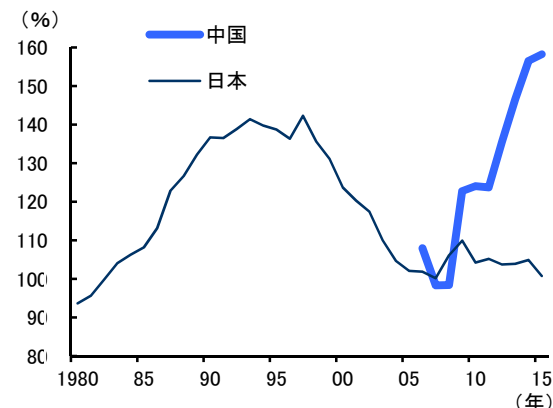
(資料) 国家統計局「全国不動産開発投資と銷售情況」
(注) 名目GDPの約8%は不動産開発投資。

民間固定資産投資



(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」
(注1) 名目GDPの約28%は民間固定資産投資。
(注2) 業種別の民間固定資産投資の統計開始が2012年3月。
(注3) <>内は2015年のシェア。

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6月末の債務残高の対2015暦年の名目GDP比。

緩和的な不動産政策が続く見通し



◆物価：厳しい市況が持続

2月のCPI上昇率は前年同月比+2.3%と上昇幅が拡大。天候不順により、生鮮野菜を中心に食料品価格が大きく上昇したことが主因。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、非食料品価格は伸び悩み。

PPI上昇率は同▲4.9%と4年連続で前年比下落。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：沿海部大都市と中小都市で二極化

2月、47都市で価格が上昇し、上昇した都市数は前月から9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、深センでは2月に前年同月比+57.8%、上海は同+25.1%、北京は同+14.2%と大きく上昇した一方、遼寧省丹東は同▲3.9%、安徽省蚌埠は同▲3.5%、四川省南充は同▲3.3%と下落が持続し、沿海部大都市と中小都市で二極化の動き。

今後を展望すると、一部沿海大都市では住宅購入規制が強化されると見込まれるものの、中小都市では雇用所得環境の悪化に伴い住宅需要が弱く、価格下落が続いているため、緩和的な不動産政策を続ける見通し。

◆人民元レート：元安圧力は残存

2月、中国企業のドル建て債務返済の一服により、人民元の対米ドルレートは小幅に上昇。他方、CFETS指数は低下が持続。同指数は人民元の13通貨に対するレートを加重平均して作成され、その低下は元安圧力が残っていることを示唆。

