

# 中國 経済 展望

2016年3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2月26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)

# 下振れしやすい状況は長期化

## ◆現状：景気は減速基調

2015年通年の実質成長率は前年比+6.9%と、25年ぶりの低水準に。名目成長率は同+6.4%と、名実が逆転。とりわけ、製造業の生産活動に急ブレーキがかかり、第2次産業の名目成長率は同+0.9%と2014年の同+5.8%から大きく低下。

こうしたなか、不良債権が急増。銀行業監督管理委員会によると、2015年末の不良債権残高は前年末比51.2%増加し、不良債権比率は1.7%へ上昇。この公式統計には①オフバランスの与信が統計の対象に入っていない、②不良債権の認定が甘い、等の問題があることを踏まえると、実際の不良債権は公式統計を大きく上回る可能性。

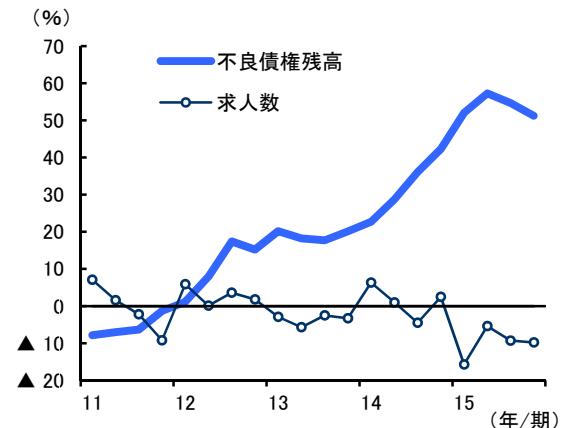
また、求人数は減少。国有企業の倒産が発生し、大手民間企業でも中途採用の凍結や新卒採用の大幅縮小がみられるなど、雇用調整の動きは拡大。

## ◆展望：景気は一段と減速

先行き、金融・財政の両面から景気で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。すなわち、当局は貸し渋りや貸し剥がしに対して警戒感を強めており、積極的な資金供給を実施。これに伴い、銀行融資は一段と拡大へ。また、2015年6月末の政府総債務残高がGDPの41%にとどまり、財政支出の拡大余地が大きいなか、財政拡張政策の財源として、政府は国債や地方債の発行を積極化する見込み。これを受け、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予想。

もっとも、非金融企業債務残高の対GDP比は158%と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业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。

### 不良債権残高と求人数(前年比)



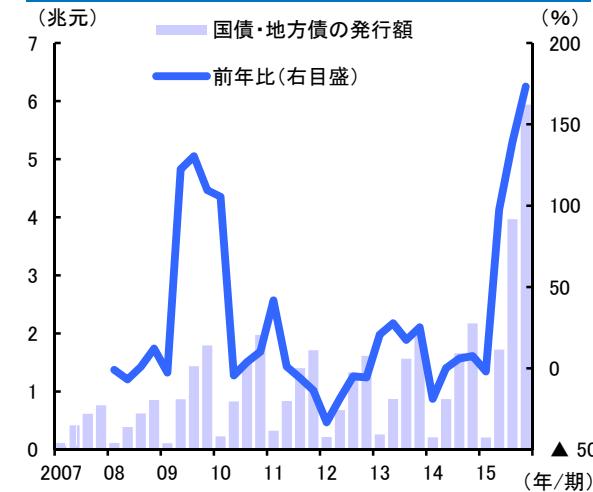
(資料)銀行業監督管理委員会「銀行業監管統計指標季度状況表」、中国人力资源市場信息監測中心「部分都市公共就業服務機構市場供求狀況分析」

### 銀行融資残高



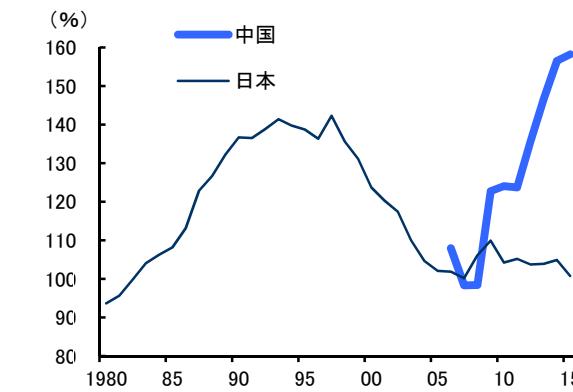
(資料)中国人民銀行「金融統計データ報告」

### 国債・地方債の発行額(年初累計)



(資料)中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」

### 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。

# 新規受注の減少が持続

## ◆輸出：弱含み

B R I S（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。資源価格が下落し、資源国経済が悪化していることが背景。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。

世界経済の不透明感が強まるなか、製造業の輸出向け新規受注は減少しており、輸出の先行き低迷を示唆。

今後、原油をはじめとする資源価格の下落に歯止めがかからないなか、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中国を含む新興国からの資本流出に繋がり、新興国で債務不履行や株安、通貨安が進展する恐れ。

## ◆輸入：減少

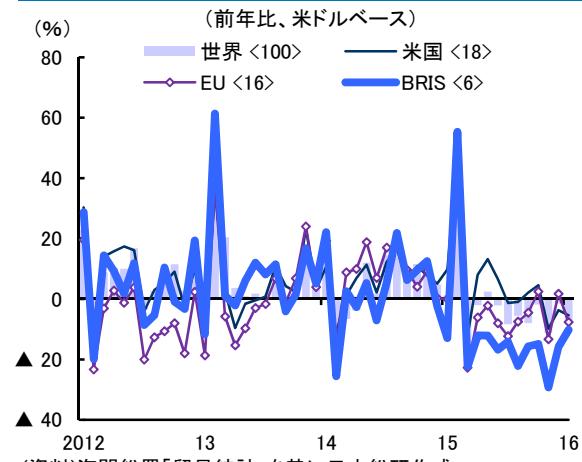
内需の弱まりや資源価格の下落などにより、輸入額は減少。先行き、設備投資のスローダウンを受けて、資本財や生産財を中心にEUや日本からの輸入減少が続く見込み。企業のバランスシート調整圧力は大きく、調整は長期化する見通し。また、不動産開発投資やインフラ投資が一段と鈍化すれば、資源国からの輸入も一段と落ち込む恐れ。

## ◆対中直接投資：伸び悩み

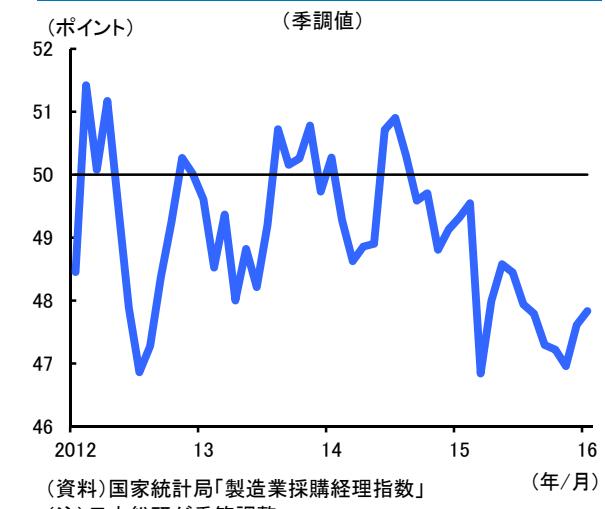
1月の米ドルベースの対中直接投資は前年同月比1.1%増と伸び悩み。受け入れ地域別にみると、東部は同4.1%増、西部は同16.9%増加した一方、中部は同▲22.2%減少。業種別にみると、サービス業は同5.7%増、製造業は同▲8.0%の減少。

資金の出し手をみると、米国は前年の水準が低いため5.6倍に、EUは30.9%増、日本は22.8%増、ASEANは同▲6.1%減少。

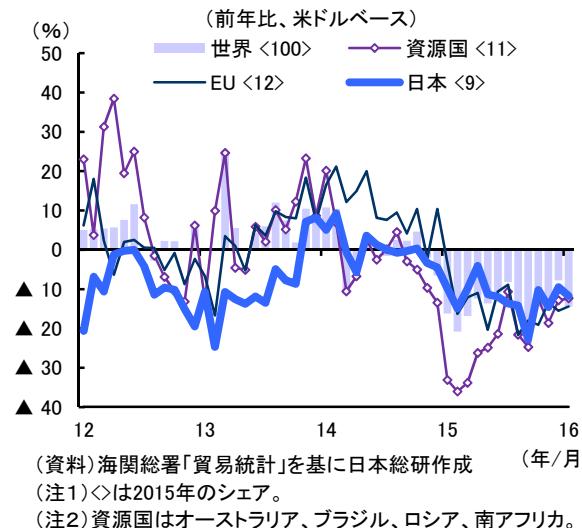
## 1営業日あたりの輸出額



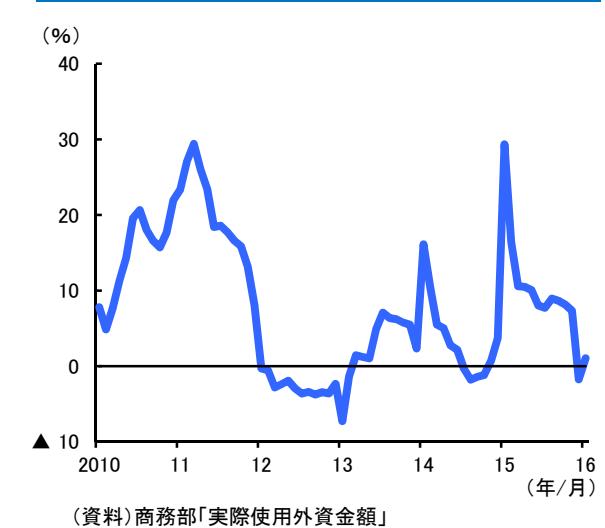
## 製造業PMI輸出向け新規受注指数



## 1営業日あたりの輸入額



## 対中直接投資(年初累計、前年比)



# 消費は比較的高い伸びを維持するも、一部に弱さ

## ◆個人消費：比較的高い伸びを維持

実質小売売上高は二桁近い伸びを維持。小型車減税が自動車需要、住宅市場でこ入れ策が家具や家電需要を刺激。

2016年の春節期間中の小売売上高も前年同期比11.2%増と二桁の伸びに。とりわけ、映画興行収入は同67%増、国内旅行者数が同15.6%増と好調。

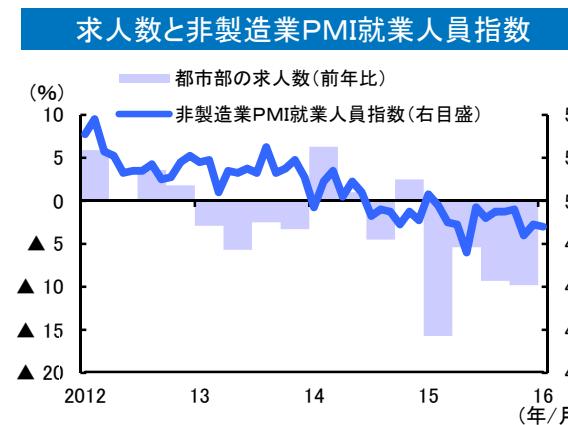
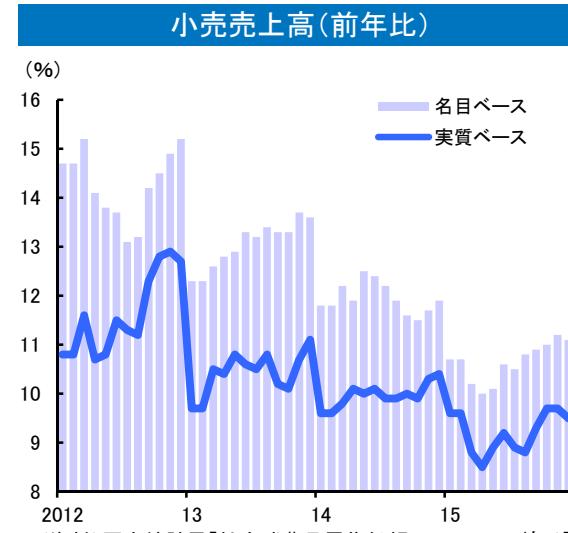
ただし、消費拡大に減速の兆しも。昨年半ばまで年率3割増であったスマートフォンなど通信機械の販売は12月に前年同月比3.9%増に急減速。衣料品などの販売も鈍化。

この背景には、雇用所得環境の悪化。求人数は4四半期連続のマイナスとなり、労働需要は縮小。サービス業も雇用調整に踏み切っており、16年1月の非製造業PMI就業人員指数は12カ月連続で50を下回り、雇用の受け皿となるには厳しい状況。好調なIT業でさえ、業況の先行きに対する慎重なスタンスの強まりから、大手企業が中途採用の凍結や新卒採用の大幅縮小を実施。

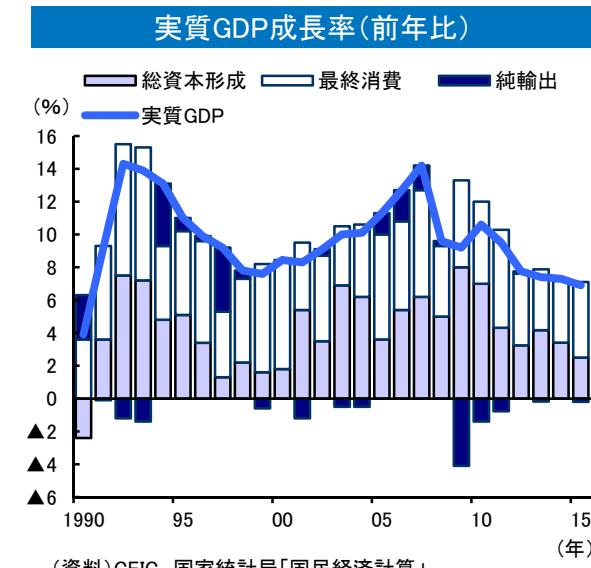
10~12月期の収入の現状DIが大きく低下するなか、15年初から公表を停止している賃金の伸び率は、足許で低下している公算大。

## ◆懸念される消費の景気牽引力低下

2015年の実質GDP成長率は前年比+6.9%と14年の同+7.3%から減速。需要項目別にみると、15年の総資本形成の寄与度は14年から▲0.9%ポイント低下(2.5%→3.4%)、純輸出は▲0.4%ポイント低下(▲0.2%→-0.2%)した一方、最終消費は0.9%ポイント上昇(4.6%→3.7%)し、消費拡大が景気を下支え。もっとも先行き、雇用所得環境が悪化するなか、消費拡大の景気牽引力が弱まる恐れ。



(注)非製造業PMI就業人員指数は  
「就業人員が先月から増加」-「減少」+50、調査対象は全国4,000社。



# 銀行融資は大幅に拡大

## ◆現状：投資は減速傾向、融資は大幅に拡大

民間投資が大きくスローダウンするなか、固定資産投資の増勢は鈍化。過剰投資・過剰債務が重石。これに伴い、企業の資金需要も減退。

こうしたなか、当局は景気失速を警戒する姿勢を鮮明に。2014年11月から2016年1月末までに、政策金利を6回引き下げたほか、中国人民銀行は商業銀行向けの資金供給を大幅に拡大するなど、金融緩和を実施。

これらの結果、2015年末の銀行融資残高は前年末に比べ14.3%増と、2014年末の前年比13.6%増から加速。さらに、1月の新規銀行融資は2.5兆元に急増。

加えて、14年秋から中央政府は投資プロジェクトの承認を進め、地方政府にインフラ投資の実行を要請してきたほか、住宅購入における最低頭金比率を引き下げるなど不動産市場を手こ入れ。

## ◆国有企業向けの追い貸しとなる恐れ

景気減速下、採掘業、製造業、建設業、卸小売業、不動産業を中心に、資金繰りが悪化し、不良債権が急増。

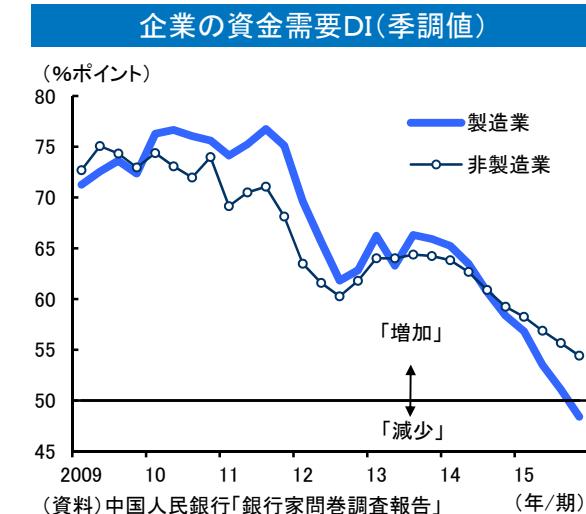
不良債権の急増が銀行の貸し渋りや貸し剥がしがつながれば、とりわけ中小民間企業の資金繰りが一段と厳しくなるリスク。

一方で、①中国政府が雇用の安定を重視していること、②国有企业が多くの就業者を抱えていること、③政府が国有銀行の融資動向に大きな影響力を持っていること等を勘案すれば、国有企业向けに追い貸しが行われる恐れ。その場合、短期的には景気が下支えされるものの、資本や労働力の効率的な配分が遅れ、中国経済の停滞長期化に繋がるリスク。



(資料)国家統計局「全国固定資産投資」、「民間固定資産投資」

(注)2015年の民間固定資産投資は35.4兆元と全体の64.0%。

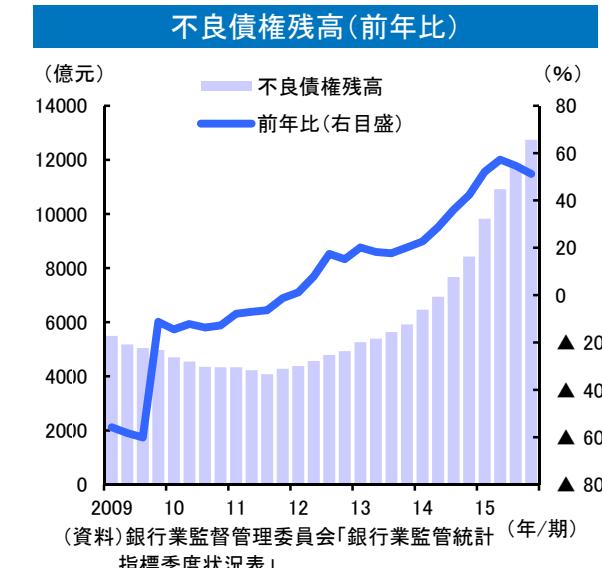


(資料)中国人民銀行「銀行家問卷調査報告」

(注)資金需要DIは「資金需要增加」-「減少」+50。調査対象は全国約3,100の銀行、日本総研が季節調整。



(資料)中国人民銀行「金融統計データ報告」



(資料)銀行業監督管理委員会「銀行業監管統計指標季度状況表」

# 資金が流出し、元安圧力に

## ◆物価：厳しい市況が持続

1月のCPI上昇率は前年同月比+1.8%（豚肉価格が0.4%ポイント押し上げ）の低水準。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、財・サービスいずれも価格が伸び悩み。

PPI上昇率は同▲5.3%と47カ月連続で前年比下落。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：当局はこ入れ策を強化

1月、38都市で価格が上昇した一方、上昇した都市数は前月から1都市減少。この背景には住宅需要の伸び悩み。需要のこ入れに向け、当局は2月2日に頭金比率を一段と引き下げた（1軒目25%→20%、2軒目40%→30%、除く北京など主要5都市）ほか、同月22日には不動産契約税を引き下げ。

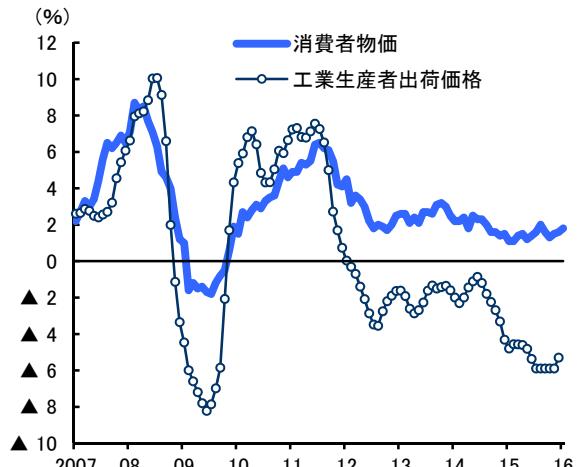
## ◆国際収支：対外債務の圧縮などにより資金が流出

中国は経常黒字国であるため、その裏返しとして居住者の海外への直接投資や証券投資、貸付や現預金などが増加し、それぞれの対外投資項目が資金流出超に。

加えて、リスク回避の動きが強まるなか、海外投資家が中国株や債券を売却し、対内証券投資が資金流出超に。ただし、中国では海外投資家に投資規制が課されているため、その資金規模は限定的。

2015年に大きな動きがみられたのは、対内その他投資。内訳をみると、中国企業が外貨建て債務の返済を進めるなか、1～9月の対外借入は1,134億ドルの資金流出超に。また、非居住者の現預金も684億ドルの資金流出超に。

## CPIとPPI(前年比)



(資料)国家統計局「居民消費價格」、「工業生産者出荷價格」

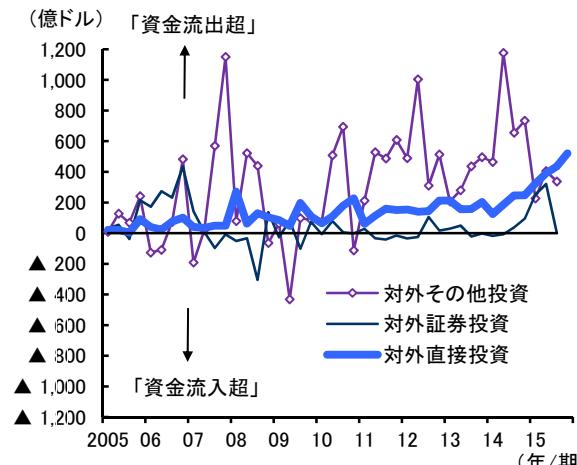
## 住宅販売・着工と価格上昇都市数



(資料)国家統計局「全国房地產開発投資和銷售狀況」、「70大中城市住宅銷售價格變動狀況」

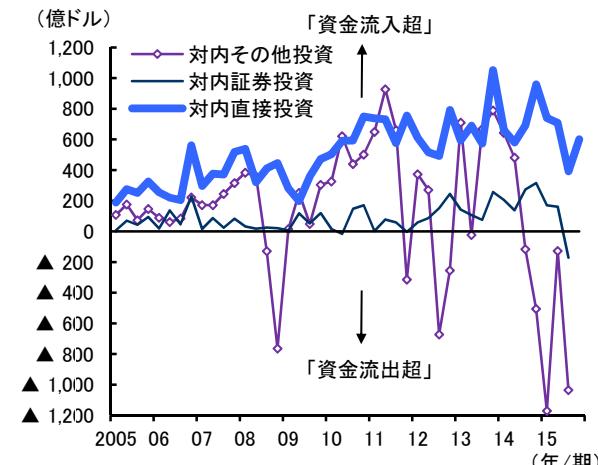
(注)日本総研が住宅販売床面積と着工床面積を季節調整。

## 対外投資に伴う資金流出入



(資料)国家外為管理局「国際収支統計」

## 対内投資に伴う資金流出入



(資料)国家外為管理局「国際収支統計」