
中国経済展望

2016年2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1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)

懸念される製造業低迷の悪影響

概説

輸出入

消費

投資

物価

◆現状：景気は減速基調

民間固定資産投資の増勢が鈍化するなか、10～12月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.8%と前の期から▲0.1%ポイント低下。産業別にみると、第2次産業の生産活動に急ブレーキがかかる一方、第3次産業の拡大が景気を下支え。

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。

◆展望：景気は一段と減速

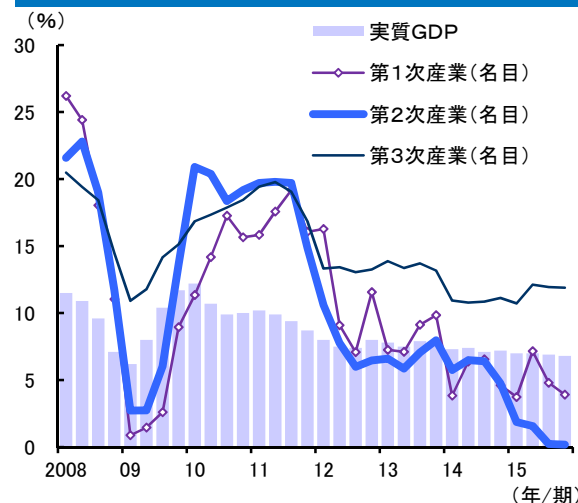
政府が構造調整を進めつつも、公共投資拡大や減税、資金供給の拡大などに取り組むなか、先行き、景気失速は回避される見通し。

これまで、金融機関などの資金の出し手が慎重姿勢をとるなか、インフラ投資は低迷していたものの、今後、財政支出の拡大に伴い、インフラ投資は加速すると予想。国家発展改革委員会によると、2015年に2.5兆元の投資プロジェクトを承認（約9割がインフラ）。これは2014年の約1.6倍にあたる規模。

もっとも、企業のバランスシート調整圧力は大きく、先行き、民間固定資産投資が大幅に下振れるリスクは残存。企業は新たな借りに慎重となっており、製造業・非製造業の資金需要DIはいずれも低下。加えて、不良債権が急増しており、この先不良債権問題が金融仲介機能の重石となる恐れも。

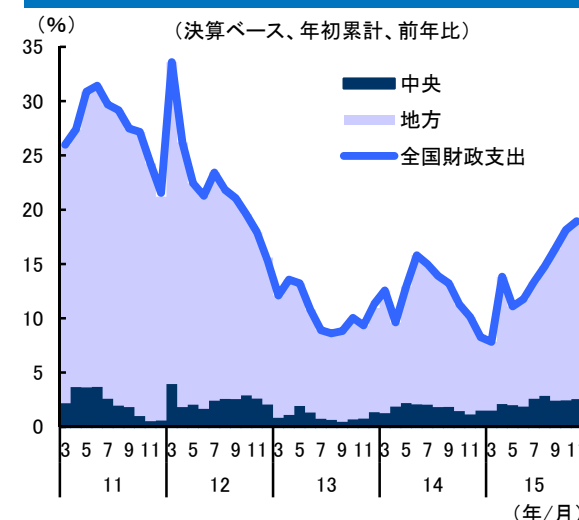
さらに、製造業低迷の影響が他産業に広がる恐れも。民間サービス業の業況を反映する財新サービス業PMIは昨年12月に50.2と、ここ10年で2番目の低水準に。サービス企業は業況の先行きに対して慎重なスタンスを強め、新規雇用や設備投資を抑制。このように、サービス業の活動も減速の兆し。以上を踏まえ、2016年の成長率見通しを+6.8%から+6.6%に引き下げ。

GDP成長率(前年比)



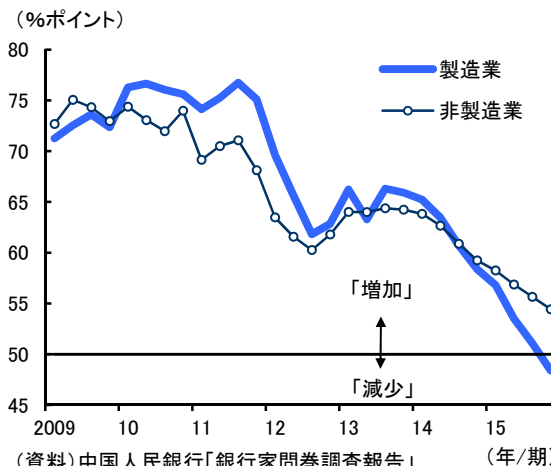
(資料) 国家统计局「国民経済計算」

全国財政支出



(資料) 財務部「財政収支状況」

企業の資金需要DI(季調値)

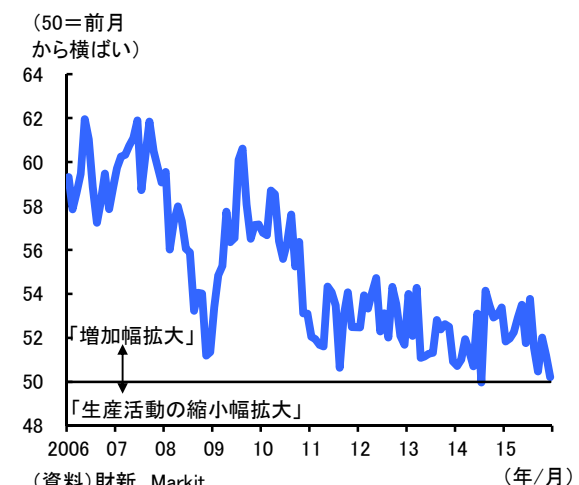


(資料) 中国人民銀行「銀行家問巻調査報告」

(注) 資金需要DIは「資金需要増加」-「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。

財新サービス業PMI(季調値)



(資料) 財新、Markit

(注) 財新サービス業PMIの調査対象は中国民間企業400社。

資源価格の下落に歯止めがかからず

概説

輸出入

消費

投資

物価

◆輸出：弱含み

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。代表的な国際商品価格指数であるCRBスポット価格指数が一段と下落するなど、資源価格の下落に歯止めがかからず、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り、欧米向けが弱含み。

今後、資源価格の動向に加え、米国の利上げの影響に留意の要。米国の利上げは同国での設備投資や住宅投資の重石になるほか、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る恐れ。新興国で債務不履行や株安、通貨安が進展すれば、当該国の景気が一段と悪化するリスク。中国の輸出額のうちOECD非加盟国向けは55%と大きく、新興国や資源国の景気変動の影響は大。

◆輸入：減少

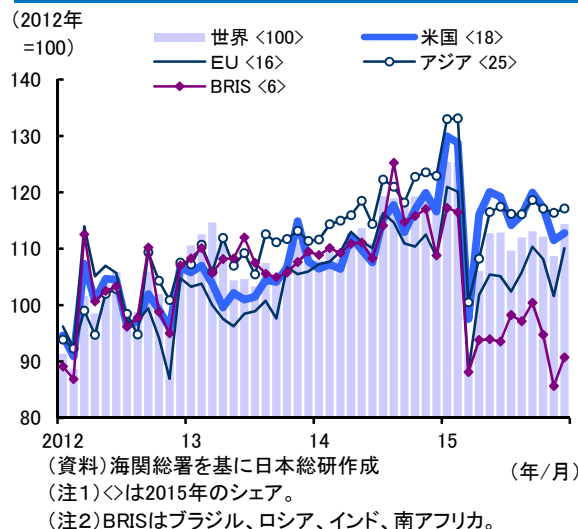
内需の弱まりや資源価格の下落などにより、輸入額は減少。先行き、設備投資のスローダウンを受けて、資本財や生産財を中心にEUや日本からの輸入減少が続く見込み。企業のバランスシート調整圧力は大きく、調整は長期化する見通し。他方、消費者ニーズの高度化や輸入関税の引き下げは消費財の輸入を下支えする公算。

◆対中直接投資：伸び悩み

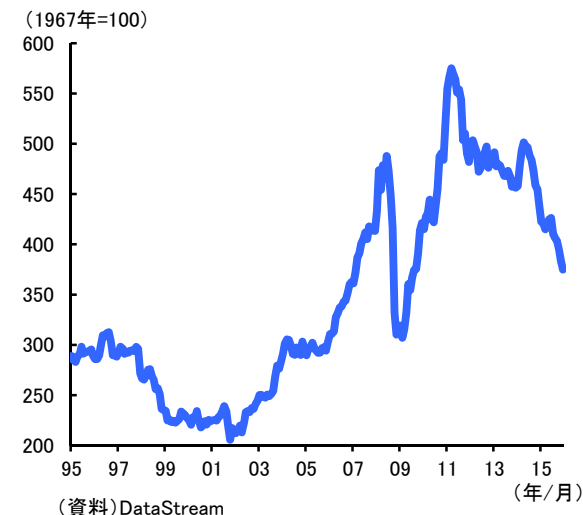
中国経済の先行き不透明感の強まりや人件費の上昇などを背景に、2015年の人民元ベースの対中直接投資は前年比6.4%増と伸び悩み。資金の出し手を見ると、日本や米国からは減少。一方、EUやASEANなどからは増加。

受け入れ地域別にみると、東部は同8.9%増、中部は同▲3.3%、西部は同▲6.8%減少し、消費が高度化する東部に投資が向かっていることを示唆。

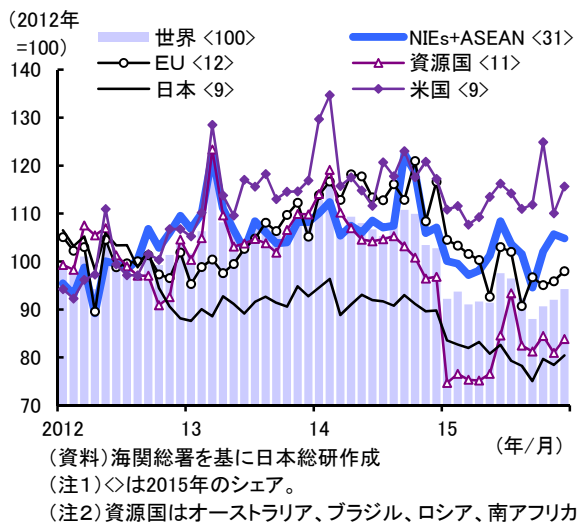
地域別輸出額（季調値、米ドルベース）



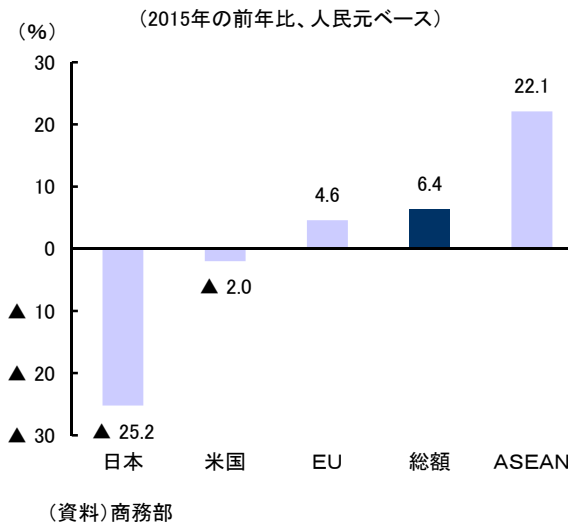
CRBスポット価格



地域別輸入額（季調値、米ドルベース）



対中直接投資



拡がる雇用調整の動き

概説 輸出入 消費 投資 物価

◆個人消費：刺激策により比較的高い伸びを維持

実質小売売上高は比較的高い伸びを維持。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。12月の自動車販売台数は前年同月比15.6%増と2ケタの伸びに。

2015年通年でみると、名目小売売上高は雇用所得環境の悪化を受けて、前年比10.7%増と2014年の12.0%増から鈍化。自動車販売台数も同4.7%増の2,460万台と、前年の6.9%増から減速。

◆展望：雇用所得環境の悪化により増勢鈍化

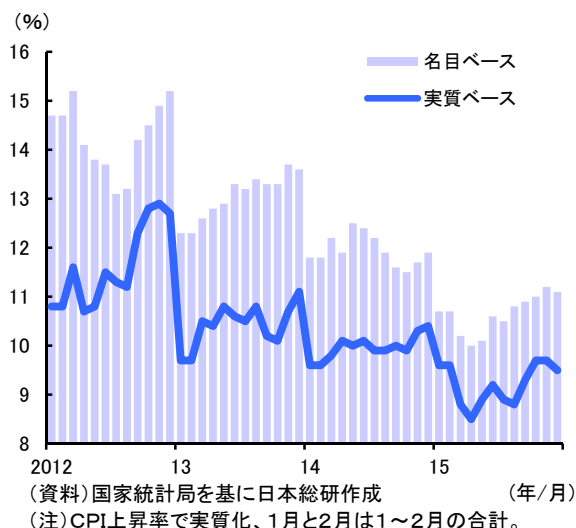
今後を展望すると、個人消費の増勢は雇用所得環境の悪化を受けて、鈍化する見通し。10～12月の求人数は前年同期比▲9.8%と、4四半期連続のマイナス。12月の非製造業PMI就業人員は11カ月連続で良し悪しの目安となる50を下回り、製造業のみならずサービス業の労働需要も縮小。

この背景には、製造業での需要悪化がサービス業に悪影響を及ぼしていることが指摘可能。海運業や鉄道業では貨物輸送量と運賃が落ち込み、資金繰りは悪化、なかには倒産する企業も。商社も資源価格下落が大きな重石に。

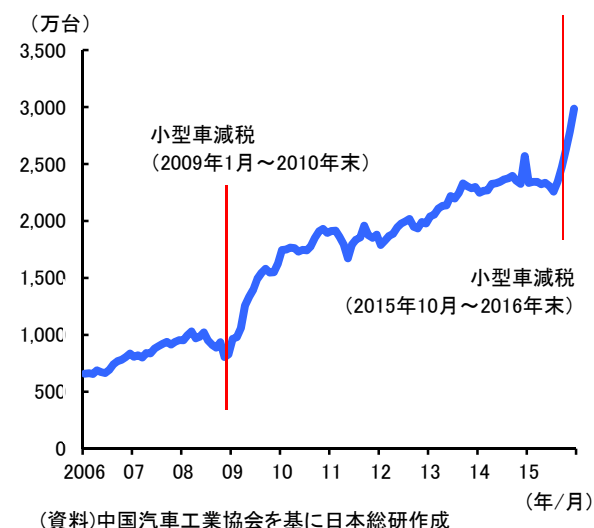
これまで好調なIT産業でさえ、業況の先行きに對する慎重なスタンスが強まり、大手企業が中途採用の凍結や新卒採用の大幅縮小を実施。

家計の収入も悪化。中国人民銀行によると、10～12月期の収入の現状DIは大きく低下。こうしたなか2015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。さらに、収入の見通しDIも50%ポイントを下回り、家計は将来の収入を一段と不安視。こうしたなか、先行き、生活防衛のために消費を抑制する動きが拡がる恐れ。

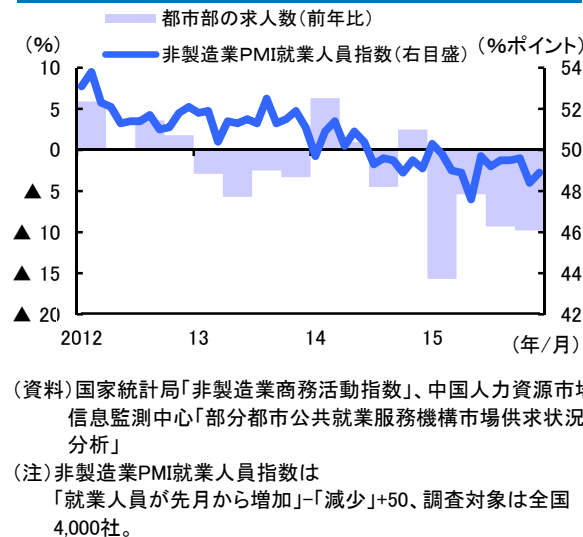
小売売上高(前年比)



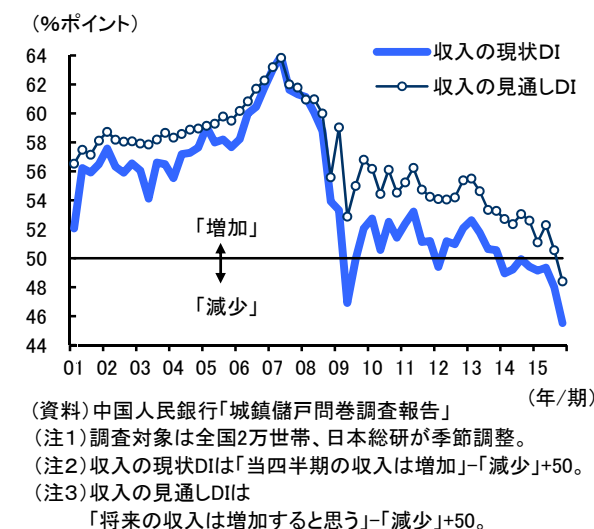
自動車販売台数(季調値年率)



求人数と非製造業PMI



収入の現状と見通し(DI、季調値)



民間需要は縮小、財政出動で景気を下支えする見通し



◆現状：減速傾向

2015年の固定資産投資は前年比10.0%増。伸び率は1～11月から▲0.2%ポイント低下。2014年から▲5.7%ポイント低下。

とりわけ、民間固定資産投資は前年比10.1%増と、14年から▲8.0%ポイント低下し、スローダウンが顕著。うち、民間第2次産業は同9.4%増と▲7.3%ポイント低下、民間第3次産業は同9.4%増と▲9.2%ポイント低下。

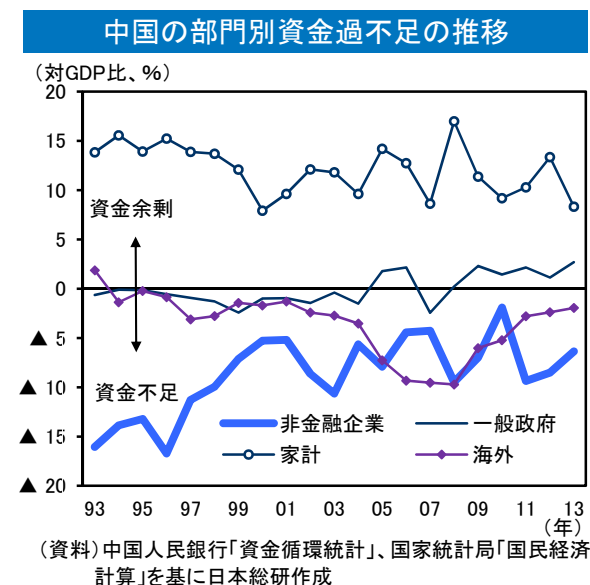
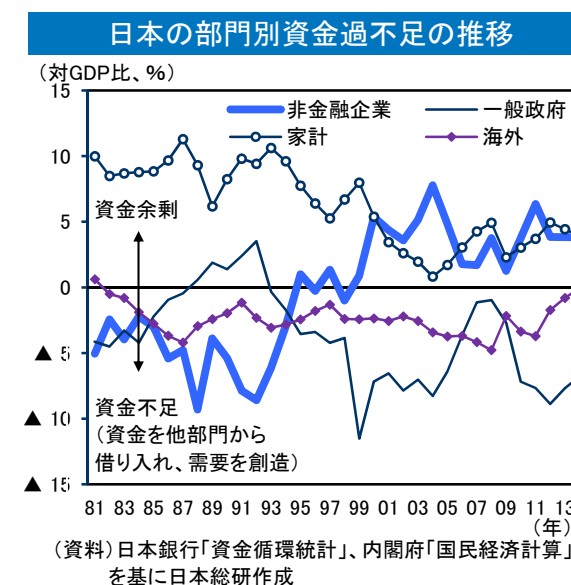
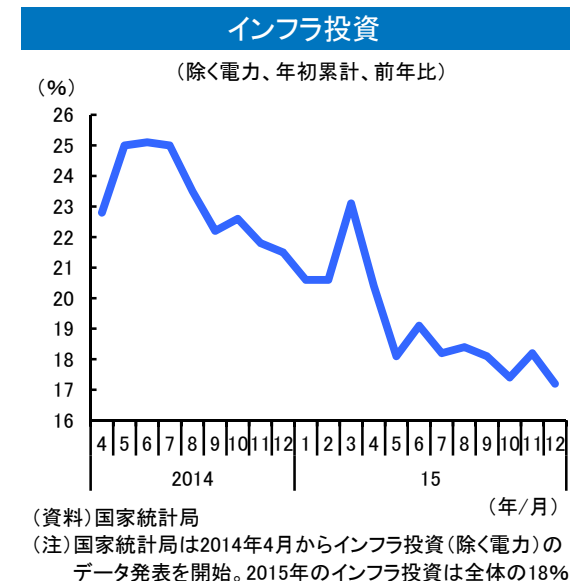
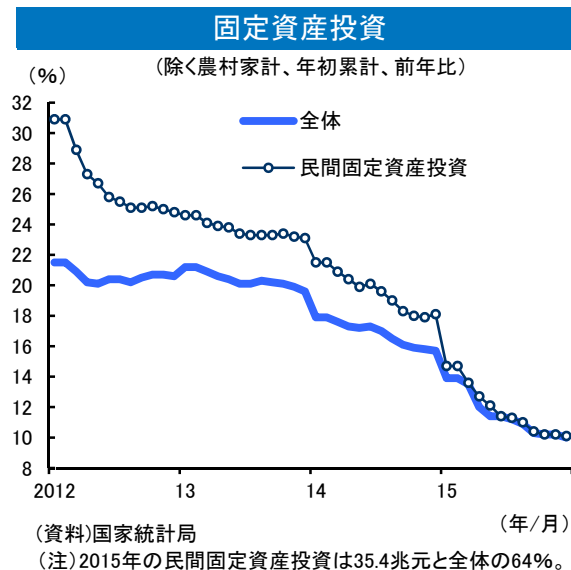
インフラ投資は同17.3%増と、2014年から▲4.2%低下。14年秋から中央政府は投資プロジェクトの承認を進め、地方政府にインフラ投資の実行を要請してきたものの、不良債権が急増するなか、金融機関などの資金の出し手は慎重化。資金不足に加え、腐敗撲滅の動きが地方政府担当者の消極的な姿勢に結び付いている点も、インフラ整備推進のネックに。

◆展望：民間投資は減速、インフラが下支え

企業債務の拡大が限界に近づき、バランスシート調整圧力が增大していることを踏まえると、民間投資は一段と鈍化する見通し。

企業債務残高の対GDP比は日本のバブル期を上回る水準。こうしたなか、企業はバランスシート調整のため、新たな借入れに慎重になり、製造業と非製造業の資金需要はいずれも減少の方向。需要の金利弾力性は著しく低下し、金融緩和の効果は限定的。

他方、インフラ投資が加速し、景気の下支えとなる見通し。部門別資金過不足をみると、90年代の日本では、家計部門・海外部門に大きな変化がみられないなか、企業部門での需要縮小を公共投資など政府部門が需要を補う形で雇用の安定を維持。中国でも、同様の対応が図られる公算大。



強まるリスク回避の動き

概況 輸出入 消費 投資 物価

◆物価：強まるデフレ圧力

12月のCPI上昇率は前年同月比+1.6%（豚肉価格が0.4%ポイント押し上げ）の低水準。需要の弱まりを受けて、2015年通年では前年比+1.4%と2014年の同+2.0%から低下。12月のPPI上昇率は同▲5.9%下落。内訳をみると、生産財は47カ月連続、消費財は14カ月連続で前年比下落。

◆不動産価格：再び調整期に入るリスクも

2015年3月の頭金比率引き下げを受けて、住宅価格上昇の動きが全国に拡大したものの、9月1日に追加で頭金比率が引き下げられたにもかかわらず、政策効果は従来と比べさほど現れていない状況。頭金比率の引き下げや利下げが需要喚起に繋がらなければ、不動産業は過剰債務と過剰在庫に直面するなか、値下げの動きが広がるリスク。

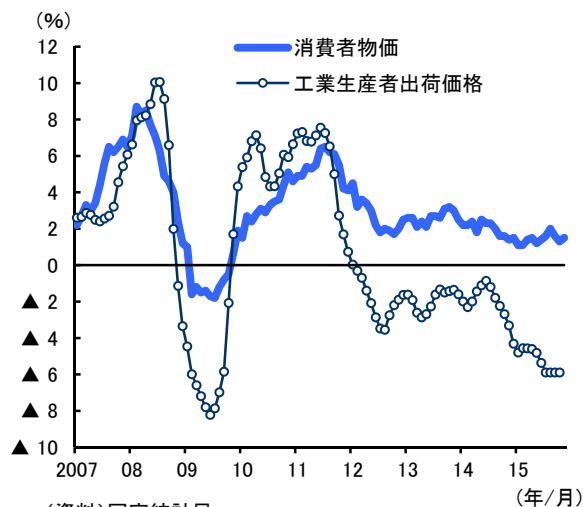
◆株価：下落

2014年秋以降、企業収益が悪化し続けるなか、株価が急上昇するなど、市場は異常な状況に。金融緩和により、余剰資金が株式市場に流入したことが主因。昨年5月、当局に株価抑制の動きがみられたことから、株価は一転して下落へ。その後、政策効果により景気が底入れするとの期待が強まり、株価が小幅に持ち直したものの、2016年入り後に財新PMIなどの経済指標が市場予想を下回ったほか、世界的に株価が下落するなか、市場ではリスク回避の動きが強まり、株価は再び下落。

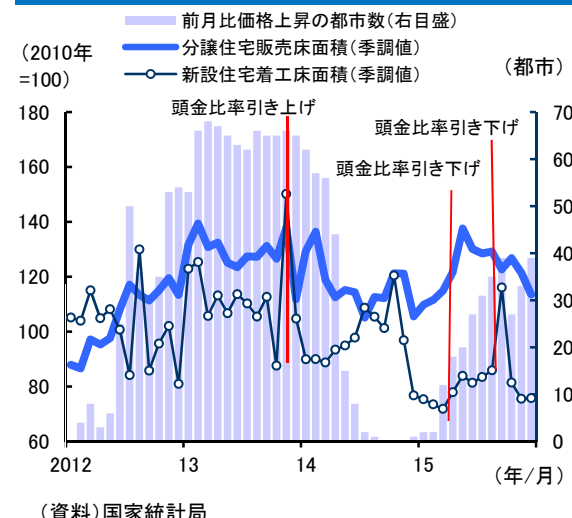
◆人民元：元安進展

2015年8月の「中間値の決定方法」の改定後、人民元は米ドルに対して大きく減価。成長期待の低下や金利の低下、元の先安観の強まりなどを受けて、資金が流出したことが背景。政府は元安容認を基本姿勢としながらも、過度な元安傾向となることを回避するために、上海・香港の両市場においてドル売り・元買いのオペを実施。

CPIとPPI(前年比)



住宅販売・着工と価格上昇都市数



上海総合株価指数(月末終値)



人民元レート対米ドルレート

