
中国経済展望

2016年1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2015年12月28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)
-
-

ダウンスайд・リスクは残存



◆現状：景気は減速基調

景気減速下、中国政府は景気てこ入れ策を強化。10月から小型車減税が始まったほか（2016年末までの時限措置）、財政支出が拡大。これらの結果、自動車販売台数は急増し、インフラ投資に持ち直しの兆し。

この背景には、雇用環境の悪化。7～9月期の求人数は前年同期比▲9.3%と、3四半期連続のマイナス。非製造業PMI就業人員は10カ月連続で良し悪しの目安となる50を割り、製造業のみならずサービス業の労働需要も縮小。

◆展望：景気は一段と減速

今後を展望すると、財政出動や住宅市場てこ入れ策、規制緩和などにより、経済成長率は2015年6.9%、2016年6.8%と、政府目標の7%を小幅に下回る水準を確保できると期待。12月21日に閉幕した中央経済工作会議は、2016年にさらなる「積極的な財政政策」を採ると決定。減税の実施に加え、政府財政バランスの赤字拡大を通じて公共投資を拡張する方針。すでに、全国財政支出の拡大ペースは加速。

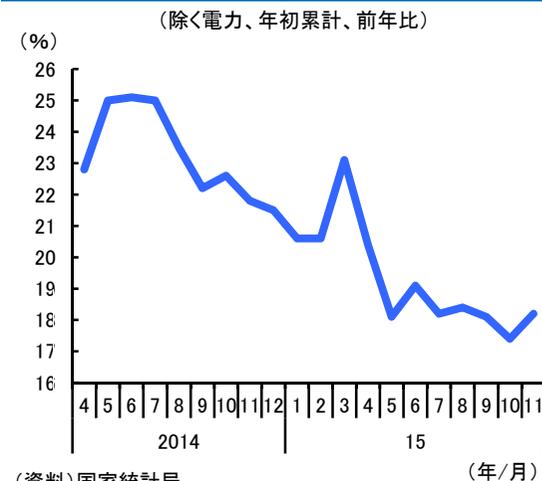
もっとも、企業のバランスシート調整圧力は大きく、先行き、民間固定資産投資が大幅に下振れるリスクは残存。企業は新たな借りに慎重となっており、企業の資金需要DIは低下。加えて、不良債権は急増しており、不良債権問題が金融仲介機能の重石となる恐れも。中央経済工作会議では、資本コストの引き下げに向け「穏健な金融政策」を続けると決定したほか、不良債権処理を重要課題の一つとして指摘したことも注目。

また、雇用所得環境が悪化するなか、個人消費の増勢も鈍化する見通し。このほか、住宅市場が再び調整期に入るリスクも。9月1日に2軒目の住宅購入における頭金比率を追加で引き下げたものの、政策効果は従来と比べさほど現れていない状況。

自動車販売台数(季調値年率)



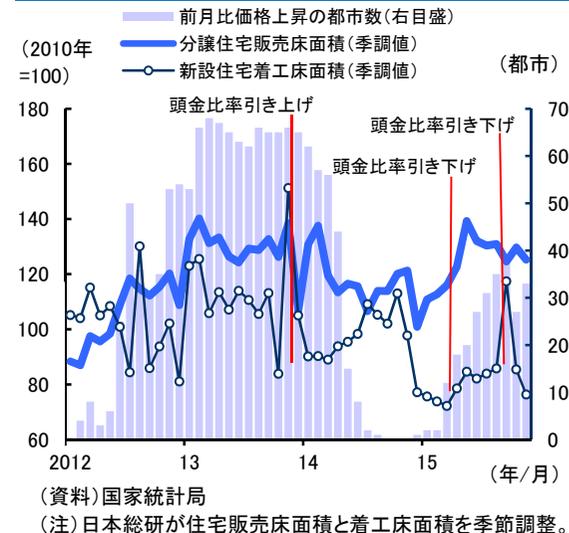
インフラ投資



企業の資金需要と政策金利



住宅販売・着工と価格上昇都市数



資源価格の動向や米利上げの影響に留意

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）向け輸出が一段と減少。原油をはじめとした資源価格の下落を受けて、資源国経済が悪化。先進国においても、素材・エネルギーセクターを中心に企業活動にブレーキがかかり、欧米向けも弱含み。

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：「爆買い」商品類の輸入関税を引き下げ

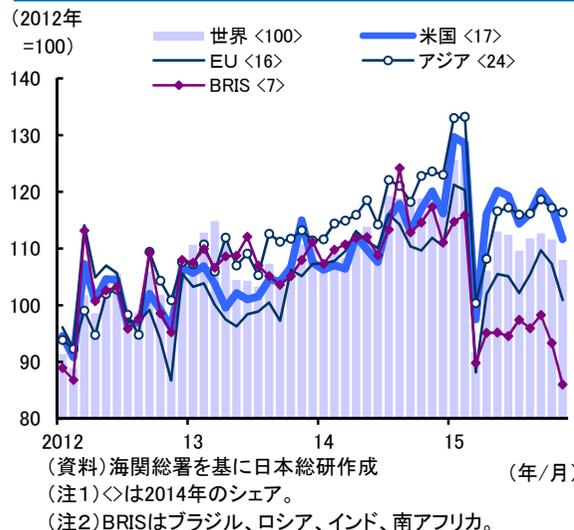
内需の弱まりや資源価格の下落などにより、輸入額は減少。先行き、設備投資のスローダウンを受けて、資本財や生産財を中心にEUや日本からの輸入減少が続く見込み。企業のバランスシート調整圧力は大きく、調整は長期化する見通し。他方、消費者ニーズの高度化や輸入関税の引き下げは消費財の輸入を下支えする公算。

財務部は2016年1月1日に日用品の輸入関税の引き下げを実施すると発表。カバン・スーツケース、衣服、魔法瓶などが対象。これは、2015年6月1日（スーツや紙オムツ、スキンケア用品などが対象）に続く輸入関税引き下げの第2段。前回、当局はこれらの商品を海外で購入する消費者が多いと指摘。今回、国内消費者の選択肢を増やすためと説明。

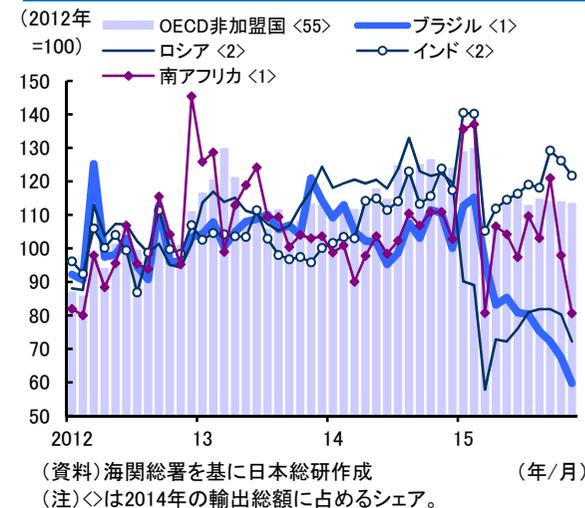
◆対中直接投資：増加

1～11月の米ドルベースの対中直接投資は前年同期比7.3%増。ASEANは同13.1%増、EUは6.9%増、米国は同▲2.2%、日本は▲25.3%減少。

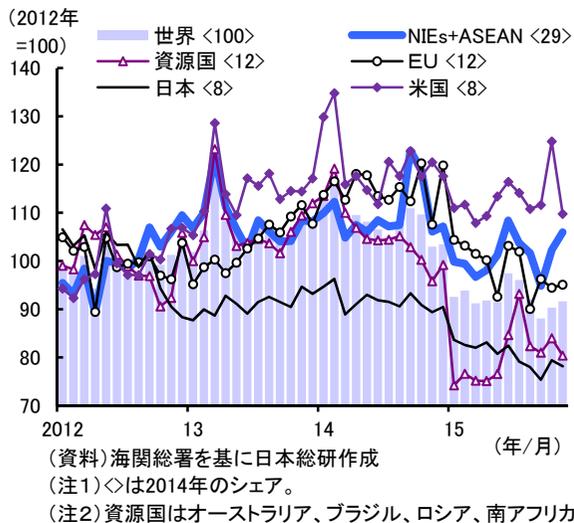
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



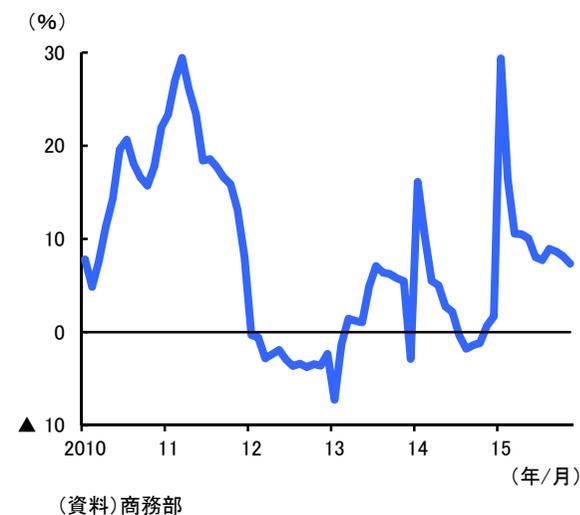
新興国向け輸出額(季調値、米ドルベース)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



対中直接投資(年初累計、前年比)



大半の業種で求人数が減少

◆個人消費：比較的高い伸びを維持

2015年入り後、実質小売売上高は雇用所得環境の悪化を受けて、伸び率がやや低下。

足許では、自動車販売の増加が小売売上高を押し上げ。9月には前年同月比2.7%増にとどまっていた自動車類の売上高は、10月に小型車減税を受けて同7.1%増、11月は同9.0%増加。国家統計局によると自動車類の売上高増加は10月の名目小売売上高を0.8ポイント押し上げ。この結果、10月の名目小売売上高の前年比伸び率は前月から0.1%ポイント、11月は同0.2%ポイント上昇。他方、衣料品などの販売は弱含んでおり、好調を維持してきた家具にも増勢鈍化の兆し。ガソリンなどの石油製品は前年割れが持続。

◆個人消費に下振れリスク

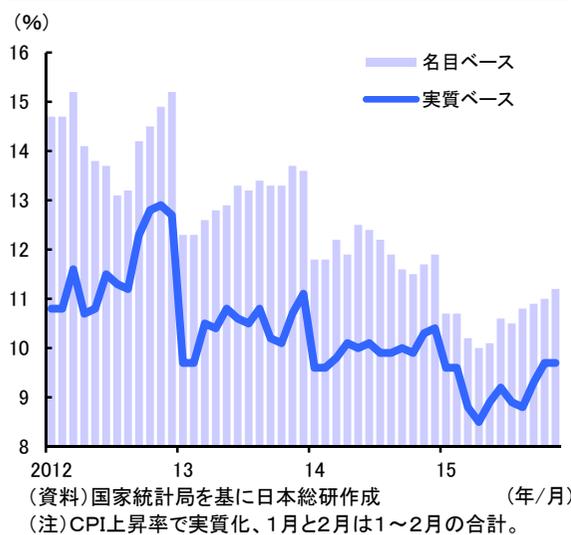
今後を展望すると、個人消費の増勢は雇用所得環境の悪化を受けて、鈍化する見通し。2012年に前年比14.3%、2013年13.1%、2014年12.0%であった名目小売売上高の伸び率は、2015年には11.0%を下回ると予想。

景気が減速するなか、雇用情勢は悪化。7～9月期の求人数は前年同期比▲9.3%減少。情報通信、交通運輸・倉庫・郵政、個人向けサービス、電力・ガス・水道の4業種は前年比増加したものの、それ以外の全ての業種で求人数が減少。11月の非製造業PMI就業人員指数は48.4%ポイントに低下。

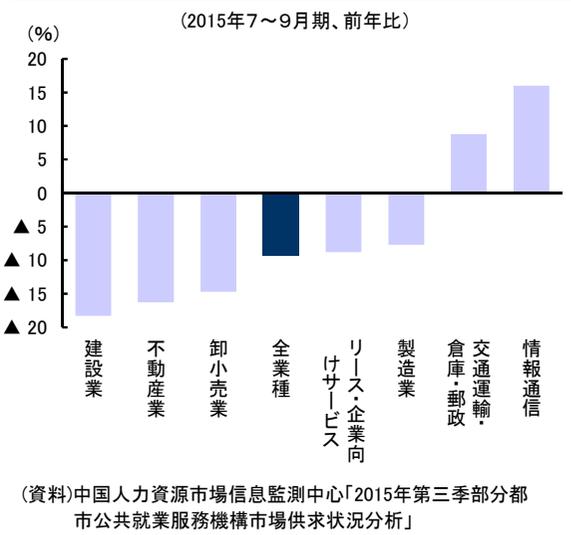
家計の収入も悪化。中国人民銀行によると、10～12月期の収入の現状DIは大きく低下。賃金統計の公表は2015年初から停止しているが、足許で賃金の伸び率が低下している公算大。さらに、収入の見通しDIも50%ポイントを下回り、家計は将来の収入を一段と不安視。こうしたなか、先行き、生活防衛のために消費を抑制する動きが広がる恐れ。



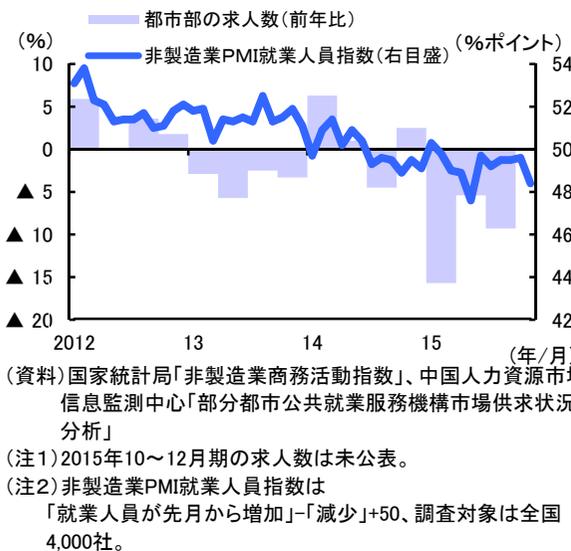
小売売上高(前年比)



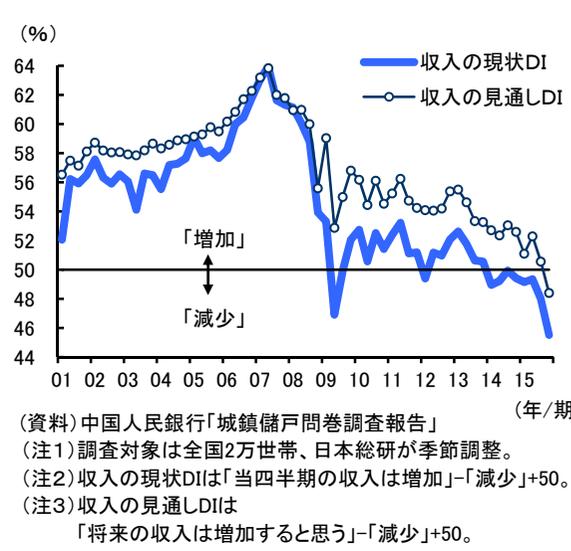
業種別の求人数



求人数と非製造業PMI



収入の現状と見通し(DI、季調値)



民間サービス産業の固定資産投資もスローダウン



◆現状：減速傾向

1～11月の固定資産投資は前年同期比10.2%増と1～10月と同じ伸び率となるなど、投資減速に底入れの兆し。全体の17%を占めるインフラ投資は同18.2%増と、1～10月の同17.4%増から増加幅が拡大。景気減速下、政府は財政支出を拡大し、全国財政支出は1～11月に前年同期比18.9%増と、2014年同年の8.3%増から加速したことが背景。

民間固定資産投資をみると、第2、第3次産業ともにスローダウンが持続。民間の鉄鋼業や石炭採掘業、教育や娯楽セクターに加え、統計が公表されていない民間不動産開発投資や卸小売業、リース・企業向けサービス業などでも、求人数が減少した点を踏まえれば、設備投資が抑制された公算大。

製造業に加え、非製造業においても、企業はバランスシート調整のため、新たな借入れに慎重化。製造業と非製造業の資金需要DIはいずれも低下。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。

◆急増する不良債権

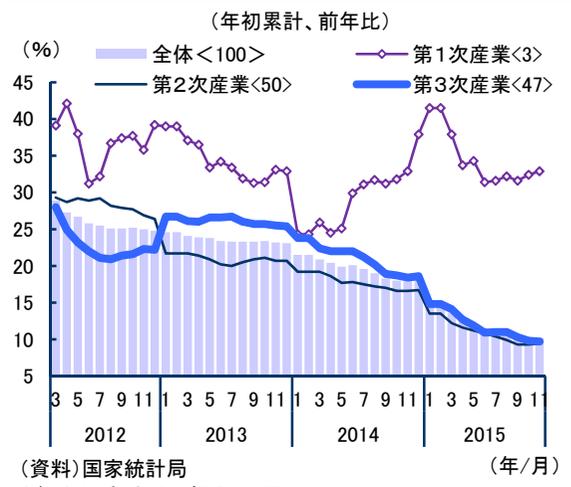
景気減速下、採掘業、製造業、建設業、卸小売業、不動産業を中心に、資金繰りが悪化し、不良債権が急増。銀行業監督管理委員会によると、2015年9月末の不良債権残高は前年9月末比54.7%増加し、不良債権比率は1.6%へ上昇。

この公式統計は、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、等の問題点があり、実際の不良債権は公式統計を大きく上回る規模と判断可能。不良債権問題が深刻化するなか、中国人民銀行は2016年のマクロ経済を展望するにあたり、不良債権比率の上昇が主要リスクの一つであると明記しており、中央経済工作会議では不良債権処理を翌年の重要課題の一つと指摘。

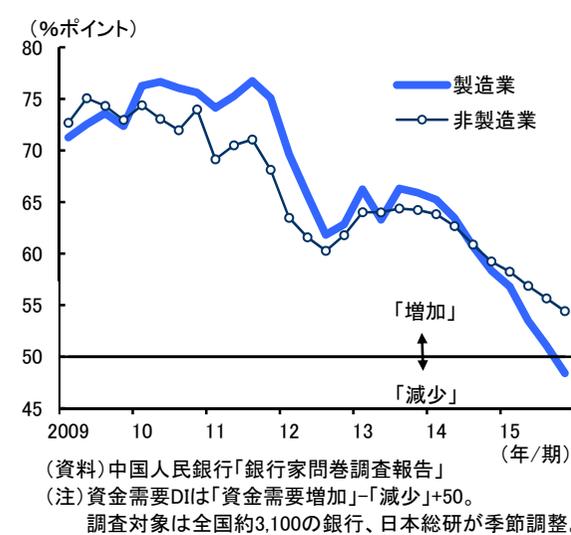
固定資産投資と全国財政支出



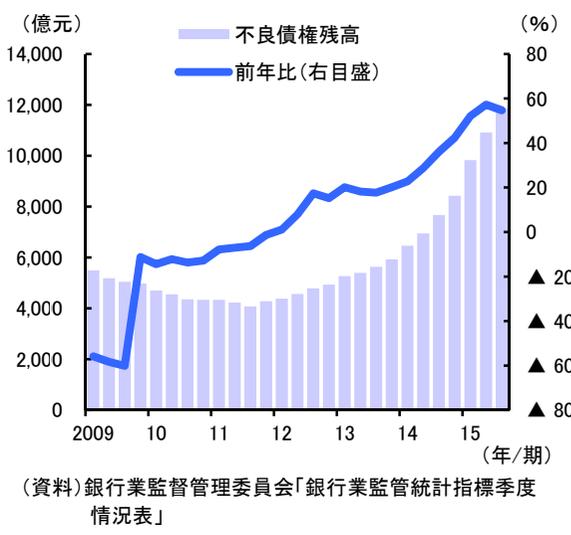
民間固定資産投資



企業の資金需要DI(季調値)



不良債権残高(前年比)



住宅市場が再び調整期に入るリスクも

◆物価：強まるデフレ圧力

11月のCPI上昇率は前年同月比+1.5%（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、賃金の伸びは全般的に鈍化しているとみられ、観光などサービス業の分野でも物価が伸び悩み。11月のPPI上昇率は同▲5.9%下落。価格下落の動きが生産財から消費財に広がるなか、生産財は46カ月連続、消費財は13カ月連続で前年比下落し、デフレ圧力が強まる状況。

◆不動産価格：一部の都市では再び下落

2015年3月から住宅価格上昇の動きが全国に拡大。2014年春頃から地方政府は住宅購入規制を緩和し、秋口から中央政府も利下げを実施。とりわけ、2015年3月に実施された2軒目の住宅購入における頭金比率引き下げの効果は鮮明。

もっとも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、10月には住宅価格が上昇した都市が27都市と9月の39都市から減少し、11月も33都市にとどまる状況。雇用所得環境の悪化などを背景に、政策効果は従来対比大きく低下する恐れも。

頭金比率の引き下げや利下げが需要を十分に増やすことができなければ、不動産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。さらに、住宅着工の持ち直しは腰折れとなり、不動産開発投資のスローダウンに歯止めがかからなくなる恐れも。

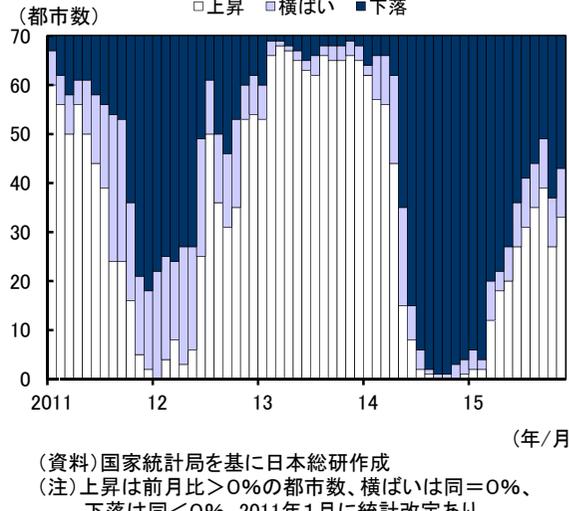
◆人民元：SDR入りが決定

11月30日、IMFはSDR（Special Drawing Rights）の構成通貨として人民元を採用すると決定。この背景には、中国の貿易が大きく拡大し、各国で人民元の利用が広がっていることが指摘可能。今後、IMF加盟国が外貨準備に人民元を採用するなど、人民元の国際化が進む見通し。

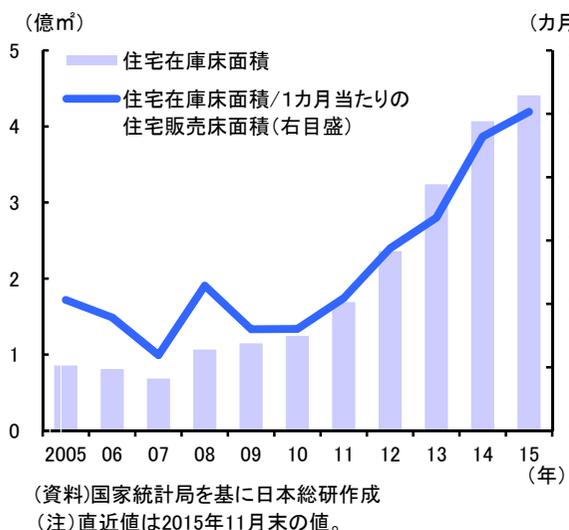
CPIとPPI(前年比)



新築分譲住宅販売価格の騰落別都市数



住宅在庫



人民元レート

