
中国経済展望

2015年11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10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)
-
-

景気は一段と減速



◆現状：景気は減速基調

民間固定資産投資の増勢鈍化に歯止めがかからないなか、7～9月期の実質成長率は前年同期比+6.9%と前の期から▲0.1%ポイント低下。GDPデフレーターはマイナスに。

とりわけ、第2次産業の拡大に急ブレーキ。7～9月期の第2次産業の名目GDPは前年同期比+0.2%と、統計が開始された1992年以降最も低い伸びに。過剰債務・過剰投資が民間企業の設備投資の重石となるなか、重工業や採掘業を中心に生産活動を抑制。

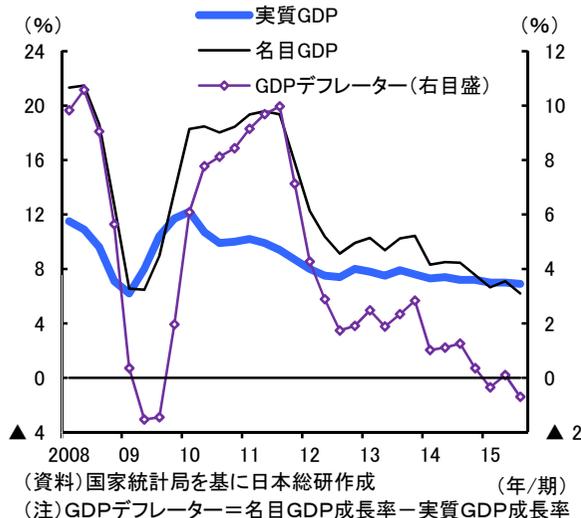
他方、2015年入り後に第3次産業の成長が加速し、景気を下支え。政府の景気てこ入れ策を受けて、株式や不動産の取引が増加し、金融業と不動産業が活性化したことが主因。金融業と不動産業を除いた第3次産業の名目成長率は、2015年入り後に小幅低下。

◆展望：景気が大幅に下振れるリスクも

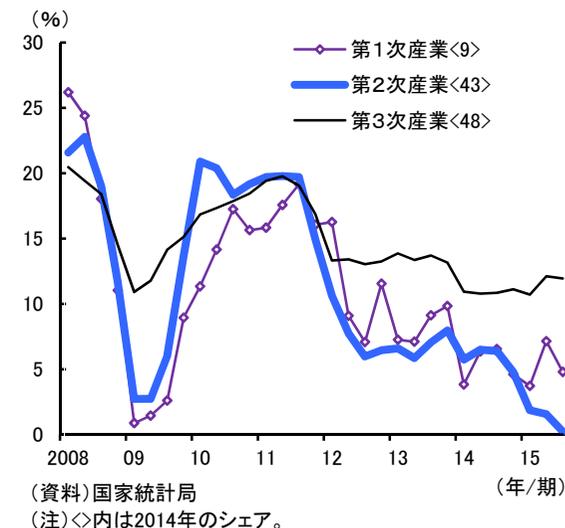
今後、当局がインフラ投資の促進と住宅市場のてこ入れを強化することで、経済成長率は2015年6.9%、2016年6.8%と、政府目標の7%を小幅に下回る水準を確保できると予想。実際、6月から中央直轄のインフラ投資が加速。国家発展改革委員会は1～9月に1.8兆元の投資プロジェクトを承認（9割がインフラ、2014年通年で約1.6兆元を承認）。また、9月の住宅着工は住宅ローン頭金比率の引き下げを受けて急増。このほか、10月24日に追加利下げと預金準備率の引き下げを実施し、預金金利の上限を撤廃。

ただし、企業が大きなバランスシート調整圧力に直面するなか、固定資産投資が大幅に下振れ、経済成長率が急低下するリスクも。景気の悪化に伴い、委託融資などでデフォルトが続く等、企業の資産は目減り。一方で、銀行融資などで調達した大きな負債は残存しており、企業は利払い負担の増加やデフレ圧力の強まりのなかで、債務返済を優先せざるを得ない状況。

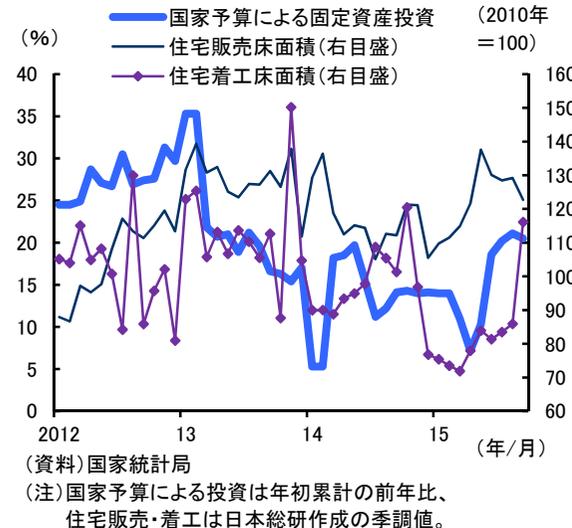
GDP成長率とデフレーター（前年比）



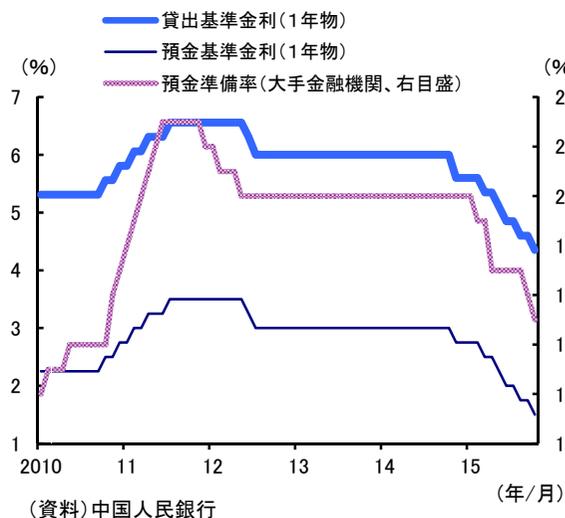
産業別名目成長率（前年比）



国家予算による投資と住宅販売・着工



政策金利と預金準備率



新興国の景気減速の影響は大



◆輸出：頭打ち

人件費の上昇などによる輸出製品の価格競争力の低下に加え、輸出先の景気減速もあり、輸出は頭打ちに。とりわけ、資源価格の下落を受けて、資源国経済が悪化し、中国のBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向け輸出は大きく減少。

今後、新興国や資源国の景気減速が輸出の重石に。これまで、中国企業は新興国や資源国での市場開拓に注力。その結果、2014年の中国のOECD非加盟国向け輸出のシェアは54.8%まで上昇しており、新興国や資源国の景気変動の影響が拡大。先行き、「中国経済減速→新興国や資源国経済の悪化→中国輸出減少」という悪循環が続く恐れも。製造業PMIの輸出向け新規受注指数は、良し悪しの目安となる50%ポイントを下回る水準で推移。

◆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。内訳をみると、設備投資のスローダウンを主因に、EUや日本からの輸入が減少。不動産開発投資やインフラ投資の増勢鈍化を背景に、鉄鉱石等の資源需要が減退。こうしたなか、国際資源価格が下落し、資源国からの輸入額が減少。

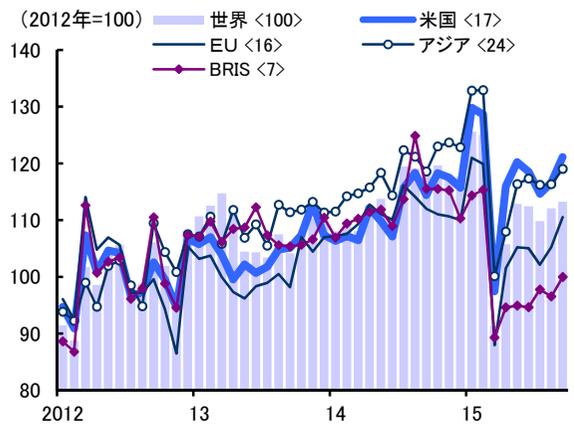
当面、設備投資のスローダウンを受けて、EUや日本からの輸入減少が続く見込み。不動産開発投資やインフラ投資が一段と鈍化すれば、資源国からの輸入も一段と落ち込む恐れ。

◆対中直接投資：内陸部への投資減少に歯止め

1～9月の米ドルベースの対中直接投資は前年同期比8.6%増。

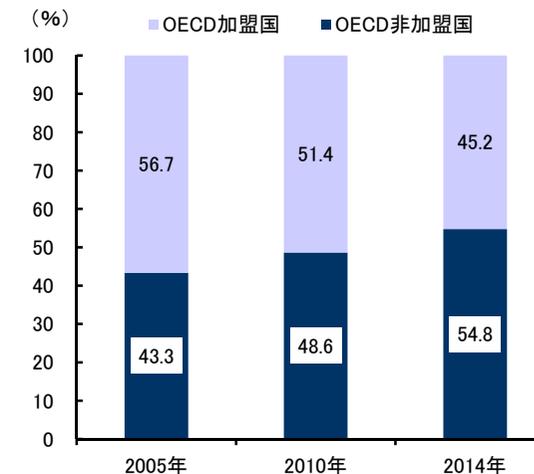
受け入れ地域別にみると、東部は同10.1%と2ケタの伸びを維持。中部と西部はそれぞれ同0.3%、2.2%と、プラスに転換。

地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



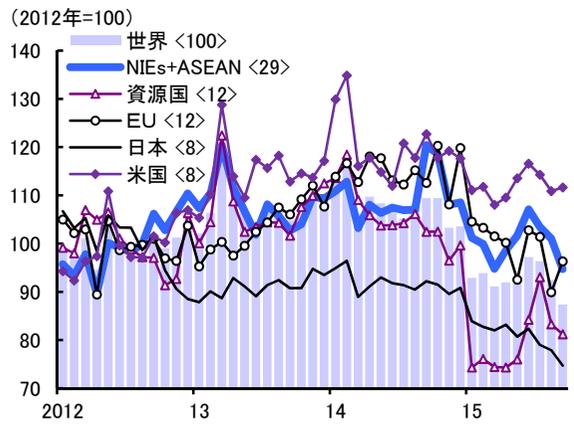
(資料)海関総署を基に日本総研が季節調整
(注1)◁は2014年のシェア。
(注2)BRISはブラジル、ロシア、インド、南アフリカ。

輸出先のシェア



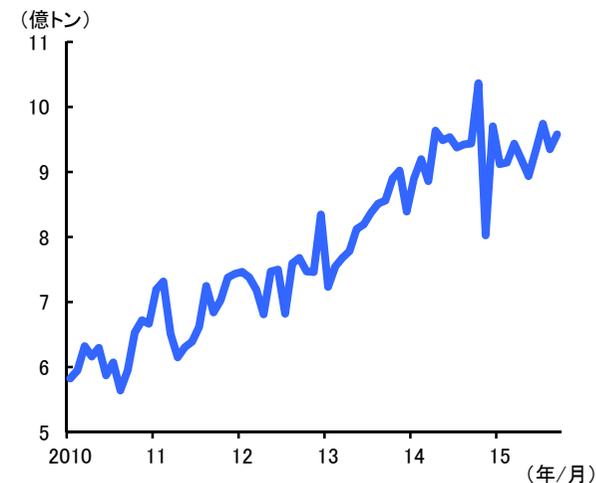
(資料)海関総署を基に日本総研作成

地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



(資料)海関総署を基に日本総研が季節調整
(注1)◁は2014年のシェア。
(注2)資源国はオーストラリア、ブラジル、ロシア、南アフリカ。

鉄鉱石の輸入量(季調値年率)



(資料)海関総署を基に日本総研が季節調整

金融業や不動産業の活性化による雇用創出は限定的



◆個人消費：増勢がやや鈍化

2015年入り後、実質小売売上高の伸び率がやや低下。品目別にみると、住宅販売の持ち直しに伴い、家具や家電販売は堅調である一方、日用品や衣料品などの販売が弱含み。

この背景には、雇用所得環境の悪化が指摘可能。1～9月の全国1人当たり可処分所得（実質ベース）の伸び率は、前年同期比7.7%増と、2014年通年の8.0%増から小幅に低下。1～3月期の全国の公的就業サービス機構における求人数は前年同期比▲15.7%、4～6月期も▲5.4%と、労働需要は2015年入り後に大きく減少。例年、中国では農村部から都市部に1,000～2,000万人流入するものの、このところの都市部の労働需要の減少を受けて、都市への人口流入の動きが大きく鈍化。先行き、雇用情勢が一段と悪化すれば、都市戸籍者にも雇用調整の動きが及ぶ恐れ。こうしたなか、当局は金融・財政の両面から、景気と雇用を下支え。

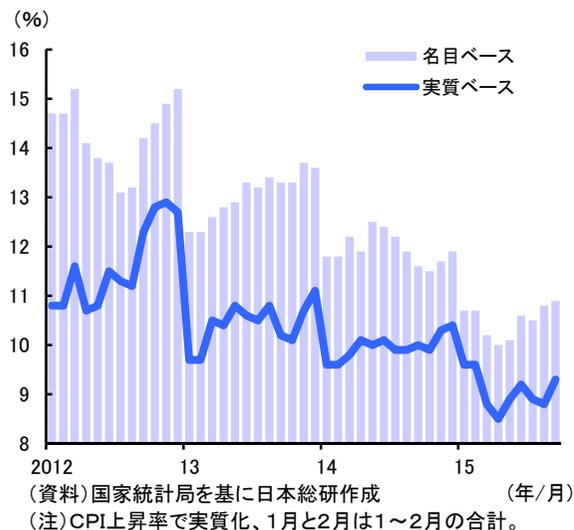
◆これまでの景気でこ入れ策では不十分

2015年入り後、個人消費の増勢鈍化を受けて、卸小売業などのサービス産業にも成長鈍化の動き。

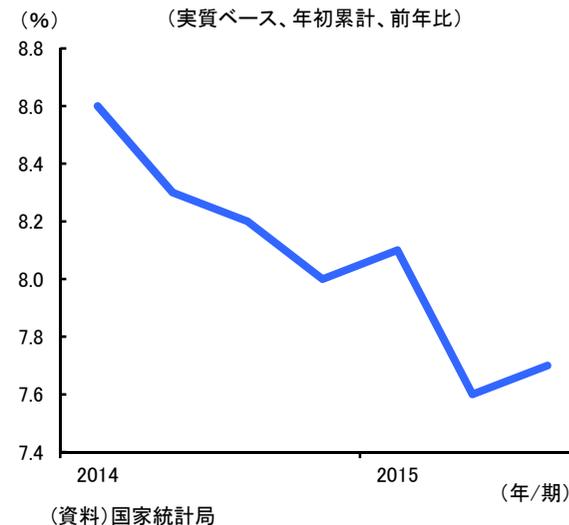
他方、金融緩和により、余剰資金が株式市場に流入し、4～6月期の金融業の名目成長率は前年同期比+26.7%に急上昇。足許では、株式市場はやや沈静化したものの、代わって資金が流入している債券市場に過熱化の動き。また、利下げや住宅ローンの頭金比率の引き下げなどにより、住宅販売が増加し、不動産業の営業活動も持ち直し。

もっとも、金融業や不動産業の活性化による雇用創出力は限定的。他方、卸小売業の求人数は4～6月期に前年同期比▲9.8%、飲食・宿泊業は同▲3.6%減少し、製造業（同▲7.7%）や建設業（同▲23.8%）と並んで労働市場の悪化要因に。

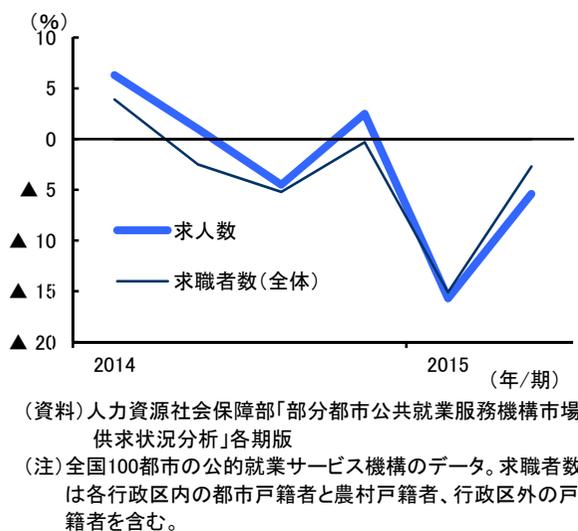
小売売上高(前年比)



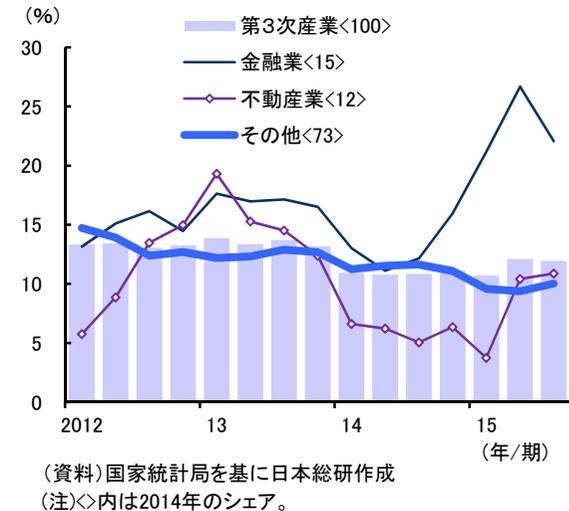
全国1人当たり可処分所得



都市部の求人数と求職者数(前年比)



第3次産業の名目成長率(前年比)



民間投資はスローダウン



◆固定資産投資：減速持続

1～9月の固定資産投資は前年同期比10.3%増に減速。とりわけ2015年入り後、民間固定資産投資が大きくスローダウン。企業はバランスシート調整のため、新たな借りに慎重化。業種別にみると、鉄鋼業などの重工業や石炭などの採掘業を中心に第2次産業が落ち込んだほか、第3次産業の増勢も鈍化。民間の教育や娯楽セクターの固定資産投資の増勢が鈍化したことに加え、不動産開発投資もスローダウンした公算。

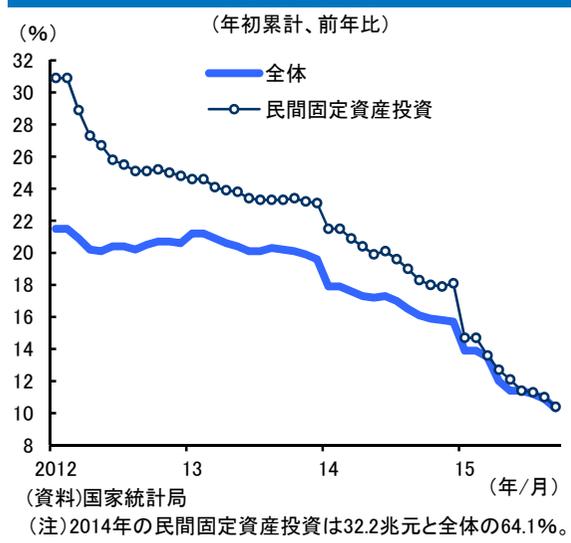
◆政府は景気てこ入れ策を強化

今後、当局がインフラ投資の促進と住宅市場のてこ入れを強化することで、インフラ投資が加速し、不動産開発投資が底入れする見込み。実際、2015年6月から中央政府直轄のインフラ投資が加速。9月8日に財政部が「更なる積極的な政策を講じ、経済の安定運行を促進する」との声明を発表。同月14日には国家発展改革委員会が「投資促進のための8つの措置」を決定。10月15日には発展改革委員会が1～9月に1.8兆元の投資プロジェクトを承認したと発表（2014年通年で約1.6兆元を承認）。このうち、インフラプロジェクトが9割（交通インフラ1.0兆元、農業水利0.4兆元、エネルギー0.2兆元）。

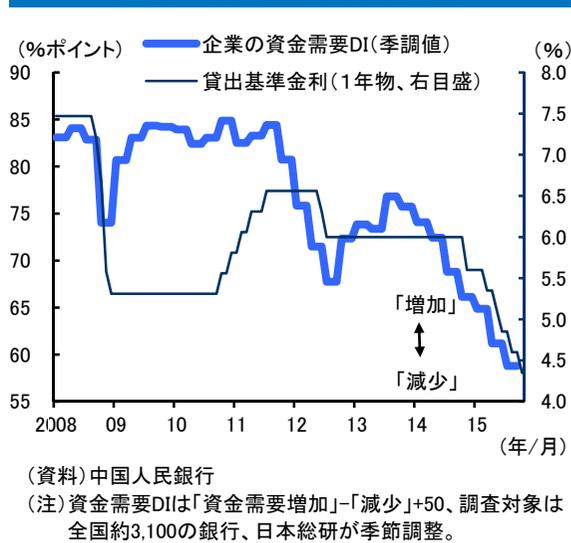
また、3月に続き、追加の住宅市場のてこ入れ策を発表。9月1日、2軒目の住宅購入における頭金の最低比率を30%から20%に引き下げ（一部の沿海地域を除く）。その結果、9月の住宅着工は急増。

このほか、10月1日に預貸比率による銀行への融資規制を撤廃。同月21日、中国人民銀行は11の金融機関に合計1,050億元の資金供給を実施。24日には、金融の自由化に向け、預金金利の上限を撤廃。同時に、追加利下げと預金準備率の引き下げを実施。景気減速に伴い、デフレ圧力が強まり、企業の資金繰りが悪化するなか、金融政策は一段と緩和。

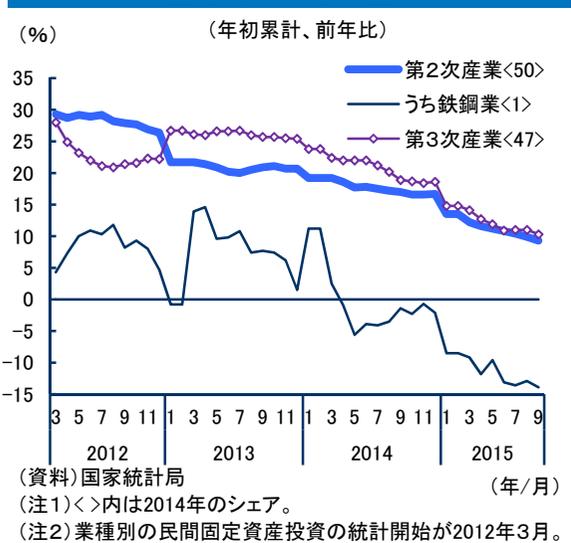
固定資産投資



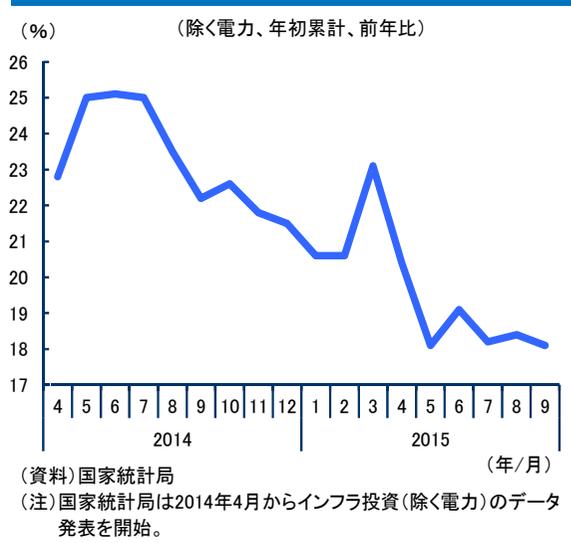
企業の資金需要と政策金利



業種別民間固定資産投資



インフラ投資



バランスシート調整を強いるデフレ圧力の強まり



◆物価：工業生産者出荷価格は3年半にわたり下落

9月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+1.6%。とりわけ、豚肉価格は同17.4%上昇し、CPIを0.5%ポイント押し上げ。豚肉価格は3～4年に一度価格が急騰する「ピッグサイクル」の上昇期に入ったと判断可能。非食料品価格の伸び率は同+1.0%と低い伸び。

豚肉の供給不足の早期改善が期待し難いなか、先行き、豚肉価格が一段と上昇し、CPIを押し上げる見通し。

9月の工業生産者出荷価格（PPI）は前年同月比▲5.9%と3年半にわたり下落し続け、足許では下落幅が拡大。デフレ圧力が強まる状況。

出荷価格が下落するなか、企業は同じ数量の財を出荷しても、売上とキャッシュフローはその分減少。企業が債務返済を先送りすれば、負債の実質負担が拡大。こうしたなか、企業は倒産・破綻を回避するべく、債務返済を優先し、新たな借りに慎重化。

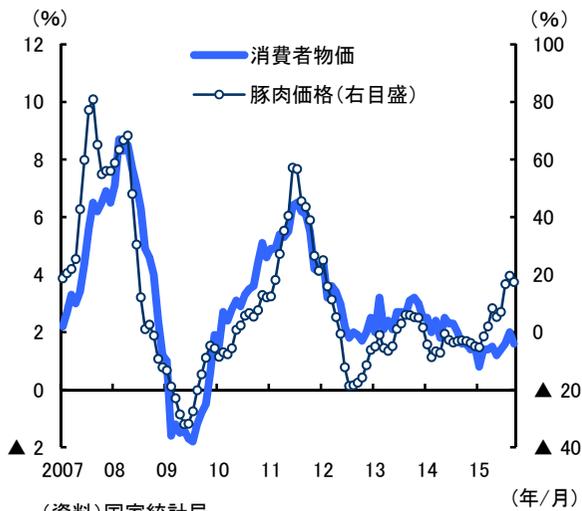
◆不動産価格：持ち直し

価格上昇の動きが全国に拡がりつつあり、70都市の住宅平均販売価格は5カ月連続で上昇。

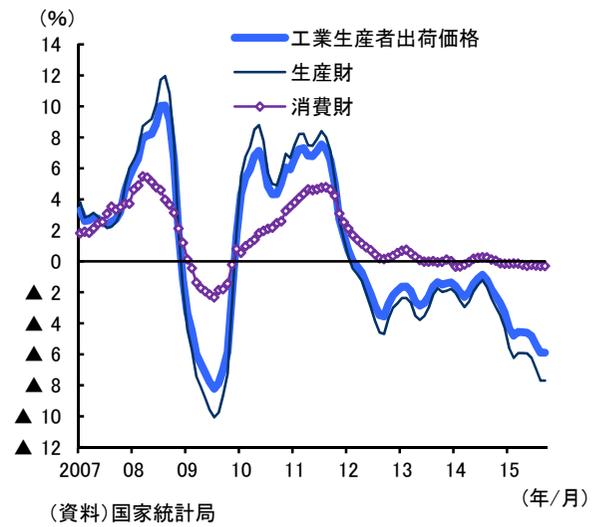
◆株価：足許では小幅に持ち直し

企業収益が悪化し続けるなか、2014年秋から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。2015年5月入り後、複数の証券会社が信用取引条件を厳格化するなど、当局に株価抑制の動きがみられたことから、一部の資金が株式市場から流出し、株価は一転して下落へ。足許では、政府が景気てこ入れ策を強化するなか、株価は小幅に持ち直し。

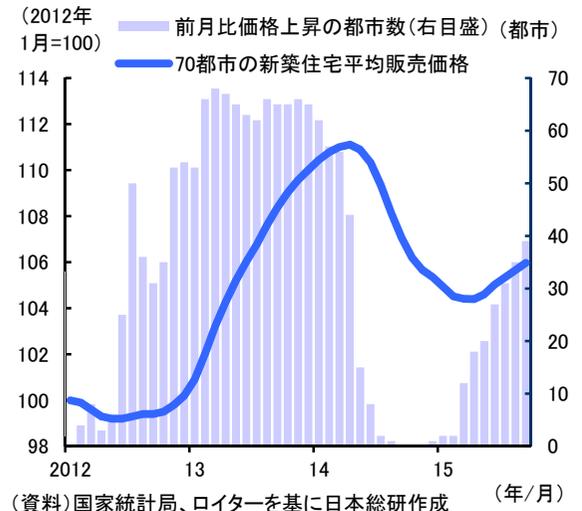
CPIと豚肉価格(前年比)



PPI(前年比)



住宅平均価格と価格上昇都市数



上海総合株価指数(月末終値)

