
中国経済展望

2016年12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11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2017年入り後に再減速

概説

輸出入

消費

投資

物価

◆現状：景気減速は一服

中国では、工業生産に底入れの動きがみられるなど、景気減速の動きが一服。

この背景には、①小型車減税措置終了前の駆け込み需要によって、自動車販売が大幅増加していること、②2014年11月以降の計6回の利下げを受けて、住宅販売が拡大していること、③景気でこ入れのために、公共部門の投資が拡大していること、などが指摘可能。

◆展望：2017年入り後に再減速

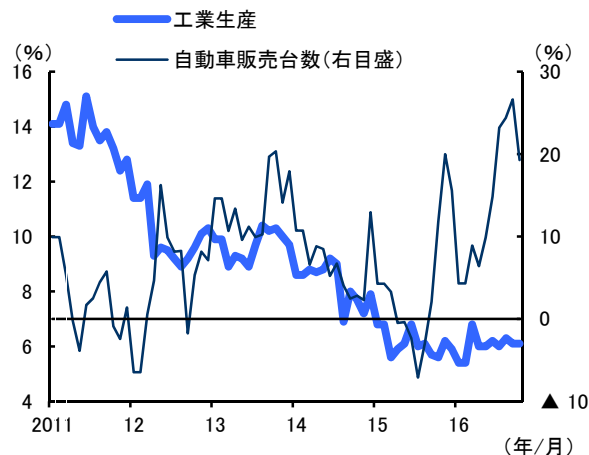
もともと、2017年から経済成長率は再び低下へ。購入刺激策の終了に伴い自動車販売の反動減が生じるほか、住宅販売も10月にローンの頭金比率引き上げ等の住宅価格抑制策が約20都市で打ち出されたこと等を受けて頭打ちになる公算大。

さらに、民間企業は過剰債務の解消に向け、債務返済に充てるキャッシュフローを捻出するため、設備投資を抑制する公算大。固定資産投資は、6割が民間投資であるため、当面力強い回復は期待薄。

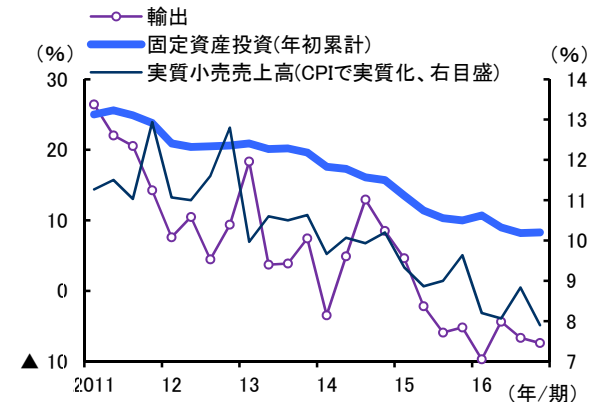
企業部門における構造調整の持続は、雇用に対する将来不安と所得の増勢鈍化を通じて消費抑制の動きにつながる見通し。公共部門の投資は拡大するものの、内外需要の低迷から景気を大きく押し上げるには至らず、2016年の実質成長率は6.7%、2017年は6.5%と、減速傾向が続くと予想。

他方、サブシナリオとして、不動産市場の過熱状況が続く、景気が上振れる可能性も。中国人民銀行は高水準の企業債務・不良債権の漸進的な調整を重視しており、不動産市場に緩和姿勢で対応する構え。とりわけ住宅価格に関しては、金融引き締めによる住宅価格抑制論に対して否定的な見解を強く表明。こうした政策対応が、不動産市場の過熱状態を長期化させる可能性も。

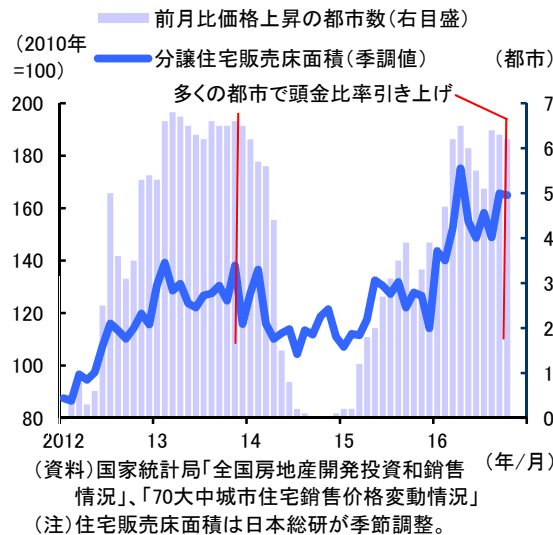
工業生産、自動車販売(前年比)



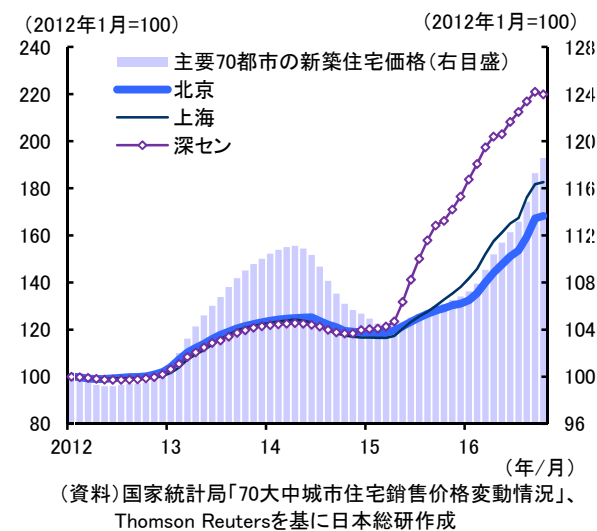
主要統計(前年比)



住宅販売と価格上昇都市数



新築住宅販売価格



米トランプ新政権の通商政策が最大の懸念材料

概説 輸出入 消費 投資 物価

◆輸出：減少

中国の輸出額は、2012年から2014年末にかけて増加したものの、その後減少傾向。とりわけ、2014年半ば頃から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。

足許では、資源国・新興国向け輸出に下げ止まりの兆し。資源価格が底入れしたほか、新興国で金融・財政両面から景気がこ入れ策が打ち出されていることが背景。

もっとも、不安定な資源価格や世界的な通商政策の保護主義化が懸念されるなか、輸出に景気の牽引役を期待することは困難。とりわけ米トランプ新政権の通商政策が最大の懸念材料。米国向け輸出のシェアは18%にのぼるため、公約通り高い関税を設定されると、中国にとって極めて大きなダメージに。米国向け輸出額のうち繊維・玩具・履物、電気機械、産業用機械のウエイトが高いため、特にこれらの分野に悪影響が及ぶ恐れ。

◆輸入：減少

輸入額は、内需の弱まりや輸入価格の下落などにより減少。とりわけ、資源国からの輸入額は資源安により低水準。

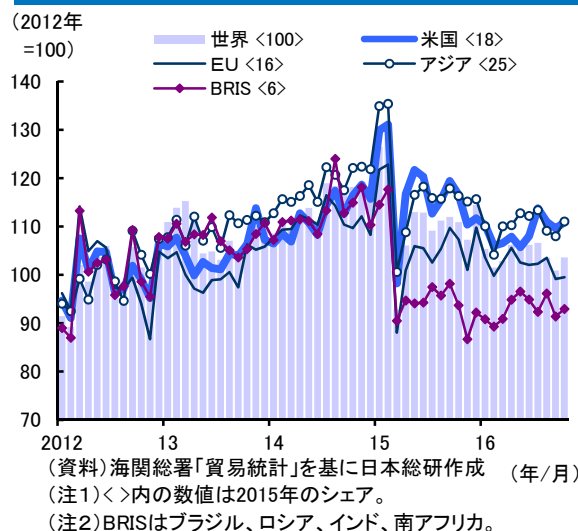
◆対中直接投資：伸び悩み

1～10月の人民元ベースの対中直接投資は前年同月比4.2%増と伸び悩み。人件費の上昇や内需拡大ペースの鈍化が背景として指摘可能。

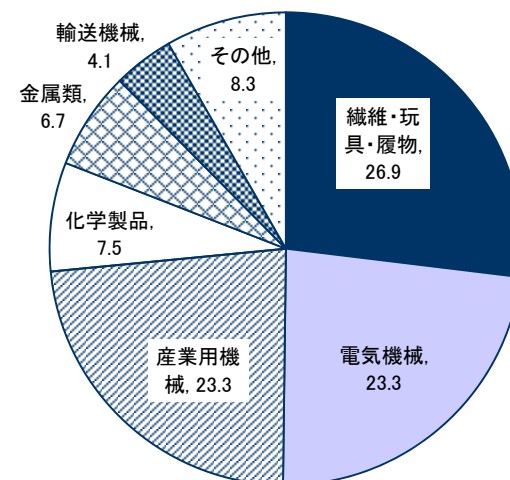
◆対外直接投資：大幅に拡大

1～10月の人民元ベースの対外直接投資は前年同月比53.3%増。この背景には国内における期待投資収益率の低下、海外の技術やブランドの獲得を強化する動き、人民元の先安観の強まり、对外投资に際しての行政手続きの簡素化、などが指摘可能。

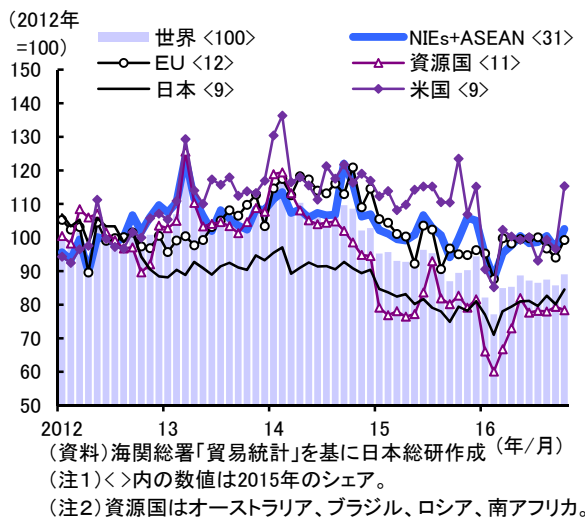
地域別輸出額（季調値、米ドルベース）



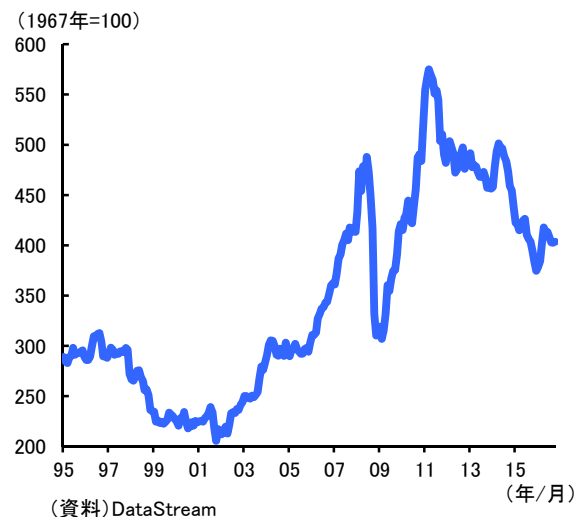
対米輸出額の品目別シェア（%、2015年）



地域別輸入額（季調値、米ドルベース）



CRB商品価格指数（スポット）



2017年は自動車販売に反動減

概説 輸出入 消費 投資 物価

◆個人消費：増勢は鈍化

実質小売上高の伸び率は雇用所得環境の悪化を受けて、低下基調。実際、2016年1～10月の実質小売上高は前年同期比8.3%増と、2015年通年の前年比9.3%増から▲1.0%ポイント低下。自動車販売は好調ながら、通信機械、家電、衣料品などが不調。

雇用調整の動きが続くなか、7～9月期の都市部の求人数は前年同期比▲6.1%と7四半期連続で減少。求人数の約3分の1を占める製造業が▲8.9%の減少となったほか、卸小売業、飲食・宿泊業、個人向けサービス業が、それぞれ前年同期比▲9.4%、▲12.2%、▲8.2%減少となるなど、幅広い業種において労働需要が縮小。

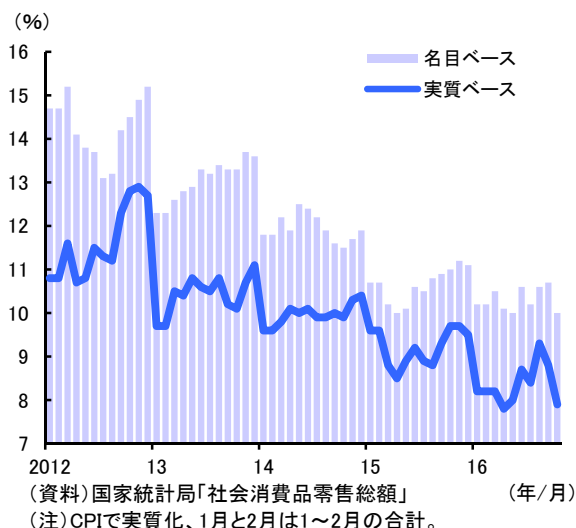
10月10日には地方政府管轄の地方国有企業である東北特殊鋼が債務超過により破産手続きに入ったが、今後も地方国有企業や民間企業では人員リストラの動きが広がる見通し。こうしたなか、1～9月の全国1人当たり可処分所得は前年同期比6.3%増と、2015年通年の同7.4%増から減速。今後も、雇用に対する将来不安と所得の増勢鈍化を背景に、個人消費は減速基調が続く見込み。

◆2017年入り後、購入刺激策の効果は剥落

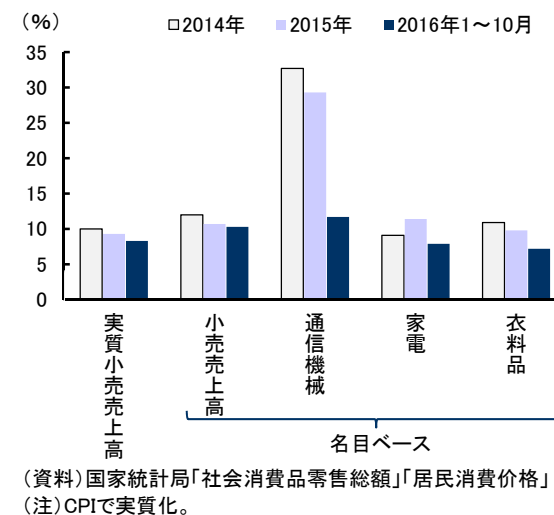
足許では、小型車減税措置が2016年末に期限を迎えるなか、駆け込み需要が発生しており、自動車販売台数は大幅に増加。10月の自動車販売台数は前年同月比18.7%増と、2015年通年の前年比4.7%増を大きく上回る伸び。

前回の小型車減税措置は2009年1月から2010年末。自動車販売台数は2010年後半には駆け込み需要から前年同月比20%超の伸びとなったものの、2011年入り後には伸び率が前年割れへ落ち込むなど、減税措置の終了に伴う反動が発生。今回も2017年入り後に同様の動きが再現される見通し。

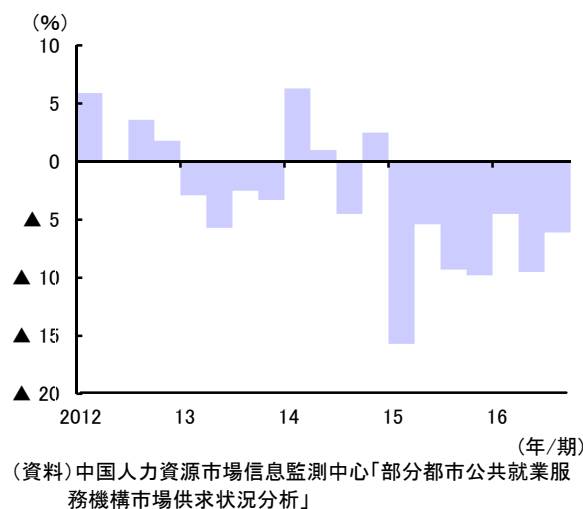
小売上高(前年比)



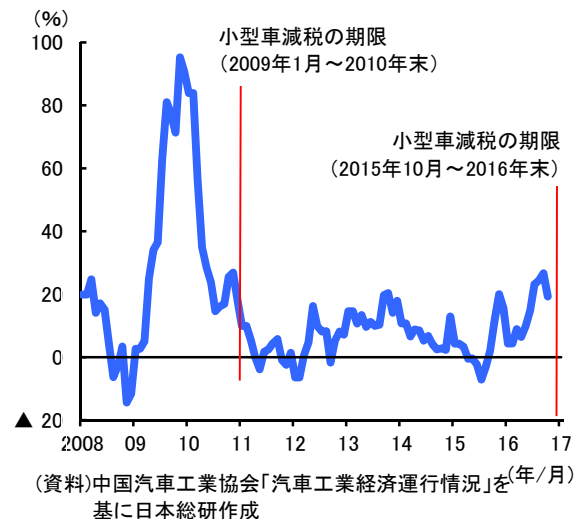
品目別小売上高(前年比)



都市部の求人数(前年比)



自動車販売台数(前年比)



払拭できない金融危機発生リスク

概況 輸出入 消費 投資 物価

◆固定資産投資：減速傾向

1～10月の固定資産投資は前年同期比8.3%増。伸び率は1～9月から0.1%ポイント上昇したが、2015年通年対比でみると▲1.7%ポイント低下。

民間固定資産投資は同2.9%増と、2015年通年の伸び率と比べると▲7.2%ポイント低下。この背景には、過剰設備・過剰債務を抱える状況の中で企業は新たな投資に慎重になったことが指摘可能。実際、中央銀行の調査によると、設備投資目的をはじめとする企業の資金需要は大きく低下。

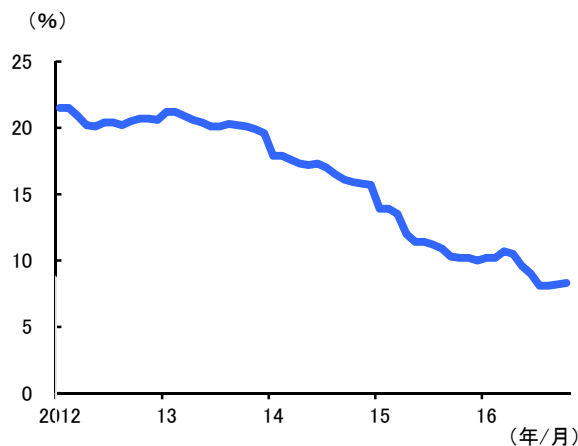
企業債務の対GDP比が日本のバブル期を上回り、元利支払い負担、バランスシート調整圧力が大きいと、企業の債務削減姿勢は簡単には解消しない見込み。企業は引き続き借入拡大に慎重になる見通しで、当面は民間投資の力強い回復は期待薄。インフラ投資や国有企業の投資などの公共部門の投資拡大が景気を下支えする構図が続く公算大。

◆実際の不良債権は公式統計を大きく上回る規模

銀行業監督管理委員会によると、9月末の商業銀行の不良債権残高は1兆4,939億元と、2015年末の1兆2,744億元から増加。不良債権比率は1.8%と昨年末の1.7%から小幅上昇。しかし、同統計は不良債権の認定基準が甘いことや、オフバランス（簿外）の与信が対象に入っていないことが、問題として指摘可能。

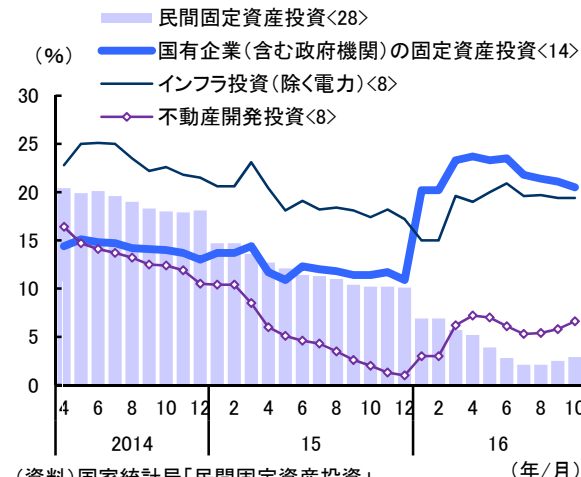
中国の潜在不良債権比率を独自推計したところ、2015年末時点で8.6%。これをシャドーバンキングを含む全国の与信総額に当てはめると、同年末の潜在的な不良債権残高は12.5兆元と公表値の10倍（名目GDPの18.5%）。不動産価格が下落すると、金融機関は融資担保価値の目減りによって大きな損失を被り、金融機関の破綻が急増するリスクあり。

固定資産投資（年初累計、前年比）



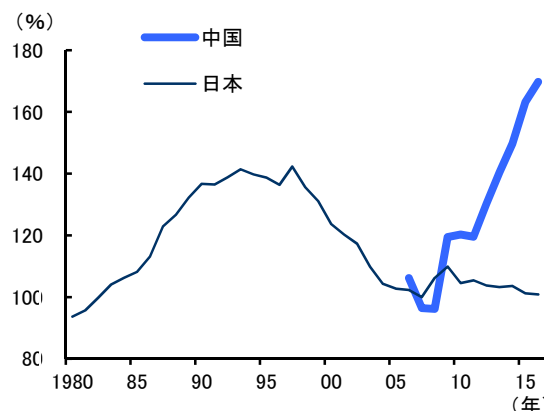
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」
(注) 名目GDPの約43%は固定資産投資。

固定資産投資の内訳（年初累計、前年比）



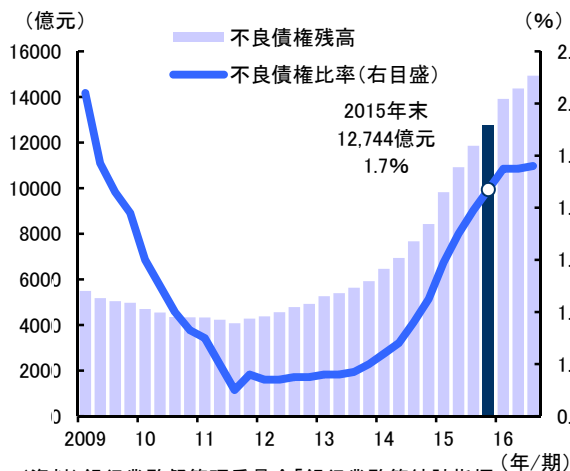
(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」
「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」
(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

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、2016年3月末の債務残高／2015年のGDP×100

不良債権残高と不良債権比率



(資料) 銀行業監督管理委員会「銀行業監督統計指標
季度情況表」

中国人民銀行は不動産バブルの崩壊を強く警戒

概況 輸出入 消費 投資 物価

◆物価：低い伸び

10月のCPIは前年同月比+2.1%と9月から0.2%ポイント上昇。10月のPPIは同+1.2%と2カ月連続でプラスに。減産効果や公共投資の拡大による需給改善、輸入価格の底入れなどが背景。

◆不動産価格：上昇が続く

不動産市場が過熱状態の下、多くの都市においてローンの頭金比率引き上げ等の抑制策を発表。その結果、10月に住宅価格が上昇した都市の数は62都市と前月から1都市減少し、45都市で上昇率が低下。北京では、10月の住宅販売床面積（季調値）が前月比▲7.8%減少したほか、住宅価格も同0.6%の上昇にとどまり、上昇率は9月から▲4.3%ポイント低下。先行きの住宅販売は頭打ちとなり、住宅価格の上昇にも歯止めがかかる公算大。

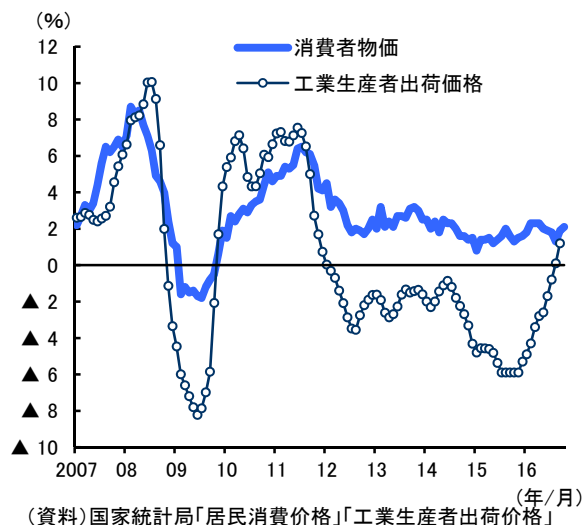
一方、11月8日に中国人民銀行が発表した「2016年第三季度中国貨幣政策執行報告」では、金融引き締めによる住宅価格抑制論に対して否定的な見解を強く表明。すなわち、強制的な不動産バブル潰しは、スパイラル的な信用収縮を発生させるリスクが大きいと、不動産価格の下落はむしろ警戒すべきと主張。

このように、各都市が住宅価格抑制策を出す一方で、中国人民銀行は住宅価格の過度の下落を容認せず、金融緩和スタンスを継続するという対立構造に。このため、住宅価格はさほど下落せず、不動産市場の過熱状況が長期化する可能性も残存。

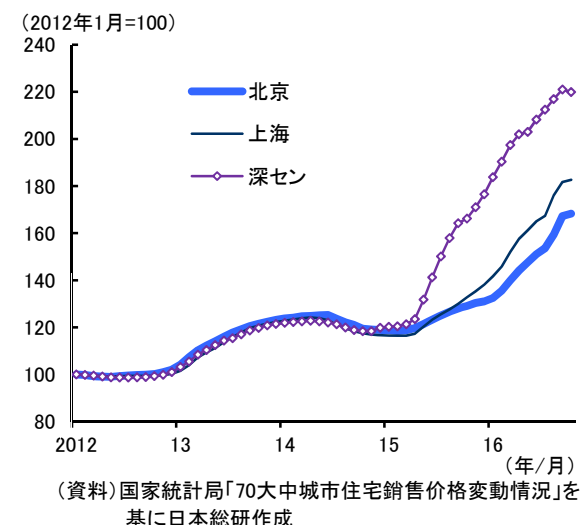
◆人民元レート：元安進展

トランプ氏が米大統領選挙で勝利した11月9日以降、元安が加速。トランプ氏の主張する大規模なインフラ投資と減税は、米国景気と長期金利の押し上げ要因となり、米中金利差の拡大が見込まれるなか、中国からの資金流出が拡大。

CPIとPPI(前年比)



新築住宅販売価格



中国貨幣政策執行報告の抜粋

(不動産価格抑制と人民元レートの安定化を重視した金融政策が必要との見方に対して)
その議論は金融引き締めを主張するもの。それにより資産バブルを潰し、高い金利によって為替を安定化させるという考え。これは、危機型のデレバレッジに至る恐れ。代償は極めて大きく、その過程はより痛みを伴うもの。実際には、(景気が失速すると)為替レートを安定化させることも困難。

(資料) 中国人民銀行「2016年第三季度中国貨幣政策執行報告」(2016年11月8日発表、p53) を基に日本総研作成

人民元レート

