
中国経済展望

2017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2016年12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)
-
-

先行き、景気は再減速



◆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。この背景として、自動車販売の大幅増加、住宅販売の拡大、公共部門の投資拡大などが指摘可能。

◆展望：景気は再減速

以下の4点を踏まえれば、先行き、景気は再び減速する見通し。

①小型車減税措置の縮小に伴い、自動車販売の伸びが大幅に低下する見込み。12月、当局は小型車減税措置の延長を決定したものの、軽減対象である取得税率を5%から7.5%に引き上げ（本来は10%）。

②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。11月の住宅販売床面積は大幅に減少。

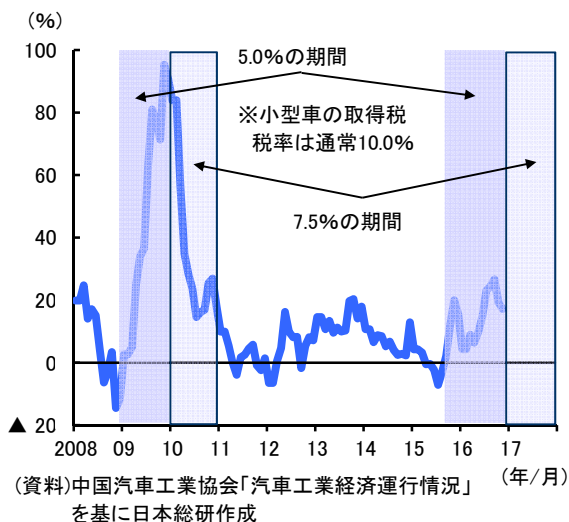
③民間企業は過剰債務・過剰設備の解消に向け、設備投資を抑制する公算大。実際、設備投資目的をはじめとする企業の資金需要は大きく低下。

④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。

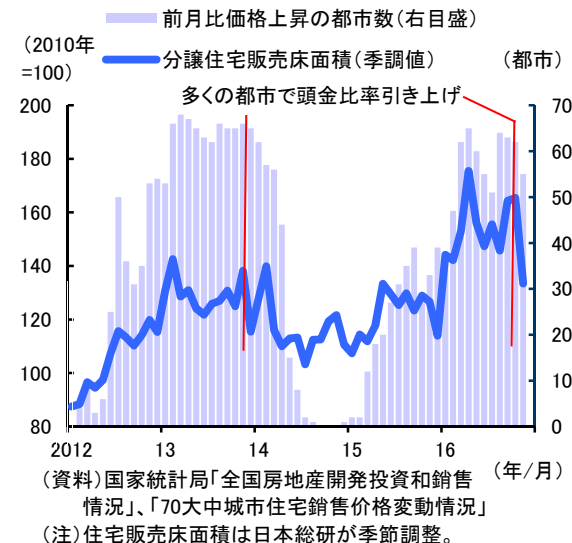
もっとも、公共部門の投資拡大が下支えとなり、2016年の実質成長率は6.7%、2017年は6.5%と、小幅な低下にとどまると予想。

12月16日に閉幕した中央経済工作会議は、2017年にさらなる「積極的な財政政策」を採ると決定。一方、「穏健な金融政策」という表現は2010年から変化なし。同会議の声明文は、資産バブルを抑制しつつ、金融システミックリスクも回避しなければならないと主張。

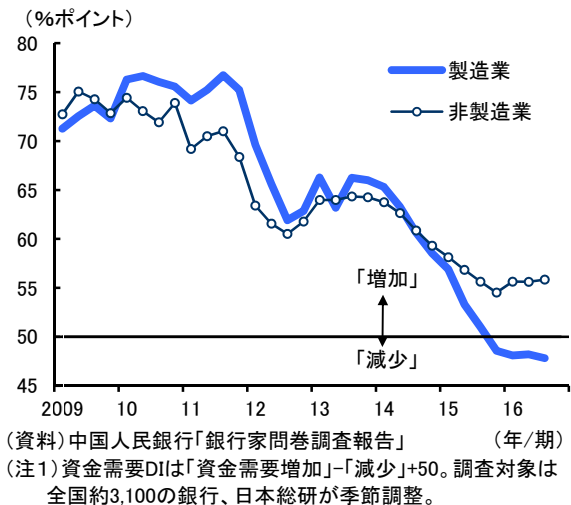
自動車販売台数(前年比)



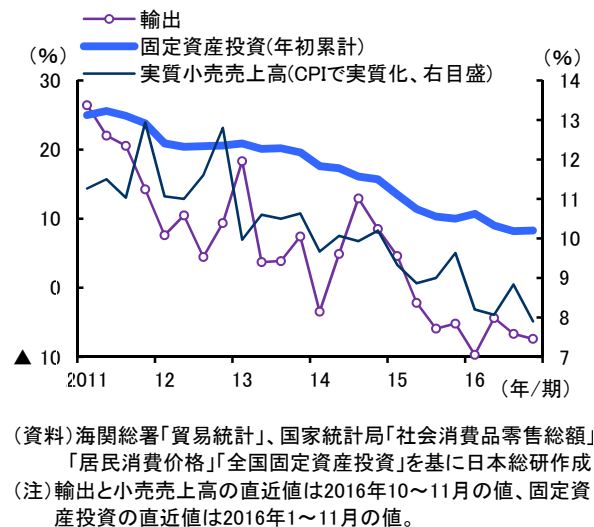
住宅販売と価格上昇都市数



企業の資金需要DI(季調値)



主要統計(前年比)



保護貿易ムードの強まりは繊維産業等の大きなリスク



◆輸出：減少傾向

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。もっとも、足許では資源国・新興国向けなどの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・財政両面から景気てこ入れ策が打ち出されていることを踏まえれば、今後、輸出は増加に転じる見通し。

もっとも、不安定さが残る資源価格や世界的な保護貿易ムードの強まりが懸念されるなか、輸出の下振れリスクは払拭できない状況。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：減少傾向

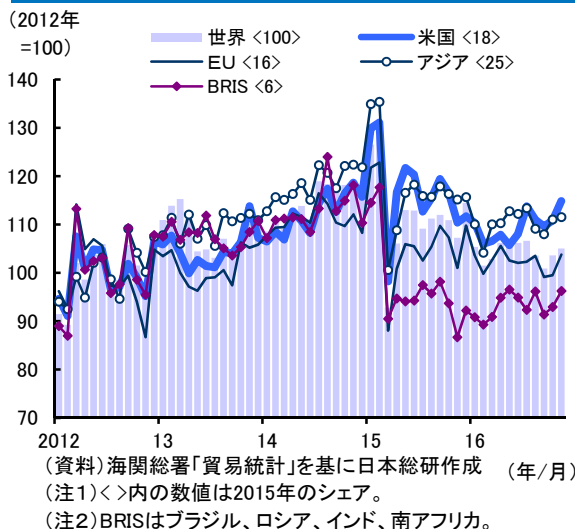
輸入額は、内需の弱まりや輸入価格の下落などにより減少傾向。とりわけ、資源国からの輸入額は資源安により低水準。

◆対中直接投資：伸び悩み

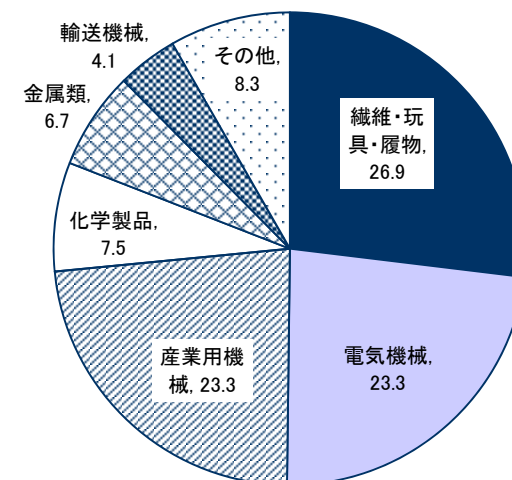
1～11月の米ドルベースの対中直接投資は前年同期比▲0.2%減少。人件費の上昇や内需拡大ペースの鈍化が背景。

国別にみると、日本からの投資は2011～2012年の投資急拡大の反動もあり、1～10月に前年同期比▲11.0%と、減少が持続。他方、米国からの投資は同73.6%と大幅増加。これまでの水準が低かったこと、米国企業は中国の消費構造の高度化や不良債権処理をビジネスチャンスと捉えていること、元安・ドル高が進んでいることなどが背景として指摘可能。

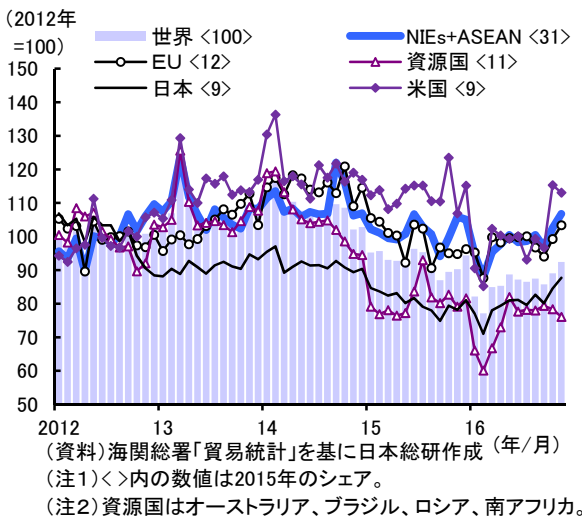
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



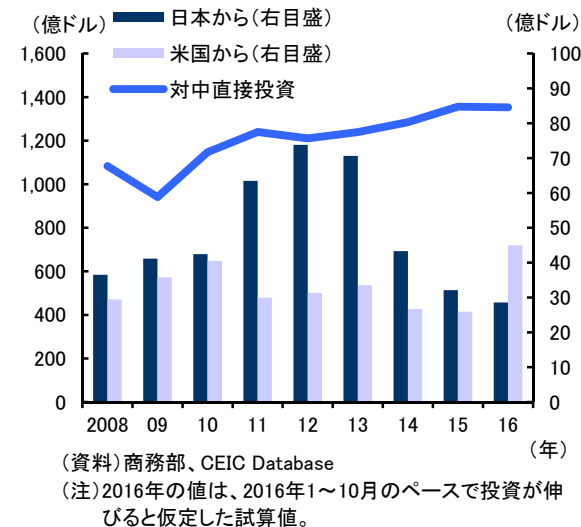
対米輸出額の品目別シェア(%、2015年)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



対中直接投資



雇用所得環境が徐々に悪化



◆個人消費：増勢は鈍化

実質小売売上高の伸び率は低下基調。2016年1～11月の実質小売売上高は前年同期比8.4%増と、2015年通年の前年比9.3%増から▲0.9%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。

雇用所得環境が徐々に悪化していることが背景。7～9月期の求人数は7四半期連続で減少。1～9月の1人当たり実質可処分所得の伸び率は前年同期比6.3%増と、2015年通年の同7.4%増から減速。

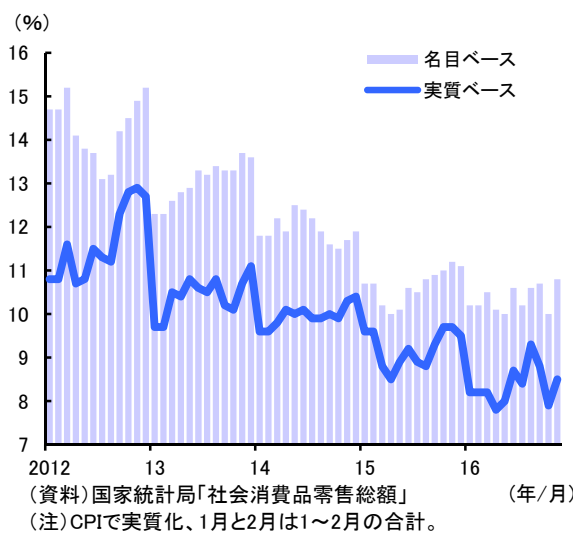
今後を展望すると、地方政府は生産設備や人員のリストラに対する数値目標を設定するよう求められているため、民間企業のみならず地方国有企業においても人員のリストラの動きが強まる公算。雇用に対する将来不安と所得の伸び鈍化を背景に、先行きも消費の減速基調が続くと見通し。

◆自動車販売の増勢は鈍化

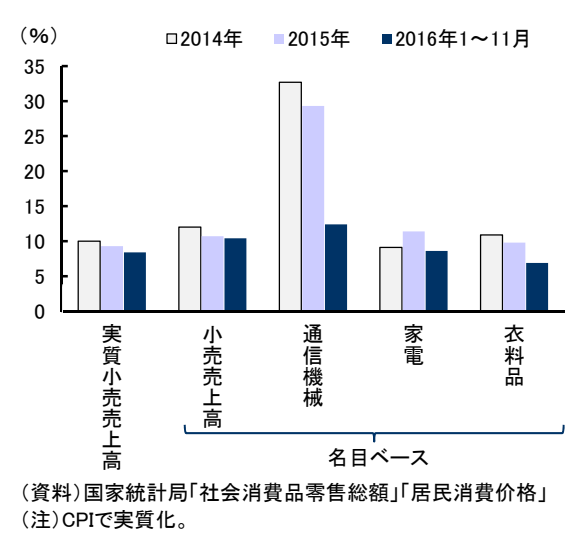
11月の自動車販売台数は前年同月比16.6%増と、高い伸びを維持。当初、財政部は排気量1,600cc以下の小型車の取得税率引き下げ（10%→5%）を2016年末までの時限措置と発表。2017年に入れば、減税措置は廃止されるとみられていたなか、駆け込み需要が発生。

2016年12月、当局は小型車減税措置に関して、取得税率を5%から7.5%に引き上げたうえで、2017年末まで延長すると発表。前回、小型車の取得税率を5%から7.5%に引き上げたのは2010年初であったが、当時の自動車市場を振り返ると、2009年後半は駆け込み需要から販売台数が急増したものの、2010年入り後には増勢が大きく鈍化するなど、減税措置の終了に伴う反動が発生。今回も小型車減税措置の縮小によって、需要の増勢が鈍化する公算大。

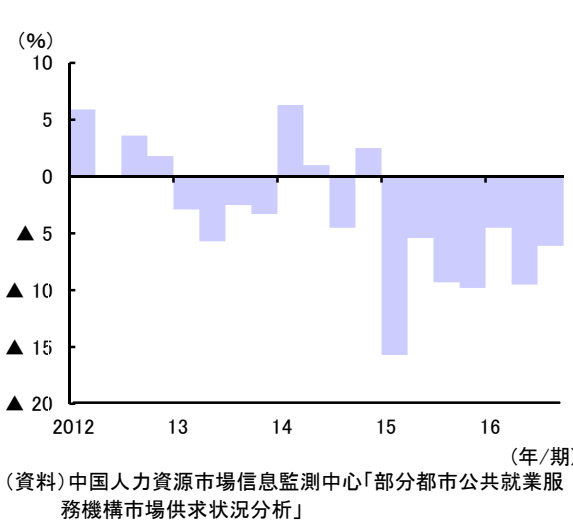
小売売上高(前年比)



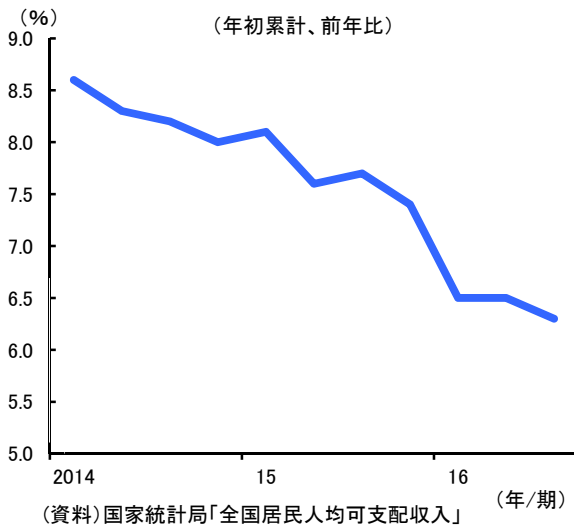
品目別小売売上高(前年比)



都市部の求人数(前年比)



1人当たり実質可処分所得



民間企業は設備投資を抑制する公算大



◆固定資産投資：減速傾向

1～11月の固定資産投資は前年同期比8.3%増。伸び率は1～10月と同じであるが、2015年通年対比で見ると▲1.7%ポイント低下。

民間固定資産投資は同3.1%増と、2015年通年の伸び率と比べると▲7.0%ポイント低下。この背景として、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。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ため、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。

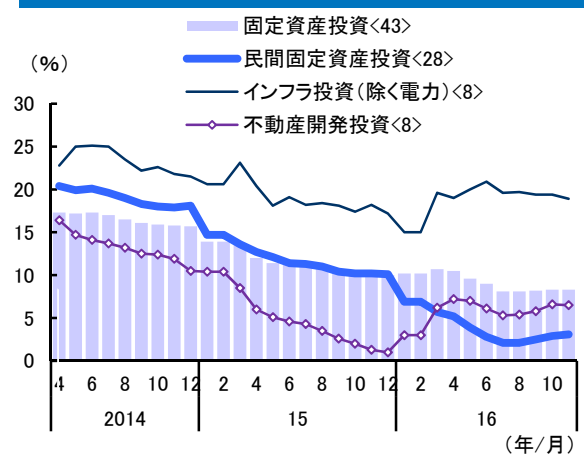
不動産開発投資は同6.5%増と、2015年通年の伸び率から5.5%ポイント上昇。中国人民銀行は2014年11月以降、政策金利を6回引き下げたほか、インターバンク市場で積極的に資金を供給。企業が借入拡大に慎重な姿勢を保つなか、金融機関は住宅ローンの拡大に注力。この結果、住宅販売は大幅に増加。

もっとも、住宅販売は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、先行き落ち込んでいく見込み。一定のタイムラグを経て、住宅着工と不動産開発投資の伸び率も低下する見通し。こうしたなか、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。

◆当局は銀行のリスク管理に対する監督管理を強化

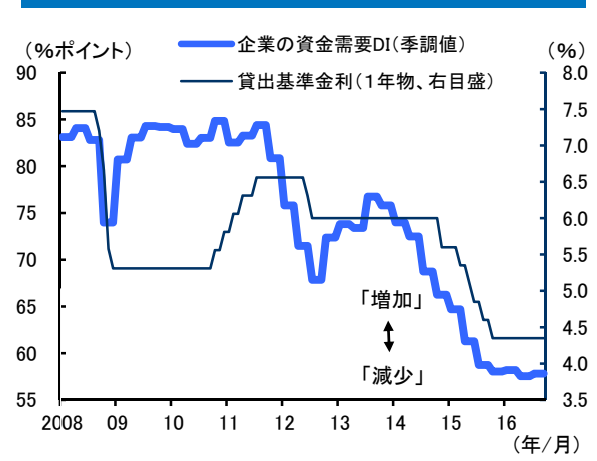
12月20日に中国人民銀行は、銀行理財商品は簿外となっているものの、リスクが顕在した際には銀行がオンバランス化することで問題を解決していると指摘。不良債権問題の透明化を進めるため、銀行理財業務を2017年の第1四半期から広義の銀行与信とみなすと発表。

固定資産投資(年初累計、前年比)



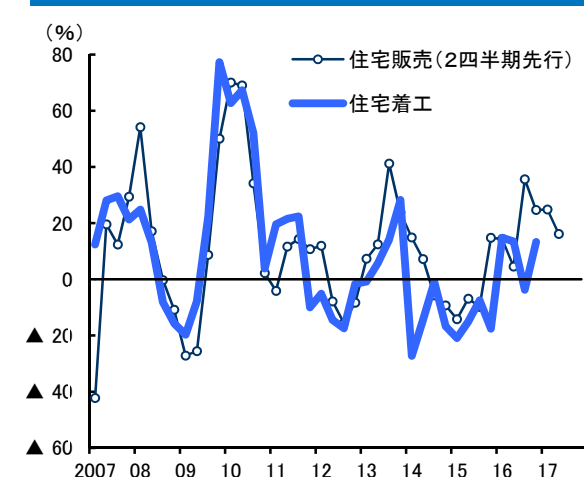
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」「全国房地產開發投資和銷售情況」
(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

企業の資金需要と政策金利



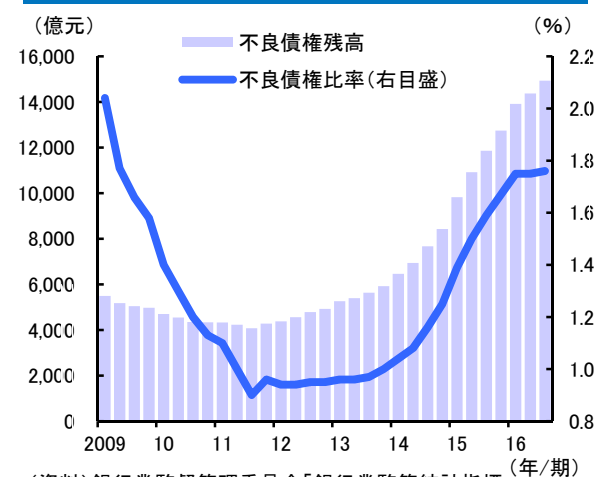
(資料) 中国人民銀行「銀行家問卷調査報告」
(注) 資金需要DIは「資金需要増加」-「減少」+50、調査対象は全国約3,100の銀行、日本総研が季節調整。

住宅販売と住宅着工(床面積、前年比)



(資料) 国家統計局「全国房地產開發投資和銷售情況」(年/月)を基に日本総研作成

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」

名目実効為替レートに底入れの動き



◆物価：工業生産者出荷価格が上昇

11月のCPIは前年同月比+2.3%と10月から0.2%ポイント上昇。11月のPPIは同+3.3%と上昇ペースが加速。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：価格上昇に歯止めの兆し

11月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.6%と、上昇率は10月から▲0.5%ポイント低下。70都市のうち住宅価格が前月から上昇した都市数は10月から7都市減り、55都市に。

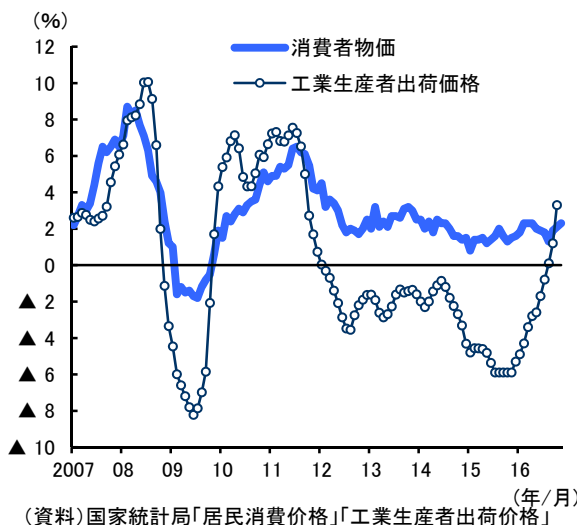
不動産価格が下落すると、金融機関は融資担保価値の目減りによって大きな損失を被り、金融機関の破綻が急増するリスクあり。中国の潜在不良債権比率を独自推計したところ、2015年末時点で8.6%。

他方、中国人民銀行は11月8日に発表した「2016年第三季度中国貨幣政策執行報告」では、強制的な不動産バブル潰しは、危機型のデレバレッジを発生させるリスクが大きいと、不動産価格の下落を警戒すべきと主張。中央経済工作会議においても2010年からの（緩和的な）金融政策スタンスを続けることを決定。このため、不動産市場の過熱状況が続く、景気が上振れるというシナリオも想定可能。

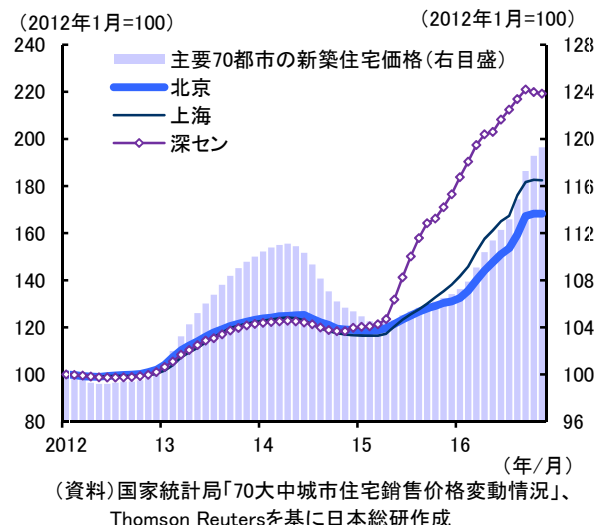
◆人民元レート：元安は一服

人民元は米ドルに対して一段と減価。他方、円に対して増価。中国外貨交易センター（China Foreign Exchange Trade System）によると、足許では名目実効為替レートであるCFETS指数に底入れの動き。これは、中国からの資金流出に歯止めがかかりつつあることを示唆。資本規制の強化や公共投資の拡大が、為替の安定に寄与。

CPIとPPI(前年比)



新築住宅販売価格



人民元レート



CFETS人民元為替レート指数

