
中国経済展望

2017年2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2017年1月30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)
-
-

概説：景気減速の動きが一服

◆現状：景気減速は一服

10～12月期の実質成長率は前年同期比+6.8%と、前の期から0.1%ポイント上昇。景気てこ入れ策が打ち出されるなか、景気減速の動きが一服。とりわけ、公共部門の投資拡大、不動産開発投資の加速、自動車販売の拡大が景気を下支え。

もっとも、2016年通年の実質成長率は前年比+6.7%と、2015年の同+6.9%増から低下。

◆展望：景気は再減速

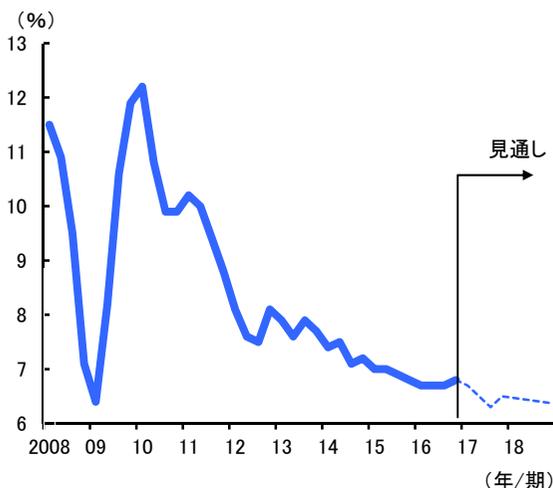
今後を展望すると、企業部門の構造調整が景気の足枷になる見通し。過剰債務・過剰設備を抱える状況下、企業の債務削減姿勢が長期化し、民間固定資産投資の景気牽引力は一段と低下すると予想。

企業部門の構造調整は、個人消費抑制にも作用。バランスシート調整に苦しむ企業が人件費抑制に動いていることで、実質所得の伸び率は低下。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見込み。

さらに、家計支援策による景気押し上げ効果も減退する公算。自動車販売は小型車減税措置の縮小を受けて、伸びが低下する見込み。不動産開発投資も住宅需要が価格抑制策を受けて頭打ちとなるなか、増勢が鈍化する見通し。

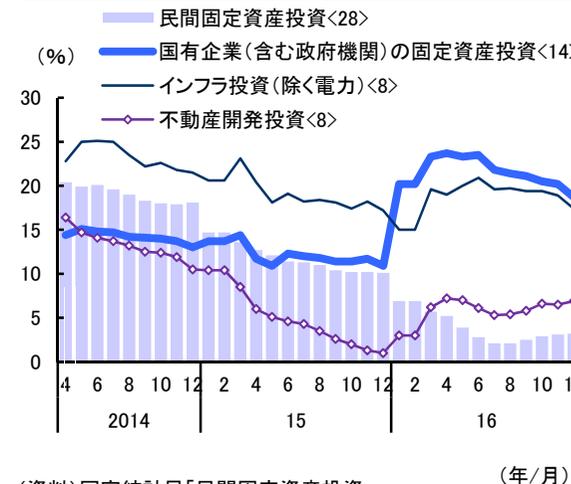
もっとも、景気失速は回避されると判断。2016年12月に開かれた中央経済工作会议では、2017年にさらなる「積極的な財政政策」を採用と決定するなど、政府は景気を下支えする姿勢を明確化。中国人民銀行も、企業破綻への警戒感から、過度の金融引き締めは行わない構え。これらの結果、2017年の実質成長率は6.5%、2018年は6.4%と、小幅な減速にとどまると予想。

実質GDP成長率(前年比)



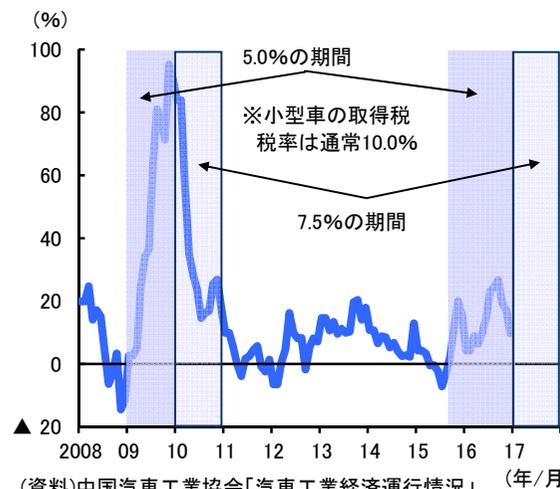
(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

固定資産投資(年初累計、前年比)



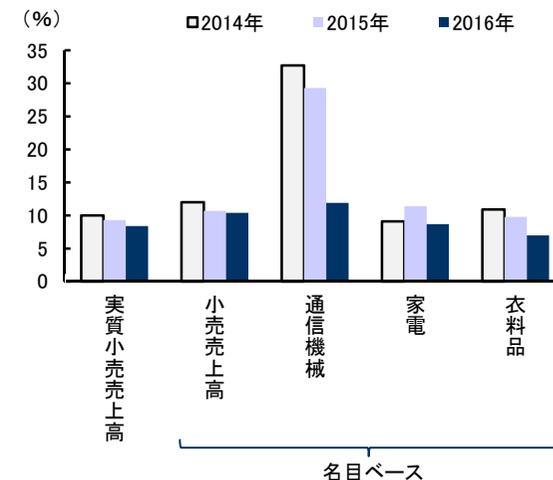
(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」
(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

自動車販売台数(前年比)



(資料) 中国汽車工業協会「汽車工業經濟運行情況」を基に日本総研作成

小売売上高(前年比)



(資料) 国家統計局「社会消費品零售総額」「居民消費价格」

輸出入：輸出に下げ止まりの兆し

◆輸出：下げ止まりの兆し

2016年の輸出額は前年比▲6.4%と、2年連続で減少。とりわけ、ブラジル向けが同▲19.2%となるなど、資源国・新興国向けが大幅に減少。米国、日本、EU向けもそれぞれ▲5.1%、▲4.7%、▲3.7と減少。

もっとも、月次の輸出額（季調値）は12月まで3カ月連続で増加し、下げ止まりの兆し。とりわけ、米国向けの回復が鮮明。良好な雇用・所得環境を背景に、米国経済の成長ペースが加速していることが主因。

先行き、輸出は米国向けを中心に増加に転じる見通し。米国では、家計部門、企業部門の持ち直しにより、自律回復に向けた動きがみられるほか、トランプ新政権が掲げる積極的な財政政策も成長ペースの高まりに繋がる見通し。足許の輸出向け新規受注も改善傾向。

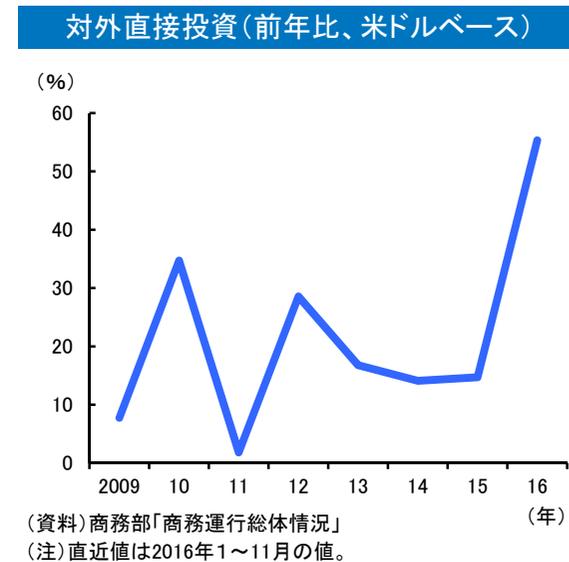
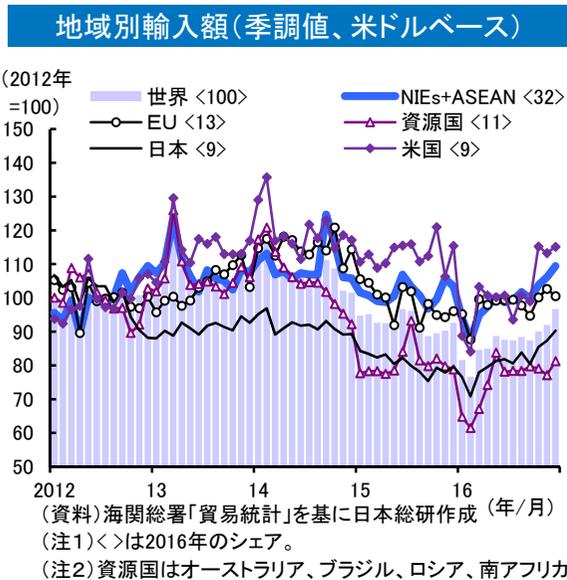
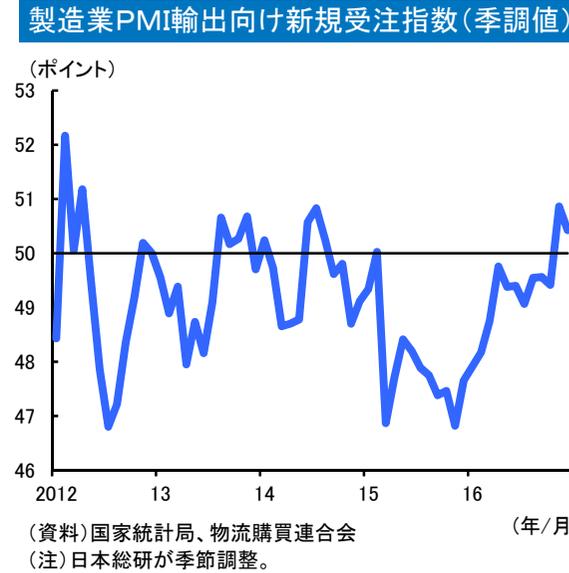
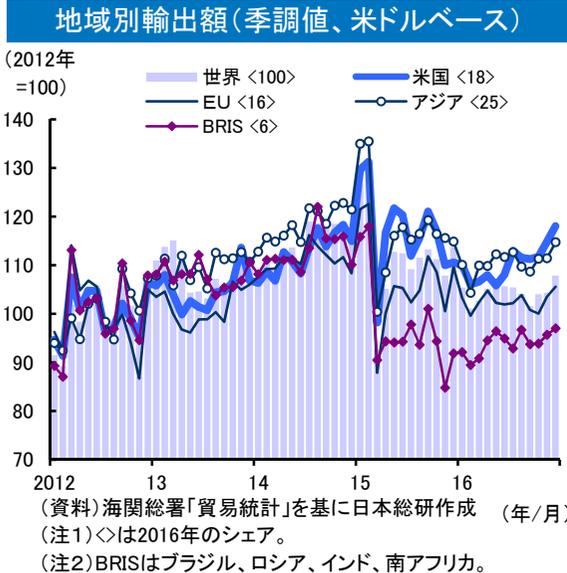
他方、不安定さが残る資源価格や世界的な保護貿易ムードの強まりが懸念されるなか、輸出の下振れリスクは払拭できない状況。とりわけ、トランプ新政権による米通商政策の行方が最大のリスク要因。

◆輸入：下げ止まりの兆し

2016年の輸入額は前年比▲5.4%と、2年連続で減少。ただし、ここ3カ月は増加しており、下げ止まりの兆し。輸入価格が上昇したほか、輸入数量も総じて増加。

◆対外直接投資：大幅に増加

2016年1～11月の対外直接投資は前年比55.3%の大幅増加。国内期待投資収益率の低下や対外投資に際しての行政手続きの簡素化などが背景。もっとも、昨年後半から当局は資本規制の強化に向け、海外投資の事前審査を求め始めたことを踏まえれば、今後、対外投資の増加ペースにブレーキがかかる可能性。



消費：上場小売企業の6割は売上高が前年割れ

◆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年通年では前年比8.4%増と、2015年の同9.3%増から▲0.9%ポイント低下。品目別にみると、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。

チャネル別にみると、インターネット販売は割安さなどが評価されて、2016年の売上高が同25.6%と高い伸びを維持。金額でみると、4兆1,944億元と名目小売売上高全体の12.6%を占める状況。他方、店舗販売の厳しい状況を反映して、上場小売企業の6割は売上高が前年から減少。百貨店大手の上海百聯集団や王府井集団など3年連続で減収となる企業も。

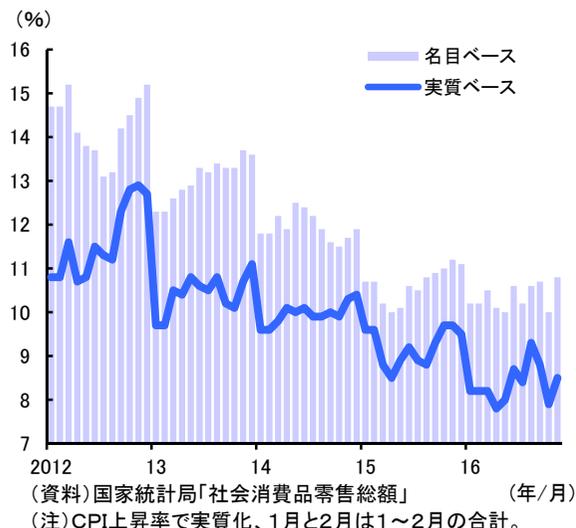
この背景には、企業部門の構造調整による雇用所得環境の悪化。10～12月期の求人数は前年同期比▲4.0%と8四半期連続で減少。雇用環境が悪化するなか、2016年の一人当たり実質可処分所得の伸び率は前年比6.3%増と、2015年の同7.4%増から減速。これらは、ネット販売の追い風となるも、店舗販売には逆風に。

◆正念場を迎える成長モデルの転換

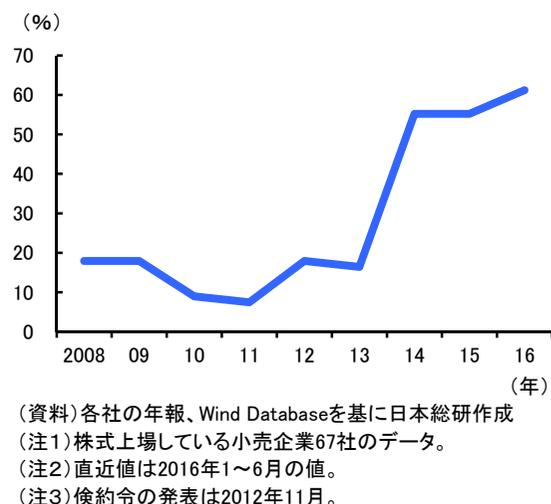
分配面に着目すると、一人当たり可処分所得の伸び率が同GDPの伸び率に近い水準へ低下しており、労働分配率の上昇がストップしつつある状況。成長率が鈍化傾向をたどるなか、過剰債務などバランスシート調整に苦しむ企業が、人件費抑制に動いている模様。

中国では、GDPに占める固定資本形成の比率を引き下げる一方、個人消費の比率を引き上げることで成長モデルを消費主導へ切り替えていくことが、中長期的に目指す構造改革の方向性。ところが、所得環境が悪化すれば、「投資から消費へ」の動きが頓挫し、持続可能な成長モデルに移行できない恐れがあり、中長期的観点からも正念場を迎えている状況。

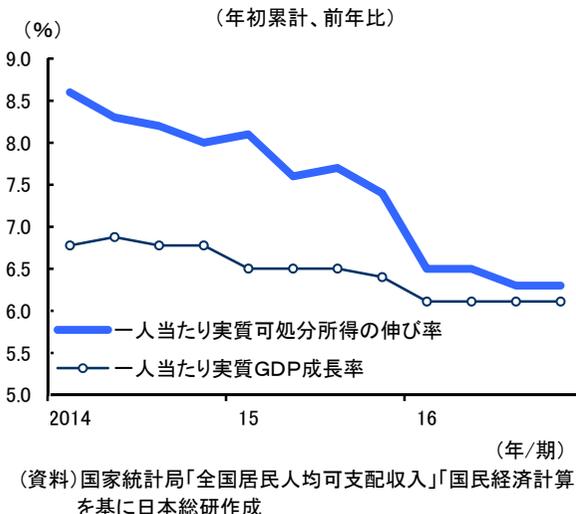
小売売上高(前年比)



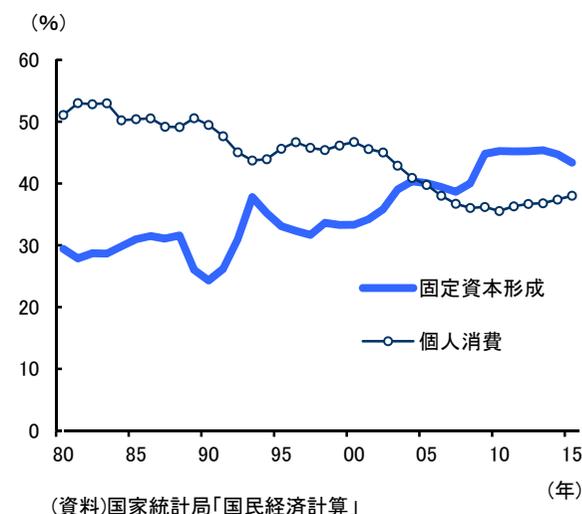
売上高が前年割れの小売企業の割合



実質可処分所得と実質GDP



固定資本形成と個人消費の対GDP比



投資：不動産開発投資の増勢は鈍化する見通し

◆現状：減速傾向

2016年の固定資産投資は前年比8.1%増。伸び率は2015年から▲1.9%ポイント低下。とりわけ、民間固定資産投資は同3.2%増と、昨年から▲6.9%ポイント低下し、大きくスローダウン。

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が新たな投資に慎重になったことが指摘可能。実際、2014年11月以降に政策金利が計6回引き下げられたものの、企業の資金需要DIが持ち直す動きは見られず。

今後を展望すると、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。

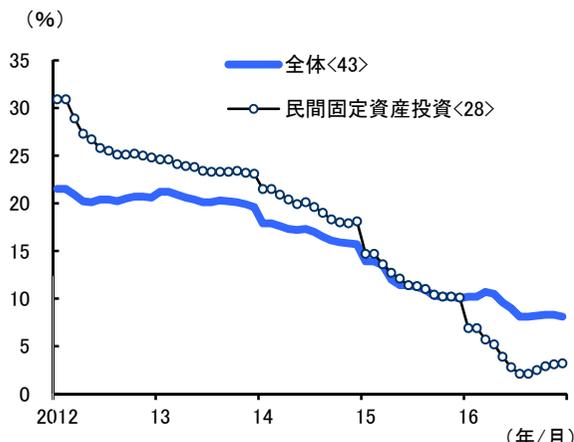
不動産開発投資は前年比6.9%増と、2015年の伸び率から5.9%ポイント上昇。2014年11月以降の利下げを受けて、住宅販売が拡大したことが背景。2016年の住宅販売床面積は同22.4%増と、伸び率は2015年から15.5%ポイント上昇。

もっとも、緩和マネーが流入するなか、沿海大都市の北京や上海、深センのみならず、合肥や南京などの内陸都市においても、住宅価格が前年比3割超上昇し、不動産市場は過熱化。

こうしたなか、2016年9月30日から10月9日の間に北京や上海をはじめとする計20都市において、ローンの頭金比率引き上げ等の住宅価格抑制策を発表。その結果、11月の住宅販売床面積（季調値）が前月比▲15.8%減少。

同様の抑制策が打ち出された2013年のケースをみても、同年11月に多くの都市が頭金比率引き上げ等を発表した後、ほどなくして住宅需要が減少し、不動産開発投資はスローダウン。今回も、先行きの住宅販売は頭打ちとなり、不動産開発投資の増勢が鈍化する見通し。

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」
(注)<>はGDPに占めるおおよそのシェア。

企業の資金需要と政策金利



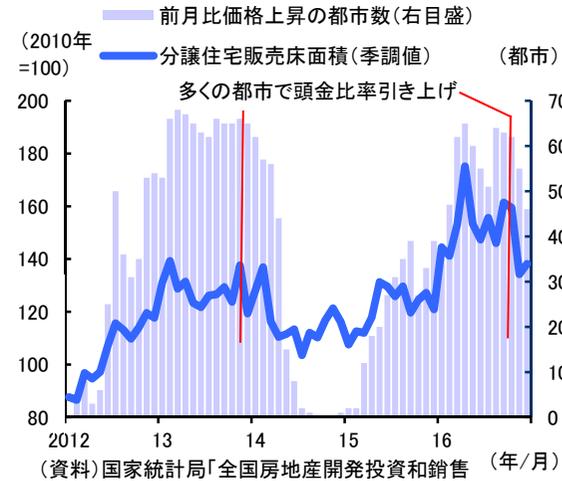
(資料)中国人民銀行「銀行家問巻調査報告」
(注)資金需要DIは「資金需要増加」-「減少」+50、調査対象は全国約3,100の銀行、日本総研が季節調整。

不動産開発投資（年初累計、前年比）



(資料)国家統計局「全国房地產開發投資和銷售情況」
(注)名目GDPの約8%は不動産開發投資。

住宅販売と価格上昇都市数



(資料)国家統計局「全国房地產開發投資和銷售情況」、「70大中城市住宅銷售價格變動情況」
(注)日本総研が住宅販売床面積を季節調整。

物価：PPIの上昇ペースが加速

◆物価：インフレ率は低水準で推移

2016年のCPIは前年比+2.0%と、政府目標の+3.0%を下回る水準。12月のCPIは前年同月比+2.1%と、11月の+2.3%から低下。インフレ率は弱い内需を受けて、低水準で推移。

2016年のPPIは前年比▲1.4%と、5年連続の下落。月次では上昇に転じており、12月には前年同月比+5.5%と上昇ペースが加速。この背景には、公共投資の拡大に伴う建設資材価格の上昇、輸入価格の上昇といった実体経済面の要因に加え、緩和マネーによる鉱物資源など商品市況に対する投機的動きが指摘可能。

当局は2014年11月以降、政策金利を6回、預金準備率を5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。投資抑制姿勢から民間企業の資金需要が減退するなか、緩和マネーが住宅市場に流入。もっとも、2016年10月に住宅価格抑制策が約20都市で打ち出されたことを受けて、余剰資金は住宅市場から商品市場に移動。この結果、商品市況に上昇圧力。

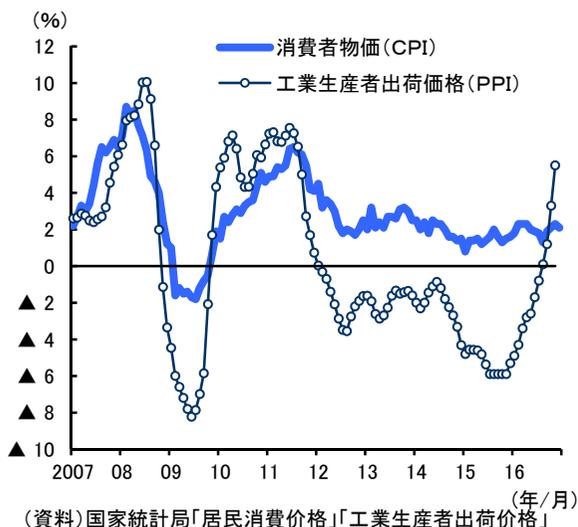
◆不動産価格：価格上昇に歯止めの兆し

12月の70都市の新築住宅価格は前月比+0.3%と、上昇率は10月の+0.6%から低下。70主要都市のうち住宅価格が前月から上昇した都市数は11月から9都市減り、46都市に。北京、上海、深センの住宅価格はいずれも小幅に下落。

◆人民元レート：円に対して増価

2015年6月に1元=20.2円をつけてから、2016年7月には1元=15.0円と、中国からの資金流出が続いたため、元安円高が進展。もっとも、資本規制の強化や公共投資の拡大などを背景に、2017年1月26日時点では1元=16.6円と、元高円安に。これは春節休み（1月27日～2月2日）における訪日中国人の消費拡大の追い風。

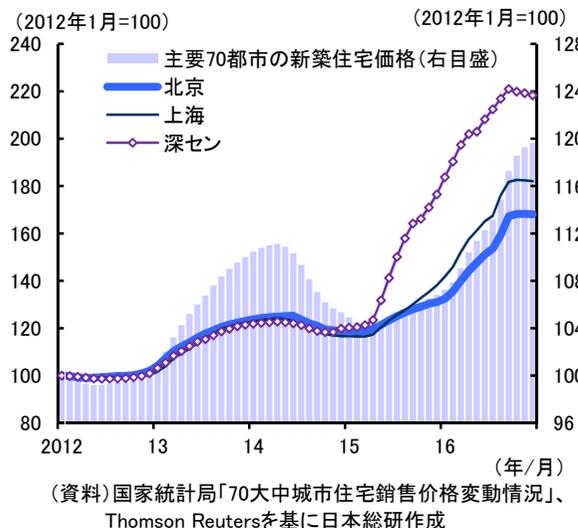
CPIとPPI(前年比)



品目別卸売価格



新築住宅販売価格



人民元の対円レート

