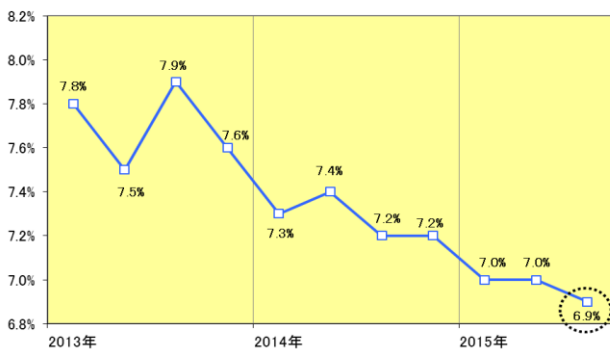


Weekly  
エコノミスト・  
レター中国経済見通し  
～2016年は6.7%、17年は6.5%

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎  
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 中国では15年7-9月期の国内総生産（GDP）が発表された。経済成長率は実質で前年同期比6.9%増と4-6月期の同7.0%増を0.1ポイント下回った（下左図）。産業別の内訳を見ると、第1次産業と第3次産業は健闘したものの、第2次産業が不振だった。なお、第2次産業の名目成長率は4-6月期の同1.6%増から同0.2%増へ1.4ポイントも低下した。
2. 一方、需要別の内訳を見ると（15年1-9月期）、最終消費が4.0ポイントのプラス寄与、総資本形成が3.0ポイントのプラス寄与、純輸出が0.1ポイントのマイナス寄与となった。最終消費は昨年通期の3.8ポイントよりも0.2ポイント上昇するなど堅調だったが、総資本形成は昨年通期の3.4ポイントよりも0.4ポイント低下するなど不振が続いている。
3. 物価面を見ると、消費者物価は1%台の低位で安定しているが、工業製品は下落傾向が続いている。そして、景気低迷、消費者物価の落ち着き、工業製品の下落を受けて、中国人民銀行は金融を緩和方向へ調整している。また、為替レートを見ると、ここもと1米ドル=6.3~6.4円のボックス圏で推移しているが、米利上げが視野に入ってくる中で、人民元の地合いは弱い。
4. 経済見通しは15年が前年比7.0%増、16年が同6.7%増、17年が同6.5%増と、緩やかな成長率の鈍化を予想している。需要項目別に見ると、最終消費は3ポイント台後半のプラス寄与、総資本形成は製造業・不動産業では鈍化傾向が続くものの、消費サービス関連・インフラ関連は堅調で3ポイント前後のプラス寄与、純輸出はゼロ近辺と想定している（下右図）。
5. 下方リスクとしては住宅市場の変調が挙げられる。10月の住宅価格を見ると、下落した都市が増えてきており、期待されていた住宅市場の好循環が実現する可能性は低下したと思われる。

実質GDP成長率(前年同期比)



(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)

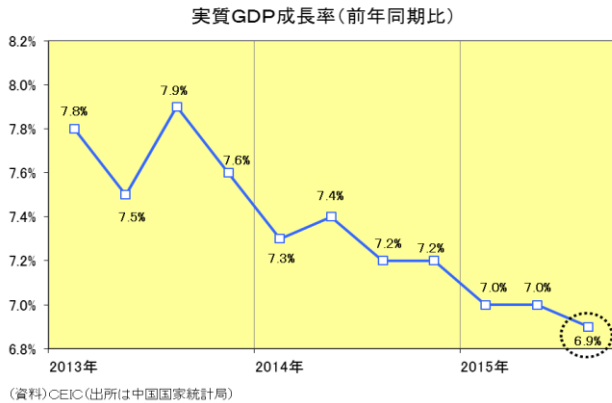
経済予測表

	単位	2014年	2015年	2016年	2017年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.3	7.0	6.7	6.5
最終消費	寄与度、%	3.8	3.8	3.8	3.7
総資本形成	寄与度、%	3.4	3.0	2.9	2.8
純輸出	寄与度、%	0.1	0.2	0.0	0.0
消費者物価	前年比、%	2.0	1.5	1.8	2.6

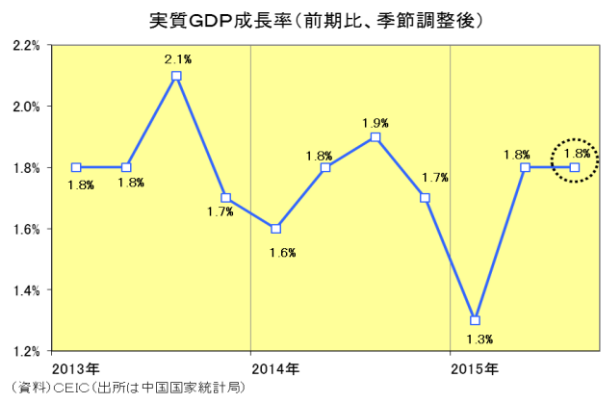
# 1. 国内総生産（GDP）

中国では10月19日に国家統計局が15年7-9月期の国内総生産（GDP）を発表、経済成長率は実質で前年同期比6.9%増と4-6月期の同7.0%増を0.1ポイント下回った（図表-1）。また、前期比（季節調整後）では1.8%増と4-6月期（同1.8%増）と同じ伸びに留まった。なお、景気が失速するのではとの懸念が高まった1-3月期には同1.3%増まで落ち込んでいた（図表-2）。

（図表-1）



（図表-2）



産業別の内訳を見ると、第1次産業では4-6月期の前年同期比3.7%増から同4.1%増へ0.4ポイント上昇、第2次産業では同6.0%増から同5.8%増へ0.2ポイント低下、第3次産業では同8.5%増から同8.6%増へ0.1ポイント上昇した。第1次産業と第3次産業は健闘したものの、第2次産業の不振が主因となって、7-9月期の成長率は4-6月期よりも低下する結果となった（図表-3）。

一方、実質成長率よりも景気実感に近いとされる名目成長率を当研究所で計算したところでは、7-9月期は前年同期比6.2%増と4-6月期の同7.1%増を0.9ポイント下回った。特に、第2次産業の名目成長率は4-6月期の同1.6%増から同0.2%増へ1.4ポイントも低下しており、工業部門だけで見るとマイナス成長に落ち込んでいる（図表-4）。

（図表-3）

実質成長率の産業別内訳 (単位: %)

	2015年 (4-6月期)	2015年 (7-9月期)	差異
国内総生産	7.0	6.9	▲ 0.1
第1次産業	3.7	4.1	▲ 0.4
第2次産業	6.0	5.8	▲ 0.2
工業	6.0	5.8	▲ 0.2
建築業	5.9	5.8	▲ 0.1
第3次産業	8.5	8.6	▲ 0.1
交通運輸倉庫郵便業	4.1	4.7	0.6
卸小売業	5.9	6.1	0.2
宿泊飲食業	5.8	6.5	0.7
金融業	19.2	16.1	▲ 3.1
不動産業	4.5	4.9	0.4
その他	8.7	9.5	0.8

(資料)CEIC(出所は中国国家統計局)

（図表-4）

名目成長率の産業別内訳 (単位: %)

	2015年 (4-6月期)	2015年 (7-9月期)	差異
国内総生産	7.1	6.2	▲ 0.9
第1次産業	7.2	4.8	▲ 2.4
第2次産業	1.6	0.2	▲ 1.3
工業	1.1	▲ 0.2	▲ 1.3
建築業	4.0	2.4	▲ 1.5
第3次産業	12.1	11.9	▲ 0.2
交通運輸倉庫郵便業	6.3	6.5	0.2
卸小売業	5.8	6.2	0.5
宿泊飲食業	8.6	9.4	0.8
金融業	26.7	22.1	▲ 4.6
不動産業	10.4	10.9	0.5
その他	12.1	13.3	1.1

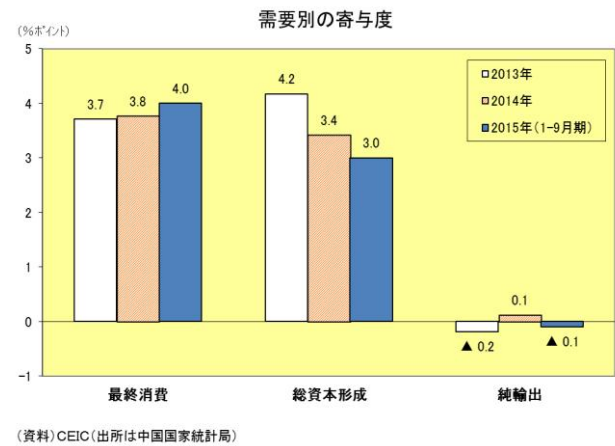
(資料)CEIC(出所は中国国家統計局)を元にニッセイ基礎研究所で計算

## 2. 需要別の動向

### 1 | GDPの内訳

一方、需要別の内訳を見ると、年初からの累計（＝1-9月期）で、最終消費が4.0ポイントのプラス寄与、総資本形成が3.0ポイントのプラス寄与、純輸出が0.1ポイントのマイナス寄与となっている。最終消費は昨年通期の3.8ポイントよりも0.2ポイント上昇するなど堅調だったが、総資本形成は昨年通期の3.4ポイントよりも0.4ポイント低下するなど不振が続いている。また、純輸出についてはここ数年ほぼゼロ近辺の寄与度が続いている（図表-5）。

（図表-5）



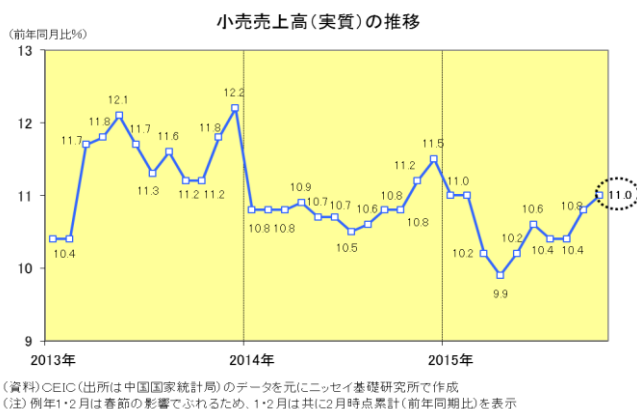
### 2 | 個人消費の動向

個人消費の代表指標である小売売上高の足元の動きを見ると、10月は前年同月比11.0%増と9月の同10.9%増を0.1ポイント上回った。また、価格要因を除いた実質で見ても同11.0%増と9月の同10.8%増を0.2ポイント上回った（図表-6）。

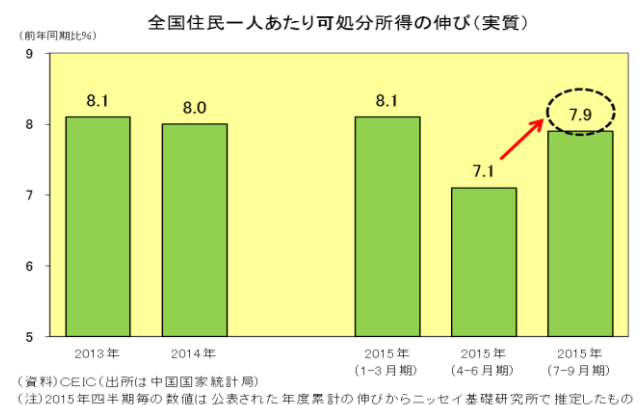
内訳を見ると（一定規模以上）、自動車は昨年通期の前年同期比7.7%増から今年1-10月期は同4.5%増へ鈍化したものの、家電類や家具類などは住宅販売の回復を受けて伸びが回復、飲食も昨年通期の同2.2%増から今年1-10月期は同7.2%増に回復している。ここもと住宅販売はやや伸び悩み気味だが、自動車販売は10月に再開された小型車減税（排気量1.6L以下）が支援材料となりそうで、飲食も腐敗汚職撲滅運動が始まった13年には贅沢の象徴とされた高級飲食が大きく落ち込んだが、大衆飲食にシフトしたこともあって、その影響は徐々に薄れてきている。

今後も中国政府は最低賃金の引き上げなどを通じて輸出・投資主導から消費主導への転換を推進する方針で、所得の堅調な伸びに支えられて消費は堅調に推移すると予想している。今年1-9月期の全国住民（都市と農村）一人あたり可処分所得は価格要因を除いた実質で前年同期比7.7%増と、実質成長率の同6.9%増を0.8ポイント上回るなど所得は堅調な伸びを示している（図表-7）。

（図表-6）



（図表-7）



### 3 | 投資の動向

投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）の動きを見ると、今年 1-10 月期は前年同期比 10.2%増と昨年通期の同 15.7%増を 5.5ポイントも下回った（図表-8）。

内訳を見ると、製造業が昨年通期の前年同期比 13.5%増から今年 1-10 月期には同 8.3%増へ低下、不動産業が昨年通期の同 11.1%増から今年 1-10 月期には同 3.4%増へ低下したのが目立つ。その他の分野でも伸びは低下しているが、インフラ関連や消費サービス関連では 2 桁の高い伸びを維持している（図表-9）。

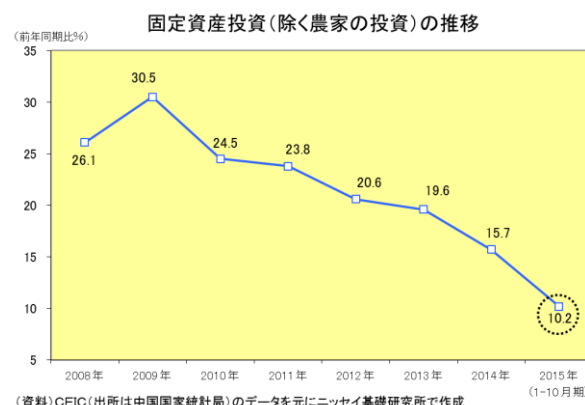
製造業に関しては、輸出の落ち込みや先行き不安で投資の回復は期待できそうにない（図表-10）。「中国製造 2025」<sup>1</sup>に関連する領域では積極的な投資もでてきてはいるが、過剰生産設備を抱える分野などでは、安価で豊富な労働力を求めて後発新興国へ工場を移転する中国企業が増えている。

不動産業に関しては、沿海部の巨大都市では住宅販売が持ち直して住宅価格も底打ちしたが、地方都市では依然として低迷から脱却できないでいる。但し、新型都市化に伴って巨大都市と中小都市を結ぶ交通物流網が整備されるに連れて、不動産に対する新たな需要（商業不動産、オフィス、物流不動産、レジャー観光、高齢者向け住宅など）が生み出されるため一定の伸びは期待できる。

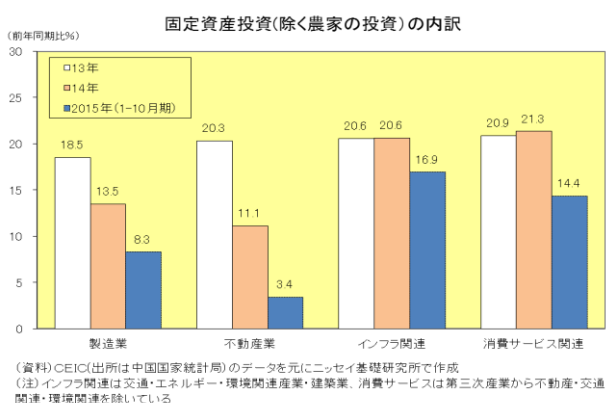
消費サービス関連に関しては、堅調な消費を背景に関連投資も高い伸びを維持するだろう。所得水準上昇が追い風となる文化・体育・娯楽業や教育、それに自由化が進む金融業などに期待できる。

インフラ関連に関しては、製造業や不動産業の投資が落ち込めば、景気テコ入れ策として長期計画を前倒しで実行すると予想している。大気汚染対策、水質汚染対策、土壌汚染対策、ごみ処理能力増強など環境関連のインフラ需要や、中国共産党・政府が 14 年 3 月に発表した「新型都市化計画（2014～2020 年）」<sup>2</sup>に伴う交通物流関連のインフラ需要は依然として大きい。

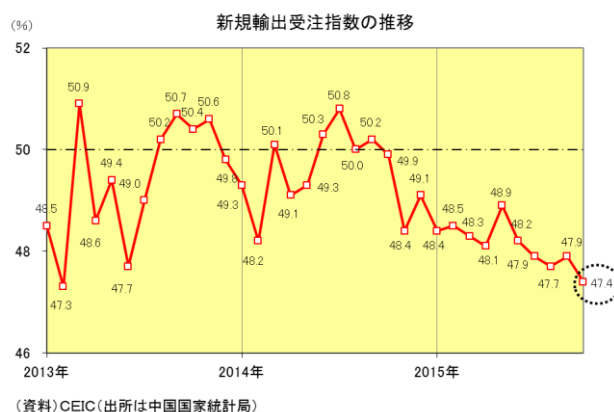
（図表-8）



（図表-9）



（図表-10）



<sup>1</sup> 中国政府は 2015 年 5 月 19 日に「中国製造 2025」（国発[2015]28 号）を発表し、「製造大国」から「製造強国」への転換を図る道筋を示した。なお、戦略的新興産業との対比については「[“中国製造 2025”と日本企業](#)」（研究員の眼 2015 年 4 月 13 日）を参照。

<sup>2</sup> 新型都市化が生み出す投資需要は巨大で 2020 年までの累計で 42 兆元（約 800 兆円）に達すると試算されている（中国財政部）。スケジュールとしては 2017 年までが試行地域における先行実施期間となり、その成果を踏まえて 2018-20 年には全国展開される予定。

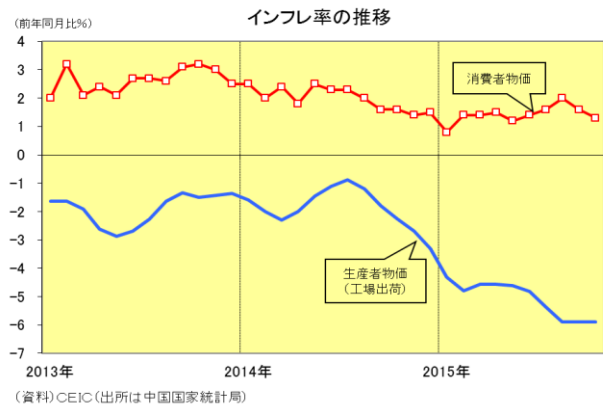
### 3. 物価、金融、為替

#### 1 | 消費者物価は低位、工業製品は大幅下落

消費者物価は落ち着いている。今年1-10月期は前年同期比1.4%上昇と、昨年通期の同2.0%上昇より0.6ポイント低下し、今年の抑制目標(3.0%前後)を大きく下回っている。

一方、工業製品は下落傾向が続いている。今年1-10月期の生産者価格(工場出荷)は前年同期比5.1%下落と、昨年通期の同1.9%下落を3.2ポイント下回る大幅下落となった。原油安や工業製品の供給過剰が背景にある(図表-11)。

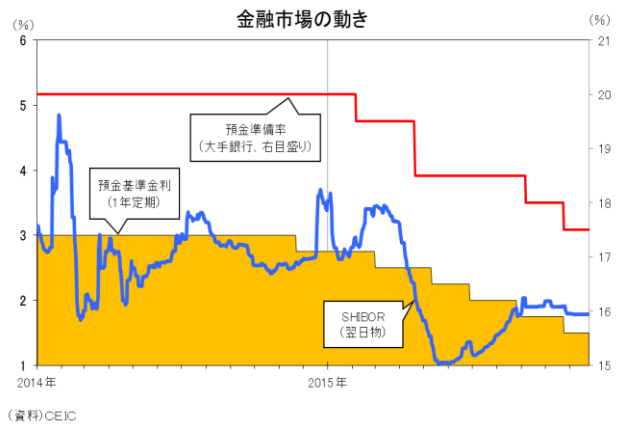
(図表-11)



#### 2 | 金融は緩和方向への調整を継続中

景気低迷、消費者物価の落ち着き、工業製品の下落を受けて、中国人民銀行は金融を緩和方向へ調整している。昨年11月以降6回に渡って預金基準金利(1年)を引き下げ、引き下げ幅は累計で1.5%に達した。また、預金準備率も今年2月以降4回に渡って引き下げている。しかし、海外への資金流出もあって銀行間での資金需給は必ずしも潤沢にはなっていない模様で、SHIBOR 翌日物は預金基準金利(1年)を上回る1.8%前後で高止まりしている(図表-12)。

(図表-12)

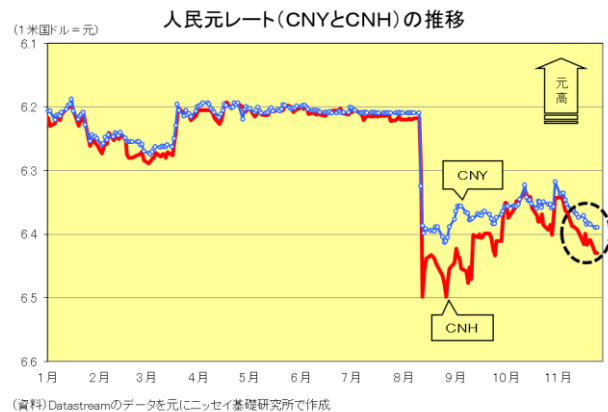


#### 3 | 人民元はボックス圏ながら弱含みの動き

中国人民銀行は8月11日、人民元の対米ドル為替レート(中間値(基準値))の市場化と基準性を高めるため、中間値の形成メカニズムを改善すると発表した。この措置により、市場実勢と基準値の乖離は解消したが、人民元は急落した(基準値で約4.5%、市場実勢で約3%下落)。

その後、1米ドル=6.3~6.4元のボックス圏で推移しているが、米利上げが視野に入ってくる中で、オフショア市場(CNH)では、オンショア市場(CNY)よりもほぼ恒常的に元安水準で取引されており、人民元の地合いは弱い(図表-13)。元買いドル売り介入(含む警戒感)で水準を維持しているに過ぎない状況と思われる。

(図表-13)





## 4. 経済見通し

中国経済の見通しは15年が前年比7.0%増、16年が同6.7%増、17年が同6.5%増と、緩やかな成長率の鈍化（ソフトランディング）を予想している。需要項目別に見ると、最終消費は3ポイント台後半のプラス寄与、総資本形成は製造業・不動産業では鈍化傾向が続くものの、消費サービス関連・インフラ関連は堅調で3ポイント前後のプラス寄与、純輸出はゼロ近辺と想定している（図表-14、15）。

また、ソフトランディングの中にも山谷はありそうだ。15年10-12月期は住宅市場の底打ちで家具などの販売が回復、10月に開始された小型車減税の効果で自動車販売も回復してきていることから、一旦は7%成長を回復するだろう。但し、製造業の過剰投資・過剰債務や地方政府債務の問題解決には数年を要すると考えられることから、その後の成長率は再び鈍化傾向と予想している（図表-16）。

（図表-14）

経済予測表

	単位	2014年	2015年	2016年	2017年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.3	7.0	6.7	6.5
最終消費	寄与度、%	3.8	3.8	3.8	3.7
総資本形成	寄与度、%	3.4	3.0	2.9	2.8
純輸出	寄与度、%	0.1	0.2	0.0	0.0
消費者物価	前年比、%	2.0	1.5	1.8	2.6

（図表-15）

### 【プラス材料】 堅調な消費

- ① 堅調な所得の伸び
- ② 住宅販売の底打ち
- ③ 自動車販売の底打ち（小型車の減税、～16年末）

### 【マイナス材料】 投資の鈍化

- ① 過剰生産設備を抱える製造業の投資鈍化
- ② 在庫を抱えた不動産業の投資鈍化
- ③ 但し、消費サービス関連・インフラ関連は堅調

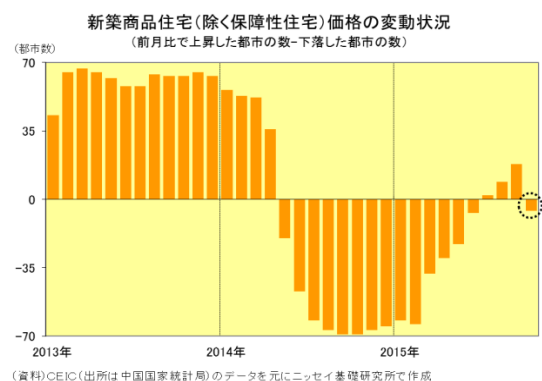
（図表-16）

	単位	2014年				2015年				2016年				2017年			
		1-3 (実績)	4-6 (実績)	7-9 (実績)	10-12 (実績)	1-3 (実績)	4-6 (実績)	7-9 (実績)	10-12 (実績)	1-3 (予測)	4-6 (予測)	7-9 (予測)	10-12 (予測)	1-3 (予測)	4-6 (予測)	7-9 (予測)	10-12 (予測)
実質GDP	前年同期比、%	7.3	7.4	7.2	7.2	7.0	7.0	6.9	7.0	6.9	6.8	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
消費者物価	前年同期比、%	2.3	2.2	2.0	1.5	1.2	1.4	1.7	1.5	2.0	1.8	1.5	2.0	2.2	2.5	2.7	2.9
預金金利(1年)	期末、%	3.00	3.00	3.00	2.75	2.50	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.15	6.15	6.15	6.12	6.14	6.11	6.36	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.45	6.50	6.55	6.60

### 【下方リスクについて】

下方リスクとしては住宅市場の変調が挙げられる。11月18日に公表された10月の70大中都市住宅販売価格変動状況を見ると、上昇した都市よりも下落した都市の方が多かった（図表-17）。今春、住宅販売が回復して、上海や北京などの住宅価格が上昇に転じ、その流れが地方都市へと波及すれば、在庫が減り着工が増えて好循環になると期待された。しかし、今回の住宅関連統計を見ると、好循環が実現する可能性は低下したと言わざるを得ない。住宅市場の変調が再びリスク要因として浮上したといえるだろう。

（図表-17）



（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。