

Weekly
エコノミスト・
レター

中国経済見通し

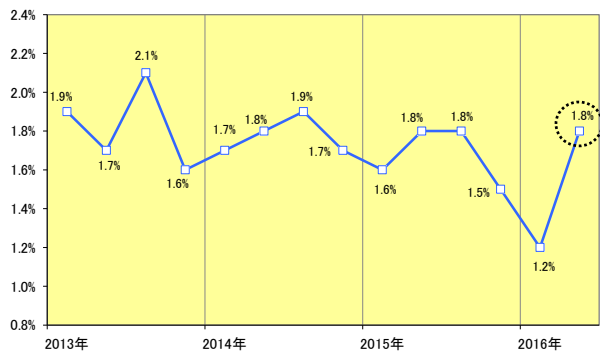
～上期は持ち直しも下期には再減速へ、景気対策なしでは失速しかねない状況

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 2016年上期（1-6月期）の中国経済を振り返ると、1-3月期には景気が下振れしたものの、4-6月期には持ち直した。実質成長率は1-3月期には前期比1.2%増（改定後）と年率換算すれば4.9%前後に低下したが、4-6月期には同1.8%増（年率換算7.4%前後）へ回復、成長率目標（6.5-7%）を上回る伸びを示し、景気の持ち直しを確認することとなった（下左図）。
2. 2016年上期の消費は比較的高い伸びを維持した。今後を考えると、雇用指標に大きな落ち込みは見られず、中間所得層の充実というトレンドが引き続き追い風となることから比較的高い伸びを維持できるだろう。但し、景気減速で賃金上昇率が鈍化したのに加えて、インフレ率の上昇で実質所得が目減りすることから、消費の伸びは若干鈍化すると見ている。
3. 2016年上期の投資は引き続き減速した。インフラ関連投資は加速したものの製造業が足かせとなった。今後を考えると、過剰設備・過剰債務の整理が進む中で、民間企業（特に製造業）の投資は落ち込んでおり減速傾向が続くと見られる。但し、成長率目標の下限（6.5%）の達成が危ぶまれる状況となれば長期計画を前倒し執行するなど景気対策に踏み切る可能性が高い。
4. 一方、中国人民銀行は貸出・預金基準金利の引き下げを見送った。景気は下振れしたものの、消費者物価が上昇率を高め、住宅バブル懸念が高まったことが見送りの背景と見られる。また、中国人民銀行の盛調査統計局長は「流動性の罨」の可能性を指摘した。民間企業の投資意欲を回復させるには、金融政策だけでは手詰まり感があることを示唆したものと見られる。
5. 経済見通しとしては、2016年の実質成長率は前年比6.6%増、2017年は同6.4%増と「緩やかな減速」が続くと予想する。また、消費者物価は緩やかな上昇を予想している（下右表）。但し、民間投資が低迷を続ける中で、中国政府が景気対策を打ち出さず、国有・持ち株企業の投資が息切れすることになれば、実質成長率が6%を割り込む可能性も否定しきれない。

中国の実質成長率(前期比、季節調整後)



(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)

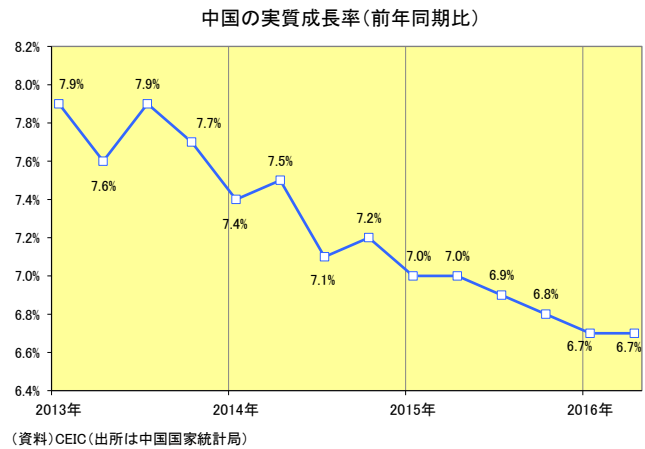
経済予測表

	単位	2014年	2015年	2016年	2017年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.3	6.9	6.6	6.4
最終消費	寄与度、%	3.6	4.1	4.0	3.9
総資本形成	寄与度、%	3.4	2.9	2.8	2.5
純輸出	寄与度、%	0.3	▲0.1	▲0.2	0.0
消費者物価	前年比、%	2.0	1.4	2.1	2.4

1. GDP統計（供給面）

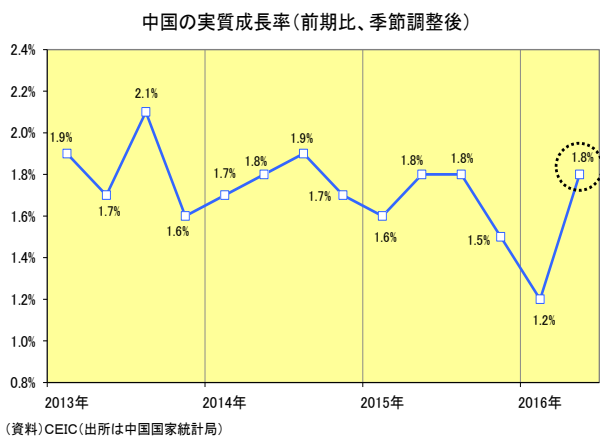
2016年上期（1-6月期）の中国経済を振り返ると、1-3月期には景気が下振れしたものの、4-6月期には持ち直すこととなった。4-6月期の実質成長率は前年同期比6.7%増と1-3月期と同じ伸び率で横ばいだった（図表-1）。しかし、前期比で見ると4-6月期は前期比1.8%増と年率換算すれば7.4%前後の高い伸びを示した（図表-2）。1-3月期には同1.2%増（改定後、年率換算4.9%前後）まで低下して、このまま景気が失速するのではないかと懸念が浮上していただけに、今年の実質成長率目標（6.5-7%）を上回る伸びを示したことで、市場には安心感が広がった。

（図表-1）

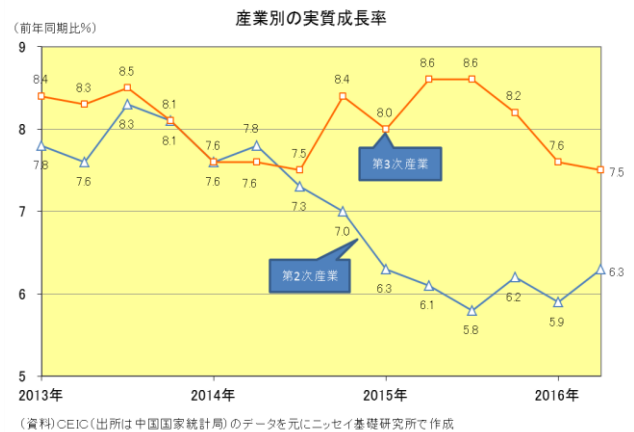


産業別の内訳を見ると、第3次産業の実質成長率が高く第2次産業が低いという二極化が続いている。しかし、第2次産業には回復の動きがでてきた一方、第3次産業には鈍化の兆しがでてきた。第2次産業は1-3月期の前年同期比5.9%増から4-6月期には同6.3%増へ0.4ポイント上昇、2015年上期までの「急ピッチな減速」には歯止めが掛かり、「6%前後」で一進一退となっている。一方、第3次産業は1-3月期の前年同期比7.6%増に続いて4-6月期も同7.5%増と2四半期連続で7.5%半ばに留まり、それまでの「8%前後」から「7.5%前後」へと伸びが鈍化した（図表-3）。

（図表-2）



（図表-3）



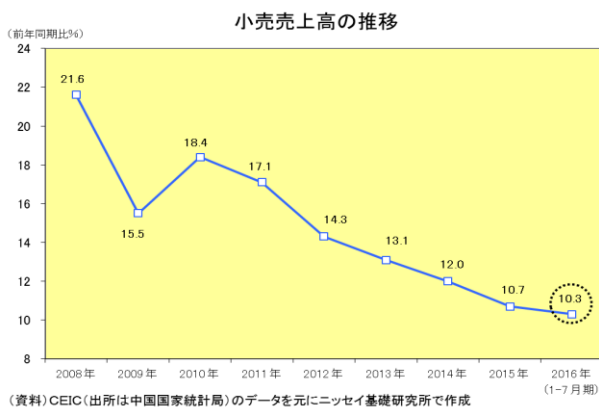
今後の行方としては3つのシナリオが挙げられるだろう。第2次産業が「6%前後」を維持し第3次産業も「7.5%前後」の比較的高い伸びを維持する（現状維持シナリオ）、第2次産業が「6%前後」での一進一退から上向き又は第3次産業が「8%前後」の高い伸びに復帰する（楽観シナリオ）、第3次産業は「7.5%前後」の伸びを維持するものの第2次産業が再び「急ピッチな減速」に見舞われる（悲観シナリオ）の3つである。どのシナリオになるかを考える上では、次章で述べる需要面の動きと合わせて見極めていく必要があるだろう。

2. 需要面の動き

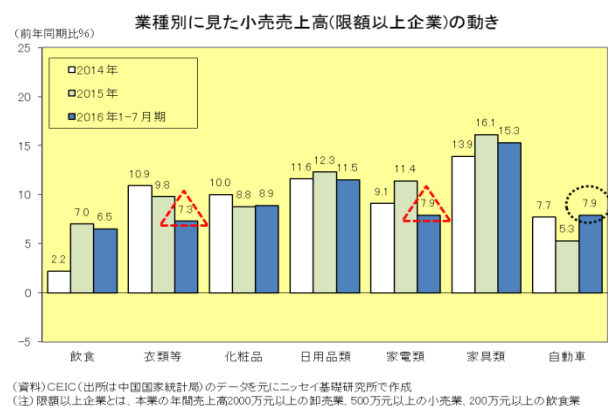
1 | 消費

消費は比較的高い伸びを維持している。消費の代表指標である小売売上高の動きを見ると、2016年1-7月期に前年同期比10.3%増と、昨年通期の同10.7%増をやや下回っているものの、10%台の高水準を維持している（図表-4）。但し、インフレ率がやや上昇したことを受けて、価格要因を除いた実質では1-6月期に前年同期比9.7%増と昨年通期の同10.6%増を0.9ポイント下回った。内訳を見ると、衣類や家電類の伸び鈍化が目立つものの、自動車は2015年10月に再開された小型車減税（排気量1.6L以下）が支援となって前年同期比7.9%増と回復、家具類はやや伸びが鈍化したものの住宅販売の回復を背景に同15.3%増と高い伸び率を維持している（図表-5）。

（図表-4）

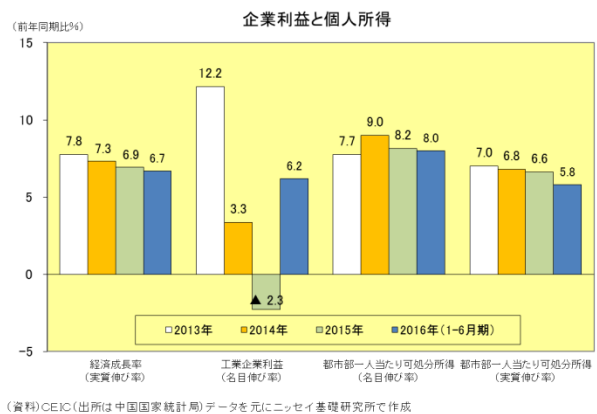


（図表-5）



今後の消費動向を考えると、雇用指標に大きな落ち込みは見られず¹、中間所得層の充実というトレンドが引き続き追い風となることから、比較的高い伸びを維持すると見ている。但し、2015年よりは伸びが鈍りそうである。ひとつのマイナス材料が所得の伸び鈍化である。2015年の工業企業利益は前年比2.3%減と落ち込んだものの、最低賃金の引き上げなどで都市部一人当たり可処分所得は前年比8.2%増と前年の伸びをやや下回る程度に留まった。しかし、企業利益の落ち込みが続けば賃金に反映しかねないため、中国政府は税制改革（営業税⇒増値税）や社会保険料率等の引き下げで企業負担を軽減する財政運営を進めている。企業負担の軽減で利益が上がれば、個人への所得分配の低下を回避できるからである。2016年に入り1-6月期の工業企業利益は前年同期比6.2%増と上向いた。ところが、

（図表-6）



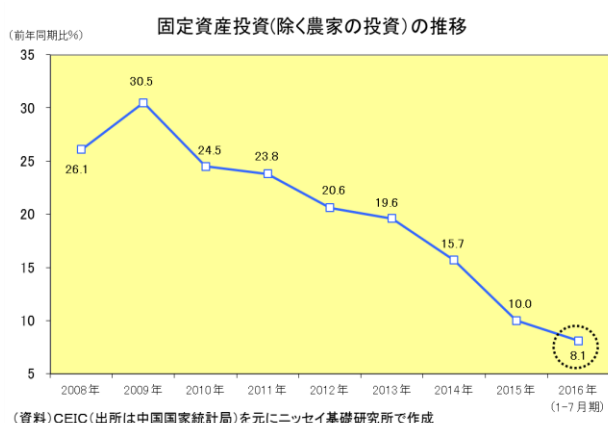
¹ 中国政府は過剰生産能力削減を下期に加速する方針を示したことから失業増が懸念される。一方、その方針を示すまでの経緯を見ると、4月に再就職プランを配布するなど人員再配置・再就職に万全を期して準備を進めてきた。従って、今回の過剰生産能力削減加速を直接の原因として雇用不安に陥る可能性は低いと見ている。但し、民間投資の急減速などその他の要因で雇用不安に陥る恐れは残る。

昨年企業の利益が落ち込んだこともあり、都市部一人当たり可処分所得は前年同期比 8.0%増と前年を下回った。もうひとつのマイナス材料がインフレ率である。昨年は原油価格などの下落を受けて、実質ベースでの都市部一人当たり可処分所得は前年比 6.6%増と前年をやや下回る程度に留まった。しかし、1-6 月期の都市部一人当たり可処分所得（実質ベース）は前年同期比 5.8%増と前年の前年比 6.6%増を 0.8 ポイントも下回っている（図表-6）。

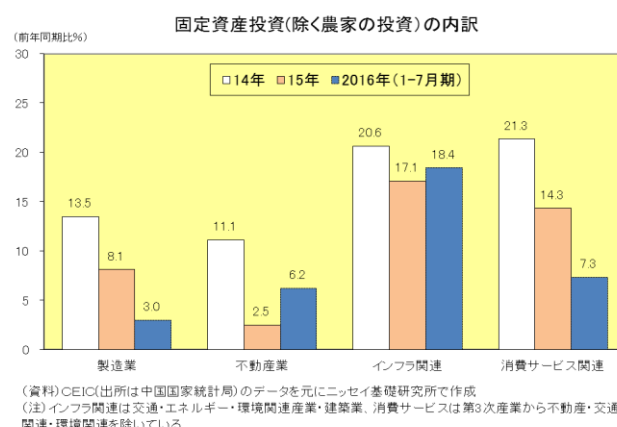
2 | 投資

投資は引き続き減速している。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、1-7 月期に前年同期比 8.1%増と、昨年通期の同 10.0%増を大きく下回った（図表-7）。業種別に見ると、全体の 3 分の 1 を占める製造業が前年同期比 3.0%増と 5.1 ポイント低下、消費サービス関連も同 7.3%増と 7.0 ポイント低下した。一方、水利・環境・公共施設管理業などインフラ関連は同 18.4%増と昨年通期の伸び率を上回り、不動産業も同 6.2%増と低水準ながら昨年の伸びを上回っている（図表-8）。

（図表-7）



（図表-8）



今後の投資動向に関しては、過剰設備・過剰債務を抱える製造業は引き続き低水準で推移しそうだ。「中国製造 2025」に関連する領域では積極的な投資が期待できるものの、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企業が増えているため、製造業全体では一桁台前半の伸びに留まるだろう。

不動産業の投資に関しては、住宅サイクルが悪循環を脱したことを受けて、当面は伸びが回復する局面にある。しかし、上海や深圳などの巨大都市では住宅価格の急騰でバブル懸念が高まっており、当該都市の地方政府は既に不動産規制の強化に動き出していることから、一桁台半ばの伸びで横ばいと見ている。

消費サービス関連に関しては、店舗販売から電子商取引（EC）へのシフトなど潮流が大きく変化する局面にある。中間所得層の充実が追い風となる文化・体育・娯楽や教育、ECへのシフトで物流網整備関連（農村のサービス拠点、コールドチェーン構築など）の伸びが高まる可能性がある。但し、当面は店舗販売の不振で一桁台での低迷が続くと見られる。

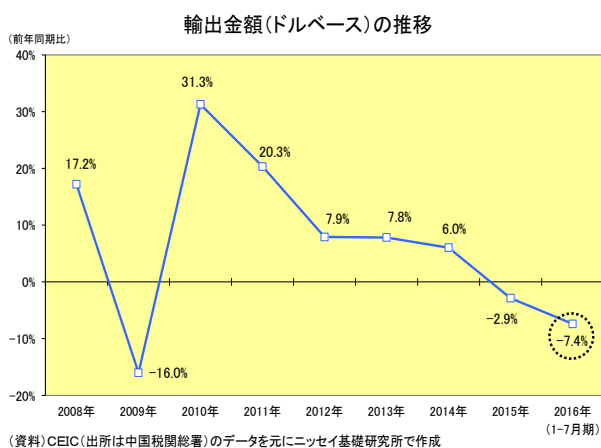
インフラ関連に関しては、中国政府が上期に予算を前倒し執行した反動減が予想される。2016年上期の投資は、民間企業（特に製造業）は落ち込んだものの、インフラ関連が加速したことで支

えられていた。その支えが無くなれば投資は失速しかねない。一方、成長率目標（6.5%～7.0%）の達成が危ぶまれる状況となれば、追加の景気テコ入れ策を打ち出す可能性が高い。中国では、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需要や、中国共産党・政府が2014年3月に発表した「新型都市化計画（2014～2020年）²」に伴う交通物流関連の需要は依然として大きい。

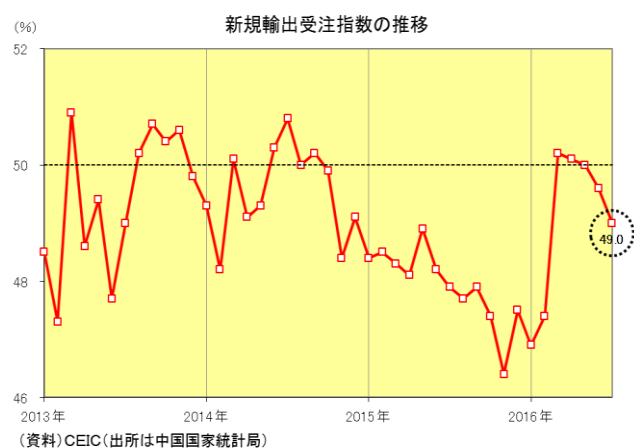
3 | 輸出

輸出は引き続き不振である。代表指標である輸出額（ドルベース）の動きを見ると、1-7月期に前年同期比7.4%減と、昨年通期の同2.9%減に続いて前年割れである（図表-9）。今後の輸出動向を考えても、先行指標となる新規輸出受注（製造業PMI）が50%を割り込んだことに加えて、世界経済の回復も緩やかと見られることから、引き続き経済成長の足かせとなりそうだ（図表-10）。

（図表-9）



（図表-10）

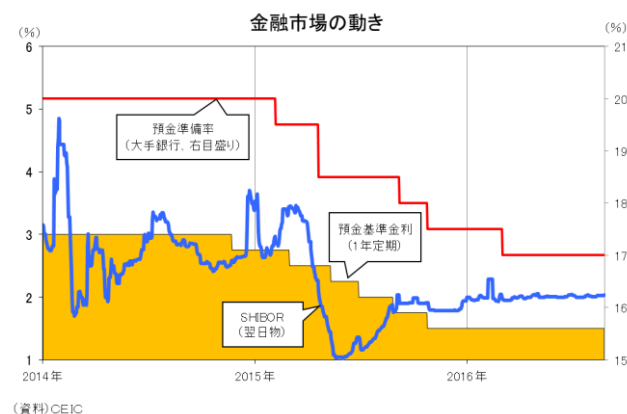


3. 金融政策には手詰まり感

2016年上期の金融政策を振り返ると、年明けに株価が急落、人民元が資金流出懸念で売られる中で、中国人民銀行は3月1日に市中銀行から強制的に預かる資金の比率である預金準備率を0.5%引き下げた（図表-11）。過剰設備・過剰債務の調整を進める上で、その痛みを和らげるための措置とされた。また、ドル売り元買い介入が増える中で、金融市場に元建て資金を供給する必要があったことも背景と見られる。

一方、中国人民銀行は貸出・預金基準金利の

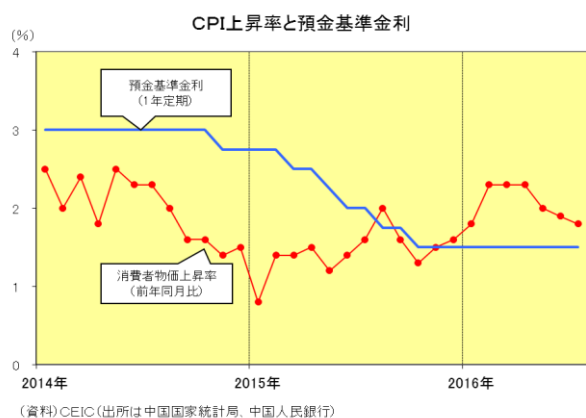
（図表-11）



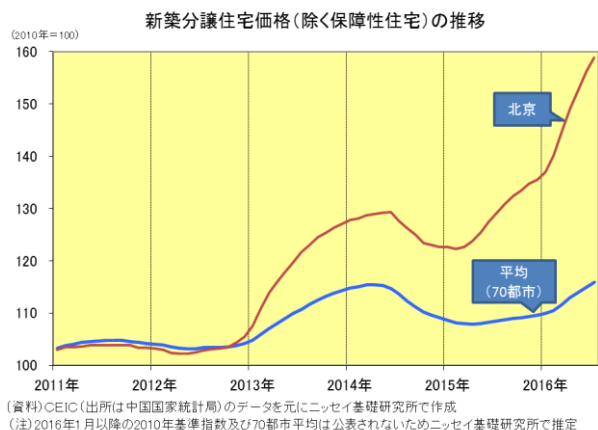
² 新型都市化が生み出す投資需要は巨大で2020年までの累計で42兆元に達すると試算されている（中国財政部）。スケジュールとしては2017年までが試行地域における先行実施期間となり、その成果を踏まえて2018-20年には全国展開される予定。なおこれに関連して、2016年5月11日には投資総額4.7兆元に及ぶ交通インフラ整備3ヵ年計画（2016-18年）が発表された。

引き下げを見送り、短期金利の代表指標である SHIBOR (翌日物) は 2% 前後で横ばい推移となった。年明けの中国では景気が大きく下振れしたため、市場では利下げ期待が高まった。しかし、原油価格が底打ちしたことや春節に食品価格が急騰したことで、消費者物価の上昇率が高まり預金基準金利 (1 年定期) を上回っていた (図表-12)。また、住宅価格が上昇したことも利下げを見送った背景と思われる。中国の住宅価格は昨年 4 月を底値に上昇に転じており、特に北京市などの巨大都市では毎月のように最高値を更新、バブル懸念が高まっていた (図表-13)。そこで景気テコ入れのために利下げに踏み切れば、バブル膨張を助長させかねない状況だった。

(図表-12)

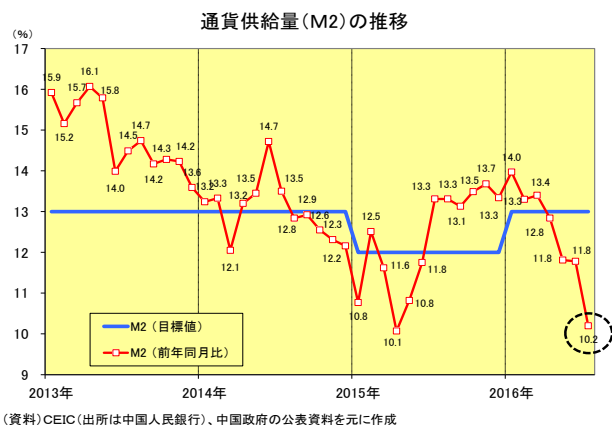


(図表-13)

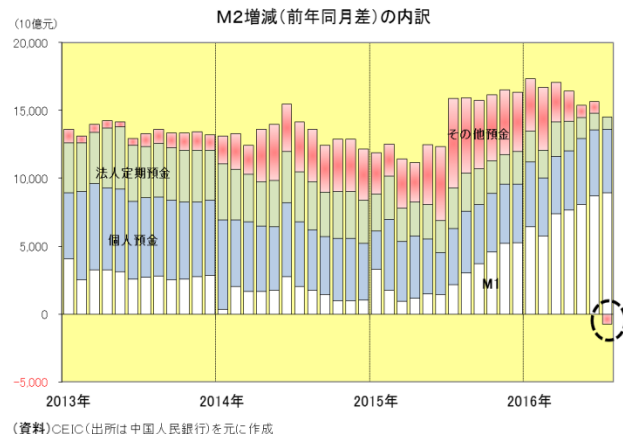


また、通貨供給量 (M2) の動きを見ると、7月は前年同月比 10.2% 増と「13% 前後」とされた政府見通しを大きく下回ってきており、経済への影響が懸念されている (図表-14)。内訳を見ると準通貨「其他預金」の伸び鈍化が目立つ。昨年夏には、株価安定策の影響で「其他預金」が急増した経緯があることから、その反動減の面が大きい (図表-15)。但し、M1 が前年同月比 25.4% 増と高い伸びを示しているにも拘らず、融資残高は同 12.9% 増と昨年 9 月の同 15.8% 増をピークに伸びが鈍化している。この点に関して、中国人民銀行の盛調査統計局長は、企業は資金を投資に回さず貯め込んでいるとして「流動性の罨」の可能性を指摘した。前年割れに落ち込んだ民間企業の投資意欲を回復させるには、金融政策だけでは手詰まり感があることを示唆したものと見られる。

(図表-14)



(図表-15)



4. 経済見通し

2016年の成長率は前年比6.6%増、2017年は同6.4%増と「緩やかな減速」を予想する。個人消費は、雇用指標に大きな落ち込みは見られず、中間所得層の充実というトレンドが引き続き追い風となることから比較的高い伸びを維持できるだろう。但し、景気減速で賃金上昇率が鈍化したのに加えて、インフレ率の上昇で実質所得が目減りすることから、消費の伸びは若干鈍化すると

見ている。一方、投資は、過剰設備・過剰債務の整理が進む中で、民間企業（特に製造業）の投資は落ち込んでおり、今後も減速傾向が続くと見られる。但し、インフラ関連の投資では、新型都市化・環境対応で大きな潜在需要を抱えており、成長率目標の下限（6.5%）の達成が危ぶまれる状況となれば、長期計画を前倒し執行するなど景気対策に踏み切る可能性が高い。また、消費者物価は原油価格上昇から緩やかな上昇を予想する（図表-16）。

金融市場の動向としては、米国では2016年12月以降、半年に1度のペースで政策金利を引き上げると想定している。一方、中国では成長率目標の下限を達成できるか微妙な状況にあり、利上げはしばらく視野に入らない。従って、米中金利差は縮小する方向となり、人民元は2017年末に向けて1米ドル=6.8元程度までの下落を予想する（図表-17）。

（図表-16）

経済予測表

	単位	2014年	2015年	2016年	2017年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.3	6.9	6.6	6.4
最終消費	寄与度、%	3.6	4.1	4.0	3.9
総資本形成	寄与度、%	3.4	2.9	2.8	2.5
純輸出	寄与度、%	0.3	▲0.1	▲0.2	0.0
消費者物価	前年比、%	2.0	1.4	2.1	2.4

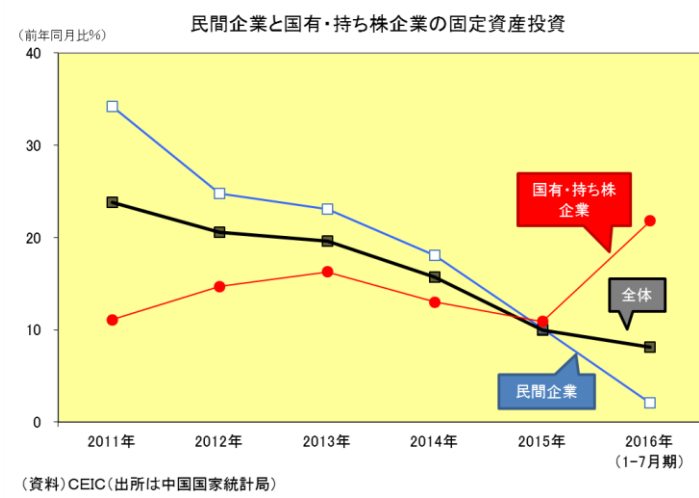
（図表-17）

	単位	2015年				2016年				2017年			
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	7.0	7.0	6.9	6.8	6.7	6.7	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
消費者物価	前年同期比、%	1.2	1.4	1.7	1.5	2.1	2.1	1.8	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
預金基準金利(1年)	期末、%	2.50	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.14	6.11	6.36	6.49	6.46	6.63	6.65	6.70	6.70	6.75	6.75	6.80

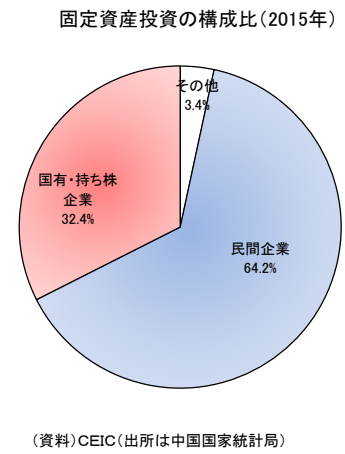
【リスクの所在】

メインシナリオでは、「成長率目標の下限（6.5%）の達成が危ぶまれる状況となれば、長期計画を前倒し執行するなど景気対策に踏み切る可能性が高い」と想定しているが、それが無ければ失速する恐れがある。2016年1-7月期の投資は、民間企業の投資が前年同期比2.1%増と落ち込む一方、国有・持ち株企業の投資が同21.8%増と高い伸びを示し、全体では緩やかな減速に留まった（図表-18、19）。中国政府は、行政手続きの簡素化、公共事業や民生分野での参入障壁の解消、資金調達面での支援などを推進、民間企業の投資を促進し始めた。しかし、国有企業改革が進まない中で、民間企業が新たな投資分野を開拓するのは容易ではなく、民間投資は低迷を続ける可能性も低くない。従って、民間投資が低迷を続ける中で、中国政府が景気対策を打ち出さず、国有・持ち株企業の投資が息切れすることになれば、実質成長率が6%を割り込む可能性も否定しきれない。

(図表-18)



(図表-19)



(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。