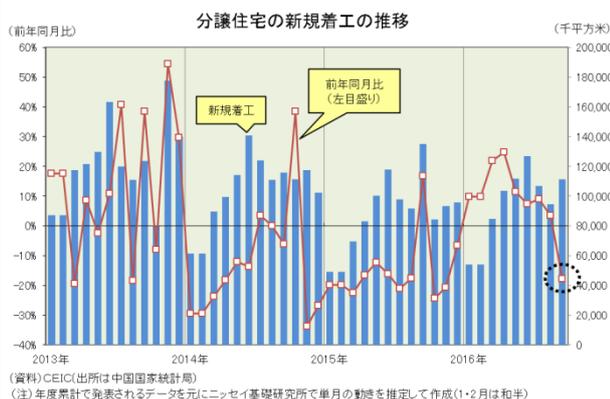


Weekly
エコノミスト・
レター中国経済:1-9 月期を総括した上で
2017 年に向けた注目ポイントを探る
～住宅、民間投資、自動車に焦点に

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

1. 中国経済の成長率は横ばいで推移している。7-9 月期の実質成長率は前年同期比 6.7%増と 3 四半期連続で同 6.7%増となった。一方、インフレ率は原油の底打ちなどから 1-9 月期の消費者物価は前年同期比 2.0%上昇と昨年の同 1.4%上昇を上回った。工業生産者出荷価格も同 2.9%低下と昨年の同 5.2%低下から下落ピッチが鈍化、デフレ圧力はやや緩和してきた。
2. 供給面の景気指標を確認すると、製造業の工業生産は 7%前後で一進一退、製造業 PMI も拡張・収縮の境界となる 50%を挟む一進一退となっており、製造業は小康状態にある。但し、予想指数が 60%近い水準を回復するなど改善の兆しもある。また、非製造業は商務活動指数が 53%台を回復したのに加えて、予想指数も高水準で推移するなど堅調な動きを示している。
3. 需要面の景気指標を確認すると、小売売上高は、7-9 月期は前年同期比 10.6%増と 1-6 月期の同 10.3%増を上回った。固定資産投資（除く農家の投資）は、1-3 月期は同 10.7%増、4-6 月期は同 7.3%増、7-9 月期には同 6.6%増と減速傾向が続いている。また、輸出額（ドルベース）は、7-9 月期は同 6.3%減と 1-6 月期の同 8.2%減からマイナス幅が縮小した。
4. 金融政策は、景気重視から住宅バブル退治に重点が移ると見られる。これまで景気対策としてインフラ整備を加速させてきたことや、住宅バブル膨張を黙認したことで住宅販売が急増したため、2016 年の成長率目標である“6.5-7%”の達成はほぼ確実となった。2017 年に向けては、将来に大きな禍根を残さぬよう住宅バブル退治に注力することになるだろう。
5. 2016 年 1-9 月期の中国経済を総括すると、消費は自動車販売の好調に支えられて堅調だったものの、製造業の投資に勢いは無くインフラ投資は息切れ気味となり、投資の減速傾向に歯止めが掛からなかった。2017 年に向けての中国経済は、①住宅販売・建設の動向（下左図）、②民間企業の投資動向、③自動車販売の行方（下右図）の 3 点が注目ポイントといえる。



1. GDP統計は横ばい

中国経済の成長率は横ばいで推移している。10月19日に中国国家统计局が公表した7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比6.7%増となり、1-3月期から3四半期連続で同6.7%増となった(図表-1)。内訳を見ると、第1次産業は前年同期比4.0%増、第2次産業は同6.1%増、第3次産業は同7.6%増だった。第3次産業が引き続き高い伸びを示し経済を牽引するとともに、ここもと経済成長の足かせとなっていた工業部門も、1-3月期の伸び(同5.7%増)をボトムに4-6月期は同6.0%増、7-9月期は同6.1%増と、低水準ながらも回復基調が続いた。

また、同時に公表された前期比の伸びを見ると、7-9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。4-6月期の同1.9%増(改定後)からは0.1ポイント低下したものの、1-3月期の同1.2%増(年率換算4.9%前後)をボトムに、年率換算7%台の高い伸びが続いており、2016年の成長率目標である“6.5-7%”の達成をほぼ確実とした(図表-2)。

一方、インフレ率は春節(旧正月)の時期に食品が急騰したことや原油が底打ちしたことを受けてやや上昇した。1-9月期の消費者物価は前年同期比2.0%上昇と昨年の同1.4%上昇を上回った。また、工業生産者出荷価格も同2.9%低下と昨年の同5.2%低下から下落ピッチが鈍化した。特に9月単月では前年同月比0.1%上昇と4年半に渡った下落に歯止めが掛かった(図表-3)。これを受けて名目成長率が実質成長率を下回る“名実逆転”は解消、1-9月期の名目成長率は前年同期比7.4%増と、実質成長率(同6.7%増)を0.7ポイント上回った。過剰生産能力を背景としたデフレ懸念は依然として根強いものの、供給面では鉄鋼の大型合併など構造改革に対する期待が高まっており、需要面でもインフラ整備の加速に伴い需要が増えたことから需給バランスは改善、デフレ圧力はやや緩和してきた。

(図表-1)



(図表-2)



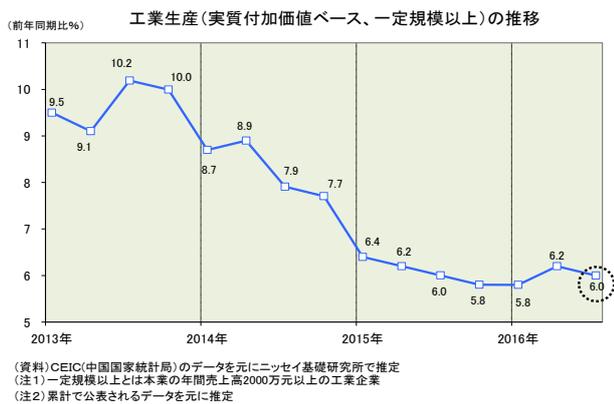
(図表-3)



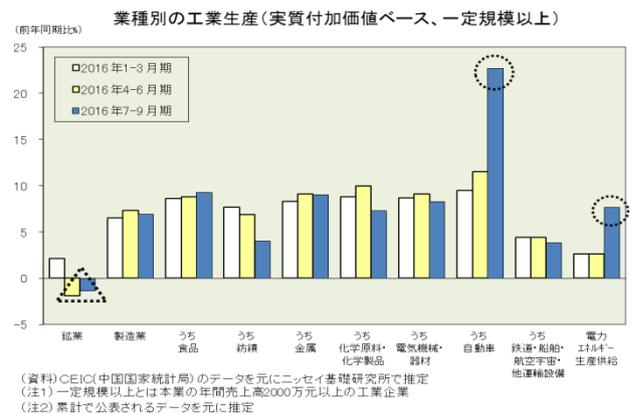
2. 製造業は小康状態、非製造業は堅調

工業生産（実質付加価値ベース、一定規模以上）の動きを見ると、7-9月期は前年同期比6.0%増（推定¹）と4-6月期の同6.2%増（推定）を下回ったものの、1-3月期の同5.8%増は若干上回り6%前後で小康状態にある（図表-4）。内訳を見ると、鉱業は前年同期比1.4%減（推定）と2四半期連続マイナスとなったものの、製造業は自動車と同22.7%増（推定）と高い伸びを示したことなどで7%前後を維持、電力エネルギー生産供給業も同7.7%増（推定）と伸びを高めた（図表-5）。

（図表-4）

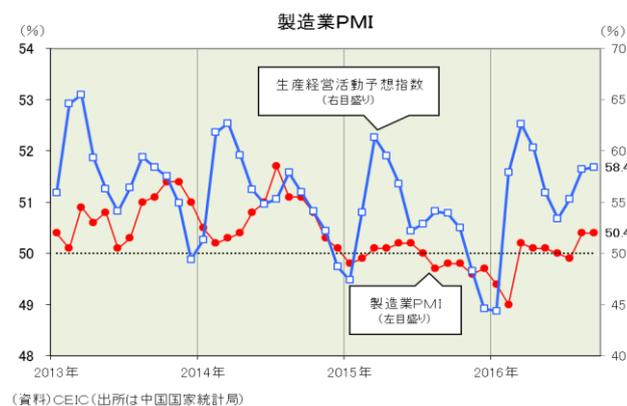


（図表-5）

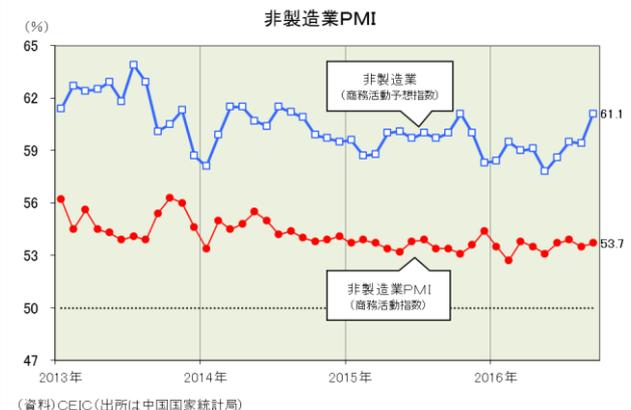


また、製造業PMIの動きを見ると（図表-6）、2月には49.0%まで低下して景気下振れ懸念が高まったものの、その後は一進一退ながらも8月には50.4%と拡張・収縮の境界となる50%を回復し9月も同水準を維持、同時に発表された予想指数も60%近い水準を回復している。一方、非製造業PMI（商務活動指数）を見ると（図表-7）、2月には一時53%を割り込んだものの、3月には53%台を回復、その後も7ヵ月連続で53%台を維持している。また、同時に発表された予想指数も9月は61.1%と大きく上昇、非製造業の堅調な動きは今後もしばらく続くと見られる。

（図表-6）



（図表-7）



¹ 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家統計局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“(推定)”と付して公表された数値と区別している。

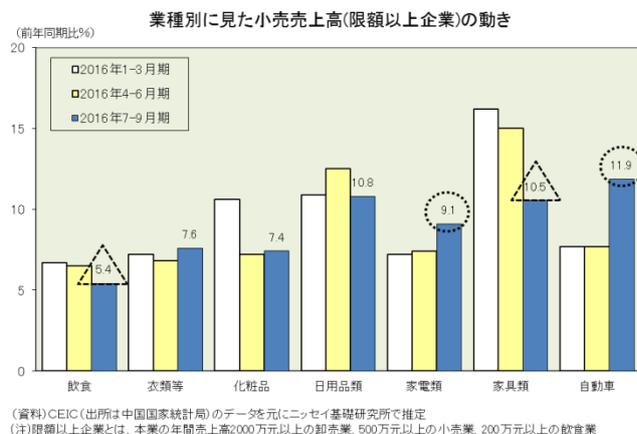
3. 消費は堅調、投資は減速、輸出には底打ちの兆し

消費の代表指標である小売売上高の動きを見ると、7-9月期は前年同期比10.6%増(推定)と1-6月期の同10.3%増を0.3ポイント上回った。価格要因を除いた実質でも同10.0%増(推定)と1-6月期の同9.7%増を0.3ポイント上回っている。内訳を見ると、好調だった家具類は伸び悩んだものの前年同期比10.5%増(推定)と高水準を維持、自動車は昨年夏に株価が急落した影響で落ち込んだ反動増もあって同11.9%増(推定)と高い伸びを示した。また、飲食の伸びはやや低下し、家電類の伸びはやや回復してきている(図表-8)。

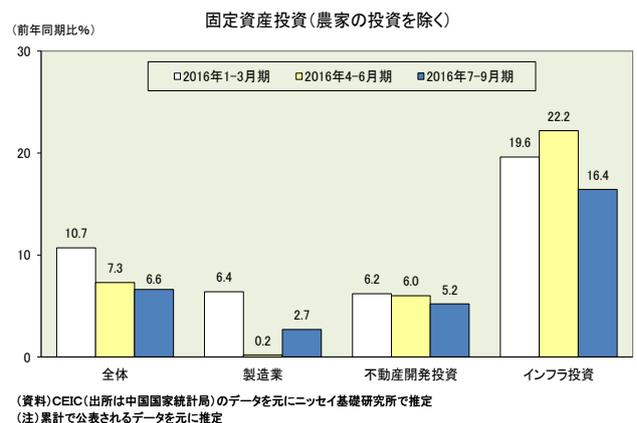
投資の代表指標である固定資産投資(除く農家の投資)の動きを見ると、1-3月期は前年同期比10.7%増、4-6月期は同7.3%増(推定)、7-9月期には同6.6%増(推定)と減速傾向が続いている。業種別に見ると、全体の3分の1を占める製造業は4-6月期に前年同期比0.2%増(推定)と落ち込んだあと7-9月期には同2.7%増(推定)とやや回復した。他方、不動産開発投資は緩やかな減速傾向が続いており、インフラ投資は4-6月期に同22.2%増(推定)と加速したあと7-9月期には同16.4%増(推定)と伸びが鈍化、高水準の伸びを維持しているものの息切れ感が見える(図表-9)。

海外需要の代表指標である輸出額(ドルベース)の動きを見ると、7-9月期は前年同期比6.3%減と1-6月期の同8.2%減からマイナス幅が縮小した。アジア・アフリカ向けはマイナス幅が拡大したものの、シェアの大きい米国や日本など先進国向けがマイナス幅を縮めたため、全体ではマイナス幅が縮小する結果となった。また、先行指標となる新規輸出受注(中国国家统计局)や貿易輸出先行指数(中国税関総署)が低位ながらも上向いてきたことから、底打ちの兆しがでてきたといえる(図表-10)。

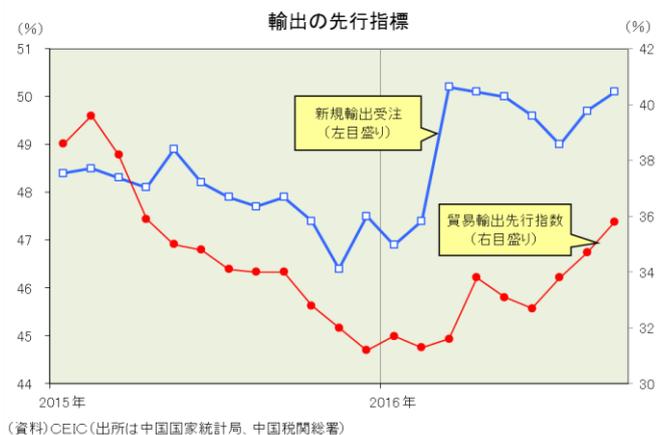
(図表-8)



(図表-9)



(図表-10)



4. 金融政策は景気重視からバブル退治へ

2016年1-9月期の金融政策の動きを振り返ると、年明けに株価が急落し、人民元が資金流出懸念から売られる中で、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、金融市場に人民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。

また、中国人民銀行は貸出・預金の基準金利の引き下げを見送った(図表-11)。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浮上していた。しかし、原油価格が底打ちしたことや春節(旧正月)に食品価格が急騰したため、消費者物価は上昇率を高めていた。また、住宅バブル懸念が強まったことも利下げを見送った背景のひとつと見られる。住宅価格の動きを見ると、今年7月には前回高値(2014年4月)を越えて最高値を更新中である²。また、9月の住宅価格を見ると、70都市平均では前回高値を小幅に(約4%)上回ったに過ぎないものの、深圳市では前回高値から80.3%上昇、上海市では同46.2%上昇、北京市では同33.8%上昇するなど巨大都市では住宅バブル懸念が強まってきた。すなわち、2016年1-9月期には、成長率目標である“6.5-7%”の達成にメドが立たなかったため、その達成に向けて景気を重視するスタンスで臨み、住宅バブルの膨張に関しては本格的な対策を講じなかったといっても過言ではないだろう。

2017年に向けての金融政策は、景気重視から住宅バブル退治に重点が移ると見られる。これまで景気対策としてインフラ整備を加速させてきたことや、住宅バブル膨張を黙認したことで住宅販売が急増したため、2016年の成長率目標の達成はほぼ確実となった。景気に対する心配が薄れた中で、今後は将来に大きな禍根を残さぬよう住宅バブル退治に注力することになるだろう。実際、10月国慶節連休前後には深圳市や上海市など多くの地方政府が住宅購入規制を強化する方向に動き出した。また、中国人民銀行は10月12日に、商業銀行17行の幹部および融資担当者などを招集して住宅ローンの管理強化を要請した。中国銀行業監督管理委員会(銀監会)も、不動産融資を巡るリスク管理を強化する方針を明らかにした。中国の中央政府と地方政府は一斉にバブル退治に向けて動き出している。

(図表-11)



(図表-12)



² 住宅価格は、中国国家统计局が毎月公表する「70大中都市住宅販売価格変動状況」の中で、新築分譲住宅価格(除く保障性住宅)を用いている。また、2016年1月以降の2010年基準指数及び70都市平均を定期公表されていないためニッセイ基礎研究所で推定している。

5. 2017年に向けての注目点

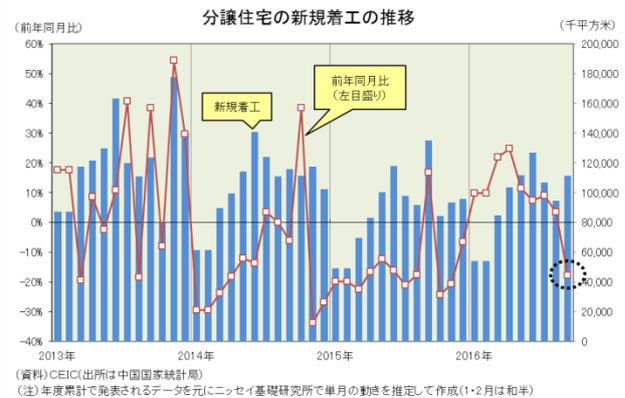
2016年1-9月期の中国経済を総括すると、消費は自動車販売の好調に支えられて堅調だったものの、製造業の投資に勢いは無くインフラ投資は息切れ気味となり、投資の減速傾向に歯止めが掛からなかった。2017年に向けての中国経済は以下3点が注目ポイントといえるだろう。

第一に住宅販売・建設の動向である。9月の住宅販売面積を、公表データを元に当研究所で単月の動きを推定したところ前年同月比35.3%増（推定）と好調を維持したものの、新規着工面積は同17.7%減（推定）と大きく落ち込んだ（図表-13）。2017年に向けては金融政策の重点が住宅バブル退治に移り、購入規制が強化されるとともに住宅ローン管理も強化されるため住宅販売への影響は避けられない。また、新規着工の落ち込みが続けば住宅建設も鈍化する可能性が高い。

第二に民間企業の投資動向である。民間企業による投資は、2016年1-9月期に前年同期比2.5%増と大きく減速、特に5-7月には前年割れに落ち込んだ（図表-14）。その後、中国政府が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打ち出したことで、8月以降は小幅ながらもプラスに転じた。但し、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いため、民間企業の投資動向は引き続き要注意だろう。

第三に自動車販売の行方である。2016年1-9月期の自動車販売（台数）は前年同期比13.2%増と大きく加速、特に7月以降は2割超の高い増加率を示して消費の堅調を支えた。自動車販売が高い伸びを示している背景には昨年10月に開始された小型車減税（排気量1.6L以下）がある。従って、2017年に向けては2016年末が期限とされる小型車減税の延長の有無が注目される。中国自動車工業協会は、延長が無ければ2017年は前年比2%程度の伸びに留まるとの見方を示している。

（図表-13）



（図表-14）



（図表-15）



（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。