

Weekly エコノミスト・ レター

中国経済見通し ～15年は7.0%、16年は6.8%、 “3つの景気下押し要因”には注意！

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

1. 中国の15年1-3月期の国内総生産（GDP）は実質で前年同期比7.0%増となり、14年通期の前年比7.4%増より0.4ポイント低下した。第2次産業が前年同期比6.4%増、第3次産業が同7.9%増と、鈍化の主因は第2次産業の不振だった。ここ数年、第3次産業の成長率が第2次産業より高い“3高2低”となっており、第3次産業が成長率を下支えしている（下左図）。
2. 需要面を見ると、輸出は欧米経済の復調を受けて回復に向かうとの見方を維持、消費は堅調な個人所得と住宅販売の底打ちに支えられて底堅いと思われる。投資については、製造業と不動産業では昨年より大幅に減速しそうだが、消費サービス関連は高い伸びを維持し、新型都市化を背景に景気対策も兼ねてインフラ関連の投資が加速すると思われる。従って、投資全体としては、15年に減速した後、16年にはやや回復すると予想している。
3. 物価面と資産価格面を見ると、インフレ率は低位で推移しており、消費者物価は15年1-4月期に前年同期比1.3%上昇、工業生産者価格は下落基調で同4.6%下落となった。また、住宅価格はようやく下げ止まった模様である一方、中国株は勢いよく上昇してきた。
4. 現在の中国経済は、積み上がった製品在庫、住宅市場の低迷、財源問題を抱える地方財政という“3つの景気下押し要因”を抱えている。前回見通し時点（2月）に比べると、不安はやや薄れたものの、自動車製造業などでは製品在庫水準が依然高く、住宅市場にも再び下落するリスクが残っており、財源不足の地方財政を官民連携（PPP）で補えるかは依然不透明である。
5. 今後の経済成長率は2015年が前年比7.0%増、2016年が同6.8%増と予想している。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で底堅く推移、総資本形成は製造業・不動産業では低い伸びが続くもののインフラ関連や消費サービス関連は高い伸びを維持して3ポイント程度で推移、純輸出はゼロ近辺での推移が続くと見ている（下右図）。なお、下方リスクとしては前述の“3つの景気下押し要因”があり、今後も注意深く見ていく必要がある。

（前年同期比%） 産業別に見た実質成長率の推移



経済予測表

	単位	2013年	2014年	2015年	2016年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.7	7.4	7.0	6.8
最終消費	寄与度、%	3.9	3.8	3.8	3.6
総資本形成	寄与度、%	4.2	3.6	3.1	3.2
純輸出	寄与度、%	▲0.3	0.0	0.1	0.0
消費者物価	前年比、%	2.6	2.0	1.7	2.4

1. 国内総生産（GDP）

中国では15年第1四半期（1-3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7.0%増となり、14年通期の前年比7.4%増よりも0.4ポイントの低下となった。

図表-1に示した産業別の内訳を見ると、第1次産業が前年同期比3.2%増、第2次産業が同6.4%増、第3次産業が同7.9%増となっており、14年通期に比べると第1次産業と第2次産業がともに0.9ポイントの大幅低下となる一方、第3次産業は0.2ポイントの小幅低下に留まった。GDPに占めるシェアは第2次産業が第1次産業の約4.6

倍と大きいことから、第1四半期に実質成長率が鈍化した主因は第2次産業の不振だったといえる。その第2次産業の内訳を見ると、建築業は前年同期比8.8%増と高成長を維持したものの、工業部門が同6.1%増と大きく減速したため第2次産業全体では大幅低下となった。なお、第3次産業では、不動産業が同2.0%増と低迷し、卸小売業や交通運輸倉庫郵便業の伸びも大きく減速したが、金融業の伸びが同15.9%増と加速したことから、第3次産業全体では小幅な低下に留まった。

また、第3次産業の成長率が第2次産業よりも高い“3高2低”の状態が2013年から続き3年目に入っている（図表-2）。工業部門を中心とした第2次産業は、中国経済を「世界の工場」と呼ばれるまでに力強く牽引してきた部門だが、その牽引力は徐々に弱まってきており、それに代わって第3次産業が存在感を高めつつある。第3次産業は経済全体を牽引したといえるほど高い成長率ではなかったものの、急激に成長率が鈍化するのを緩和し、経済を下支えする役割を果たしている。

なお、名目（時価）ベースでの国内総生産（GDP）は14兆667億元と、前年同期と比べた成長率は前年同期比5.8%増となった。実質成長率である同7.0%増を1.2ポイント下回り、いわゆる“名実逆転”の状況である。特に、工業は前年同期比1.2%増、不動産業は同1.8%増と極めて低い伸びに留まっている（図表-3）。

（図表-1）

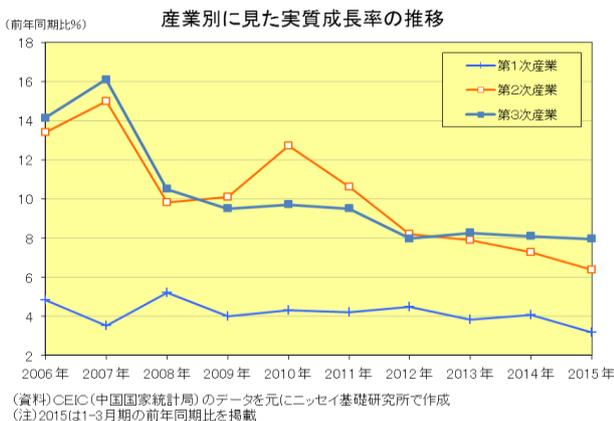
実質成長率の産業別内訳

（単位：%）

	2014年	2015年 (1-3月期)	差異
国内総生産	7.4	7.0	▲0.4
第1次産業	4.1	3.2	▲0.9
第2次産業	7.3	6.4	▲0.9
工業	7.0	6.1	▲0.9
建築業	8.9	8.8	▲0.1
第3次産業	8.1	7.9	▲0.2
交通運輸倉庫郵便業	7.0	5.5	▲1.5
卸小売業	9.5	5.8	▲3.7
宿泊飲食業	6.2	5.3	▲0.9
金融業	10.2	15.9	5.7
不動産業	2.3	2.0	▲0.3
その他	8.8	9.0	0.2

（資料）CEIC（中国国家統計局）

（図表-2）



（図表-3）

国内総生産（名目）の内訳と伸び率

（単位：億元）

	2014年 (1-3月期)	2015年 (1-3月期)	伸び率
国内総生産	132,920	140,667	5.8%
第1次産業	7,491	7,770	3.7%
第2次産業	59,173	60,292	1.9%
工業	52,816	53,452	1.2%
建築業	6,664	7,150	7.3%
第3次産業	66,256	72,605	9.6%
交通運輸倉庫郵便業	6,577	7,072	7.5%
卸小売業	13,045	13,460	3.2%
宿泊飲食業	2,366	2,559	8.2%
金融業	11,379	13,669	20.1%
不動産業	9,535	9,703	1.8%
その他	22,763	25,524	12.1%

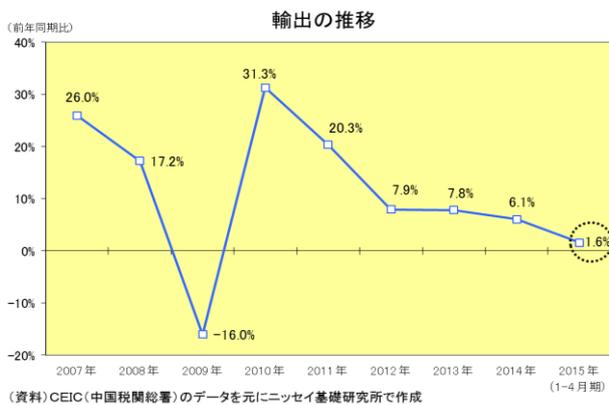
（資料）CEIC（中国国家統計局）

2. 需要別の動向

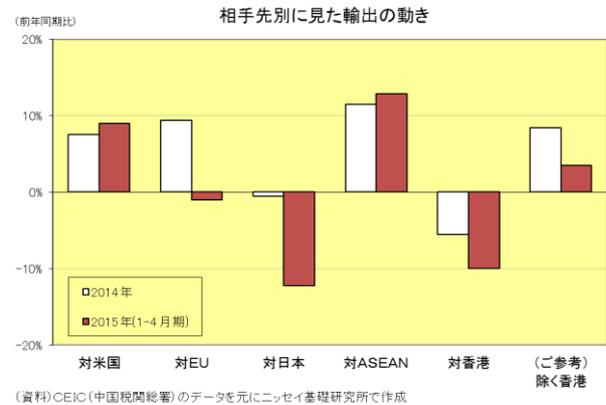
1 | 輸出の動向

中国経済にとってひとつの牽引役となる輸出は、15年1-4月期は前年同期比1.6%増と14年通期の同6.1%増を4.5ポイント下回った(図表-4)。輸出相手先別に見ると、米国向け輸出は同9.0%増(14年は同7.5%増)、ASEAN向け輸出は同12.9%増(14年は同11.5%増)と伸びを高めたものの、欧州向け輸出が同1.0%減(14年は同9.4%増)、日本向け輸出が同12.2%減(14年は同0.5%減)、香港向け輸出が同10.0%減(14年は同5.5%減)と落ち込んでいる。なお、香港向け輸出(全体に占めるシェアが15.5%と大きい)を除いた輸出を確認してみたところ同3.5%増(14年は同8.4%増)と香港除きでも伸びは鈍化している(図表-5)。

(図表-4)



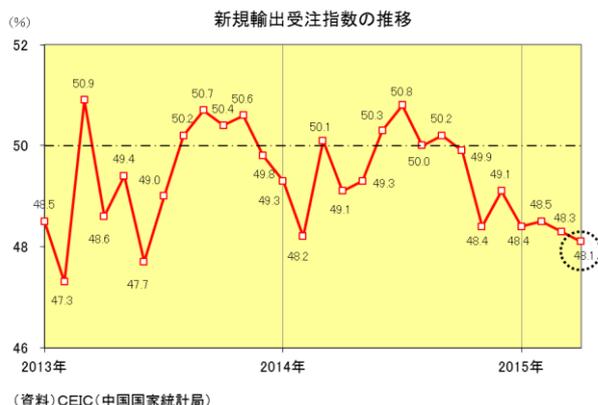
(図表-5)



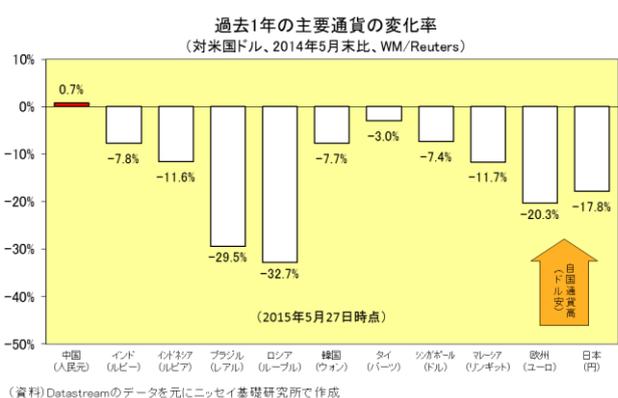
【欧米経済の復調とともに緩やかに回復】

今後の輸出を考えると、欧米経済の復調を受けて輸出は回復に向かうと予想している。但し、製造業PMIの新規輸出受注が拡大・収縮の境界線となる50%を下回る水準で低迷しており(図表-6)、米ドルに対して下落した通貨が多い中で人民元は横這いで中国の輸出競争力を弱めている(図表-7)。従って、[前回の経済見通し \(Weeklyエコノミスト・レター 2015-02-27\)](#) よりも輸出の回復力は弱いと見て、15-16年の輸出の伸びを前年比6%前後(前回は同7%前後)へと下方修正している。

(図表-6)



(図表-7)



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は、15年1-4月期は前年同期比10.4%増と14年通期の同12.0%増を1.6ポイント下回った(図表-8)。内訳を見ると(一定規模以上)、飲食、日用品類、家電類、家具類などは14年通期の伸びを上回ったものの、全体の4分の1を占める自動車が前年同期比5.3%増と14年通期の同7.7%増を大きく下回ったことが影響している。また、原油安を受けてインフレ率が落ちたため、価格要因を除いた実質では0.3ポイント程度(当研究所の推定)の小幅な低下に留まった模様である。

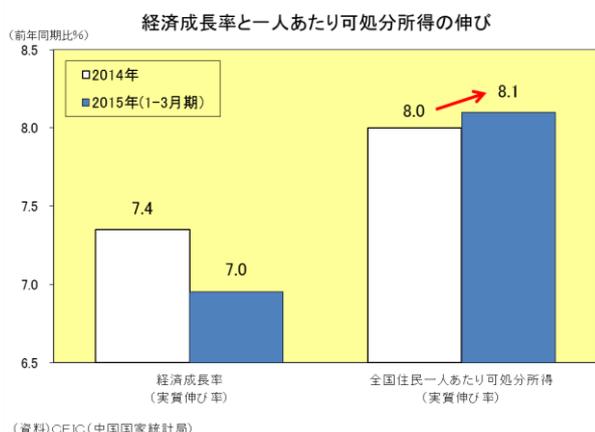
(図表-8)



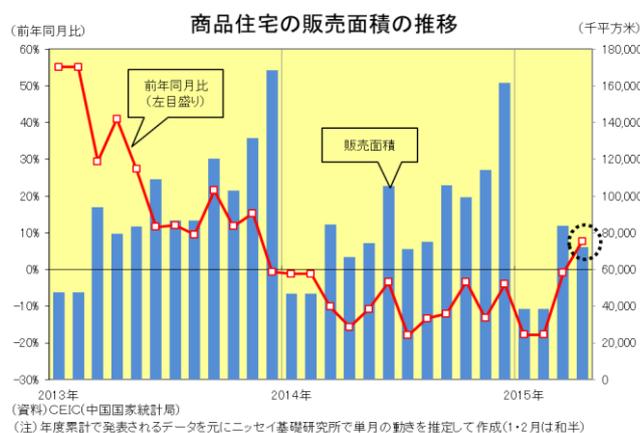
【15年は底堅いものの16年には伸びが鈍化】

今後の個人消費を考えると、堅調な個人所得と住宅販売の底打ちに支えられて底堅く推移すると予想している。15年1-3月期の成長率は14年通期よりも0.4ポイント低下したが、全国住民(都市と農村)一人あたり可処分所得(価格要素を排除した実質)は逆に0.1ポイント上昇しており、個人所得は堅調な伸びを示している。また、耐久消費財に対する需要を鈍らせた住宅販売(面積)も、1年5ヵ月ぶりに前年同月の水準を上回ってきた(図表-10)。さらに、15年は腐敗汚職撲滅運動が始まって実質3年目に入る。習近平国家主席が綱紀粛正の手綱を緩めるとは考え難いものの、高額消費に対するマイナス圧力は徐々に薄れてくるだろう¹。従って、15年は堅調な個人所得、住宅販売の底打ち、高額消費に対するマイナス圧力の緩和を受けて、個人消費は年末にかけて徐々に勢いを回復すると見ている。但し、16年になると、原油価格が緩やかに上昇すると想定していることから、インフレ率が上昇して(当研究所見通しでは15年は前年比1.7%上昇、16年は同2.4%上昇)、実質所得の伸びは鈍化し、個人消費の伸びも鈍化すると予想している。

(図表-9)



(図表-10)

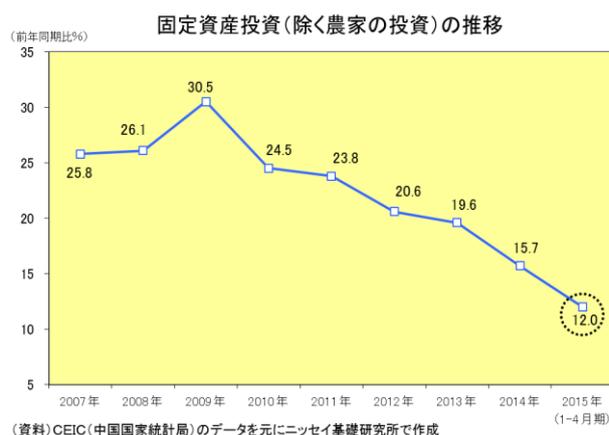


¹ いわゆる灰色収入がどの程度の規模なのかは不明だが、日経新聞の報道(2014年12月27日)によると、「灰色収入は国内総生産の1割とも2割ともいわれる」としている。

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）は、15年1-4月期は前年同期比12.0%増と14年通期の同15.7%増を3.7ポイント下回った（図表-11）。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9.9%増（14年は同13.5%増）、4分の1を占める不動産業が同7.1%増（13年は同11.1%増）と落ち込んだことが伸び鈍化の主因である。一方、卸小売業など消費サービス関連、鉄道運輸業や水利・環境・公共施設管理業などインフラ関連の投資は高い伸びを維持していた。

（図表-11）



（資料）CEIC(中国国家统计局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

〔15年は昨年より減速も16年にはやや回復〕

今後の投資を考えると、製造業と不動産業の投資は大幅に減速しそうだが、消費サービス関連は高い伸びを維持し、インフラ関連の投資は加速してくると思われる。具体的には、15年に前年比14.5%増と昨年よりも減速した後、16年には同15.0%増と今年よりもやや回復すると予想している（図表-12）。

（図表-12）

業種別の投資動向予測

単位:前年比、%

	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)
固定資産投資(除く農家の投資)	19.6	15.7	14.5	15.0
製造業	18.5	13.5	10.0	12.0
不動産業	20.3	11.1	6.0	8.0
インフラ関連	20.6	20.6	26.0	23.0
消費サービス関連	20.9	21.3	21.3	21.3

（資料）中国国家统计局のデータを元に作成(予測はニッセイ基礎研究所)

（注）インフラ関連とは交通・エネルギー・建築業・環境関連、消費サービス関連は第三次産業から不動産・交通関連・環境関連を除いたもの

製造業に関しては、中国国内では賃金上昇が

続いており、国内よりも安い賃金で労働力が確保できる後発新興国への直接投資が増えてきている。従って、国内での投資は伝統的な労働集約型の製造業を中心に減速傾向が続くようである。但し、同じ製造業でも「中国製造 2025」²に関連する領域では、積極的な投資が増えると期待できることから、16年には小幅ながらも回復すると見ている。

不動産業に関しては、住宅販売が持ち直して住宅価格も底打ちしそうだが、不動産の新規着工(面積)は1-4月期も前年同期比▲17.3%減とむしろ落ちており、不動産業の投資は今後さらに落ち込みそうである。しかし、中国人民銀行は3度に渡って基準金利を引き下げるなど金融緩和に動いており、また新型都市化に伴っ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）が生み出されると見ていることから、16年になると不動産業の投資は緩やかながらも回復すると予想している。

一方、インフラ関連の投資は加速していくだろう。中国は様々な環境問題を抱えており、大気汚染対策、水質汚染対策、ごみ処理能力増強など環境関連のインフラ需要が多い。また、14年3月に中国共産党・政府は「新型都市化計画（2014～2020年）」³を発表、大都市と中小都市を結ぶ交通物流網などのインフラ整備が必要とされる。従って、製造業・不動産業の投資が急減速する中では、景気を安定化させるべく、潜在需要の大きいインフラ関連の投資を前倒しで実施する可能性が高い。

² 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。

³ 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・資産価格の動向

1 | インフレ率は低位で推移

消費者物価は、原油など国際商品市況の下落を背景に、15年1-4月期は前年同期比1.3%上昇と14年通期の同2.0%上昇より0.7ポイントも下で推移しており、15年の抑制目標(3.0%前後)を下回っている(図表-13)。また、工業生産者価格(工場出荷)は15年1-4月期に前年同期比4.6%下落と14年通期の同1.9%下落を2.7ポイント下回っており下落基調となっている。

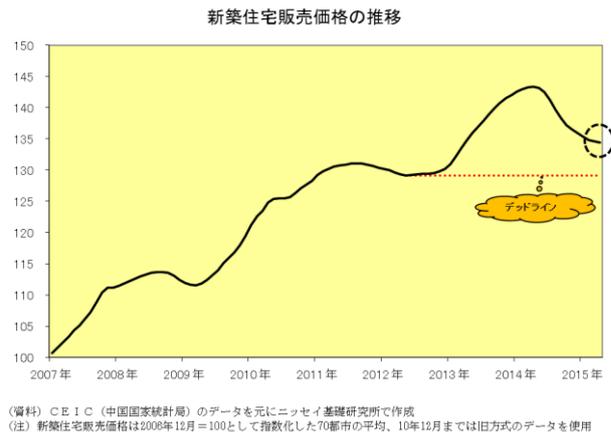
(図表-13)



2 | 住宅価格には下げ止まりの兆し

住宅価格には下げ止まりの兆しがでてきた。中国国家统计局が発表した新築住宅価格を元に、当研究所で70都市を平均してみたところでは、15年4月も前月比▲0.12%と若干下落していたが、指標発表と同時に掲載された中国国家统计局の解説では、「初歩的測定では、4月は70都市の新築商品住宅(除く保障性住宅)価格の総合平均が前月比0.3%上昇」したとしており、加重平均では下げ止まった可能性がある。住宅価格の下落が続いて11-12年頃の水準(デッドライン)を下回るとバブル崩壊が現実味を帯びてくる恐れもあっただけに、景気失速懸念を緩和させる値動きとなった(図表-14)。

(図表-14)



3 | 中国株は勢いよく上昇

一方、中国株(上海総合)は前年末比52.8%上昇(5月27日時点)と勢いよく上昇してきた(図表-15)。世界の株価を見ると、日経平均の同17.1%上昇を上回るとともに、原油価格の底打ちで反転上昇したロシア株(RTS)の同29.7%上昇も上回っている。中国経済の現状を考えれば追加の金融緩和が実施される可能性が高いと思われるものの、追加の金融緩和は株式バブルを助長しかねないだけに、金融緩和を躊躇させる要因になるとと思われる。

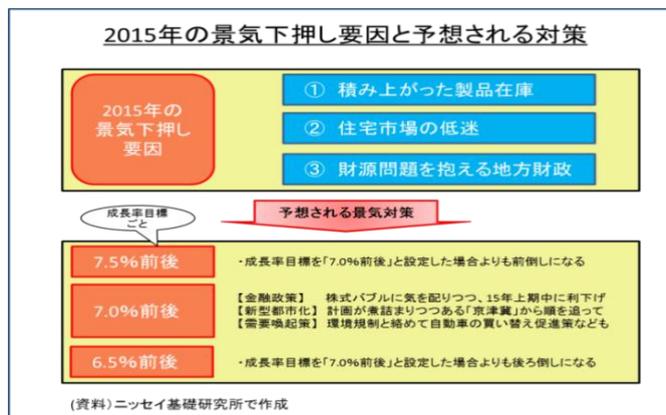
(図表-15)



4. “3つの景気下押し要因”のフォローアップ

前回の経済見通し（Weekly エコノミスト・レター 2015-02-27）では、図表-16 に示した「2015年の景気下押し要因と予想される対策」と題する図表を掲載した。当時の中国経済は、①積み上がった製品在庫、②住宅市場の低迷、③財源問題を抱える地方財政という“3つの景気下押し要因”を抱えていた。そして、今年の成長率目標を「7.0%前後」に設定した場合には、その目標を達成するために景気対策を発動する可能性が高いと予想していた。

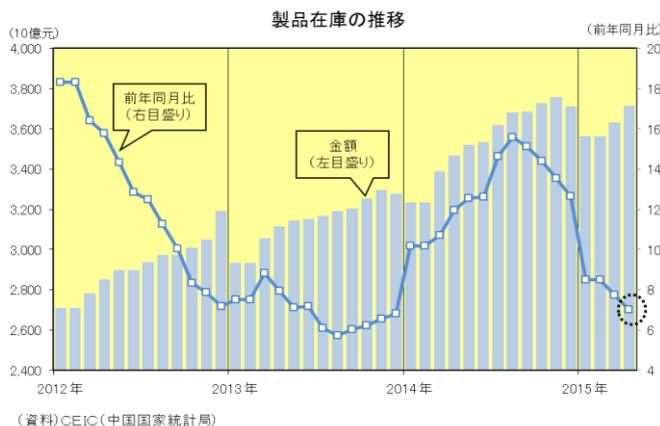
(図表-16)



その後の3ヵ月間を振り返ると、金融政策では2度に渡る追加利下げを実施、預金準備率も引き下げた。また、バラック地区の再開発や鉄道など交通物流網の整備といった伝統的な景気対策に加えて、成長戦略の柱となる高速ブロードバンド構築（今後3年間に1.13兆元の投資）も打ち出された。従って、景気対策というよりも長期的視点に立ったインフラ整備という色彩が強いものも含めると、景気失速を回避するための対策としては当時予想していた以上に積極的な内容となった。

また、“3つの景気下押し要因”にも前向きな変化が見られる。第一に挙げた「積み上がった製品在庫」については、工業生産の伸びが低位に留まったことで、製品在庫の過剰感は薄れつつある（図表-17）。但し、自動車製造業や金属製品業では、製品在庫が、依然として2桁増を続けていることから、さらなる生産調整が必要だろう。従って、調整を終えて生産が本格回復の段階に移るのはまだ先のことだろう。第二に挙げた「住宅市場の低迷」については、追加利下げや不動産規制の緩和により、景気が悪循環に陥る“デッドライン”

(図表-17)



を割り込む前に下げ止まる兆しがでてきており（図表-14）、前回の見通し時点に比べると住宅バブルが崩壊する懸念は薄れたと思われる。但し、住宅の在庫水準は依然として高いことから、再び下落に転じるリスクが残っている。第三に挙げた「財源問題を抱える地方財政」は、“地方政府による借換債発行”の問題に関しては、延期されていた江蘇省の起債（522億元、うち借換分は308億元）が5月18日に円滑に消化されたこと、“融資平台（地方政府傘下の投融资会社）の資金繰り悪化”の問題に関しても、中国政府が激変緩和措置を講じたことから不安はやや薄れた。また、財源不足を補う上で最重要ポイントとなる官民連携（PPP）に関しては、中国政府が用地取得や資金調達で支援する方針を示したことや、投資総額1.97兆元（約39兆円）の推進プロジェクトを公表したことで、水ビジネスや都市交通の領域では民間企業に動意が見られる。但し、民間資本の参画がどの程度の規模まで盛り上がるかは依然として不透明である。

5. 経済見通し

以上の分析を元に、中国経済の成長率は2015年が前年比7.0%増、2016年が同6.8%増と予想している。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と底堅く推移、総資本形成は製造業・不動産業では低い伸びが続くもののインフラ関連・消費サービス関連では高い伸びを維持して3ポイント程度で推移、純輸出はゼロ近辺での推移になるだろうと見ている（図表-18）。

（図表-18）

経済予測表

	単位	2013年	2014年	2015年	2016年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	7.7	7.4	7.0	6.8
最終消費	寄与度、%	3.9	3.8	3.8	3.6
総資本形成	寄与度、%	4.2	3.6	3.1	3.2
純輸出	寄与度、%	▲0.3	0.0	0.1	0.0
消費者物価	前年比、%	2.6	2.0	1.7	2.4

また、四半期毎の流れで見ると、当面は不動産業の投資が最悪期を迎えることから成長率は2四半期（15年4-6月期と7-9月期）連続で7%割れとなりそうだが、景気対策が効果を発揮し始める15年10-12月期には7%台を回復すると見ている。但し、その後は最終消費の鈍化を主因に再び6%台後半に戻るだろうと予想している（図表-19）。

（図表-19）

	単位	2014年				2015年				2016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)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	7.4	7.5	7.3	7.3	7.0	6.8	6.9	7.1	7.0	6.8	6.6	6.7
消費者物価	前年同期比、%	2.3	2.2	2.0	1.5	1.2	1.5	1.8	2.2	2.9	2.6	2.2	2.0
預金金利(1年)	期末、%	3.00	3.00	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	2.00	2.25	2.25	2.25	2.25
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.15	6.15	6.15	6.12	6.14	6.13	6.13	6.10	6.05	6.05	6.05	6.05

【下方リスクについて】

景気が下押しするリスクとしては、「積み上がった製品在庫」、「住宅市場の低迷」、「財源問題を抱える地方財政」の3つに引き続き注意が必要である。「積み上がった製品在庫」に関しては、製品在庫が積み上がっている自動車製造業や金属製品業では生産調整が加速する恐れがある。「住宅市場の低迷」に関しては、住宅バブル崩壊懸念こそ薄れたものの、在庫水準は依然として高く再び住宅価格が下落するリスクが残っている。「財源問題を抱える地方財政」に関しても、借換債発行や融資平台の資金繰りに対する不安はやや薄れたものの、民間資本がPPPに積極的に参画するかは依然として不透明である。従って、メインシナリオとしては緩やかな成長率鈍化と想定しつつも、「3つの景気下押し要因」については、今後も注意深く見ていく必要があると考えている。

（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。