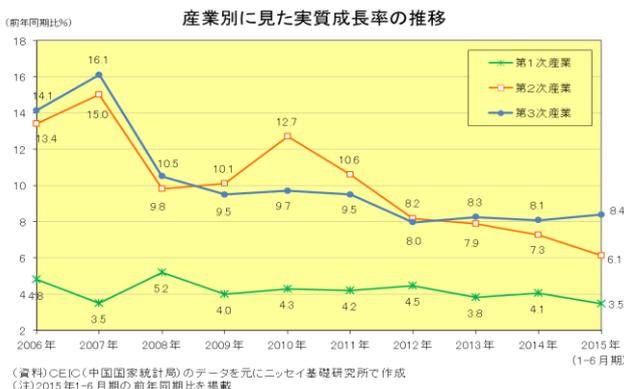


# Weekly エコノミスト・ レター

## 中国経済見通し ～株価の急落と人民元の下落に揺れる 中国、その実体経済は？

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年上期(1-6月期)の国内総生産(GDP)は、実質で前年同期比7.0%増と14年の前年比7.4%増を0.4ポイント下回った。15年上期の特徴としては、“名実逆転”したことで、第3次産業の成長率が第2次産業より高い“3高2低”が挙げられる(下左図)。実質成長率が7%とそれほど低くないのに、工業原料などの輸入金額が減っている背景には、原油安など商品価格下落に加えて、この両者があると思われる。
2. 需要面を見ると、輸出は欧州経済の復調を受けてやや回復、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、インフラ関連も新型都市化に伴って必要になるインフラを、景気テコ入れ策として前倒し実施すると予想している。
3. 物価面では、インフレは低位に留まる一方、住宅価格は販売の持ち直しを受けて底打ちした。また、中国人民銀行は、人民元の対米ドル為替レートの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がほぼ解消、基準値の透明度は飛躍的に改善した。一方、この措置を受けて人民元が急落、この措置を実施すれば市場実勢が下落することは明白だったことから、輸出に配慮したという側面もある。但し、人民元の割高感はやや縮まった程度で、輸出への好影響は限定的だろう。
4. 2015年の成長率は前年比7.0%増、2016年は同6.7%増と緩やかな成長率鈍化を予想している。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、純輸出はゼロ近辺で推移と見ている(下右図)。なお、下方リスクとしては「株価のさらなる下落」による逆資産効果と「天津の爆発事故の深刻化」による貿易面へのマイナス効果が挙げられる。



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	6.7
最終消費	寄与度、%	3.7	3.7	3.8	3.6
総資本形成	寄与度、%	4.2	3.6	3.0	3.1
純輸出	寄与度、%	▲0.2	0.1	0.2	0.0
消費者物価	前年比、%	2.6	2.0	1.5	2.2

# 1. 国内総生産（GDP）

中国では15年4-6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、1-3月期と同じ伸び率で横ばいとなった（図表-1）。但し、前期比（季節調整後）では1.7%増と1-3月期の1.4%増（改定後）を0.3ポイント上回った。当研究所で推定した年率換算では、1-3月期の5.7%増から4-6月期には7.0%増へ加速したことになる（図表-2）。

（図表-1）



（図表-2）



より詳細な情報が公表された15年上期（1-6月期）で見ると、経済成長率は実質で前年同期比7.0%増と、14年の前年比7.4%増を0.4ポイント下回った。15年上期の特徴としては第1に物価下落で“名実逆転”となったことが挙げられる。国内総生産（GDP）は29兆6868億元で、前年同期比で6.5%増と、実質成長率の同7.0%増を0.5ポイント下回った。特に、工業部門は名目（時価）ベースで前年同期比1.2%増と極めて低い伸びに留まった（図表-3）。第2の特徴としては産業構造の変化で“3高2低”が鮮明化していることが挙げられる。第2次産業は中国経済を長らく牽引してきた部門だが、今年上期も含めると5年連続で伸びが鈍化した。ところが、第3次産業は8%前後の伸びが継続、今年上期は前年より若干ながらも伸びが加速している（図表-4）。

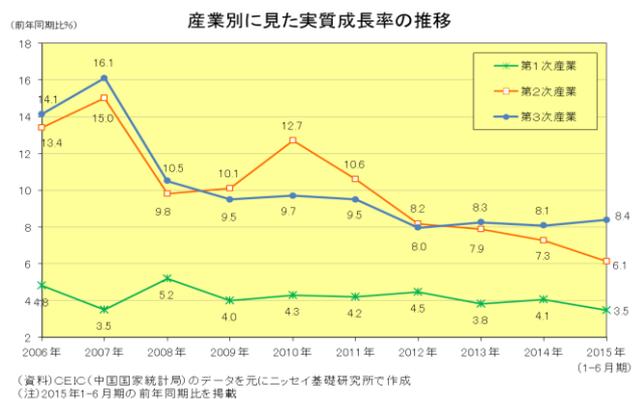
実質成長率が7%とそれほど低くないのに、工業原料などの輸入金額が減っている背景には、原油安など商品価格下落に加えて、この“3高2低”と“名実逆転”があると思われる。

（図表-3）

	名目ベース (A)	実質ベース (B)	差異 (B-A)
国内総生産	6.5	7.0	0.5
第1次産業	5.8	3.5	▲2.3
第2次産業	1.8	6.1	4.3
工業	1.2	6.0	4.8
建築業	5.3	7.0	1.7
第3次産業	11.1	8.4	▲2.8
交通運輸倉庫郵便業	7.1	4.9	▲2.2
卸小売業	5.9	6.1	0.2
宿泊飲食業	8.2	5.4	▲2.8
金融業	23.3	17.4	▲5.9
不動産業	4.9	3.3	▲1.7

(資料)CEIC(中国国家統計局)

（図表-4）

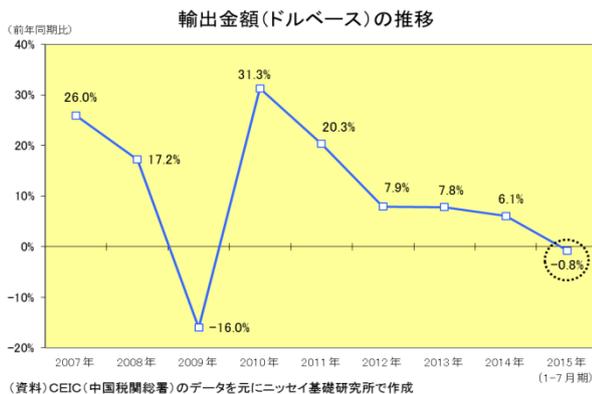


## 2. 需要別の動向

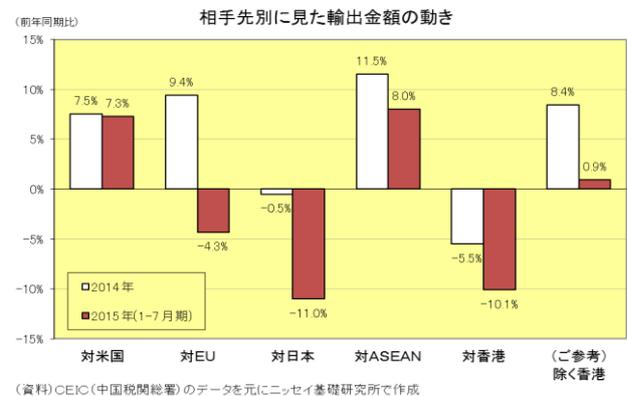
### 1 | 輸出の動向

中国経済にとって大きな牽引役となる輸出は、15年1-7月期は前年同期比0.8%減となった（ドルベース、図表-5）。輸出相手先別に見ると、米国向け輸出は同7.3%増、ASEAN向け輸出は同8.0%増と比較的堅調だったが、欧州向け輸出が同4.3%減（14年は同9.4%増）、日本向け輸出が同11.0%減（14年は同0.5%減）と大きく落ち込んでいる。なお、香港向け輸出（全体に占めるシェアが15.5%と大きい）を除いた輸出をみても同0.9%増と伸びは昨年より大きく鈍化している（図表-6）。

（図表-5）



（図表-6）



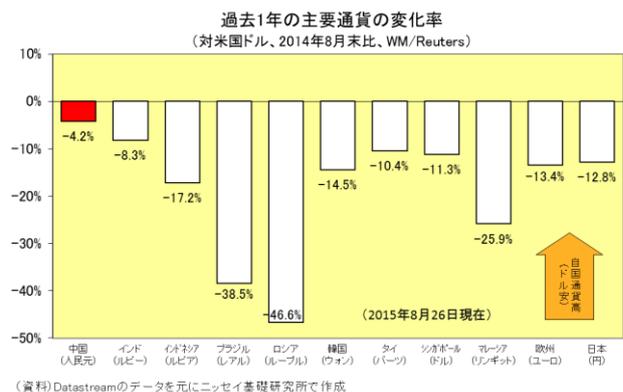
### 【欧州経済の復調でやや回復も、回復力は弱い】

今後の輸出を考えると、欧州経済の復調を受けて輸出はやや回復するだろうと予想している。しかし、製造業PMIの新規輸出受注が拡大・収縮の境界線となる50%を下回る水準での低迷が続いていることから、輸出が回復する時期は後ずれしそうである（図表-7）。また、人民元の割高感が高まっていることも輸出の足かせとなるだろう。図表-8に示した基軸通貨（ドル）に対する為替レートの変化率を見ると、人民元は小幅な下落率に留まっており、輸出競争力は弱まっている。従って、前回の経済見通し（[Weeklyエコノミスト・レター 2015-5-29](#)）よりも輸出の回復力は弱いと見て、15年の輸出の伸びは前年比2%前後へと下方修正している（前回は同6%前後）。

（図表-7）



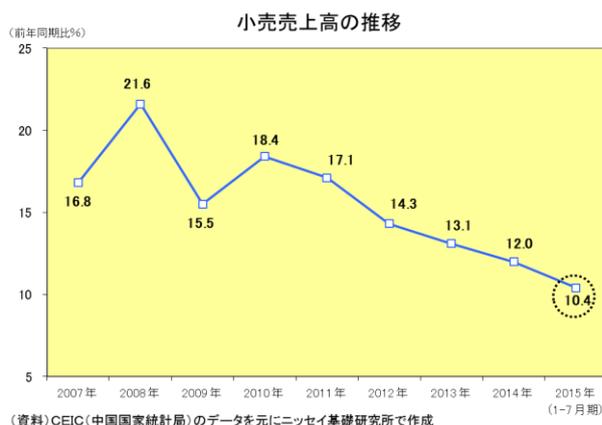
（図表-8）



## 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1-7月期は前年同期比10.4%増と14年の同12.0%増を1.6ポイント下回った(図表-9)。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4.3%増と14年の同7.7%増を大きく下回っている。また、価格要因を除いた実質の小売売上高は、原油安などをを受けてインフレ率が落ちたことから、0.4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。

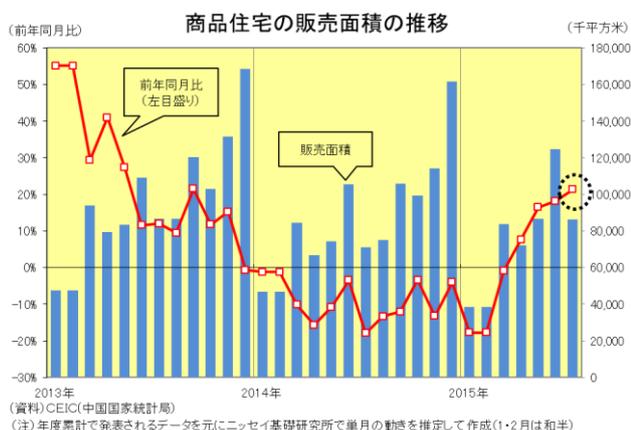
(図表-9)



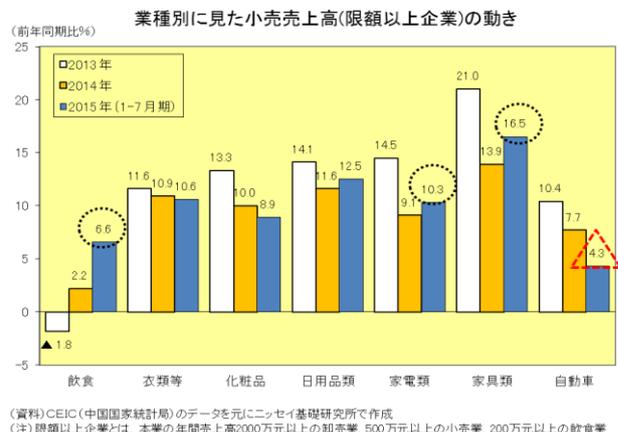
### 【15年は底堅く推移も、16年には伸びが鈍化】

今後の消費を考えると、株価の急落で自動車販売の不振は長引きそうだが、所得の堅調な伸びと住宅販売の回復などに支えられて底堅く推移すると予想している。15年上期の全国住民(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7.6%増と、実質成長率の同7.0%増を0.6ポイント上回っており、所得は堅調な伸びを示している。また、住宅販売(面積)は、昨年は大きく落ち込んで耐久消費財に対する需要を鈍らせたが、この1-7月期は前年同期比6.9%増とプラスに転じ、当研究所の推定では7月単月では前年同月比21.3%増となった模様である(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。実際、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(図表-11)。従って、15年は所得の堅調な伸び、住宅販売の回復、高額消費に対するマイナス圧力の緩和を受けて、消費は底堅く推移すると見ている。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1.5%上昇、16年は同2.2%上昇)、実質所得の伸びが鈍化、消費の伸びもやや鈍化すると予想している。

(図表-10)



(図表-11)



### 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1-7月期は前年同期比11.2%増と14年の同15.7%増を4.5ポイント下回った（図表-12）。業種別に見ると、全般的に伸びは鈍化しているが、特にシェアで3分の1を占める製造業が前年同期比9.2%増（14年は同13.5%増）、4分の1を占める不動産業が同5.3%増（14年は同11.1%増）と大きく落ち込んでいる。一方、卸小売業など消費サービス関連、水利・環境・公共施設管理業などのインフラ関連は引き続き高い伸びを示している。

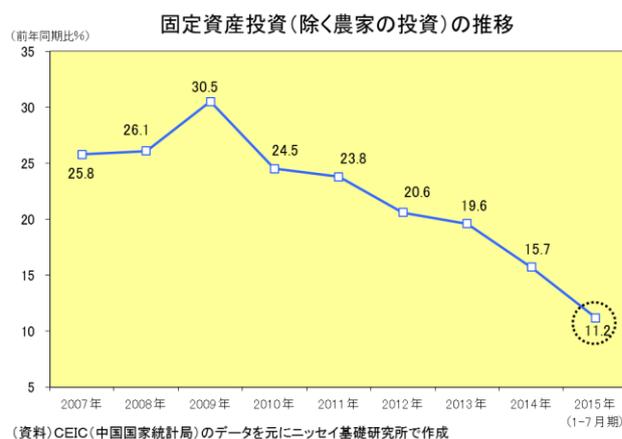
#### 【15年は大きく減速も、16年にはやや回復】

今後の投資を考えると、15年は前年比12.3%増と大きく減速しそうだが、16年には同13.2%増とやや回復すると予想している（図表-13）。

製造業に関しては、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おり、伝統的な労働集約型製造業の国内投資は減速傾向が続くだろう。但し、同じ製造業でも「中国製造2025」<sup>1</sup>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

小幅に回復すると予想している。不動産業に関しては、住宅販売が持ち直して住宅価格は底打ちしたものの、住宅の新規着工（面積）は1-7月期も前年同期比▲17.9%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むと見ている。しかし、中国人民銀行は5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）が生み出されることから、16年に入ると不動産業の投資も緩やかながら回復に向かうと予想している。消費サービス関連に関しては、堅調な消費を背景に高い伸びを維持すると見ており、今年はホテル・外食産業や金融業の不振で伸びが鈍化したものの、16年にはやや回復すると予想している。インフラ関連に関しては、今年は製造業と不動産業の2大セクターが揃って大きく減速しており、景気をテコ入れするために計画を前倒しで実行すると見て高い伸びを予想、16年はその反動で低い伸びになると予想している。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、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）」<sup>2</sup>を発表、大都市と中小都市を結ぶ交通物流網などの整備が必要で、インフラ関連の潜在需要は依然として大きいと思われる。

（図表-12）



（図表-13）

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	12.3	13.2
製造業	18.5	13.5	9.5	12.0
不動産業	20.3	11.1	5.5	8.0
インフラ関連	20.6	20.6	22.0	18.0
消費サービス関連	20.9	21.3	15.0	17.0

(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

<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。

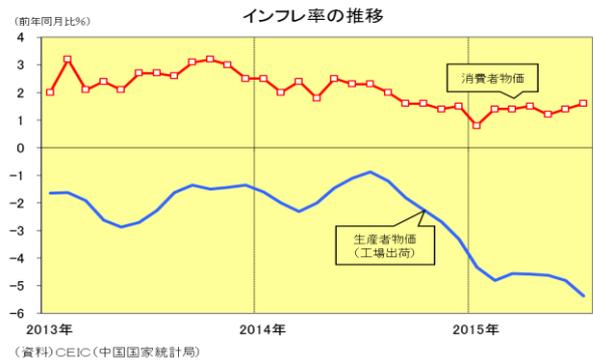
<sup>2</sup> 新型都市化が生み出す投資需要は巨大で2020年までの累計で42兆元(約800兆円)に達すると試算されている(中国財政部)。スケジュールとしては2017年までが試行地域における先行実施期間となり、その成果を踏まえて2018-20年には全国展開される予定。

### 3. 物価と人民元

#### 1 | インフレは低位に留まる

15年1-7月期の消費者物価は前年同期比1.3%上昇と、14年の前年比2.0%上昇より0.7ポイント低く、抑制目標(3.0%前後)を大きく下回っており、インフレは低位に留まっている。また、生産者価格(工場出荷)は前年同期比4.7%下落と、14年の前年比1.9%下落を2.8ポイント下回っており、原油安を背景に下落の勢いが再び加速してきている(図表-14)。

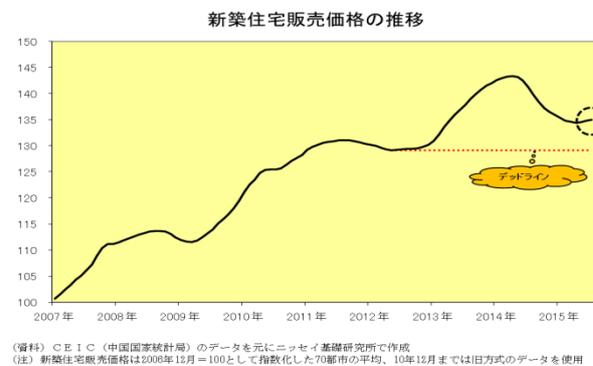
(図表-14)



#### 2 | 販売持ち直しで住宅価格は底打ち

住宅価格は販売の持ち直しを背景に底打ちした。中国国家統計局の公表データを元に、当研究所で住宅価格(70都市平均)を計算したところ、15年4月をボトムに3ヵ月連続で上昇した模様である。11-12年頃の水準(デッドライン)を下回ると住宅バブルが崩壊する恐れもあったが、その懸念はひとまず遠退いた(図表-15)。

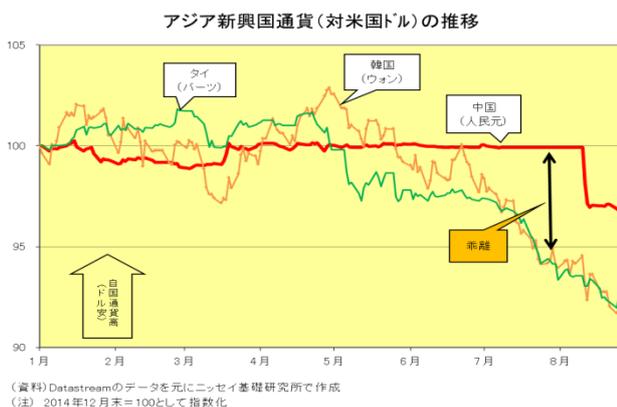
(図表-15)



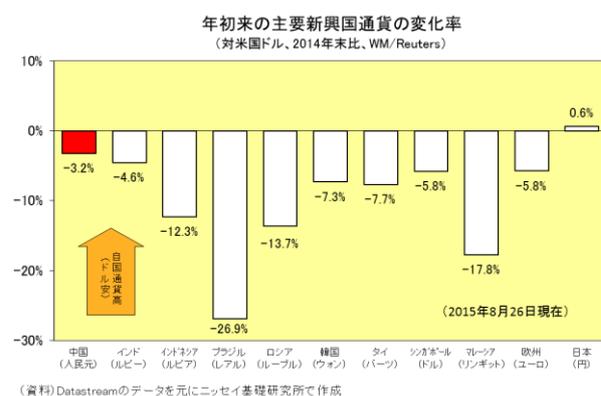
#### 3 | 人民元の調整

中国人民銀行は8月11日、人民元の対米ドル為替レート(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がほぼ解消、基準値の透明度は飛躍的に改善した。一方、この措置を受けて11~13日に人民元が急落した(基準値で約4.5%、市場実勢で約3%下落)。この措置を実施すれば市場実勢が下落することは明白だったことから、輸出に配慮したという側面もあるだろう。但し、アジア通貨間での人民元の割高感はやや縮まった程度で、輸出への好影響は限定的だろう(図表-16、17)。

(図表-16)



(図表-17)



## 4. 経済見通し

以上の分析を元に、中国の経済成長率は15年が前年比7.0%増、16年が同6.7%増と、緩やかな成長率鈍化（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ポイント程度のプラス寄与、純輸出はゼロ近辺と想定している（図表-18）。

また、ソフトランディングの中にも山谷はあるだろう。15年7-9月期は自動車の販売不振と不動産業の投資不振で7%を割れると見ているが、その後はインフラ関連投資が増えて10-12月期には一旦7%台を回復すると予想している。しかし、インフラ関連投資の高い伸びは長続きせず、消費者物価の上昇に伴う実質所得の低下で消費の伸びが鈍化することから、経済成長率は再び6%台後半に戻るという流れを想定している（図表-19）。

（図表-19）

	単位	2014年				2015年				2016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 (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、%	7.4	7.5	7.3	7.3	7.0	7.0	6.8	7.1	7.0	6.8	6.7	6.5
消費者物価	前年同期比、%	2.3	2.2	2.0	1.5	1.2	1.4	1.6	1.7	2.4	2.2	2.0	2.1
預金金利(1年)	期末、%	3.00	3.00	3.00	2.75	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	2.00	2.00	2.00
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.15	6.15	6.15	6.12	6.14	6.11	6.45	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40

### 【下方リスクについて】

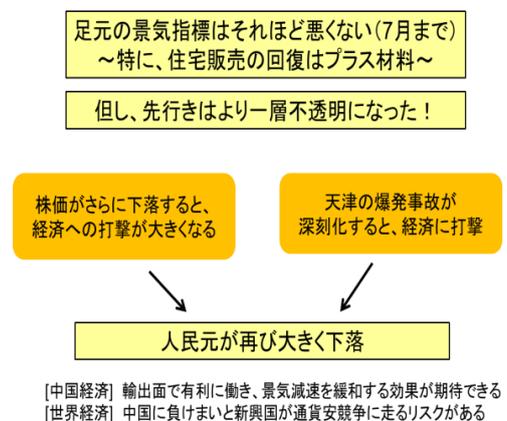
下方リスクとしては「株価のさらなる下落」と「天津の爆発事故の深刻化」が挙げられる。これまでに判明した景気指標を見る限り中国景気はそれほど悪くないものの、株価の急落と天津の爆発事故が先行きを不透明にしている。株価は上海総合で3000を割り込んだが、早期に戻らなければ消費へのマイナスの影響がさらに増えるだろう。また、天津の爆発事故で天津港の機能不全が長引くようだと、貿易面にマイナスの影響がでてくるだろう。そして、「株価のさらなる下落」や「天津の爆発事故の深刻化」で景気が悪化すれば、人民元が再び大きく売られて、世界経済へ悪影響が及ぶ恐れもあると見ている（図表-20）。

（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	6.7
最終消費	寄与度、%	3.7	3.7	3.8	3.6
総資本形成	寄与度、%	4.2	3.6	3.0	3.1
純輸出	寄与度、%	▲0.2	0.1	0.2	0.0
消費者物価	前年比、%	2.6	2.0	1.5	2.2

（図表-20）



（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。