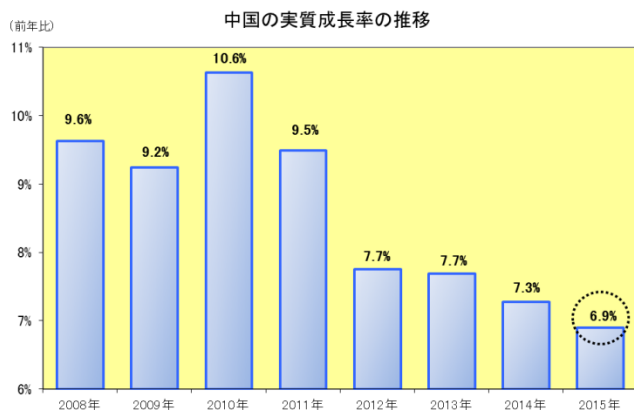


Weekly エコノミスト・ レター

中国経済:2016年の注目ポイント ～構造改革の進捗とそれに伴う3つのリスク (雇用不安、金融不安、消費失速)に注目!

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2015年の経済成長率は実質で前年比6.9%増となり、2014年の同7.3%増に比べて0.4ポイント低下した。供給面から見ると第2次産業の不振が目立つ一方第3次産業は堅調、需要面から見ると投資の不振が目立つ一方消費は堅調だった。また、名目成長率は前年比6.4%増と実質成長率を0.5ポイント下回って“名実逆転”となった。特に、工業部門の“名実逆転”は5.5ポイントの大幅で、名目成長率は前年比0.4%増と極めて低かった。
2. 供給面から見ると、工業生産は6%前後で一進一退、製造業PMIも8月以降は50%を5ヵ月連続で下回るなど製造業の不振が目立った一方、非製造業PMI（商務活動指数）は堅調に推移して、景気を下支えする要因となった。なお、直近12月の製造業PMI（予想指数）は44.6%と50%を大きく割り込み、景気の先行きに対する不安の高まりを示した。
3. また、需要面から見ると、海外需要の低迷を受けて輸出が不振だったのに加えて、固定資産投資が2014年の伸びを5.7ポイント下回るなど投資も大きく減速した。但し、住宅販売や自動車販売の持ち直しを背景に消費は年末にかけて改善、消費の堅調が景気を下支えした。
4. 一方、金融面から見ると、通貨供給量（M2）が伸びを取り戻し目標値「12%前後」を上回る13%台で推移、同時に銀行融資残高も大きく伸びを高めた。しかし、中長期の融資は伸び悩んでおり、“M2の伸びの高まりで今後は投資が増える”と見るのは時期尚早だろう。
5. 2015年は過剰設備の解消を目指す構造改革が本格的に動き出した年だった。そして、2016年はさらに構造改革が前進する年となりそうである。構造改革は景気に対して負のインパクトを与えるので、中国政府は財政と金融の両面から下支えする姿勢を鮮明にしている。しかし、“雇用不安”、“金融不安”、“消費失速”の3つのリスクがあるので注意は怠れない。



(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

名目成長率と実質成長率の比較(2015年) (単位:%)

	名目ベース (A)	実質ベース (B)	差異 (A-B)
国内総生産	6.4	6.9	▲ 0.5
第1次産業	4.3	3.9	0.4
第2次産業	0.9	6.0	▲ 5.1
工業	0.4	5.9	▲ 5.5
建築業	3.7	6.8	▲ 3.1
第3次産業	11.7	8.3	3.4
交通運輸倉庫郵便業	6.6	4.6	2.0
卸小売業	6.1	6.1	▲ 0.0
宿泊飲食業	9.0	6.2	2.8
金融業	23.2	15.9	7.3
不動産業	8.7	3.8	4.9

(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)

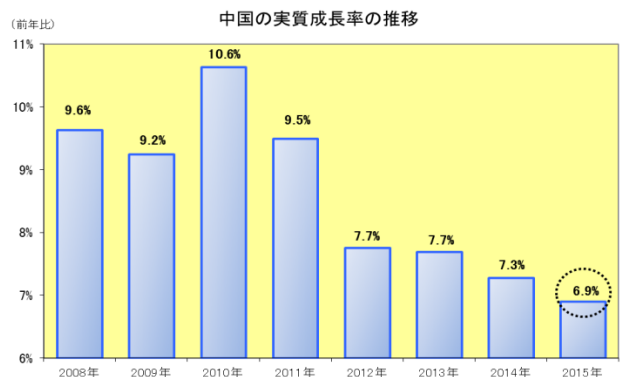
1. 2015年の経済概況（GDP）

1月19日に中国国家统计局が公表した2015年の経済成長率は実質で前年比6.9%増となり、2014年の同7.3%増に比べて0.4ポイント低下した。ここ数年の緩やかな成長率鈍化傾向が続いていることを示す結果となった（図表-1）。

供給面から見ると、第2次産業の不振が目立ち、2014年の前年比7.3%増から2015年は同6.0%増へと1.3ポイント低下した。一方、第3次産業は2014年の前年比7.8%増から同8.3%増へと0.5ポイント上昇した（図表-2）。

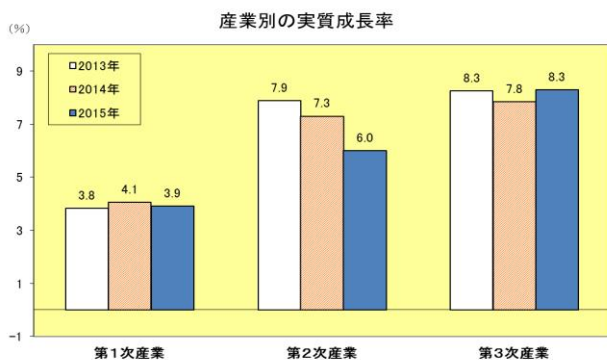
需要面から見ると、総資本形成（≒投資）の不振が目立ち、寄与度で見ると2014年の3.4ポイントから2015年は2.5ポイントへとプラス寄与を大きく減らした。一方、最終消費は2014年の3.7ポイントから4.6ポイントへとプラス寄与を大きく増やすこととなった（図表-3）。

（図表-1）



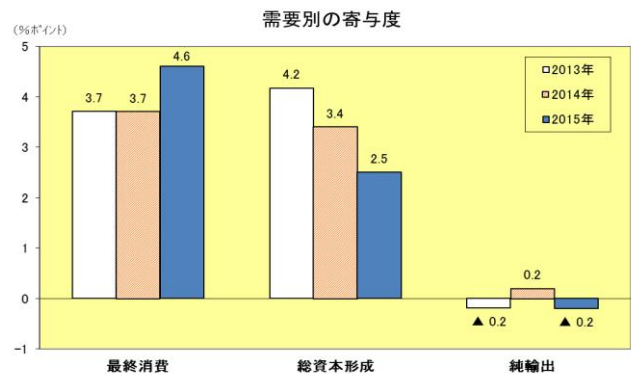
（資料）CEIC（出所は中国国家统计局）のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

（図表-2）



（資料）CEIC（出所は中国国家统计局）

（図表-3）



（資料）CEIC（出所は中国国家统计局）

また、同時に公表された2015年の国内総生産（GDP）は67兆6708億元となり、2014年の63兆5910億元に比べて4兆798億元増えて、前年比6.4%増となった。これを前述の実質成長率と比べると0.5ポイント下回っており“名実逆転”となった。産業別の内訳を見ると、図表-4に示したように“名実逆転”の主因は第2次産業で、第1次産業・第3次産業は逆転していない。特に工業部門の逆転幅が5.5ポイントと大幅となり、名目成長率は前年比0.4%増と極めて低いレベルに留まった。

（図表-4）

名目成長率と実質成長率の比較(2015年)

（単位：%）

	名目ベース (A)	実質ベース (B)	差異 (A-B)
国内総生産	6.4	6.9	▲ 0.5
第1次産業	4.3	3.9	0.4
第2次産業	0.9	6.0	▲ 5.1
工業	0.4	5.9	▲ 5.5
建築業	3.7	6.8	▲ 3.1
第3次産業	11.7	8.3	3.4
交通運輸倉庫郵便業	6.6	4.6	2.0
卸小売業	6.1	6.1	▲ 0.0
宿泊飲食業	9.0	6.2	2.8
金融業	23.2	15.9	7.3
不動産業	8.7	3.8	4.9

（資料）CEIC（出所は中国国家统计局）

2. ここもとの景気動向（供給面）

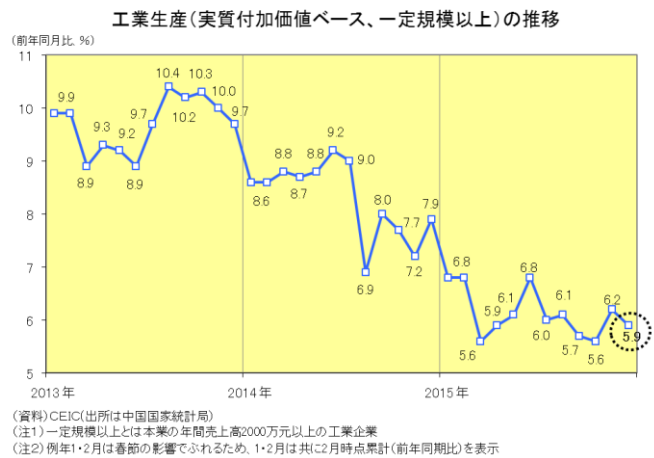
中国経済を供給面から見る上で最も注目されるのが工業生産（実質付加価値ベース、一定規模以上）である。2015年は前年比6.1%増と2014年の同8.3%増を2.2ポイント下回り大きく減速した。2015年の流れとしては、3月と10月に前年同月比5.6%増、6月に同6.8%増、11月に同6.2%増となっており、昨年は6%前後で一進一退の動きとなった（図表-5）。直近12月は同5.9%増と、11月の同6.2%増をやや下回り、工業生産の一進一退が最近も続いていることを示した。

また、供給面を見る上ではPMIもタイムリーで有効な指標となる。製造業PMIを見ると、2015年は図表-6に示したように拡張・収縮の境界となる50%を挟んだレベルで推移、特に8月以降は50%を5ヵ月連続で下回り、景気失速の懸念を高める原因となった。直近12月の製造業PMIは49.7%と11月よりも0.1ポイント改善したものの、同時に発表された12月の予想指数は44.6%と50%を大きく割り込み、景気の先行きに対する不安の高まりを示す結果となった（図表-7）。

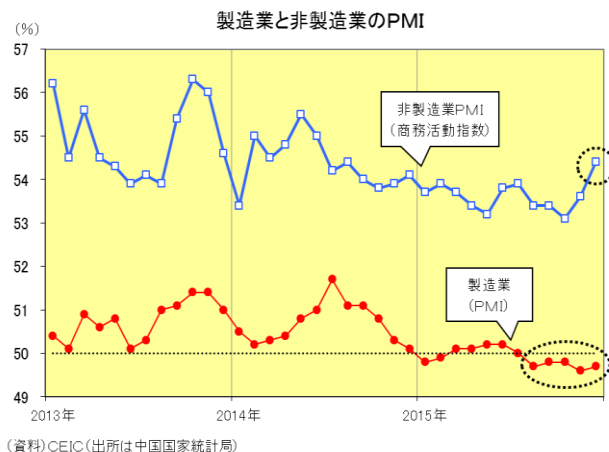
一方、非製造業PMI（商務活動指数）を見ると、2015年は図表-6に示したように拡張・収縮の境界となる50%を上回るレベル（単純平均すれば53.6%）と堅調に推移し、景気を下支えする要因となった。直近12月の非製造業PMIは54.4%と11月の53.6%を大きく上回り、非製造業は足元でさらに改善した模様である。但し、同時に発表された12月の予想指数は58.3%と11月よりも1.7ポイント低下しており、先行きに対する不安が浮上してきた。しかし、レベルが依然として高いことから、非製造業は今のところ堅調を維持していると見て良いだろう。

従って、2015年の中国経済を供給面から総括すると、製造業の動きが冴えず工業生産も昨年の伸びを大きく下回ったが、非製造業の堅調に下支えされて減速幅は小幅に留まったといえるだろう。

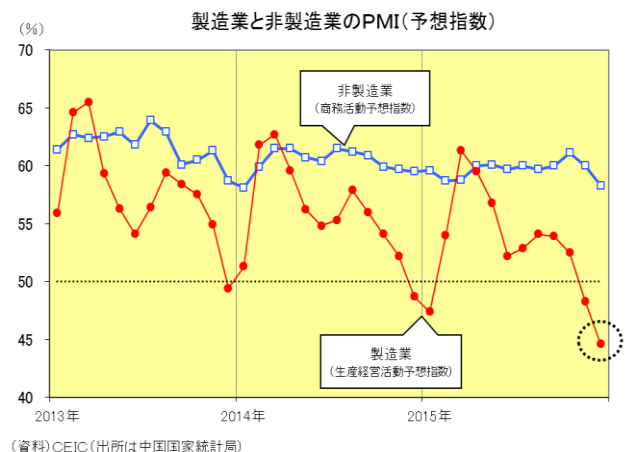
（図表-5）



（図表-6）



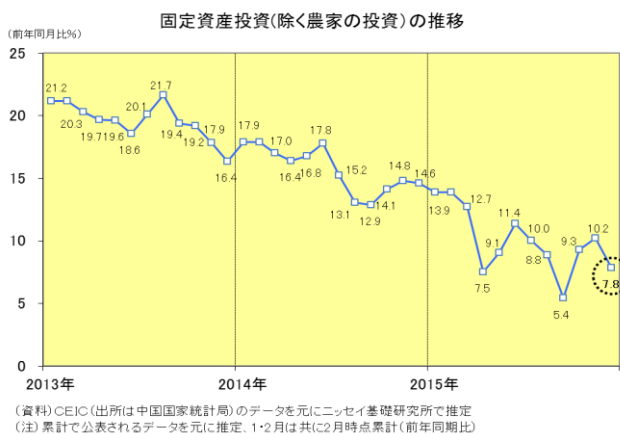
（図表-7）



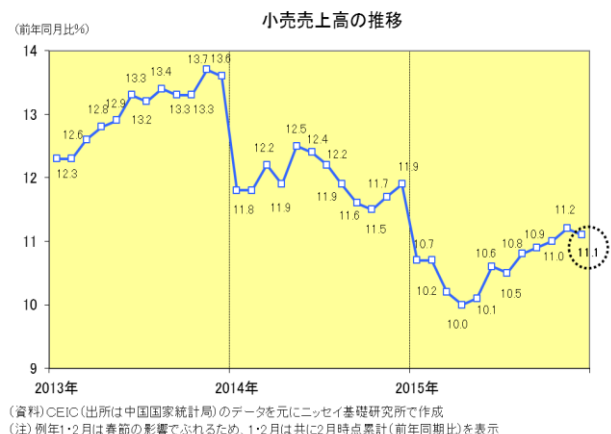
3. ここもとの景気動向（需要面）

中国経済を需要面から見る上では、まず消費の代表指標である小売売上高と投資の代表指標である固定資産投資の2つの動き確認しておく必要がある。2015年の固定資産投資（除く農家の投資）は前年比10.0%増と2014年の同15.7%増を5.7ポイント下回った。固定資産投資は毎月発表されるが年度累計なので時系列の動きが読み取りにくい。そこで、当研究所で単月に直した図表-8を見ると、2015年は右肩下がり減速、10-11月には底打ちしたように見えたものの、直近12月は前年同月比7.8%増（推定¹）と11月の同10.2%増を下回り、ここ数ヶ月は一進一退となっている。他方、2015年の小売売上高は前年比10.7%増と2014年の同12.0%増を1.3ポイント下回った。2015年の流れとしては、4月には前年同月比10.0%増まで低下したものの、住宅販売や自動車販売の持ち直しを背景に徐々に改善、直近12月は同11.1%増まで伸びが回復してきた（図表-9）。

（図表-8）



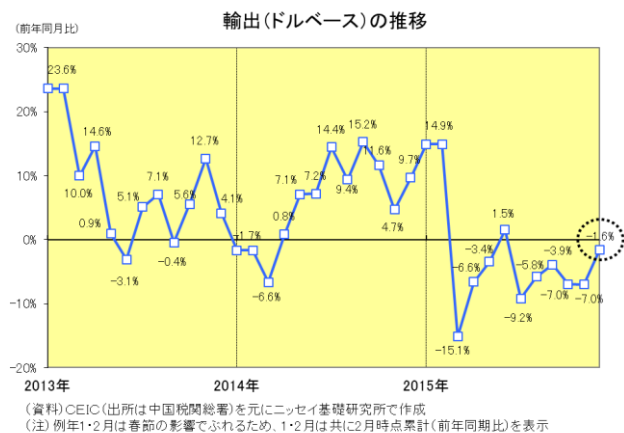
（図表-9）



一方、海外需要を見るために、輸出の動きを確認してみると、世界経済の低迷を受けて2015年の輸出金額（ドルベース）は前年比2.9%減に落ち込んだ。直近12月は前年同月比1.6%減とマイナス幅は縮小したものの前年割れが続いた（図表-10）。先行指標となる製造業PMI（新規輸出受注）も15ヶ月連続で50%を下回っており、先行きにも明るさは見えてこない。

従って、2015年の中国経済を需要面から総括すると、輸出の不振が足かせとなり、投資も大きく減速したが、消費の堅調に下支えされて減速幅は小幅に留まったといえるだろう。

（図表-10）



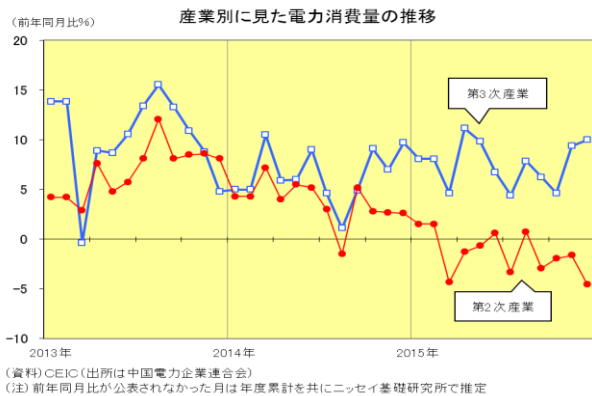
¹ 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家統計局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“（推定）”と付して公表された数値と区別している。

4. その他の注目指標の動き

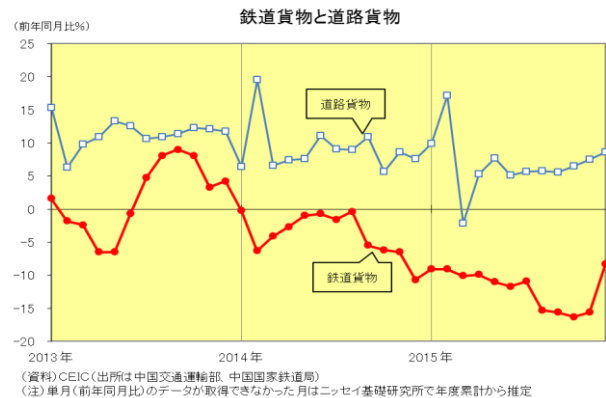
中国経済を見る上では電力消費量の動きも注目度が高い。2015年は前年比0.5%増と2014年の同3.8%増を3.3ポイント下回った。電力消費量は産業構造の変化が影響するため産業別に見ると、全体の7割超を消費する第2次産業は同1.4%減に落ち込んだものの、第3次産業は同7.5%増と2014年の伸び(同6.4%増)を上回り、月次で見ても一進一退ながら堅調に推移している(図表-11)。

また、モノの移動量を示す貨物輸送量の動きも見逃せない。2015年の鉄道貨物輸送量は石炭の需要減もあって前年比11.9%減と落ち込んだ。一方、道路貨物輸送量は同6.4%増とプラスの伸びを維持したが、2014年の同8.7%増に比べると伸びは鈍化、景気の鈍化を示している(図表-12)。

(図表-11)

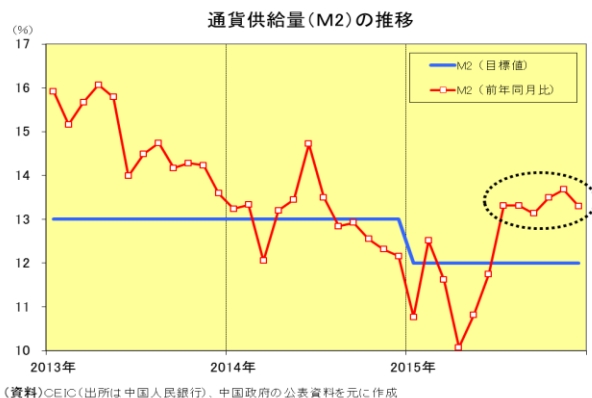


(図表-12)

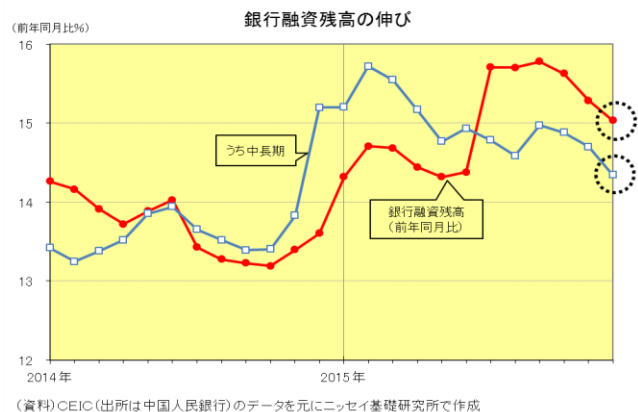


一方、景気が良くなるとおカネも動き出すことから通貨供給量(M2)の動きも注目される。2015年の流れとしては、年前半6月までは2015年の目標値だった「12%前後」を下回って推移していたものの、7月に伸びを回復した後は目標値を上回る13%台で推移している(図表-13)。銀行融資サイドから見ても、銀行融資残高は7月に大きく伸びを高めた(図表-14)。しかし、銀行融資の中でも実際の投資に回ることの多い中長期の融資は伸び悩んでおり、12月には伸びがむしろ減速した。従って、“M2の伸びの高まりで今後は投資が増える”と見るのは時期尚早だと思われる。

(図表-13)



(図表-14)

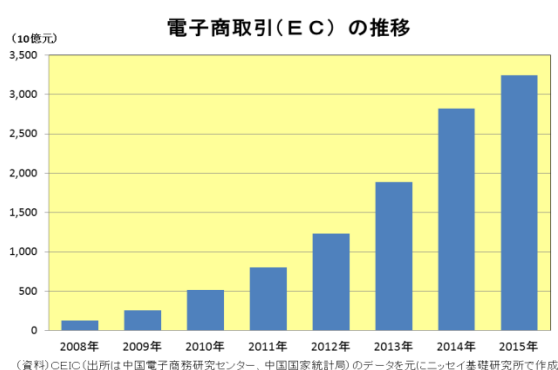


5. 2016年の注目ポイント

以上のように、振り返って見ると2015年は「新常态」への移行を目指す構造改革が本格的に動き出した年であった。第2次産業から第3次産業への構造転換、輸出・投資主導から消費主導への構造転換が進んだとともに、“7%前後”とした成長率目標もほぼ達成したことを踏まえれば、ひとまず順調に滑り出したといえるだろう。そして、2016年はさらに構造改革が前進する年となりそうである。昨年の中中央経済工作会议では、サプライサイド構造改革の5大任務の第一に「生産能力過剰の解消」を挙げ、“ゾンビ企業”の淘汰を進める方針を示しているからである。そして、それに伴う負のインパクトを財政政策と金融政策の両面から下支えして景気失速を回避する姿勢を鮮明にしている。

しかし、構造改革の推進は大きなリスクを伴う。第一に“雇用不安”に陥るリスクが挙げられる。構造改革で過剰設備の解消が本格化すれば、失業者が増える可能性がある。雇用の受け皿として、戦略的新興産業や消費サービス関連企業が発展してバトンタッチできれば良いが、バトンを落とすようなリスクは残る。第二に“金融不安”に陥るリスクが挙げられる。構造改革の過程では経営破綻は避けられないため、銀行の不良債権が増えて金融不安に陥るリスクも高まる。第三に“消費失速”のリスクが挙げられる。昨年は輸出・

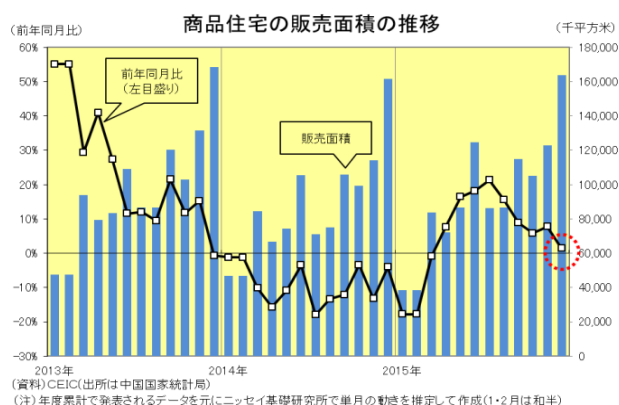
(図表-15)



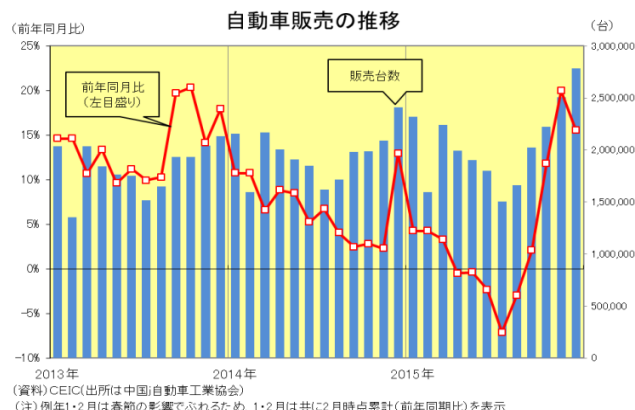
投資の減速を消費の堅調が支えて目標達成に漕ぎ着けた。特に①電子商取引(EC)の隆盛(図表-15)、②住宅販売(家具など)の持ち直し(図表-16)、③自動車販売の復調(図表-17)が3つの柱となった。今年もECはセキュリティ不安が浮上しない限り好調と見られるが、自動車販売は小型車減税が年末まで続くとはいえ株価下落が懸念材料に浮上、在庫を抱えた住宅販売には昨年末から陰りが見え始めている。

従って、第2次産業から第3次産業へ、輸出・投資主導から消費主導への構造転換が2016年も順調に進むかに注目するとともに、“雇用不安”、“金融不安”、“消費失速”の3つのリスクにも注意したい。

(図表-16)



(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。