

Weekly エコノミスト・ レター

中国経済見通し ～構造改革の本格化で成長率鈍化も、 財政の発動で景気失速は回避へ

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

- 2015年は「新常态」への移行を目指す構造改革が本格化した年であった。世界経済の視点に立てば、中国の構造改革で資源需要が減退し、ひとつの波乱要因となった年だった。一方、中国経済の視点に立てば、成長率は鈍化したものの目標をほぼ達成、雇用不安に陥るのも回避できた。また、「成長の壁」にぶつかっている“第2次産業から第3次産業への構造転換”、過剰投資・過剰債務に陥っている“投資から消費への構造転換”も着実に一步前進した年でもあった。
- 一方、2015年のインフレ率を見ると、消費者物価（CPI）は低位で落ち着き、生産者物価は大きく下落した。工業製品の価格が下げ止まらない背景には、世界的な原油安に加えて、中国が抱える過剰生産設備の問題がある。経済成長率が鈍化し、生産者物価に下落圧力がかかる中で、中国人民銀行は金融を緩和方向へ調整した。そして、企業の調達コストを引き下げ、個人が住宅ローンを借り易くすることで、景気が失速するのを回避した。
- ポイントとなる投資と消費の行方を考えると、消費は引き続き景気の牽引役となるものの、賃金の伸び鈍化と実質所得の目減りによって、実質GDP成長率へのプラス寄与は2015年よりも縮小すると見ている。また、投資は製造業・不動産業では伸びの鈍化傾向が続くものの消費サービス関連・インフラ関連が堅調なことから昨年並みのプラス寄与で横ばいだろう。
- 今後はさらに構造改革が進展すると見ていることから、経営破綻や雇用流動化といった負のインパクトが働いて成長率を鈍化させるだろう。但し、中国政府は財政政策などの発動で景気を下支えして失速を回避する姿勢を鮮明にしている。従って、2016年の経済成長率は前年比6.5%増、2017年も同6.5%増と緩やかな鈍化（ソフトランディング）を予想している。

実質GDP成長率(前年同期比)



(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	6.5	6.5
最終消費	寄与度、%	3.7	4.6	4.0	3.8
総資本形成	寄与度、%	3.4	2.5	2.5	2.5
純輸出	寄与度、%	0.2	▲0.2	0.0	0.2
消費者物価	前年比、%	2.0	1.4	1.4	2.9

1. 国内総生産（GDP）

2015年の中国マクロ経済を振り返ると、「新常态」への移行を目指す構造改革が本格化した年であった。また、それに伴って資源に対する需要が減退したため、世界経済に波乱をもたらした年でもあった。

2015年の経済成長率の推移を見ると、第1四半期（1-3月期）は実質で前年同期比7.0%増、その後は同7.0%増、同6.9%増、同6.8%増と減速傾向が続いたものの、急激な景気失速とはならず、緩やかな鈍化に留まった（図表-1）。経済成長率が緩やかに鈍化する中で、“第2次産業から第3次産業への構造転換”が進んだ。第2次産業では中核となる工業部門（採掘業、製造業、電力ガス水生産供給業）が第1四半期の前年同期比6.0%増から第3四半期には同5.8%増へと伸びが鈍化、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。一方、第3次産業は8%台の実質成長率を維持、名目成長率では前年比11.7%増と二桁成長となった。不動産業は低い伸びが続いたものの、金融業が二桁増と好調だった。また、卸小売業と宿泊飲食業は低位ながら右肩上がり伸びを高め、2割近いシェアとなってきたその他（情報、教育、文化・体育・娯楽、ヘルスケアなど）も右肩上がり伸びを高め、第4四半期には前年同期比9.9%増に達した（図表-2）。また、“投資から消費への構造転換”も進んだ。2015年の成長率に対する寄与度を見ると、総資本形成ではプラス寄与が前年より0.9ポイント低下、純輸出もマイナス寄与となった一方、最終消費は4.6ポイントのプラス寄与と前年より0.9ポイント上昇している（図表-3）。

従って、世界経済の視点に立てば、中国の構造改革で資源需要が減退し、世界経済にとってはひとつの波乱要因となったが、中国経済の視点に立てば、成長率は前年より鈍化したものの「7%前後」とした成長率目標をほぼ達成し、雇用不安に陥るのも回避できた。また、「成長の壁」にぶつかっている第2次産業から第3次産業への構造転換、過剰投資・過剰債務に陥っている投資から消費への構造転換もゆっくりとではあるが着実に一歩前進したと評価できる。

（図表-1）

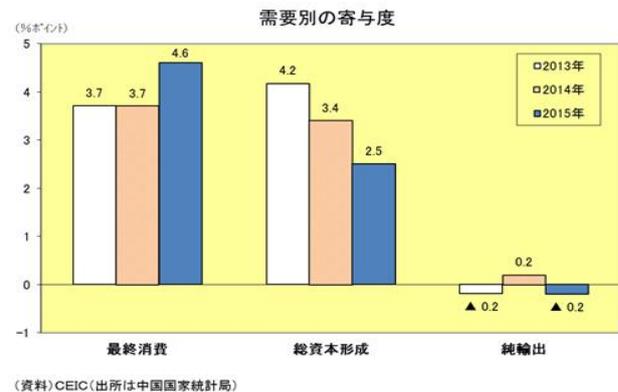


（図表-2）

	2015年 第1四半期 (1-3月期)	2015年 第2四半期 (4-6月期)	2015年 第3四半期 (7-9月期)	2015年 第4四半期 (10-12月期)	差異
国内総生産	7.0	7.0	6.9	6.8	▲0.1
第1次産業	3.2	3.7	4.1	4.1	0.0
第2次産業	6.3	6.0	5.8	6.1	0.3
工業	6.0	6.0	5.8	5.8	0.0
建築業	8.7	5.9	5.8	7.3	1.5
第3次産業	8.0	8.5	8.6	8.2	▲0.4
交通運輸倉庫郵便業	5.3	4.0	4.7	4.6	▲0.1
卸小売業	6.1	5.9	6.1	6.3	0.2
宿泊飲食業	5.7	5.8	6.6	6.6	0.0
金融業	15.7	19.2	16.1	12.9	▲3.2
不動産業	1.0	4.7	4.9	4.1	▲0.8
その他	8.8	8.7	9.5	9.9	0.4

(資料) CEIC (出所は中国国家統計局)

（図表-3）



3. ポイントとなる投資と消費の行方

1 | 投資の行方

構造改革が本格化した2015年、投資は大きく減速した。投資の代表指標である固定資産投資（除く農家の投資）は前年比10.0%増と前年の同15.7%増を5.7ポイント下回った。内訳を見ると、製造業は前年比8.1%増と前年の同13.5%増から5.4ポイント低下、不動産業も同2.5%増と前年の同11.1%増から8.6ポイント低下した。その他も伸びは鈍化したが、インフラ関連や消費サービス関連では二桁の高い伸びを維持した（図表-7）。

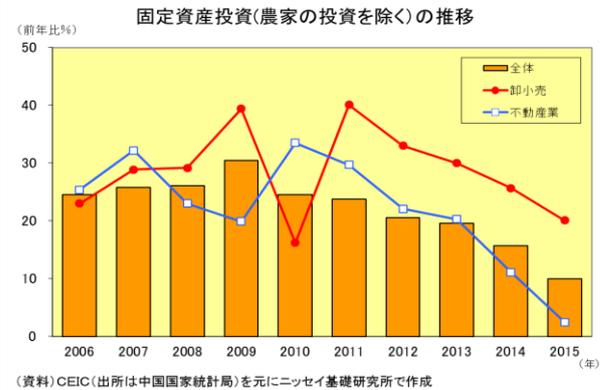
2016年以降についても、製造業は輸出の不振などで回復は期待できそうにない。「中国製造2025」²に関連する領域では積極的な投資もでてきているが、過剰生産設備を抱える分野などでは、安価で豊富な労働力を求めて後発新興国へ工場を移転する中国企業が増えているため、一桁台後半（5～7.5%程度）の低い伸びに留まると見ている。

不動産業に関しては、沿海部の巨大都市では住宅販売が持ち直し住宅価格も上昇しているが、地方都市では依然として低迷から脱却できないでいる。また、販売待ちの住宅在庫が積み上がっており、新規住宅着工が落ち込んでいることから、2016年は一桁台前半（2.5～5%程度）の低い伸びに留まると見ている（図表-8）。但し、新型都市化に伴って巨大都市と中小都市を結ぶ交通物流網が整備されるに連れて、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）が生み出される可能性はある。今後の動きに注目していきたい。

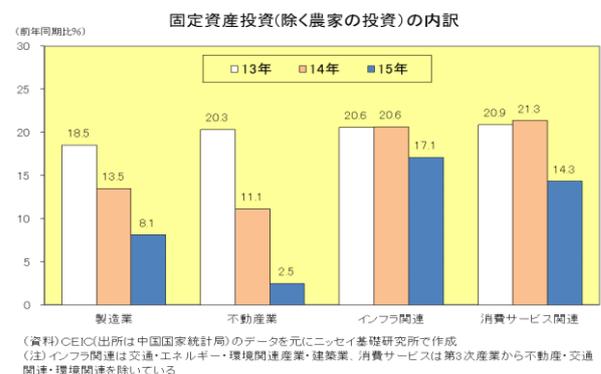
消費サービス関連に関しては、所得水準の向上や店舗販売から電子商取引（EC）へのシフトなど潮流が大きく変化する方向であることから、10%台後半の高い伸びを維持すると見ている。特に、所得向上関連では文化・体育・娯楽や教育、ECでは物流網整備関連（農村のサービス拠点、ワールドチェーン構築など）の伸びが高まりそうだ。

インフラ関連に関しては、新たな成長モデルの基盤を整備する必要性から10%台後半の高い伸びを維持すると見ている。また、景気が失速しそうなになれば、テコ入れ策として長期計画を前倒し執行する可能性が高い。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）」³に伴う交通物流関連の需要は依然として大きい。

（図表-7）



（図表-8）



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。

2 | 消費の行方

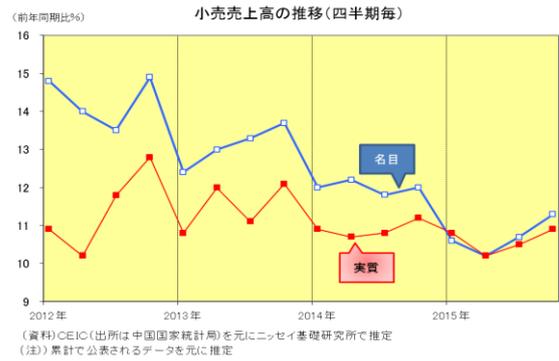
投資が大きく減速した 2015 年だが、消費は堅調だった。個人消費の代表指標である小売売上高は前年比 10.7%増と前年の同 12.0%増を 1.3 ポイント下回ることとなった。但し、商品販売価格指数の上昇率が鈍化したことから、価格要因を除いた実質で見ると前年比 10.6%増（当研究所推定）と前年の同 10.9%増から 0.3 ポイントのわずかな鈍化に留まったと思われる（図表-9）。

2016 年以降を考えると、中国政府は引き続き最低賃金の引き上げなどを通じて“投資から消費への構造転換”を図ると見られることから、企業利益が冴えない割には個人所得の伸びが高止まりしやすい。昨年の状況を見ても工業企業利益は前年割れに落ち込んだものの、一人当たり可処分所得（都市部）は高い伸びを維持していた（図表-10）。

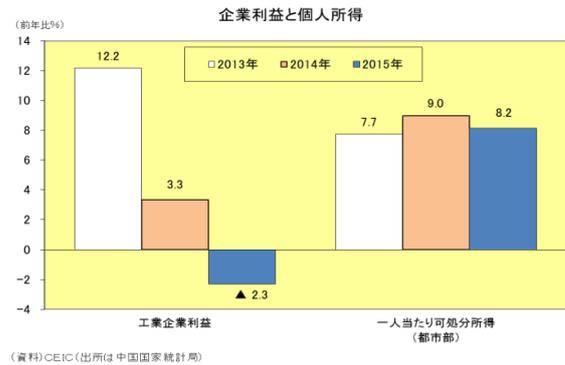
一方、需要面から見ると、昨年は住宅販売の持ち直しと自動車販売の復調が支援材料となった。住宅販売を見ると、2014 年には図表-11 に示したように前年割れに落ち込んだが、2015 年半ばには販売面積が持ち直し、家具類や家電類などの販売増に貢献した。また、自動車販売を見ると、2015 年半ばには図表-12 に示したように前年割れに落ち込んだが、株価が底打ちしたことや 10 月に再開された小型車減税（排気量 1.6L 以下）が支援材料となって、昨年末には大きく伸びを高めた。

しかし、個人所得の伸びが底堅いとはいえ、企業利益が低迷すれば賃金への悪影響は避けられない。また、世界経済が回復するに連れて資源価格の下落も止まり消費者物価が底打ちすれば、インフレ率が高まる分だけ実質所得が目減りして、消費にはマイナス効果となる。従って、2016 年以降については、引き続き消費は景気の牽引役となるものの、賃金の伸び鈍化と実質所得の目減りによって、実質 GDP 成長率へのプラス寄与は 2015 年よりも縮小すると見ている。

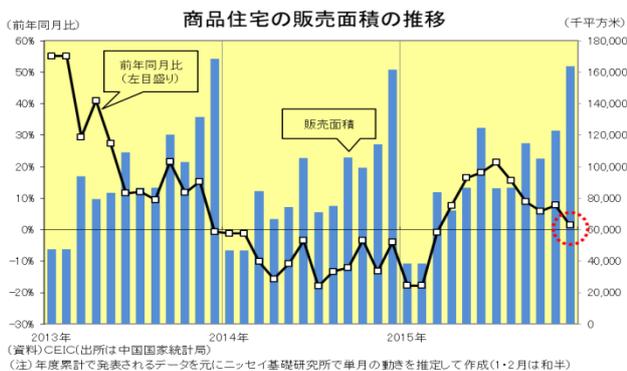
(図表-9)



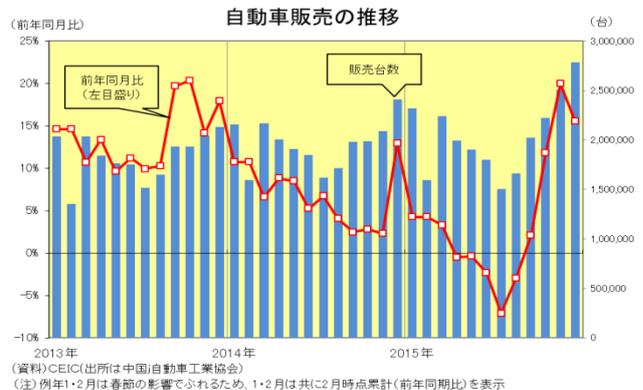
(図表-10)



(図表-11)



(図表-12)



4. 経済見通し

2015年は前述のとおり構造改革が本格化した年だったが、2016年はそれがさらに前進する年になるだろう。昨年の中央経済工作会議では、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が示されたからである。そして、構造改革の進展に伴って経営破綻や雇用流動化といった負のインパクトが働いて成長率を鈍化させるだろう。但し、李克強首相は「経済が合理的なレンジを外れる兆候があらわれた場合には、手を打つべき時に果敢な措置を講じる」として、財政政策などの発動で景気を下支えして失速を回避する姿勢を鮮明にしている。従って、2016年の経済成長率は前年比6.5%増、2017年も同6.5%増と緩やかな成長率の鈍化（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、最終消費は引き続き景気の牽引役となるものの、賃金の伸び鈍化と実質所得の目減りによって、実質GDP成長率へのプラス寄与は2015年よりも縮小すると見ている。また、総資本形成は製造業・不動産業では伸びの鈍化傾向が続くものの消費サービス関連・インフラ関連が堅調なことから2ポイント台半ばのプラス寄与、純輸出は欧米経済の回復が緩やかと見てゼロ近辺と想定している（図表-13、14）。

（図表-13）

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	6.5	6.5
最終消費	寄与度、%	3.7	4.6	4.0	3.8
総資本形成	寄与度、%	3.4	2.5	2.5	2.5
純輸出	寄与度、%	0.2	▲0.2	0.0	0.2
消費者物価	前年比、%	2.0	1.4	1.4	2.9

（図表-14）

	単位	2014年				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	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年同期比、%	7.3	7.4	7.1	7.2	7.0	7.0	6.9	6.8	6.6	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
消費者物価	前年同期比、%	2.3	2.2	2.0	1.5	1.2	1.4	1.7	1.5	1.5	1.3	1.1	1.8	2.6	2.9	3.0	3.0
預金金利(1年)	期末、%	3.00	3.00	3.00	2.75	2.50	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.15	6.15	6.15	6.12	6.14	6.11	6.36	6.49	6.50	6.55	6.60	6.60	6.60	6.60	6.60	6.60

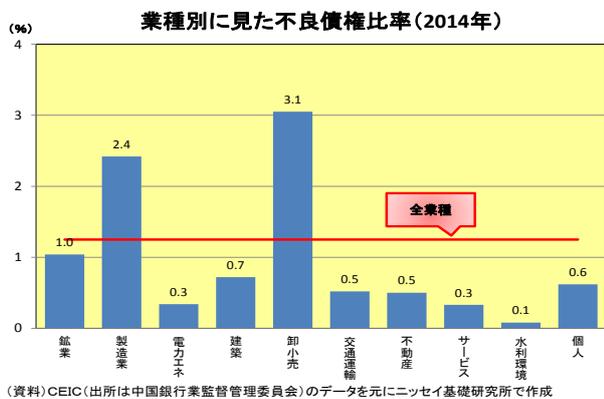
【下方リスクについて】

一方、下方リスクとしては、“雇用不安”、“金融不安”、“消費失速”の3つのリスクに注意したい。何故なら構造改革の推進は大きなリスクを伴うからである。第一に挙げた“雇用不安”に関しては、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。第二に挙げた“金融不安”に関しては、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。特に過剰生産設備を抱える製造業と電子商取引（EC）の隆盛の余波を受ける卸小売業には注意したい（図表-15）。第三に挙げた“消費失速”に関しては、昨年は輸出・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①ECの隆盛（図表-16）、②住宅販売（家具など）の持ち直し、③自動車販売の

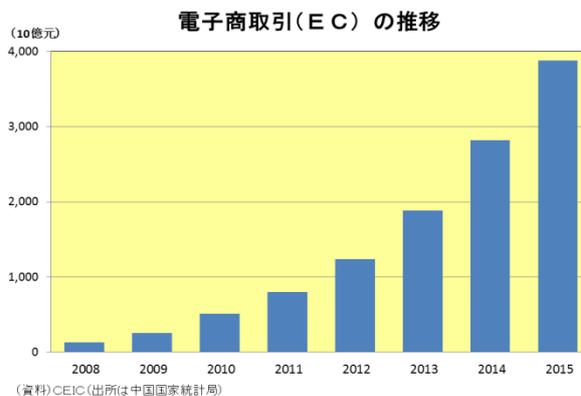
復調が3つの柱となった。今年もECはセキュリティ不安でも浮上しない限り好調と見られるが、自動車販売は株価下落の影響が懸念され、在庫を抱えた住宅販売にも陰りが見え始めている。

現下局面で構造改革を推進するという方針は正しいと評価しているが、“雇用不安”、“金融不安”、“消費失速”の3つのリスクを伴うだけに、中国政府には極めて難しい舵を取りが求められる。

(図表-15)



(図表-16)



(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。