

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 中国経済見通し

～デレバレッジ、住宅バブル崩壊、トランプ・リスクと不安材料は盛り沢山だが、6.5%前後の経済成長を維持すると予想

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1-10月期の消費者物価は前年同期比2.0%上昇と昨年と同1.4%上昇を上回った。工業生産者出荷価格も同2.5%低下と昨年と同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. 需要面の動きを見ると、消費は中間所得層の増加傾向を背景に比較的高い伸びを維持しており、今後もその傾向は続きそうだが、所得の伸び鈍化やインフレ率上昇がマイナス材料となり、伸びは小幅に鈍化すると見ている。減速に歯止めが掛からない投資は、今後も製造業の過剰設備・過剰債務の圧縮、バブル退治に伴う住宅着工の減速、インフラ投資のスピード調整などがマイナス材料だが、中国製造2025に関連する領域では積極的な投資が期待できることから、小幅な鈍化に留まると予想する。また、輸出は2年連続で前年割れとなるなど不振が長引いている。先行指標が改善したことは好材料だが、今後も輸出に大きな期待はできないだろう。
3. 一方、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。今後は将来に大きな禍根を残さぬように、住宅バブル退治に注力することになると見ている。
4. 経済見通しとしては、2016年の実質成長率は前年比6.6%増、2017年は同6.4%増、2018年は同6.4%増と、6.5%前後の経済成長を維持すると予想している。また、消費者物価は緩やかに上昇すると予想している。なお、リスクの所在としては、①過剰債務のデレバレッジ加速、②住宅バブルの崩壊、③米トランプ次期大統領の対中強硬策の3点が挙げられる。

## 【主なプラス材料】

- ① 中間所得層の増加傾向と雇用関連指標の安定
  - ② 中国製造2025に関連する領域での積極的な投資
  - ③ 新型都市化・環境対応に伴う巨大インフラ需要
  - ④ 世界経済の持続的回復と輸出先行指標の底打ち
- (注) 11月より石油製品など418品目の増値税還付率を17%に引き上げて、全額還付としたことも支援材料

## 【主なマイナス材料】

- ① 製造業の過剰設備・過剰債務の圧縮
- ② バブル退治に伴う住宅販売・着工の減速
- ③ 急激に伸びたインフラ投資のスピード調整
- ④ インフレ率上昇による実質所得の目減り
- ⑤ 自動車販売の反動減（小型車減税継続の可能性も）
- ⑥ トランプノミクスへの移行に伴う貿易黒字の削減

○2016年は、インフラ投資の加速や住宅バブルの容認などやや無理して成長率を高めた面がある  
⇒2017年以降の中国経済を考えると、マイナス材料が多くしかも影響も大きいいため、成長率目標は2016年の「6.5~7%」から「6.5%前後」へと引き下げざるを得なくなると見ている

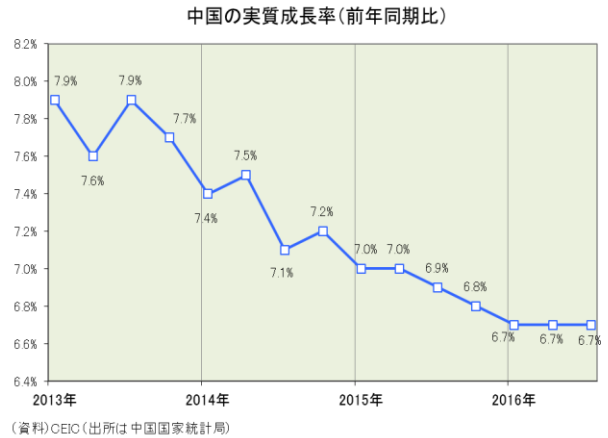
# 1. 経済成長とインフレ

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 四半期連続の同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したとともに、ここもと経済成長の足かせとなってきた工業部門が、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を示している。

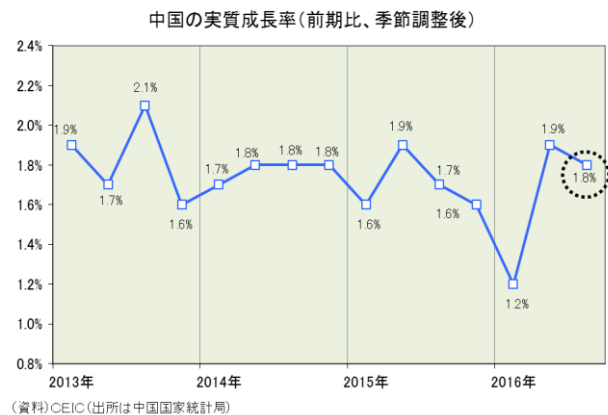
また、同時に公表された前期比の伸びを見ると、7-9月期は前期比1.8%増と年率換算すれば7.4%前後の高い伸びを示した。4-6月期の同1.9%増(改定後)からは0.1ポイント低下したものの、1-3月期の同1.2%増(年率換算4.9%前後)をボトムに、年率換算7%台の高い伸びを続けており、2016年の成長率目標である“6.5-7%”の達成がほぼ確実となった(図表-2)。

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の底打ちを受けてやや上昇した。1-10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2.5%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10月単月では前年同月比1.2%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。

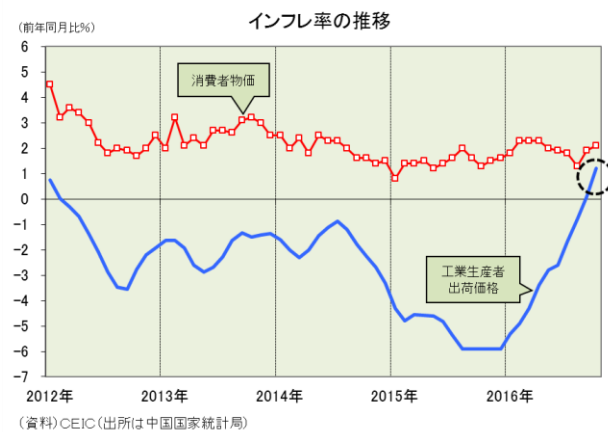
(図表-1)



(図表-2)



(図表-3)

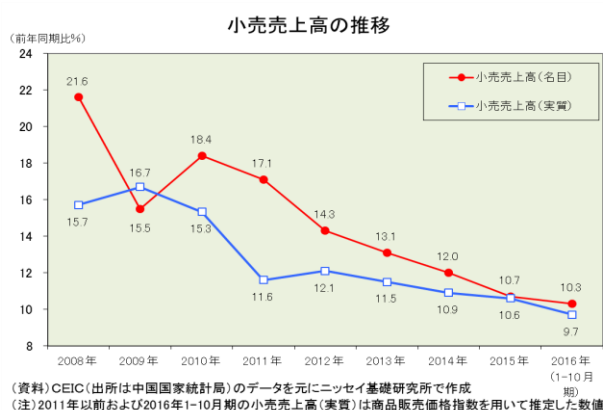


## 2. 需要面の動き

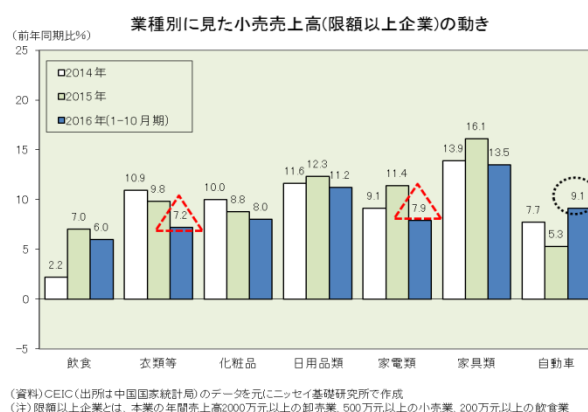
### 1 | 消費

消費は比較的高い伸びを維持している。消費の代表指標である小売売上高の動きを見ると、2016年1-10月期は前年同期比10.3%増と、昨年通期の同10.7%増を0.4ポイント下回った。また、インフレ率が上昇したことを受けて、価格要因を除いた実質では1-10月期に前年同期比9.7%増(推定<sup>1)</sup>)と昨年通期の同10.6%増を0.9ポイント下回っており、名目で見た以上に伸びが鈍化している(図表-4)。内訳を見ると、自動車は小型車減税(排気量1.6L以下)の影響で前年同期比9.1%増と伸びを回復したものの、その他については概ね伸びが鈍化しており、特に衣類や家電の鈍化が目立っている(図表-5)。

(図表-4)



(図表-5)



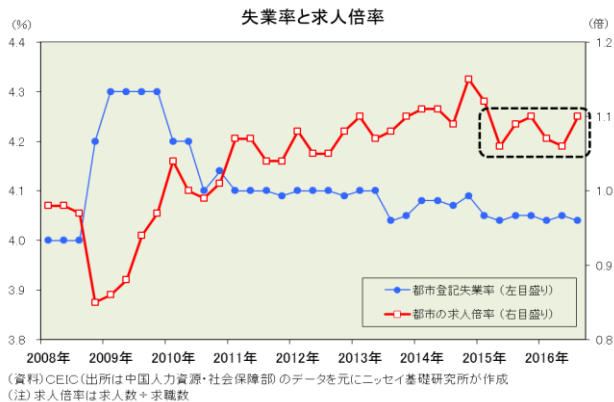
今後の消費動向を考えると、中間所得層の増加傾向が引き続き追い風となることに加えて、雇用指標にも大きな悪化が見られないことから<sup>2</sup>、比較的高い伸びを維持すると見ている(図表-6)。

しかし、2017年以降はこれまでの伸びを下回りそうである。ひとつのマイナス材料が所得の伸び鈍化である。昨年までの3年間は、価格要因を除いた実質ベースでの所得の伸びが経済成長率(実質)を上回る伸びを示したため、消費が中国経済を牽引することとなった。しかし、2016年に入り1-9月期の全国住民一人あたり可処分所得(実質)は、統計が公表され始めた2013年以降では初めて経済成長率(実質)を下回り、その追い風は弱まってきた(図表-7)。付加価値の伸びを超える賃金上昇を続ければインフレを招きかねないことから、今後は経済成長率を超えるような高い伸びは期待できない。もうひとつのマイナス材料がインフレ率の上昇である。前述のとおり2016年1-9月期の小売売上高は、実質ベースでは名目で見た以上に伸びが鈍化している。2017年以降も、原油価格などの緩やかな上昇を背景に、インフレ率は上昇傾向を辿ると見ていることから、実質ベースで見た所得の伸びは名目ベースで見た以上に鈍化する傾向が続くことになりそうだ。

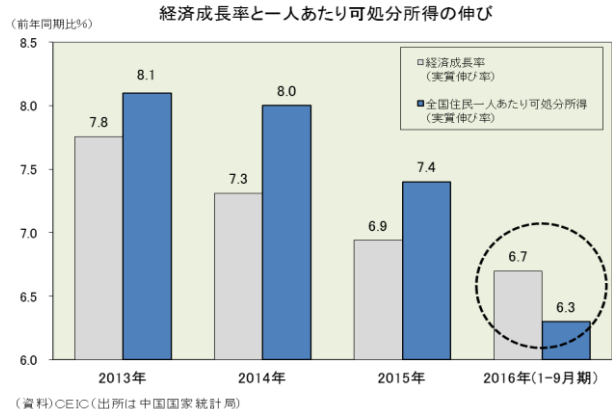
<sup>1</sup> 中国では、統計方法の改定時に新基準で計測した過去の数値を公表しない場合が多く、また1月からの年度累計で公表される統計も多い。本稿では、四半期毎の伸びを見るためなどの目的で、ニッセイ基礎研究所で中国国家统计局などが公表したデータを元に推定した数値を掲載している。またその場合には“(推定)”と付けて公表された数値と区別している。

<sup>2</sup> 中国政府は過剰生産能力削減を下期に加速する方針を示したことから失業増が懸念される。一方、その方針を示すまでの経緯を見ると、4月に再就職プランを配布するなど人員再配置・再就職に万全を期して準備を進めてきた。従って、今回の過剰生産能力削減加速を直接の原因として雇用不安に陥る可能性は低いと見ている。但し、民間投資の急減速などその他の要因で雇用不安に陥る恐れは残る。

(図表-6)



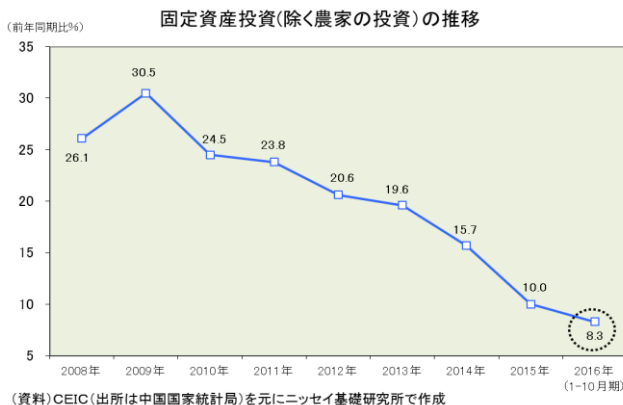
(図表-7)



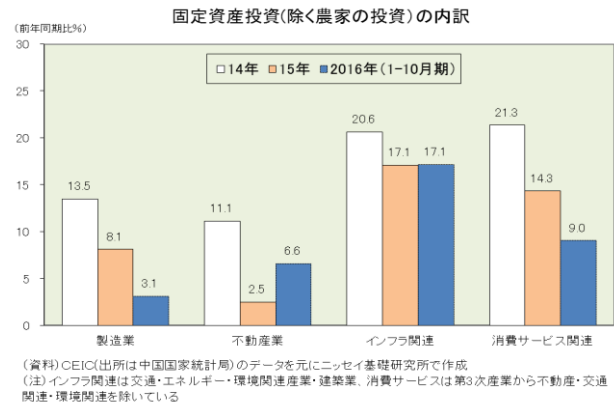
## 2 | 投資

投資は引き続き減速している。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、1-10月期に前年同期比 8.3%増と、昨年通期の同 10.0%増を 1.7 ポイント下回った（図表-8）。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 3.1%増と 5.0 ポイント低下、消費サービス関連も同 9.0%増と 5.3 ポイント低下した。一方、不動産業は同 6.6%増と低水準ながらも昨年通期の同 2.5%増を 4.1 ポイント上回り、水利・環境・公共施設管理業などインフラ関連は同 17.1%増と昨年並みの高い伸びを維持している（図表-9）。

(図表-8)



(図表-9)



今後の投資動向に関しては、過剰設備・過剰債務を抱える製造業では、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企業が増えると見て、2017年以降も引き続き低位の伸びを予想している。但し、「中国製造 2025」に関連する領域では中国政府の支援もあって積極的な投資が期待できるため、製造業全体では前年割れを回避し、低位ながら一桁台前半の伸びは維持できるだろう。

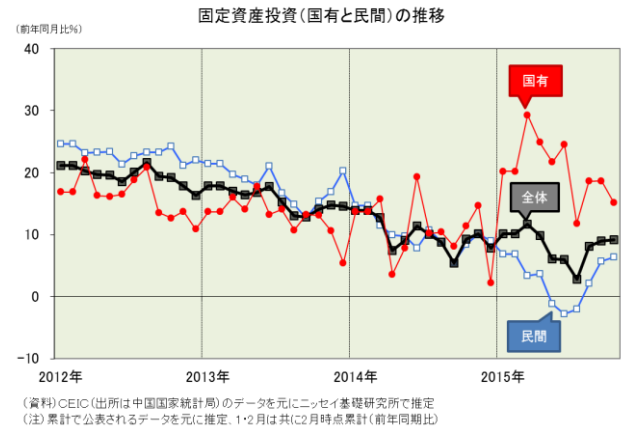
不動産業の投資に関しては、2016年は住宅サイクルが悪循環を脱したことを受けて前年を上回る伸びとなりそうだが、ここもとの住宅価格急騰を受けて中央政府と地方政府が一斉にバブル退治に動き出した（詳細は後述）。2017年以降の不動産業の投資は一桁台半ばの伸びに留まると予想する。

消費サービス関連に関しては、店舗販売から電子商取引（EC）へシフトするなど潮流が大きく変化する局面にある。中間所得層の増加傾向が追い風となる文化・体育・娯楽や教育、ECへのシ

フトで物流網整備関連（農村のサービス拠点、コールドチェーン構築など）の伸びは引き続き高い伸びを続けるだろう。但し、店舗販売の不振に歯止めを掛けるのは難しく、消費サービス関連全体では一桁台の伸びに留まると見ている。

インフラ関連に関しては、2016年上期に景気テコ入れのために投資を加速させた反動で下期にはスピード調整しており、2017年以降は引き続き高い伸びを維持するものの10%台半ばの伸びに留まると見ている（図表-10）。但し、中国では、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）<sup>3</sup>」に伴う交通物流関連の需要が大きいため、来年の成長率目標を下回る恐れが出てきた場合は、長期計画を前倒して20%前後の高い伸びを維持する可能性もある。

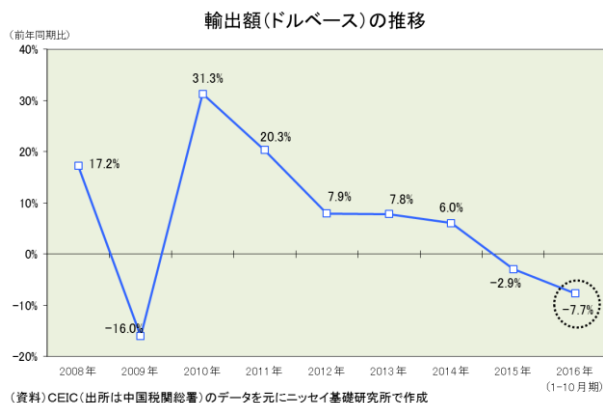
（図表-10）



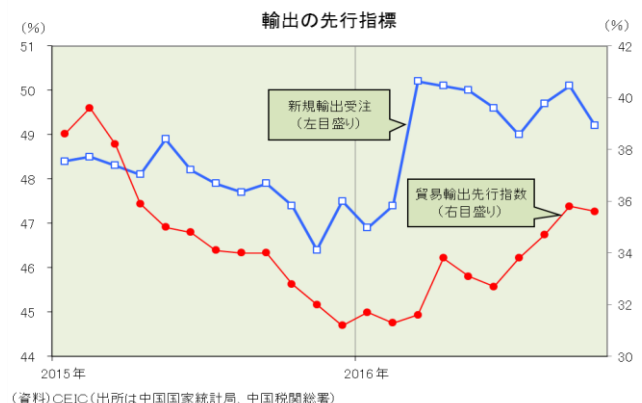
### 3 | 輸出

輸出は不振が長引いている。輸出額（ドルベース）の動きを見ると、1-10月期に前年同期比7.7%減と、昨年通期の同2.9%減に続き2年連続で前年割れとなっている（図表-11）。こことも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）がやや上向いてきており、2016年に関してはマイナス幅が若干縮小する可能性がある（図表-12）。しかし、米国では2017年1月20日にトランプ大統領が誕生する。同氏は選挙キャンペーン中に、中国を「為替操作国」に認定し45%の高関税を課すとの厳しい姿勢を示していた。現時点では、中国をターゲットにして、輸入全品に及ぶような広範囲に高関税を課すような深刻な事態に至るとは見えないものの、中国にとって米国は貿易黒字の半分近くを稼ぎ出すドル箱だけに、対米輸出には減少圧力が掛かり、対米輸入には増加圧力が掛かることになるだろう。今後も輸出に大きな期待はできない。

（図表-11）



（図表-12）



<sup>3</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。なおこれに関連して、2016年5月11日には投資総額4.7兆元に及ぶ交通インフラ整備3ヵ年計画（2016-18年）が発表された。

### 3. 金融政策は景気重視からバブル退治へ

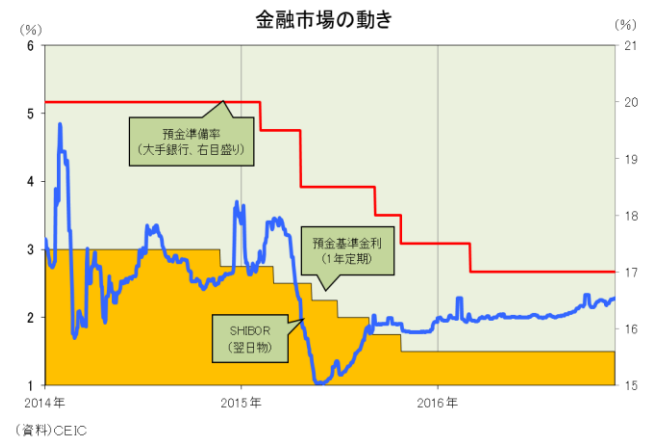
2016年1-10月期の金融政策の動きを振り返ると、年明けに株価が急落し、人民元が資金流出懸念から売られる中で、中国人民銀行は3月1日に市中銀行から強制的に預かる資金の比率である預金準備率を0.5%引き下げた(図表-13)。過剰設備・過剰債務の調整を進める上で、その痛みを和らげるための措置とされた。また、ドル売り元買い介入が増える中で、金融市場に人民元建て資金を供給する必要があったことも背景と見られる。

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-13)。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)を越えてその後も最高値を更新中である<sup>4</sup>。また、10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5%)上回ったに過ぎないものの、深圳市では前回高値から79.4%上昇、上海市では同47.0%上昇、北京市では同34.6%上昇するなど巨大都市では住宅バブル懸念が強まっている(図表-14)。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ている。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。景気不安が薄れた中で、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、中国銀行業監督管理委員会(銀监会)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-13)



(図表-14)



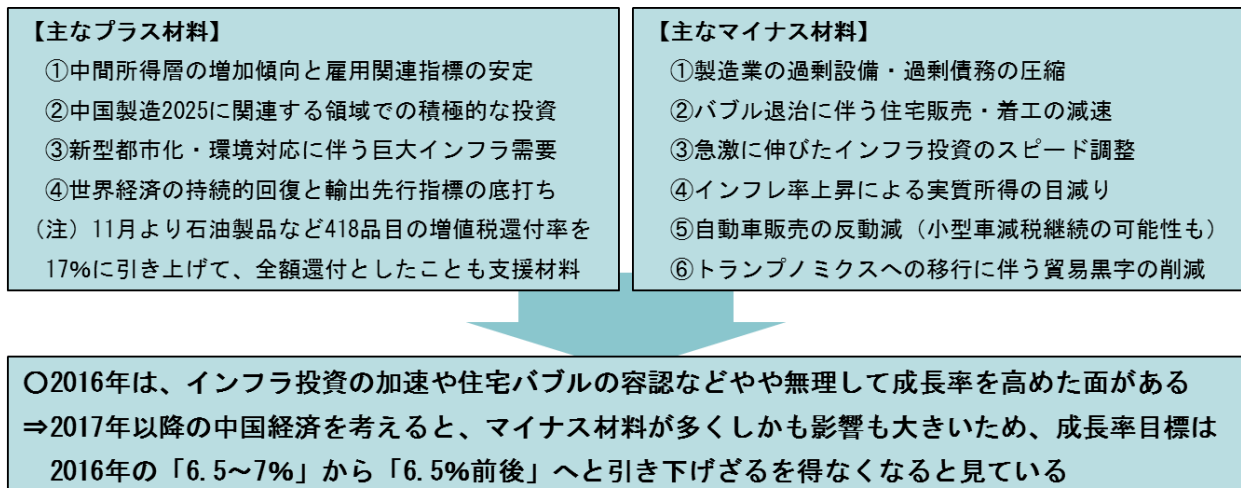
<sup>4</sup> 住宅価格は、中国国家统计局が毎月公表する「70大中都市住宅販売価格変動状況」の中で、新築分譲住宅価格(除く保障性住宅)を用いている。また、2016年1月以降の2010年基準指数及び70都市平均を定期公表されていないためニッセイ基礎研究所で推定している。

## 4. 経済見通し

### 1 | ポイントの整理

今後の中国経済を見通す上で重要と考えられるポイントを整理したのが図表-15である。主なプラス材料としては、①中間所得層の増加傾向と雇用関連指標の安定、②中国製造 2025 に関連する領域での積極的な投資、③新型都市化・環境対応に伴う巨大インフラ需要、④世界経済の持続的回復と輸出先行指標の底打ちが挙げられる。一方、主なマイナス材料としては、①製造業の過剰設備・過剰債務の圧縮、②バブル退治に伴う住宅販売・着工の減速、③急激に伸びたインフラ投資のスピード調整、④インフレ率上昇による実質所得の目減り、⑤自動車販売の反動減、⑥トランプノミクスへの移行に伴う貿易黒字の削減が挙げられる。このように、2017年以降の中国経済を考えると、マイナス材料が目立ちしかも影響も大きいと見られるため、2017年の成長率目標は2016年の「6.5～7%」から「6.5%前後」へ引き下げざるを得なくなるだろうと考えている。

(図表-15)



### 2 | 経済見通し

経済見通しとしては、2016年の実質成長率は前年比6.6%増、2017年は同6.4%増、2018年は同6.4%増と、6.5%前後の経済成長が続くと予想する。個人消費は、中間所得層の増加傾向が引き続き追い風となることに加えて、雇用指標にも目立った悪化が見られないことから、比較的高い伸びを維持すると見ている。但し、賃金上昇率の鈍化に加えて、インフレ率の上昇で実質所得が目減りすることから、最終消費の寄与度は小幅に減少するだろう。一方、投資は、過剰設備を抱える製造業の過剰債務の圧縮、バブル退治に伴う住宅着工の減速、インフラ投資のスピード調整などで減速すると見られるものの、「中国製造 2025」に関連する領域では中国政府の支援もあって積極的な投資

(図表-16)

経済予測表

	単位	2015年	2016年	2017年	2018年
		(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	6.9	6.6	6.4	6.4
最終消費	寄与度、%	4.1	4.4	4.1	4.0
総資本形成	寄与度、%	2.9	2.7	2.6	2.6
純輸出	寄与度、%	▲0.1	▲0.5	▲0.3	▲0.2
消費者物価	前年比、%	1.4	2.0	2.4	2.7

が期待できることから、小幅な鈍化に留まると予想する。また、消費者物価は原油高や人民元安に伴う輸入物価上昇を受けて緩やかに上昇していくと予想している（図表-16）。

金融市場の動向としては、米国では景気拡大の歩調に合わせてゆっくりと政策金利が引き上げられていくと想定している。一方、中国では第13次5ヵ年計画（2016-20年）で成長率目標を「6.5%以上」と打ち出したこともあり、その達成のためには「穏健な金融政策」を維持せざるを得ないことから、利上げはしばらく見送ると予想している。従って、米中金利差は2017年も縮小する可能性が高く、人民元は弱含みの展開が続くと見ている。その後2018年に入る頃には、原油高や人民元安に伴う輸入物価上昇が徐々に消費者物価にも反映してくるため、中国人民銀行は米国に追随する形で利上げに転じ、人民元の下落に歯止めが掛かると予想している（図表-17）。

（図表-17）

	単位	2016年				2017年				2018年			
		1-3 (実績)	4-6 (実績)	7-9 (実績)	10-12 (予測)	1-3 (予測)	4-6 (予測)	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、%	6.7	6.7	6.7	6.5	6.4	6.3	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
消費者物価	前年同期比、%	2.1	2.1	1.7	2.2	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7	2.6
預金基準金利(1年)	期末、%	1.50	1.50	1.50	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	6.46	6.63	6.68	6.80	6.85	6.90	7.00	7.00	7.00	6.90	6.80	6.70

### 3 | リスクの所在

リスクの所在としては、①過剰債務のデレバレッジ加速<sup>5</sup>、②住宅バブルの崩壊<sup>6</sup>、③米トランプ次期大統領の対中強硬策<sup>7</sup>の3点が挙げられる。現時点では、いずれもメインシナリオには成り得ないと見ているが、今後の成り行き次第では中国経済を揺さぶりかねない深刻な問題でもある。引き続き今後の動向に細心の注意を払いたい。

（図表-18）

なお、住宅バブルに関しては、図表-18に示した微調整ライン（A）を下回らなければ経済への影響は軽微に留まるが、Aを下回るようだとその他の景気指標を精査した上で経済見直しを見直す必要がでてくると考えている。さらに、デッドライン（B）を下回るようだと、住宅バブル崩壊の恐れが浮上することから、過剰債務問題や不良債権問題<sup>8</sup>と結び付いて金融システム不安に陥らないかを再点検する必要がでてくると考えている。

新築住宅販売価格の推移



（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  
（注）新築住宅販売価格は06年12月＝100として指数化した70都市の平均、10年12月までは旧方式のデータを使用

<sup>5</sup> 「中国経済：過剰債務問題の本質と展望」ニッセイ基礎研レポート 2016-09-23 を参照

<sup>6</sup> 「図表でみる中国経済（住宅市場編）～住宅バブルの現状と注目点」ニッセイ基礎研レター 2016-11-1 を参照

<sup>7</sup> 「トランプノミクスと中国経済～中国は「為替操作国」に認定されて深刻な打撃を受けるのか？」研究員の眼 2016-11-18 を参照

<sup>8</sup> 「図表でみる中国経済（不良債権編）」ニッセイ基礎研レター 2016-07-15 を参照

（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はありません。