

---

---

# 中国経済展望

2017年3月

 株式会社 日本総合研究所

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/china/>

- ◆本資料は2017年2月27日時点で利用可能な情報をもとに作成
  - ◆本資料に関するご照会先  
調査部 関辰一 (Tel:03-6833-6157 Mail:seki.shinichi@jri.co.jp)
- 
-

# 資産バブルの抑制に動く政府

## ◆現状：景気減速は一服

中国では、実質成長率の低下に一旦歯止めがかかるなど、景気減速の動きが一服。鉄鋼や建機などの一部の分野では、生産の持ち直しが鮮明になり、企業収益が急回復。

この背景には、減速が続く民間投資の穴を埋めるべく、国有企業の固定資産投資やインフラ投資など公共部門の投資が拡大しているほか、利下げを受けて住宅市場が活性化するなか不動産開発投資が拡大していることが指摘可能。

## ◆展望：景気は再減速

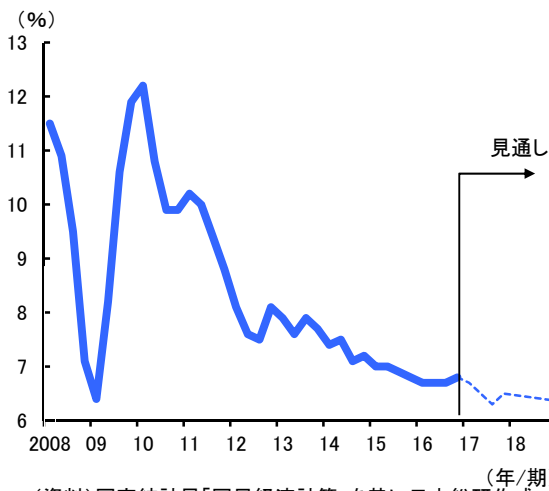
今後を展望すると、公共部門の投資が引き続き景気を下支えする見通し。2016年12月に開かれた中央経済工作会議では、2017年にさらなる「積極的な財政政策」と採ると決定するなど、政府は景気を下支えする姿勢を明確化。

もっとも、企業部門の構造調整が景気回復の足枷になるほか、小型車減税など家計支援策による景気押し上げ効果も減退するなか、景気は再び減速する見通し。経済成長率は2017年6.5%、2018年6.4%と予想。

他方、当局は金融を緩和して設備投資を促進してきたものの、民間企業の投資は盛り上がりず、緩和マネーはシャドバンキングや住宅市場などの資産市場に流入。代表的なシャドバンキングの資金調達ツールである銀行理财产品の2016年6月末の残高は26.3兆元と前年同月比41.9%増。また、住宅価格は沿海大都市の北京や上海、深センのみならず、合肥や南京などの内陸都市でも、前年比3割超と高騰。

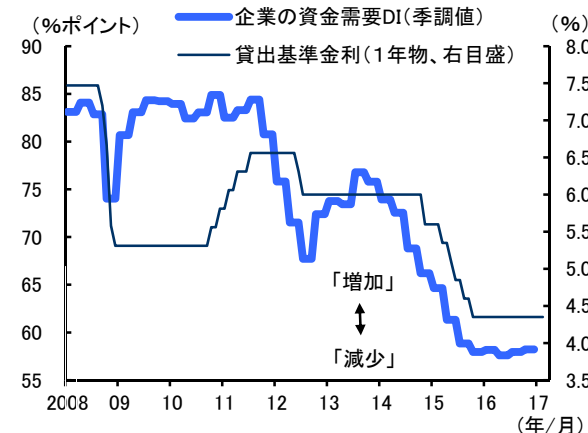
こうしたなか、当局は資産バブルの抑制をねらいに、インターバンク市場での資金供給抑制やリバースレポ金利の引き上げ（2月3日）などによって金融政策を引き締め方向に微調整。その結果、短期金利が上昇。今後、資産価格調整が本格化するリスクに留意の要。

### 実質GDP成長率(前年比)



(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

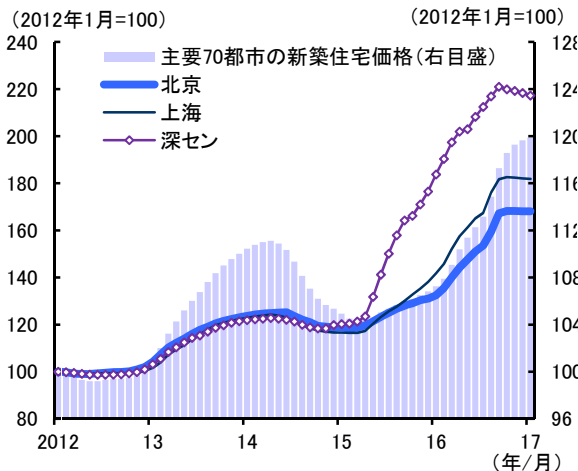
### 企業の資金需要と政策金利



(資料) 中国人民銀行「銀行家問巻調査報告」

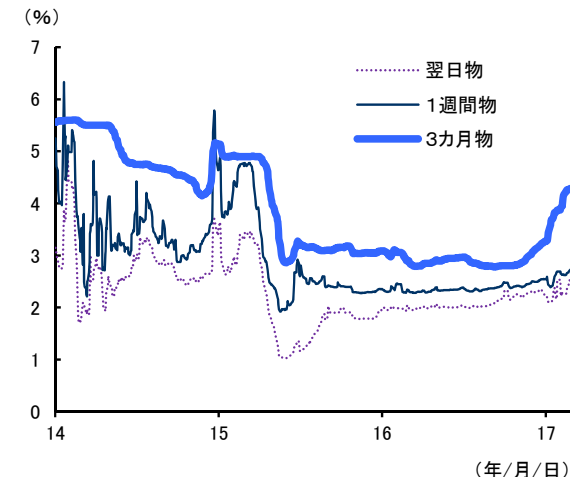
(注) 資金需要DIは「資金需要増加」-「減少」+50。調査対象は全国約3,100の銀行。日本総研が季節調整。

### 新築住宅販売価格



(資料) 国家統計局「70大中城市住宅销售价格變動情況」、Thomson Reutersを基に日本総研作成

### 短期市場金利 (SHIBOR)



(資料) Datastream

# 貿易摩擦の火種となる大きな対米貿易黒字

## ◆輸出：下げ止まり

ここ2年間、輸出額の減少傾向が続いたものの、1月には前年同月比3.1%増と下げ止まり。とりわけ米国向けは3カ月連続で増加。2017年は1月27日から2月2日までが春節休み（2016年は2月7日から13日まで）であったこと、春節休みに入ると輸出の作業が滞ることを踏まえれば、輸出回復の実勢は統計数値以上に強いとみるべき。

先行き、輸出は米国向けを中心に増加基調に転じる見通し。米国は内需主導で成長ペースが徐々に高まる方向にあるほか、アジア諸国の需要回復もあって、輸出向け新規受注も改善傾向。他方、不安定さが残る資源価格や世界的な保護貿易ムードの強まりが懸念され、輸出の下振れリスクは残存。とりわけ、トランプ新政権による米通商政策の行方が中国輸出をめぐる最大のリスク要因。

## ◆輸入：持ち直しの動き

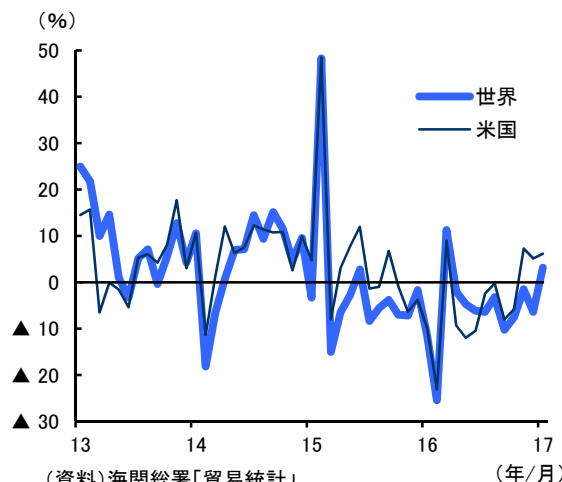
1月の輸入額は前年同月比15.4%増と、持ち直しの動き。輸入価格が上昇したほか、輸入数量も総じて増加。ただし、春節休み前の前倒し輸入があったことを勘案すると、輸入回復の実勢は統計数値より弱い動きである公算大。

## ◆対米貿易収支：大きな黒字

2016年の対米貿易黒字は2,540億ドルと、貿易黒字総額の46.4%。繊維・玩具・履物、電気機械など幅広い分野で黒字を記録。

米国が対中貿易赤字の解消に向け、中国産の繊維・玩具・履物や電気機械に高い関税を課せば、米国内の対象品目の小売価格上昇を通じて、低所得者の生活を圧迫するため、トランプ政権支持率を落とす可能性。そのため、関税が引き上げられる場合には、金属類や化学製品が対象になる可能性あり。

輸出額(前年比、米ドルベース)

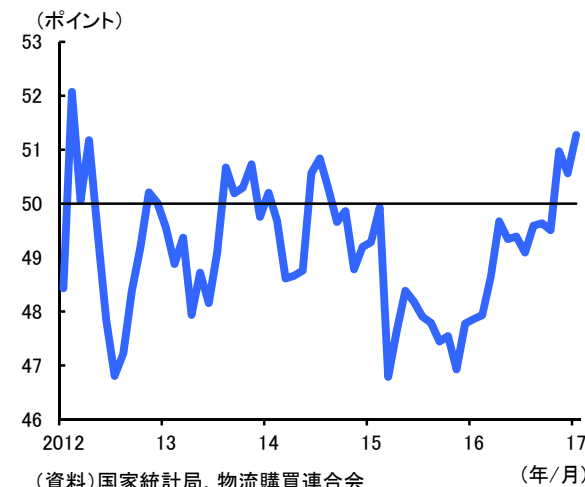


(資料)海関総署「貿易統計」

(年/月)

(注)2016年の米国向け輸出額は全体の18%。

製造業PMI輸出向け新規受注指数(季調値)

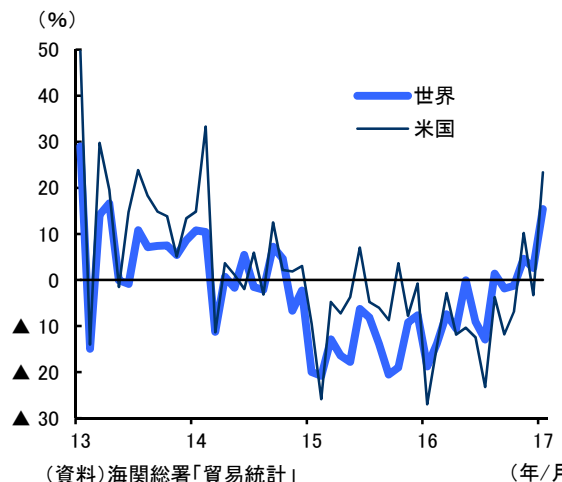


(資料)国家统计局、物流購買連合会

(年/月)

(注)日本総研が季節調整。

輸入額(前年比、米ドルベース)

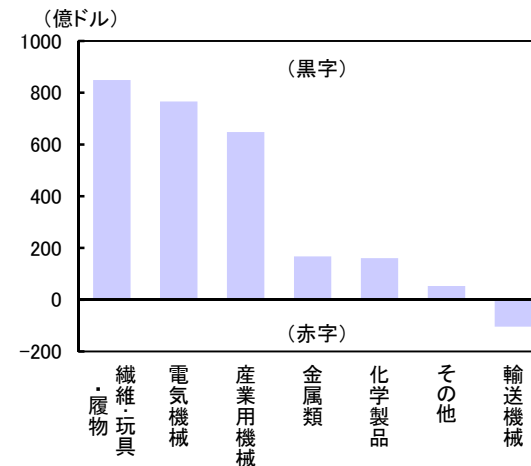


(資料)海関総署「貿易統計」

(年/月)

(注)2016年の米国からの輸入額は全体の9%。

対米貿易収支



(資料)海関総署「貿易統計」を基に日本総研作成

# 顕在化する小型車減税措置縮小の影響

## ◆個人消費：増勢は鈍化

実質小売売上高の伸び率は趨勢的に低下基調。2016年通年では前年比8.4%増と、2015年の同9.3%増から▲0.9%ポイント低下。名目小売売上高の伸び率も同▲0.3%ポイント低下。内訳をみると、通信機械、家電、衣料品の売上高が、それぞれ▲17.4%、▲2.7%、▲2.8%低下。

この背景には、企業部門の構造調整による所得雇用環境の悪化。10～12月期の求人数は前年同期比▲4.0%と8四半期連続で減少。製造業のみならず、運輸・保管業、飲食・宿泊、卸小売業など、幅広い業種において労働需要が減少。雇用環境が悪化するなか、2016年の一人当たり可処分所得の伸び率は前年比6.3%増と、2015年の同7.4%増から減速。

## ◆自動車販売の伸び率が大幅に低下

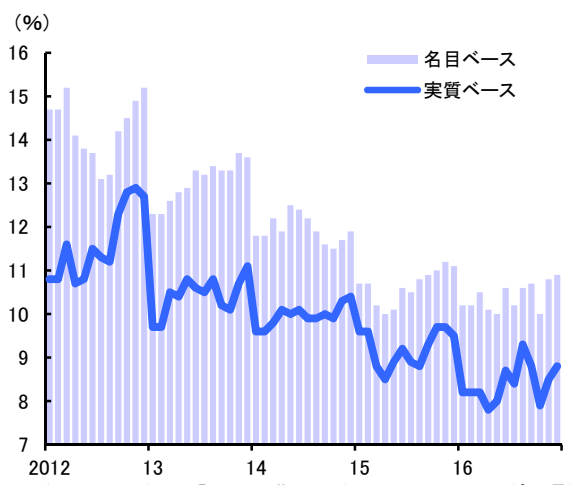
中国汽车工业协会によると、1月の自動車販売台数は前年同月比0.2%増と、伸び率は2016年12月の同9.5%増から大幅に低下。

背景として、まず、春節休みにより工場や運輸業、ディーラーなどの営業日数が前年同月に比べて1日少なかったことが指摘可能。その分、工場出荷ベースの販売統計が下振れ。

加えて、小型車減税措置縮小の影響も顕在化。実際、1月の1営業日あたりの販売台数は同6.1%増と、2016年12月の同14.7%増から大きく鈍化。

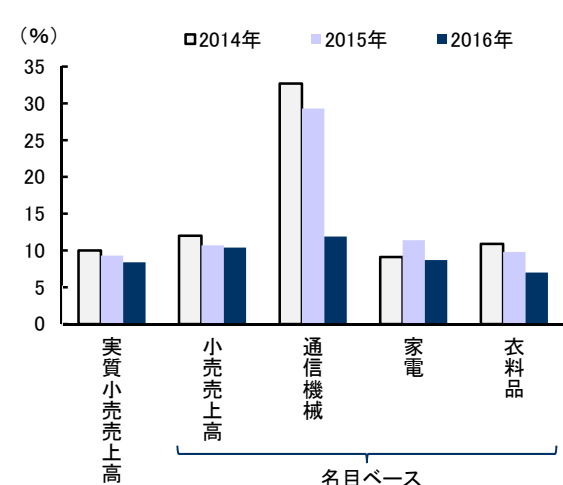
通常、排気量1,600cc以下の小型車の取得税率は10.0%だが、2015年10月から2016年末まで5.0%に引き下げられていたため、その間の自動車販売台数は急増。自動車産業の生産活動拡大は、景気の大きな下支えとなっていたが、2016年末には景気失速懸念が後退したため、当局は2017年初から取得税率を7.5%に引き上げ。当面、自動車販売台数は減速傾向が続く見込み。

## 小売売上高(前年比)



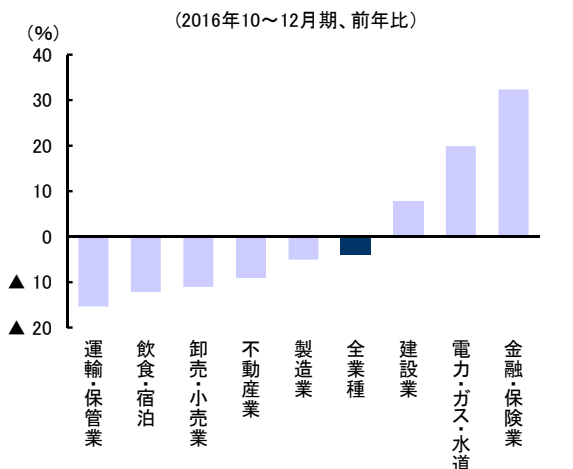
(資料)国家统计局「社会消费品零售总额」 (年/月)  
(注)CPI上昇率で実質化、1月と2月は1～2月の合計。

## 品目別小売売上高(前年比)



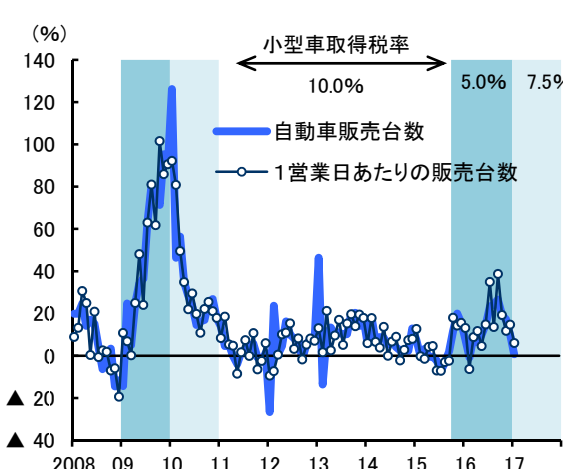
(資料)国家统计局「社会消费品零售总额」「居民消费价格」

## 業種別の求人数



(資料)中国人力資源市場信息監測中心「2016年第四季部分都市公共就業服務機構市場供求狀況分析」

## 自動車販売台数(前年比)



(資料)中国汽车工业协会「汽車工業經濟運行情況」 (年/月)を基に日本総研作成

# 調整圧力が高まる企業セクター

## ◆固定資産投資：減速傾向

2016年の固定資産投資は前年比8.1%増。伸び率は2015年から▲1.9%ポイント低下。とりわけ、民間固定資産投資は大きくスローダウン。この背景として、過剰設備・過剰債務を抱える状況の中で企業が新たな投資に慎重になったことが指摘可能。実際、2014年11月以降に政策金利が計6回引き下げられたものの、企業の資金需要DIが持ち直す動きは見られず。

減速する民間投資の穴を埋めて景気をテコ入れするため、国有企業（含む政府機関）の固定資産投資は同18.7%増と、伸び率は2015年から7.8%ポイント上昇。

## ◆不動産開発投資の増勢は鈍化する見通し

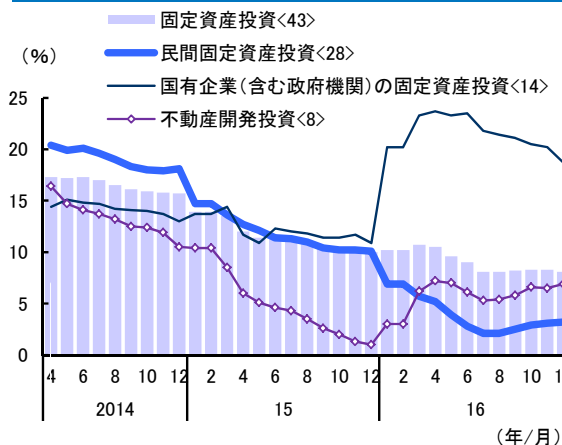
2016年の不動産開発投資は前年比6.9%増と、昨年から5.9%ポイント上昇。利下げを受けて、住宅販売が拡大したことが背景。今後、ローンの頭金比率引き上げ等の住宅価格抑制策を受けて、住宅販売は頭打ちとなり、不動産開発投資の増勢が鈍化する見通し。

## ◆政府保証により過剰債務問題が深刻化

中国では、政府が国有企業の債務を暗黙に保証。例えば、2012年4月に上場繊維メーカーの社債がデフォルトになるところであったが、地方政府の保証の下、銀行が救済融資を行ったことで、社債のデフォルトを回避。

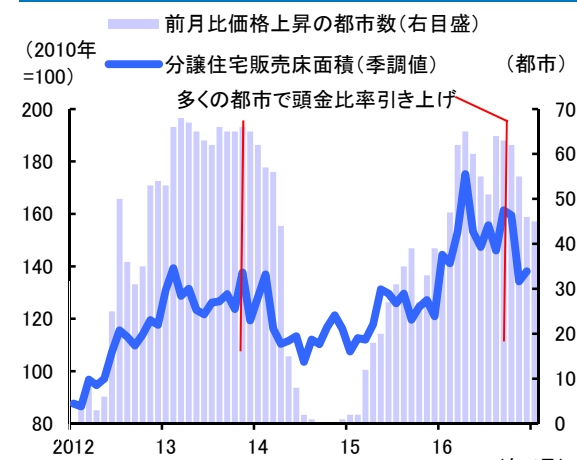
政府保証の存在によって、国有企業の資金調達構造が歪められ、企業の債務問題が深刻化。実際、経営効率が高い民間企業よりも、政府保証を得られる国有企業の方が低いコストで資金を調達できる状況。これにより、国有企業は返済能力を上回る規模の債務を負いやすくなる一方、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなるという、いわゆるモラルハザード問題が発生。

### 固定資産投資（年初累計、前年比）



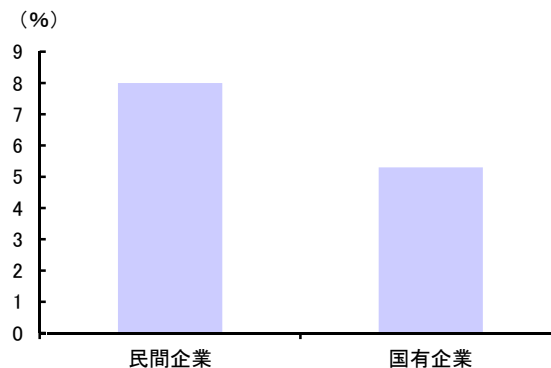
(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」  
(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

### 住宅販売と価格上昇都市数



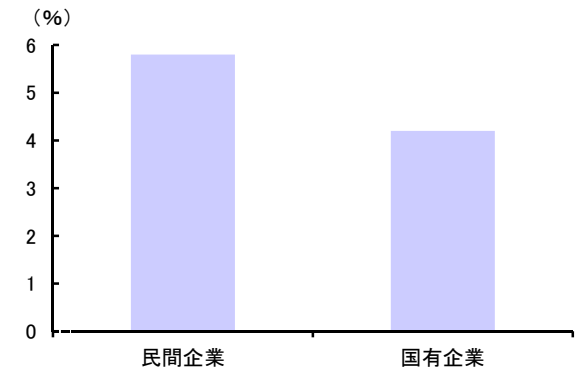
(資料) 国家統計局「全国房地產開發投資和銷售情況」、「70大中城市住宅銷售價格變動情況」  
(注) 日本総研が住宅販売床面積を季節調整。

### 総資産利益率(ROA)



(資料) Wind Databaseを基に日本総研作成  
(注) 2016年12月1日時点において上海証券取引所で取引される民間企業の公司債203銘柄、国有企業の公司債561銘柄の発行体企業のROA(2011~2015年)を集計。

### 社債の平均利回り



(資料) Wind Databaseを基に日本総研作成  
(注) 2016年12月1日時点において上海証券取引所で取引される民間企業の公司債203銘柄、国有企業の公司債561銘柄の表面利回りを集計。



## 3兆ドルを下回った外貨準備高

### ◆物価：春節で価格が一時的に上昇

1月のCPIは前年同月比+2.5%と、上昇幅が2016年12月から0.4%ポイント拡大。春節が前年より前倒しされたため、航空券や長距離バスなどを含む交通・通信価格の上昇がCPIを0.2%ポイント、旅行価格の上昇が0.1%ポイント押し上げ。

もっとも、2月のCPIは前年同月の価格水準が春節で高かったため、1月から伸びは低下する公算大。インフレ率の基調は弱い内需を受けて、横ばい圏内で推移する見通し。

1月のPPIは前年同月比+6.9%と、上昇幅が拡大。この背景には、公共投資の拡大に伴う建設資材価格の上昇、輸入価格の上昇といった実体経済面の要因に加え、緩和マネーによる鉱物資源など商品市況に対する投機的動きが指摘可能。

### ◆人民元レート：元安は一服

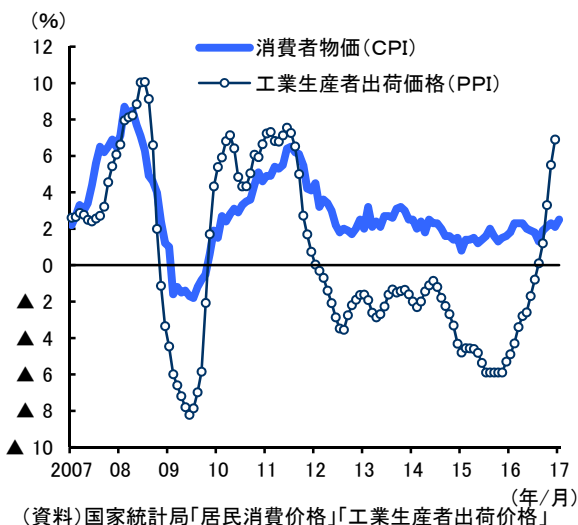
人民元は米ドルに対して減価の方向。他方、2016年後半には円に対して増価の動き。

中国外貨交易中心（China Foreign Exchange Trade System）によると、名目実効為替レートであるCFETS指数は2016年後半に元安が一服。これは、中国からの資金流出に歯止めがかかりつつあることを示唆。資本規制の強化、景気減速に対する不安後退、元買い・ドル売りの為替介入が、為替の安定に寄与。

もっとも、資金流出圧力は残存。過剰債務・過剰設備などの構造問題は解消されていないなか、2017年の景気は再び減速する見通し。加えて、米国の金利上昇も中国からの資金流出圧力に。さらに、外貨準備高は1月末時点で2兆9,982億ドルと、ここ2年半で1兆ドル減少。外貨繰りに対する懸念も一部で浮上。

こうした状況下、資本規制の早期緩和、人民元の国際化の加速は期待薄。

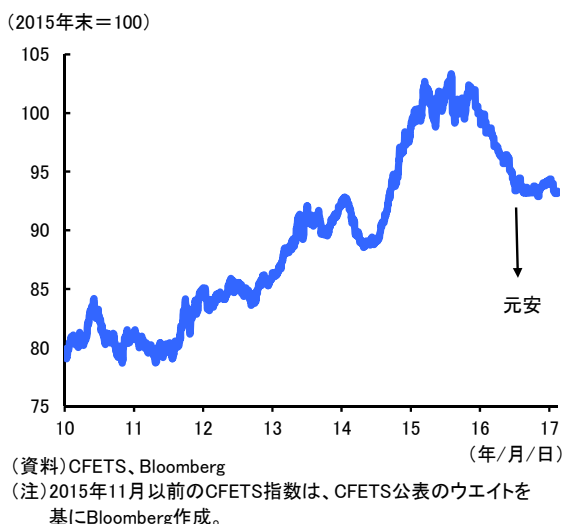
### CPIとPPI(前年比)



### 人民元レート



### CFETS人民元為替レート指数



### 外貨準備高

