

浜銀総研 News Release



2015年9月9日

2015年・2016年の中国景気の見通し（2015年9月版）

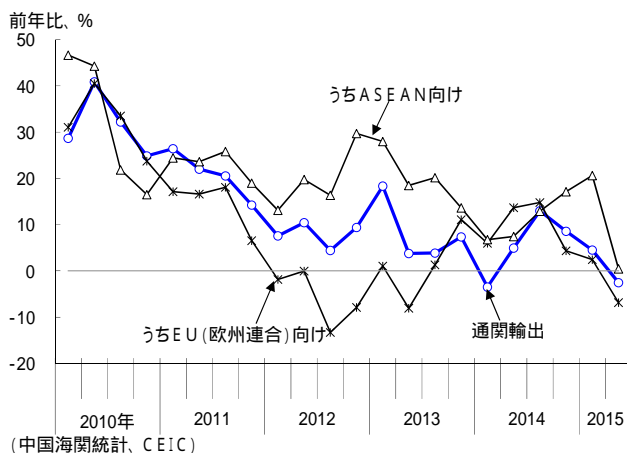
- 各種対策により景気は一時持ち直すも、2016年には再び成長鈍化へ -

1. 中国の景気の現状

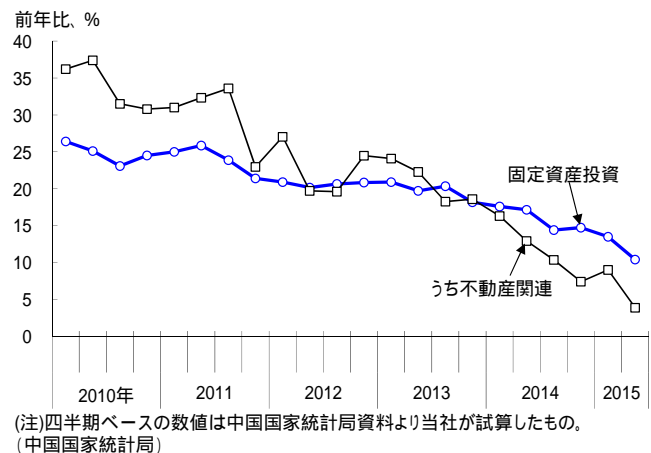
（4～6月期は2期連続の低成長）

2015年4～6月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+7.0%と、6年ぶりの低成長だった前期と同じ成長率にとどまった。4～6月期には、通関輸出が前年比-2.5%（前期は同+4.5%）と2014年1～3月期以来の減少となった（図表1）。通関輸出の内訳をみると、EU（欧州連合）向けが前年割れに転じたほか、ASEAN向けも大幅に減速した。これは、海外景気の回復が緩慢なペースにとどまったことに加えて、通貨人民元の実質実効為替レートの上昇基調が続いたことも影響したとみられる。また同期の固定資産投資も同+10.4%（前期は同+13.5%）と、不動産関連（1～3月期：同+9.0% 4～6月期：同+3.9%）の大幅な減速もあり、伸び率が2002年10～12月期以来の低水準となった（図表2）。さらに、個人消費の動向を表す小売売上高も4～6月期には同+10.2%（前期は同+10.6%）とやや増勢が弱まった。

図表1 通関輸出が前年水準割れ



図表2 固定資産投資の伸びが鈍化

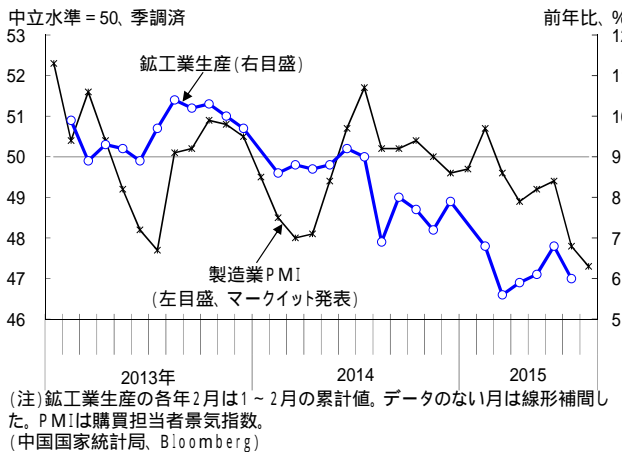


（7月以降の景気も減速基調だが、住宅市場には持ち直しの動きが出現）

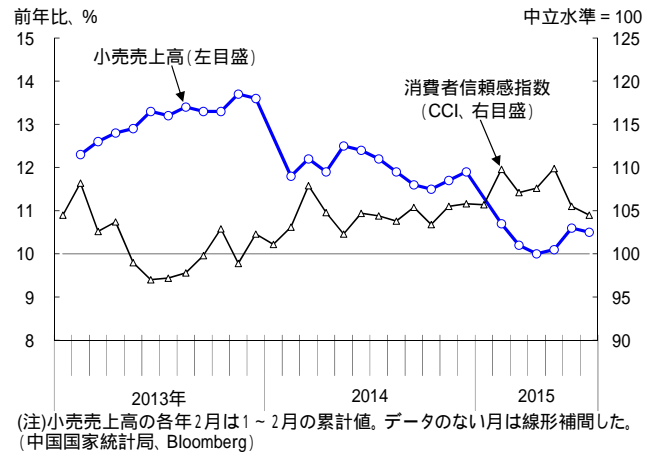
直近の月次指標も、景気が緩やかな減速基調にあることを示唆している。まず、企業部門では、7月の鉱工業生産が前年比+6.0%と前月の同+6.8%から減速した（図表3）。業種別には、コンピューター・通信・その他の電子設備が増勢を強めたものの、自動車が減産となった。8月の製造業PMI（マークイット発表）が47.3（中立水準は50）と2009年3月以来の低水準となっており、中小企業を中心に製造業の景況感が一段の弱含みとなっている。この状況下で、7月の製造業の固定資産投資が前年比+6.9%（前月は同+8.9%）と2か月連続で減速していることが示

すように、足元では国内の製造企業が設備投資を控えている姿勢がうかがえる。

図表3 製造業の景況感は弱含み

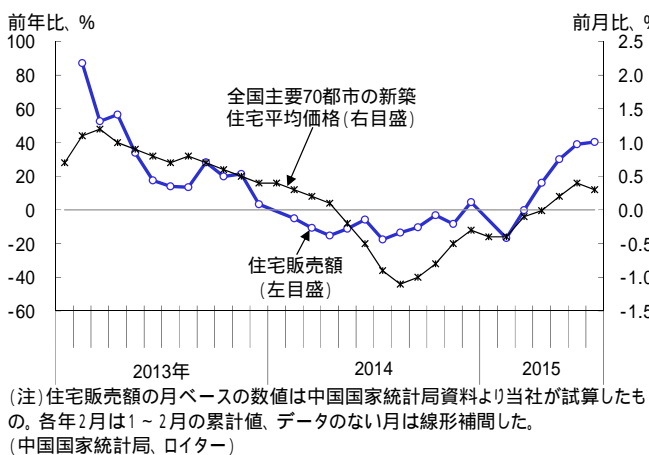


図表4 個人消費の増勢は鈍い

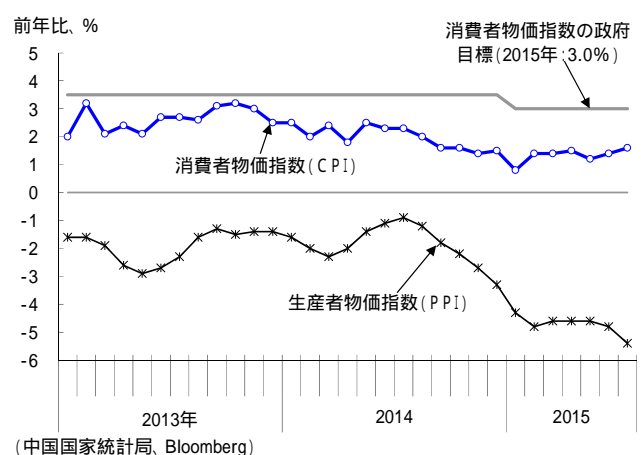


一方、家計部門をみると、7月の小売売上高が前年比+10.5%（前月は同+10.6%）とわずかながら減速しており、個人消費の増勢が引き続き鈍いことがうかがえる（図表4）。ただし、中国株が6月中旬から7月上旬にかけて急落した割には消費の減速は限定的なものにとどまっている。その背景には、個人所得の堅調な増加が個人消費を下支えしている点が考えられる。それに加えて、足元で住宅市場の持ち直しによる影響も挙げられる。すなわち、7月の住宅販売額が前年比+40.1%（前月は同+38.9%）と2013年4月以来の高い伸びとなったなかで、同月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.3%と3か月連続で上昇している（図表5）。こうした住宅価格の回復に伴う逆資産効果の剥落が消費マインドの改善につながっていると考えられる。ちなみに、中国株式市場の代表指数である上海総合指数が2007年10月から2008年11月にかけて約72%暴落した際の動きを振り返ると、中国の個人消費にはその暴落から悪影響を受けた動きがほとんどみられなかった。

図表5 住宅市場は持ち直しの動き



図表6 インフレ率は高まりにくい状況



他方、7月の消費者物価指数（CPI）は前年比+1.6%と伸びが前月の同+1.4%からやや高まったものの、政府の年間目標（2015年は3.0%）を大きく下回っている（図表6）。消費者物価指数の内訳をみると、食品価格が同+2.7%と、豚肉価格（6月：同+7.0% 7月：同+16.7%）の大幅な上昇を受けて、伸びが3か月ぶりの高水準となった。もっとも、非食品価格が同+1.1%（前月は同+1.2%）と依然と

して伸び悩んでいる。なお、同月の生産者物価指数（PPI）は前年比-5.4%（前月は同-4.8%）と2009年10月以来の大幅な下落となった。

2. 習近平体制が安定成長と構造改革の両立姿勢を堅持（景気下支え策を強化）

2015年春以降、習近平体制は景気の腰折れを回避する目的で、景気下支え策を強化している。具体的には、以下のような内容が挙げられる。

第1に、財政出動については、中国国務院（日本の内閣に相当）が高速ブロードバンドネット建設の加速や都市部のバラック修繕の拡大などを相次いで発表した（図表7）。また国家発展改革委員会もインフラ投資プロジェクトの承認を加速している。さらに、習近平体制はこうしたインフラ投資プロジェクトを円滑に進めるために、地方債の発行認可枠を3.2兆元（約62兆円）に引き上げたほか、中国国家開発銀行と中国農業発展銀行に3,000億元の債券発行を認可した。

第2に、金融面においても、中国人民銀行（中央銀行）が2014年11月下旬から緩和策を相次いで打ち出している。具体的には、利下げ（計5回）と全面的な預金準備率の引き下げ（計3回）のほか、的を絞った預金準備率の引き下げやオペ（公開市場操作）による資金供給などを次々と打ち出した（図表8）。

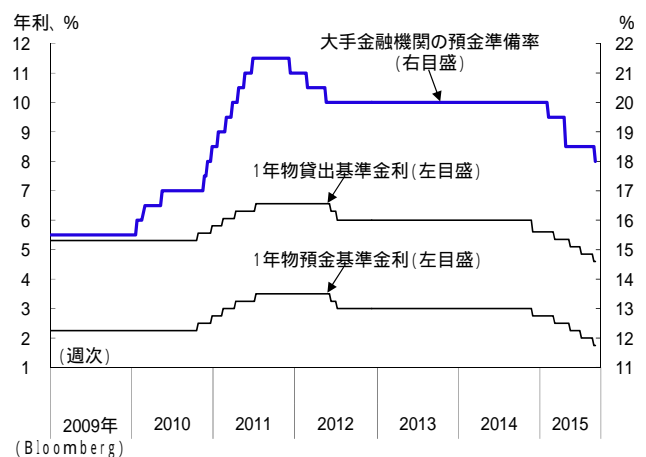
第3に、対外面に目を向けても、輸出の持ち直しを図るために、中国国務院が7月に「輸出入安定成長促進に関する若干の意見」を発表した。これは税金や融資などの面において輸出企業を支援するものとみられる。また、中国人民銀行が8月11日から13日にかけて人民元の対米ドル中心レートを大幅に切り下げており（合計4.7%）、人民元の対ドル相場が急落した（図表9）。このように、既往の人民元高や人件費の上昇などによって競争力が低下した中国の輸出企業を支援しようとする習近平体制の姿勢が足元で一段と鮮明になっている。

図表7 15年5月以降の財政出動（一部抜粋）

中央機関	概要
国家発展改革委員会	インフラ投資プロジェクトの認可加速 ・期間：5月18日以降の45日間 ・承認件数：23件（うち空港6、鉄道6、都市軌道交通7） ・承認総額：7,729億元 （なお2015年1～3月期：9件、承認総額：1,142億元）
国務院分庁	「高速ブロードバンドネット建設の加速とインターネット高速化・料金引き下げの推進に関する指導意見」 ・発表日：5月20日 ・目的：高速ブロードバンドネット建設など ・投資予定額：2015年が4,300億元超え、2016～2017年が7,000億元以上
国家発展改革委員会	官民連携（PPP）プロジェクトリスト（第一弾） ・発表日：5月25日 ・目的：水利や交通、公共インフラなどの建設 ・合計件数：1,043件 ・投資予定総額：1.97兆元
国務院	「都市部のバラックと都市・農村部の危険な家屋の修繕及び関連インフラ建設のさらなる推進に関する意見」 ・発表日：6月30日 ・2015～2017年の修繕目標： バラック（都市部）：1,800万戸（うち2015年：580万戸） 老朽家屋（農村部）：1,060万戸（うち2015年：432万戸） （なお2013～2014年：バラックが820万戸、老朽家屋が532万戸）

（中国国務院など各種資料より当社作成）

図表8 大規模な金融緩和策が継続



（経済構造改革の推進にも配慮）

もっとも、これらの景気対策はあくまでも経済成長の腰折れを回避する目的で実施された一時的なものに過ぎず、経済の高成長を目指したものとは考えにくい。習近平体制は2015年7月30日開催の中国共産党中央政治局会議において、中国経済が高成長の望めない発展段階、いわゆる「新常态（ニューノーマル）」に突入したことを再び強調した。また、2015年下半期の経済運営の方針については、安定成長を維持するほか、改革の促進や構造の調整を進める方針も示された。習近平体制は今

後も安定成長と経済構造改革の両立を目指していることがうかがえる。

3. 2015年の経済成長率を+7.0%、2016年を+6.8%と予測

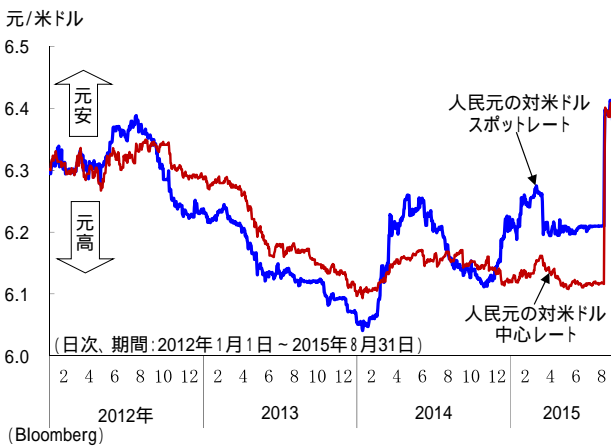
こうした点を踏まえて、中国経済の先行きを展望すると、2015年後半には各種の景気下支え策の効果が現れることによって、景気がやや持ち直すと見込まれる。ただ、その後2016年に入ると、経済構造改革が一段と加速するため、成長率が再び緩やかに低下しよう（図表10）。

まず、個人消費については、個人所得の堅調な増加に支えられて、底堅く推移することが予想される。不安定な株式相場が懸念材料ではあるものの、不動産価格の回復や景気対策による効果を受けて、家計部門の堅調さが続くと考えられる。固定資産投資についても、一連の財政出動の効果もあり、2015年後半には公共インフラを中心に緩やかな持ち直しの動きが現れてくると見込まれる。他方、輸出も欧米景気の持ち直しや人民元の切り下げの影響を受けて、2015年秋口以降は徐々に拡大に転じる見込みである。

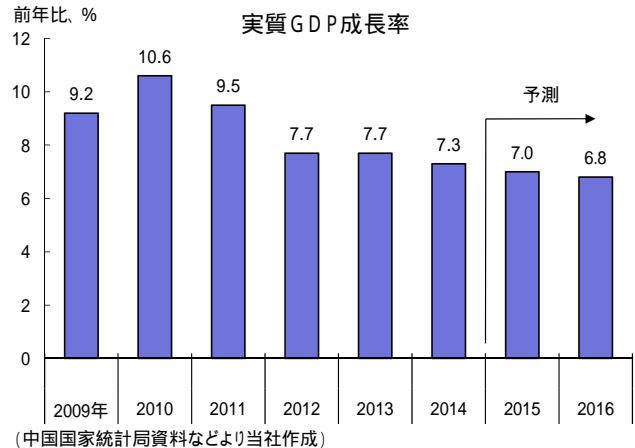
2016年に入ると、国内景気の下振れリスクが後退するなかで、習近平体制は経済構造改革を一段と推進しよう。そうなれば、固定資産投資が重厚長大型製造業を中心に減速し、この点が成長率を下押しすると考えられる。もっとも、住宅販売の堅調な拡大に伴って住宅投資の回復基調が続く見込みである。また個人消費についても不動産価格の上昇による資産効果もあり、自動車販売など耐久財消費を中心に底堅く推移することが予想される。さらに、先進国など海外景気の回復を受けて輸出も緩やかな拡大基調が続くと見込まれる。これらの要因により、経済成長率は鈍化するものの、そのペースは緩やかなものになると考えられる。

以上より中国の実質GDP成長率は2015年が+7.0%、2016年が+6.8%になると予測した。

図表9 中国人民銀行が人民元切り下げ



図表10 成長率は緩やかに鈍化



担当：調査部 白 鳳翔

TEL：045-225-2375

E-mail：haku@yokohama-ri.co.jp

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。