



浜銀総研 News Release



2016年2月16日

2016年・2017年の中国景気の見通し（2016年2月版）

- 経済構造改革が一段と進むなかで、成長率が6%台前半に鈍化 -

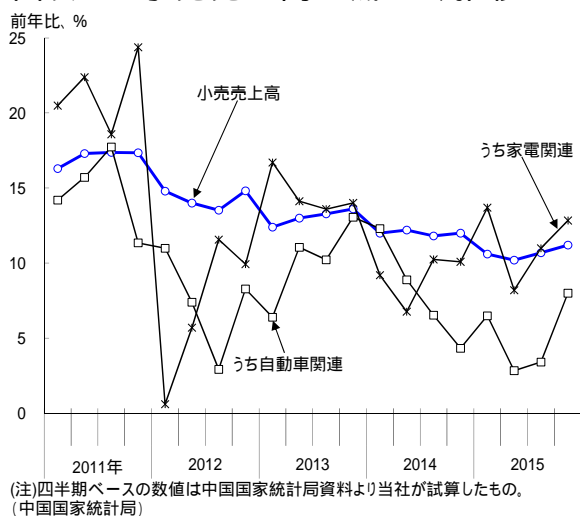
1. 中国の景気の動向

（2009年1～3月期以来の低成長）

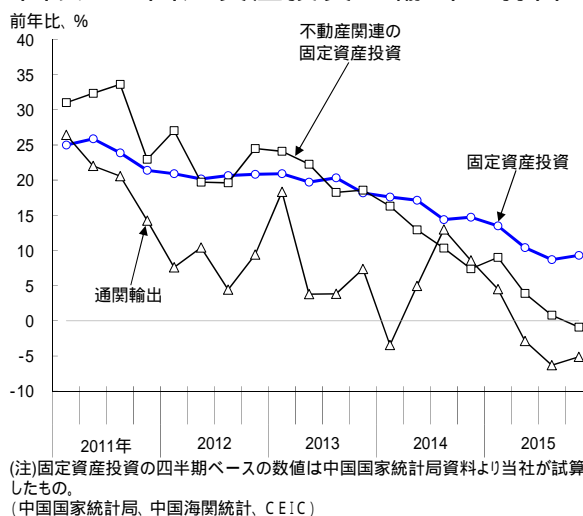
中国国家统计局の発表によると、2015年10～12月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+6.8%（前期は同+6.9%）に減速し、成長率が2009年1～3月期以来の低水準となった。10～12月期には、個人消費の動向を表す小売売上高が前年比+11.2%（前期は同+10.7%）と、個人所得の堅調な増加や小型車の取得減税による効果もあり、家電関連や自動車関連を中心にやや持ち直している（図表1）。

その一方で、10～12月期の固定資産投資は同+9.3%（前期は同+8.7%）と依然低い伸びとなったことが成長率を押し下げた（図表2）。固定資産投資の内訳をみると、住宅市場の深刻な供給過剰を背景に不動産関連の投資が前年割れに転じたほか、水利や環境などの公共インフラ投資も3四半期連続で減速している。また、同期の通関輸出も前年比-5.1%（前期は同-6.3%）と3四半期連続で減少している。通関輸出の内訳をみると、EU（欧州連合）向けや日本向けが減少基調で推移したほか、ASEAN向けや米国向けも前年割れに転じた。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が高水準に高止まりしたことも影響したとみられる。

図表1 小売売上高は底堅く推移



図表2 固定資産投資と輸出は弱含み

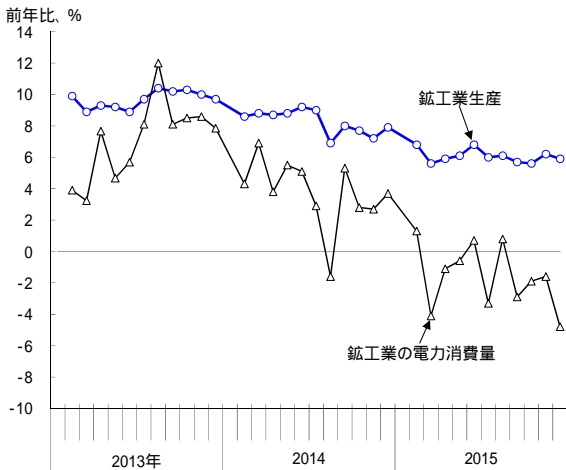


（足元の景気も緩やかな減速基調）

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、2015年12月の鉱工業生産が前年比+5.9%と前月の同+6.2%から減速

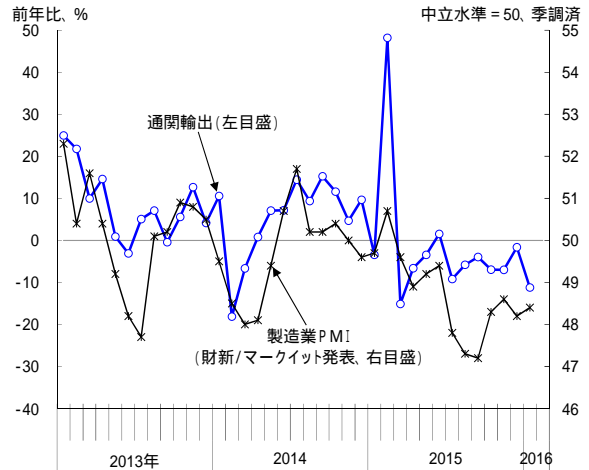
した（図表3）。業種別には、コンピューター・通信・その他の電子設備が増勢を弱め、自動車もやや減速した。また、同月の鉱工業の電力消費量は前年比-4.8%（前月は同-1.6%）とマイナス幅が拡大したほか、2016年1月の通関輸出も前年比-11.2%（前月は同-1.6%）と7か月連続で減少した（図表4）。さらに、2016年1月の製造業PMI（財新/マークイット発表）が48.4（前月は48.2）と11か月連続で中立水準の50を下回るなど、製造業の景況感は弱含みが続いている。

図表3 鉱工業生産の伸びが鈍化



(注) 各年2月は1～2月の累計値、データの無い月は線形補間した。
(中国国家统计局、中国エネルギー局、Bloomberg)

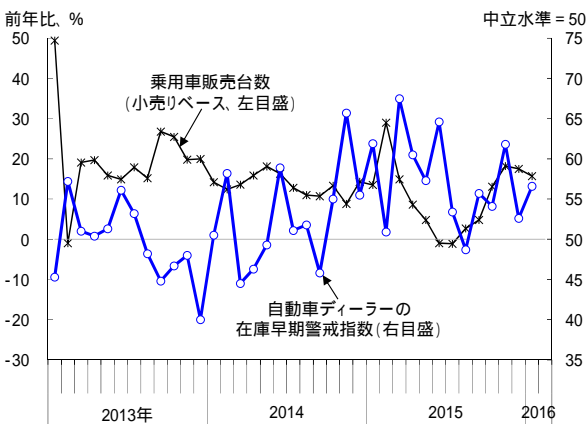
図表4 製造業の景況感は弱含み



(注) PMIは購買担当者景気指数。
(中国海関統計、CEIC、Bloomberg)

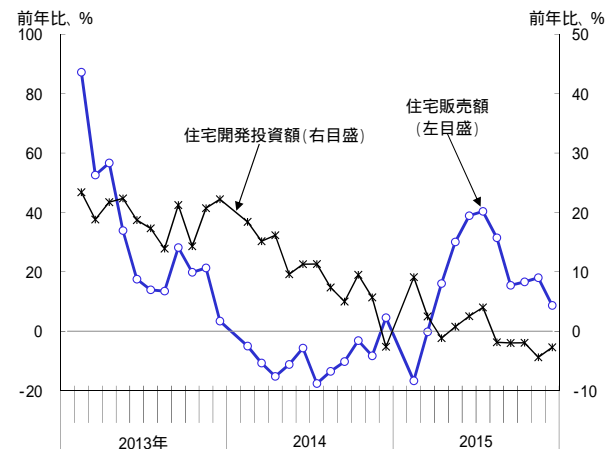
次に家計部門をみると、2016年1月の乗用車販売台数（小売りベース）は前年比+15.7%（前月は同+17.5%）と、2桁の伸びが続いている（図表5）。もっとも、同月の自動車ディーラーの在庫早期警戒指数が56.6（中立水準は50）と前月の52.6から上昇しており、自動車ディーラーの在庫調整圧力が強まっている。また、2016年の春節期間（2月7日～13日）の小売売上高は前年比+11.2%と、伸びが統計開始（2005年）以来の最低水準となった前年（同+11.0%）からほぼ横ばい。株式市場の低迷による逆資産効果のほか、海外に出かけた中国人観光客の増加もあり、国内商戦は盛り上がり欠けた。

図表5 自動車の在庫は過剰



(注) 自動車ディーラーの在庫早期警戒指数 (VIA, Vehicle Inventory Alert Index) は50を下回る場合が在庫適正、50を上回る場合が在庫過多。同指数は高いほど、市場需要が弱く、在庫調整圧力が強いことを意味する。
(中国自動車流通協会や全国乗用車市場情報联席会などより当社作成)

図表6 住宅販売は減速



(注) 月ベースの数値は中国国家统计局資料より当社が試算したもの、各年2月は1～2月の累計値、データの無い月は線形補間した。
(中国国家统计局)

他方、住宅市場に目を向けると、2015年12月の住宅開発投資は前年比-2.7%（前

月は同-4.4%)と5か月連続で減少している(図表6)。これは、中小都市を中心に住宅が深刻な供給過剰に陥るなかで、不動産ディベロッパーが新規の住宅投資に慎重になったことが影響しているとみられる。また、同月の住宅販売額は前年比+8.7%(前月は同+18.0%)と9か月ぶりの低い伸びとなった。習近平体制による一連の住宅市場へのてこ入れ策に伴って大幅な伸びが続いた住宅販売には一服感が出ているとみられる。もっとも、12月の主要70都市の新築住宅価格をみると、前月比で上昇した都市の数が39(前月は33)と、2か月連続で増加している。

2. 経済成長の失速防止対策が継続

2015年秋以降も、習近平体制は景気の腰折れを回避する目的で、インフラ投資プロジェクトの承認加速など景気下支え策を強化している。また2016年2月2日、中国人民銀行(中央銀行)は過剰な住宅在庫を減らす目的で、2軒目の住宅購入におけるローンの最低頭金比率を従来の4割から3割に下げるなどの追加措置に踏み切った。金融面でも中国人民銀行が2015年10月に預金金利や預金準備率を追加で引き下げ、また2016年1月以降も公開市場操作(オペ)で短期金融市場に大規模な資金供給を実施している。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ものに過ぎず、経済成長率の大幅な押し上げを目指したものではない。

一方、2015年12月に開かれた「中央経済工作会議」では、習近平体制が2016年の経済運営について「経済成長を合理的な範囲」に維持しながら、「構造改革の強化」に力を入れるという政策方針を明らかにした。特に、経済構造改革について過剰設備投資の解消などの重点施策が強調された(図表7)。そのため、2016年以降も安定成長を維持しながら、経済構造改革を推進するものとみられる。

なお、対外面に目を向けると、習近平体制は非居住者による人民元の使用・保有拡大などの国際化を推進している。その前提条件となる取引の自由度向上に向けて、為替当局は2015年8月に人民元の対米ドル中心レート(基準値)の形成に市場機能を一段と取り入れ、為替相場取引の柔軟性を高めた。中国経済の成長が今後も緩やかに鈍化すると見込まれることなどを踏まえると、しばらくは元安・米ドル高圧力がかかりやすい展開になると予想される。

3. 2016年の実質GDP成長率を+6.6%、2017年を+6.4%と予測

こうした点を踏まえて、先行き2年間の中国経済を展望すると、目先は構造改革の重点施策の実施による影響などから、成長率が一段と減速しよう。もっとも、2016年後半には、景気下支え策の効果が現れると見込まれるなか、経済成長がいったん6%台半ばに下げ止まると見込まれる。その後2017年に入ると、経済構造改革が一段と加速するなかで、成長率が再び緩やかに低下すると予想される(図表8)。

まず、固定資産投資については、足元で過剰設備投資の解消などによる一段の伸び鈍化が予想されるものの、住宅ローン頭金最低比率の追加引き下げなどによる効果もあり、2016年後半には減速がいったん止まる動きが現れる見込みである。また、個人消費についても、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もあり、自動車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。他方、緩やかな元安・米ドル高基調の継続による効果もあり、輸出もやや拡大に転じると見込まれる。

2017年に入ると、習近平体制は国内景気の下振れリスクを防止しながら、経済構造改革を一段と推進しよう。そうなれば、不動産投資が緩やかな拡大基調で推移す

ると見込まれるものの、過剰設備投資の一段の抑制などによって固定資産投資の全体が依然として緩やかに減速しよう。ただ、個人所得の伸びが底堅く推移することによって個人消費が堅調に拡大するほか、欧米など海外景気の持ち直しを受けて輸出も緩やかな拡大基調が続くと予想される。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。

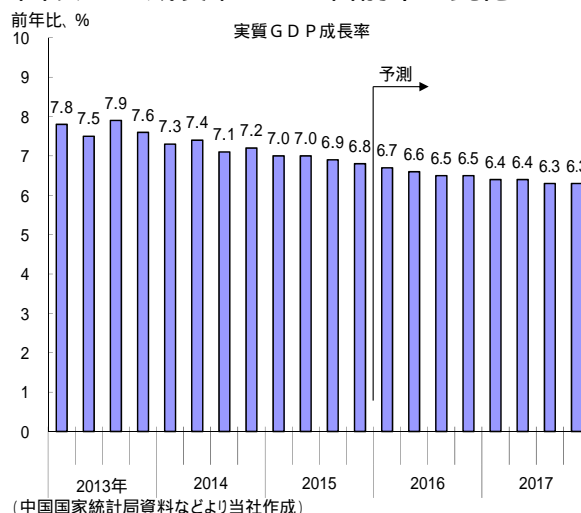
以上より中国の実質GDP成長率は2016年が+6.6%、2017年が+6.4%になると予測した。

図表7 2016年の構造改革の重点施策

重点施策	概要(一部抜粋)
過剰設備投資の解消	・企業の合併再編の積極推進、従業員の再就職への支援 ・新たな過剰設備投資の防止
企業コストの削減	・企業の税金負担や財務コストの削減 ・電力価格の引き下げや物流コストの削減
不動産在庫の解消	・出稼ぎ労働者(農民工)市民化(都市戸籍への切り替え)の推進 ・住宅価格の適切な引き下げ
効果的供給の拡大	・企業の技術改良・設備更新・債務負担軽減への支援 ・新産業の育成、また技術や製品、業態などのイノベーション促進
金融リスクの防止	・地方政府の既存債務の借り換え推進、債券発行方法の改善 ・金融システムリスクや地域的リスクの徹底防止

(中国政府公表の「北京にて中央経済工作会議開催 - 習近平と李克強が重要な講話を発表」より当社作成)

図表8 成長率は6%台前半に鈍化



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原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。