



浜銀総研 News Release



2016年 4月 28日

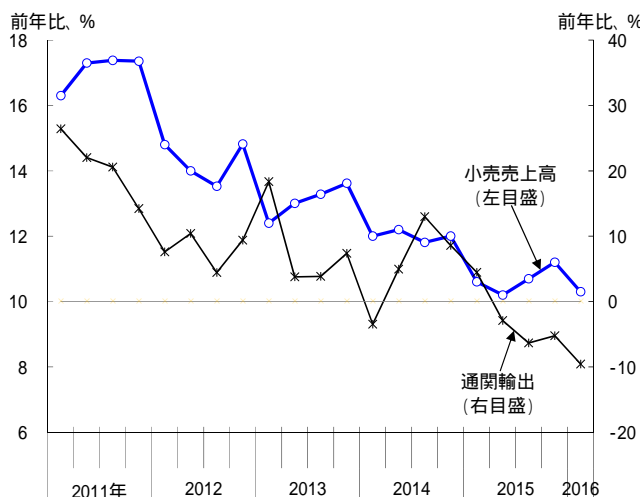
2016年・2017年の中国景気の見通し（2016年4月版） - 景気対策の強化により、経済成長率の大幅な鈍化は回避 -

1. 中国の景気の動向

（2016年1～3月期の成長率が前年比+6.7%にとどまる）

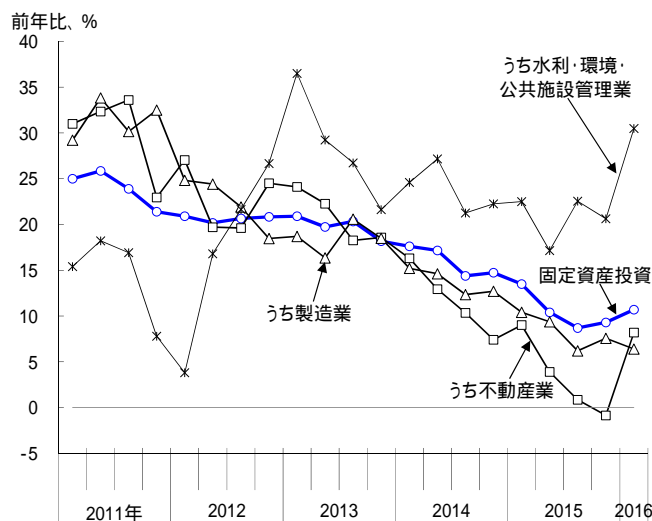
今月15日に発表された2016年1～3月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+6.7%（前期は同+6.8%）と3四半期連続で減速し、成長率が7年ぶりの低水準となった。1～3月期には、個人消費の動向を表す小売売上高が前年比+10.3%（前期は同+11.2%）と2015年4～6月期以来の低い伸びとなったことが成長率を押し下げた（図表1）。小売売上高の内訳をみると、全体の9割近くを占める都市部の小売売上高（2015年10～12月期：前年比+11.0%→2016年1～3月期：同+10.2%）が大きく減速した。これは、過剰生産能力の解消に伴う重厚長大型製造企業のリストラの影響などにより、都市部住民の実質可処分所得の伸び（2015年：前年比+6.6%→2016年1～3月期：同+5.8%）が鈍化したことによる影響が大きいと考えられる。また、1～3月期の通関輸出も前年比-9.6%（前期は同-5.2%）と、海外景気の緩慢な回復を映じてマイナス幅が拡大している

図表1 小売売上高と輸出は弱含み



(注)小売売上高の四半期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の。
(中国国家统计局)

図表2 固定資産投資の伸びが上向く



(注)四半期ベースの数値は中国国家统计局とCEIC資料より当社が試算したものの。
(中国国家统计局、CEIC)

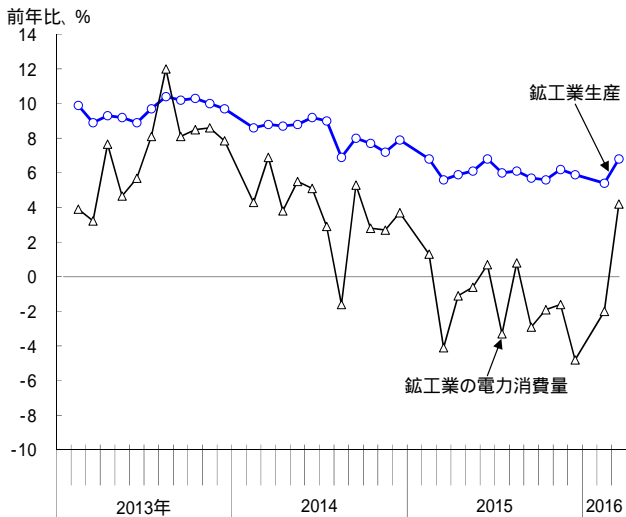
その一方で、2016年1～3月期の固定資産投資は前年比+10.7%（前期は同+9.3%）と伸び率が高まった（図表2）。固定資産投資を業種別にみると、過剰設備投資の抑制を受けて製造業（2015年10～12月期：前年比+7.6%→2016年1～3月期：同+6.4%）が減速したものの、住宅市場の回復を映じて不動産業（2015年10～12月期：同-0.9%→2016年1～3月期：同+8.2%）は増加に転じた。また、中国政府が2016年に入ってインフラ投資プロジェクトの承認加速や資金調達支援など景

気下支え策を強化しており、水利・環境・公共施設管理業（2015年10～12月期：同+20.6%→2016年1～3月期：同+30.5%）は3年ぶりの高い伸びとなった。

（足元の景気が緩やかに回復）

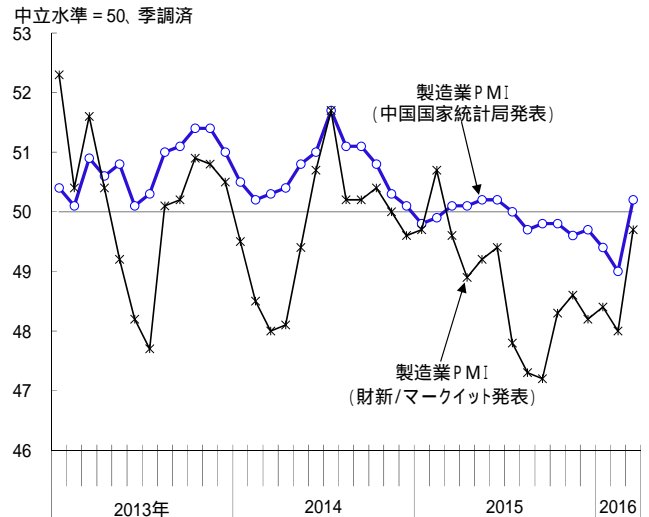
こうしたなかで、直近の月次指標は、景気が緩やかに持ち直していることを示唆している。まず、企業部門では、2016年3月の鉱工業生産が前年比+6.8%（2016年1～2月は同+5.4%）と2015年6月以来の高い伸びとなった（図表3）。鉱工業生産を業種別にみると、コンピューター・通信・その他の電子設備（2016年1～2月：前年比+8.8%→3月：同+8.4%）が増勢を弱めたものの、自動車（1～2月：同+8.1%→3月：同+11.4%）は加速した。また、3月の鉱工業の電力消費量は前年比+4.2%（1～2月は同-2.0%）と、昨年3月に落ち込んだ反動もあり、2015年8月以来の増加に転じた。

図表3 鉱工業生産の伸びが高まる



(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、中国国家エネルギー局、Bloomberg)

図表4 製造業の景況感は上向く



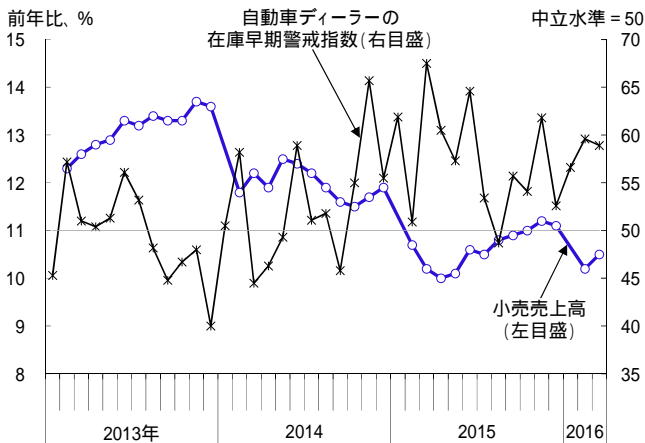
(注) PMIは購買担当者景気指数。
(中国国家统计局、Bloomberg)

さらに、2016年3月の中国国家统计局発表の製造業PMIが50.2（前月は49.0）と9か月ぶりに中立水準（50）を上回った（図表4）。PMIの内訳をみると、「生産」が52.3と前月の50.2から上向いたほか、先行指数となる「新規受注」（2月：48.6→3月：51.4）と「輸出向けの新規受注」（2月：47.4→3月：50.2）がいずれも中立水準を上回った。また、3月の財新/マークイット発表の製造業PMIは49.7と13か月連続で中立水準を割り込んだものの、前月の48.0から大きく上昇している。こうしたことから、製造業の景況感が上向いていると判断できよう。

次に家計部門をみると、2016年3月の小売売上高は前年比+10.5%と1～2月の伸び（同+10.2%）をやや上回った（図表5）。小売売上高の内訳をみると、住宅販売との関連性の高い建築・装飾関連（1～2月：前年比+14.9%→3月：同+15.6%）が伸びを高めただけでなく、自動車関連（1～2月：同+5.4%→3月：同+12.3%）も約2年ぶりの高い伸びとなった。ただ、3月の自動車ディーラーの在庫早期警戒指数は58.9と前月の59.6からやや低下したものの、7か月連続で中立水準の50を上回っている。以前から積み重なった多くの車在庫が消化されていない影響もあり、足元で自動車ディーラーの在庫過剰感は依然として強い状況にある。

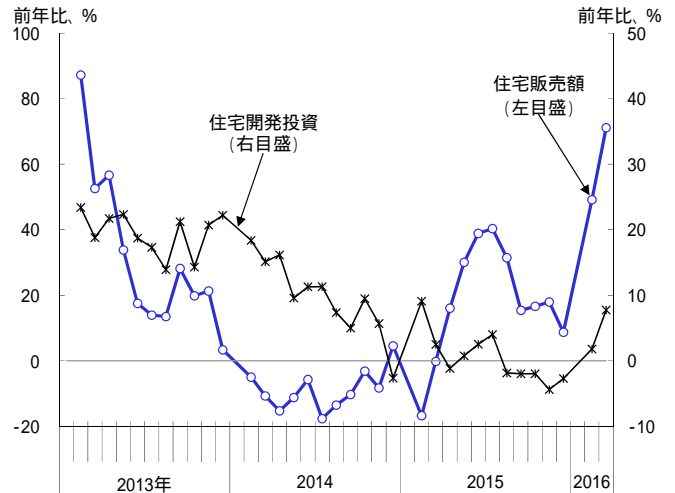
他方、当社の試算によると、2016年3月の住宅販売額は前年比+71.2%（1～2月は同+49.2%）と約3年ぶりの高い伸びとなった（図表6）。同月の住宅開発投

図表5 自動車の在庫過剰感が依然強い



(注)小売売上高の各年2月は1～2月の累計値、データの無い月は線形補間した。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、在庫過剰への警戒感が強いことを意味する。(中国国家统计局や中国自動車流通協会などより当社作成)

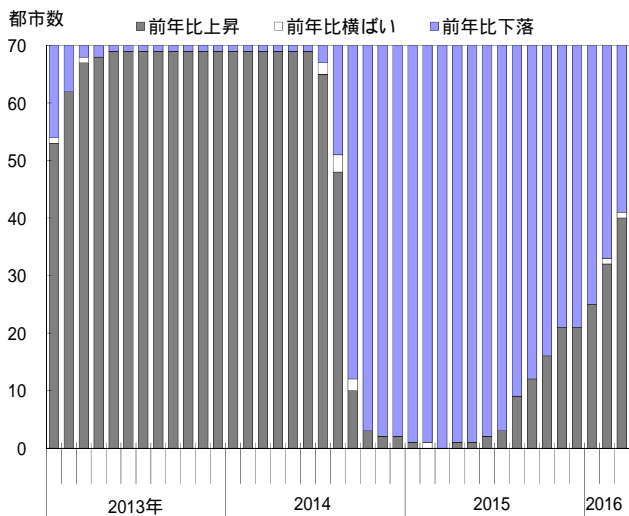
図表6 住宅販売は増勢拡大



(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)

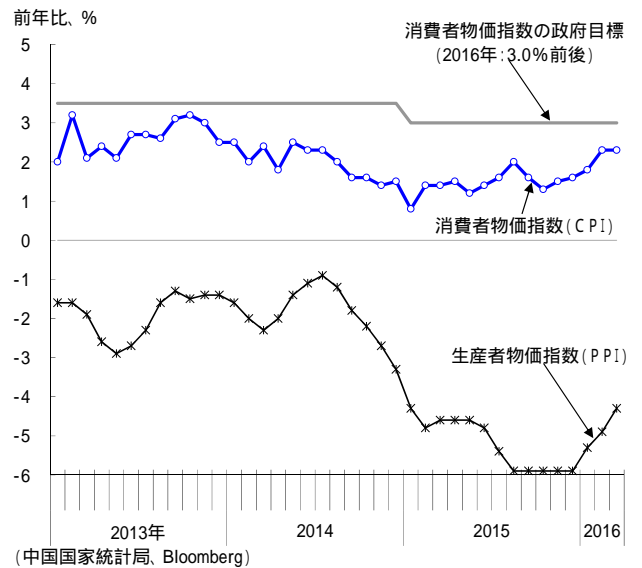
資は前年比+7.8%と、1～2月(同+1.8%)に比べて伸びが高まっている。また、3月の主要70都市の新築住宅価格(除く低所得者向け住宅)をみても、前年比で上昇した都市の数が40(前月は32)と、3か月連続で増加している(図表7)。習近平体制による一連の住宅市場への「こ入れ策」を受けて、蘭州や瀋陽など内陸部の住宅価格も持ち直し始めている。

図表7 住宅価格の上昇都市数が増加



(注)新築住宅価格は低所得者向け住宅を除くもの。(中国国家统计局)

図表8 物価が安定的に推移



(中国国家统计局、Bloomberg)

ただその一方で、3月の深センの新築住宅価格が前年比+62.5%(前月は同+57.8%)と上昇幅を一段と高めるなど、大都市で住宅価格が過度に上昇している点が気掛かりである。これは、「首付貸(しゅふたい)」^(注)と呼ばれる住宅購入時の頭金向けの高レバレッジ融資が住宅投機を煽り、この点が大都市の住宅市場の過熱につながったとみられる。中国当局は3月に入り、違法ともいえる「首付貸」の取り締まりに乗り出している。

(注)「首付貸」の詳細な説明は以下のレポートをご参照。浜銀総合研究所『中国経済の動向(2016年3月)～高レバレッジの仕組み「首付貸(しゅふたい)」による一線都市の住宅市場過熱が気掛かり～』(URL:<https://www.yokohama-ri.co.jp/html/report/pdf/china1603.pdf>)。

なお、2016年3月の消費者物価指数（C P I）は前年比+2.3%（前月も同+2.3%）と伸びが横ばいとなっており、政府の年間目標（2016年は3.0%前後）を下回っている（図表8）。消費者物価指数の内訳をみると、食品価格は同+7.6%と、生鮮野菜価格（2月：前年比+30.6%→3月：同+35.8%）や豚肉価格（2月：同+25.4%→3月：同+28.4%）の大幅な上昇を受けて、伸びが2012年1月以来の高水準となった。もっとも、3月の非食品価格は同+1.0%と依然として低い伸びにとどまっている。なお、同月の生産者物価指数（P P I）は前年比-4.3%（前月は同-4.9%）と3か月連続で下落幅を縮めたものの、約4年連続でマイナスの伸びとなっている。

2．経済成長の失速防止対策を強化

2016年に入り、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や財政支出の拡大など景気下支え策を強化している。また、金融面においても、中国人民銀行（中央銀行）が3月1日に預金準備率の引き下げを追加で実施した。さらに、不動産取引に関しても、大半の都市で当局が過剰な住宅在庫を減らす目的で住宅購入支援策を推進している。もっとも、前述したとおり、住宅価格の過度な上昇となった一部の大都市では地方政府が個別で不動産取引の引き締め策を導入し始めている。

一方、今年3月に開かれた第12期全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）第4回会議では、習近平体制が向こう5年間にわたる中国の経済・社会発展の全体運営方針を示す「第13次五か年計画」を審議・承認した。同計画によると、「ややゆとりのある（小康）社会の全面的完成」という全体的な目標が掲げられたほか、「経済発展第一」や「構造改革の全力推進」などの基本方針も強調された。また同計画には、主に①経済の中高速成長の維持、産業のミドル・ハイエンドレベルへの推進、②イノベーションによる牽引力の強化などの6項目において、向こう5年間の主要目標が盛り込まれている（図表9）。注目度の高い年平均の実質GDP（国内総生産）成長率目標については、一段と引き下げられた（2011～2015年：7%→2016～2020年：6.5%以上）。

他方、今年の経済運営についても、習近平体制が「供給側の構造改革を強化すること」としながら、「経済成長を合理的な範囲に維持すること」という政策方針を明らかにした。2016年の財政赤字率（対GDP比）目標も前年の2.3%から3%に引き上げられており、中央政府が財政出動の拡大による景気の下入れを強化することが予想される。これは、一定の経済成長を維持することで、失業増による社会不安の拡大などを回避しようとする習近平体制の意図がうかがえる。そのため、今後は過剰な設備投資の解消などの経済構造改革を推進する一方で、一定の経済成長を維持する目的で景気下支え策を強化するものとみられる。もっとも、景気下支え策の強化によって、一時的にインフラ投資や不動産投資の増加が期待できる半面で、そのことは、習近平体制が目標として掲げている「投資主導から消費主導へ」という経済構造改革の進展を遅らせると考えられる。また、こうした景気対策に伴う一時的な需要増加によって過剰な生産能力の解消や、経営状態が悪化しながらも存続しているいわゆる「ゾンビ企業」の淘汰も遅れる可能性が高い。

3．2016年の実質GDP成長率を+6.7%、2017年を+6.5%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、目先は各種の景気下支え策の効果が現れることによって、2016年には経済成長が6%台後半で安定的に推移すると見込まれる。しかし、その後2017年に入ると、数多くの都市で住宅

価格の過度な上昇を背景に不動産取引の引き締め策が広がると予想され、それを受けて、成長率が6%台半ばに低下しよう（図表10）。

まず、2016年については、足元でインフラ投資プロジェクトの承認加速や住宅購入支援策の推進などによる効果もあり、固定資産投資の伸びがやや高まると見込まれる。また、個人消費についても、過剰生産能力の解消に伴う企業のリストラが懸念材料ではあるものの、インフラ投資の拡大や住宅投資の回復による雇用増加の効果もあり、耐久財消費を中心に緩やかに持ち直す見込みである。なお、海外景気の回復の緩慢さを映じて輸出が依然として低迷すると予想される。

2017年に入ると、多くの地方政府が住宅市場の過熱抑制に向けて不動産取引の引き締め策を打ち出すと見込まれるため、この影響が固定資産投資を減速させよう。ただ、雇用確保措置の効果によって家計部門の堅調さが続くほか、先進国の景気回復による効果もあり、輸出も緩やかに回復すると見込まれる。これらの要因により、経済成長率の鈍化ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。

以上より中国の実質GDP成長率は2016年が+6.7%、2017年が+6.5%になると予測した。

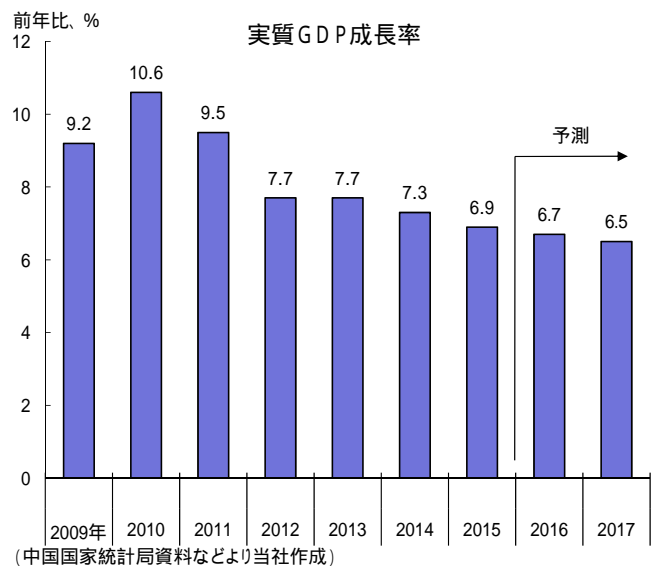
なお、通貨人民元（対米ドル）に関しては、景気下支え策の強化によって景気の腰折れ懸念が後退するなかで、人民元安・米ドル高圧力がいったん弱まり、2016年中は現行レベルでの推移が続くと見込まれる。ただ2017年に入ると、米連邦準備理事会（FRB）が利上げのペースを加速させると見込まれることなどから、人民元安・米ドル高圧力が再び強まる展開になると予想される。

図表9 「第13次五か年計画」の主要目標

項目	主要目標(一部抜粋)
経済の中高速成長の維持、産業のミドル・ハイエンドレベルへの推進	・年平均の実質GDP(国内総生産)成長率を6.5%以上に維持 ・先進製造業と現代サービス業の割合を大幅向上
イノベーションによる牽引力の強化	・GDPに占める研究開発費用の割合を2.5%に引き上げる ・GDP成長率に対する科学技術進歩の寄与率を60%に引き上げる
新型都市化と農業近代化の推進、都市農村の調和促進	・約1億人の都市戸籍への切り替え、農業の技術水準の向上 ・都市化率の向上(常住人口割合:60%、戸籍人口割合:45%)
生産・生活方式のエコ化の推進、生態環境の改善の加速	・単位GDP当たりのエネルギー消費量を15%削減 ・大中都市で空気がきれいな日の割合を80%超へ
改革開放の深化、新たな発展体制の構築	・「一帯一路」建設の重大進展 ・サービス貿易の割合向上、貿易大国から貿易強国へ
民生福祉の継続・向上、国民全体による発展成果の共有	・都市部の新規就業者数を5,000万人以上に ・都市部のバラック地区の住宅を2,000万戸改築

(中国政府公表の「李克強による政府工作報告」(2016年版)と「中華人民共和國国民経済と社会発展第13次五か年計画綱要」より当社作成)

図表10 成長率は6%台半ばに鈍化



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・調査部の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。