

中国経済情報 2017 年 3 月号

Summary

【内 容】

1. 景気の現状

製品需給の改善により企業景況感良好

インフラ・不動産投資と乗用車販売が景気を押し上げ

輸出は 2017 年に入り持ち直しの兆し

2. 今後の見通し

2017 年の経済運営は安定性を重視

景気に配慮しつつも資産バブル回避とインフレ抑制を目指す

過剰生産能力削減は最重要課題として引き続き推進

不動産市場は政策により抑制

人民元相場は緩やかな下落が続く

輸出は持ち直しの動きが継続

景気押し上げ要因の減少により成長率は低下

中国経済見通し～2017 年は政府目標通りの 6.5%成長

中国経済は、在庫調整が進展し製品需給が改善、企業景況感の良好な状態が続くなど、景気は回復が鮮明になりつつある。

景気回復の主因を需要面から見れば、①インフラ投資の拡大持続、②不動産投資の復調、③自動車販売の好調の 3 点が挙げられる。ただ、2017 年入り後は、インフラ投資こそ引き続き堅調ながら、不動産投資はやや減速、自動車販売は落ち込んでいる。一方で、低迷の続いていた輸出に持ち直しの動きが見られる。

全人代で示された 2017 年の経済政策には、実質 GDP 成長率の目標を昨年より引き下げて +6.5% としつつ、景気への配慮と資産バブルやインフレの抑制に配慮する方針が盛り込まれた。また、過剰生産能力の削減を引き続き最重要課題として推進する方針も示されており、今後も改革の実行が景気を下押しすることとなろう。

先行きを展望すると、昨年の景気を牽引した要因のうち、不動産市場については政策的に抑制が図られていることもあり、2017 年後半には減速しよう。また、人民元は引き続き政府による管理強化の下で緩やかな下落にとどまるとみられる。そうした中で、輸出は海外景気の復調もあって、持ち直しの動きが続くと見込まれる。

以上を踏まえると、2017 年の実質 GDP 成長率は、政府の目標通り前年比 +6.5% 程度へ減速すると予想される。2018 年はインフラ投資もやや減速することから、もう一段の減速をみておくべきであろう。

中国の GDP 成長率予測

前年比, %, %Pt	2015 実績	2016 実績	2017 予想	2018 予想
実質 GDP	6.9	6.7	6.5	6.3
名目 GDP	7.0	8.0	9.7	8.4
個人消費	9.7	10.3	9.7	9.3
固定資産投資	3.9	2.3	2.1	1.4
純輸出(寄与度)	(1.2)	(▲0.2)	(▲0.6)	(0.4)
輸 出	▲0.6	▲0.9	6.4	4.9
輸 入	▲12.6	0.1	14.2	4.7

(出所) 中国国家统计局、輸出入は当社の推計

伊藤忠経済研究所

主席研究員

武田 淳

(03-3497-3676)

takeda-ats

@itochu.co.jp

主任研究員

須賀 昭一

(03-3497-3678)

suga-s

@itochu.co.jp

1. 景気の現状

製品需給の改善により企業景況感は良好

中国経済は、2016 年後半から回復色を鮮明にしている。企業の景況感を表す PMI（担当購買者指数）は、製造業で 9 月まで好不調の境目である 50 前後で推移していたが、10 月以降は 51 を超える比較的高い水準が続いている（2017 年 2 月 51.6）。また、非製造業 PMI 指数の水準は業界全体の規模の拡大を反映して製造業より高くなっているが、10 月以降は 54 を超えて推移している（2 月 54.2）。

ただ、製造業の生産は、全体で 2016 年 12 月の前年比 +7.0% から 1~2 月平均では前年同期比 +6.0% へ伸びが鈍化した。コンピューター・通信機器（+7.6% → +8.8%）、電気機械（+7.7% → +8.2%）、汎用機器（+1.2% → +3.9%）、特殊機器（+3.2% → +3.5%）など他の多くの分野で伸びが高まったが、減税縮小の影響を受けた自動車（12 月 +12.0% → 1~2 月 +8.1%）の減速が全体を押し下げた。

にもかかわらず製造業の景況感が改善したのは、製品需給の改善もあって物価が上昇に転じ、企業業績に好影響を与えているからであろう。製品需給のバロメーターとも言える生産者物価は、2 月に前年同月比 +7.8%（1 月 +6.9%）まで伸び率が高まった¹。石油や原油ガスを中心とした鉱物資源（1 月 +31.0% → 2 月 +36.1%）が大幅に伸びを高めた影響が大きい。衣料品や日用品などの消費財（+0.8% → +0.8%）もプラスの伸びを維持しており、需給環境の改善も窺われる。

また、製品在庫は 2016 年 4 月に前年同期比でマイナスに転じ、10 月までマイナスが続いた。この間、企業は在庫調整を進め、上記の製品需給改善につながったとみられる。

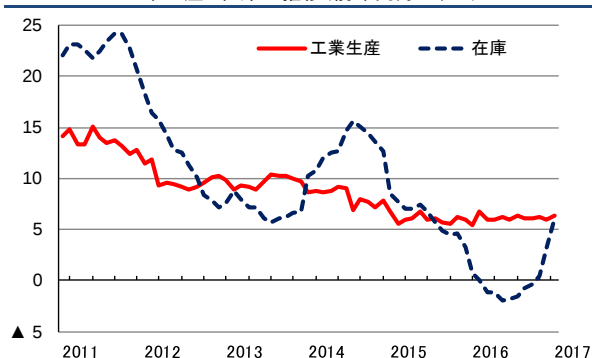
11 月以降は在庫が前年比でプラスに転じ、2017 年 1~2 月期には前年同月比 +6.1% へ伸びを高めているが、良好な景況感の下での堅調な生産拡大という状況も併せて判断すると、在庫調整には目途がつき、企業は徐々に在庫積み増しへ姿勢を転じつつあると考えるべきであろう。

インフラ・不動産投資と乗用車販売が景気を押し上げ

こうした景気の回復を需要面から見れば、その主役はインフラ投資の拡大持続、不動産投資の復調、自動車販売の好調である。

インフラ投資や住宅投資を含む固定資産投資全体の推移を見ると、2016 年 1~3 月期の前年同期比 +10.7% から 4~6 月期 +8.2%、7~9 月期 +7.0% と減速、10~12 月期は +7.9% へ若干持ち直すにと

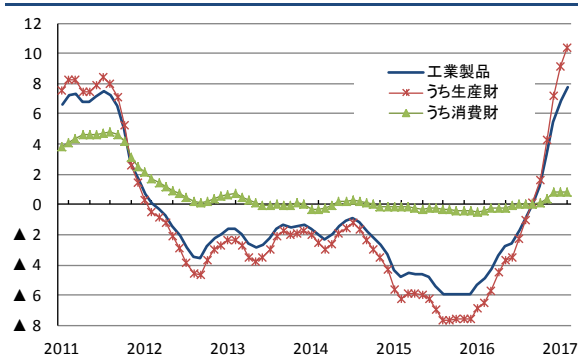
工業生産と在庫の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

(注1) 1、2 月は月次データが公表されないため、累積値の前年同期比。
(注2) 最新月は 1-2 月累積。

生産者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

¹ 国家統計局は、7.8%のうち、6.4%分は前年のベースが低かったことの影響によるものと述べている。

どまり、伸び悩んだ。ただ、インフラ関連投資（運輸、水利・環境、電気・ガス・水道の合計）は、1～3月期の前年同期比+20.3%から4～6月期は+22.7%へ伸びを高め、7～9月期は+15.7%、10～12月期に+12.4%と減速するも二桁の伸びを維持、堅調な拡大を続けた。また、不動産開発投資は、政府の規制強化により2015年通年で前年比+1.0%へ抑制されていたが、規制を緩和したことを受けて2016年1～3月期は前年同期比+6.2%、4～6月期+6.0%、7～9月期+5.2%と前年を上回る伸びを維持し、10～12月期には+10.0%まで伸びを高めた。

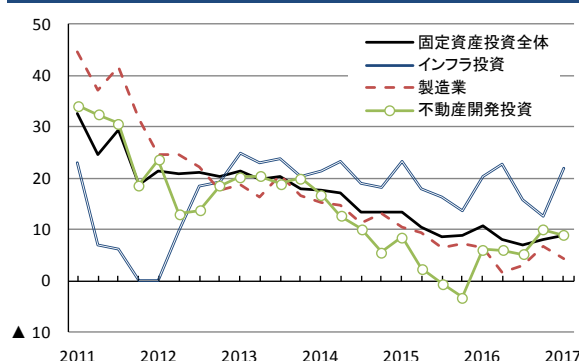
また、乗用車販売台数は、2015年の2,110.9万台（前年比+7.2%）から2016年は2,429.2万台（+15.1%）まで拡大した。1,600cc以下の小型車にかかる取得税が10%から5%へ引き下げられたことが背景にある。特に、年前半（年率2,229万台、当研究所試算の季節調整値）から年後半（年率2,603万台）にかけての急増が顕著であり、2017年から減税規模が縮小²されるため駆け込み需要が発生し、販売を押し上げた模様である。

なお、2017年に入ってから動きを見ると、インフラ関連投資（10～12月期前年同期比+12.4%→1～2月+21.9%）の伸びは一段と高まったものの、不動産開発投資はやや減速（+10.0%→+8.9%）している。政府が2016年後半に再び規制を強化³したため、その影響が出た模様である。また、乗用車販売台数は、駆け込み需要の反動減により、10～12月期の年率2,670万台から1～2月平均は▲13.1%の年率2,320万台へ大幅に減少している。このように、2016年に景気を押し上げた3つの要因のうち、不動産投資と乗用車販売について陰りが見え始めていることは、今後の景気を見通す上での留意点である。

輸出は2017年に入り持ち直しの兆し

輸出は、ドルベースの金額で2015年の前年比▲2.6%から2016年は▲6.4%へ減少幅が拡大した。人民元建てでは2015年、2016年とも2%程度の減少であり、必ずしも落ち込みが加速したとは言い切れないものの、2015年に続いて2016年も輸出が景気を下押ししたことは間違いない。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）

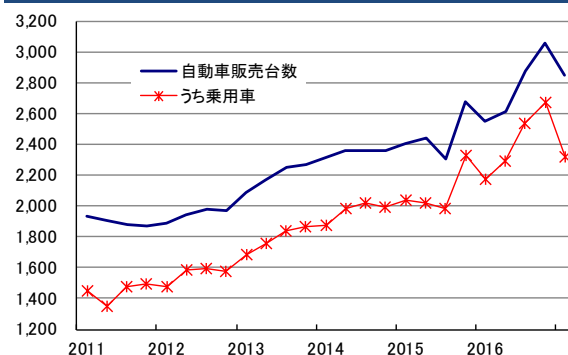


（出所）中国国家统计局

（注）1. 固定資産投資全体のうち、製造業は31.5%、インフラ投資は23.3%、不動産投資は17.2%を占める（2016年）。

2. インフラ投資は、水利・環境・公的施設管理、道路、鉄道、電気・ガス・水道の合計。

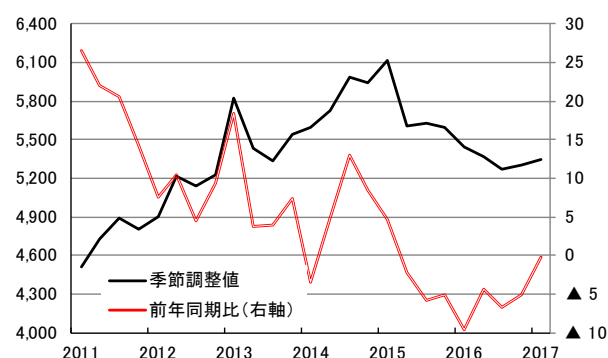
自動車販売台数の推移（季節調整値、年率、万台）



（出所）中国汽车工业协会

（注）当社試算の季節調整値。最新期は1-2月累計。

通関輸出の推移（左軸：季節調整値、百万ドル 右軸：前年同期比、%）



（出所）中国海関総署

（注）季節調整値は当社試算。最新期は1-2月期。

² 政府は、当初、減税の期間を2016年中としていたが、反動減を懸念して2017年は減税規模半減（取得税10%→7.5%）にとどめた。ただ、決定時期が12月半ばと遅かったため、かなりの駆け込み需要が出た模様。

³ 住宅ローンの頭金引き上げ、不動産開発業者に対する資金調達の制限など。

ただ、今年に入り、輸出は1月に前年同月比+7.9%と伸びを高めた。春節の影響もあったとみられ、2月はその反動で▲1.3%とマイナスに転じたが、1～2月累計で見ても前年同期比+4.1%と増加しており、輸出は持ち直しの動きを見せたと評価するのが妥当であろう。

2. 今後の見通し

以上の通り、中国経済はインフラ投資の拡大持続、不動産投資の復調、自動車販売の好調などを背景に製造業の在庫調整が進展、企業業績が改善し、2016年後半から回復色を強めていた。しかしながら、2017年に入り、3つの景気けん引役のうち不動産投資が減速、自動車販売は減少に転じている。また、鉄鋼や石炭など過剰生産能力を抱える分野の改革は継続され、引き続き景気を下押ししよう。一方で、持ち直しの兆しを見せる輸出が今後は景気の押し上げ要因となるかが注目される。

以下では、まず2017年の「政府活動報告」に記された政府の経済政策方針を確認し、今後の景気動向のカギを握ると考えられる不動産市場や輸出の動向も詳しくみたうえで、中国経済の先行きを展望したい。

2017年の経済運営は安定性を重視

政府は3月5～15日に開催された全人代で、2017年の政策方針について「さらに積極的かつ効果的な財政政策」及び「慎重かつ中立な金融政策」という財政・金融政策スタンスと、具体的な数値目標を提示した（右表）。2016年と比較すると、財政政策はより積極的に、金融政策は現在のやや緩和気味から中立寄りとする姿勢を明確にしたと評価できる。

数値目標のうち主要なものについて見ると、実質GDP成長率については、前年の実績（前年比+6.7%）より小幅に引き下げて+6.5%前後とした。その理由は、①「第13次五カ年計画」（2015～2020年）で目標とされた「2020年のGDPを2010年比で二倍」と「5年間の平均成長率+6.5%」の達成、②都市部の新規就業者数1,100万人の達成⁴、の2点と考えられる。なお、「より良い結果を得られるよう努力」と付言していることから、実際には+6.5%以上の成長を目指していると見られる。

景気に配慮しつつも資産バブル回避とインフレ抑制を目指す

また、財政赤字（対GDP比）の目標は前年と同じ3.0%とし、中小企業の所得や研究開発費に対する減税や行政手数料の減免などによって合計5,500億円の企業負担を軽減する方針を示した。さらに、社会保障・貧困対策・農業・教育・環境分野における財政支出規模の拡大、鉄道・道路・水運・軌道交通・航空・通信分野に対する投資の拡大を進めるとしており、特に後者はインフラ投資の拡大につながるだろう。

財政金融政策スタンスと主な経済数値目標

	2017年	2016年 (実績) (目標)	
財政政策	さらに積極的かつ効果的	—	積極的
金融政策	慎重かつ中立	—	慎重
実質GDP成長率 <前年比>	6.5%前後	6.7%	6.5～7.0%
財政赤字対GDP比	3.0%	2.9%	3.0%
マネーサプライ(M2) <前年比>	12.0%前後	11.3%	13.0%前後
消費者物価上昇率 <前年比>	3.0%前後	2.0%	3.0%前後
小売販売総額 <前年比>	10.0%	10.4%	11.0%
固定資産投資(都市部) <前年比>	9.0%	8.1%	10.5%
新規就業者数(都市部)	1,100万人以上	1,314万人	1,000万人以上

(注)小売販売総額と固定資産投資の目標値は、「国民経済・社会発展計画報告」に記載。

⁴ 実質GDP成長率1%ポイントあたりの新規就業者数は、過去5年間(2012～16年)の平均で179万人であり、実質GDPが+6.2%成長すれば新規就業者1,100万人の実現が可能となる計算。

「慎重かつ中立」とした金融政策については、マネーサプライ（M2）の目標を前年比+12.0%前後とし、前年の目標（+13.0%前後）より引き下げ、資産バブル回避への姿勢を明確に示した。消費者物価についても、資源価格の持ち直しと人民元安の継続が見込まれるなど昨年よりインフレ圧力が強い中で、上昇率の目標を前年と同じ+3.0%前後とし、物価の安定を目指す方針としている。

過剰生産能力削減は最重要課題として引き続き推進

「政府活動報告」では過剰生産能力削減についても触れられており、2017年の重点活動分野の冒頭において、2016年に引き続き特に状況が深刻な鉄鋼業と石炭業を中心に削減を強力に進める方針を示した。具体的には、鉄鋼 5,000 万トン前後、石炭 1 億 5,000 万トン以上の生産能力を削減⁵することを定めるとともに、いわゆる「ゾンビ企業⁶」の効果的な整理、企業の合併・再編や破産清算の促進、基準を満たさない旧式設備の徹底した廃棄、新規設備建設の厳格な制限を進めるとした。

【鉄鋼業と石炭業の過剰生産能力削減に関する数値目標と実績】

	鉄鋼業		石炭業		再配置・再雇用が必要な失業者数
	削減量	削減率 (2015年比)	削減量	削減率 (2015年比)	
中期(目標) (2016年から3~5年間)	1.4億トン	11.5%	8.0億トン	13.9%	180万人 (石炭130万、鉄鋼50万)
2016年(実績)	6,500万トン以上	5.4%	2.9億トン以上	5.0%	72.6万人
2017年(目標)	5,000万トン前後	4.1%	1.5億トン以上	2.6%	50.0万人(見込み)
2018~20年(見込み)	2,500万トン程度	2.0%	3.6億トン程度	6.3%	57.4万人(見込み)
	生産能力		生産能力		
		過剰生産能力		過剰生産能力	
2015年	12.1億トン	4.0億トン	57.5億トン	20.0億トン	
2016年(注2)	11.5億トン	3.4億トン	54.6億トン	20.5億トン	

(出所) 政府活動報告(2017年3月)、国家统计局、中国鉄鋼工業協会、中国石炭鋳業協会、Bloomberg Businessweek (2017年1月30日-2月5日号)

(注) 2016年の生産能力と過剰生産能力は、2015年の実績と2016年の削減実績を用いた試算値。過剰生産能力は、需要増による減少分は含まない。

上記の2017年の削減目標は、2016年の実績（鉄鋼 6,500 万トン、石炭 2.9 億トン）と比べると規模が縮小しており、その理由として、5年に1度の重要な政治イベントである党大会を秋に控える中で、景気への過度な影響を回避するためとの見方が多い。ただ、それ以前に、主に稼働停止中の設備削減によって目標を達成した2016年と異なり、2017年は未だ稼働中の設備中心の削減となるため、むしろ前年より実現は困難となる可能性が高い。いずれにせよ、2017年の目標が実現すれば、中期的な削減量目標に対して、鉄鋼では約8割、石炭では約5割達成することになるため、過剰生産能力削減の峠を越えることになる。その点からも、今年の取り組み状況が注目される。

また、過剰生産能力を削減する過程において発生が見込まれる失業者に対しても、「政府活動報告」では再配置・再就職に注力するとしている。政府は、中期目標を発表した2016年2月時点で、石炭業では130万人、鉄鋼業では50万人、併せて180万人の失業者が発生すると見込んでいたが、「政府活動報告」によると、そのうち4割にあたる72.6万人を2016年中に再配置・再就職させている。さらに、2017年は3割弱に当たる50万人の失業者の発生を見込んでおり、失業対策も2017年が山場となる。

そのほか、過剰生産設備の削減には過剰債務の問題も伴う点に留意が必要である。鉄鋼業における負債残高の総資産に対する比率は、2015年の67.6%から2016年は66.6%へ小幅低下したが、全産業

⁵ 石炭火力発電産業の効率性向上、クリーンエネルギー発展のために、石炭火力発電の生産能力も1億5,000万トン以上削減することも定めた。

⁶ 実質的に経営が破たんしているが、地方政府などの支援によって倒産していない企業。

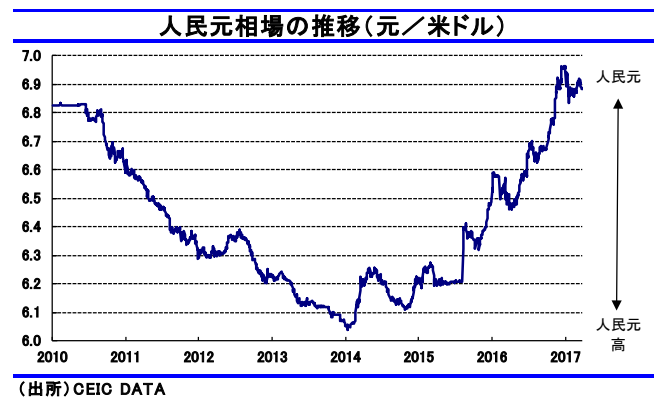
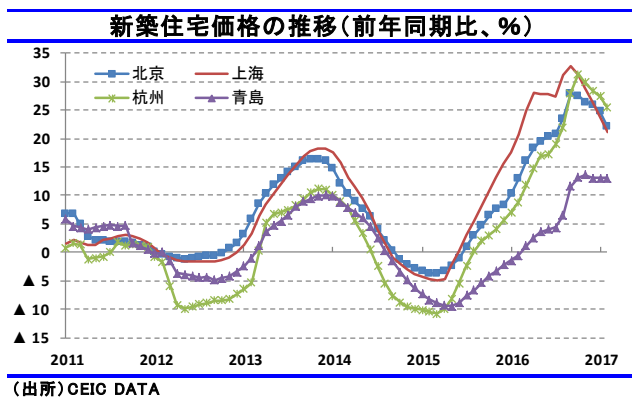
の平均 55.8%（2015 年 56.6%）より依然として高水準である。石炭業に至っては 2015 年の 68.7% から 2016 年は 69.5% 上昇、水準もより高い。資金調達構造など債務の状況は業種によって異なるため、全体平均との比較が必ずしも適当ではないこともあるが、一般的に過剰設備は過剰債務を伴うことが多く、実際に DES（Debt Equity Swap：債務の株式化）などを活用した債務リストラへの取り組みが本格化しており、今後は過剰債務削減に伴う金融機関など債権者への影響も懸念材料として意識しておくべきであろう。

不動産市場は政策により抑制

需要サイドに目を転じると、先述の通り不動産開発投資の伸びは鈍化しているが、不動産価格を見れば市場の盛り上がりが見えつつある様子がより鮮明である。例えば、新築住宅価格は、一線都市⁷に分類される北京で 2016 年 9 月に前年同月比 +27.8%、同じく一線都市の上海では +32.7% もの高い伸びを記録したが、その後は徐々に伸びが鈍化している（2017 年 2 月で北京 +22.1%、上海 +21.1%）。また、二線都市⁸とされる杭州でも 2016 年 10 月の前年同月比 +31.3% を、青島では 11 月の +13.6% をピークに伸びが鈍化している。

このように住宅価格の上昇にブレーキが掛かっているのは、政府が需要と供給の両面で規制を強化しているためである。代表的な規制強化の例として、需要側ではローンの頭金規制⁹や戸籍による購入制限、供給側では不動産開発業者に対する起債制限などが挙げられる。

こうした規制は、価格上昇が著しい一線都市や一部の二線都市に限って実施されているが、規模で見れば不動産投資の大部分がこれらの都市に集中しているため、不動産価格のピークアウトを受けて、2017 年後半には不動産開発投資がより明確に減速すると予想される。



人民元相場は緩やかな下落が続く

また、今後の景気を左右する輸出動向は、一般的に人民元相場の行方に影響を受けると考えられる。その人民元の対ドル相場は、2016 年に下げ足を速め、年間で 6.6% 下落したが、2017 年初から 1 月半ばにかけてやや上昇し、以降はおおむね 6.8 元台後半で推移している。このように、人民元の下落に歯止めが掛かったのは、下落の背景にあった資金流出を食い止めるため、政府が外貨購入制限の厳格化のほか、海外投資に対する規制や金融機関への指導を強化した影響が大きい。

⁷ 一般に、北京、上海、広州、深センを指す。天津を加えることもある。

⁸ 一線都市以外の省都、ないしは副省都クラスの都市。

⁹ 二軒目以降は頭金比率 40% 以上。70～80% とする都市もある。

また、人民元相場に影響を与えるファンダメンタルズの状況を見ると、景気の堅調な拡大を背景に米国で金利上昇が見込まれ、これはドル高人民元安要因となる。一方で、中国においても3月16日に米国の利上げに追随する形でオペ金利を0.1%Pt引き上げたが、米国の利上げ幅(0.25%Pt)に及ばなかった。今後も米国では年間0.75~1.00%Ptの利上げが見込まれるが、中国において同じペースでの利上げは困難であり、その結果、中米の金利差(中国-米国)は縮小、人民元安ドル高の圧力は強まるとみられる。

しかしながら、「安定」を求める中国政府は、今後も人民元安につながる資金流出を防止・抑制すべく必要に応じて規制を強化する可能性が高い。そのため、今後の人民元相場は横ばい乃至は緩やかに下落するとみておくべきであろう。

輸出は持ち直しの動きが継続

こうした中で、足元持ち直しの動きが見られる輸出の先行きを展望すると、既に2016年から見られる数量ベースの持ち直し(右図)に価格の上昇が加わり、輸出は今後も金額ベースで拡大が続くと予想される。

2015年から2016年にかけて人民元の下落が続いたにもかかわらず輸出が減少したことから、人民元安は輸出押し上げに寄与しないという見方が大勢であるが、実際の動きを確認すると、人民元安により輸出品の価格は下落したが、数量ベースでは特に2016年において増加している。つまり、輸出が減少したのは価格の下落であり、数量ベースで落ち込んだわけではない。さらに言えば、輸出企業の多くは人民元安を受けてドル建て価格を引き下げ、輸出量の拡大を図り、その結果、ドル建ての販売総額が減少したということであろう。人民元建てで見れば、輸出額は2016年4~6月期以降、前年比でほぼ横ばい推移であり、マクロ的に見れば価格の引き下げにより数量を確保し、販売額を維持したという理解が可能である。

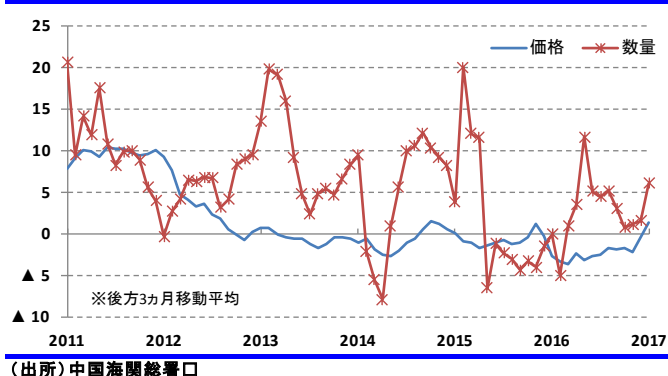
なお、2015年後半は価格が下落しているにもかかわらず数量ベースで大きく落ち込んでいるが、これは専ら2014年後半から2015年前半にかけて大幅に増加した反動によるところが大きい。この頃は、政府の規制強化から不動産市場が冷え込み建設投資は縮小、国内で鉄鋼などの建設関連材が余剰となり、国内市況の悪化による価格下落を追い風として、輸出が大幅に拡大(輸出ドライブ)した。

今後も、これまでの人民元安の効果や海外景気の復調を背景に、輸出は数量ベースでの増加を続け、価格面でも人民元安のペースの鈍化や製品市況の改善などを受けて上昇が見込まれるため、先述の通り増勢を維持すると見込まれる。

景気押し上げ要因の減少により成長率は低下

以上を踏まえると、2017年の中国経済は、2016年の景気回復を支えたインフラ投資、住宅投資、自動車販売のうち、インフラ投資こそ堅調な拡大を維持するものの、自動車販売は落ち込みが避けられず、住宅投資は年後半に減速が見込まれるため、これらによる景気の浮揚力は大きく低下しよう。その一方で、人民元安や海外景気の改善により輸出が持ち直すこと、景気の復調を受けて在庫を積み増

輸出価格指数と数量指数の推移(前年同月比、%)



動きが広がることで、成長を下支えする。また、政府は引き続き過剰生産設備の削減を進める方針であるが、既に市況の改善など一定の成果が見られることもあり、その景気下押し圧力は 2016 年ほどではないであろう。その結果、実質 GDP 成長率は政府が目標とする前年比+6.5%程度への減速にとどまると予想する。

2018 年は、住宅投資が一段と減速、インフラ投資の勢いも弱まるとみられることから、実質 GDP 成長率は一段と低下する可能性が高いと予想される。

中国のGDP成長率予測

前年比, %, %Pt	2015 実績	2016 実績	2017 予想	2018 予想
実質GDP	6.9	6.7	6.5	6.3
名目GDP	7.0	8.0	9.7	8.4
個人消費	9.7	10.3	9.7	9.3
固定資産投資	3.9	2.3	2.1	1.4
純輸出(寄与度)	(1.2)	(▲0.2)	(▲0.6)	(0.4)
輸出	▲0.6	▲0.9	6.4	4.9
輸入	▲12.6	0.1	14.2	4.7

(出所)中国国家统计局、輸出入は当社の推計

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。