

2016年1月21日 全12頁

中国：ダウントレンドの中の循環的底打ちも

2015年は6.9%成長。2016年はほぼ変わらずの6.8%と予想

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 国家統計局によると、2015年の中国の実質GDP成長率は前年比6.9%と、2014年の同7.3%から減速した。政府年間目標は、2014年は同7.5%前後、2015年は同7.0%前後であり、その中心値を2年連続で下回ったことになる。
- 2016年3月5日に開幕する全国人民代表大会（全人代＝国会）では、2016年の政府成長率目標は2015年と同じ前年比7.0%前後に設定される可能性が高い。2015年の実績同6.9%を四半期毎に見ると、1月～3月以降、前年同期比7.0%、同7.0%、同6.9%、同6.8%と緩やかな成長率低下が続いた。これ以上容認できる下振れ余地は限定的であり、追加金融緩和やある程度の財政政策など景気下支え策が強化されるとみている。2015年12月の中央経済工作会議は「積極的財政政策を強化し、財政赤字のGDP比率（2015年予算では2.3%）を段階的に引き上げて、財政支出や政府投資を適切に増やす」とした。
- 大和総研は、2016年の実質GDP成長率を前年比6.8%と、2015年の同6.9%とほぼ変わらずと予想し、大きな下振れは回避されるとみている。中国の経済成長は長期的なダウントレンドに入ったと判断されるが、短期的循環的な成長率の底打ちやある程度の回復は想定される。鉄鋼、セメントなど裾野産業が広い不動産開発投資の底打ち・回復は、そのきっかけとなる可能性がある。
- 当面のリスク要因には、外貨準備の「浪費」による人民元暴落リスクがある。中国では景気テコ入れのための金融緩和が続く一方で、米国は利上げ局面に入った。元安（ドル高）圧力が高まる可能性があるなか、それを通貨当局が元買い（ドル売り）介入で阻止しようとするほど、外貨準備は減り、さらなる元安観測が高まり、資本逃避の動きが加速するというスパイラルに陥る可能性が否定できなくなる。一方で、通貨当局が為替介入を減らして、人民元の下落をある程度放置すれば、少なくとも外貨準備の「浪費」は抑えられ、スパイラル的な人民元暴落シナリオの発生の可能性は低下すると期待される。2015年末で3.3兆米ドルの外貨準備を保有する中国にしても長期的にそれを「浪費」し続ける余裕はない。

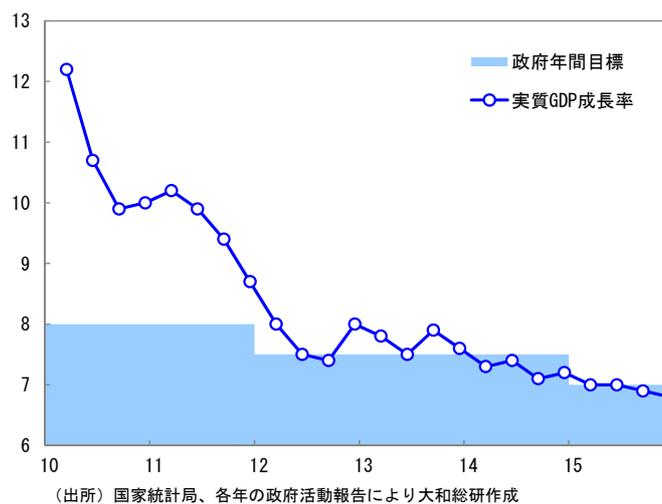
2015 年は 6.9% 成長

国家統計局によると、2015 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 6.9% と、2014 年の同 7.3% から減速した。政府年間目標は、2014 年は同 7.5% 前後、2015 年は同 7.0% 前後であり、その中心値を 2 年連続で下回ったことになる。また、巷間、1990 年の同 3.9% 成長以来、25 年ぶりの低水準となったことが取り沙汰されるが、当時は景気過熱のなかで発生した物価高騰¹に対応するための強烈的な景気引き締め（投資抑制）に、1989 年 6 月 4 日の天安門事件後の対外経済関係の冷え込みが重なったことが主因であり、いわば高度成長期の一時的な景気急減速であった。しかし、中国の高度成長期は既に終わりを告げ、実質 GDP 成長率は 2010 年の同 10.6% を直近のピークに 5 年にわたり減速傾向が続いている。長期的なダウントレンドのさなかにあるとの認識に立てば、25 年ぶりの低成長という事実にあまり大きな意味はない。

2015 年の産業別実質 GDP 成長率は、第一次産業は前年比 3.9%（2014 年は同 4.1%）、第二次産業は同 6.0%（同 7.3%）、第三次産業は同 8.3%（同 7.8%）となった。第二次産業が鉱業や重工業の不振を背景に大きく減速した一方で、第三次産業は金融業²が同 15.9%（2014 年は同 9.7%）と好調で第三次産業の成長率加速を牽引した。金融業では、株価の急騰・急落で売買代金（手数料収入）が大きく膨らんだことが成長加速に寄与していよう。

ちなみに、2015 年の産業別 GDP のウエイトは、第一次産業 9.0%、第二次産業 40.5%、第三次産業 50.5% である。2012 年に第三次産業のウエイトが第二次産業を上回って以降、その差は拡大しており、中国経済のサービス化が進展している。

実質 GDP 成長率（四半期）と政府年間目標の推移（%）



¹ 消費者物価上昇率は 1988 年に前年比 18.8% 上昇、1989 年は同 18.0% 上昇した。

² 金融業のウエイトは GDP の 8.5%、第三次産業の 16.8% を占める。

産業別実質 GDP 成長率と構成比の推移（単位：％）

	実質GDP成長率 (前年比)	第一次産業 (前年比)	第二次産業 (前年比)	第三次産業 (前年比)	GDP構成比	第一次産業	第二次産業	第三次産業
2000	8.4	2.3	9.4	9.7	100.0	14.7	45.4	39.8
2001	8.3	2.6	8.4	10.2	100.0	14.1	44.7	41.3
2002	9.1	2.7	9.8	10.5	100.0	13.4	44.3	42.3
2003	10.0	2.4	12.7	9.5	100.0	12.4	45.5	42.1
2004	10.1	6.1	11.1	10.1	100.0	13.0	45.8	41.2
2005	11.3	5.1	12.1	12.3	100.0	11.7	46.9	41.4
2006	12.7	4.8	13.4	14.1	100.0	10.7	47.4	41.9
2007	14.2	3.5	15.0	16.1	100.0	10.4	46.7	42.9
2008	9.6	5.2	9.8	10.5	100.0	10.3	46.8	42.9
2009	9.2	4.0	10.1	9.5	100.0	9.9	45.7	44.4
2010	10.6	4.3	12.7	9.7	100.0	9.6	46.2	44.2
2011	9.5	4.2	10.6	9.5	100.0	9.5	46.1	44.3
2012	7.7	4.5	8.2	8.0	100.0	9.5	45.0	45.5
2013	7.7	3.8	7.9	8.3	100.0	9.4	43.7	46.9
2014	7.3	4.1	7.3	7.8	100.0	9.2	42.7	48.1
2015	6.9	3.9	6.0	8.3	100.0	9.0	40.5	50.5

(出所) 中国統計年鑑、国家統計局より大和総研作成

消費は比較的堅調

消費は比較的堅調である。2015年の実質小売売上は前年比10.6%増(2014年は同10.9%増)だった。実質GDP成長率6.9%に対する最終消費支出の寄与度は4.6%ポイント(2014年は3.7%ポイント)に高まった。①国民一人当たり可処分所得は実質7.4%増と底堅く推移したこと、②相対的に高い可処分所得増加率と家電等の新規需要を牽引役に、農村の小売売上は同11.8%増と都市の10.5%増を上回る伸びを維持し、下支えを果たしたこと、③ネット販売の盛り上がりが続いており、2014年の同49.7%増に続き、2015年は同33.3%増を記録したこと、などが比較的堅調な消費を支えている。ネット販売の盛り上がりは、既存小売店舗のシェアを奪う一方、店舗アクセスに制約のある農村の消費需要を掘り起こすほか、物流網の整備を促し、宅配ビジネスの需要を高めるなどのプラスの面も大きい。

需要項目別実質 GDP 成長率寄与度（単位：％、％ポイント）

	実質GDP 成長率	最終消費 支出	総資本形成	純輸出
2006	12.7	5.4	5.4	1.9
2007	14.2	6.5	6.2	1.5
2008	9.6	4.3	5.0	0.3
2009	9.2	5.2	7.9	-3.9
2010	10.6	4.9	6.9	-1.2
2011	9.5	6.0	4.2	-0.8
2012	7.7	4.3	3.2	0.1
2013	7.7	3.7	4.2	-0.2
2014	7.3	3.7	3.4	0.2
2015	6.9	4.6	2.5	-0.2

(出所) 2015年はCEIC、それ以外は中国国家統計局より大和総研作成

2015年6月～8月に前年割れとなった乗用車販売は、10月以降急回復した。この背景には、中国政府が2015年10月1日～2016年12月31日の期間限定で、市場シェアの65%を占める排気量1.6L以下の乗用車の車両購入税を車両価格の10%から5%へ半減し、購入意欲が刺激されたことがある。

都市と農村の所得と実質伸び率、所得格差（単位：元、%、倍）

	都市一人 当たり 可処分所得	名目 伸び率	実質 伸び率	農村一人 当たり 可処分所得	名目 伸び率	実質 伸び率	都市・農村 格差
	元	%	%	元	%	%	倍
2006年	11,760	12.1	10.4	3,587	10.2	7.4	3.28
2007年	13,786	17.2	12.2	4,140	15.4	9.5	3.33
2008年	15,781	14.5	8.4	4,761	15.0	8.0	3.31
2009年	17,175	8.8	9.8	5,153	8.2	8.5	3.33
2010年	19,109	11.3	7.8	5,919	14.9	10.9	3.23
2011年	21,810	14.1	8.4	6,977	17.9	11.4	3.13
2012年	24,565	12.6	9.6	7,917	13.5	10.7	3.10
2013年	26,955	9.7	7.0	9,430	12.4	9.3	2.86
2014年	28,844	9.0	6.8	10,489	11.2	9.2	2.75
2015年	31,195	8.2	6.6	11,422	8.9	7.5	2.73

(注1) 農村一人当たり可処分所得は2012年までは純収入であり、統計は連続しない。

伸び率は2013年までは純収入、それ以降は可処分所得で計算

(注2) シェドウは、農村一人当たり可処分所得（純収入）の実質伸び率が都市のそれを上回り、都市・農村所得格差が縮小していることを表す

(出所) 国家統計局より大和総研作成

中国の自動車販売と乗用車販売

	自動車販売台数 万台	前年比 %	乗用車販売台数 万台	前年比 %
	2006	718.4	24.8	514.9
2007	878.5	22.3	629.8	22.3
2008	936.3	6.6	674.7	7.1
2009	1,362.2	45.5	1,031.5	52.9
2010	1,804.2	32.5	1,374.9	33.3
2011	1,853.3	2.7	1,449.8	5.4
2012	1,930.3	4.2	1,549.4	6.9
2013	2,199.3	13.9	1,792.8	15.7
2014	2,348.9	6.8	1,970.0	9.9
2015	2,459.8	4.7	2,114.6	7.3
2015. 1-3	615.3	3.9	530.5	9.0
2015. 4	199.5	-0.5	166.9	3.7
2015. 5	190.4	-0.4	160.9	1.2
2015. 6	180.3	-2.3	151.1	-3.4
2015. 7	150.3	-7.1	126.9	-6.6
2015. 8	166.4	-3.0	141.8	-3.4
2015. 9	202.5	2.1	175.1	3.3
2015. 10	222.2	11.8	193.7	13.3
2015. 11	250.9	20.0	219.7	23.7
2015. 12	278.6	15.6	244.2	18.5

(注) 自動車は乗用車にトラックなど商用車を加えたもの

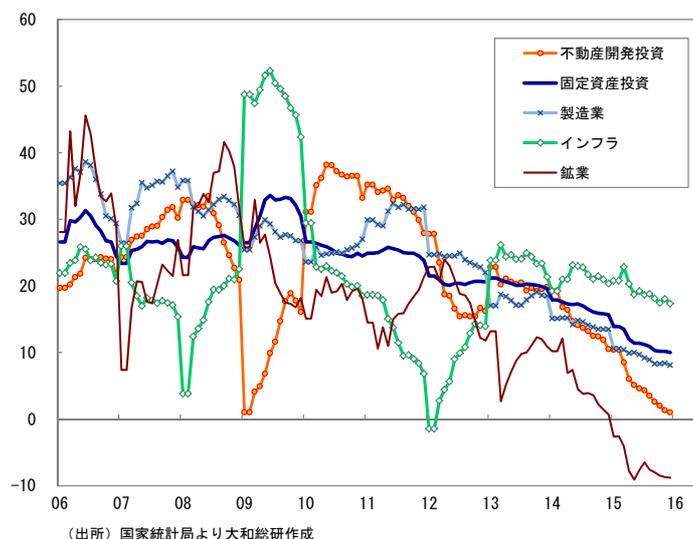
(出所) 中国汽车工业协会より大和総研作成

固定資産投資は下げ止まらず

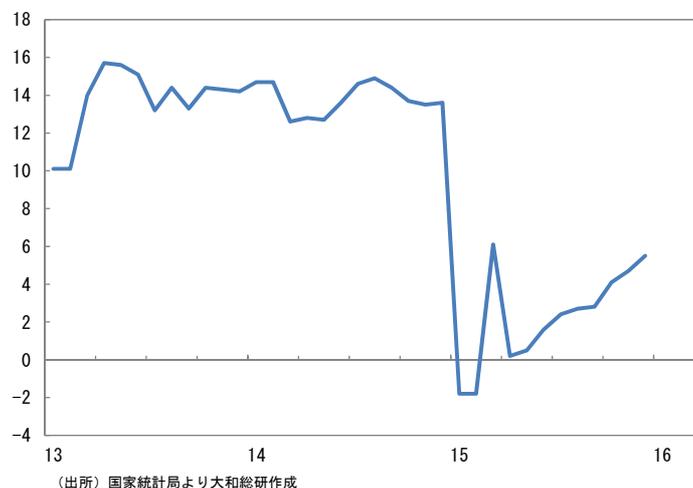
固定資産投資は、2014年の前年比15.7%増から2015年は同10.0%増となり、年間を通じて減速が続いた。鉱業向けは同0.7%増⇒同8.8%減、不動産開発投資は同10.5%増⇒同1.0%増と変化幅が大きく、製造業向けは同13.5%増⇒8.1%増であった。インフラ向けは同20.4%増⇒同17.4%増に減速したとはいえ、比較的高い伸びを維持した。

今後の固定資産投資については、仄明るさも見え始めている。固定資産投資の先行指標となる、2015年の新規着工プロジェクトの総投資計画額は前年比5.5%増と、同年1月～4月の前年同期比0.2%増を直近のボトムに緩やかに回復している。この背景には、2015年に返済期限を迎える地方政府債務を中心に3.2兆元が、低金利・中長期の地方債に置き換えられたことで、地方政府の資金繰りが改善し、新たなプロジェクトが動き出していることがあろう。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）

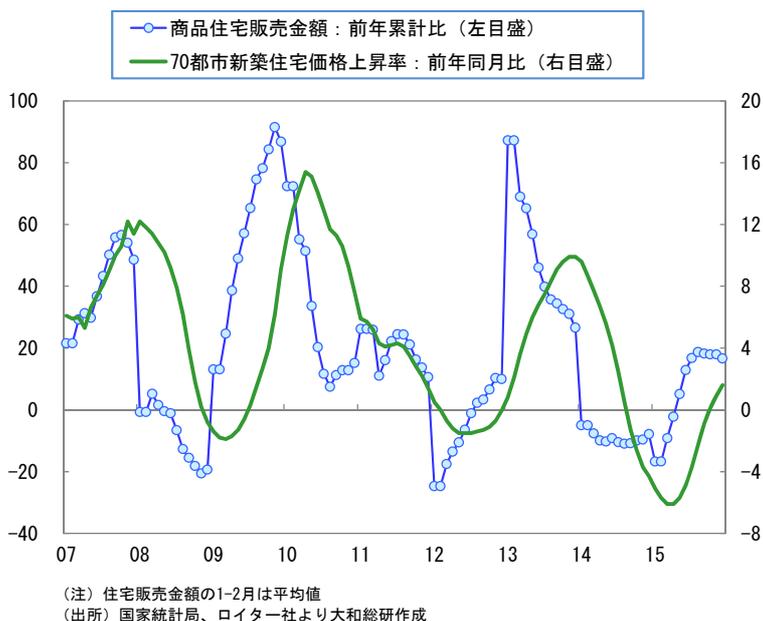


新規着工総投資計画額（1月からの累積の前年同期比）の推移（単位：%）



この他、2015年3月末以降の二重ローンの条件緩和、頭金比率の引き下げ、住宅短期売買の容認などの住宅市場テコ入れ策や、住宅ローン金利の引き下げ等により、2015年の住宅販売金額は前年比16.6%増と2014年の同7.8%減から大きく改善した。全国70都市の住宅価格（前年同月比）は2015年10月に14ヵ月ぶりに上昇に転じ、12月には1.6%の上昇となった。こうした状況を受けて、これまで急減速してきた不動産開発投資が底打ちから回復に転じるかが、2016年の中国経済の鍵を握る（後述）。

住宅販売金額（前年累計比）と70都市新築住宅価格（前年同月比）の推移（単位：％）



輸入急減の背景

2015年の輸出は前年比2.8%減の2兆2,765.7億米ドル、輸入は同14.1%減の1兆6,820.7億米ドルとなった。輸入が大きく減少した結果、貿易収支は5,945億米ドル（同55.4%増）の黒字を計上した。輸入の大幅減少は、日本を含むアジア主要国・地域の景気下押し要因として気になるところである。

次頁下図では、中国の輸入増減率（前年同月比）を価格と数量に分けて見たものであり、2015年の輸入減少の大半は、輸入価格の下落（特に原油等資源価格の下落）によることが分かる。懸念されるのは、輸入数量が2014年以降、マイナスとなることが増え、2015年にはそれが顕著になっていることである。①かつては、原材料・部品を海外から輸入し、加工・組み立てて海外に輸出する加工貿易が主流であったが、実質実効為替レートの上昇の長期化や労働コストの大幅上昇などにより価格競争力が失われるなか、一部でコスト削減を目的に部品の内製化（輸入代替）が進められたこと（さらに一部では生産拠点の海外移転が進められたこと）、②中国経済のサービス化が進展しつつあり、輸入需要そのものが縮小してきていること、などがその要

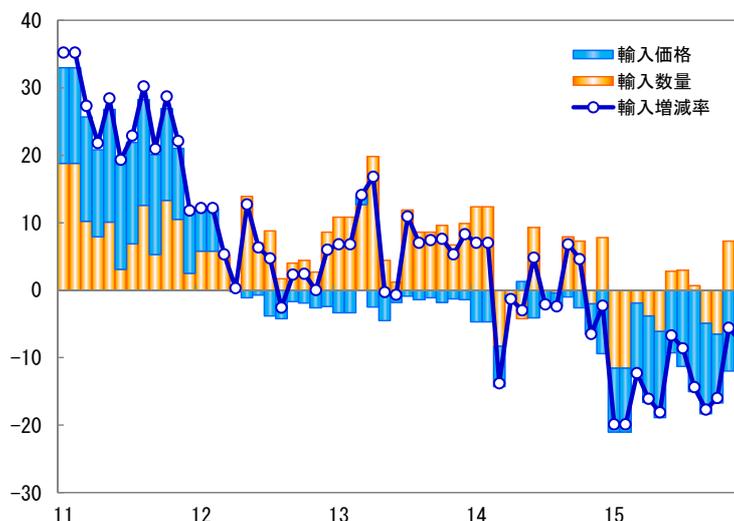
因として考えられる。中国経済の減速だけでなく、こうした貿易・産業構造の変化による中国の輸入数量の減少が、対中国輸出依存度の高いアジア主要国・地域へのマイナスのインパクトを増幅していよう。

中国の輸出入（金額、増減率）、貿易収支（金額）（単位：億米ドル、%）

	輸出 億米ドル	増減率 %	輸入 億米ドル	増減率 %	貿易収支 億米ドル
2006	9,690	27.2	7,915	19.9	1,775
2007	12,201	25.9	9,561	20.8	2,639
2008	14,307	17.3	11,326	18.5	2,981
2009	12,016	-16.0	10,059	-11.2	1,957
2010	15,778	31.3	13,962	38.8	1,815
2011	18,984	20.3	17,435	24.9	1,549
2012	20,487	7.9	18,184	4.3	2,303
2013	22,090	7.8	19,500	7.2	2,590
2014	23,427	6.1	19,603	0.4	3,825
2015	22,766	-2.8	16,821	-14.1	5,945

（出所）中国通関統計より大和総研作成

輸入増減率（価格、数量）の推移（前年同月比）（単位：%）



（注）1月～2月は平均

（出所）中国通関統計より大和総研作成

2016年の注目点

2016年3月5日に開幕する全国人民代表大会（国会）では、2016年の政府成長率目標は2015年と同じ前年比7.0%前後に設定される可能性が高い。2015年の実績同6.9%を四半期毎に見ると、1月～3月以降、前年同期比7.0%、同7.0%、同6.9%、同6.8%と緩やかな成長率低下が続いた。これ以上容認できる下振れ余地は限定的であり、追加金融緩和やある程度の財政政策などの景気下支え策が強化されるとみている。2015年12月の中央経済工作会議は「積極的財政

政策を強化し、財政赤字の GDP 比率（2015 年予算では 2.3%）を段階的に引き上げて、財政支出や政府投資を適切に増やす」とした。

大和総研は、2016 年の実質 GDP 成長率を前年比 6.8%と、2015 年の同 6.9%とほぼ変わらずと予想し、大きな下振れは回避されるとみている。

中央経済工作会議では、ニューノーマルに適応し、それを牽引するための重点を掲げた。具体的には、①経済発展の質・効率の向上、②経済成長の安定（サプライサイドの構造改革を重視）、③マクロコントロールの強化、④産業構造の調整、⑤都市化推進、⑥地域発展の促進、⑦生態環境の保護、⑧民生の保障・改善、⑨資源配分の最適化、⑩対外開放の拡大、である。

「サプライサイドの構造改革」は 2015 年 11 月以降、頻出するようになった新しいキーワードである。経済工作会議では、(1) 過剰生産能力の解消、(2) 過剰不動産在庫の削減、(3) 脱レバレッジ（金融リスクの防止・解消）、(4) 企業のコスト引き下げ、(5) 不足の補充（脱貧困、企業の技術改造・設備更新、新産業の育成・発展、ソフト・ハードのインフラ増強、ヒトへの投資強化など）、が柱とされた。上記 (1) ~ (5) は「三去、一降、一補」³というキャッチーな言い方が登場し、これもまた新たな流行語になりつつある。

最大のポイントは、不動産の過剰在庫の削減であろう。同会議は、農民工（出稼ぎ農民）の市民化加速を通じて需要を拡大するとした。これまで住宅購入層としては蚊帳の外に置かれていた農民工が住宅購入の支援対象となることは、実需増加の面で注目される。過剰不動産在庫の消化が地方都市でもある程度進展すれば、大都市で先行するであろう不動産開発投資の回復に力強さが増していくことが期待される。

冒頭で述べた通り、中国の経済成長は長期的なダウントレンドに入ったと判断されるが、短期的循環的な成長率の底打ちやある程度の回復は想定される。鉄鋼、セメントなど裾野産業が広い不動産開発投資の底打ち・回復は、そのきっかけとなる可能性がある。

最後に、当面のリスク要因には、外貨準備の「浪費」による人民元暴落リスクがある。中国では景気テコ入れのための金融緩和が続く一方で、米国は利上げ局面に入った。元安（ドル高）圧力が高まる可能性があるなか、それを通貨当局が元買い（ドル売り）介入で阻止しようとするほど、外貨準備は減り、さらなる元安観測が高まり、資本逃避の動きが加速するというスパイラルに陥る可能性が否定できなくなる。

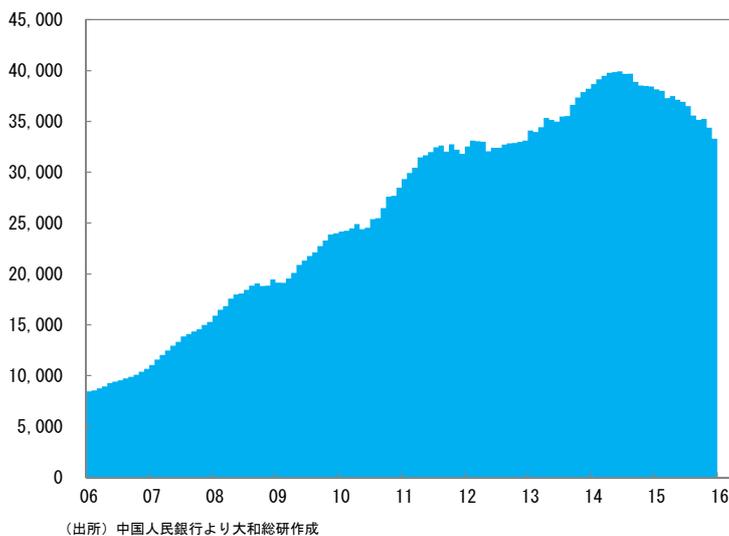
中国の外貨準備は 2014 年 6 月末の 3 兆 9,932 億米ドルをピークに減少傾向にあるが、2015 年 8 月は単月で 939 億米ドル、そして 12 月は過去最大となる 1,079 億米ドルの減少を記録し、2015 年年間では 5,127 億米ドルの減少となった。年間の貿易黒字が 5,945 億米ドルであったことを考えると、相当規模の外貨が使われたことになる。その大きな要因のひとつが元買い・ドル売りの為替介入であろう。

³ 「去」は解消・削減、「降」は引き下げ、「補」は補足という意味。

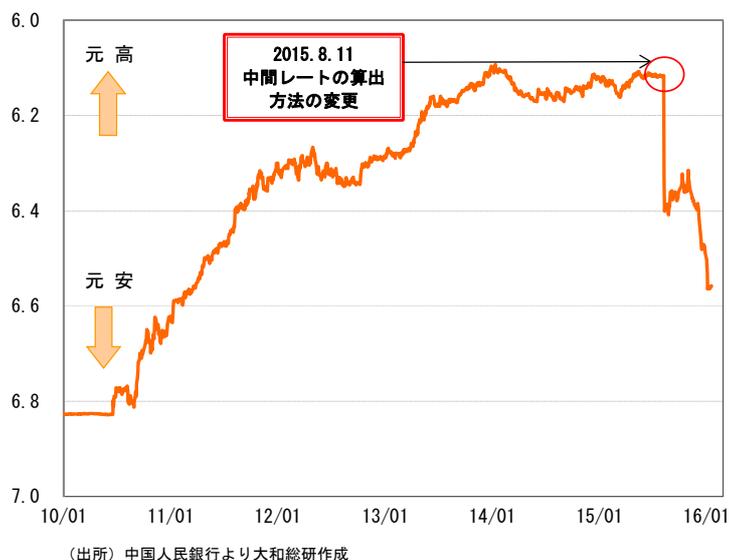
一方で、通貨当局が為替介入を減らして、人民元の下落をある程度放置すれば、少なくとも外貨準備の浪費は抑えられ、スパイラル的な人民元暴落シナリオの発生の可能性は低下すると期待される。

中国は2015年末で3.3兆米ドルの外貨準備を保有する。昨年11月の現地ヒアリングでは1.5兆米ドル程度で充分であるとの指摘があったが、足元の外貨準備の減少スピードは速く、長期的にそれを「浪費」し続ける余裕はない。

中国の外貨準備の推移（単位：億米ドル）



人民元の対米ドル中間レートの推移（単位：元）



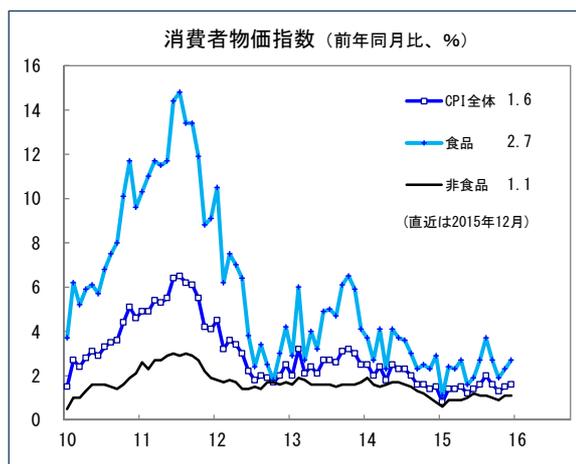
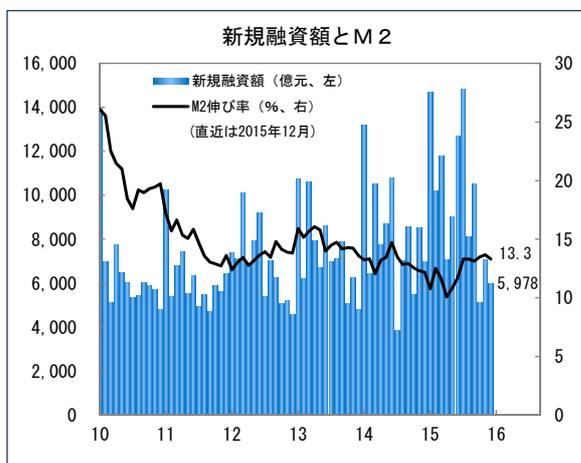
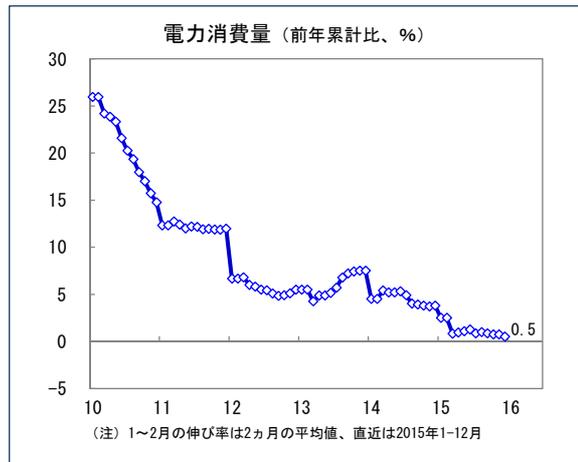
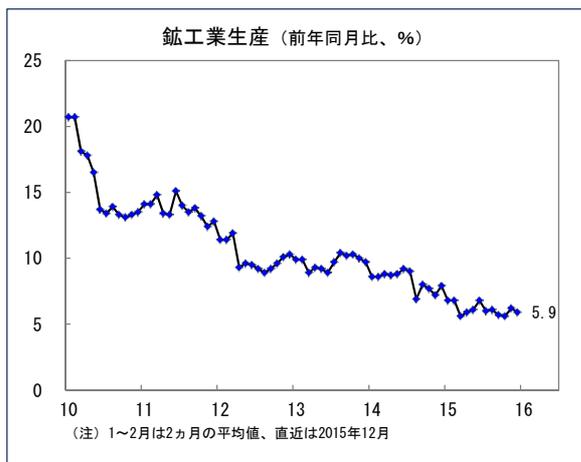
もう一つ留意すべきなのは、元買い介入を続けることで、人民元の流動性が低下し、景気テコ入れを阻害するリスクである。中国人民銀行はオペレーションでしっかりと流動性を供給すると同時に、適宜、預金準備率を引き下げて中長期的な流動性の供給を行っていくことが望まれよう。米国が利上げ局面入りしたなか、中国のさらなる利下げは、米中金利差の拡大による元安圧力を高めかねない。さらなる利下げ余地は限定的であり、2016年の金融緩和は預金準備率の引き下げが柱となる。

主要経済指標一覧

	2015年7月	8月	9月	10月	11月	12月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.9	-	-	6.8
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9
電力消費量（前年累計比、%）	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7	0.5
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-10.2	-10.9	-11.4	-11.9	-12.3	
固定資産投資（前年累計比、%）	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0
不動産開発投資（前年累計比、%）	4.3	3.5	2.6	2.0	1.3	1.0
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1
実質（前年同月比、%）	10.4	10.4	10.8	11.0	11.0	10.7
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6
食品（前年同月比、%）	2.7	3.7	2.7	1.9	2.3	2.7
非食品（前年同月比、%）	1.1	1.1	1.0	0.9	1.1	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-5.4	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-6.1	-6.6	-6.8	-6.9	-6.9	-6.8
新規融資額（億元）	14,800	8,096	10,500	5,136	7,089	5,978
M2伸び率（%）	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3
輸出（前年同月比、%）	-9.1	-5.7	-3.8	-7.0	-7.1	-1.4
輸入（前年同月比、%）	-8.5	-13.9	-20.5	-18.9	-9.0	-7.6
貿易収支（億米ドル）	430.2	602.4	603.4	616.4	537.4	600.9
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	1.0	3.0	4.7	6.5	7.7	8.3
上海（前年同月比、%）	3.1	5.6	8.3	10.9	13.1	15.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-16.8	-16.8	-12.6	-13.9	-14.7	-14.0
完工面積（前年累計比、%）	-13.1	-14.6	-9.8	-4.2	-3.5	-6.9
不動産販売 面積（前年累計比、%）	6.1	7.2	7.5	7.2	7.4	6.5
金額（前年累計比、%）	13.4	15.3	15.3	14.9	15.6	14.4

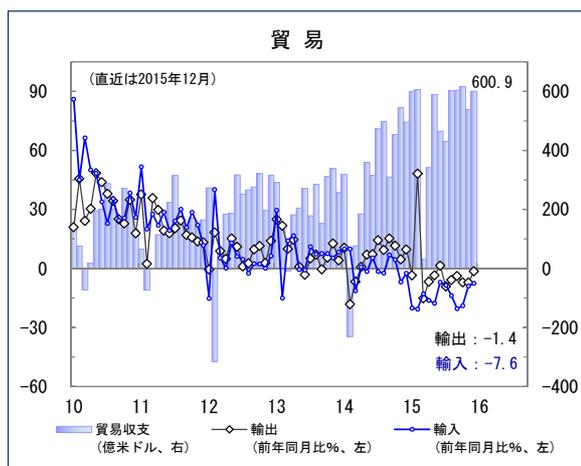
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧 (続き)



(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成