

2016年9月20日 全9頁

# 中国：景気減速局面の小休止

短期的には明るい材料も持続性に疑問符

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

## [要約]

- 2016年8月の主要経済統計は、前月から改善したものが多。こうした改善・回復は短期的なものなのか、それとも持続が期待できるのか？固定資産投資と消費については、持続性に疑問符が付く。景気減速局面の小休止といったところが妥当ではないか。
- 2016年1月～8月の固定資産投資は前年同期比8.1%増と、1月～7月（同8.1%増）から横這いであった。ただし、単月のデータを見ると、8月は前年同月比8.2%増と7月の同3.9%増から回復した。固定資産投資はインフラ投資への依存を過度なほどまでに高めている。今後、短期的にはともかく、インフラ投資だけで全体を支え続けることは難しい。
- 2016年8月の実質小売売上は前年同月比10.2%増と7月の同9.8%増から伸びがやや高まった。年末に向けて実質小売売上の加速要因は少なくない。具体的には、豚肉価格沈静化による物価低下が実質消費の加速をサポートすることに加え、(1)急成長するネット販売が11月11日の独身者の日をはじめ11月～12月に安売り攻勢を仕掛けること、(2)排気量1.6L以下の乗用車の車両購入税の半減措置（価格の10%⇒5%）が今年12月末に終了するため、その駆け込み需要が高まること、などがある。ただし、(1)や(2)は需要の先食いの面がある。より注意しなければならないのは、実質可処分所得の鈍化が続いていることである。こうした状況の中では実質消費が加速していくのは難しい。

## 景気減速局面の小休止

2016年8月の主要経済統計は、前月から改善したものが多く、8月の国家統計局製造業PMIは50.4と、7月の49.9（50が拡大と縮小の分岐点）から改善し、鉱工業生産も7月の前年同月比6.0%増から8月は同6.3%増へと伸びが高まった。豚肉価格の上昇ペースの大幅鈍化を主因のひとつに8月の消費者物価上昇率は同1.3%（7月は同1.8%）にとどまり、実質小売上の伸び加速の追い風となった。1月～8月の固定資産投資は前年同期比8.1%増と、1月～7月から伸びは横這いとなったが、単月では7月の前年同月比3.9%増から8月は同8.2%増へと回復した。8月の輸出（ドル建て）は前年同月比▲2.8%（7月は同▲5.4%）とマイナス幅が縮小し、輸入は同1.5%増（7月は同▲12.5%）と1年10ヵ月ぶりにプラスに転じた。

こうした改善・回復は短期的なものなのか、それとも持続が期待できるのか？固定資産投資と消費については、改善・回復の基盤は脆弱であり、前者である可能性が高い。

国家統計局製造業PMIの推移



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

鉱工業生産伸び率の推移（前年同月比、単位：％）



(注) 1-2月は平均値  
(出所) 国家统计局より大和総研作成

## 固定資産投資はインフラ投資に過度に依存

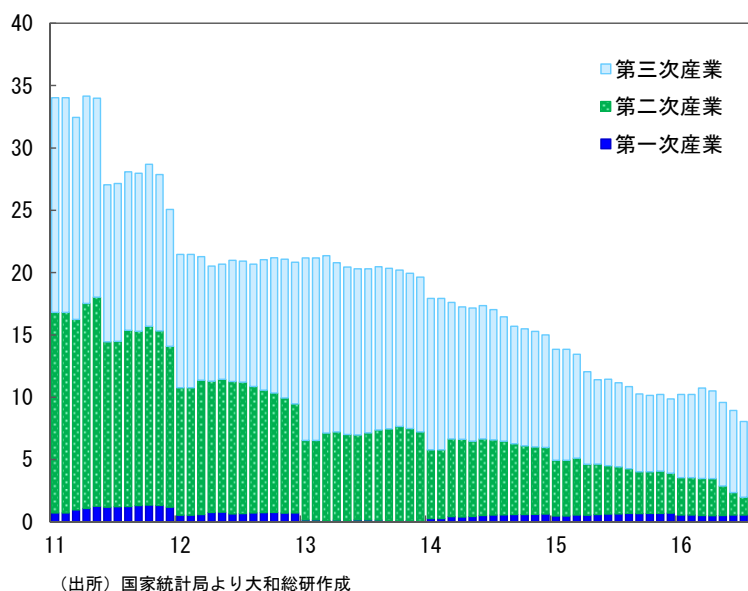
2016年1月～8月の固定資産投資は前年同期比8.1%増と、1月～7月（同8.1%増）から横這いであった。

中国の固定資産統計は1月から累計の金額と前年同期比が発表されるが、今回、国家統計局は「8月は前年同月比8.2%増と7月から4.3%ポイント加速した」と単月のデータに言及し、その回復ぶりを強調した。このうち、全体の6割強を占める民間部門は7月の同▲1.2%から8月は同2.3%増（1月～8月は同2.1%増と1月～7月と変わらず）へ、全体の3割強を占める国有部門は同様に同14.4%増⇒同19.2%増（1月～8月は同21.4%増と1月～7月の同21.8%増からやや減速）へ改善した。国家統計局は民間部門の改善のみをコメントしたが、単月での改善度合いは国有部門の方が顕著であった。

固定資産投資の伸び率は2015年の前年比9.9%増から2016年1月～8月は前年同期比8.1%増に鈍化した。第一～第三次産業別の寄与度を見ると（下図）、第一次産業は2015年の0.7%ポイントから2016年1月～8月は0.6%ポイント、第二次産業は同様に3.2%ポイント⇒1.2%ポイント、第三次産業は6.0%ポイント⇒6.3%ポイントとなった。第三次産業が固定資産投資全体の下支え役を果たしてはいるものの、第二次産業の寄与度低下を補い切れていないことが分かる。

石炭、鉄鋼を中心に、過剰生産能力の削減が推進されている鉱工業分野では、劣化した生産能力を廃棄すると同時に、新規投資はエネルギー効率が高く、環境への負荷が低いものを厳選しなければならない。第二次産業の固定資産投資への寄与度低下は、政策が着実に実行されていることの表れでもある。

#### 固定資産投資伸び率に対する第一～第三次産業別寄与度（単位：%ポイント）



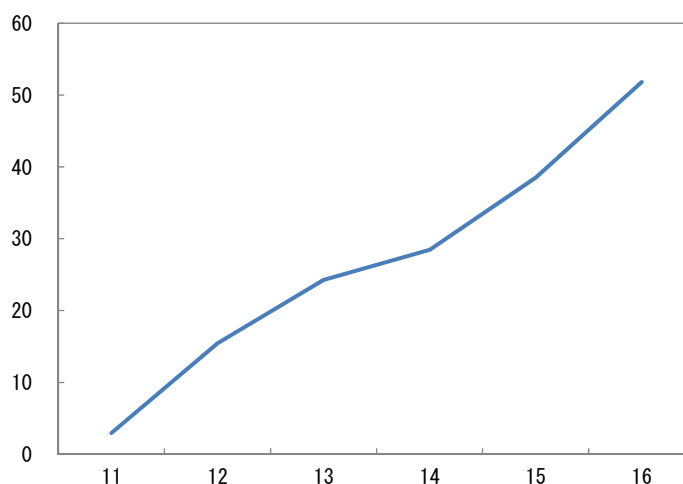
こうした中で、中国の固定資産投資は第三次産業、とりわけその4割を占めるインフラ投資への依存を過度なほどまでに高めている。固定資産投資全体の増加額に占めるインフラ投資の増加額の割合は、2015年の38.5%から2016年1月～8月には51.8%にまで高まった。インフラ投資の担い手は国有企業であり、このことが固定資産投資における国有部門の好調と民間部門の低迷を招く主因となっている。

中国政府は、PPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ：官民連携）による民間資本の導入に大きな期待を寄せ、インフラ投資をまだまだ増やす意向である。9月14日には国家発展改革委員会が、交通運輸（金額ベースで全体の7割弱）、公共工事（同2割弱）、水利、環境保護、林業、農業、エネルギーの7分野について、1,233項目、総額2兆1,418億元（約32兆円）に及ぶPPPプロジェクトの一覧を公開した。しかし、事はそう簡単ではない。インフラ

投資は投資金額が大きく、投資回収期間が長期化する上、政府による計画の変更・不履行リスクや投資回収計画の甘さ、例えば公共料金改定の難しさなど、自らの経営努力では如何ともしがたい問題があり、民間部門がインフラ投資への参入に躊躇する要因となっている。

今後について、短期的にはともかく、インフラ投資だけで全体を支え続けることは難しい。固定資産投資は一旦下げ止まっても、再び減速していくことになるだろう。

#### 固定資産投資の増加額に占めるインフラ投資増加額の割合（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

#### 実質小売売上、短期的な加速要因と実質可処分所得の鈍化

2016年8月の実質小売売上は前年同月比10.2%増（1月～8月は前年同期比9.8%増）と7月の同9.8%増から伸びがやや高まった。豚肉価格の上昇ペースの大幅鈍化を主因のひとつに8月の消費者物価上昇率は同1.3%（7月は同1.8%）にとどまり、実質小売売上の伸び加速の追い風となった。豚肉価格には国内供給の増減に起因するサイクルがあり、2016年5月の同33.6%上昇を直近のピークに8月には同6.4%上昇に鈍化し、消費者物価上昇率全体への寄与度も0.8%ポイントから0.2%ポイントへ低下した（7月は0.4%ポイント）。

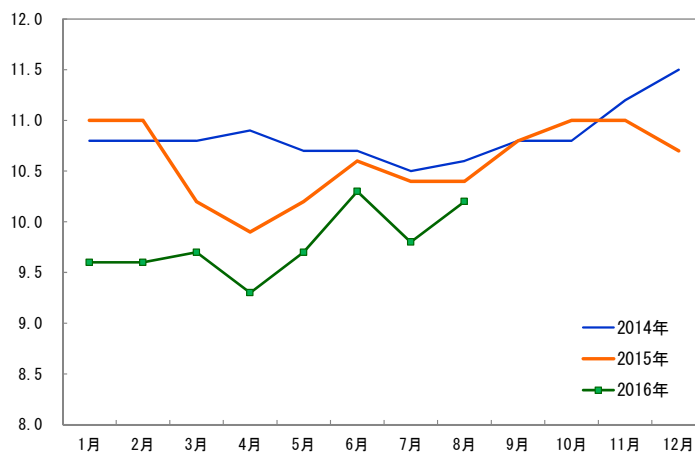
今後、年末に向けて実質消費の加速要因は少なくない。具体的には、豚肉価格沈静化による物価低下が実質消費の加速をサポートすることに加え、(1) 急成長するネット販売が11月11日の独身者の日をはじめ11月～12月に安売り攻勢を仕掛け、年々それが大規模化し、今年も年末に向けて実質小売売上の伸び加速が期待できること、(2) 昨年10月に始まった、排気量1.6L以下の乗用車の車両購入税の半減措置（価格の10%⇒5%）が今年12月末に終了するため、その駆け込み需要が高まること、などが挙げられる。

しかし、上記(1)と(2)は需要の先食いの面がある。(1)について、最近は大セールが実施される年末までにネット販売で買い溜めをする結果、翌年1月～2月の消費が不振となる傾向が強まっている。(2)は駆け込み需要の反動が懸念される。

さらに、より注意しなければならないのは、実質可処分所得の鈍化が続いていることである。中国では、都市最低賃金の大幅引き上げ⇒相応な都市賃金水準全体の引き上げと農民工（農村からの出稼ぎ労働者）の出稼ぎ収入の急増⇒消費増加という好循環が見られたが、これは過去形となってしまった。景気減速が長期化する中、全国の最低賃金（単純平均）は、2014年以降1桁の伸びとなり、2016年に至っては前年末比3.2%増にとどまっている。2016年のデータは9月1日改定分までであるが、通常、10月以降の改定は少なく、年間でも一桁の前半の伸びとなる公算が大きい。

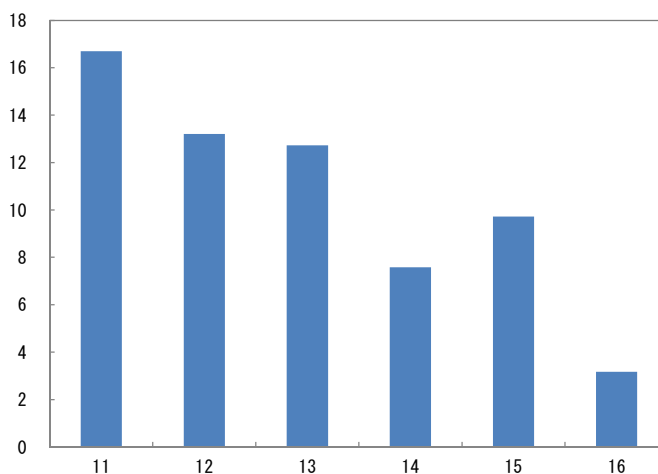
国民一人当たり実質可処分所得の伸び率は、2014年が同8.0%増、2015年は同7.4%増、2016年1月～6月は前年同期比6.5%増となった。実質可処分所得の伸びが鈍化する中では実質消費が加速していくのは難しい。

### 実質小売売上伸び率の推移（前年同月比）（単位：％）



（注）旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値  
（出所）国家統計局より大和総研作成

### 都市最低賃金の前年比伸び率の推移（単位：％）

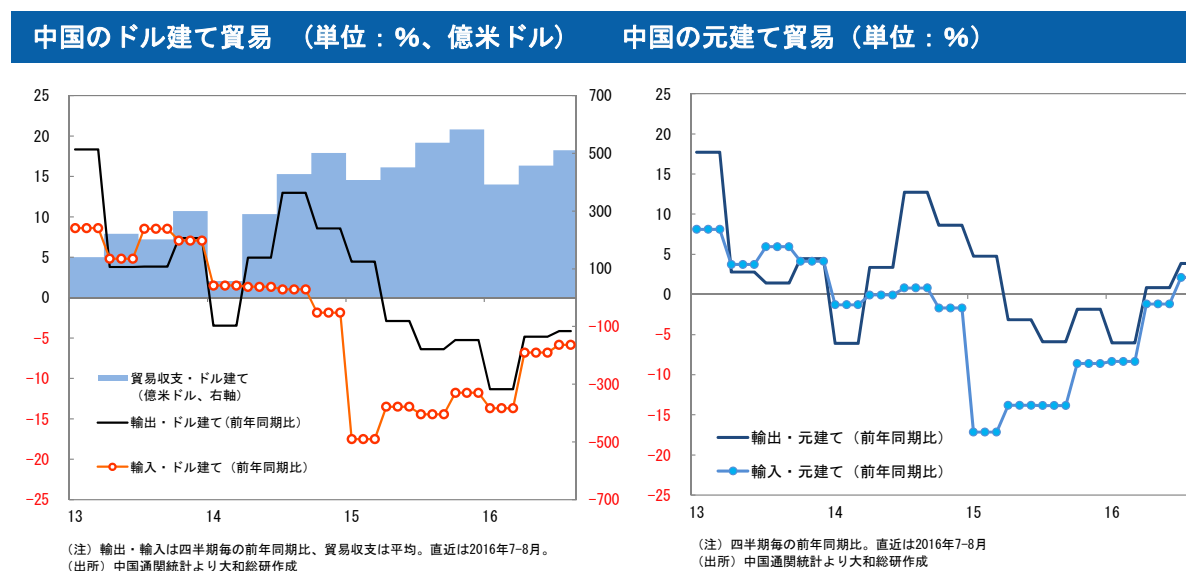


（注1）31省・直轄市・自治区の都市最低賃金（単純平均）の前年比伸び率  
（注2）2016年は9月1日改定分まで  
（出所）中国人力資源・社会保障部より大和総研作成

## 輸出は緩やかな改善持続へ

2016年8月の輸出（ドル建て）は前年同月比▲2.8%（1月～8月は前年同期比▲7.1%）と7月の同▲5.4%からマイナス幅が縮小し、輸入は同1.5%増（1月～8月は同▲9.0%）と1年10ヵ月ぶりにプラスに転じた。貿易収支は520.5億米ドルの黒字（1月～8月は3,548.9億米ドルの黒字）であった。

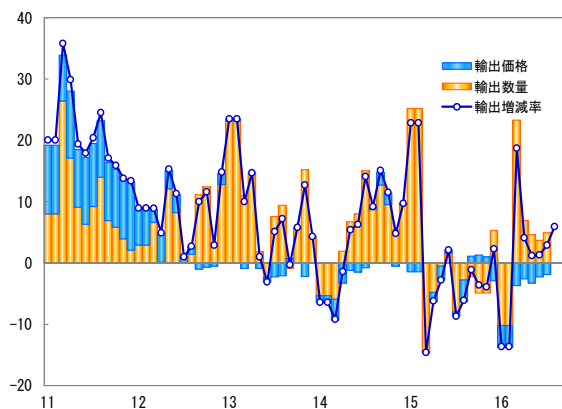
輸出入は月毎の振れが大きいいため、四半期データ（直近は2016年7月～8月のデータ）で趨勢を見ると、輸出は2016年1月～3月の前年同期比▲11.3%、輸入は2015年1月～3月の同▲17.5%が最悪期であった可能性が高い（左図）。さらに、2015年8月11日の対米ドル元レートの切り下げ後、2016年8月末までに9.4%の元安となっており、元建ての輸出入は底打ちと改善がより鮮明に表れている（右図）。



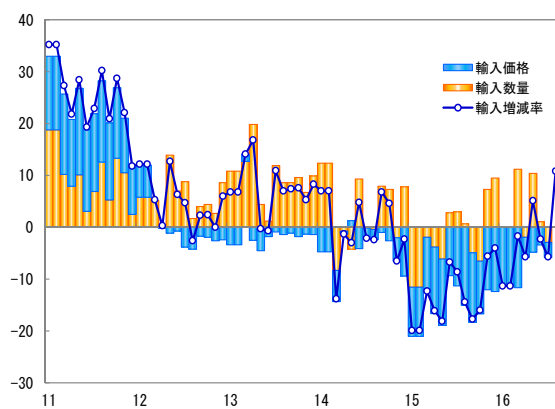
輸出入の改善について、その要因を価格と数量に分けてみると（元建て、直近データは2016年7月）、輸出は3月以降、数量がプラスを維持するなど、主要先進国景気の緩やかな回復に加え、元安の効果が表れている可能性がある。輸入については、原油価格等の上昇を主因に価格のマイナス幅が大きく縮小しているだけでなく、数量が増加する月も増えている。早晚、輸出入は「増加」が定着していく可能性が高い。

このように、2016年8月の中国の主要経済指標は改善、回復を示すものが多かったが、輸出入はともかくとして、固定資産投資と消費については、その持続性に疑問符が付いている。景気減速局面の小休止といったところが妥当ではないか。

## 輸出・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



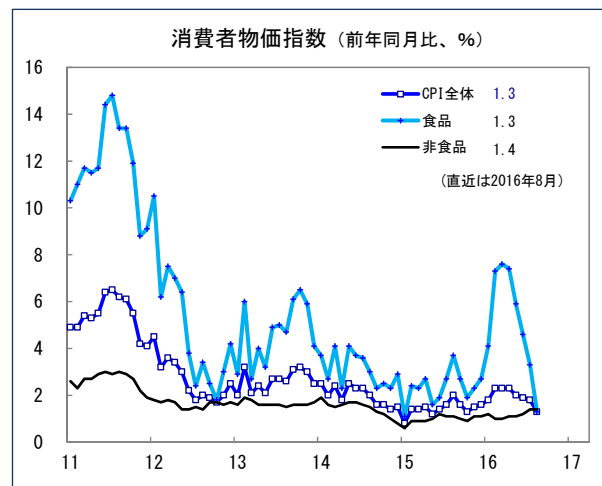
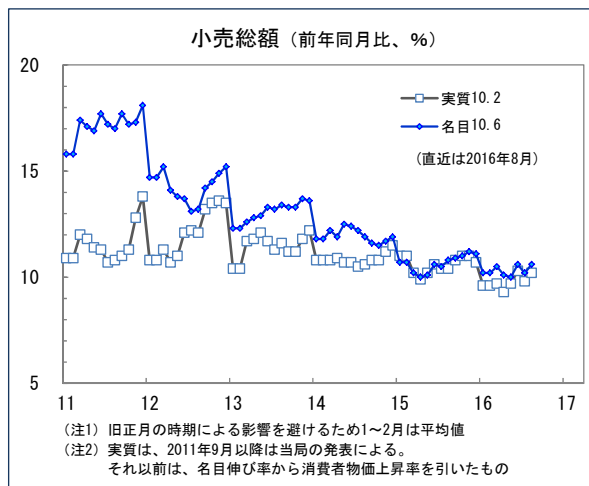
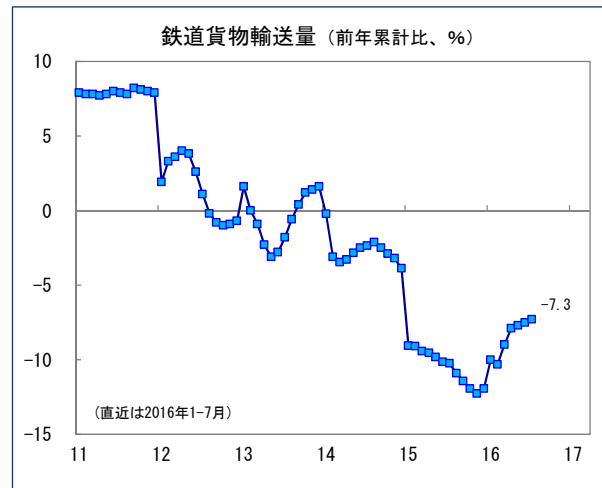
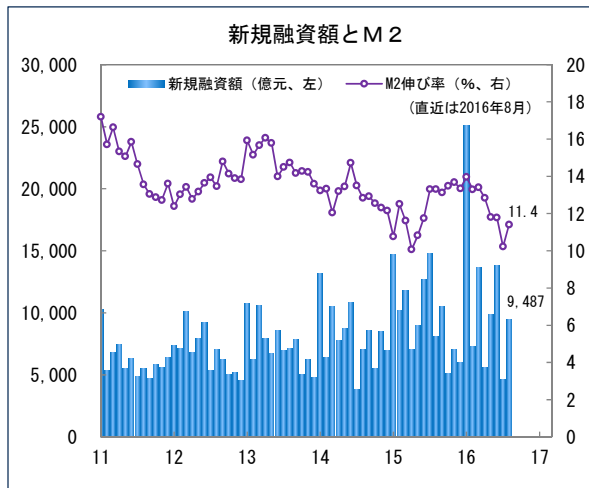
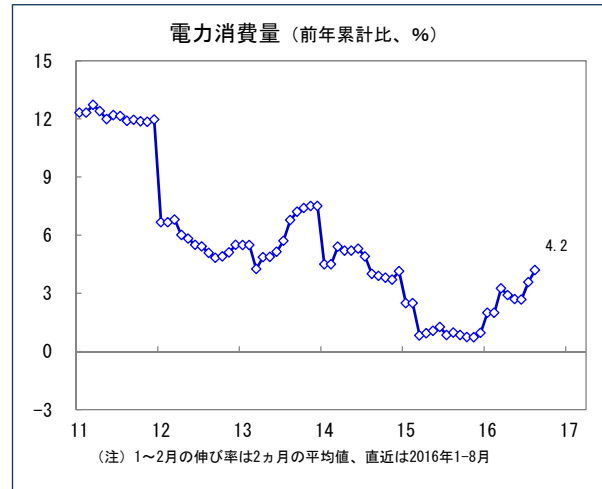
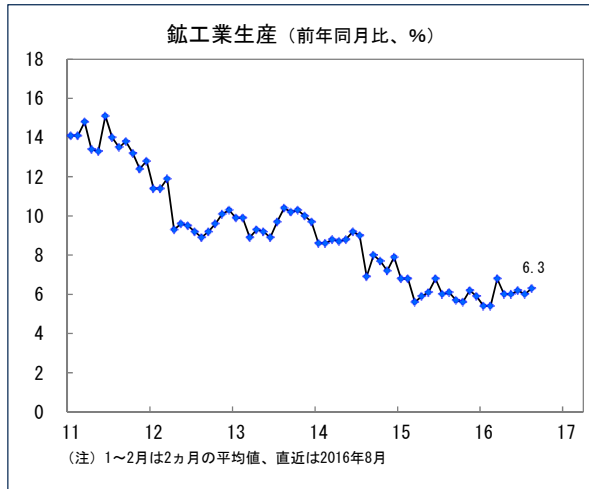
(注) 1月～2月は平均  
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

## 主要経済指標一覧

	2016年3月	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、％）	6.7	-	-	6.7	-	-
鉱工業生産（前年同月比、％）	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3
電力消費量（前年累計比、％）	3.2	2.9	2.7	2.7	3.6	4.2
鉄道貨物輸送量（前年累計比、％）	-9.0	-7.9	-7.7	-7.5	-7.3	
固定資産投資（前年累計比、％）	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1
不動産開発投資（前年累計比、％）	6.2	7.2	7.0	6.1	5.3	5.4
小売総額 名目（前年同月比、％）	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6
実質（前年同月比、％）	9.7	9.3	9.7	10.3	9.8	10.2
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3
食品（前年同月比、％）	7.6	7.4	5.9	4.6	3.3	1.3
非食品（前年同月比、％）	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-4.3	-3.4	-2.8	-2.6	-1.7	-0.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-5.2	-4.4	-3.8	-3.4	-2.6	-1.7
新規融資額（億元）	13,700	5,556	9,855	13,800	4,636	9,487
M2伸び率（％）	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4
輸出（前年同月比、％）	9.3	-3.5	-5.5	-5.3	-5.4	-2.8
輸入（前年同月比、％）	-7.9	-11.1	-0.4	-8.4	-12.5	1.5
貿易収支（億米ドル）	298.6	455.6	499.8	479.1	502.3	520.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	17.6	20.2	21.4	22.3	22.7	25.8
上海（前年同月比、％）	30.5	34.2	33.8	33.7	33.1	37.8
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	19.2	21.4	18.3	14.9	13.7	12.3
完工面積（前年累計比、％）	17.7	20.1	20.4	20.0	21.3	19.1
不動産販売 面積（前年累計比、％）	33.1	36.5	33.2	37.9	26.4	25.5
金額（前年累計比、％）	54.1	55.9	50.7	42.1	39.8	38.7

(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

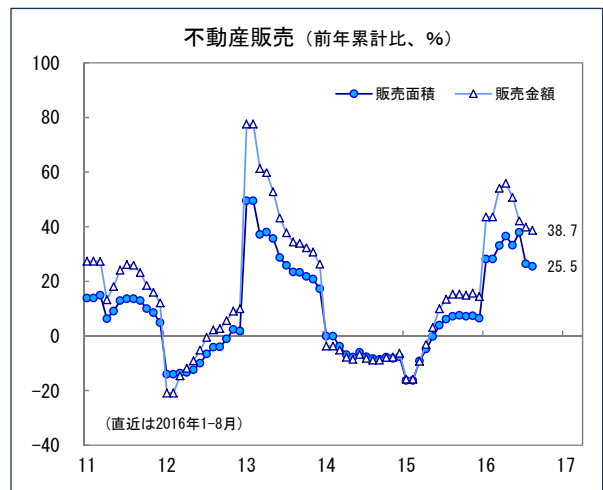
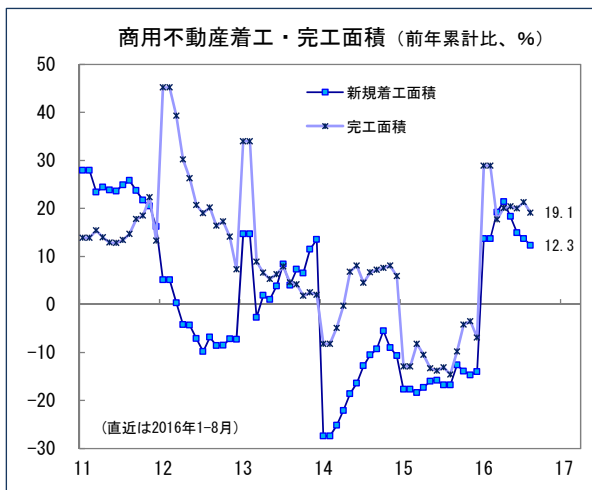
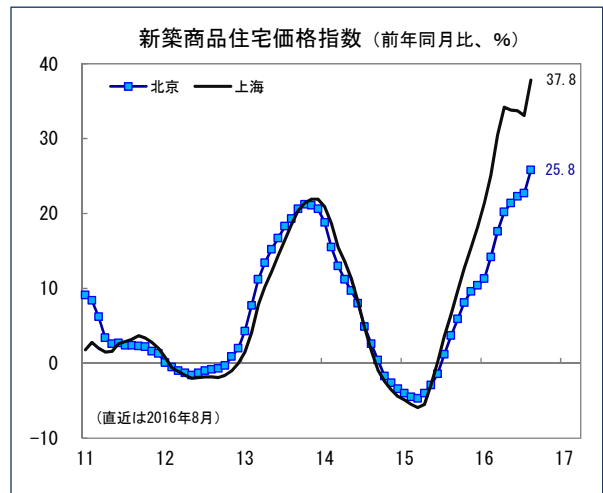
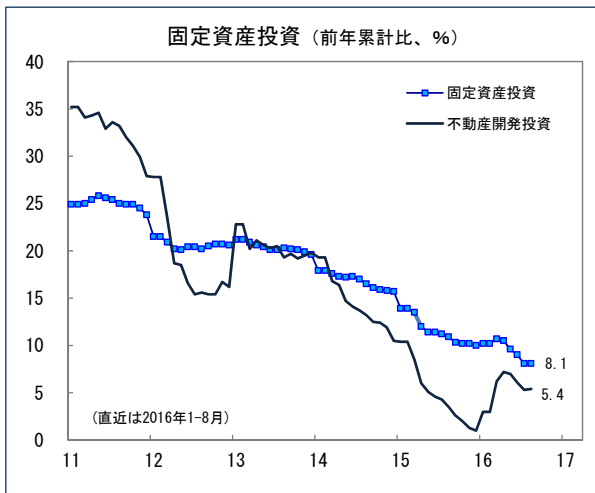
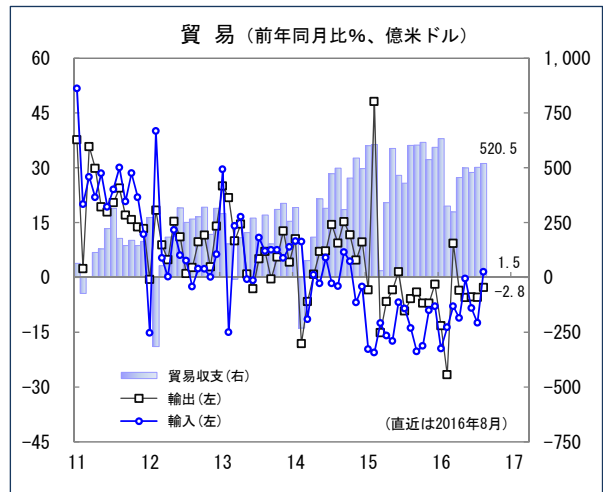
## 主要経済指標一覧（続き）



（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