

# 中国経済展望

2017年12月

 株式会社 日本総合研究所

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/china/>

- ◆本資料は2017年11月27日時点で利用可能な情報をもとに作成
- ◆照会先： 関辰一（Tel: 03-6833-6157 Mail: seki.shinichi@jri.co.jp）

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

# 景気は緩やかに減速

## ◆現状：景気は減速

中国経済は再び減速局面入り。民間固定資産投資、国有企業の固定資産投資ともにスローダウンしたほか、住宅販売床面積も減少。

この背景として、政府が政策スタンスを変えたことが指摘可能。昨年まで、政府は景気失速を回避するために、積極的な財政支出と金融緩和を実施していたものの、不動産市場の過熱などの問題が再浮上したため、昨年末から金融・財政政策を引き締め方向に転換。貸出平均金利が上昇し、民間企業の資金調達コストも上昇。

## ◆展望：景気は緩やかに減速

今後を展望すると、自動車需要の減少、民間企業のバランスシート調整、環境規制の強化を背景に、景気は減速傾向をたどる見通し。小型車減税措置は今年末で完全終了する予定。

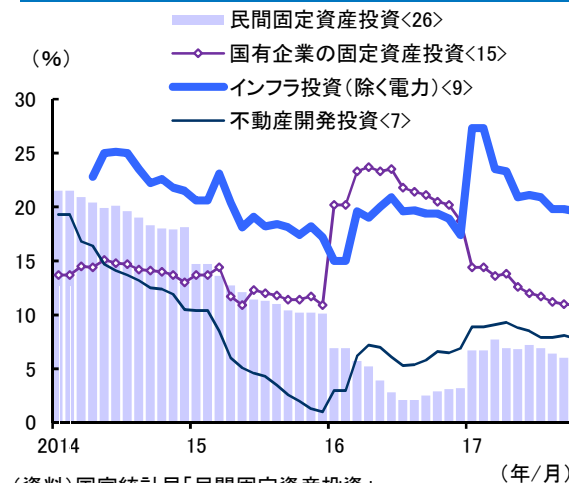
もっとも、景気が失速するリスクは小さいと判断。まず、政府の引き締めスタンスは続くものの、景気を冷え込ませるほどに強化される公算は小。これまでの景気抑制策が相応の効果を発揮しつつあるため、当面は現行政策の効果を極める姿勢に。

実際、金融面では、最近追加利上げを見送り。また、不動産企業向け融資に持ち直しの動き。住宅需要が弱まるなか、政府は不動産開発企業の資金繰り難を緩和するために、融資規制をやや緩めた模様。

実体経済面を見ても、企業業績の改善に伴って、実質可処分所得は持ち直し。当面、良好な所得環境を背景に個人消費が景気を下支える見通し。

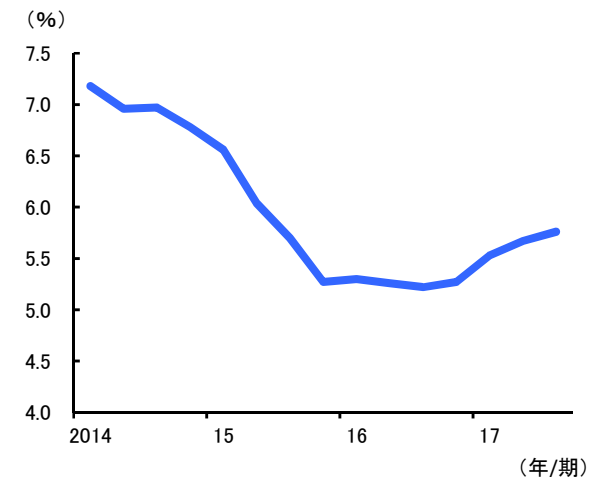
総じてみれば、政府のコントロールと堅調な消費拡大に支えられて、中国経済は景気失速を回避しつつ、2017年に6.8%成長、2018年に6.4%成長と、緩やかな減速へ向かう見通し。

## 固定資産投資（年初来累計、前年比）



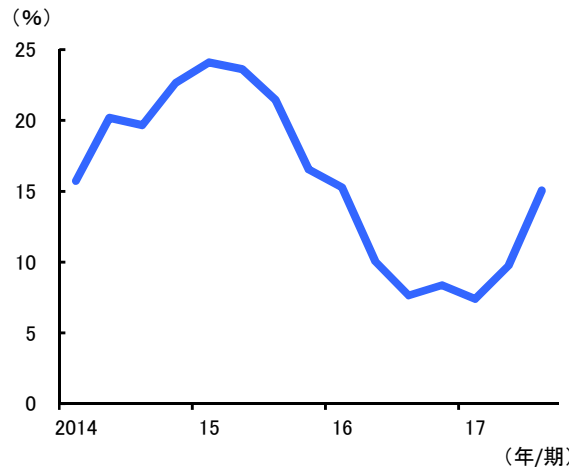
(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」  
(注) ◇はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

## 企業向け貸出平均金利



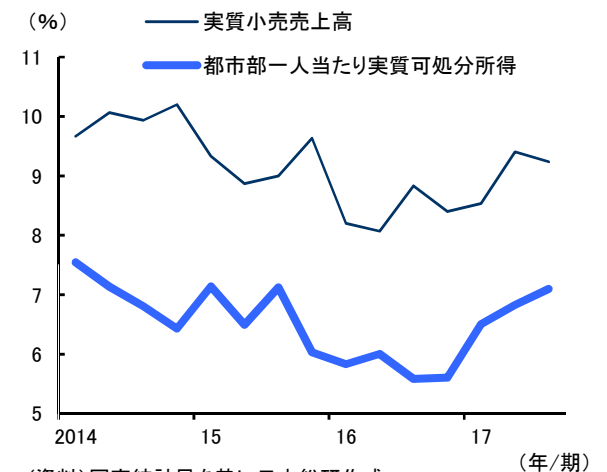
(資料) 中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」

## 不動産開発企業向け融資残高（前年比）



(資料) 中国人民銀行「金融機構貸款投向統計報告」

## 可処分所得と小売売上高（前年比）



(資料) 国家統計局を基に日本総研作成  
(注) CPIで実質化。

# 輸出は持ち直し

## ◆輸出：持ち直し

輸出は世界経済の回復を反映して持ち直し。地域別にみると、米国向けがいち早く回復したほか、新興国向け、EU向けも回復。

品目別にみると、機械類が好調を維持する一方、繊維・玩具類は人件費の上昇による競争力の低下などから頭打ちに。

米国は内需主導で成長ペースが徐々に高まっているほか、EUや新興国の需要も拡大が続く見通しであり、先行きも輸出は増加傾向が続く見込み。

## ◆輸入：持ち直し

輸入も増加傾向。EU、NIEsやASEANからの持ち直しが顕著。とりわけ、機械類が自動化の動きなどを受けて、大幅に拡大。

## ◆米中間の売買・投資契約の真水は不透明

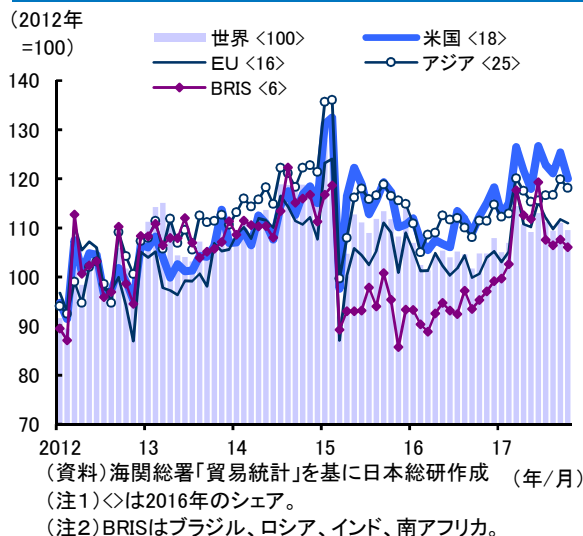
11月8～10日、米トランプ大統領が訪中し、習近平国家主席と会談。両国は、北朝鮮に核兵器を放棄させる方針で一致したほか、2,500億ドル規模の売買・投資契約を締結したと発表。

中国航空機材集団による米ボーイング社の航空機購入や、国家能源投資集団による米ウェストバージニア州でのシェールガス開発、中国石油化工集団によるアラスカでのLNGプロジェクト、が主な契約内容。

2,500億ドルという売買・投資契約の合計金額は、2016年の中国の対米貿易黒字とほぼ匹敵する大きさ。

しかし、2,500億ドルの契約のうち、航空機購入は2013年にすでに契約したものであり、他の契約についても取引開始を確約していない覚書や協議書などが多いとされており、実質的な新規契約の金額は不透明。このため、今回の売買・投資契約によって、米中間の貿易不均衡が大きく改善するとみるのは早計。

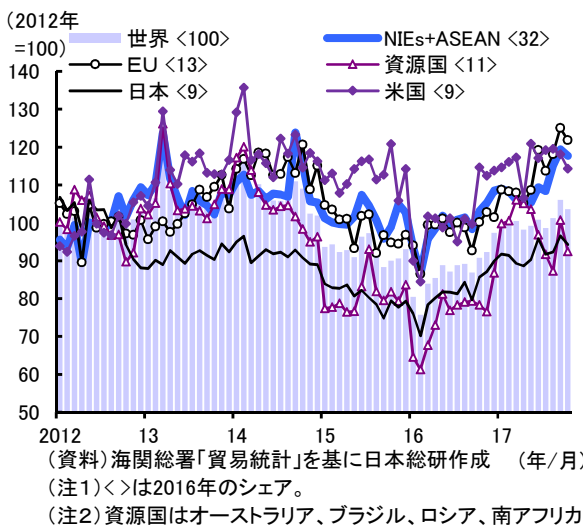
## 地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



## 機械類の輸出額(季調値年率)



## 地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



## 機械類の輸入額(季調値年率)



# 労働需要は回復

## ◆個人消費：景気の下支え役に

10月の実質小売売上高は前年同月比8.1%増、名目小売売上高は10.0%増と、個人消費は堅調な伸び。

この背景として、良好な雇用・所得環境が指摘可能。2016年まで続いてきた企業のリストラが一巡し、2017年入り後の雇用情勢は改善。企業における人員増強のための賃上げにより、一人当たり実質可処分所得も1～9月に前年同期比7.5%増と、1～6月の同7.3%増から加速。

## ◆求人数：3四半期連続でプラス

中国人力資源市場情報監視中心によると、7～9月期の全国97都市の公共就業サービス機構の求人数は前年同期比7.6%増と、3四半期連続でプラスに。企業活動の活性化で、労働需要が回復していることを示唆。

業種別にみると、昨年までマイナスが続いていた不動産業が同16.1%増と大幅に増加。リース・企業向けサービスも、リストラの動きが一巡して、今期は同15.4%増。建設業と製造業も、それぞれ11.4%、11.0%と2ケタの増加。

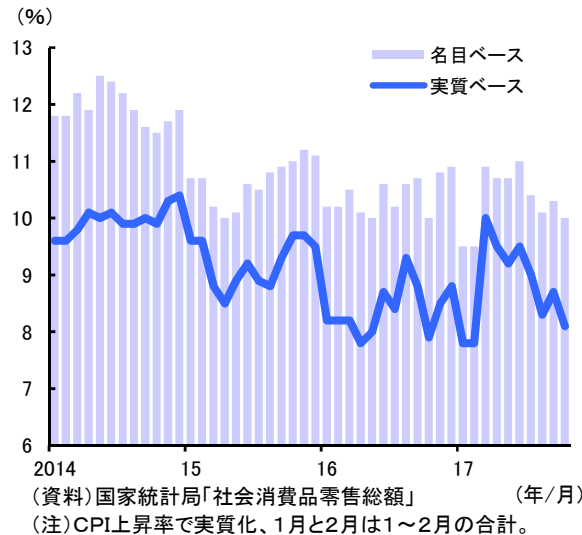
他方、増加が続いていた金融業では、業務の見直しが進められ同▲2.9%と減少。当局が銀行のリスク管理に対する監督管理を強化したことが一因に。

## ◆自動車販売：2018年入り後に反動減

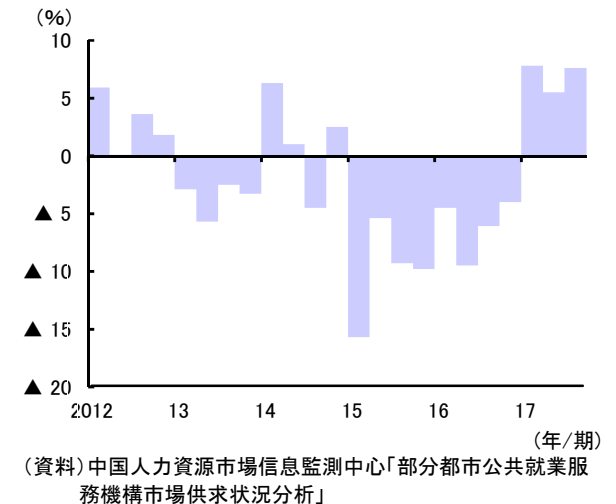
年前半の自動車販売台数は本年初からの小型車減税措置の縮小を受けて急減速。足許では、本年末に予定される減税措置の完全終了に向けて、駆け込み需要が発生し、販売台数は夏場に小幅持ち直し。もっとも、10月には新モデル車の投入が少なかったため、販売台数の伸び率は前年同月比2.0%増に減速。

2018年に入ると、減税措置が完全に終了するため、自動車販売が減少に転じる公算大。

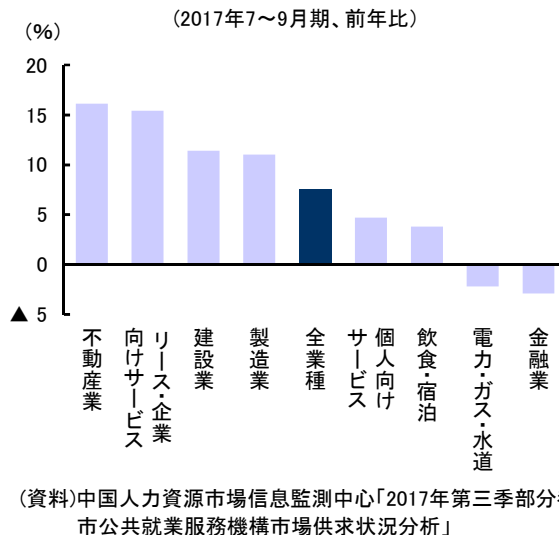
## 小売売上高(前年比)



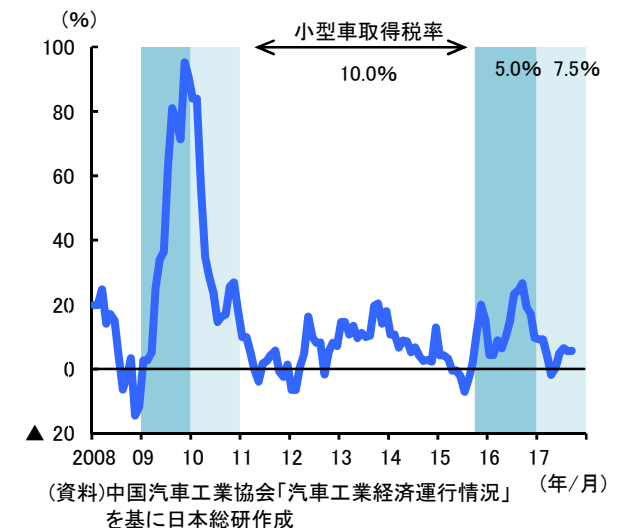
## 求人数(前年比)



## 業種別の求人数



## 自動車販売台数(前年比)



# 民間固定資産投資はスローダウン

## ◆固定資産投資：減速

1～10月の固定資産投資は前年同期比7.3%増に減速。政府が金融・財政政策を引き締め方向に転換したことが主因。

金融面では、短期市場金利を高め誘導するとともに、金融監督を強化。これらの結果、金融機関の平均貸出金利が上昇し、民間企業の資金調達コストも上昇。これに伴い、民間企業の固定資産投資の増勢は鈍化。

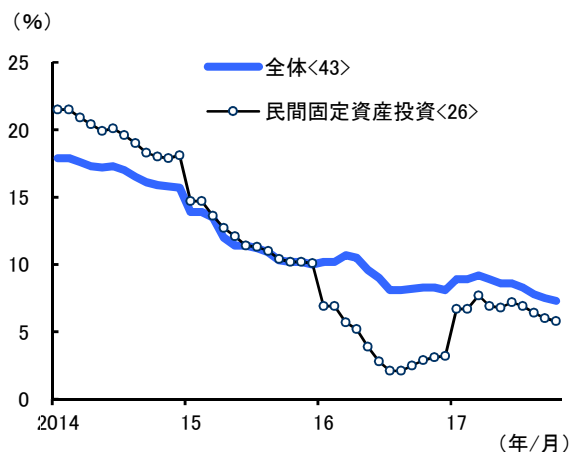
財政面では、2016年12月の中央経済工作会議から政府は公的な投資プロジェクトの承認抑制を開始。この結果、2016年に前年比20.9%増加した新規着工総投資計画額は急ブレーキがかかり、2017年1～10月に前年同期比3.8%増まで鈍化。同期の国有企業の固定資産投資も同10.9%増と、2割近い伸びから鈍化。

今後、民間企業のバランスシート調整が、景気減速の要因となる見通し。民間企業は過剰債務の解消に向け、債務返済に充てるキャッシュフローを捻出するため、設備投資を抑制する公算大。企業債務の対GDP比が166%に達し、日本のバブル期を上回る水準。2017年9月末の企業向け貸出平均金利は5.76%であるため、粗い試算によれば年間の利払い費はGDPの9.6%に達する。利払い負担の増大を回避するためには、バランスシートの圧縮が不可欠であり、中長期的に企業の債務削減の動きが続く見込み。

## ◆工業生産：減速

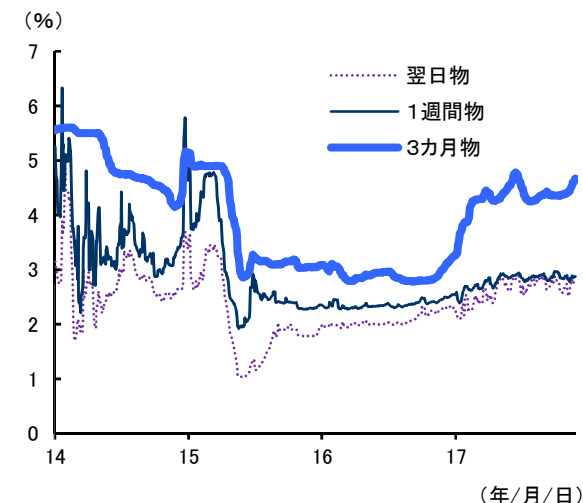
10月の工業生産は前年同月比6.2%増に減速。とりわけ大気汚染問題などの深刻化を受けて、政府が環境規制を強化するなか、重工業で減産の動き。先行きも工業生産は、固定資産投資の増勢鈍化や環境規制の強化を背景に、減速する見込み。2期目に入る習近平政権は、環境保護を主要政策の一つに掲げているため、中長期的に政府による減産の要求が和らぐ可能性は小。

### 固定資産投資（年初来累計、前年比）



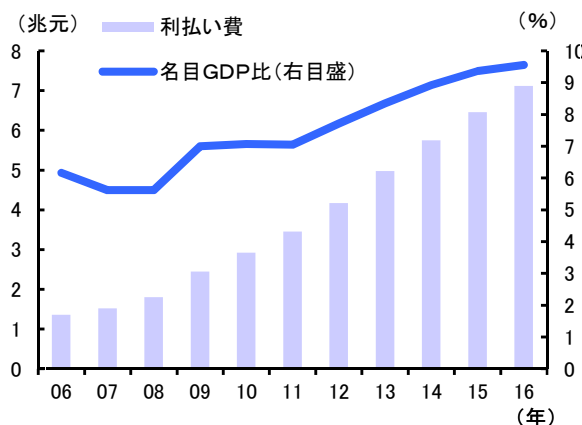
(資料)国家统计局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」  
(注)<>はGDPに占めるシェア。

### 短期市場金利（SHIBOR）



(資料)Datastream

### 企業の利払い費の試算



(資料)BISのtotal credit統計、国家统计局「国民経済計算」、  
中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」を基に日本総研作成  
(注)足許の企業向け貸出平均金利で試算。

### 工業生産（前年比）



(資料)国家统计局「规模以上工業增加值」

# 住宅価格は今後頭打ちへ

## ◆物価：インフレ率は横ばい圏内

10月のCPIは前年同月比+1.9%と、横ばい圏内で推移。医療関連の価格や家賃、ガソリン価格が押し上げ要因となる一方、豚肉の供給拡大に伴う価格下落が押し下げ要因に。

10月のPPIは同+6.9%と、一進一退で推移。原油などの輸入価格が上昇する一方、国内需要が減速しているため鉄鋼などの価格上昇に歯止め。

## ◆不動産価格：上昇が持続

10月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.3%と、上昇が持続。70都市のうち、価格が上昇したのは50都市。

もっとも、先行きの住宅価格は、2017年春からの住宅販売の減少を受けて、頭打ちとなる公算大。ちなみに、住宅価格は住宅販売に半年から1年程度遅れて動く傾向。

## ◆人民元レート：増価

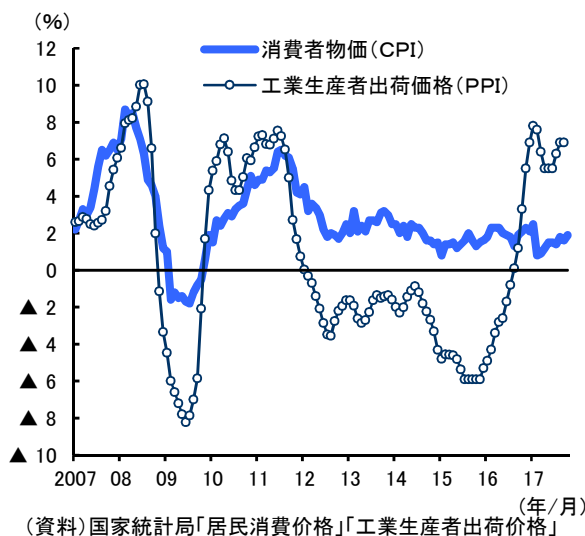
人民元の対米ドルレートは、本年半ば頃から元高ドル安が進行。この背景として、米国の金融緩和の出口政策の進行ペースが緩やかななか、中国から米国に向かっていったマネーフローの巻き戻しが起きたことが指摘可能。さらに、規制強化などによって資本流出に歯止めがかかったことも一因。足許では、元高が続くなか、政府による元売りドル買い介入への警戒感が強まり、元高ドル安の動きは一服。

人民元の対円レートは、2017年入り後の中国の利上げと日本の大幅な金融緩和の継続を反映して、元高円安が進行。

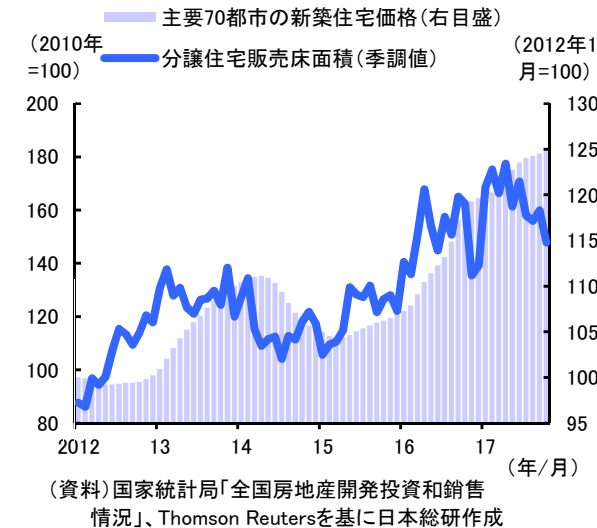
## ◆株価：緩やかに上昇

上海総合指数は、2016年以降の緩やかに上昇トレンドが持続。景気の先行きに対する市場の楽観的な見方を反映。

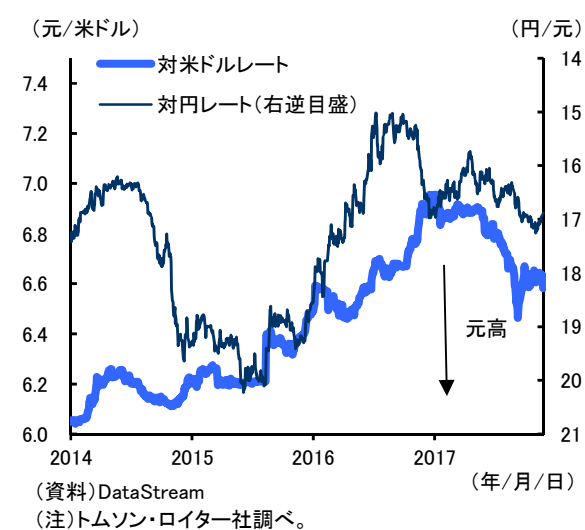
## CPIとPPI(前年比)



## 住宅の販売床面積と価格



## 人民元レート



## 上海総合株価指数

