

---

---

# 中国経済展望

2013年7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2013年6月27日時点で利用可能な情報をもとに作成
  - ◆本資料に関するご照会先  
調査部 関辰一 (Tel:03-6833-6157 Mail:seki.shinichi@jri.co.jp)
- 
-

## 2つの景気シナリオ

中国景気は足踏み。儉約令、政府による投資抑制策、素材メーカーの在庫調整が背景として指摘可能。とりわけ、製造業の資金需要に持ち直しの動きはあったものの、政府は過剰投資に対して警戒。M2の目標値は13%に引き下げられ、窓口指導の厳格化により銀行融資残高の伸び率は2012年秋以降低下。この結果、製造業の固定資産投資の増勢は鈍化。

今後、政府が投資抑制策を続けるか否かにより、景気のパスに違い。

1つは、現状維持のケース。この場合、景気回復は腰折れとなり、成長率は4～6月期以降も低下し続ける公算。製造業投資の増勢鈍化が続くほか、不動産価格抑制策の効果の顕在化および儉約令の影響の長期化も景気減速の要因に。

もう1つは、金融緩和のケース。窓口指導を緩和し、政策金利を引き下げることにより、製造業の設備投資は持ち直す見通し。この場合、成長率は緩やかに回復する見込み。

政府はどこまで景気減速を容認するか。7%台半ばが容認の限界と判断。それを割り込むような成長率の低下を放置すれば、デフレに陥るリスクが増大。実際、成長率とインフレ率の関係からすれば、成長率が7.0%を下回ると、インフレ率がマイナスになることを示唆。したがって、7%台半ばの成長の時点で、金融緩和を実施し、成長率が7%を割り込むような状況を未然に防ぐ必要有り。実際、政府は2013年の成長率目標を7.5%に設定。さらに、成長率が2012年4～6月期に7.6%、同年7～9月期に7.4%に低下した際、政策金利の引き下げを6月と7月に2カ月連続で実施。

以上を踏まえ、2013年後半には投資抑制策の緩和を背景に、成長率は緩やかに持ち直す見込み。2013年通年では7.6%成長、2014年は7.8%成長と予想。



銀行融資と製造業の固定資産投資(前年比)



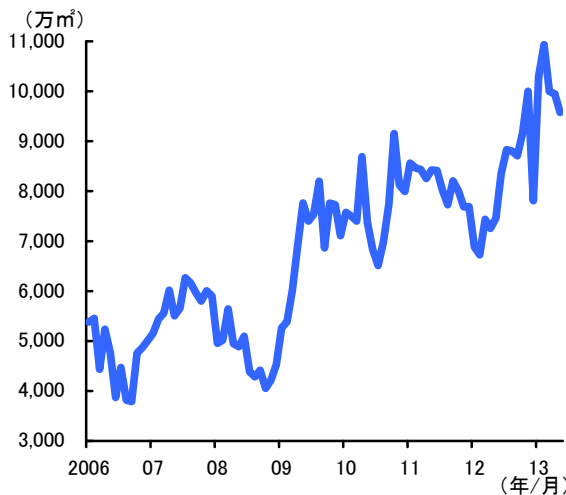
(資料)国家統計局

実質GDP成長率(前年比)



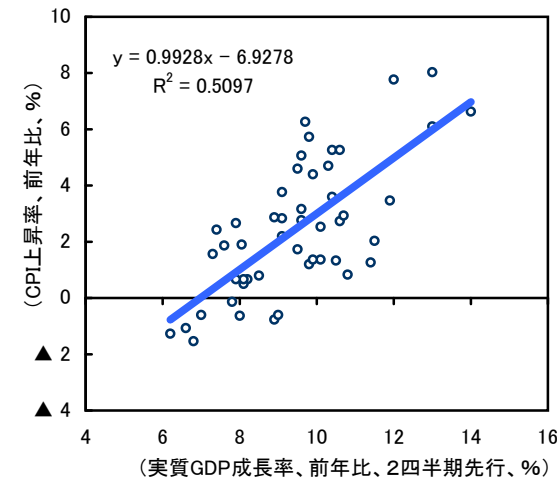
(資料)国家統計局を基に日本総研作成

分譲住宅販売床面積(季調値)



(資料)国家統計局を基に日本総研作成

実質GDP成長率とCPI上昇率



(資料)国家統計局を基に日本総研作成  
(注)2001Q1～2013Q1のデータ。

# 輸出は世界経済の下振れにより頭打ち



## <輸出>

米国向けとEU向けは弱含み。アジア向けとBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向けは比較的堅調。

以下3点より、当面、輸出の拡大は頭打ちとなる見通し。第1に、世界経済の回復力は力強さを欠いた状況。第2に、人民元の切り上げにより輸出競争力が低下。第3に、輸出拠点としての魅力が低下し、外資企業の工場新設が頭打ちに。

実際、6月のHSBC製造業輸出向け新規受注指数は急低下。物流購買連合会の新規受注指数も50ポイントを下回って推移。

## <輸入>

輸入も弱含み。拡大傾向を維持してきたNIEsやASEANからの輸入は、4月以降弱含み。米国、資源国からの輸入も同様。日本とEUからの輸入は横ばい。

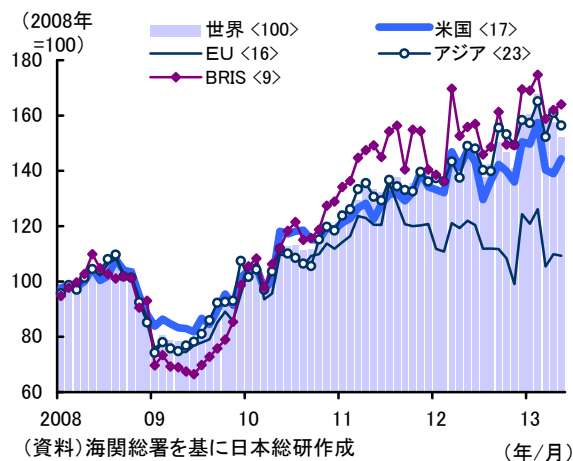
## <対中直接投資>

1～5月の対中直接投資は前年比0.3%増。EUからの投資は同24.1%増、米国からは同22.6%増と大きく拡大。日本も同5.7%増とプラスを維持。

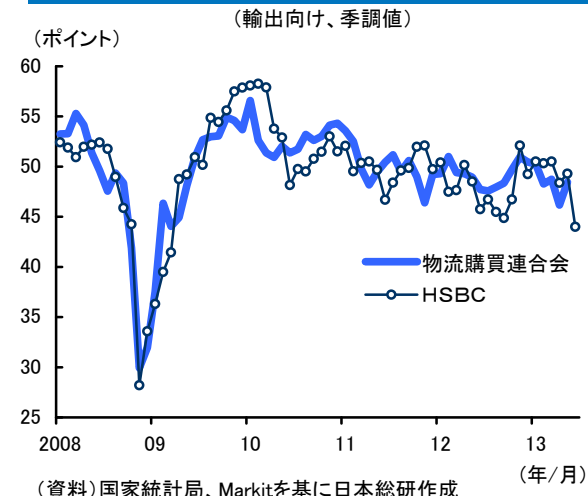
業種別にみると、製造業への投資は同▲1.4%減少。人件費の上昇を背景に、輸出拠点としての中国の魅力は低下。

対照的に、サービス業への投資は同4.0%の増加。  
①消費者ニーズの高度化、②企業向けサービス業に対するニーズの拡大、③政府のサービス産業振興策の3点が背景として指摘可能。

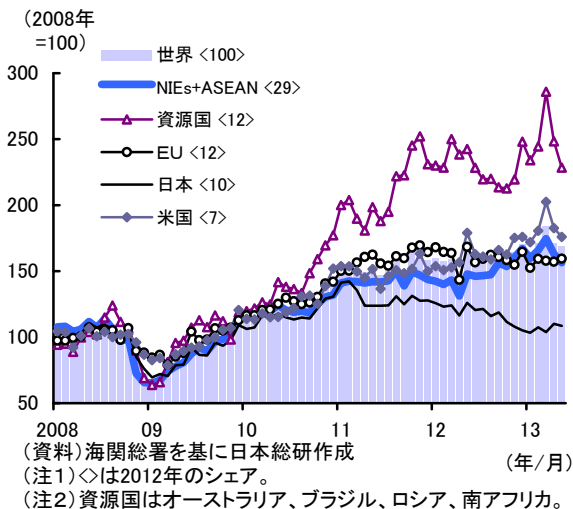
## 地域別輸出額(季調値)



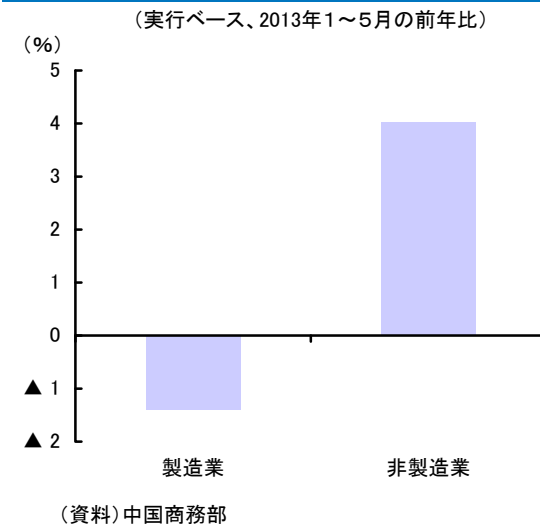
## 製造業PMI新規受注指数



## 地域別輸入額(季調値)



## 対中直接投資



# 政府は先行き投資抑制策を緩和へ



固定資産投資の増勢は鈍化。とりわけ、製造業が低い伸び。政府による投資抑制策が主因。新政権は、過剰投資に対して警戒を強める姿勢。全人代ではM2の目標値を14%から13%に引き下げ。窓口指導の厳格化により銀行融資残高の伸び率は2012年秋以降低下。

今後、政府が投資抑制策を維持した場合、製造業の投資は固定資産投資の3割を占めるため、その増勢鈍化の全体への影響は大。製造業の設備投資の拡大は生産能力の拡大という面のほか、需要の拡大という面を持つ。政府が投資抑制を継続することにより、設備投資需要の伸び悩みに伴い企業の設備稼働率は低下。その結果、やがて企業は生産能力を調整するために、自発的に投資を抑制。投資抑制が投資抑制を呼ぶ状況になると、実需はスパイラル的に縮小。設備稼働率の低下に歯止めがかからなくなり、資金需要は大幅に縮小。その際、政府が金融緩和に転じても、設備投資が持ち直すとは限らず。企業の資金需要がなければ、金融緩和の効果は限定的。これまで投資主導の成長の傾向が強かった点を勘案すると、景気減速は厳しく、長期的なものに。

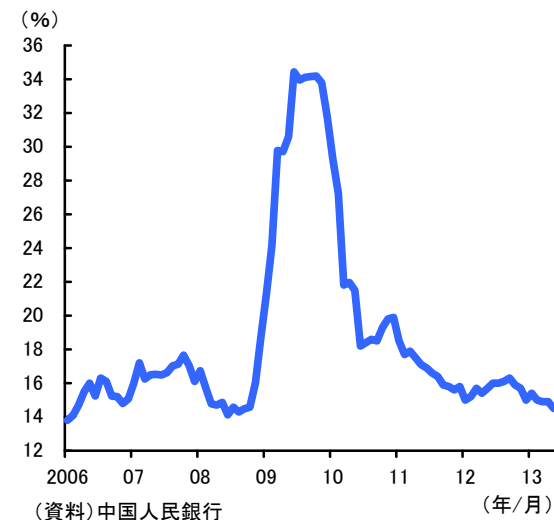
もっとも、政府は経済が縮小スパイラルに陥る恐れのある成長率の7%割れのリスクを回避するために、金融緩和に踏み切ると予想。具体的には窓口指導の緩和や利下げ。実際、政府は2013年の成長率目標を7.5%に設定。さらに、成長率が2012年4～6月期に7.6%、同年7～9月期に7.4%に低下した際、政策金利の引き下げを6月と7月に2カ月連続で実施。

金融緩和が実施されれば、製造業の設備投資は持ち直す見通し。現段階では、資金需要は大幅縮小に至らず。2013年4～6月期の製造業の資金需要DIは1～3月期から小幅に低下したものの、2012年後半を上回る水準を維持。2012年5月以降の景気対策により、鉱工業と電力・ガス・水道を含む工業企業の売上高伸び率の増勢鈍化に歯止め。

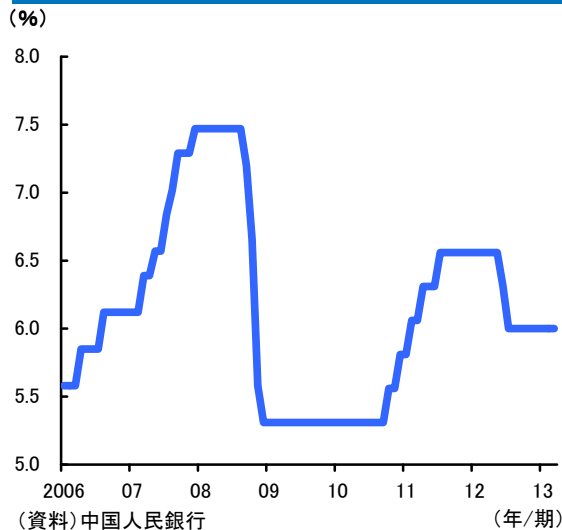
固定資産投資(年初累計、前年比)



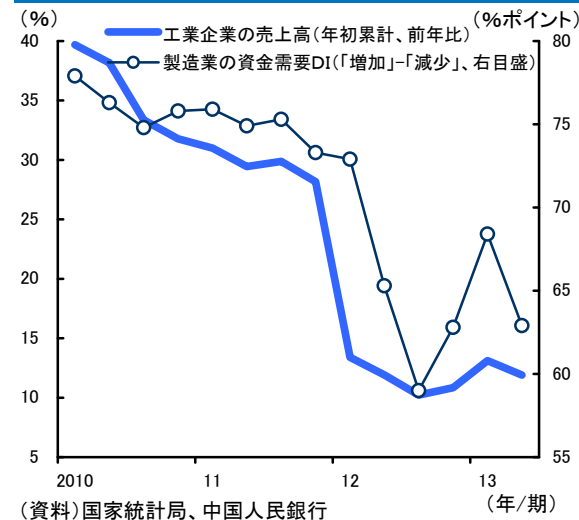
銀行融資残高(前年比)



貸出基準金利(1年物)



売上高と資金需要DI(前年比)



# ■ 儉約令の影響は長期化



## < 儉約令 >

実質小売売上高の伸び率は儉約令の公布を受けて、2013年入り後に低下。

2012年11月15日に党総書記に就任した習近平氏は、翌月5日に儉約令を含む「八項目の規定」を発表し、党改革の必要性を強調。これを受け、地方政府は公費による飲食や贈呈品の購入、春節期間中の表敬訪問などを禁止。この結果、高級レストランや百貨店に大きな影響。実際、2013年入り後、大手小売業の消費財売上高の増勢は鈍化。大手飲食の売上高は前年比マイナスに。

儉約令の影響は長期化する見通し。政府は「八項目の規定」により政府関係者の慣行を改めることで、やがては政府-民間および民間-民間の商慣行の効率性が高まることを期待。新たな慣行が定着するまで長期間を要するため、今後も監督・儉約令の再強化が実施される見通し。

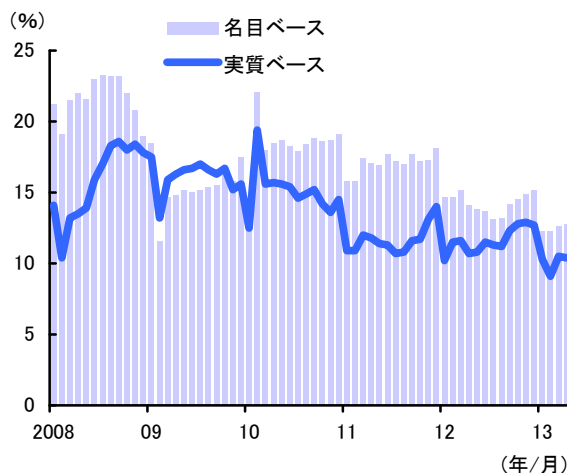
## < 個人消費 >

足許の個人消費の実勢は堅調。政府関係者があまり使用しない中小小売業の消費財や飲食の売り上げは高い伸びを維持。家電と娯楽用品、自動車の販売は2013年入り後に一段と拡大。

ただし、5月の消費者信頼感指数が大きく低下するなか、今後、景気てこ入れがなければ、個人消費は悪化に転じる恐れ。企業の業績悪化に伴い所得が伸び悩む見通し。

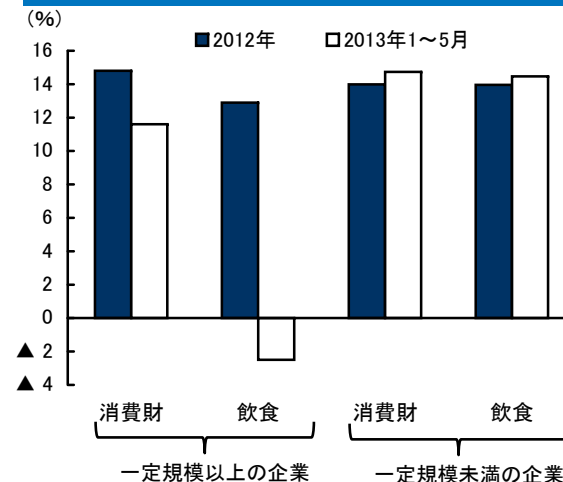
もっとも、政府は金融緩和により企業活動の活性化を図ると予想。こうした政策対応を受けて、労働市場が逼迫すれば、賃金は二桁の伸びを維持する見込み。

## 小売売上高(前年比)



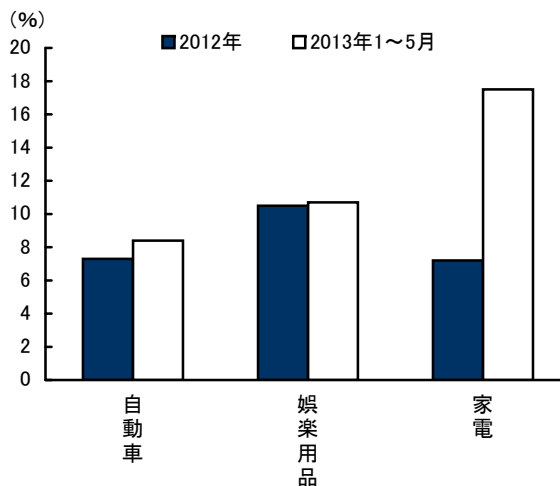
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成  
(注) 2010年から地域区分等の変更あり。CPI上昇率で実質化。

## 企業規模別の小売売上高(前年比)



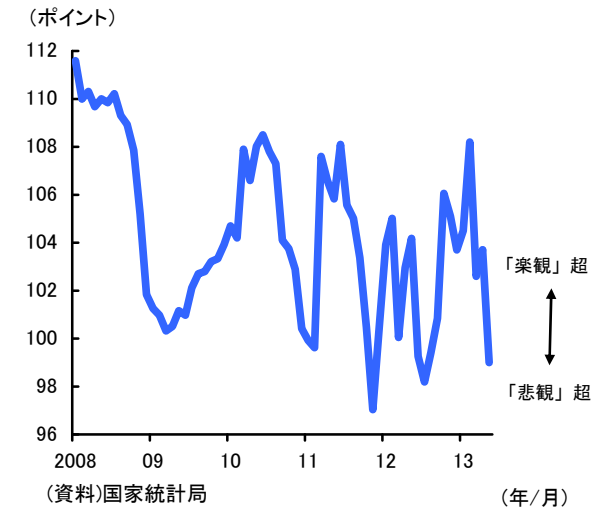
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

## 一定規模以上企業の小売売上高(前年比)



(資料) 国家統計局

## 消費者信頼感指数



(資料) 国家統計局

(年/月)

# 不動産価格抑制策の効果が顕在化



## <物価>

CPI上昇率は2月をピークに低下。儉約令や投資抑制策を背景とした景気減速により、物価の上昇テンポが減速。

## <不動産価格>

住宅価格は2012年末から上昇が鮮明化。こうしたなか、2月、3月に政府はキャピタルゲイン課税の徴税厳格化など一連の不動産価格抑制策を発表。

この結果、住宅需要の拡大が頭打ちに。分譲住宅の販売床面積と新設着工は2月をピークに減少。

今後、住宅価格は需要の縮小を受けて、上昇に歯止めがかかる見通し。不動産開発投資の増勢も鈍化する見込み。

## <市場金利>

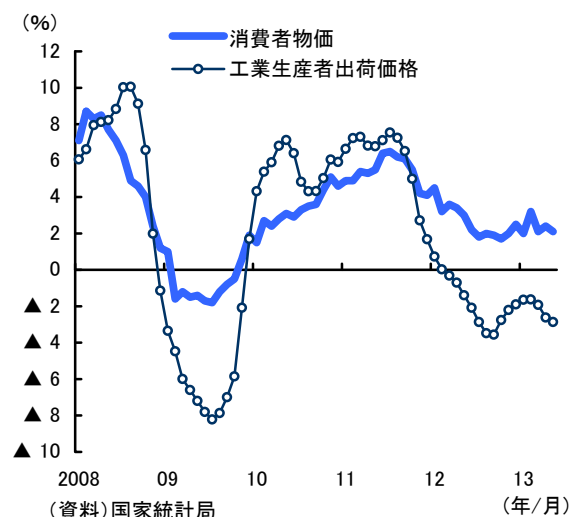
6月入り後、インターバンク市場の短期金利は急上昇。資金需要が例年拡大する6月末に近づくなか、当局が資金供給を制限したため、SHIBOR翌日物は20日に過去最高水準の13.4%まで上昇。政府は投資抑制のため、銀行融資の抑制のみならず、他のルートからの企業や地方政府への融資も抑制したい考え。

今後を展望すると、当局は実体経済の持続的な悪化と信用収縮を回避するために、緩和姿勢に転じる見込み。実際、25日に当局は市中に資金を供給したと発表。26日のSHIBOR翌日物は5.6%まで低下。ただし、市中では政府スタンスに対する懸念が残るため、明確な金融緩和が打ち出されるまで短期金利は不安定な動きになる見通し。

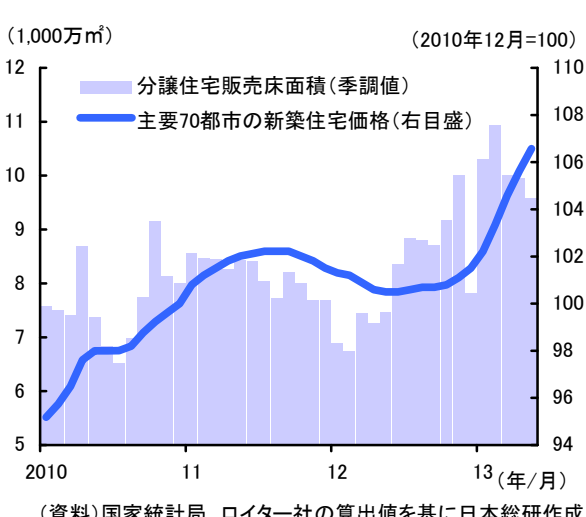
## <人民元レート>

対米ドルレートは4月から元高傾向。今後、元高に歯止めがかかり、対米ドルレートは横ばいで推移すると予想。世界経済の回復力は力強さを欠き、輸出企業の収益悪化が懸念されるなか、政府は人民元の切り上げに消極的になると判断。

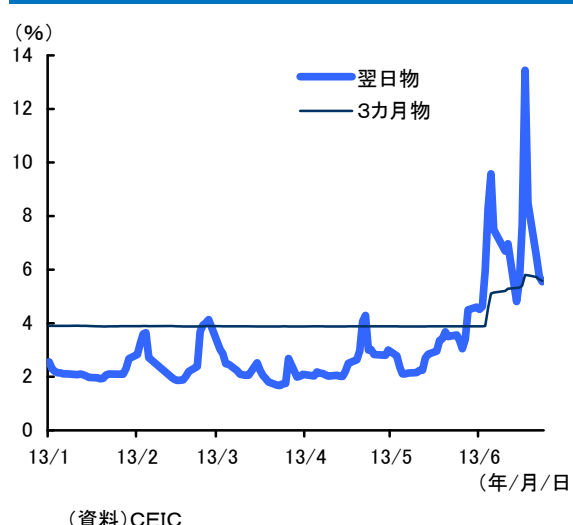
## CPIとPPI(前年比)



## 住宅販売と住宅価格



## SHIBOR



## 人民元レート

