

---

---

# 中国経済展望

2014年2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2014年1月28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)
- 
-

# 過剰投資・過剰債務の抑制スタンスが鮮明化

実質成長率はおおむね横ばいで推移。2013年通年では昨年と同じ7.7%。ただし、2012年は消費が牽引したのに対して、2013年は投資が牽引。

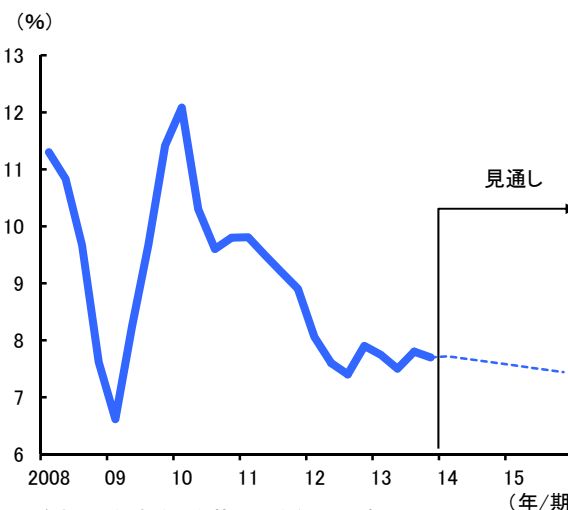
今後を展望すると、個人消費は所得の底打ちを受けて、堅調に拡大する見込み。都市部の実質所得は2013年4～6月期に底入れ。

もっとも、成長率は当局の過剰投資・過剰債務の抑制策を受けて、緩やかに低下する見込み。実際、固定資産投資の増勢は鈍化。当局が短期金融市場への資金供給を抑制し、地方政府の債務問題への優先度を高めるなか、市場金利が上昇。この結果、企業の資本コストが上昇し、銀行融資と他のルートによる融資ともに増勢加速はみられず（実質成長率予測は2014年7.7%、2015年7.5%に据え置き）。

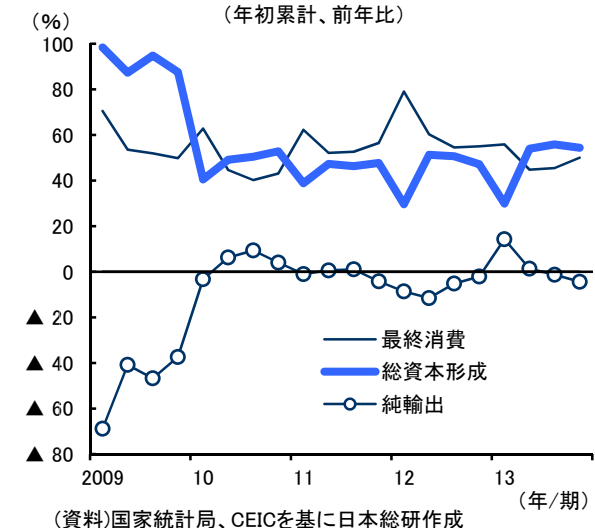
中国の過剰投資・過剰債務は深刻。固定資本形成の名目GDPに占める割合は90年代半ば以降恒常的に30%を上回り、2012年には46.1%に。これは同じように輸出・投資主導で高成長を成し遂げてきた日本や韓国に比べても異例の高さ（日本の最高値は1973年の36.4%、韓国は1991年の38.0%）。これまで債務規模を知る手がかりは限られていたものの、2013年12月に政府系シンクタンクの中国社会科学院が、経済全体でみた債務の総規模は2012年末時点でGDPの215%に達したと発表。

このような状況は放置できない一方、抑制策が行き過ぎると大規模な資本ストック調整を引き起こすリスクも。中国政府にとって長期にわたって投資抑制を続ける一方、景気の過度な下振れ回避に向けて機動的に政策を調整していくという難しいかじ取りを求められる局面が続く見通し。

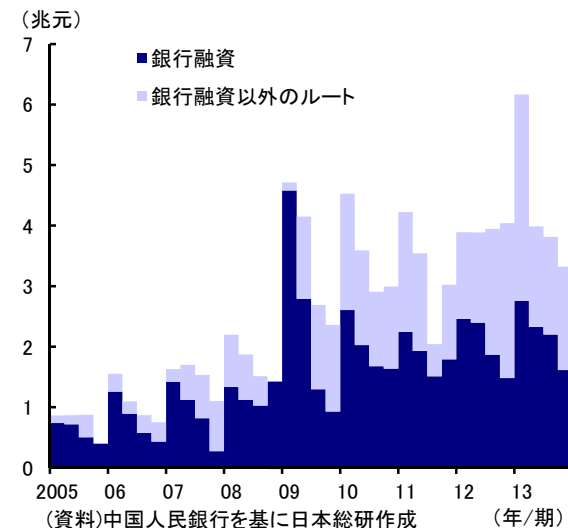
## 実質GDP成長率(前年比)



## 実質GDP成長率の寄与率



## 社会融資総額



## 経済全体でみた債務の総規模

(2012年末)

|            | 残高<br>(兆元) | 対GDP比<br>(%) |
|------------|------------|--------------|
| 企業部門(除く金融) | 58.7       | 113          |
| 政府部門       | 27.7       | 53           |
| うち地方政府債務   | 19.9       | 38           |
| 家計部門       | 16.1       | 31           |
| 金融機関発行債券残高 | 9.1        | 18           |
| 合計         | 111.6      | 215          |

(資料)中国社会科学院

# 増加する新興国向け輸出

## <輸出>

輸出は一進一退で推移。このうち、対新興国通貨で人民元高が進み、中国製品の価格競争力は低下しているにも関わらず、アジアやBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向け輸出は増加。これは、中国企業が新興国で市場開拓に注力し、足場を急拡大させている可能性を示唆。

今後を展望すると、世界経済は緩やかに回復すると見込まれるため、輸出は増加傾向となる見込み。過度な新興国の通貨安が是正されれば、新興国向け輸出が一段と強まる可能性も。

## <輸入>

輸入は緩やかに拡大。内需がこれまでの景気でこ入れ策により堅調に拡大してきたことが主因。

今後、当局の投資抑制スタンスの強化を受けて、中国経済は緩やかに鈍化すると見込まれるため、輸入の増勢がやや鈍化する見通し。

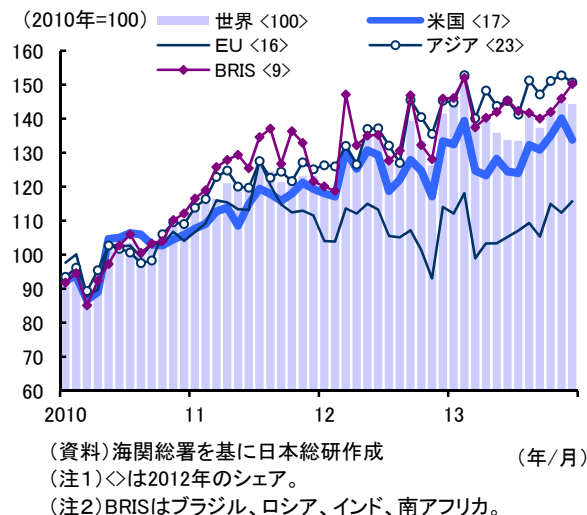
## <対中直接投資>

2013年の対中直接投資は前年比5.3%増の1,176億ドル。市場としての魅力向上を背景に、各国企業は中国で設備投資を拡大。

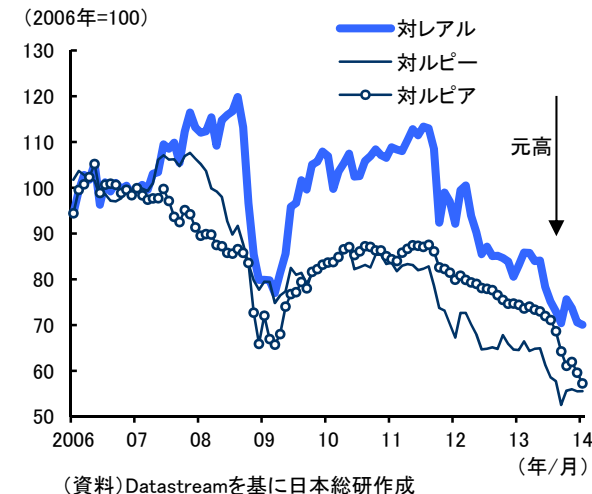
国別にみると、EUからの投資は前年比18.1%、米国からは同7.1%の増加。一方、日本からは同▲4.3%。

製造業への投資は前年比▲6.8%と減少する一方、サービス業は同14.2%の増加。地域別にみると、中部向けが同8.8%増、西部が同7.0%増と比較的高い伸び。東部は同4.7%増。

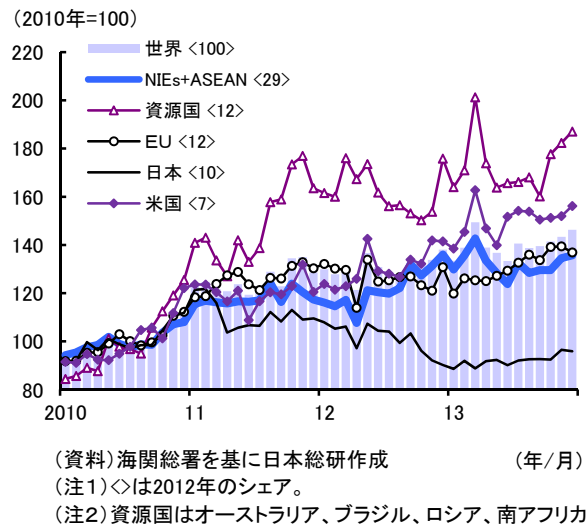
## 地域別輸出額(季調値)



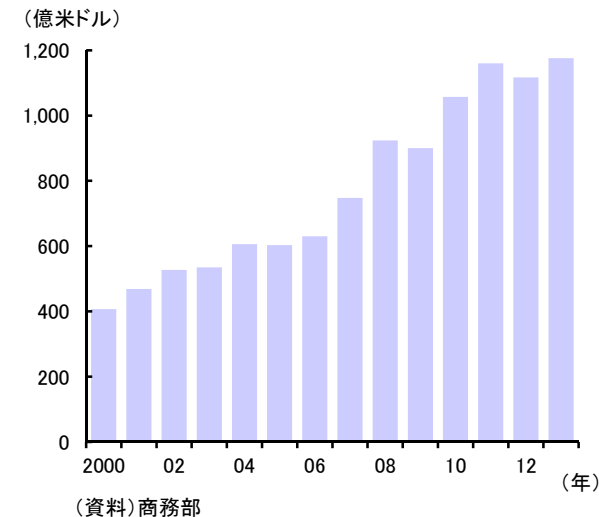
## 人民元の対新興国通貨レート



## 地域別輸入額(季調値)



## 対中直接投資



# 堅調に拡大する個人消費

## <個人消費>

実質小売売上高の増勢に加速の兆し。自動車や家電など耐久消費財、スマートフォン等の販売が好調。

所得水準の持ち直しが主因。都市部の実質所得は2013年4～6月期に底入れ。農村部の実質収入は持ち直し傾向が明確化。この背景には、企業収益の改善が指摘可能。工業企業の売上高は9月から緩やかに持ち直し。建設業などインフラ関連業界の収益はより早いタイミングで改善している可能性も。加えて、安定した雇用情勢が続いたことも一因。求人倍率は1倍以上を維持。

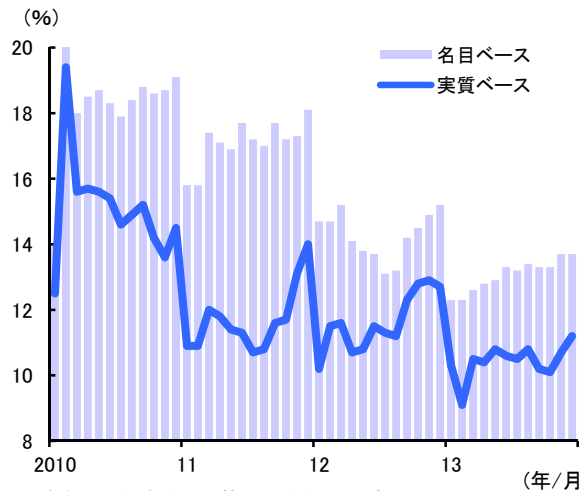
今後を展望すると、安定的な雇用・所得環境が続くと見込まれるため、個人消費は堅調に拡大する見通し。投資抑制策などにより、成長率が下限の7%近くまで低下すれば、政府は景気てこ入れ策を打ち出す公算大。当局は安定的な雇用情勢を維持するためには、7.2%の成長が必要との認識。

## <政策対応>

中長期にわたって消費拡大を促進するには、土地制度改革と戸籍制度改革が不可欠。現行の土地制度では、農村部の土地権益の譲渡や貸与が厳しく制限されており、土地・建物が有効利用されず。「三中全会」では、農村建設用地を譲渡・貸与することや農民の住宅を抵当に入れること等を自由化していくと発表。9億人にのぼる農業戸籍者の資産価値増加は消費拡大にプラスに。

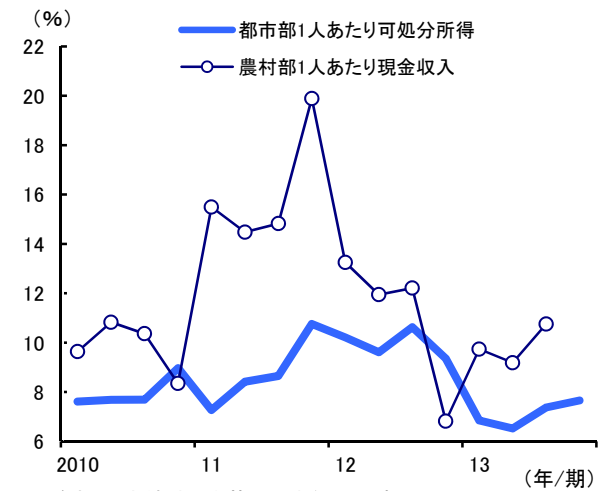
改革の実行を担う中央改革全面深化領導小組（改革推進委員会）の組長には習近平氏、副組長には李克強氏らが就任。1月22日に開催された第1回会議では、地方政府に各自の改革全面深化領導小組を確立し、2014年の活動要点を提出するよう要請。

## 小売売上高(前年比)



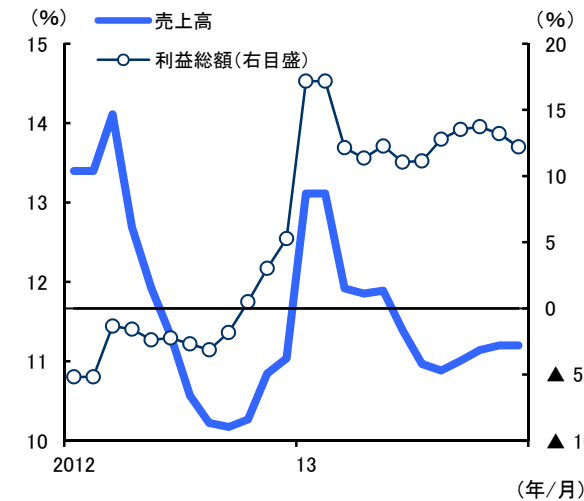
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成  
(注) CPI上昇率で実質化。

## 実質所得(前年比)



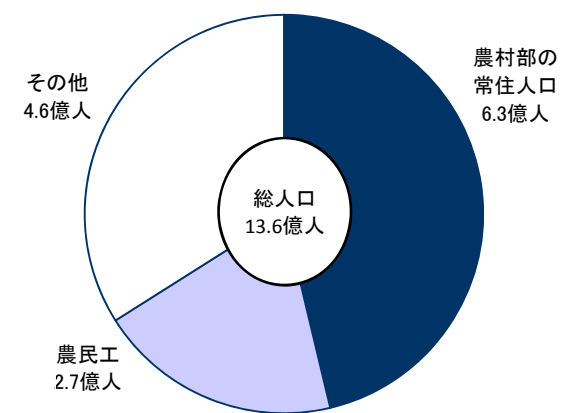
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成  
(注) CPI上昇率で実質化

## 工業企業の収益(年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

## 全国の人口分布(2013年)



(資料) 国家統計局を基に日本総研作成  
(注) 農民工は、都市で年間6カ月以上仕事した農業戸籍者。その他は、都市の非農業戸籍者、及び、都市での仕事が年間6カ月に満たない農業戸籍者。

# 財政難には交付金により支援

固定資産投資の増勢は鈍化。過剰投資が懸念されるなか、当局の投資抑制策により、製造業投資の増勢に一旦ブレーキがかかった格好。公共投資の増勢も鈍化。

## ＜製造業の設備投資＞

製造業の固定資産投資の伸び率は2013年10月をピークに低下。自動車やはん用機械製造業の設備投資が弱含み。

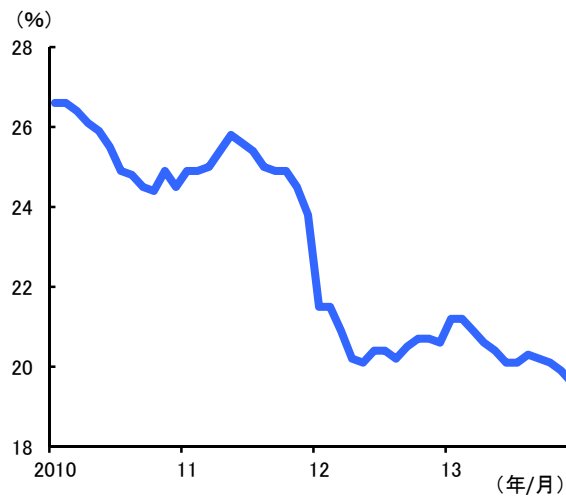
今後、投資抑制スタンスの強化により、製造業の設備投資の増勢は緩やかに鈍化する見通し。設備稼働水準が依然低い点を踏まえると、製造業の設備投資拡大は過剰生産能力の問題を一段と深刻化させる恐れ。2014年には、利上げなど金融引き締め策が打ち出されると予想。

## ＜公共投資＞

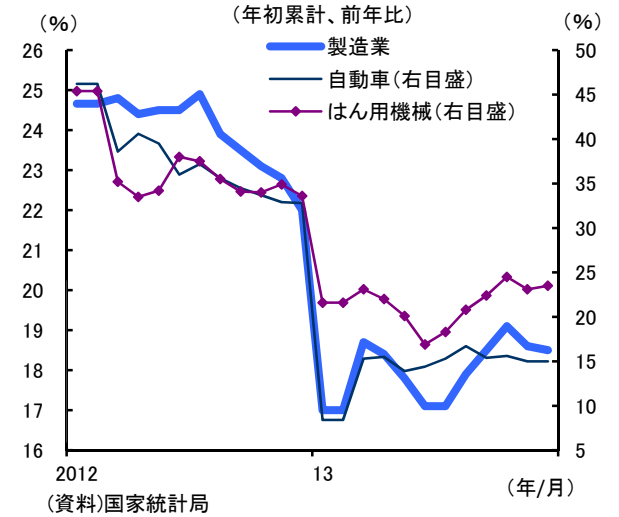
鉄道と高速道路など交通インフラの固定資産投資の増勢は鈍化。他方、当局が許認可の簡素化を指示した業種の投資は比較的堅調。2013年5月、短期的には景気のでこ入れ、中長期的には民間企業の参入促進をねらい、電力・ガス・水道や鉱山開発などの計画の承認権限を地方政府に委譲。空港の拡張工事などの承認手続きの免除を決定。

今後を展望すると、インフラ投資は内陸部で開発余地が大きく、一定の拡大ペースを維持する公算大。当局のシャドーバンキング抑制策が地方政府の資金調達に足かせになるものの、「三中全会」では地方政府の財政難に対し、中央政府からの交付金により支援する方針を発表。同時に、公共事業の民間資本導入を模索。内陸部の産業振興には、物流コストの引き下げや電力・ガス・水道などの供給安定化が必要不可欠であり、中央政府が応分の支援を行う見込み。

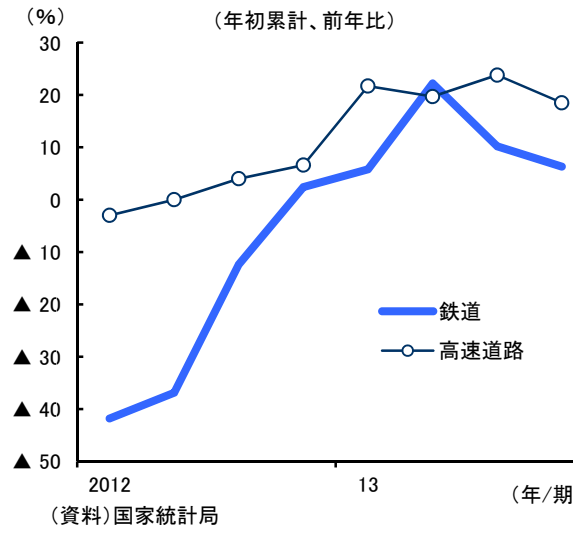
固定資産投資（年初累計、前年比）



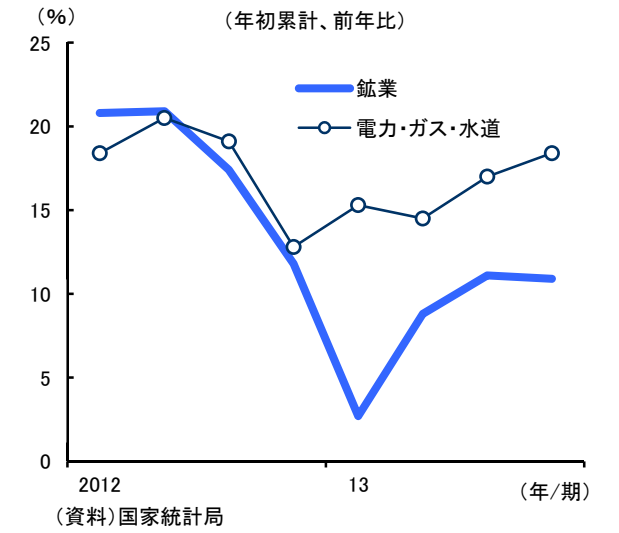
製造業の固定資産投資



交通インフラの固定資産投資



鉱業と電力・ガス・水道の固定資産投資



# 変調する住宅市場

## <物価>

2013年12月のCPI上昇率は2.5%と11月から▲0.5%ポイント低下。天候が改善し、生鮮野菜価格が落ち着いたことが主因。

今後、留意すべきは「ピッグサイクル」に沿った豚肉価格の上昇。豚肉価格は概ね3年に一回高騰。2011年に続き2014年にも豚肉価格が急上昇すれば、CPIを押し上げる恐れ。

## <不動産価格>

住宅価格は、ペースこそ緩やかに鈍化したものの、上昇が持続。

一方、2013年12月の住宅販売は大幅減少。この背景には、政府の住宅価格抑制策。2013年10～11月に北京・上海・深セン・広州が、在住地の戸籍でない居住者の住宅購入資格をより厳しく制限するなど抑制策を強化。11月末から中小都市も住宅価格抑制策を厳格化。

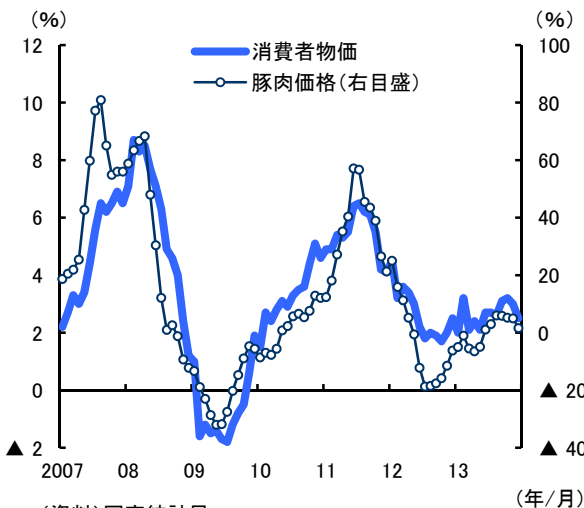
今後を展望すると、住宅需要は中小都市を中心とした堅調な実需を反映し、持ち直す見通し。ただし、政府の価格抑制スタンスが続くなか、住宅販売は比較的低い水準にコントロールされる見込み。

## <市場金利>

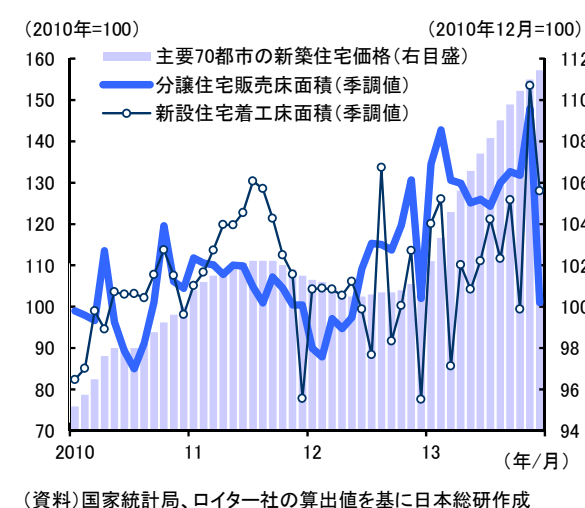
2013年12月に続き、1月入り後も短期金利が上昇。SHIBOR 1週間物は一時的に6%台に。SHIBOR翌日物も4%台に上昇。

当局が緩和的な金融政策を微調整し始めるなか、春節前の資金需要の高まりと新規株式公開（IPO）再開に伴う金融機関の資金需要増が流動性逼迫の要因に。

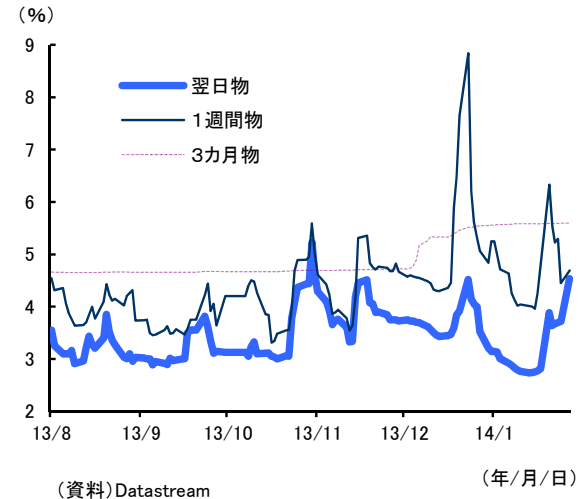
### CPIと豚肉価格(前年比)



### 住宅の販売価格、販売床面積、着工床面積



### SHIBOR



### 人民元レートの推移

