

---

---

# 中国経済展望

2014年3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2月26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)
- 
-

# デフォルトリスクに直面する理財商品



中国景気は弱含み。これまで、外需が一進一退で推移するなか、内需が堅調に拡大してきたものの、当局の抑制的な経済政策を受けて、足もと内需の拡大ペースに鈍化の兆し。具体的には、当局の投資抑制策により固定資産投資の増勢は鈍化。住宅価格抑制策により住宅販売も大幅に減少。他方、輸出に持ち直しの兆し。

足許では理財商品がデフォルトリスクに直面。理財商品の融資先企業が資金難に陥り、投資家が約定の期日に元利金を得られないケースが複数発生。

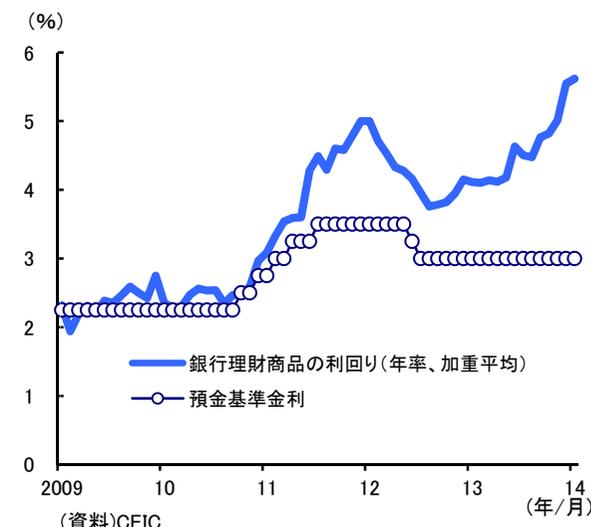
理财商品のデフォルト問題への対応において、3つのシナリオを想定可能。まず、①投資家が損失を負担するケース。このケースでは、急進的なリスク回避行動が発生する恐れ。シャドーバンキングが急速に縮小すれば、中小企業や中小金融機関、地方融資平台、不動産開発業者などの資金繰り難が深刻化し、金融危機など大きな問題に繋がる可能性も。理财商品の単純化や過度の期限ギャップの制限などの政策対応が遅れるなか、このケースのリスクは大。次に、②組成と販売に関わった金融機関が損失負担するケース。このケースでは、預金保険制度や銀行の破綻処理制度が未整備のなか、銀行の破綻により預金が出し、金融システム危機が発生するリスク。そうした危機の回避のためには、③政府は投資家を保護するスタンスをとらざるを得ない状況。

こうした点を踏まえると、当面、政府が損失を負担したうえで、シャドーバンキングの膨張を抑制しつつ、預金保険制度の創設などの金融改革に注力することが現実的。こうしたなか、固定資産投資は資金面から抑制され、成長率は緩やかに低下する見込み。成長率予測は2014年7.7%、2015年7.5%に据え置き。

## 固定資産投資と住宅販売



## 銀行理财商品の利回りと預金金利



## 理财商品のデフォルト問題への対応(3つのシナリオ)

	①投資家が損失負担	②金融機関が損失負担	③政府が損失負担
リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家が急激なリスク回避行動</li> <li>中小企業、地方政府、不動産開発業者などの資金難が深刻化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>預金が出しやすくなる可能性、金融システム不安の恐れ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家や金融機関のモラルハザード</li> <li>シャドーバンキングの膨張</li> </ul>
中国の特質	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機関がリスクを投資家に十分に説明せず</li> <li>理财商品に期限ギャップ(例、投資家から調達した期限3カ月の資金を償還期限7年の開発事業に投資)</li> <li>「資金プール理财商品」はリスクを分別管理せず</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>預金保険制度、銀行の破綻処理制度が未整備</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>足許の中央政府の財政は健全</li> </ul>
対応策	<ul style="list-style-type: none"> <li>理财商品の単純化(理财商品と特定の資産を一対一の配合関係に分別管理)、過度な期限ギャップの制限</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>預金保険制度の創設、銀行の破綻処理制度の整備</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>理财商品のデータベース登録の義務付け</li> <li>金融監督体制の一元化</li> </ul>
評価	政策対応が遅れるなか、このケースのリスクは大	時期尚早	現実的

(資料) 日本総研作成

# 輸出に持ち直しの兆し

## <輸出>

1月の輸出額は前年比10.6%増。水増しの指摘がある香港向けを除いた上で、春節のカレンダー要因も除去すると、輸出の実勢に持ち直しの兆しがみられると判断可能。

とりわけ、新興国向け輸出が高い伸び。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、ASEANやブラジル、インド向け輸出が大幅に拡大。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。加えて、欧米向けも繊維・玩具類を中心に堅調に拡大。

今後、先進国経済が緩やかに回復すると見込まれるため、欧米向けは堅調を維持する見込み。他方、過度な新興国の通貨安が是正されれば、新興国向け輸出も一段と強まる可能性。

## <輸入>

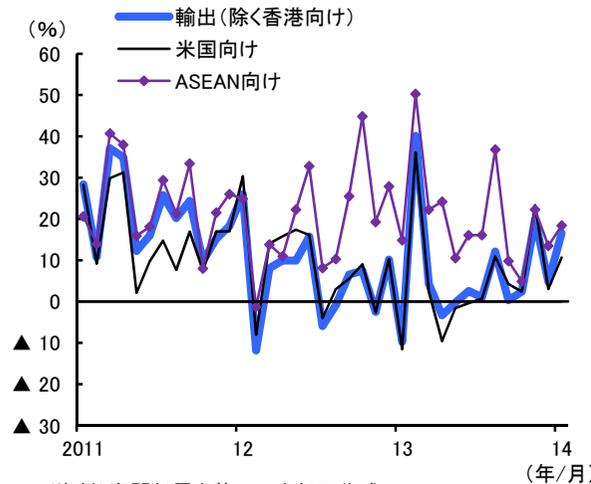
輸入は緩やかに拡大を維持。資源国からの輸入は高い伸び。日本からの輸入は前年比プラスに転換。ただし、今後、当局の投資抑制策や住宅価格抑制策の影響が顕在化し、資源などの輸入が下振れる恐れも。

## <対中直接投資>

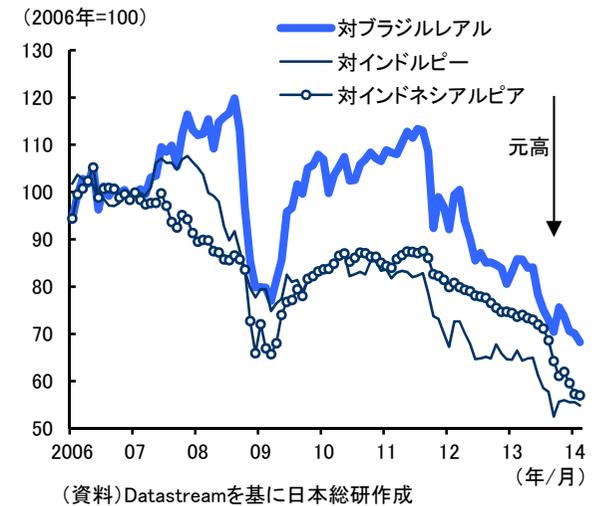
1月の対中直接投資は前年比16.1%増。国別にみると、米国からは同34.9%増、アジア（香港、マカオ、台湾、日本、フィリピン、タイ、マレーシア、シンガポール、インドネシア、韓国）からは同22.2%増。一方、EUからは同▲41.3%。

製造業への投資は前年比▲21.7%と減少する一方、サービス業は同57.0%の増加。地域別にみると、中部向けが同89.1%増、西部が同71.7%増と高い伸び。東部は同4.4%増。

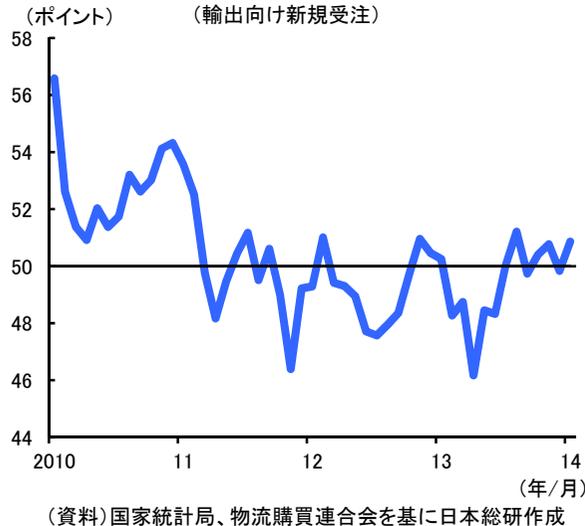
### 1営業日あたりの輸出額(前年比)



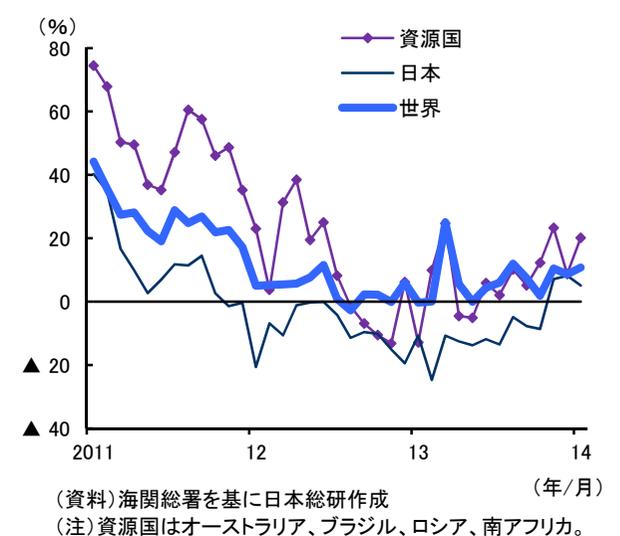
### 人民元の対新興国通貨レート



### 製造業PMI(季調値)



### 1営業日あたりの輸入額(前年比)



# 期待されるサービス消費の拡大

## <個人消費>

実質小売売上高の増勢に加速の兆し。主要小売企業5,000社の1月の販売実績をみると、タブレットが前年比35.3%増、食品が同19.6%増と高い伸び。

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、求人倍率は1倍以上を維持。安定した所得・雇用環境の下、消費者マインドは高い水準を維持。

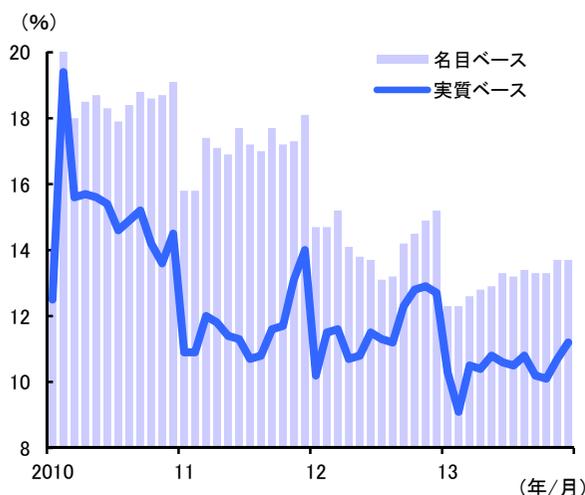
今後を展望すると、安定的な雇用・所得環境が続くと見込まれるため、個人消費は堅調に拡大する見通し。投資抑制策などにより、成長率が下限の7%近くまで低下すれば、政府は景気てこ入れ策を打ち出す公算大。当局は安定的な雇用情勢を維持するためには、7.2%の成長が必要との認識。

## <期待されるサービス消費の拡大>

今後、中国で大きく拡大すると見込まれるのはサービス分野。消費者ニーズは所得水準の上昇に伴い、多様化・高度化する見込み。とりわけ、娯楽、教育、外食、住居、保健医療に対する需要が大きく拡大する可能性。テーマパークやフィットネスクラブ、民間保育園やピアノ教室、ファミレスや賃貸マンション、人間ドッグなどが先行き需要拡大が期待できる分野。

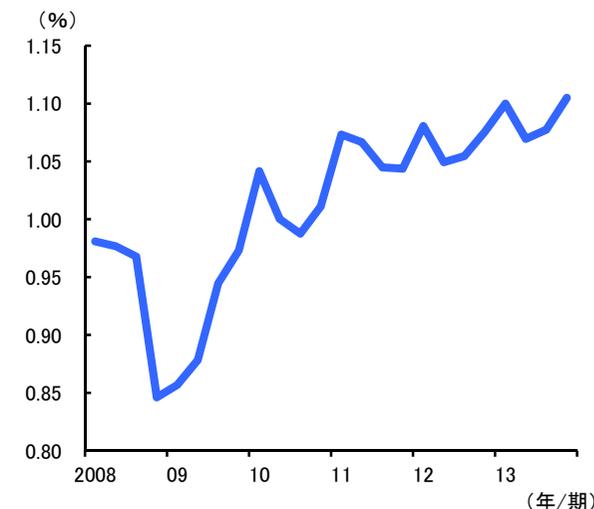
実際、31省・市・自治区をみると、所得の高い地域ほど娯楽、教育、外食などの消費支出の全体シェアが高く、他の分野に対して所得弾力性が大。加えて、大都市の増加に伴い住居の賃貸比率の上昇が見込まれるほか、高齢化により保健医療支出も大幅に拡大する見通し。

## 小売売上高(前年比)



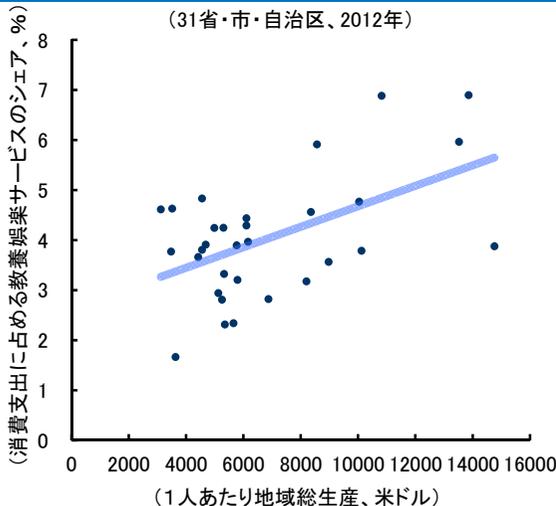
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成  
(注) CPI上昇率で実質化。

## 求人倍率



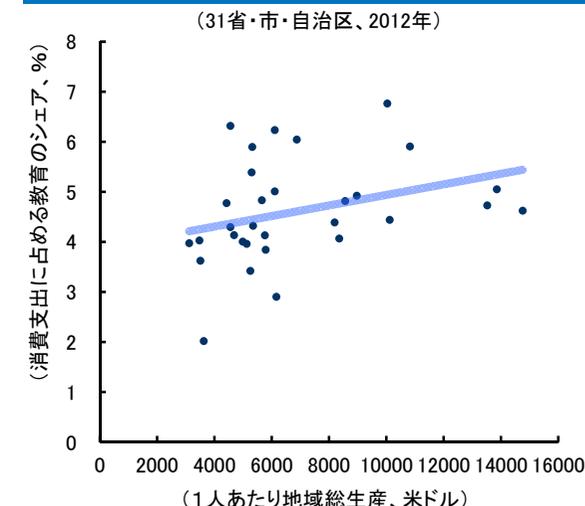
(資料) 人力資源社会保障部

## 1人あたりGRPと教養娯楽サービスの支出シェア



(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

## 1人あたりGRPと教育の支出シェア



(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

# 投資抑制を続ける一方、景気の過度な下振れを警戒



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>

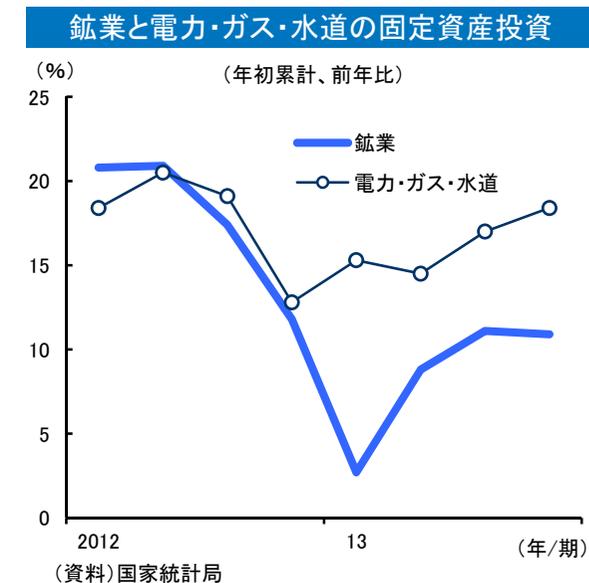
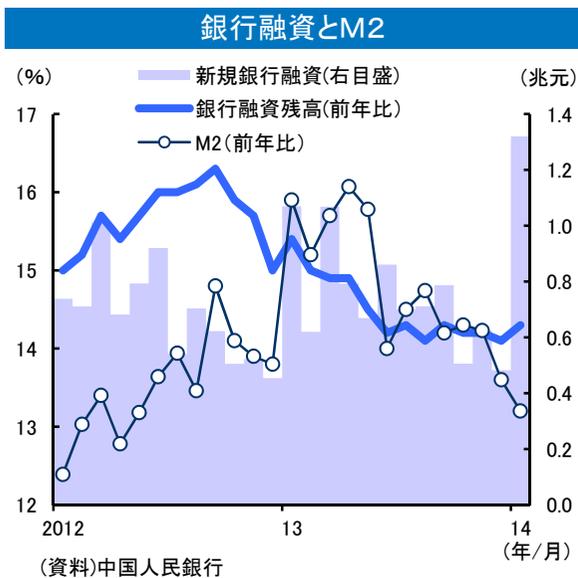
製造業の固定資産投資の伸び率は2013年10月をピークに低下。自動車やはん用機械製造業の設備投資が弱含み。当局がインターバンク市場への資金供給を抑制するなど、地方政府の債務問題解決への優先度を高めるなか、市場金利が上昇し、企業の資本コストが上昇。

もっとも、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。足許では、政府が銀行への窓口指導を微調整し、1月の新規銀行融資は1.3兆元の高水準。投資抑制を続ける一方、景気の過度な下振れ回避に向け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。

## <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。

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。



# 変調する住宅市場

## <物価>

インフレ率は横ばいで推移。1月のCPI上昇率は、2013年12月と同じ2.5%。今後、「ピッグサイクル」に沿った豚肉価格の上昇に留意。2011年に続き豚肉価格が上昇すれば、インフレ率を押し上げる恐れ。加えて、消費者ニーズが多様化・高度化するなか、サービス供給の拡大が遅れ、結果的に、教育・教養娯楽価格が上昇し続ける可能性も。

## <不動産価格>

住宅市場に変調の兆し。1月の住宅価格は全国平均で上昇傾向を維持したものの、温州では前月比▲1.5%、杭州は同▲0.1%などと6都市で価格が下落。住宅販売は2013年12月に大幅に減少。

この背景には、政府の住宅価格抑制策。2013年10～11月に沿海大都市が、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。不動産企業向け融資の増勢も鈍化。

今後を展望すると、住宅需要は中小都市での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>

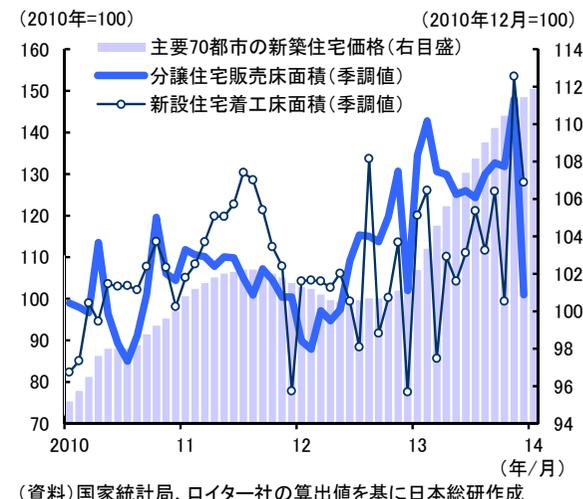
2月入り後、短期金利は低下。SHIBOR1週間物は、昨年12月と1月に上昇したものの、足許では低下。SHIBOR翌日物は1%台に低下。

春節前の資金需要増加が一巡したことに加え、1月に当局が景気の過度な下振れを警戒し、インターバンク市場への資金供給を大幅に拡大したことが背景。ただし、2月入り後は余分な資金を吸収しており、原則的に投資抑制の政策スタンスを維持。

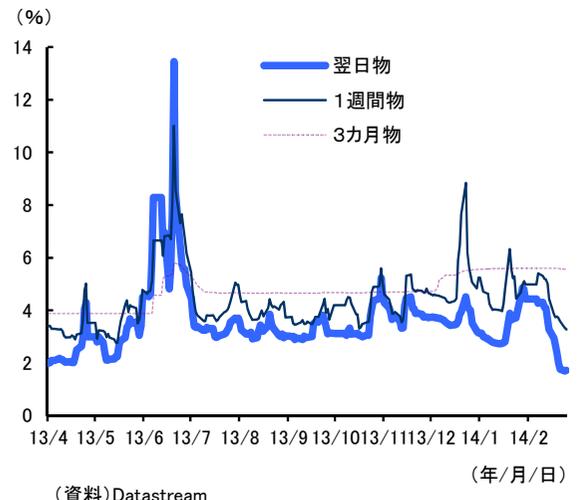
## CPI(前年比)



## 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

