
中国経済展望

2014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2014年11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)
-
-

経済成長率は低下トレンド

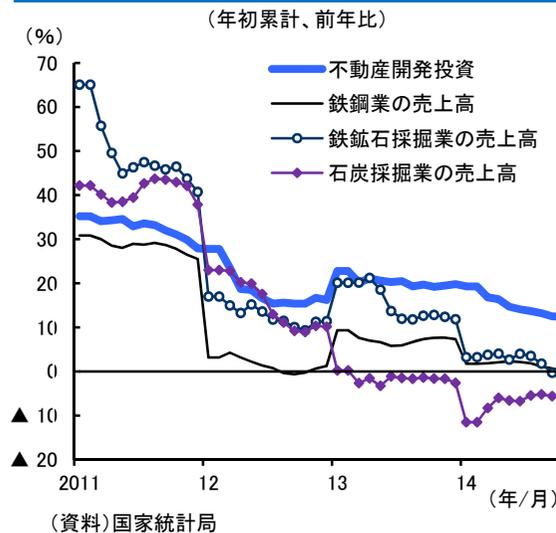


中国経済は不動産開発投資のスローダウンを主因に減速。不動産開発企業や素材メーカー、採掘業などの企業収益が悪化し、資金繰りに直面。債務不履行を回避するために、政府と金融機関、経営難の企業が水面下で損失を分担。

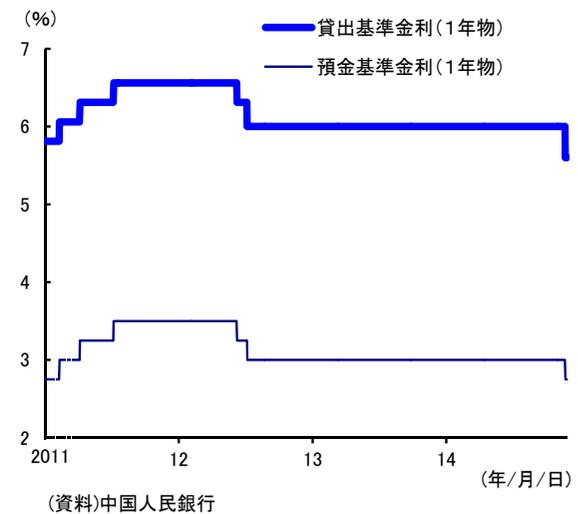
金融緩和を求める声が強まるなか、中国人民銀行は公開市場操作の金利引き下げや主要銀行等への資金供給を行ったうえで、11月22日に2年4カ月ぶりの利下げを実施。金融緩和は景気てこ入れになるほか、金融・財政改革のプラスに。当面の連鎖的な企業倒産を回避し、既存のセーフティネットである地方政府や地元の金融機関の負担を軽減する一方、新たなセーフティネットである預金保険制度の導入を進め、地方財政改革を促進することが可能に。利下げにより不動産開発等の投資が再過熱化し、構造調整が遅れるリスクに対し、当局は「利下げは中小零細企業の資金調達難の解決が主目的である」と説明し、「金融政策の方向性に变化はない」「大規模な景気刺激策は不要である」と不動産開発等の投資再過熱を警戒するスタンスを崩さず。

今後、政府は過剰投資・過剰債務の抑制を続ける見込み。その結果、不動産開発等の投資は伸び悩みと予想。2012年6、7月の利下げ後にみられたように、必ずしも資本コストの低下によって、固定資産投資の増勢が急加速する訳ではない。投資プロジェクトに対する行政の関与が大きく、間接金融を主とする中国では、産業政策や窓口指導が投資の動向を大きく左右。加えて、住宅価格の下落や国有企業の賃金抑制などによる高所得層の消費抑制が景気の重石に。このほか、元高や人件費の上昇などを背景に、輸出の増勢も鈍化する見込み。2014年の実質成長率は7.4%、2015年は7.2%と予想。

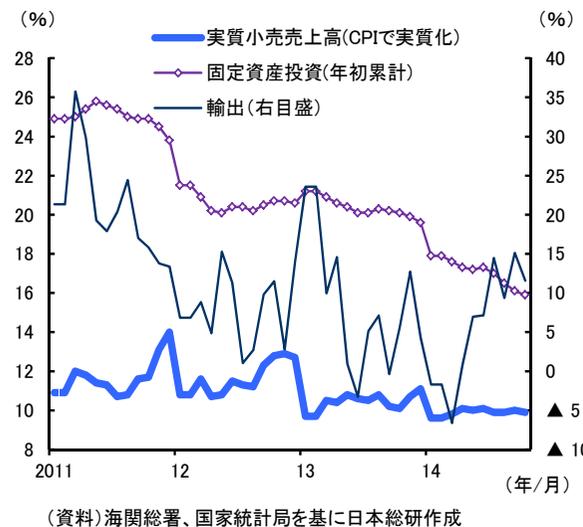
不動産開発投資と関連産業の売上高



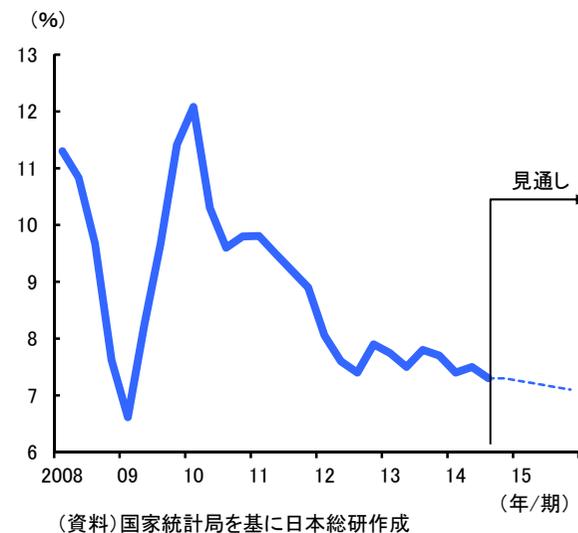
政策金利



主要月次統計(前年比)



実質GDP成長率(前年比)



輸出の増勢加速は期待薄

<輸出>

輸出額は持ち直し、10月に前年同月比11.6%増の高い伸び率に。米国向けが持ち直し、アジア向けは堅調に拡大。他方、EU向けに増勢鈍化の兆し。

元高の進展や人件費の上昇を背景に、中国製品の価格競争力は低下の方向。世界経済は総じてみれば、緩やかな回復基調をたどるとみられるものの、EUのデフレ懸念や米国の利上げなど世界経済を取り巻く環境は不透明。アジア諸国に資本流出が発生すれば、中国のアジア向け輸出は頭打ちとなるリスク。

<輸入>

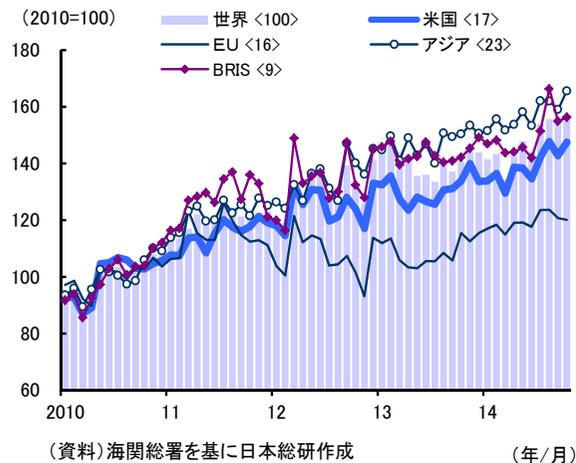
輸入額は輸入価格の下落と内需の弱まりを背景に、伸び悩み。9～10月にNIEsとASEANからの輸入が急増したものの、新型スマートフォンとタブレットの部品や加工機械の調達为主因とみられ、一時的な動きとなる見込み。当面、輸入価格の下落が輸入額の押し下げ要因となる構図が続く見込み。近年、資源メジャーの生産能力が大幅に拡大した点を勘案すると、鉄鉱石の供給拡大に歯止めがかからず、価格は一段と下落する見通し。

<対中直接投資>

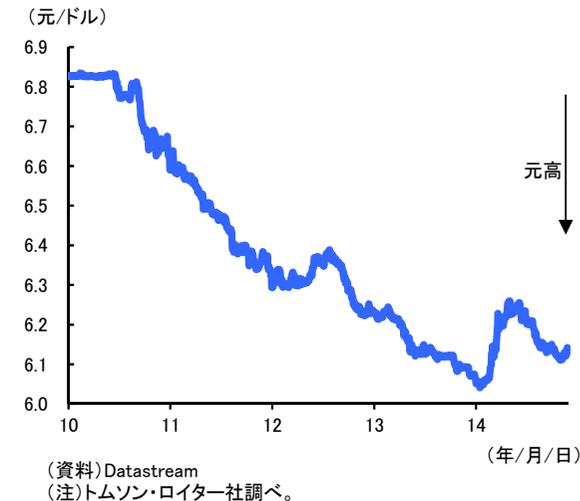
1～10月の対中直接投資は前年同期比▲1.2%と減少。人件費の上昇や元高などを背景に、中国の生産拠点としての魅力は低下。地域別にみると、日中関係悪化の影響もあり、日本からは同▲42.9%と大幅に減少。米国からは同▲23.8%、EUからは同▲16.2%の減少。

11月10日、北京APECにおいて日中首脳会談が実現。両国首脳が経済合理性を優先し、関係改善に向け重要な一歩を踏み出したと評価可能。今後、政府間や企業団体間など各方面での交流が増加すると期待。

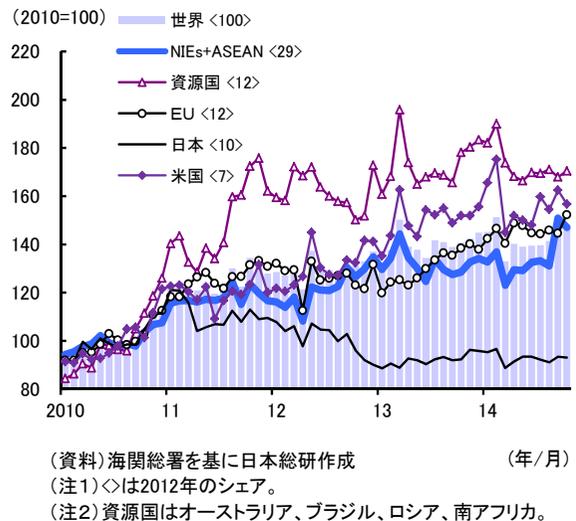
地域別輸出額(季調値)



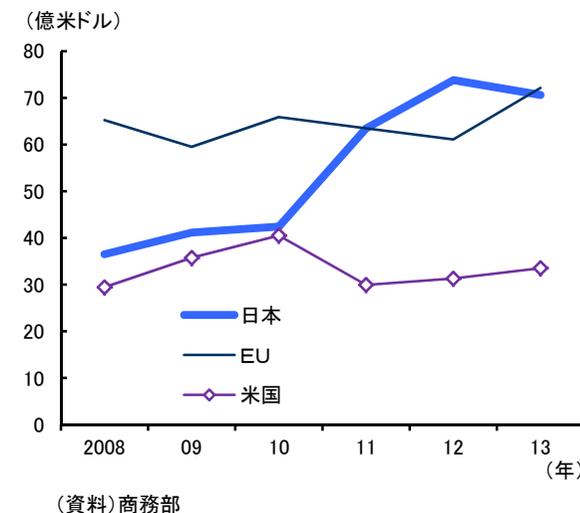
人民元レート



地域別輸入額(季調値)



日欧米の対中直接投資



高所得層の消費は鈍化

<個人消費>

綱紀粛正に伴う高所得層の消費抑制を受けて、百貨店や高級レストランを含む大手小売業の売上高は低い伸びにとどまる一方、高所得層の利用が少ない中小小売業は好調に推移しており、小売売上高の総額は2ケタの伸びを維持。この背景には、安定的な雇用・所得環境が指摘できる。サービス産業の労働需要が拡大するなか、求人倍率は1倍以上を保ち、平均賃金は年率10%程度で上昇。

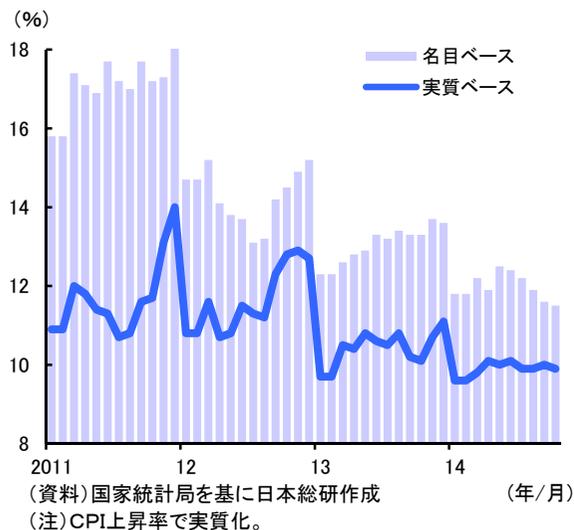
今後、高所得層の消費は一段と鈍化する見通し。住宅価格の下落が続くなか、家計の資産価値は目減り。加えて、中央政府は国有企業改革の一環として、国有企業幹部の年俸に上限を設けることを検討。高所得者層の消費者マインドが大幅に悪化し、外資ブランドの耐久消費財の販売や海外旅行などのサービス消費が冷え込む恐れ。

<消費拡大策>

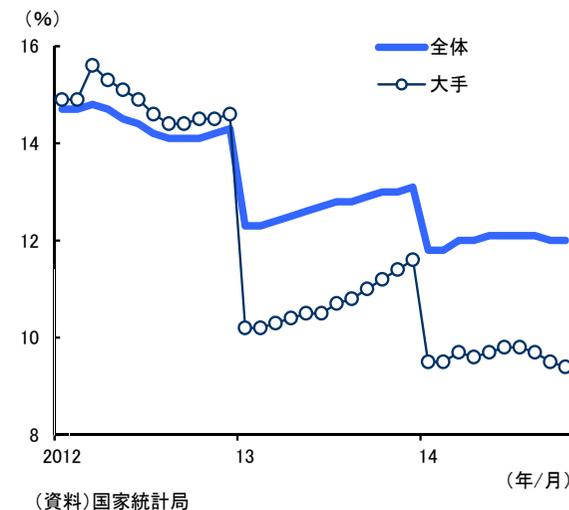
当局は、消費拡大に向けて都市化を促進する方針。都市化には、農村部から都市部への人口移動の促進と出稼ぎ労働者の都市での定住促進という2つの要素があり、前者は一定のペースで進んでいるものの、後者に遅れ。

当局は都市戸籍を徐々に開放し、出稼ぎ農民戸籍者の都市定住を促しているものの、農民側は必ずしも都市戸籍を希望していない状況。農村住宅が土地制度上では村公有となっている現状では、都市戸籍を取得すると農村住宅に対する権利を失くすこと。こうしたなか、土地制度改革がカギに。農村住宅が私有化されれば、農村と都市の資産格差が縮小するばかりでなく、農村の住宅を売却し、都市で定住する動きも予想され、個人消費の押し上げ要因に。

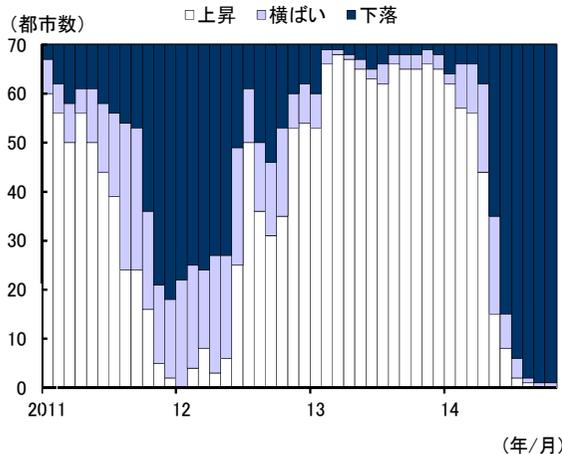
小売売上高(前年比)



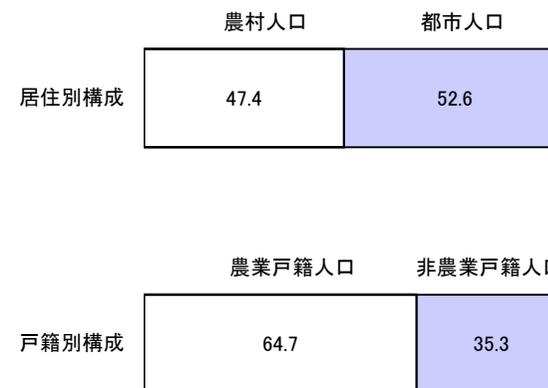
小売売上高(年初累計、前年比)



新築分譲住宅販売価格の騰落別都市数



居住別、戸籍別人口構成(2012年末、%)



不動産開発投資の低迷は長期化

固定資産投資の増勢が鈍化。1～10月の固定資産投資は前年同期比15.9%増と1～9月の同16.1%から減速。とりわけ、不動産開発投資のスローダウンが顕著。

金融緩和や不動産価格抑制策の緩和を求める声が強まるなか、11月22日に当局は2年4カ月ぶりの利下げを実施。1年物の貸出基準金利は6.00%から5.60%に、1年物の預金基準金利は3.00%から2.75%に引き下げ。なお、預金金利の上限は1.1倍から1.2倍に引き上げられたため、実際の預金金利は従来通り3.3%まで設定可能。また、中央政府は地方政府の住宅購入規制の緩和を黙認し、住宅ローンに対する規制を緩めるなど、不動産価格抑制策を緩和方向に微修正。

今後を展望すると、利下げや住宅購入規制の緩和などにより、不動産開発投資の増勢鈍化に歯止めがかかる公算大。すでに、工事着工時に計上される住宅着工床面積が持ち直しており、今後、工事完成時点で逐次不動産開発投資統計に反映される見通し。

もつとも、政府は不動産開発投資に依存した経済成長からの脱却すに向け断固たる姿勢を堅持。再過熱の兆しがみられた時点で、再び抑制的な政策をとるとみられ、不動産開発投資が再び年率20%超のペースで拡大する可能性は小。

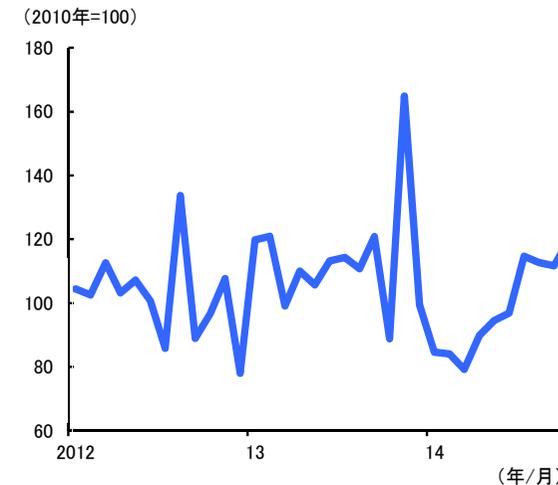
固定資産投資全体も伸び悩む見込み。投資プロジェクトに対する行政の関与が大きく、間接金融を主とする中国では、産業政策や窓口指導が投資の動向を大きく左右。当局は過剰投資・過剰債務を警戒するスタンスを崩さないものと予想。

固定資産投資



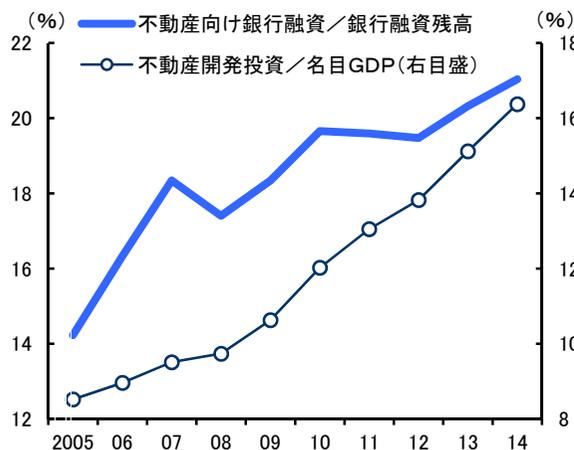
(資料)国家統計局

住宅着工床面積(季調値)



(資料)国家統計局を基に日本総研作成

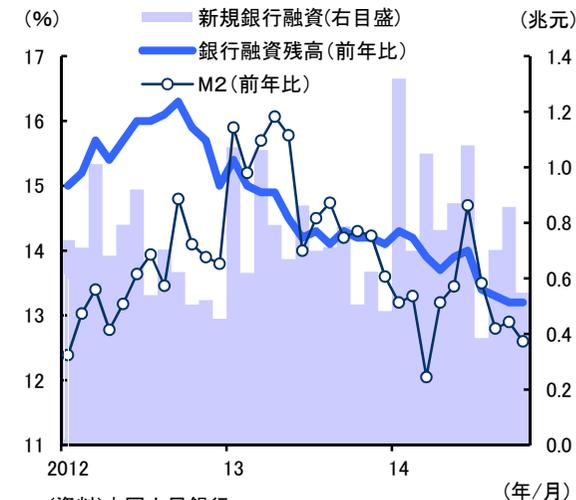
不動産向け融資と不動産開発投資のシェア



(資料)中国人民銀行、国家統計局を基に日本総研作成 (年)

(注)直近値は2014年9月末の値。

銀行融資とM2



(資料)中国人民銀行

上海・香港の株式相互取引が開始



<物価>

10月のCPI上昇率は前年同月比1.6%と低い伸び。この背景には前年同月の物価水準が高かったことが指摘可能。

2015年初には、前年の価格高騰の影響が剥落していくことから、CPI上昇率は持ち直す公算。その後は景気低迷を反映し、2%前後の水準で底ばいとなる見通し。

<不動産価格>

住宅価格は下落。当局の不動産価格抑制策を受けた住宅需要の縮小が主因。9月、中国人民銀行は1軒目の住宅ローンを完済すれば2軒目の住宅購入については、住宅ローンの条件が緩い1軒目の住宅購入と見なすと発表するなど、住宅価格抑制策は緩和方向に微修正。こうしたなか、住宅需要はまだまだ低水準ながら底入れの兆し。

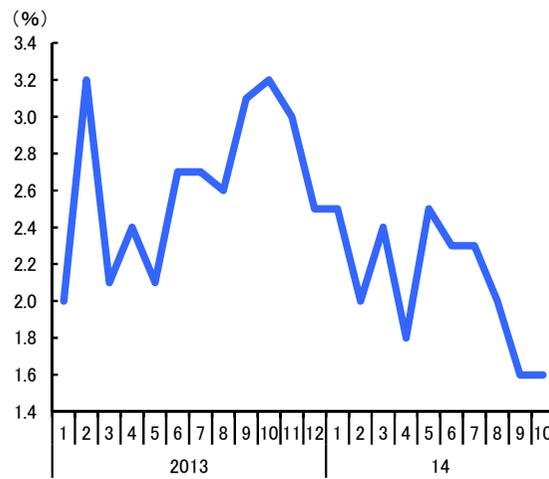
<市場金利>

市場金利は頭打ち。10月の銀行間貸出金利（加重平均）は2.69%に低下。9～10月にかけて、中国人民銀行は公開市場操作の適用金利引き下げに加え、主要銀行と農村商業銀行等を対象に、それぞれ5,000億元と2,695億元の資金を供給。11月には政策金利の引き下げを実施。

<株式市場>

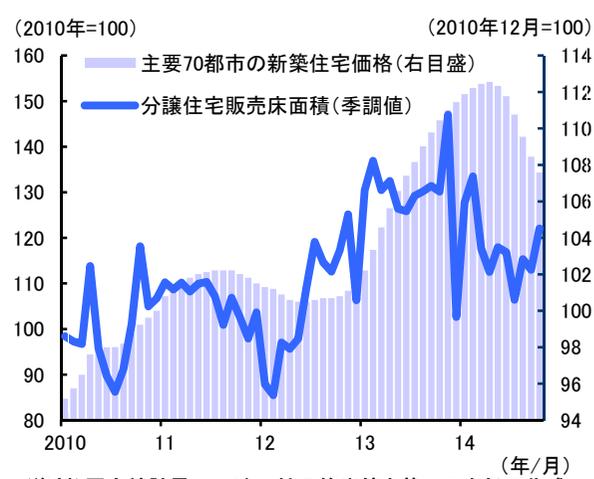
11月17日、上海証券取引所と香港取引所は株式の相互取引を開始。外国人は香港経由で人民元建ての上海株を自由に購入することが可能に。1日当たり130億元という投資額の上限はあるものの、資本移動の自由化が一步前進したと評価可能。

CPI(前年比)



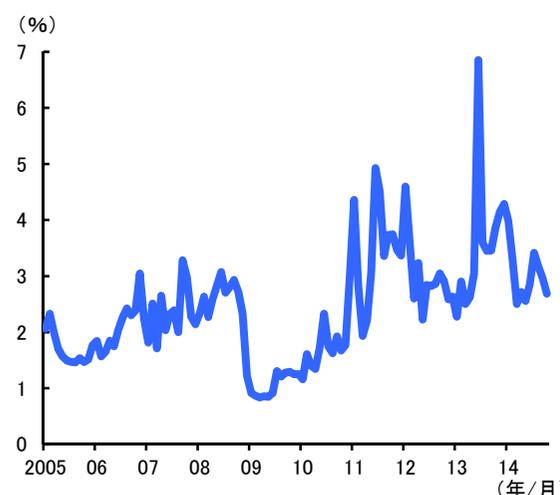
(資料) 国家統計局 (年/月)

住宅の販売価格、販売床面積



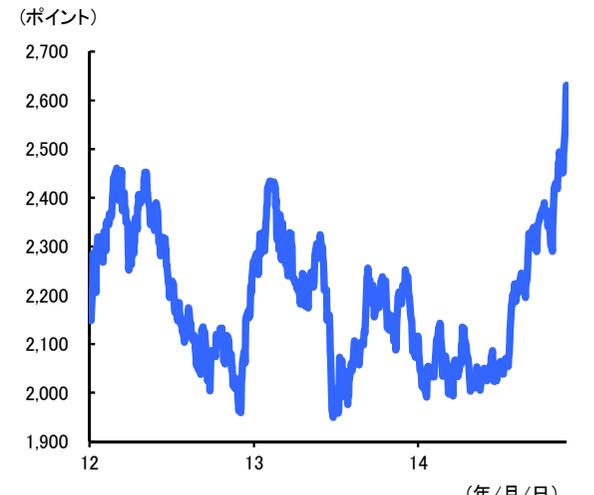
(資料) 国家統計局、ロイター社の算出値を基に日本総研作成

銀行間貸出金利(加重平均)



(資料) 中国人民銀行 (年/月)

上海総合株価指数



(資料) 上海証券取引所 (年/月/日)