
中国経済展望

2014年4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3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)

景気は減速、企業のデフォルトが続くリスク

景気は減速。企業部門では、当局の投資抑制策により固定資産投資の増勢が鈍化。とりわけ、非鉄金属や非金属製造（セメント等）など製造業の設備投資の増勢が大幅に鈍化。新規受注が伸び悩むなか、工業生産の増勢も鈍化。

家計部門では、株価の下落により家計資産が目減し、消費が伸び悩み。住宅価格の下落予想が台頭し、住宅販売は前年比マイナスに。

こうしたなか、政府は景気の過度な下振れ回避に向け、政策を微調整。中央銀行が銀行間市場への資金供給を拡大した結果、短期金利が低下し、1～2月の新規銀行融資は高水準。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に持ち直しの動き。

当面、景気の先行き不透明感の強まりが、企業部門と家計部門の需要拡大の重石となる公算大。設備投資と生産活動は一段とペースダウンする見通し。

以上の動きを織り込み、今年前半の成長率見通しを下方修正。もっとも、その後にミニ刺激策を受けて、成長率の7%割れは回避されると予想。具体的には、①政府許認可の簡素化等規制緩和、②インフラ投資の拡大、③サービス産業の振興策が期待可能。3月の全人代では2014年の成長率目標が7.5%前後に設定され、李克強首相は達成に自信。これらの点を踏まえ、2014年の成長率見通しを7.7%から7.4%に、2015年は7.5%から7.4%に引き下げ。

当面のリスクは企業のデフォルト。石炭やソーラーパネル企業に加え、収益が悪化している非鉄金属や不動産等に留意が必要。投資家が急進的なリスク回避姿勢をとり、シャドールバンキングが急速に縮小する恐れも。

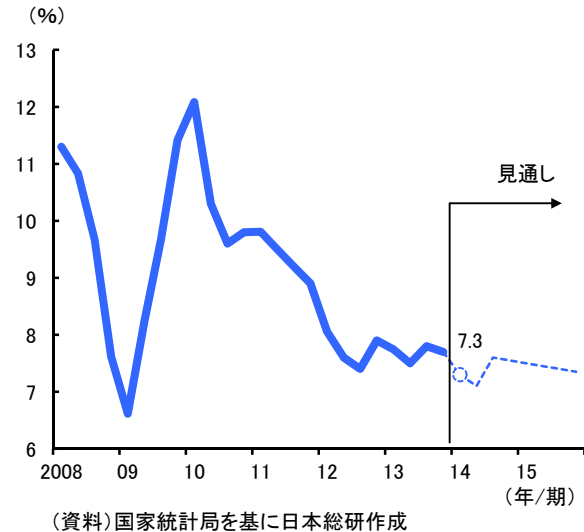
固定資産投資と工業生産(前年比)



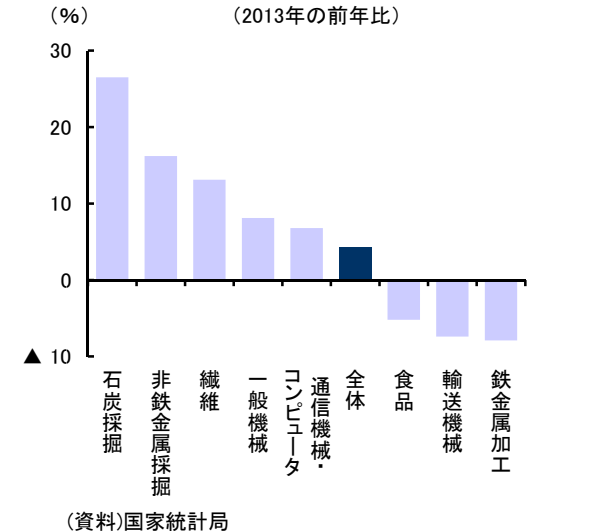
小売売上高と住宅販売(前年比)



実質GDP成長率(前年比)



鉱工業企業の赤字企業数



資源類輸入は頭打ちとなる見通し

<輸出>

輸出は緩やかに拡大。とりわけ、新興国向け輸出が好調。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、アジア向けやBRIS向け輸出は堅調。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。

米国向けは寒波の影響を受けて、足踏みがみられるものの、今後、天候回復によりその影響が薄らぐのに伴い、一段と拡大する見込み。EU向けも欧州経済の回復に伴い、緩やかな拡大を続ける見通し。このほか、新興国の過度な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>

輸入の拡大テンポに加速の兆し。とりわけ、資源国、米国からの輸入が堅調。日本からの輸入も緩やかに持ち直し。資源類や自動車部品などが高い伸び。

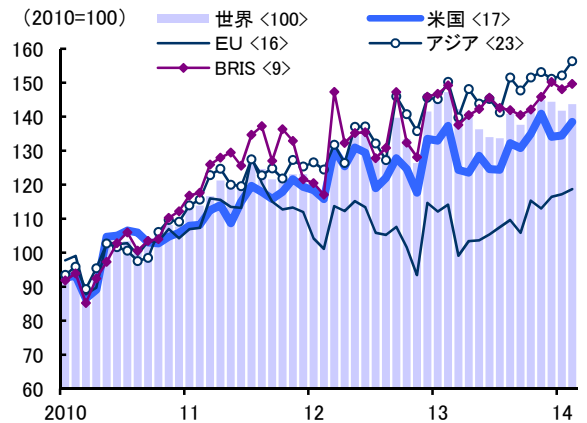
今後を展望すると、在庫調整圧力の高まりを受けて、資源類輸入は頭打ちとなる見通し。鋼材需給が弛緩する一方、鉄鉱石在庫は過去最高水準。

<対中直接投資>

1～2月の対中直接投資は前年比10.4%増。国別にみると、米国からは同43.3%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11.6%増。一方、EUからは同▲13.8%。

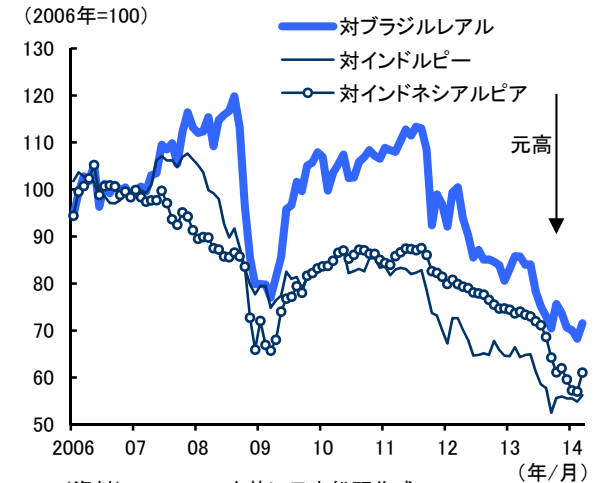
製造業への投資は前年比▲6.1%と減少する一方、サービス業は同25.5%の増加。地域別にみると、中部向けが同75.0%増、西部が同29.0%増と高い伸び。東部は同2.6%増。

地域別輸出額（季調値）



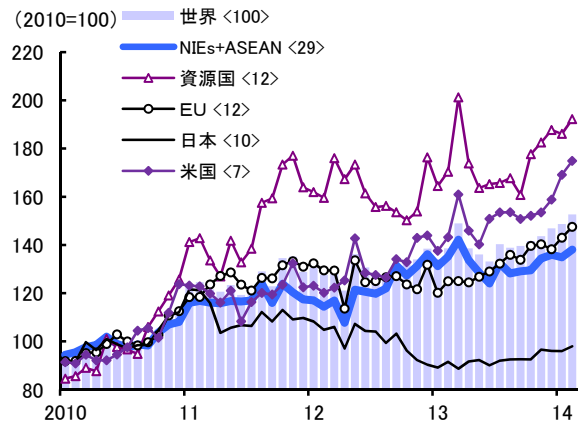
(資料)海関総署を基に日本総研作成 (年/月)
(注1)<>は2012年のシェア。
(注2)BRISはブラジル、ロシア、インド、南アフリカ。

人民元の対新興国通貨レート



(資料)Datastreamを基に日本総研作成

地域別輸入額（季調値）



(資料)海関総署を基に日本総研作成 (年/月)
(注1)<>は2012年のシェア。
(注2)資源国はオーストラリア、ブラジル、ロシア、南アフリカ。

鋼材市況と鉄鉱石在庫



(資料)Wind Infomation

先行き不透明感の強まりが消費拡大の重石に

<個人消費>

小売売上高の伸び率が低下。好調であったスマートフォンや家電の販売も足許で伸び悩み。この背景に、株価の下落による家計資産の目減り。2013年秋口から株価は抑制的な政策スタンスを懸念して下落傾向。1月には理财商品のデフォルト懸念が高まり、節目となる2,000ポイントを下回る水準に。ただし、消費者マインドに大幅な悪化はみられないことを勘案すると、消費者は様子見姿勢を強めている可能性。一方、求人倍率は1倍以上を維持し、所得も底打ちするなど、雇用・所得環境は良好。

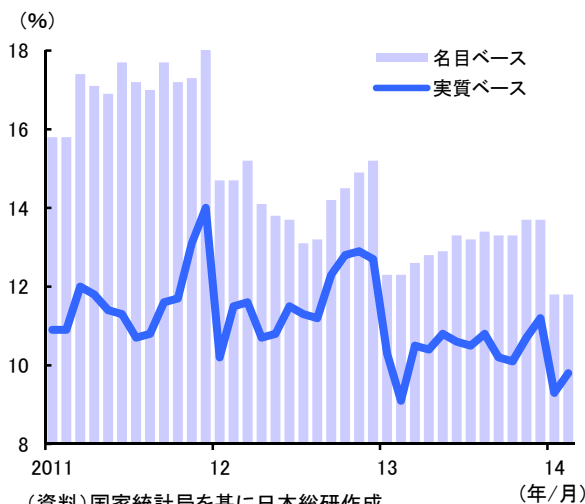
今後を展望すると、景気の先行き不透明感が強まるなか、家計が様子見を続け、個人消費は当面足許程度の水準で推移する見通し。2月中旬に一旦持ち直した株価は、不動産業向け融資の厳格化や債券デフォルトの発生、1～2月の主要経済指標の下振れを嫌気し、その後下落。3月下旬に優先株制度の導入を好感し、小幅に持ち直したものの依然低水準。

<土地制度改革が大きく進展>

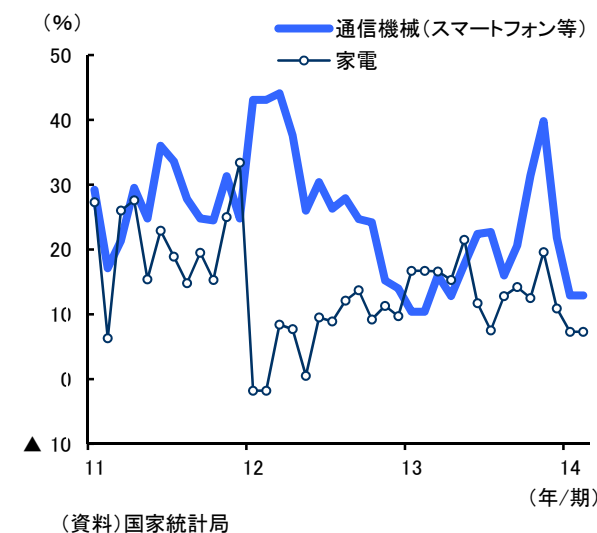
3月の全人代の政府活動報告では、土地制度改革が最も大きな注目点。具体的には、農民が現在住んでいる住宅（付随の土地使用権を含む）に対する私有権を認めていくことを、2014年の重要な政策実行課題に設定。試験区である山東省肥城市東大封村では、1,000世帯以上の農民が自らの土地使用権と建物所有権を明記した「房産証」を獲得。

今後、農村住宅の私有化が順調に進めば、農村と都市の資産格差が縮小し、農村部の消費が大きく拡大する可能性。また、農村の住宅を売却し、都市に移り住み動きも予想され、このような非農業部門への労働力シフトは、マクロでみた労働生産性の向上と所得水準の上昇に寄与し、個人消費の押し上げ要因に。

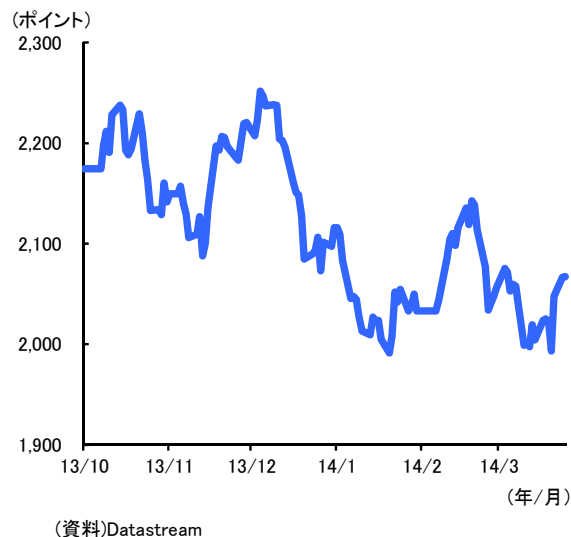
小売売上高(前年比)



通信機械と家電の売上高(前年比)



上海総合株価指数



消費者信頼感指数



製造業の設備投資の増勢が大幅に鈍化

1～2月の固定資産投資の伸び率は前年比17.9%に低下。製造業投資の増勢が大幅に鈍化。

<製造業の設備投資>

足許では、過剰生産能力が指摘されている非鉄金属や非金属製造（セメント等）の増勢鈍化が顕著。鉄金属加工の設備投資もここ2年間は頭打ちに。

この背景には、当局による投資抑制策。過剰投資が懸念されるなか、当局はインターバンク市場への資金供給を抑制。市場金利の上昇は、企業の資本コストを押し上げ。加えて、シャドーバンキングの抑制を受けて、一部では設備投資資金が調達困難に。

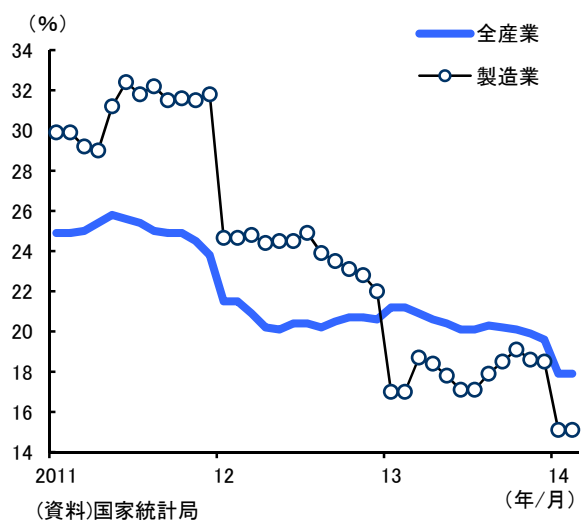
もつとも、抑制策が行き過ぎると大規模な資本ストック調整を引き起こすリスクも。足許では、政府が公開市場操作や銀行への窓口指導を微調整し、この結果1～2月の新規銀行融資は高水準に。当局は投資抑制を続ける一方、景気の過度な下振れ回避に向け機動的に政策を微調整していくという難しいかじ取りを求められる状況。

<公共投資>

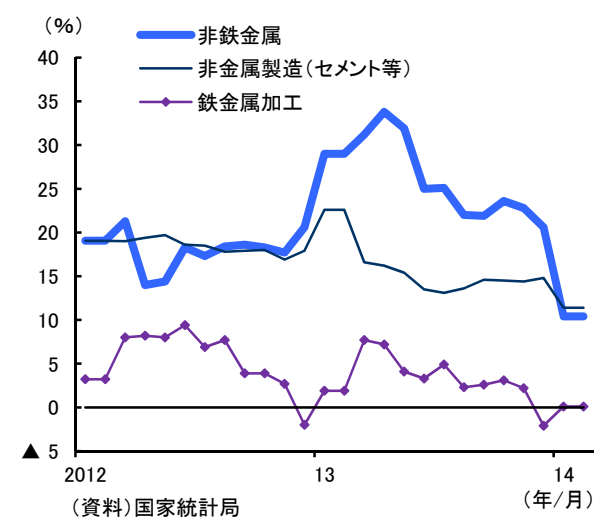
鉄道と高速道路など交通インフラの固定資産投資の増勢に持ち直しの動き。

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の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等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。

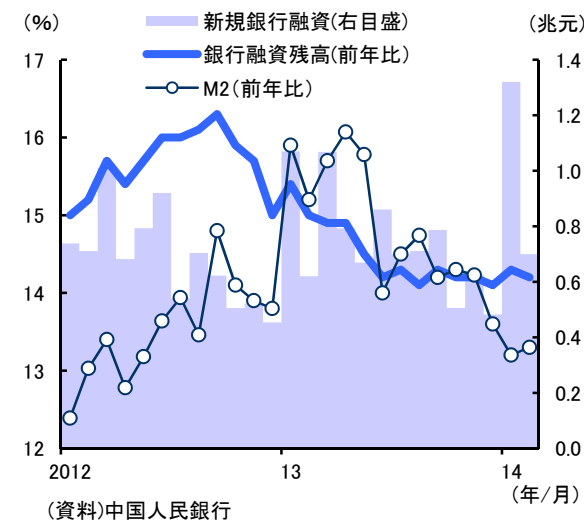
固定資産投資（年初累計、前年比）



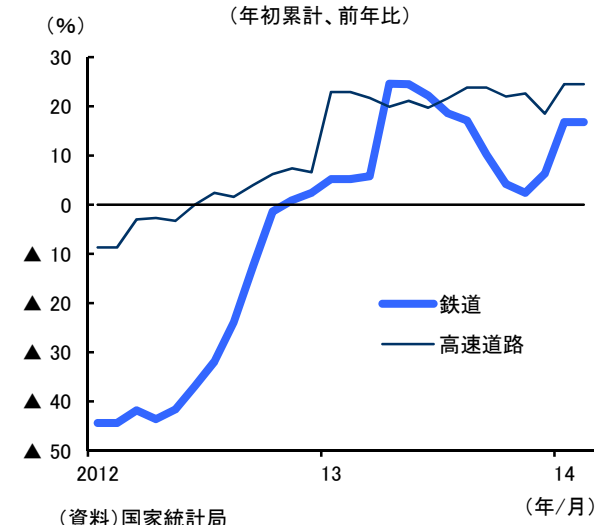
製造業の固定資産投資（年初累計、前年比）



銀行融資とM2



交通インフラの固定資産投資



人民元レートの変動幅が拡大

<物価>

2月のCPI上昇率は2.0%と1月から▲0.5%ポイント低下。とりわけ、食料品価格が同▲1.0%ポイントと大幅に下落。前年同月の価格水準が天候不順により高かったことが主因で、実勢は横ばいで推移。非食料品価格は緩やかな上昇を継続。

<不動産価格>

住宅市場に変調の兆し。2月の住宅価格は全国平均で上昇傾向を維持したものの、温州で前月比▲0.2%となるなど4都市で価格が下落。各地における住宅価格抑制策と不動産企業向け融資の抑制が背景。

<市場金利>

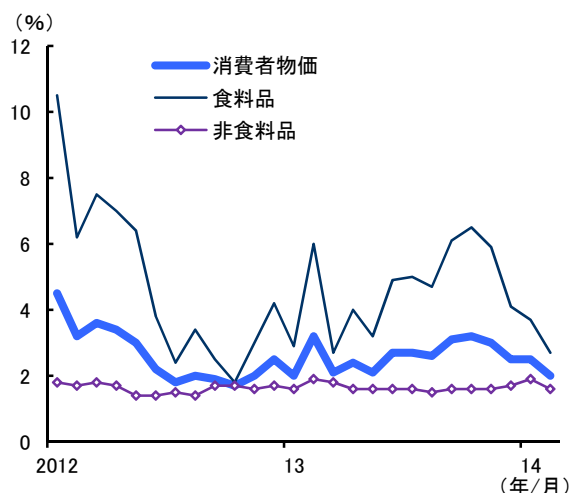
2月にSHIBOR翌日物が低下。足許では2%程度の低水準で推移。3カ月物は2013年12月に上昇。その後はおおむね横ばいで推移。

<人民元レート>

2月入り後に元安が進行。1日で0.5%下がる日も。2月に230億ドルの貿易赤字が発生したことに加え、当局が輸出企業支援と一方的な元高観測を牽制するために元売り介入を行ったことが背景として指摘可能。

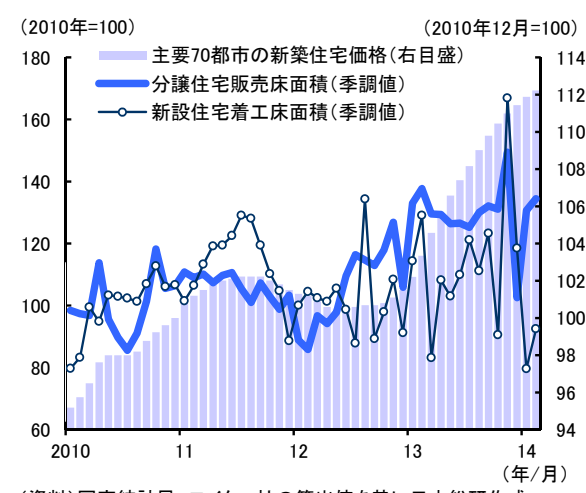
3月15日、中国人民銀行は人民元レートの1日あたりの変動幅を1.0%から2.0%に拡大すると発表。17日から実施。これは、人民元の自由化に向けた一歩として評価可能。もっとも、今後、人民元レートが制限幅内で急騰する、あるいは、急落する可能性は小。まず、株式市場や不動産市場では資本移動に厳格な規制が残存。加えて、当局は過度な通貨高による輸出競争力の低下や急激な通貨安による輸入インフレの発生を回避するために、介入を続ける見通し。総じてみると、経常黒字が続くなか、人民元は緩やかな上昇を維持する見込み。

CPI(前年比)



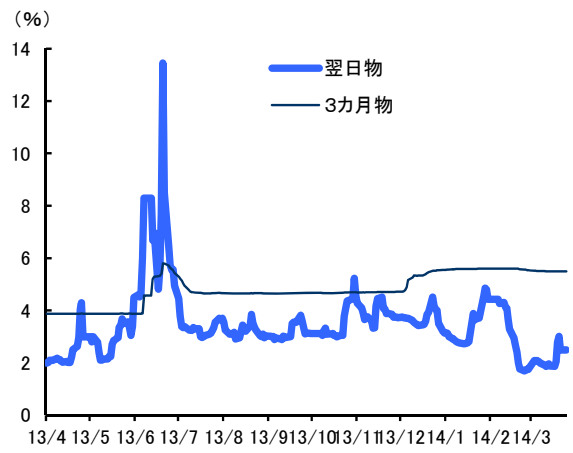
(資料) 国家統計局

住宅の販売価格、販売床面積、着工床面積



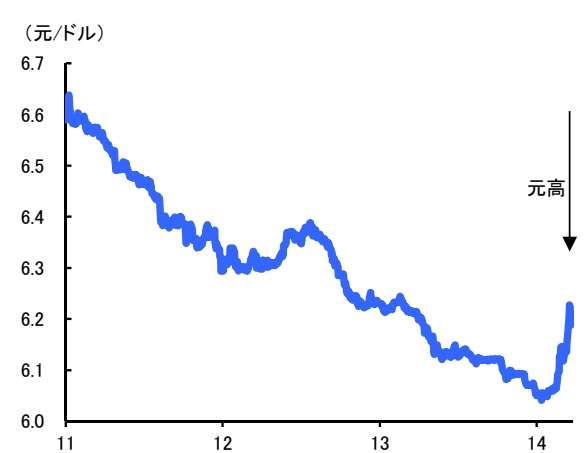
(資料) 国家統計局、ロイター社の算出値を基に日本総研作成

SHIBOR



(資料) Datastream

人民元レートの推移



(注) トムソン・ロイター社調べ。 (資料) Datastream