

---

---

# 中国経済展望

2017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2017年3月29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)
- 
-

# 加速するインフラと不動産開発関連の投資

## ◆現状：景気減速は一服

中国では、固定資産投資と輸出が下げ止まり、景気減速は一服。固定資産投資の内訳をみると、インフラと不動産開発関連が加速。

2017年入り後、住宅販売床面積が大幅増加。2月、70主要都市のうち住宅価格が前月から上昇した都市数は1月から11都市増え、56都市に。住宅市場の過熱状況は続いており、2016年10月の住宅価格抑制策の効果は限定的。

一方、実質小売売上高は雇用所得環境の悪化により減速基調。小型車減税措置の縮小により自動車販売台数は頭打ちに。

## ◆展望：景気は再減速

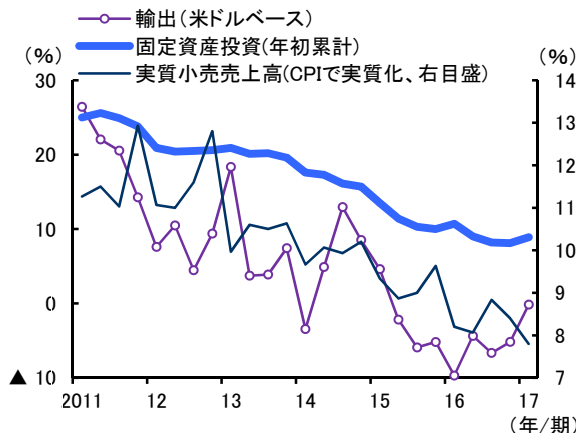
今後を展望すると、政府が景気を下支える姿勢を明確化している点を踏まえれば、当面、インフラ投資と不動産開発投資の拡大により景気は底堅く推移する見通し。3月の全人代でも、安定成長を2017年の最重要課題に位置付け。

もっとも、こうした成長パターンは持続可能性に乏しいとみられ、構造改革にも逆行するもの。投資主導による成長で再び投資比率が上昇しているほか、不動産市場はバブルの様相。さらに過剰生産が指摘されてきた鉄鋼などの重工業セクターの生産拡大も顕著。

政府人事が固まる年後半には、再び構造調整が優先され、インフラ投資の増勢は鈍化する見通し。不動産開発投資も追加の価格抑制策が発動され、スローダウンする見込み。その結果、経済成長率は低下し、2017年6.5%、2018年6.4%となる見通し。

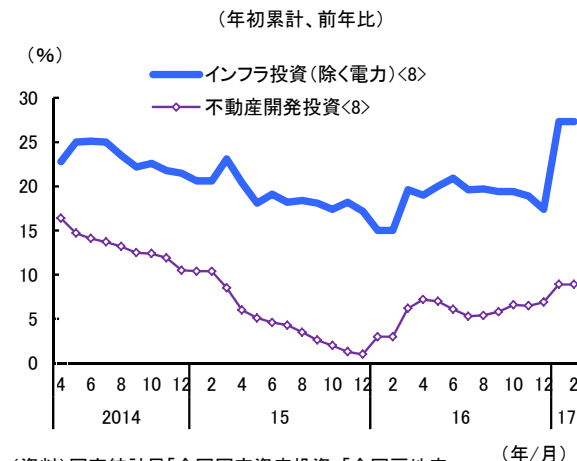
ただし、マクロでみた中国企業のレバレッジは危機水域にまで高まっているため、予期せぬデレバレッジの加速が景気急失速を招くリスクを恐れる当局が、構造調整を先送りし、成長重視のスタンスを続ける可能性も残存。

### 主要統計(前年比)



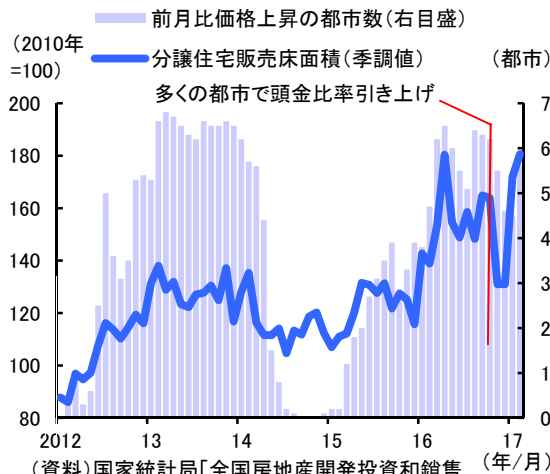
(資料)海関総署「貿易統計」、国家统计局「社会消费品零售总额」「居民消费价格」「全国固定資産投資」を基に日本総研作成  
(注)直近値は2017年1~2月の値。

### インフラ投資と不動産開発投資



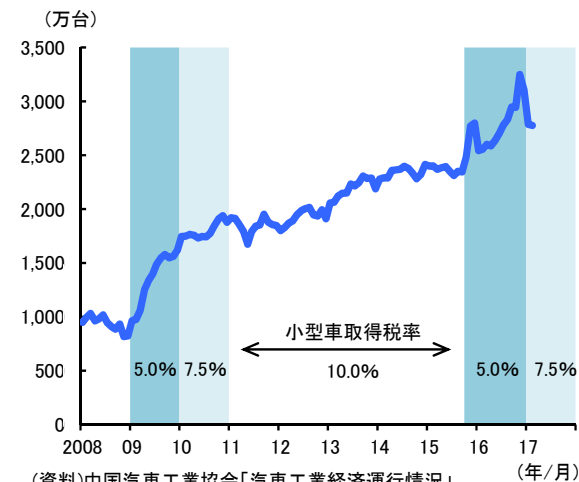
(資料)国家统计局「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情况」  
(注)<8>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

### 住宅販売と価格上昇都市数



(資料)国家统计局「全国房地產開發投資和銷售情况」、「70大中城市住宅銷售价格變動情况」  
(注)日本総研が住宅販売床面積を季節調整。

### 自動車販売台数(季調値年率)



(資料)中国汽車工業協会「汽車工業經濟運行情况」を基に日本総研作成

# 米国による高率関税リスクを払拭できず

## ◆輸出：下げ止まりの兆し

2016年の輸出額は前年比▲6.4%と、2年連続で減少。もっとも、月次の輸出額（季調値）には下げ止まりの兆し。EU向けの低迷は続いているものの、米国向けがいち早く回復したほか、アジア向けやBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向けも底入れの動き。先行き、輸出は米国向けを中心に増加傾向が明確化する見通し。米国は内需主導で成長ペースが徐々に高まる方向にあるほか、アジア諸国の需要回復もあって、輸出向け新規受注も改善傾向。

他方、トランプ新政権による米通商政策の行方が中国輸出をめぐる最大のリスク要因。トランプ大統領は、大統領選挙前から中国からの輸入に45%の高率関税を課すべきと主張してきたほか、3月1日には米通商代表部（USTR）がWTO判決よりも国内法を優先すると表明。「あらゆる形態の保護主義に対抗する」と繰り返し返してきた財務相・中央銀行総裁会議（G20）でも、各国が米国の意向に配慮して共同声明から「保護主義に対抗」の文言を削除。米国が中国製品に高率関税を課すリスクを払拭できない状況。

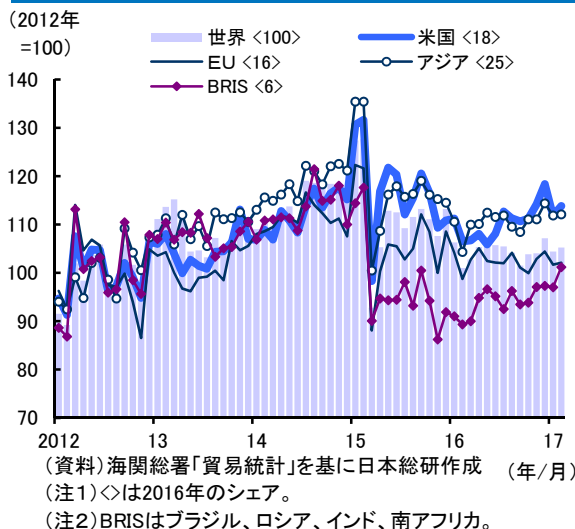
## ◆輸入：持ち直しの動き

2016年の輸入額は前年比▲5.4%と、2年連続で減少。ただし、足許では持ち直しの動きが鮮明に。輸入価格が上昇したほか、国内景気の持ち直しを受けて輸入数量も総じて増加。

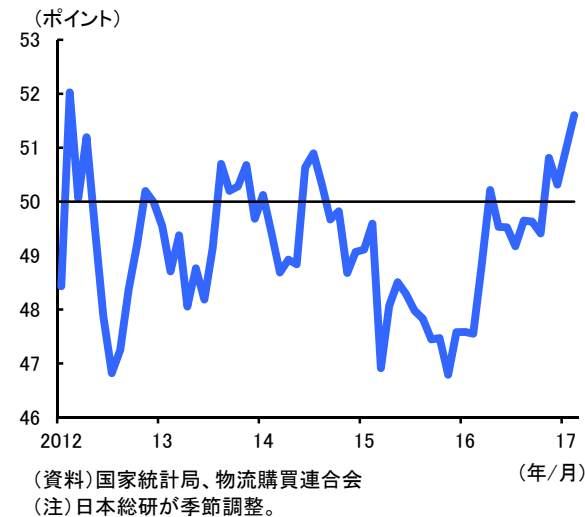
## ◆対外直接投資：大幅に減少

2017年1～2月の対外直接投資は前年比▲52.8%と、大幅に減少。前年同期の水準が高かった反動のほか、2016年後半から当局は資本移動規制強化の一環として、海外投資の事前審査を求めるようになったことも影響。

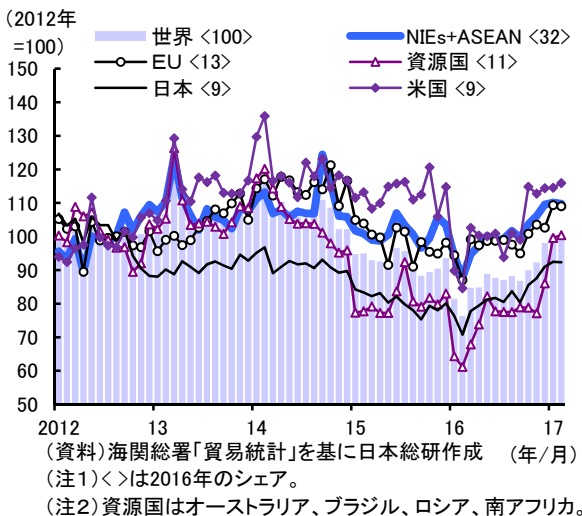
### 地域別輸出額（季調値、米ドルベース）



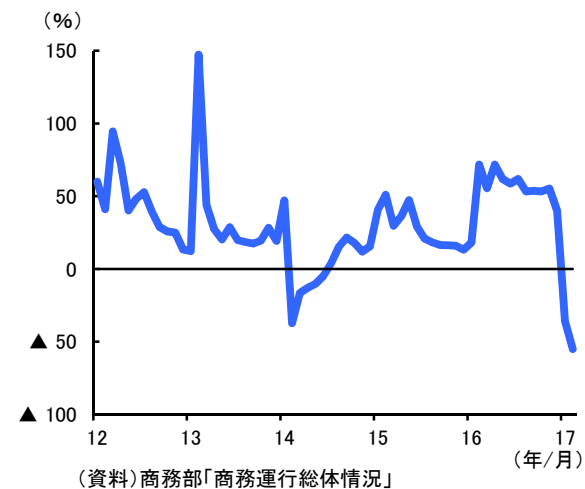
### 製造業PMI輸出向け新規受注指数（季調値）



### 地域別輸入額（季調値、米ドルベース）



### 対外直接投資（前年比）



# 全人代では安定成長を2017年の最重要課題に位置付け

## ◆個人消費：増勢は鈍化

実質小売売上高の伸び率は趨勢的に低下基調。2017年1～2月には前年同期比7.8%増と、2016年の前年比8.4%増から鈍化。名目小売売上高も9.5%増と、昨年の10.4%増から鈍化。企業部門の構造調整により10～12月期の求人数が前年同期比▲4.0%と8四半期連続で減少するなど、雇用所得環境が悪化したことが背景。

とりわけ、自動車の売上高が同▲1.0%減少。この背景には、小型車減税措置の縮小と雇用所得環境の悪化が指摘可能。通常、排気量1,600cc以下の小型車の取得税率は10.0%だが、2015年10月から2016年末まで5.0%に引き下げられていたため、その間の自動車販売は急増。自動車産業の生産活動拡大は、景気の大きな下支えとなっていたが、2016年末には景気失速懸念が後退したため、当局は2017年初から取得税率を7.5%に引き上げ。当面、自動車販売は小型車減税措置の縮小を主因に伸び悩む見通し。また、家電、衣料品、通信機械の売上高も増勢鈍化。

## ◆全人代：安定成長重視を決定

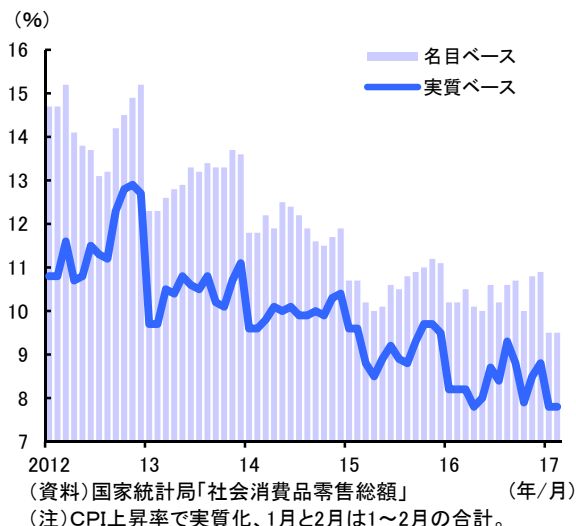
3月開催の全人代で、2017年の成長率目標を6.5%前後に引き下げる一方、安定成長を政府活動の最重要課題に位置づけ。景気の下支えや雇用の確保、金融リスクの回避を図ると強調。

さらなる積極かつ有効な財政政策を採ると決定。減税を柱としたうえで、2017年度の政府予算の財政赤字目標をGDPの3.0%に設定。

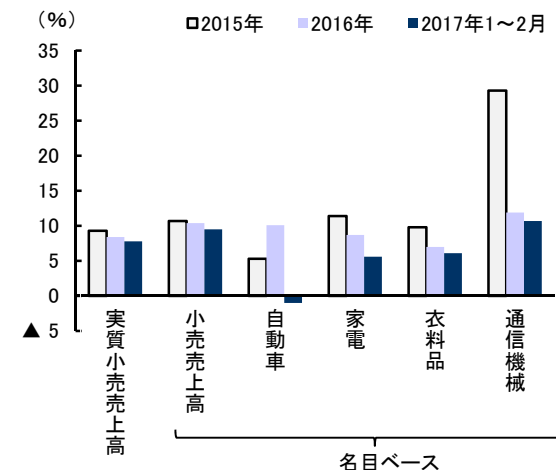
また、穏健かつ中立的な金融政策を維持すると決定し、M2の伸び率の目標値を前年比12%前後と引き続き高めに設定。

このほか2016年の鉄鋼生産能力の削減実績は6,500万トン、石炭は2.9億トン超と、いずれも削減目標を達成したと報告。2017年の削減目標は鉄鋼5,000万トン前後、石炭1.5億トン以上、石炭発電能力5,000万キロワット以上に決定。

## 小売売上高(前年比)



## 品目別小売売上高(前年比)

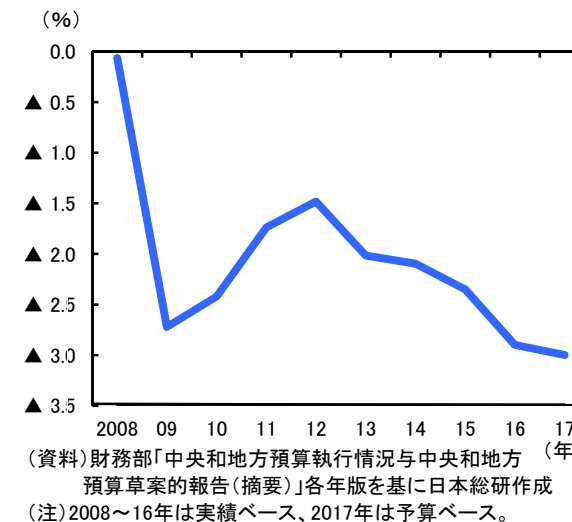


## 経済政策運営の目標と実績

	2016年		2017年
	目標	実績	目標
実質GDP成長率	6.5～7.0%	6.7%	6.5%前後
CPI上昇率	3.0%前後	2.0%	3.0%前後
財政収支の対GDP比	3.0%の赤字	2.9%の赤字	3.0%の赤字
M2の伸び率	13%前後	11.3%	12%前後
都市部新規就業者数	1,000万人以上	1,314万人	1,100万人以上
失業率	4.5%以内	4.0%	4.5%以内

(資料) 政府活動報告・政府予算案各年版、国家统计局を基に日本総研作成

## 財政収支の対GDP比



# 足許の成長パターンは構造改革に逆行

## ◆固定資産投資：下げ止まりの動き

2016年半ば頃から固定資産投資の伸び率は横ばい圏内で推移し、投資に下げ止まりの動き。1～2月の固定資産投資は前年同期比8.9%増と、伸び率は2016年通年の前年比8.1%増から小幅に上昇。

内訳をみると、インフラ投資は同27.3%増と、2016年の前年比17.4%増から急加速。政府による景気てこ入れ策が下支え。

不動産開発投資も同8.9%増と、2016年の前年比6.9%増から加速。2014年11月以降の利下げを受けて、住宅販売が拡大したことが背景。

ここ2年間大きくスローダウンした民間固定資産投資も同6.7%増と、2016年の前年比3.2%増から持ち直しが明確化。公共投資拡大、不動産開発投資拡大等を受けて、景況感が改善するなか、民間企業の資金需要にも持ち直しの動き。

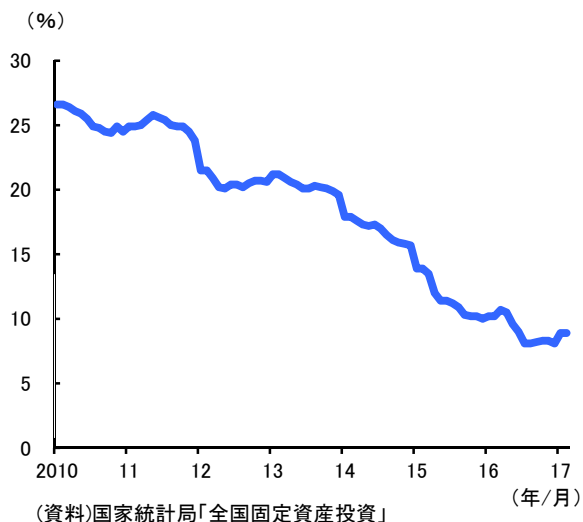
他方、国有企業の固定資産投資は同14.4%増と、2016年の前年比18.7%増から減速。景気失速懸念が後退したため、東京の意向を映じて投資抑制に舵を切り替えたことが主因。

## ◆足許の成長パターン：構造改革に逆行

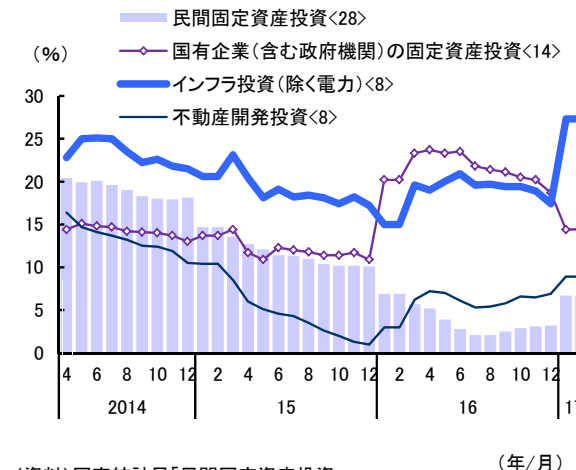
中国では、GDPに占める固定資本形成の比率を引き下げる一方、個人消費の比率を引き上げることで成長モデルを消費主導へ切り替えていくことが、中長期的に目指す構造改革の方向性。産業構造面では、重工業を中心に第2次産業の比率を引き下げる一方、第3次産業の比率を引き上げていく方針。

ところが、足許ではインフラや不動産開発関連の投資が加速する一方、個人消費の増勢は鈍化。多くの業種で業績改善が小幅にとどまる一方、鉄鋼や石炭セクターでは増産姿勢が顕著。このところの成長パターンは持続性を欠き、かつ政府の構造改革に逆行するもの。

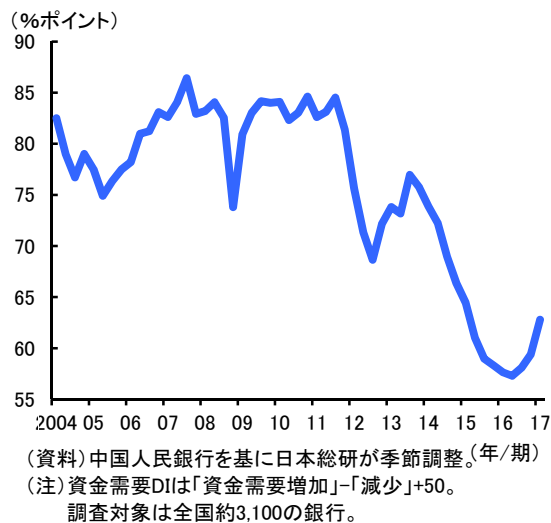
## 固定資産投資(年初累計、前年比)



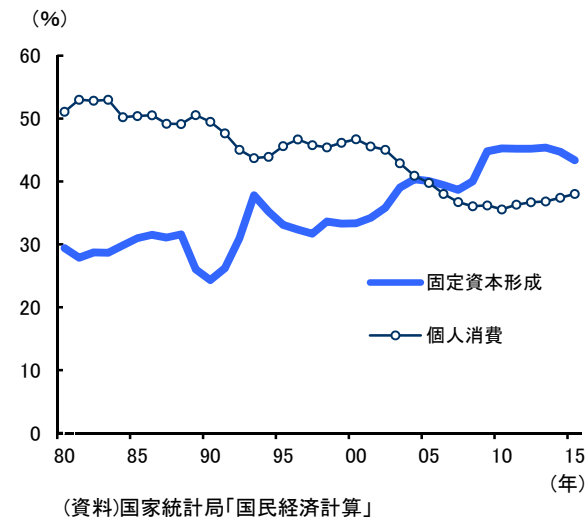
## 固定資産投資の内訳(年初累計、前年比)



## 企業の資金需要DI(季調値)



## 固定資本形成と個人消費の対GDP比



# 政府は金融政策を引き締め方向に微調整

## ◆物価：横ばい基調

2月のCPIは前年同月比+0.8%と、上昇幅が1月から1.7%ポイント縮小。気温が高かったために生鮮野菜が大きく値下がりしてCPIを0.9%ポイント押し下げ。また、春節終了に伴い、航空券とツアー、ホテルの3費目の価格下落が0.2%ポイント押し下げ。さらに、前年と春節の時期がズレたことも、低下の要因に。個人消費の基調が弱いことを受けて、CPI上昇率は横ばい圏内で推移する見通し。

2月のPPIは前年同月比+7.8%と、上昇幅が拡大。この背景には、インフラと不動産開発関連の投資拡大に伴う建設資材価格の上昇、輸入価格の上昇といった実体経済面の要因に加え、緩和マネーによる鉱物資源など商品市況に対する投機的動きが指摘可能。

## ◆人民元レート：元安は一服

人民元の対米ドルレートの減価は一服。円に対する増価の動きにも歯止め。名目実効為替レートであるCFETS指数をみても、2016年後半から元安が一服。これは、中国からの資金流出に歯止めがかかりつつあることを示唆。資本規制の強化、景気減速に対する不安後退、短期市場金利の上昇が、為替の安定に寄与。

## ◆短期市場金利：上昇

SHIBOR 3カ月物は2016年10月末の2.82%から2017年3月28日には4.42%へ上昇。この背景には、当局による引き締めスタンスへの転換。2月3日に続き、3月16日にも中国人民銀行は公開市場操作を行う際のリバースレポ金利を引き上げ。さらに金融機関向けの中期貸出ファシリティ(MLF)も引き上げ。不動産市場などにおける投機的な動きを抑制すると同時に、米国の利上げに伴う人民元相場の下振れを回避することがねらい。

