

中国経済展望

2017年7月



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6月30日時点で利用可能な情報をもとに作成
- ◆照会先： 関辰一（Tel: 03-6833-6157 Mail: seki.shinichi@jri.co.jp）

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

足許で景気加速も、政府は再び構造調整優先へ

◆現状：景気に持ち直しの動き

中国では、景気減速に歯止めがかかったばかりでなく、持ち直しの動き。

主要統計をみると、安定成長を優先した当局の景気下支え政策により、インフラと不動産開発関連の投資が大幅に拡大。一方、内外の民間需要も回復。民間固定資産投資は景況感の改善を受けて持ち直し。輸出は世界経済の拡大によって前年比プラスに転換。雇用・所得環境が改善するなか、実質小売売上高の増勢鈍化にも歯止めの兆し。ほぼすべてのセクターにわたって前向きの動き。

足許の景気拡大は、内外需の落ち込みが懸念されたなかで、政府が構造調整の手綱を一時的に緩めたことで実現した側面が大。政府の対応は結果的に当初想定された以上に景気を押し上げた格好。

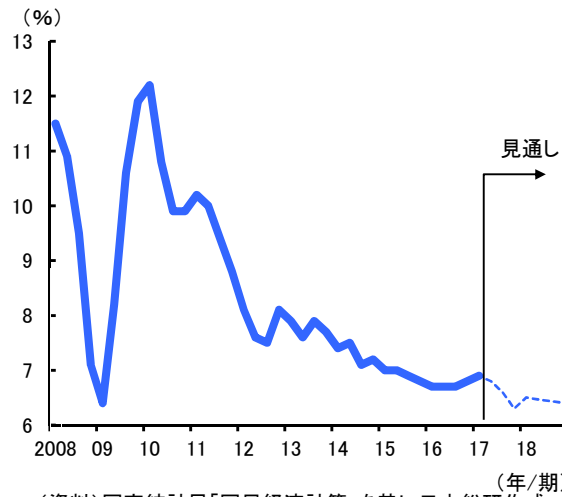
◆展望：景気は緩やかに減速

成長加速の裏では、様々な問題が拡大。内陸部を中心に住宅市場の過熱状況が続くなど、企業や個人による投機的な動きが持続。代表的なシャドーバンキングのツールである銀行理財商品残高は2016年末に前年比23.8%増と、拡大に歯止めがかからず。重工業セクターの生産も再び拡大。

今後を展望すると、景気失速リスクが後退したことから、政府は再び構造調整の優先度合いを高め、景気過熱にブレーキをかける見通し。すでに、小型車減税措置が縮小されたため、自動車販売台数は前年割れに。さらに、国有企業の固定資産投資も減速。バブル抑制のため、金融面では短期市場金利の高め誘導も明確化。

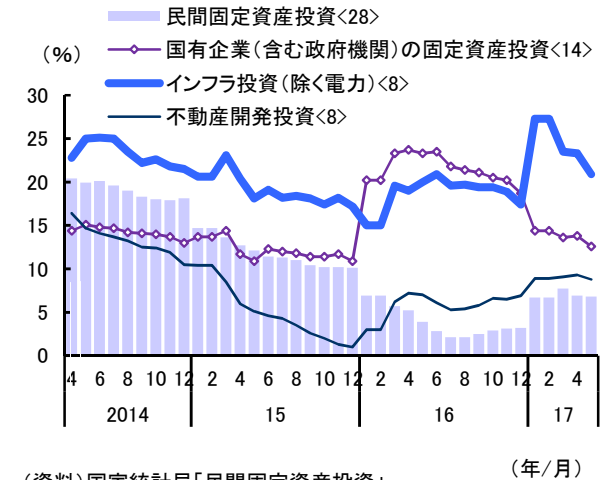
先行き、金融引き締めやインフラ投資抑制により景気は緩やかな減速に向かう見込み。一連の政策運営の結果、経済成長率は2017年6.7%、2018年6.4%になると予想。

実質GDP成長率(前年比)



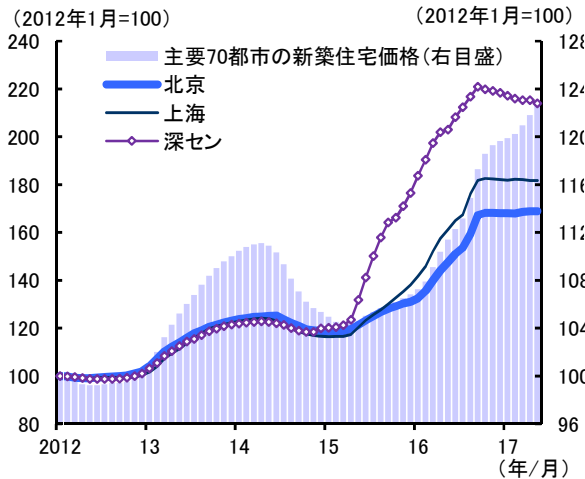
(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

固定資産投資(年初累計、前年比)



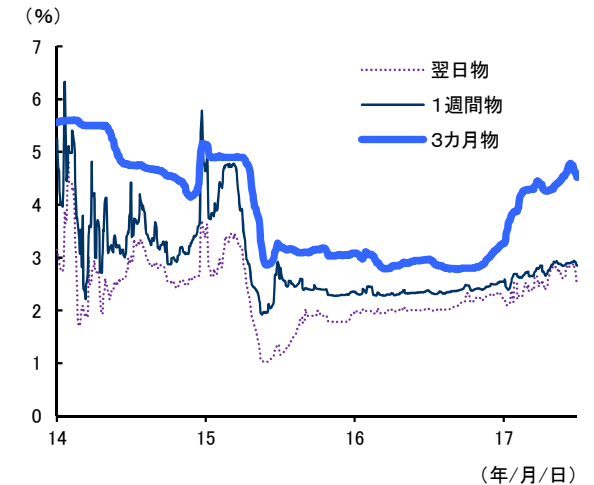
(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」
(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

新築住宅販売価格



(資料) 国家統計局「70大中城市住宅銷售价格變動情況」、Thomson Reutersを基に日本総研作成

短期市場金利(SHIBOR)



(資料) Datastream

対中直接投資は減少が持続

◆輸出：持ち直し

米国向け輸出額がいち早く回復したほか、新興国向け、EU向けも回復。米国は内需主導で成長ペースが徐々に高まるほか、EUや新興国の需要も引き続き回復の見込み。先行き、輸出は米国向けを中心に増加傾向が続く見通し。

◆輸入：持ち直し

輸入額も持ち直し。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。

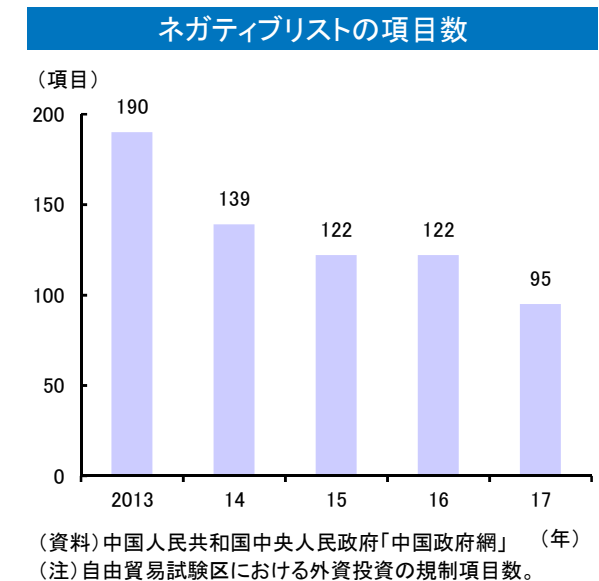
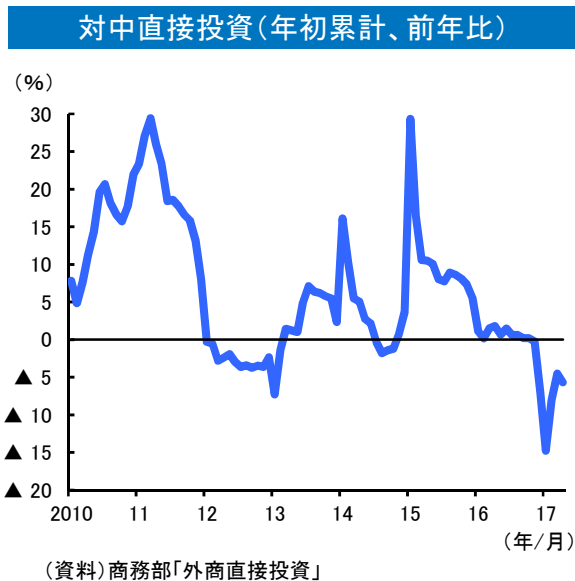
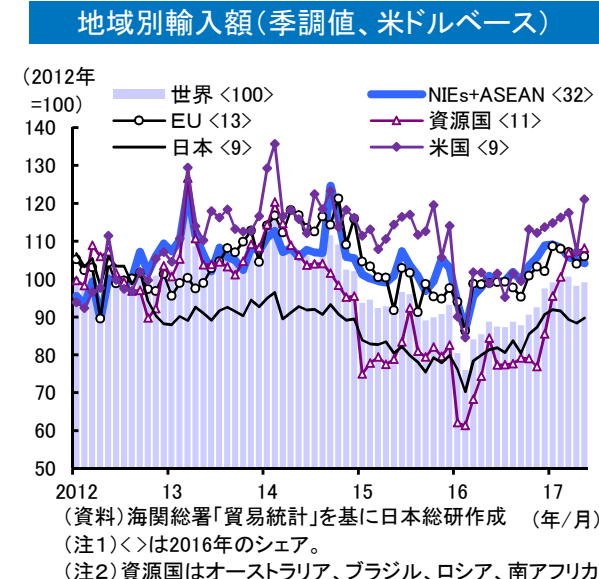
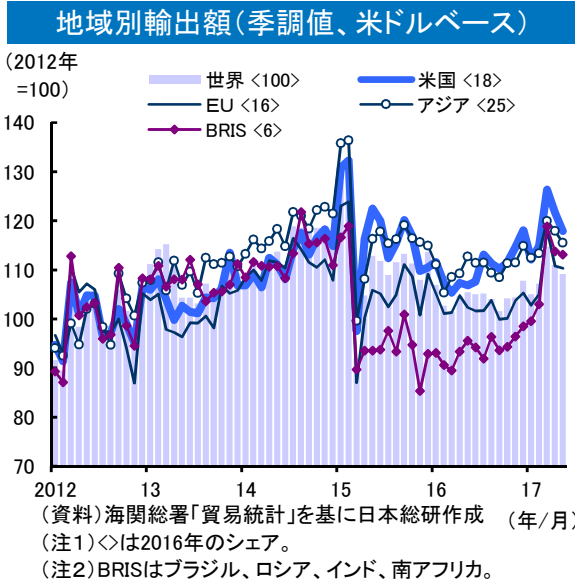
◆対中直接投資：減少

1～4月の米ドルベースの対中直接投資は前年同期比▲5.7%と、昨年通年の前年比▲7.1%から引き続き減少。人件費の上昇や内需拡大ペースの鈍化が背景。

国別にみると、韓国からの投資は中韓関係の悪化もあって同▲55.9%と大幅に減少。米国からの投資も同▲51.5%と大きく減少したものの、これは昨年水準が高かったことも一因。日本からの投資は同▲7.4%と、平均並みの減少幅。EUからの投資は同2.0%増ながら、増加幅は昨年通年の35.9%増から大きく鈍化。

◆外資政策：試験区での外資投資規制を緩和

6月16日、国务院は自由貿易試験区におけるネガティブリストを更新し、122項目の外資投資規制を95項目に削減。これまで政府は上海市、広東省、天津市、福建省、遼寧省、浙江省、河南省、湖北省、重慶市、四川省、陝西省の計11地域に自由貿易試験区を設け、外資投資規制を部分的に緩和。今回、銀行業における中国国債の引き受け業務、娯楽業における大型テーマパークの建設・運営業務、情報通信業におけるインターネット接続業務などを新たに解禁。今後、対中直接投資の呼び水となる可能性。



内陸部では住宅販売が大幅に拡大

◆個人消費：増勢鈍化に歯止めの兆し

5月の実質小売売上高は前年同月比9.2%増、名目小売売上高が10.7%増と、3月以降の高い増加ペースを維持。過去数年来続いてきた個人消費の増勢鈍化に歯止めがかかった可能性。

この背景には、雇用・所得環境の改善が指摘可能。1～3月期の求人数は前年同期比7.8%増と、9四半期ぶりに増加。これまで続いてきた企業のリストラが一服した公算大。一人当たり実質可処分所得も同7.0%増と2016年の前年比6.3%増から持ち直し。企業において人員増強のための賃上げが広がりつつある可能性。

◆自動車販売：前年割れに

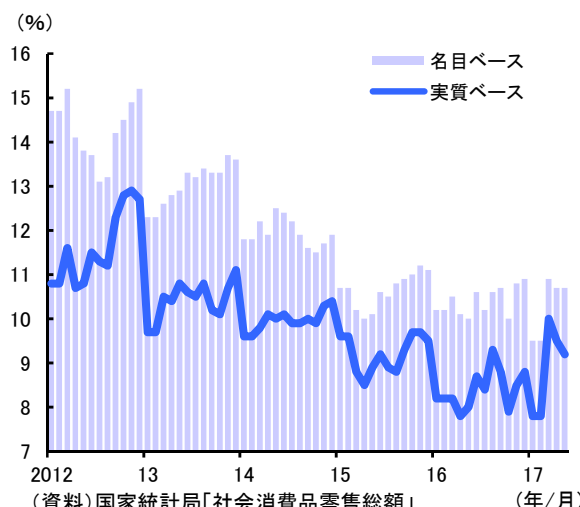
5月の自動車販売台数は前年同月比▲0.1%と、2カ月連続で前年割れに。背景は、小型車減税措置の縮小。通常、排気量1,600cc以下の小型車の取得税率は10.0%だが、2015年10月から2016年末まで5.0%に引き下げられていたため、その間の自動車販売は急増。2016年末には景気失速懸念が後退したため、当局は2017年初から取得税率を7.5%に引き上げ。

当面、自動車市場は減税措置縮小を受けて、低迷する見通し。2016年後半の販売が高水準であったことを踏まえると、今後、前年比でみた減少幅が拡大する可能性あり。

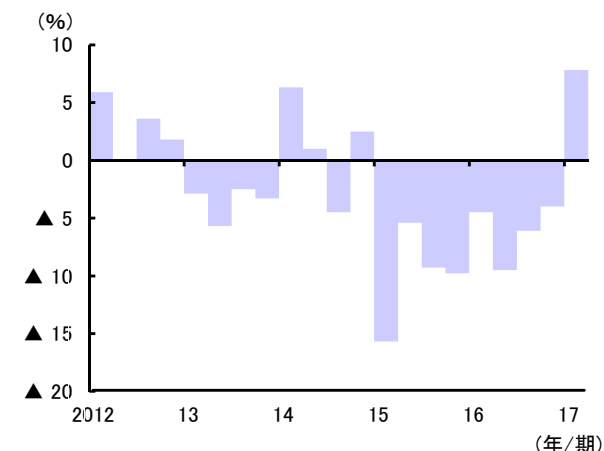
◆住宅販売：内陸部で大幅に拡大

1～4月の全国の分譲住宅販売床面積は前年同期比13.0%増。地域別にみると、沿海の東部地区は地方政府の住宅価格抑制策を受けて、同6.0%増にとどまる。一方、住宅在庫の圧縮が重要課題となっており、緩和的な住宅金融政策が続く内陸では、中部地区（山西省など）が同16.2%、東北地区（遼寧省など）が同18.2%、西部地区（重慶など）が同23.8%と大幅に増加。

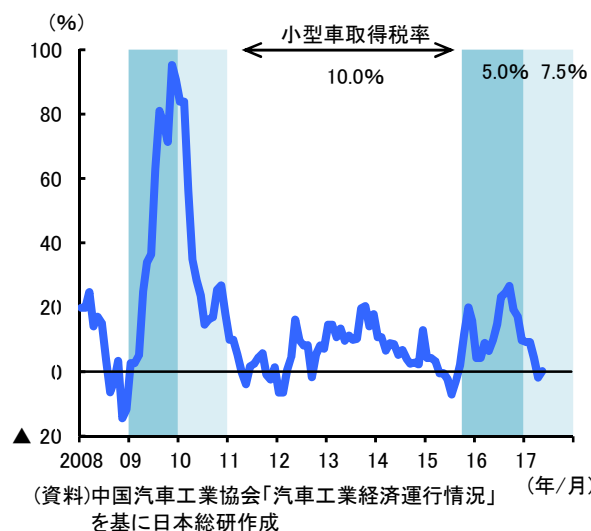
小売売上高（前年比）



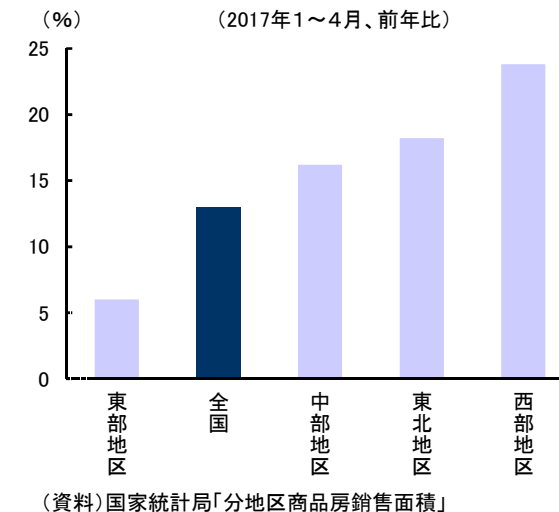
都市部の求人数（前年比）



自動車販売台数（前年比）



分譲住宅販売床面積



■ 財政・金融引き締めで固定資産投資は減速へ

◆ 固定資産投資：持ち直しの動き

1～5月の固定資産投資は前年同期比8.6%増と、2016年通年の前年比8.1%増から加速。内訳をみると、インフラ投資が政府による景気てこ入れ策を反映して同20.9%増と、昨年の前年比17.4%増から加速。

不動産開発投資も同8.8%増と、昨年の前年比6.9%増から加速。2014年11月以降の6回にわたる貸出基準金利の引き下げを受けて、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6.8%増と、2016年の前年比3.2%増から持ち直し。公共投資拡大、不動産開発投資の拡大等を受けて、企業の景況感が改善。

他方、国有企業の固定資産投資は同12.6%増と、昨年の前年比18.7%増から減速。景気失速懸念が後退したため、当局の意向を映じて投資抑制に転じたことが主因。

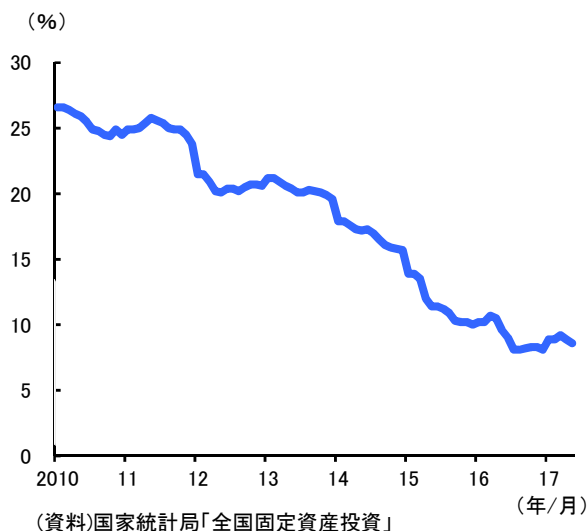
◆ インフラ投資抑制や利上げに踏み切る政府

今後を展望すると、政府が財政政策の緊縮姿勢をやや強めるなか、インフラ投資の増勢は鈍化する見通し。2016年12月の中央経済工作会議から政府はインフラプロジェクトの承認を抑制し始めるようになったとみられる。この結果、2016年に大幅増加を続けた新規着工総投資計画額は1～5月に前年同期比▲5.6%と減少。

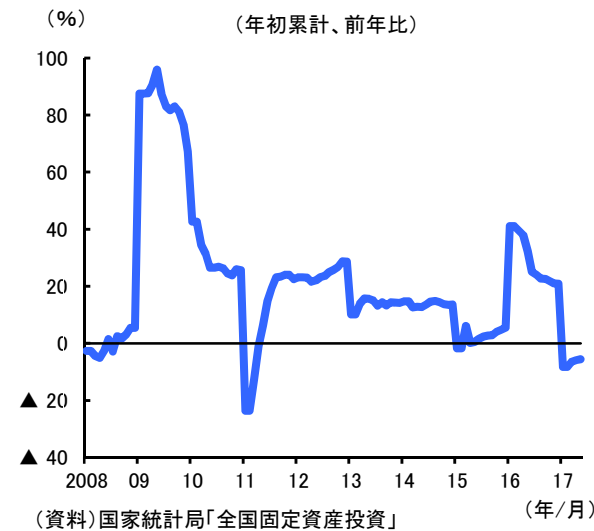
金融政策も引き締め方向に微調整。政府が利上げや住宅ローンの頭金比率引き上げ、シャドーバンキング抑制に向けた金融監督の強化に踏み切るなか、5月のM2の伸び率は統計を遡れる1997年以降で最低に。

もっとも、インフラ投資の抑制や利上げは小幅にとどまる公算大。中国企業の債務比率は危機水準にまで高まっているため、急ピッチの投資抑制や大幅な利上げは金融危機につながりかねないため。

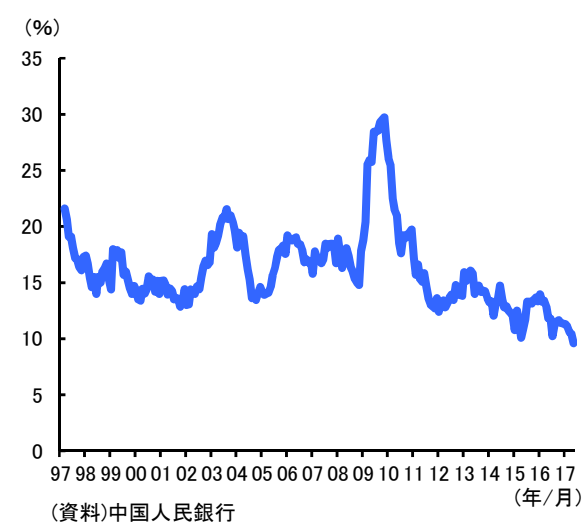
固定資産投資（年初累計、前年比）



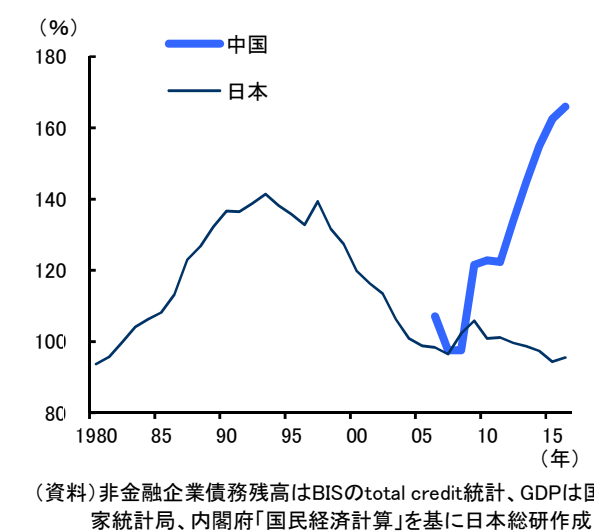
新規着工総投資計画額



M2（前年比）



非金融企業債務残高の対GDP比



バブル抑制のための金融引き締めはコントロールが困難

◆物価：PPIがピークアウト

5月のCPIは前年同月比+1.5%と、3カ月連続で持ち直し。2017年初に好天の影響で生鮮野菜が値下がりしたが、足許ではその影響が徐々に剥落。この要因を除くと、インフレ率は横ばい圏内で推移。

5月のPPIは前年同月比+5.5%と、上昇ペースが鈍化。この背景には、インフラ投資抑制による建設資材価格のピークアウト、利上げによる鉱物資源など商品市況に対する投機的動きの縮小が指摘可能。

◆不動産市場：住宅価格は上昇

住宅市場の過熱状況は持続。5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56都市。北京、上海、深センなどの沿海大都市では、住宅価格が頭打ちとなる一方、重慶や遼寧省瀋陽、山西省太原などの内陸都市では、価格が高騰。70都市の平均価格は前月比+0.7%上昇し、上昇率は4月から変わらず。

◆金融政策：引き締め方向へ微調整

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2017年2月から2カ月連続で引き上げ。金融機関向けの中期貸出ファシリティ(MLF)金利も引き上げ。不動産市場の沈静化とシャドバンキングの抑制、デレバレッジ(過剰債務の解消)などが狙い。この背景には、バブル拡大への懸念。近年の金融緩和を受けて、緩和マネーが住宅市場やシャドバンキングなどの資産市場に流入。シャドバンキングの規模急拡大は、バブル期の日本を彷彿させる動き。こうした状況下、金利上昇が資産価格の大幅な下落につながり、ひいては景気失速に至るリスクに留意の要。バブル抑制のための金融引き締めは、日本を含む他国の例をみても、往々にしてコントロールが困難。

