

# 中国経済展望

2017年11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10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。

# 景気は再び減速局面に

## ◆現状：景気は減速

中国では、7～9月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.8%と、7四半期ぶりに低下。足許の景気減速の背景として、政府が政策スタンスを変えたことが指摘可能。

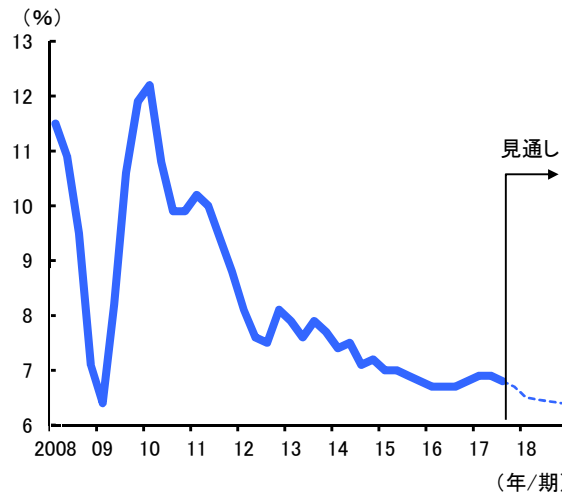
昨年まで、政府は景気失速を回避するために、積極的な財政支出と金融緩和を実施していたものの、過剰生産や不動産市場の過熱などの問題が再浮上したため、昨年末から財政・金融政策を引き締め方向に転換。政府の投資抑制を受けて、国有企業の固定資産投資やインフラ投資の増勢が鈍化。金利の上昇により、民間企業の固定資産投資も弱含み。

## ◆展望：景気は緩やかに減速

今後も政府の引き締めスタンスは続くものの、景気を冷え込ませるほどに強化される公算は小。実体経済面を見ても、固定資産投資の減速は続くものの、良好な所得環境を背景に個人消費が景気を下支えする見通し。政府のコントロールの下で、中国経済は景気失速を回避しつつ、2017年に6.8%成長、2018年に6.4%成長と、緩やかな減速へ向かう見通し。

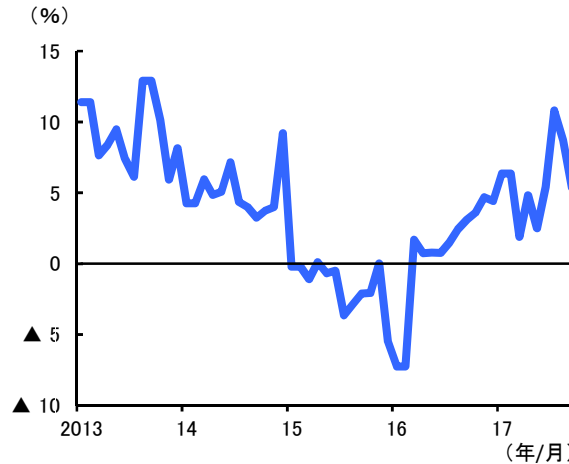
党大会の初日にあたる10月18日、習近平国家主席は政治報告を発表。これまでの5年間に各方面の政策運営で大きな成果を遂げたと総括。腐敗撲滅などによって党内統制が強まったことを評価した点は、党内民主化を評価した5年前の政治報告との大きな相違点。今後については「新時代の中国の特色ある社会主義」を目指し、「あらゆる活動への党の指導を確保する」と表明。さらに、国有企業を「強く、優秀に、大きく」する方針を発表。自由主義経済体制の先進国とは違った路線を突き進む習政権の下、中国経済は短期的には高めの成長を維持できるとしても、政府の介入が行き過ぎれば、中長期的には民間の経済活力が衰える恐れも。

### 実質GDP成長率(前年比)



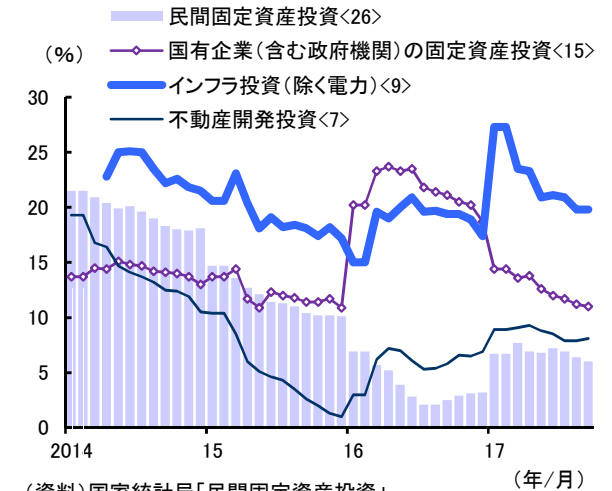
(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

### 粗鋼の生産量(前年比)



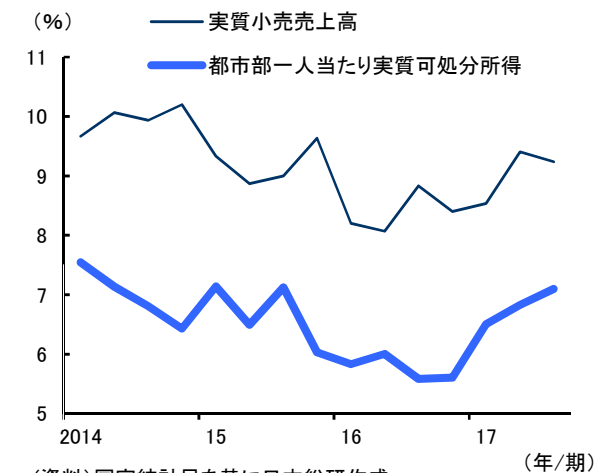
(資料) 国家統計局「主要工業産品産量」  
(注) 1月と2月は1～2月の合計。

### 固定資産投資の内訳(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。年初累計。

### 可処分所得と小売売上高(前年比)



(資料) 国家統計局を基に日本総研作成  
(注) CPIで実質化。

# 企業経営への政府介入が対中投資の重石に

## ◆輸出：持ち直し

輸出は世界経済の回復を反映して持ち直し。地域別にみると、米国向け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っているほか、EUや新興国の需要も拡大が続く見通しであり、先行きも輸出は増加傾向が続く見込み。

他方、米国トランプ政権の通商政策の行方が中国輸出をめぐる最大のリスク要因。

加えて、欧米における金融政策の正常化が、新興国経済の失速に繋がれば、中国の輸出にもダメージ。

## ◆輸入：持ち直し

輸入も増加傾向。EU、米国、NIEsやASEANからの持ち直しが顕著。中国景気の回復を反映した動き。

## ◆対中直接投資：減少

1～9月の米ドルベースの対中直接投資は前年同期比▲3.2%と、昨年通年の前年比▲1.2%から引き続き減少。人件費の上昇や人民元の増価などが背景。

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▲31.1%と大幅に減少。米国とEUからの投資も、それぞれ同▲16.3%、▲12.4%と減少。日本からの投資は2012年に生じた日中関係悪化による影響が弱まり同3.5%増と、5年ぶりに増加したものの、投資額は2012年1～9月の4割にとどまる低水準。

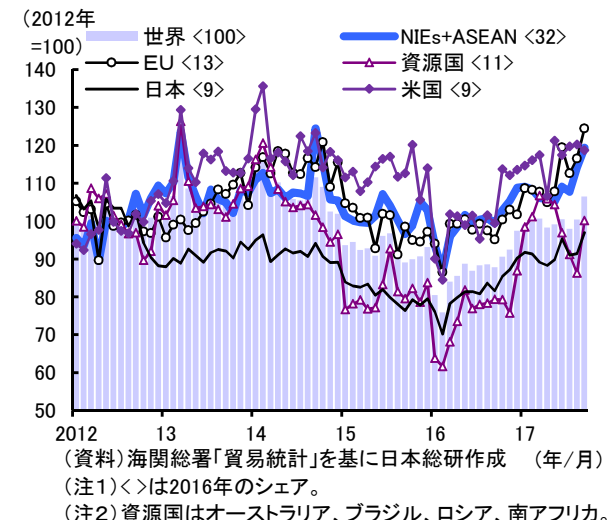
こうしたなか、政府は自由貿易試験区におけるネガティブリストの項目を削減するなど、外資投資の規制緩和を推進。

もっとも、政府は、国有企業の大型合併を進め、国有企業を優先する補助金制度を継続しているほか、合併企業に対しても定款に党の指導を受け入れるよう要求し始めているため、今後、対中直接投資が一段と減少する恐れも。

地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



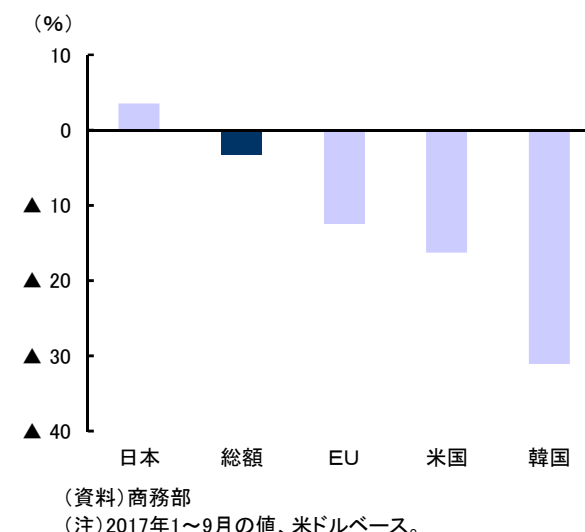
地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



対中直接投資(前年比)



地域別対中直接投資(前年比)



# 良好な雇用・所得環境が持続

## ◆個人消費：景気の下支え役に

9月の実質小売売上高は前年同月比8.7%増、名目小売売上高は10.3%増と、個人消費は堅調な伸びで推移。

この背景として、雇用・所得環境の安定が指摘可能。これまで続いてきた企業のリストラが一服したため、4～6月期の求人数は2四半期連続でプラスに。都市と農村を合わせた一人当たり実質可処分所得も1～9月に前年同期比7.5%増と、1～6月の同7.3%増から小幅に加速。これは、企業において人員増強のための賃上げが続いていることを反映した動き。

当面、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が景気を下支えする見通し。

## ◆住宅販売：減少

一方、昨年に景気の下支え役を担った住宅販売は、急増に歯止めがかかり、9月には前年同月比▲5.7%と、2年半ぶりのマイナスに。

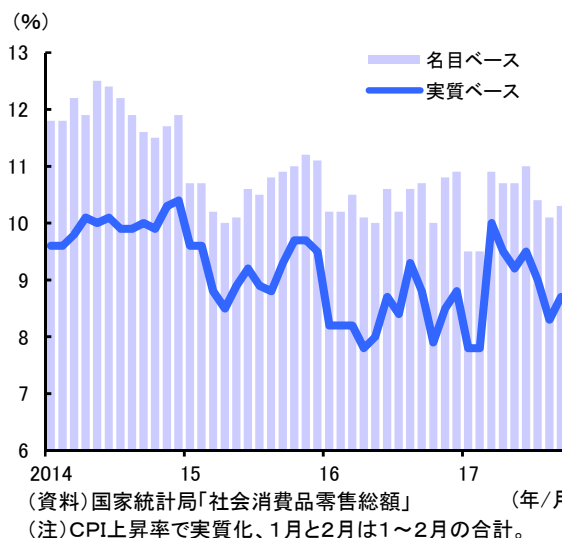
これは、中央政府が金融政策を引き締めたほか、多くの地方政府が住宅価格抑制策を講じたため。実際、中国人民銀行は公開市場操作を行う際のリバースレポ金利を2017年2月から2カ月連続で引き上げたため、短期市場金利は4月にかけて上昇。加えて、沿海大都市のみならず地方都市も住宅の購入規制など不動産市場の過熱抑制策を導入。

## ◆自動車販売：2018年入り後に反動減

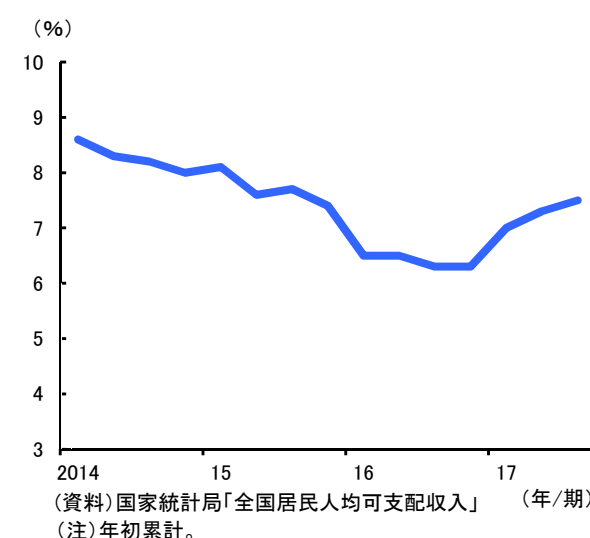
年前半の自動車販売台数は本年初からの小型車減税措置の縮小を受けて、急減速。もっとも、足許では、本年末に予定される減税措置の完全終了に向けて、駆け込み需要が発生。自動車販売は9月に前年同月比5.7%増となり、年末に向けてはさらに増勢が高まる見通し。

ただし、2018年に入ると、減税措置の終了に伴い再び販売が減少する公算大。

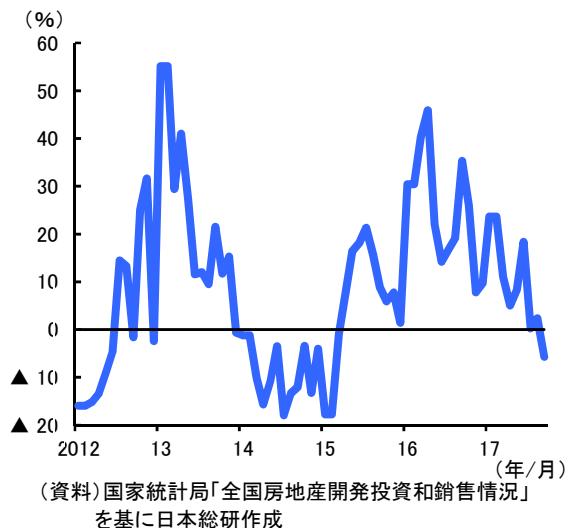
### 小売売上高(前年比)



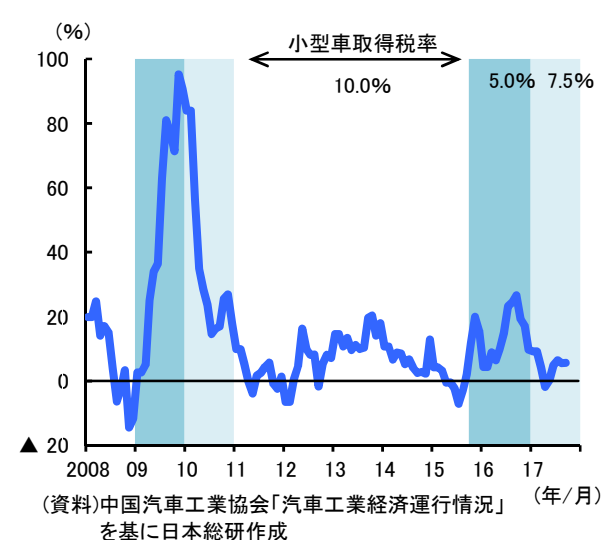
### 一人当たり実質可処分所得(前年比)



### 分譲住宅販売床面積(前年比)



### 自動車販売台数(前年比)



# 固定資産投資は緩やかに減速

## ◆固定資産投資：減速

1～9月の固定資産投資は前年同期比7.5%増と、一段と減速。政府が財政・金融政策を引き締め方向に転換したことが原因。

財政面では、2016年12月の中央経済工作会議から政府は公的な投資プロジェクトの承認抑制を開始。この結果、2016年に前年比20.9%増加した新規着工総投資計画額は、急ブレーキがかかり、2017年1～9月に前年同期比2.4%増まで鈍化。同期の国有企業の固定資産投資も同11.0%増と、2割近い伸びから鈍化。

金融面では、短期市場金利を高め誘導するとともに、金融監督を強化。この結果、金融機関の平均貸出金利が上昇し、民間企業の資金調達コストも上昇。これに伴い、民間企業の固定資産投資は弱含みに。

今後を展望すると、固定資産投資はこのまま減速傾向をたどるものの、急失速するリスクは小さいと判断。政府の引き締めスタンスは続くものの、景気を冷え込ませるほどに強化される公算は小。これまでの景気抑制策が相応の効果を発揮しつつあるため、当面は現行政策の効果を見極める姿勢をとる見込み。

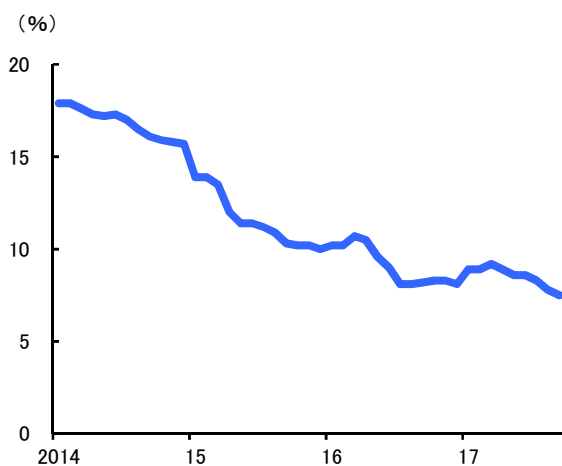
実際、最近では金融面では追加利上げを見送っているほか、財政面でも新規着工総投資計画額が前年割れしないよう調整している模様。

## ◆産業別GDP：構造調整に逆行した動き

2017年入り後、第2次産業のGDPが高い伸びを続けている状況。これは、第3次産業比率を高めようとする、政府が目指す構造調整に逆行した動き。

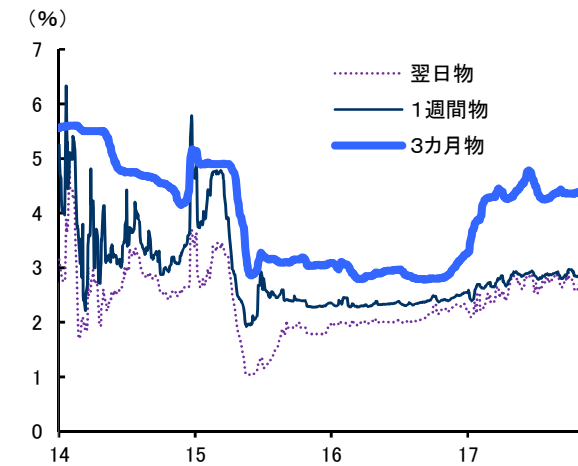
過剰生産が再び懸念され始めているほか、政府が景気過熱にブレーキをかける構えであることから、先行き、第2次産業の伸び率は再び減速に向かう見通し。

固定資産投資（前年比）



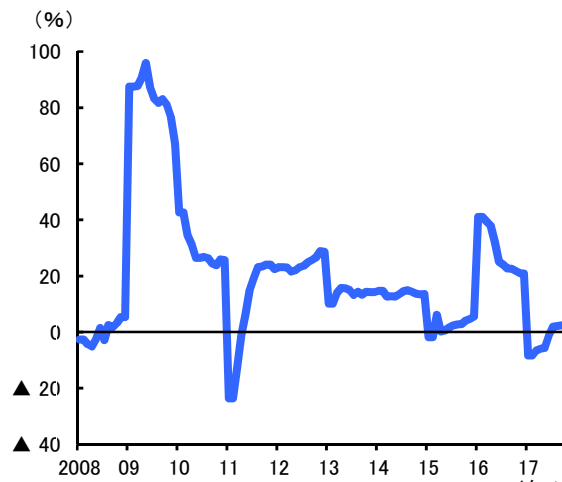
(資料)国家統計局「全国固定資産投資」 (年/月)  
(注)年初累計。

短期市場金利 (SHIBOR)



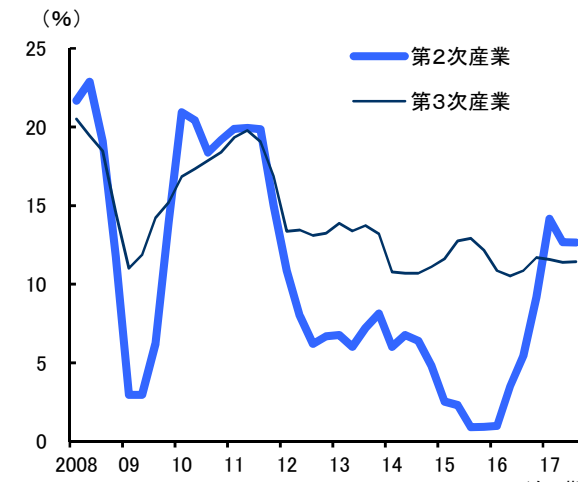
(資料)Datastream (年/月/日)

新規着工総投資計画額（前年比）



(資料)国家統計局「全国固定資産投資」 (年/月)

産業別名目GDP（前年比）



(資料)国家統計局「国民経済計算」 (年/期)



# 中国政府は元高ドル安の動きを静観

## ◆物価：インフレ率は横ばい圏内

9月のCPIは前年同月比+1.6%と、横ばい圏内で推移。医療や教育関連の価格が押し上げ要因となる一方、豚肉の供給拡大に伴う価格下落が押し下げ要因に。

9月のPPIは同+6.9%と、一進一退で推移。需給の逼迫を受けて鉄鋼や非鉄金属などの素材価格が値上がりする一方、輸入価格の上昇が鈍化。

## ◆不動産価格：上昇が持続

9月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+0.2%と、上昇が持続。70都市のうち、価格が上昇したのは44都市。

## ◆人民元レート：増価

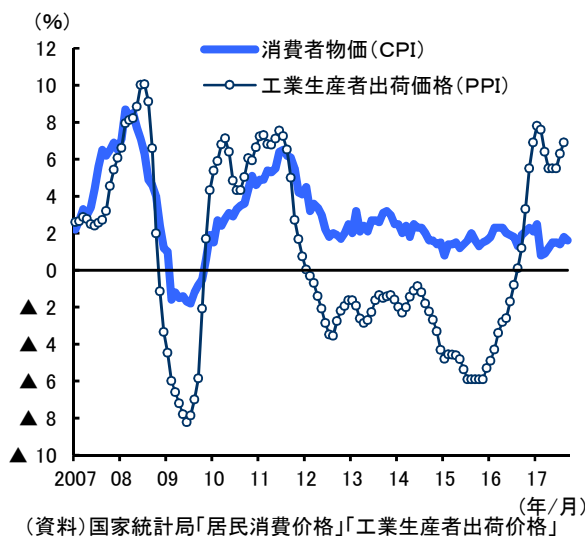
人民元の対米ドルレートは、本年1月頃に減価に歯止めがかかり、その後元高ドル安が進行。足許では、政府による介入が警戒されるなか、元が買い戻され、元高ドル安の動きは一服。

元高ドル安が進行した背景として、米国の金融緩和の出口政策の進行ペースが緩やかななか、中国から米国に向かっていったマネーフローの巻き戻しが起きたことが指摘可能。さらに、規制強化などによって資本流出に歯止めがかかったことも一因。

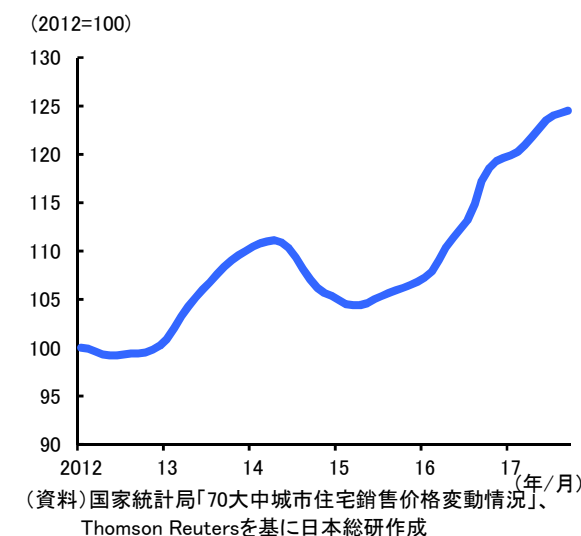
もっとも、名目実効為替レートであるCFETS指数の上昇は小幅にとどまっており、本年入り後の元高・ドル安による輸出へのマイナス影響は限定的と判断。

むしろ、元高ドル安によって対米貿易黒字の拡大に歯止めをかけ、米国の対中圧力を緩和することの方が好都合な面があるため、中国政府は為替介入を控える見通し。9月末の外貨準備高は3兆1,085億ドルと、8カ月連続で増加しており、今後もこの傾向が続く見込み。

## CPIとPPI(前年比)



## 主要70都市の新築住宅価格



## 人民元の対米ドルレート



## CFETS人民元為替レート指数

