

---

---

# 中国経済展望

2014年10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9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)
- 
-

# 中国経済は弱含み

景気は弱含み。輸出が持ち直し、消費は堅調に拡大する一方、固定資産投資の増勢は鈍化。とりわけ、不動産開発投資は住宅価格抑制策を受けて減速。製造業の固定資産投資、工業生産も景気の先行き不透明感の強まりから、スローダウン。8月の工業生産の伸び率は前年比6.9%増と7月の同9.0%増から大きく低下。内訳をみると、電力・熱生産供給や鉄金属加工の落ち込みが顕著。

政府は状況に応じて政策を微修正することはあるものの、基本的には構造調整スタンスを堅持する見通し。当局は戦略的新興産業などへ十分な資金が流れていないことを懸念しており、金融政策執行報告などで、繰り返し総量規制と資金配分の見直しが重要であると主張。

不動産開発投資と製造業の設備投資は、抑制的な政策スタンスの下、低迷が長期化する見込み。結果として、中国経済の不動産開発と製造業投資への依存度上昇にブレーキがかかっていく見通し。今後、過剰投資・過剰債務の抑制策が続くなか、経済成長率は緩やかに低下するものの、構造調整は徐々に進展する見込み。

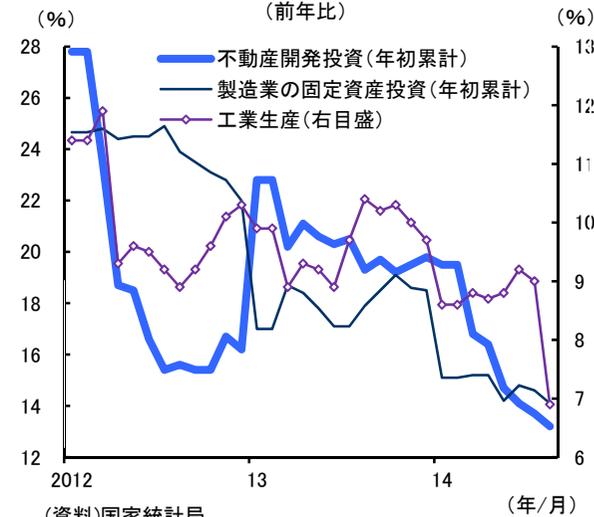
なお、9月に工業生産の伸び率がリバウンドする可能性を織り込み、2014年の実質成長率の予測値は7.5%、2015年は7.4%に据え置き。鉄鋼等の工業生産は地方経済の大きな支え。地方政府の保護主義的スタンスの下、減産や稼働停止のハードルは高く、過剰生産の解消は容易には進まない見込み。中国人民銀行が商業銀行向けに5,000億元の資金供給を実施したとの情報が、各地で景気重視への政策転換として捉えられれば、生産抑制は一時的なものになる可能性。

## 主要月次統計(前年比)



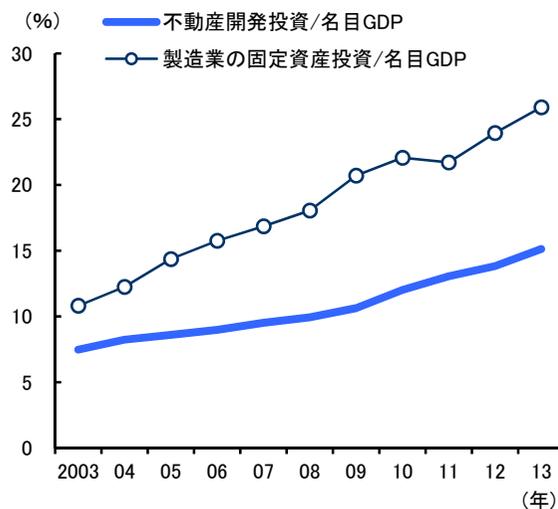
(資料)国家統計局

## 不動産開発投資、製造業投資、工業生産



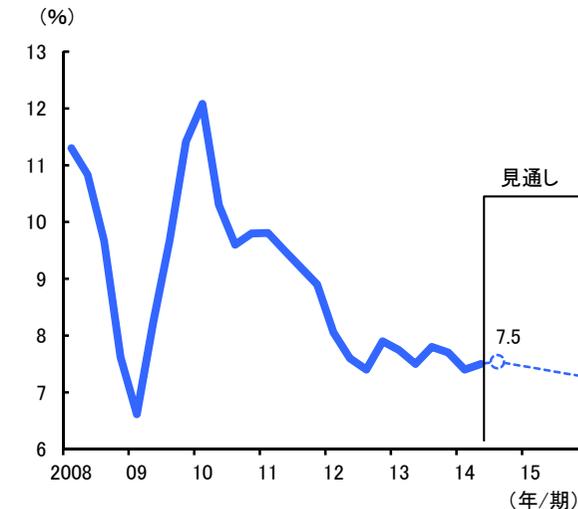
(資料)国家統計局

## 不動産開発投資と製造業投資の対GDP比



(資料)国家統計局を基に日本総研作成

## 実質GDP成長率(前年比)



(資料)国家統計局を基に日本総研作成

# 輸出は持ち直し

## <輸出>

米国向けとBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向けが持ち直し。アジア向けは安定的に拡大し、EU向けも回復基調。

今後を展望すると、輸出は世界経済の回復に伴い、緩やかに拡大する見通し。JPモルガン世界製造業PMI指数は2010年の水準を下回るものの、目安となる50%ポイントを上回って推移しており、先行き世界経済が緩やかに回復することを示唆。ただし、EUのデフレ圧力や米国のテーパリングなど世界経済を取り巻く環境は不透明である点を踏まえると、輸出の下振れリスクに留意が必要。

## <輸入>

輸入は伸び悩み。8月の輸入額は前年比▲2.4%減と2カ月連続で前年割れに。とりわけ、鉱物性生産品の輸入額の落ち込みが顕著。この背景には、輸入価格の下落が指摘可能。8月の鉄鉱石入着価格は前年比▲23.6%低下。加えて、内需の弱まりを受けて、各種品目が伸び悩み。

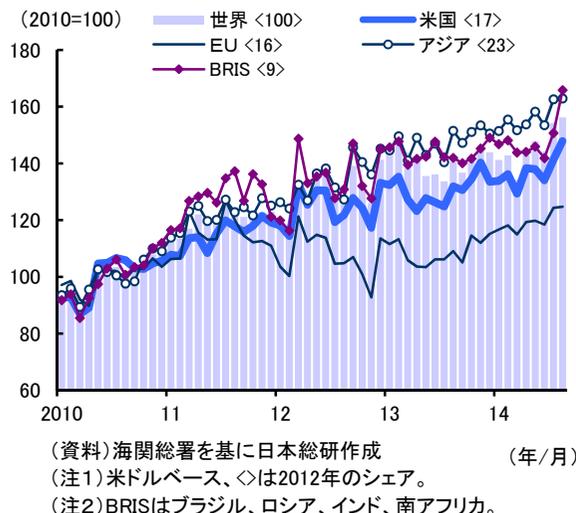
近年、資源メジャーの生産能力が大幅に拡大した点を勘案すると、鉄鉱石の供給拡大に歯止めがかからず、価格は一段と下落する見通し。当面、輸入価格の下落が輸入額の押し下げ要因となる構図が続く見込み。

## <対中直接投資>

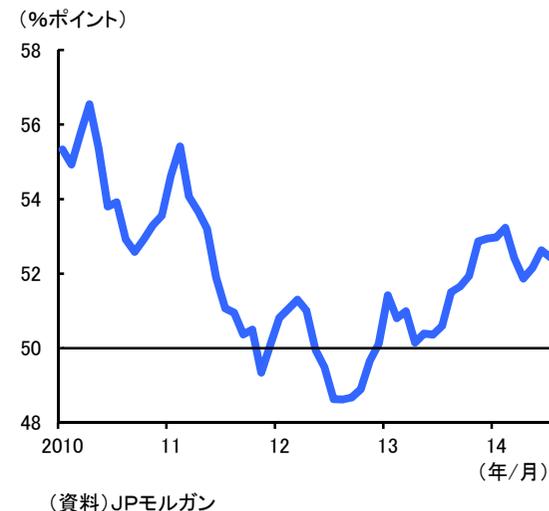
1～8月の対中直接投資は前年比▲1.8%と減少。人件費の上昇や元高などを背景に、中国の生産拠点としての魅力は低下。

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▲43.3%と大幅に減少。EUからは同▲17.9%、米国からは同▲16.9%の減少。一方、韓国からは同31.3%増、英国からは同18.9%増。

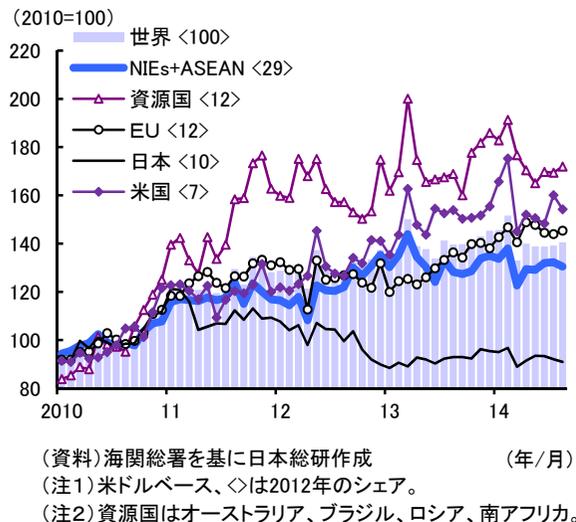
## 地域別輸出額(季調値)



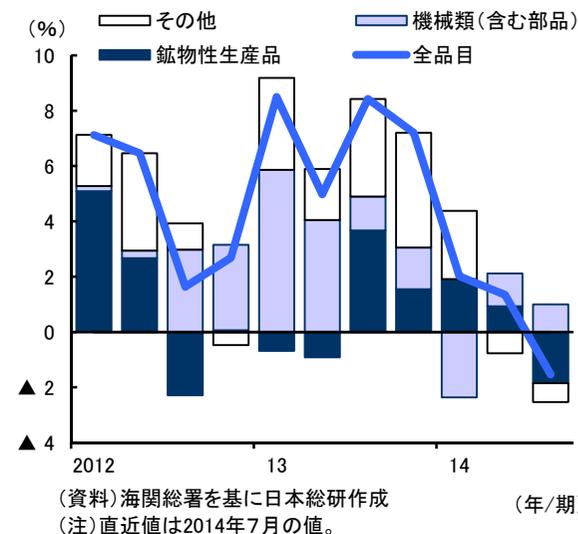
## JPモルガン世界製造業PMI指数(季調値)



## 地域別輸入額(季調値)



## 輸入額の寄与度分解(前年比)



# 国有企業改革が消費の下振れリスク

小売売上高は堅調に拡大しているものの、高所得層と中低所得層では大きな違い。高所得層は儉約令を受けて消費を抑制。百貨店や高級レストランを含む大手小売業の売上高は、1～8月に前年比9.7%増と低い伸び。

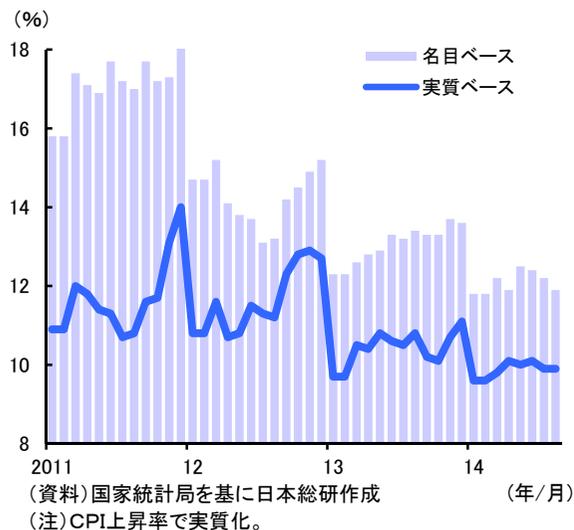
一方、中間層や低所得層の消費は堅調に拡大。高所得層の利用が少ない中小小売業の好調さを受けて、小売売上高の総額は同12.1%増と2ケタの伸びを維持。求人倍率は1倍以上を保ち、平均賃金は年率10%程度の伸びが持続。

今後、高所得層の消費は引き続き伸び悩むと予想。儉約令に加え、住宅価格が下落。8月、70都市の新築住宅の平均販売価格は4カ月連続で下落。セカンドハウス所有者などの高所得層は消費を抑制する見通し。

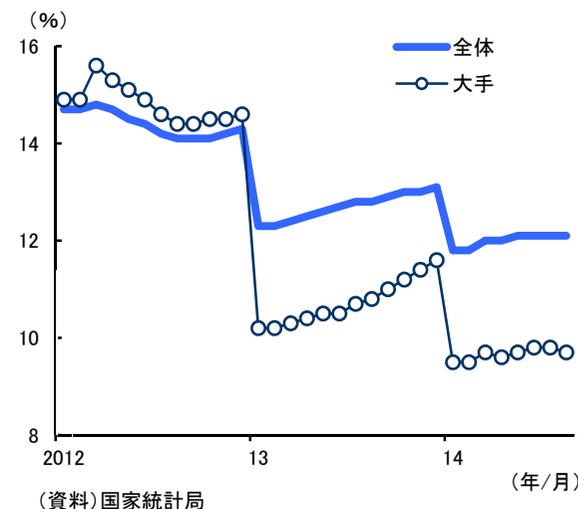
他方、中間層や低所得層の消費は安定した伸びを維持する公算。サービス産業が消費構造の高度化と規制緩和を受けて拡大するなか、サービス産業でも雇用増加・賃金上昇が生じるなど、好循環が実現。総じてみると、裾野の広がり背景に個人消費は堅調に拡大すると予想。

消費の下振れリスクは、高所得層の期待所得の低下。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。国有銀行では、60万円が上限との見方も。国有銀行トップマネジメントの年俸は200万円程度であることを踏まえると、年俸の引き下げ幅は最大7割になる計算。今後、高所得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サービス消費が冷え込む恐れも。

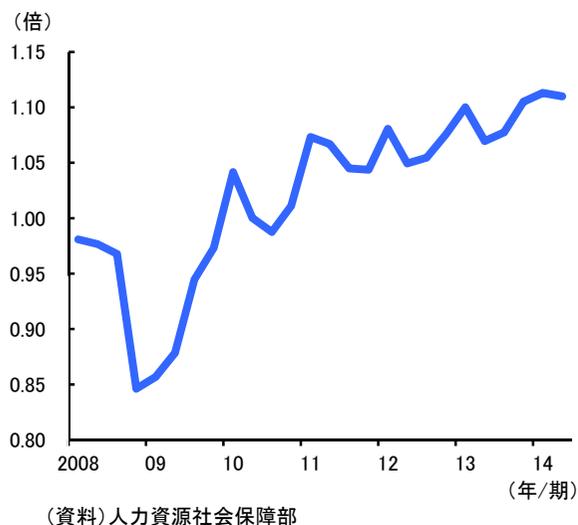
小売売上高(前年比)



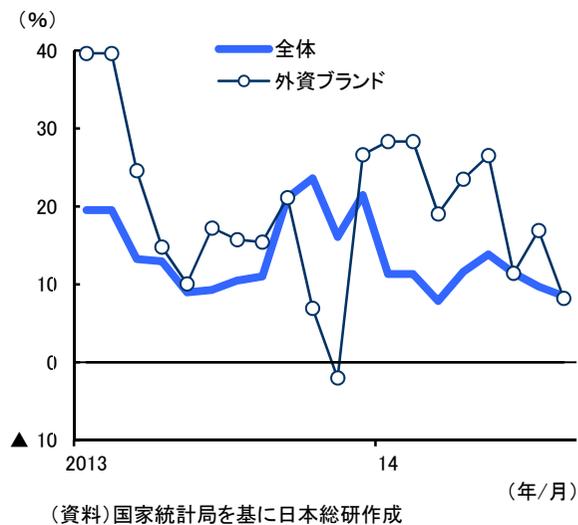
小売売上高(年初累計、前年比)



求人倍率



乗用車販売台数(前年比)



# 金融政策は総量規制と資金配分の見直しを重視

固定資産投資の増勢は鈍化。1～8月の固定資産投資は前年比16.5%増と1～7月の同17.0%から減速。

内訳をみると、不動産開発投資の増勢鈍化に歯止めがかからず。1～8月の不動産開発投資は当局の住宅価格抑制策を主因に、前年比13.2%増に鈍化。

製造業の設備投資も減速傾向。製造業の固定資産投資の伸び率は、景気の先行き不透明感の強まりを受けて、同14.1%増に減速。中央銀行が資金供給を抑制するなか、社会融資総額は7月以降低迷。李克強首相が一貫して利下げなど全面的な金融緩和を否定するなか、景気の下振れリスクが懸念され、製造業は設備投資を抑制。

当局が大都市の不動産バブル抑制と資金配分の見直しを目的に価格抑制策を続けるなか、不動産市場の調整は長期化する見込み。不動産開発に資金が集中する状況に歯止めをかけることは、サービス産業の発展および円滑な資金調達にとって重要。

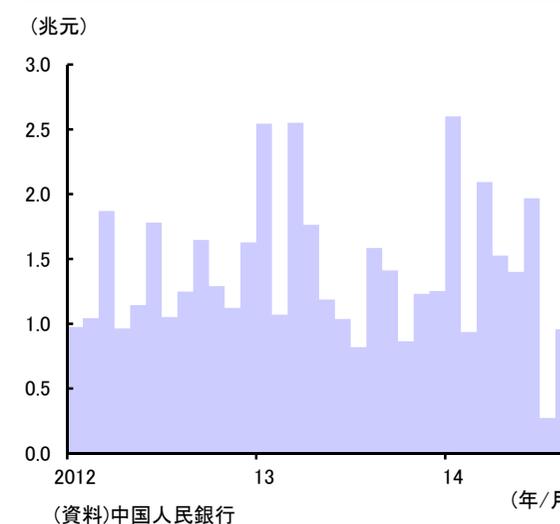
また、総量規制と資金配分の見直しを重視する金融政策の下、製造業の設備投資は資金面から抑制される見込み。近年、資金供給量は経済規模を大きく上回るペースで増加し、資金効率が低下。

以上より、固定資産投資は一段と減速する見通し。ただし、治水などのインフラ投資が安定的に拡大し、情報通信業や保健衛生（医療サービス等）などのサービス産業が、規制緩和により高い伸びを維持するなか、固定資産投資の減速ペースは緩やかと予想。

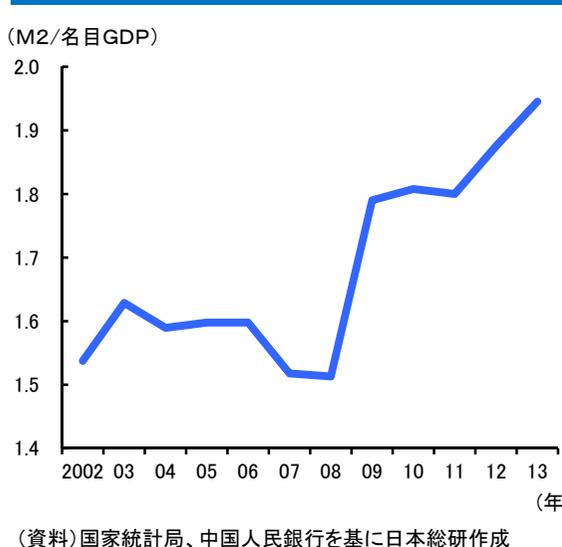
## 固定資産投資



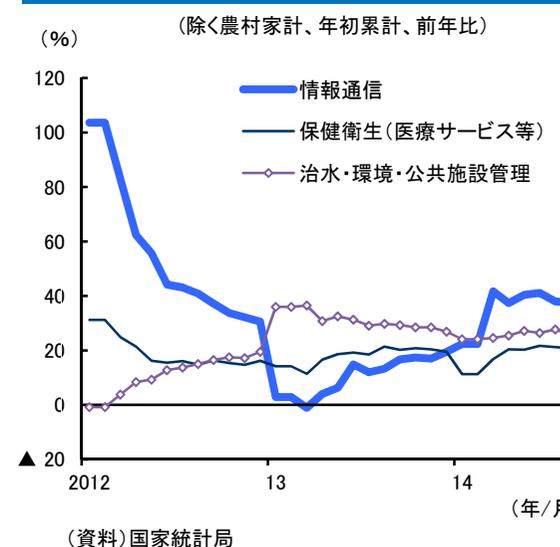
## 社会融資総量



## マネーサプライの対GDP比



## 業種別の固定資産投資



# 総量規制の下、市場金利は上昇

概況 → 輸出入 → 消費 → 投資 → 物価

## <物価>

8月のCPI上昇率は前年比2.0%の上昇。インフレ率はおおむね横ばいで推移し、インフレ圧力は限定的。PPI上昇率は同▲1.2%と5カ月ぶりに下落幅が拡大。内需の弱まりと輸入価格の下落が背景として指摘可能。

## <不動産価格>

住宅価格は下落。8月、主要70都市における新築住宅の平均販売価格は4カ月連続で前月比マイナスに。価格が下落した都市数は、68都市に増加。当局の不動産価格抑制策により、住宅需要が縮小していることが主因。

今後、不動産市場の調整は長期化する見通し。目下、大都市の不動産バブルを是正すること、及び、不動産セクターに集中する資金を他の分野に再配分することに十分な成果が上がっておらず、当局が現状の不動産政策を根本的に見直す可能性は小。今後も、地方の状況に応じて政策を微修正することはあるものの、基本的には不動産価格抑制策を継続する公算大。

実際、当局は利下げなど全面的な金融緩和を見送り、過熱感が著しい北京・上海ではセカンドハウスの購入や戸籍を持っていない居住者に対する制限を堅持。

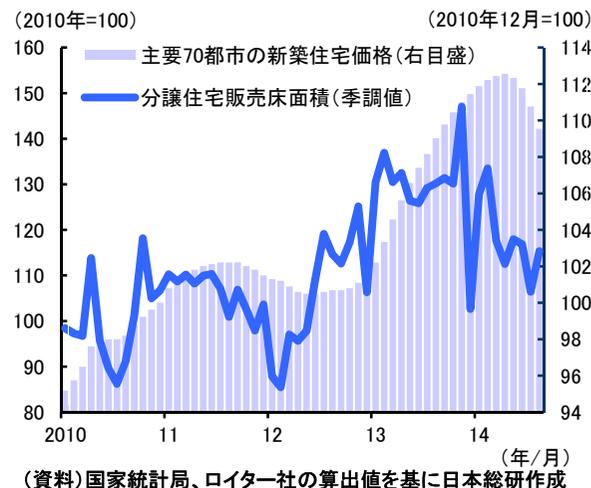
## <市場金利>

市場金利は上昇。銀行間貸出金利（加重平均）は2014年3月の2.50%をボトムに、8月には3.17%に上昇。この背景には、当局の総量規制。中国人民銀行がインターバンク市場への資金供給を抑制するなか、資金需給が逼迫。

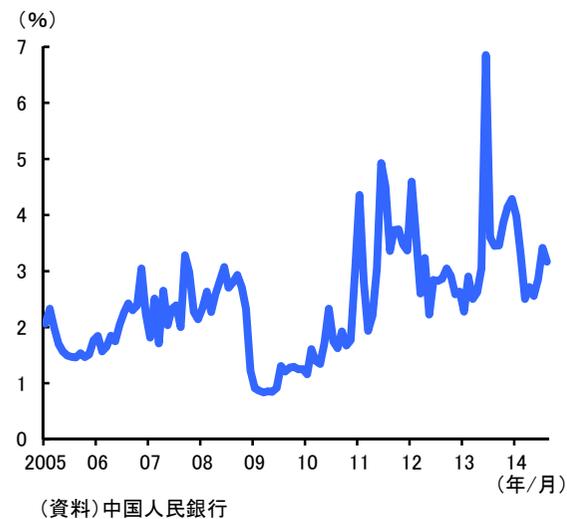
### CPIとPPI(前年比)



### 住宅の販売価格、販売床面積



### 銀行間貸出金利(加重平均)



### 人民元レート

