
中国経済展望

2014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2014年10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)
-
-

不動産開発投資に底入れの兆し

景気は減速。7～9月期の実質GDP成長率は前年比+7.3%に低下。不動産開発投資と製造業の設備投資がスローダウンし、高所得層の消費も鈍化。

もともと、求人倍率は1倍以上を保ち、雇用情勢は良好。1～9月の最終消費の実質成長率に対する寄与率は48.5%と総資本形成を7%ポイント程度上回り、消費主導の経済成長が持続。

また、景気の最大の押し下げ要因となっている不動産開発投資に底入れの兆し。この背景には、住宅価格抑制策の緩和方向への微調整。住宅市場の過熱感が鎮静化に向かうなか、5月、中国人民銀行は商業銀行に1軒目の住宅購入に対するローンを優遇するよう要請。加えて、地方政府の住宅購入規制の緩和を容認。

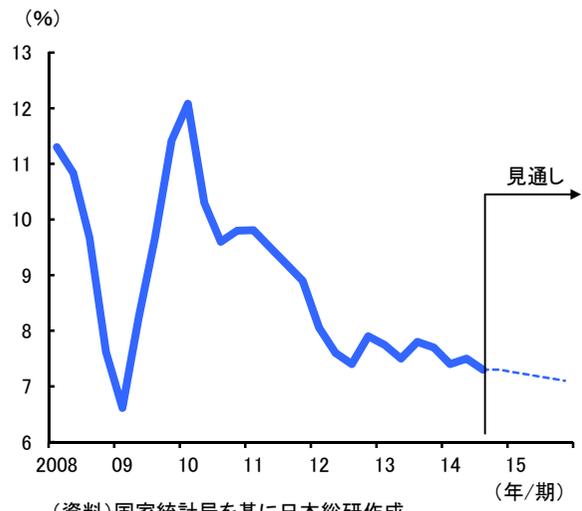
雇用の安定が続く一方、不動産開発投資の底割れリスクが後退するなか、政府は構造調整スタンスを堅持する見通し。過剰投資・過剰債務を抑制する一方、規制緩和などによりサービス産業の拡大を促進し、高度化する消費需要に対応。金融政策は状況に応じて微調整が入るものの、基本的には総量規制・資金配分の最適化を重視する見込み。

今後、投資抑制策を受けて、経済成長率は緩やかに低下する一方、構造調整は徐々に進展していく見込み。7～9月期の成長率が想定を下回ったため、2014年の実質成長率の予測値は7.5%から7.4%へ、2015年は7.4%から7.2%へ引き下げ。

他方、中央政府の抑制スタンスが弱まり、地方で不動産開発が再過熱化し、鉄鋼等の生産抑制が一時的なものになる可能性に留意が必要。

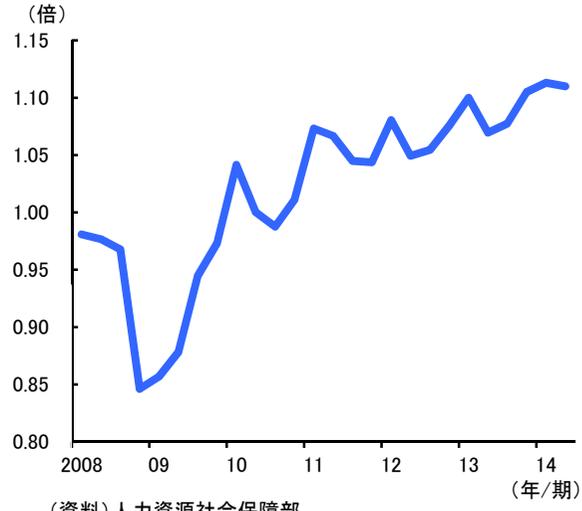


実質GDP成長率(前年比)



(資料)国家統計局を基に日本総研作成

求人倍率



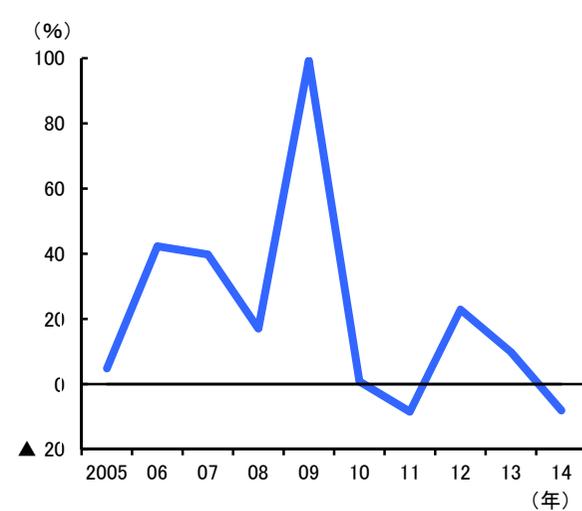
(資料)人力資源社会保障部

住宅着工と不動産開発(前年比)



(資料)国家統計局を基に日本総研作成

社会融資総量の増加率(前年比)



(資料)中国人民銀行

輸出に下振れリスク

<輸出>

輸出額は持ち直し。7～9月期、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。アジア向けとEU向けは緩やかに拡大。

今後、輸出が下振れる可能性。EUのデフレ懸念や米国のテーパリング終了など世界経済を取り巻く環境は不透明。9月の製造業PMI新規輸出向け受注指数は目安となる50%ポイントを下回る水準に低下。

<輸入>

輸入額は輸入価格の下落と内需の弱まりを背景に、伸び悩み。ただし、9月にNIEsとASEANからの輸入が急増。米国からの輸入にも持ち直しの動き。新型スマートフォンとタブレットの部品や加工機械の調達を背景として指摘可能。

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。

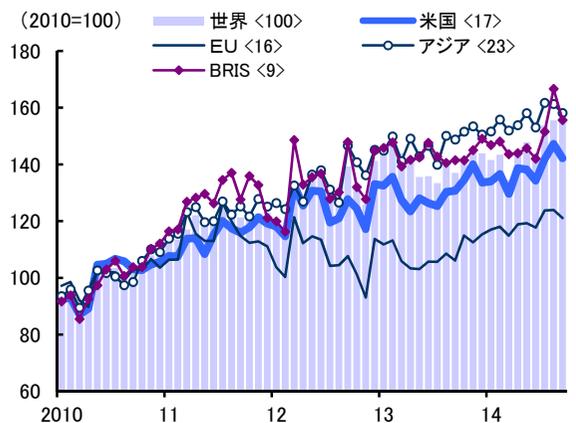
<対中直接投資>

1～9月の対中直接投資は前年同期比▲1.4%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▲42.9%と大幅に減少。米国からは同▲24.5%、EUからは同▲18.5%の減少。一方、韓国からは同32.5%増、英国からは同32.3%増。

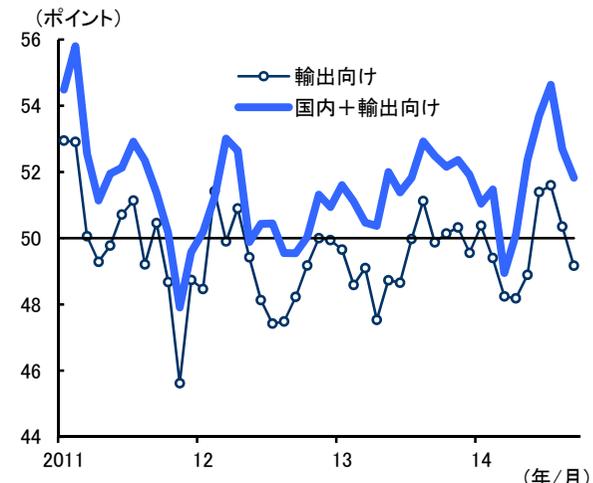
業種別にみると、サービス業は同8.7%の増加。他方、製造業は同▲16.5%の減少。

地域別輸出額（季調値）



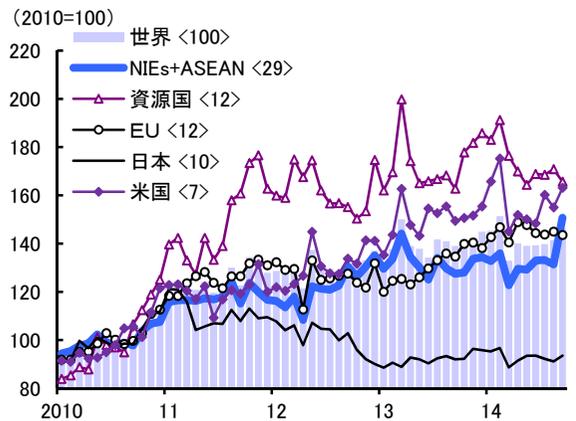
(資料)海関総署を基に日本総研作成
(注1)米ドルベース、◇は2012年のシェア。
(注2)BRISはブラジル、ロシア、インド、南アフリカ。

製造業PMI新規受注指数（季調値）



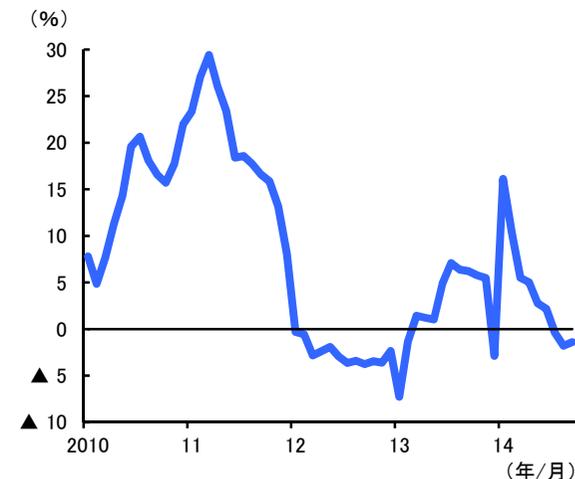
(資料)国家統計局、物流購買連合会を基に日本総研作成

地域別輸入額（季調値）



(資料)海関総署を基に日本総研作成
(注1)米ドルベース、◇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。

対中直接投資（年初累計、前年比）



(資料)商務部

安定的な雇用・所得情勢が持続

個人消費は総じて堅調に拡大。実質小売売上高は横ばいで推移。

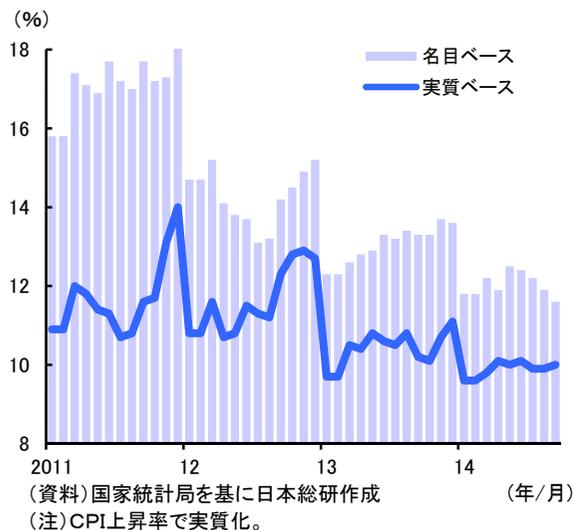
もつとも、高所得層と中低所得層で二極化の動き。高所得層は節約令と住宅価格の下落を背景に、消費を抑制。百貨店や高級レストランを含む大手小売業の売上高は、1～9月に前年同期比9.5%増と低い伸び。

一方、中間層と低所得層の消費は高い伸びを維持。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12.0%増と2ケタの伸びを維持。この背景には安定的な雇用・所得環境が指摘可能。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。

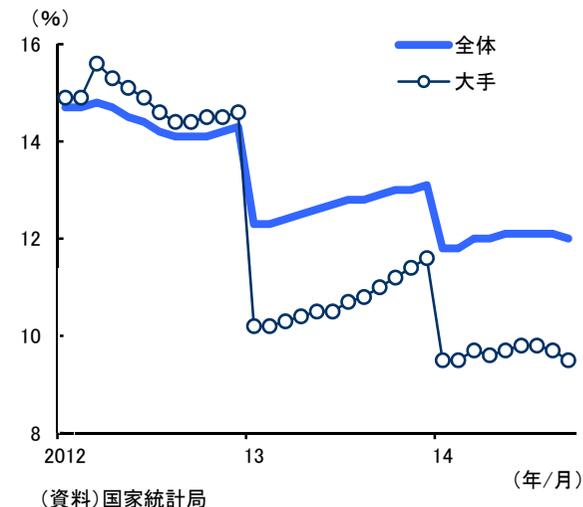
今後、高所得層の消費は一段と鈍化する見通し。住宅価格の下落が続くなか、セカンドハウス所有者の資産は目減り。加えて、国有企業改革が期待所得を引き下げ。中央政府は国有企業改革の一環として、国有企業幹部の年俸に上限を設けることを検討。高所得者層の消費者マインドが大幅に悪化し、外資ブランドの耐久消費財の販売や海外旅行などサービス消費が冷え込む恐れも。

他方、中間層や低所得層の消費は良好な雇用・所得環境の下、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、裾野の広がりを背景に個人消費は堅調に拡大すると予想。

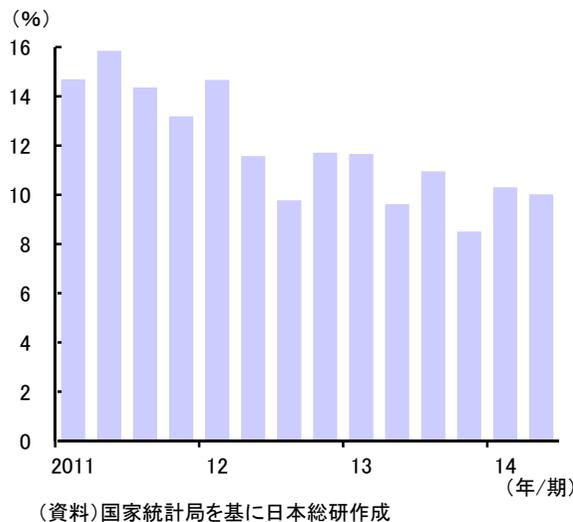
小売売上高(前年比)



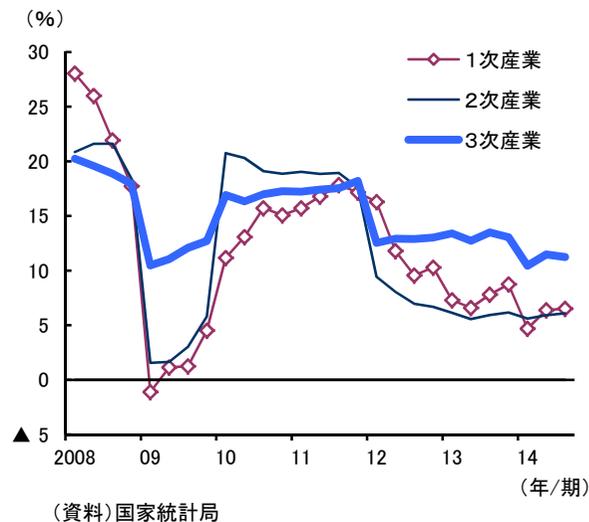
小売売上高(年初累計、前年比)



平均賃金(前年比)



産業別名目GDP(年初累計、前年比)



住宅着工は持ち直し

固定資産投資の増勢は鈍化。1～9月の固定資産投資は前年同期比16.1%増と1～8月の同16.5%から減速。

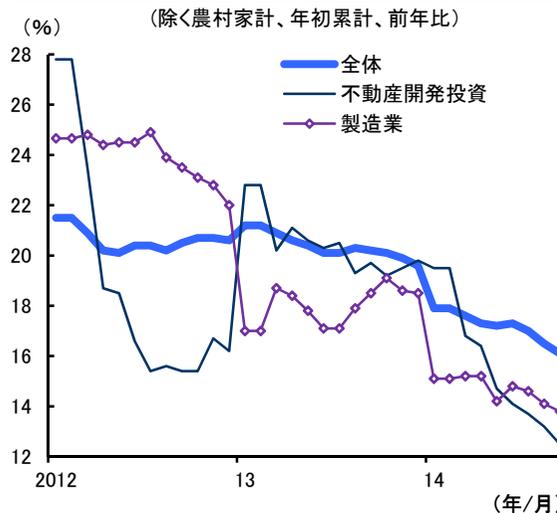
内訳をみると、1～9月の不動産開発投資は当局の住宅価格抑制策を主因に、前年比12.5%増に鈍化。当局が利下げなど全面的な金融緩和に慎重な姿勢を崩さないなか、景気の先行き不透明感が強まり、製造業の固定資産投資の伸び率は同13.8%増に減速。他方、治水などのインフラ投資は安定的に拡大し、情報通信業や保健衛生（医療サービス等）など一部のサービス産業は、規制緩和により高い伸びを維持。

今後を展望すると、不動産開発投資の増勢鈍化に歯止めがかかる見通し。足許では、住宅価格抑制策に微調整が入るなか、工事着工時に計上される住宅着工床面積が持ち直しており、今後、工事完成時点で逐次不動産開発投資統計に反映される見込み。

5月、中国人民銀行は住宅市場の過熱感が鎮静化に向かうなか、商業銀行に1軒目の住宅購入に対するローンを優遇するよう要請。加えて、地方政府の住宅購入規制の緩和を黙認。4月には広西チワン族自治区南寧市などの地方政府が住宅購入抑制策の緩和を開始。

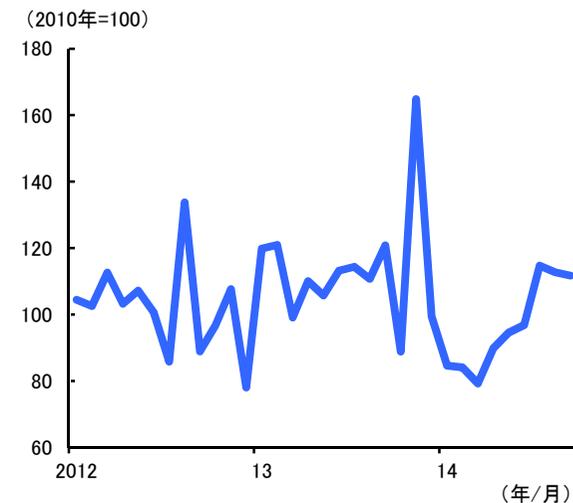
もっとも、当局は、不動産開発投資に依存した経済成長からの脱却するために、基本的には抑制的な不動産政策を堅持する見通し。金融政策は状況に応じて微調整するものの、総量規制と資金配分の最適化を重視。近年、資金供給量は経済規模を大きく上回るペースで増加し、資金効率が低下。

固定資産投資



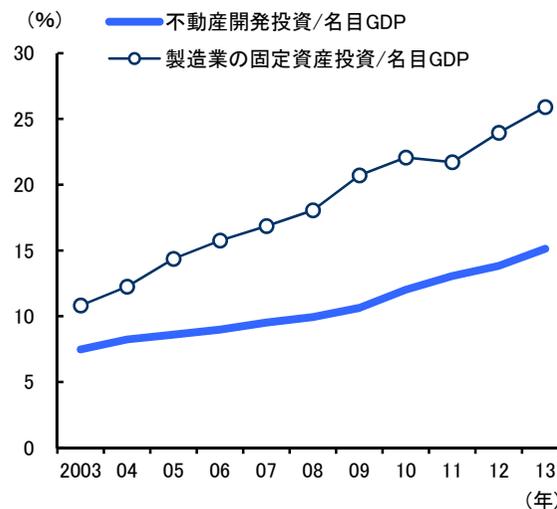
(資料)国家統計局

住宅着工床面積(季調値)



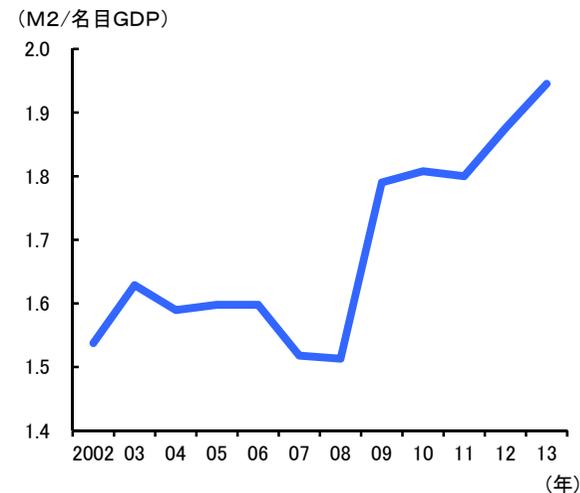
(資料)国家統計局を基に日本総研作成

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

マネーサプライの対GDP比



(資料)国家統計局、中国人民銀行を基に日本総研作成

過度なデフレ懸念は不要



<物価>

9月のCPI上昇率は前年同月比1.6%と8月から0.4%ポイント低下。前年9月の物価水準が高かったことが主因。2013年9月のCPI上昇率は食料品価格の急騰により同3.1%と8月から0.5%ポイント上昇。この点を割り引いて考えると、インフレ率は横ばい圏内で推移していると判断可能。

今後を展望すると、輸入価格の下落が物価押し下げ要因となるものの、消費の堅調な拡大を受けて、インフレ率は横ばい圏内で推移する見通し。なお、2015年頭には、前年の価格高騰の影響が剥落していくことから、CPI上昇率は持ち直す見通し。

<不動産価格>

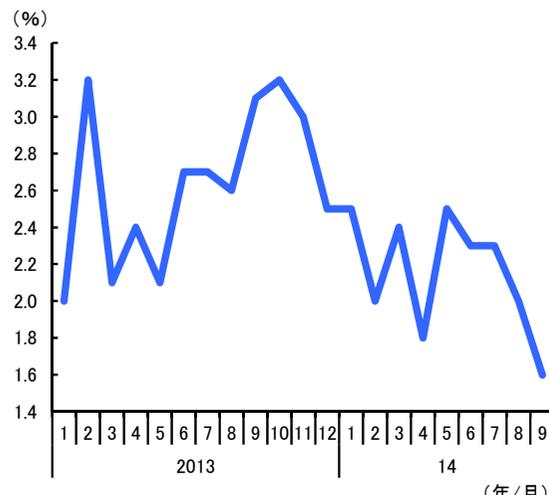
住宅価格は下落。当局の不動産価格抑制策により、住宅需要が縮小していることが主因。

今後、住宅需要は不動産価格抑制策の微調整を背景に、底入れする見通し。もっとも、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おいて、ようやく一部で効果が出始めた段階である点を踏まえると、当局は、基本的には不動産価格抑制策を継続する見込み。住宅需要の急回復は期待できず、住宅価格の調整は長期化する見通し。

<市場金利>

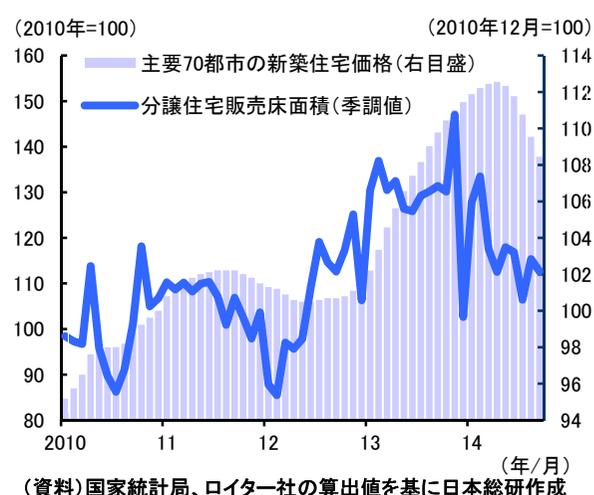
市場金利は頭打ち。9月の銀行間貸出金利（加重平均）は2.97%に低下。当局は総量規制のスタンスを崩していないものの、足許では微調整に着手。9月18日、中国人民銀行は公開市場操作の適用金利を3.7%から3.5%に引き下げ。10月14日には、さらに3.4%に引き下げ。

CPI(前年比)



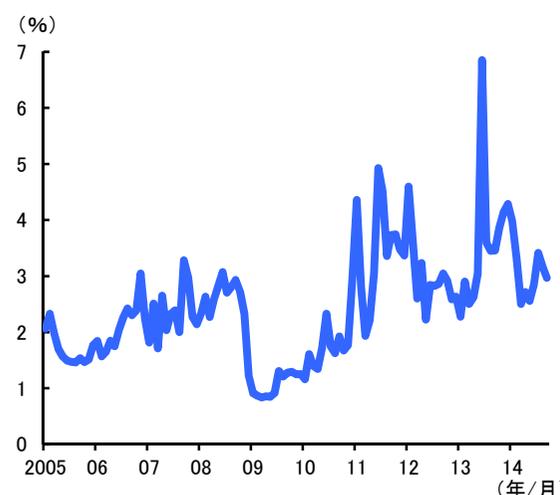
(資料) 国家統計局

住宅の販売価格、販売床面積



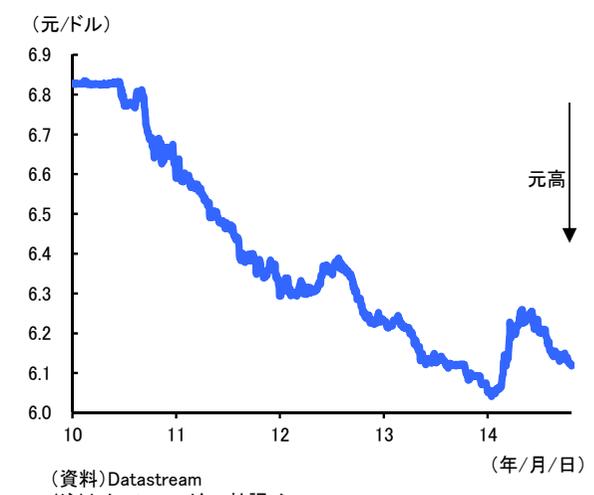
(資料) 国家統計局、ロイター社の算出値を基に日本総研作成

銀行間貸出金利(加重平均)



(資料) 中国人民銀行

人民元レート



(資料) Datastream
(注) トムソン・ロイター社調べ。