
中国経済展望

2015年8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2015年7月28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)

回復モメンタムは強まらず

概説

輸出入

消費

投資

物価

◆現状：景気は減速基調

当局は景気対策を打ち出すものの、景気回復モメンタムは強まらず、中国経済は減速基調。

4～6月期の実質成長率は前年比+7.0%と前の期から横ばい。中央政府直轄のインフラ投資が増勢に転じるなか、銅やセメントなど建設財生産に持ち直しの兆し。また、当局のてこ入れ策を受けて住宅販売が持ち直し、エアコンなど耐久消費財の生産にも底入れの動き。

もっとも、足許の生産持ち直しが景気回復モメンタムの強まりにつながるかは依然予断を許さず。近年、中国の企業債務は急膨張し、非金融企業債務残高の対GDP比は日本のバブル期を上回る水準まで上昇。過剰債務のもと、金融緩和の効果は限定的。

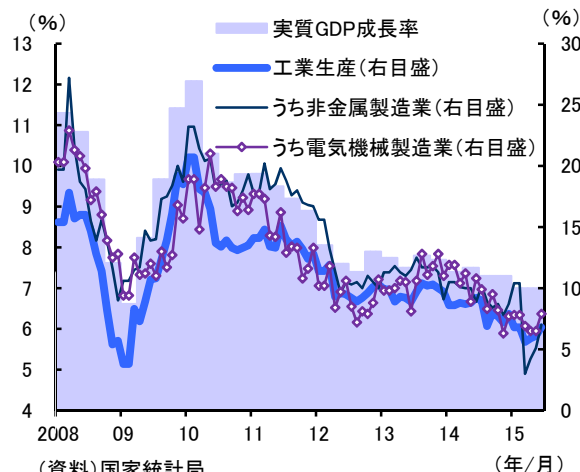
実際、2014年秋以降金融緩和を継続しているにもかかわらず、08年や12年と異なり、企業の資金需要は減少の方向。さらに、企業の本業による収益が引き続き悪化するなか、金融機関の融資慎重化の動きも相まって、民間固定資産投資の減速に歯止めがかからず。

◆展望：景気が大幅に下振れるリスクも

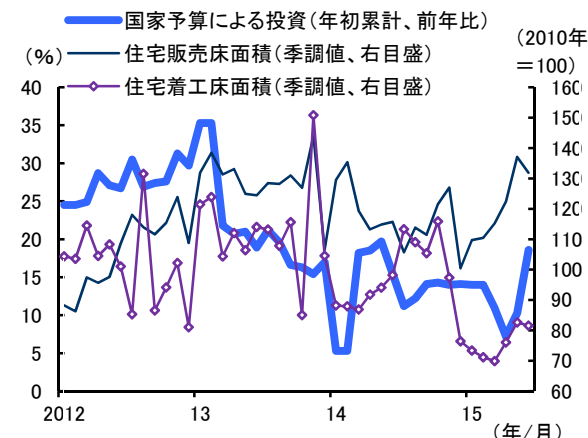
今後を展望すると、当局がインフラ投資の加速と切れ目のない住宅市場でこ入れ策を打ち出すことで、経済成長率は7～9月期に横ばい圏内で推移し、2015年通年では6.9%成長、2016年は6.8%成長と予想。

ただし、過剰債務・過剰投資のもと、金融緩和をしても、設備投資の増勢鈍化に歯止めがかからない恐れ。なお、2015年入り後、企業保有株式の増価が企業財務の改善要因となっているものの、先行き株価が一段と下落すれば、「株安→財務悪化→株安」という悪循環に陥るリスクも。このように、政策効果が想定ほど出ない可能性もあり、景気が大幅に下振れるリスクは残存。

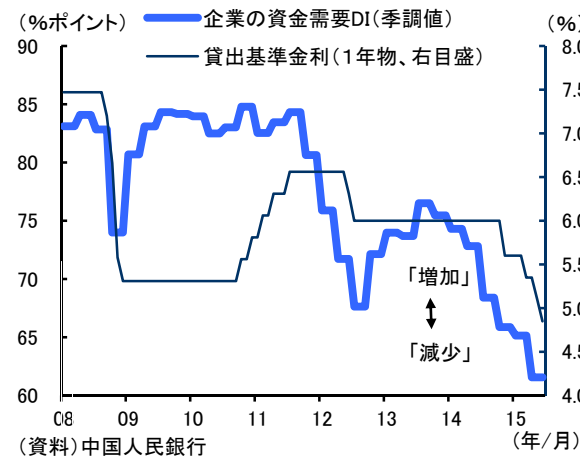
実質GDP成長率と工業生産(前年比)



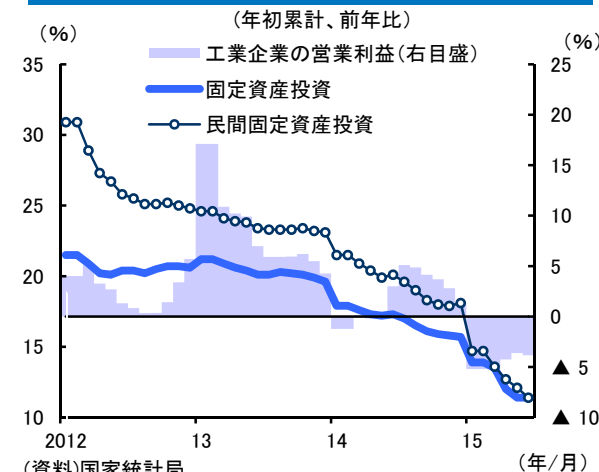
国家予算による投資と住宅販売・着工



企業の資金需要と政策金利



固定資産投資と工業企業収益



先行き、輸出は伸び悩み

◆輸出：頭打ち

米国向けは堅調である一方、BRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向け、EU向けは回復に遅れ。

先行き、米国経済の回復に伴い、米国向け輸出は堅調に拡大するものの、景気をけん引するだけの力強い拡大は期待薄。人件費の上昇や元高などを背景に、中国製品の価格競争力は低下の方向。加えて、「中国経済減速→資源国や新興国経済の悪化→中国輸出スローダウン」という悪循環が続く恐れも。輸出向け製造業PMI新規受注指数は、良し悪しの目安となる50%ポイントを下回る水準で推移。

◆輸入：弱含み

日本やEU、資源国からの輸入額は2014年を大きく下回る水準。他方、米国、NIEsやASEANからの輸入額は昨年並みの水準。

日本やEUからの輸入減少は中国の固定資産投資のスローダウンが主因。また、中国の鉄鉱石需要は緩やかに減少しており、資源が安価のうちに国家備蓄を積み上げる動きにブレーキがかかった状況。

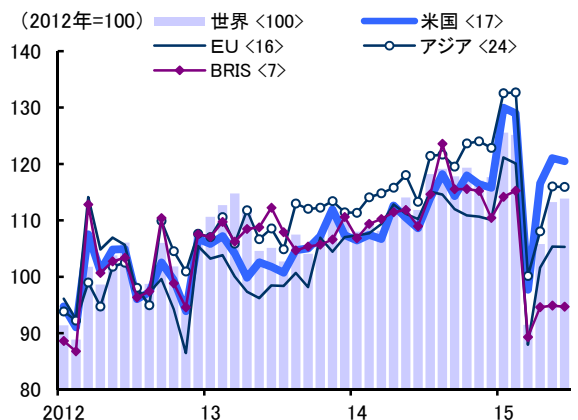
◆対中直接投資：消費が高度化する東部に集中

1～6月の米ドルベースの対中直接投資は前年同期比8.0%増。

受け入れ地域別にみると、東部は同11.5%増加した一方、中部は同▲7.3%、西部は同▲10.8%と内陸部への投資は減少。業種別にみると、サービス業は同23.6%増、製造業は同▲8.4%の減少。消費が高度化する東部に投資が向かっていることを示唆。

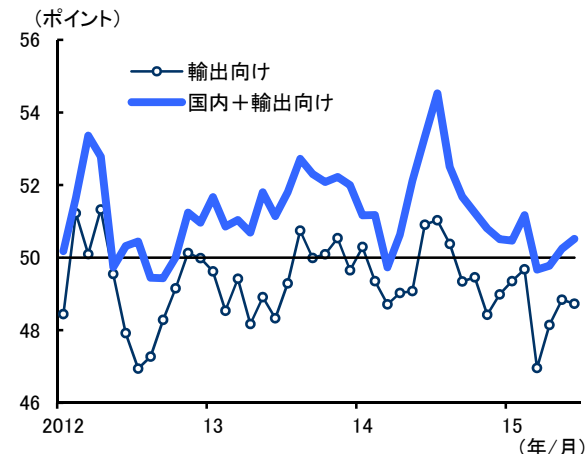
資金の出し手をみると、EUは同13.7%増、米国は同▲37.6%、日本は同▲16.3%と減少。

地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



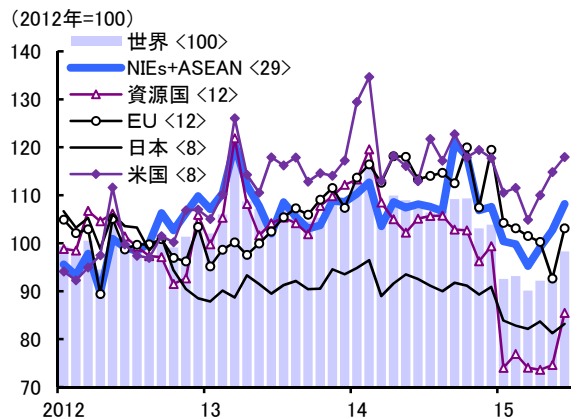
(資料) 海関総署を基に日本総研作成
(注1) <>は2014年のシェア。
(注2) BRISはブラジル、ロシア、インド、南アフリカ。

製造業PMI新規受注指数(季調値)



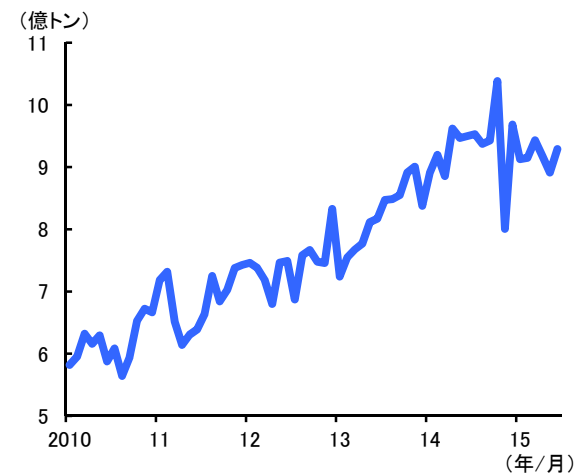
(資料) 国家統計局、物流購買連合会を基に日本総研作成
(注) 季節調整は日本総研。

地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



(資料) 海関総署を基に日本総研作成
(注1) <>は2014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。

鉄鉱石の輸入量(季調値年率)



(資料) 海関総署を基に日本総研作成

先行き不透明感が強まるなか、てこ入れに動く当局

概説 → 輸出入 → **消費** → 投資 → 物価

◆個人消費：増勢がやや鈍化

小売売上高は6月は小幅持ち直しも、趨勢として伸び率が低下。内訳をみると、住宅販売の持ち直しに伴い、家具や家電販売は堅調であったものの、日用品や衣料品などの伸び率は鈍化。

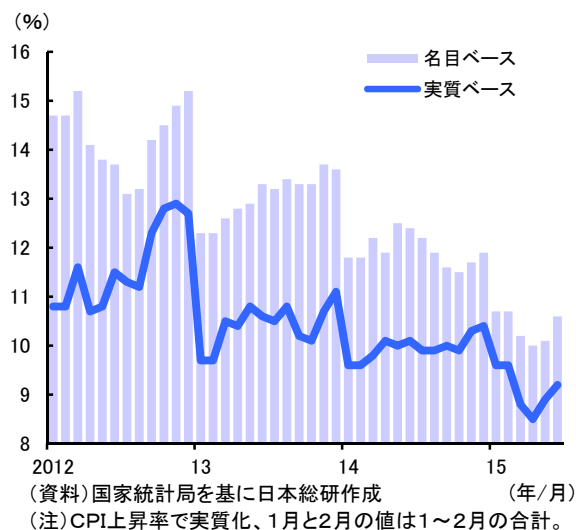
この背景に、雇用所得環境の悪化。4～6月期の公的就業サービス機構における求人数は前年同期比▲5.4%の減少。とりわけ、建設業の求人数は不動産開発投資のスローダウンを背景に、同▲23.8%と大幅減少。製造業の求人数も過剰供給能力が重しとなり、同▲7.7%減少。また、1～6月の全国1人当たり可処分所得（名目ベース）は前年同期比9.0%増と、2014年通年の同10.1%増から増勢が鈍化。

こうしたなか、当局は金融緩和や公共投資の拡大により、景気と雇用を下支え。加えて、住宅市場でこ入れ策や消費者金融の参入規制緩和などにより消費を刺激。さらには、株価対策を相次ぎ実施。今後、一連の景気てこ入れ策が雇用情勢の悪化に歯止めをかけ、住宅市場の持ち直しに繋がる公算大。他方、景気回復のモメンタムが強まらないなか、所得は伸び悩みが予想されるほか、株価下落が個人消費拡大の重しに。総じてみれば、消費の失速は回避されるものの、足許程度の伸びにとどまる見通し。

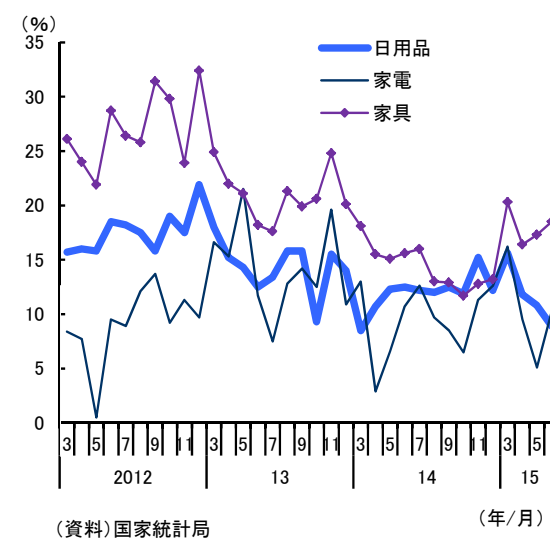
◆株価乱高下の影響：ぜいたく品消費の重石に

中国の個人消費は雇用所得環境や住宅市場の影響を大きく受ける一方、株価変動による影響は比較的小。上海証券取引所によると、上海株の売買高（フロー）の8割は個人によるものながら、近年の主体別保有比率（ストック）をみると、企業が約6割、個人が約2割、その他が約2割。また、2011年末の家計の総資産に占める株式の割合は3.7%、株式投資が盛んに行われた2007年末でも5.5%。ただし、高級車などのぜいたく品は、株価下落を受けて、落ち込む恐れ。

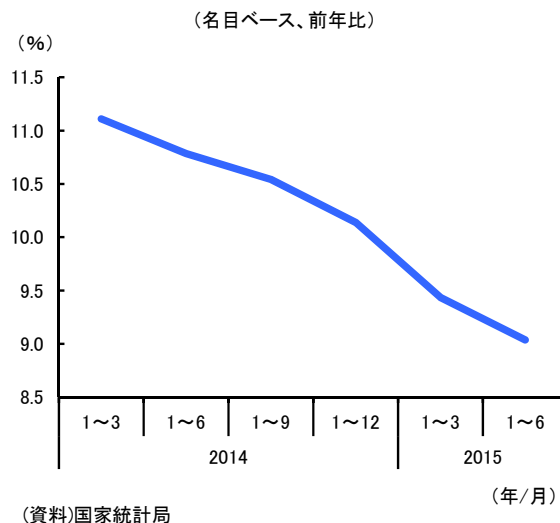
小売売上高（前年比）



品目別売上高（名目ベース、前年比）



全国1人当たり可処分所得



家計の資産構成（2011年末）

	(億元)	(%)
非金融資産	1,044,416	64.4
不動産	962,875	59.3
自動車	54,458	3.4
農村生産性固定資産	27,083	1.7
金融資産	578,034	35.6
現金・預金	405,984	25.0
債券	1,898	0.1
投資信託	7,952	0.5
株式	59,755	3.7
保険準備金	59,084	3.6
その他の金融資産	43,361	2.7
期末資産	1,622,450	100.0

(資料) 中国国家資産負債表2013

固定資産投資は一段と鈍化する見通し

概況 → 輸出入 → 消費 → **投資** → 物価

◆投資：減速持続、金融・財政の両面からてこ入れ

1～6月の固定資産投資の伸び率は前年同期比11.4%増に減速。とりわけ、不動産開発投資は住宅の在庫調整を主因に同4.6%増と大幅にスローダウン。製造業の固定資産投資の伸び率は過剰債務・過剰資本ストックの調整が進むなか、同9.7%に低下。

こうしたなか、当局は景気失速を警戒する姿勢を鮮明化。中国人民銀行は利下げや預金準備率の引き下げを相次ぎ実施。加えて、当局は投資プロジェクトの承認を進め、地方政府にインフラ投資の実行を要請。さらに、2軒目の住宅購入における最低頭金比率を引き下げるなど不動産市場抑制策を緩和。

今後、政策効果が顕在化してくることで、住宅市場が底入れし、インフラ投資が拡大する見通し。

◆金融緩和が効かない恐れ

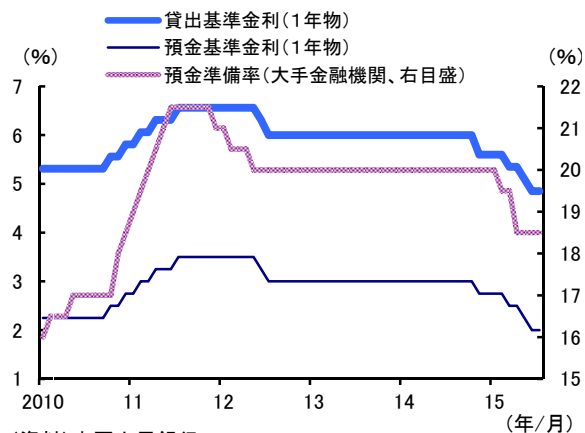
ただし、固定資産投資の6割を占める民間投資の減速に歯止めがかからないなか、投資は全体として減速が続く公算大。過剰債務・過剰設備のもと、金融を緩和しても設備投資は回復しない恐れ。実際、企業の資金需要が悪化し、金融機関にも融資慎重化の動きがみられるなか、マネーストックの伸び率は趨勢として低下傾向。

このほか、インフラ投資の資金不足や住宅市場の再調整、株価の下落などの下振れリスクにも留意の要。国家予算による固定資産投資は持ち直しているものの、地方政府の財政難がインフラ投資拡大のボトルネックになる恐れ。住宅市場は、2014年春頃から不動産市場抑制策の緩和を受けて、販売と着工が秋口にかけて一旦持ち直したものの、すぐに息切れし年末には再び悪化。住宅在庫が依然として高水準にあるなか、継続的に下支え策を打ち続けないと、先行き住宅市場が再び悪化するリスクも。

固定資産投資

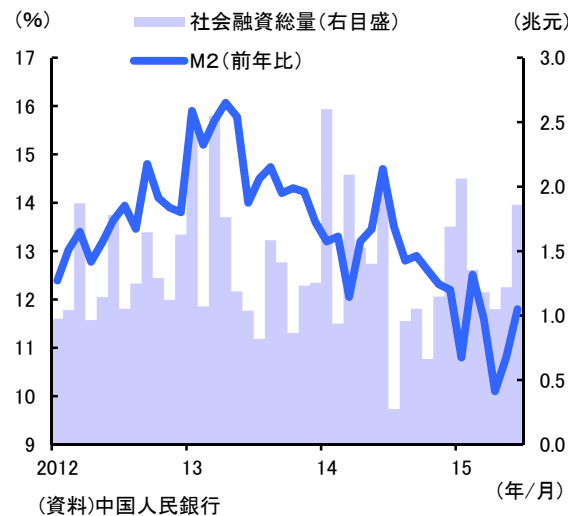


政策金利と預金準備率

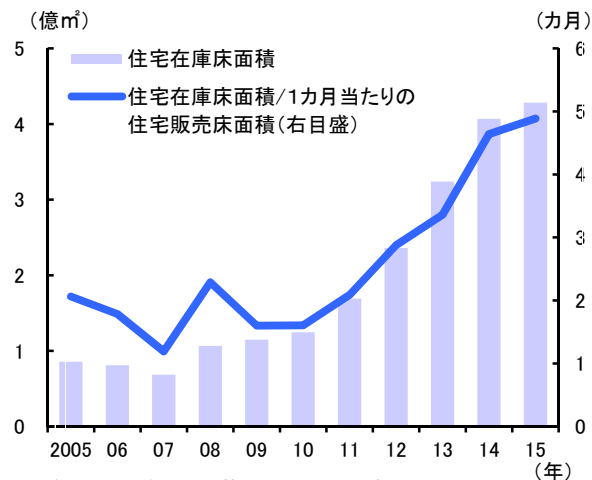


(注)2015年6月28日、農村向けや中小零細企業向け融資が一定水準以上の金融機関に限定して預金準備率を引き下げ。全体に対する措置ではないため、図表には反映していない。

M2、社会融資総量



住宅在庫



(注)直近値は2015年6月末の値。

「株安→企業財務悪化→株安」の悪循環に陥る恐れも



◆物価：GDPデフレーターは2期連続のマイナス

6月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+1.4%と、緩やかな上昇傾向。工業生産者出荷価格（PPI）は同▲4.8%と、下落傾向が持続。企業部門を中心に需要が弱まるなか、4～6月期のGDPデフレーターは前年同期比▲0.5%と2期連続のマイナスに。

◆不動産価格：沿海都市を中心に上昇

6月の主要70都市の新築住宅平均販売価格は前月比0.4%上昇。当局の住宅市場でこ入れ策を受けて、住宅販売床面積（季調値）は大きく増加し、住宅市場に底入れの兆し。とりわけ、沿海都市での持ち直しが鮮明。

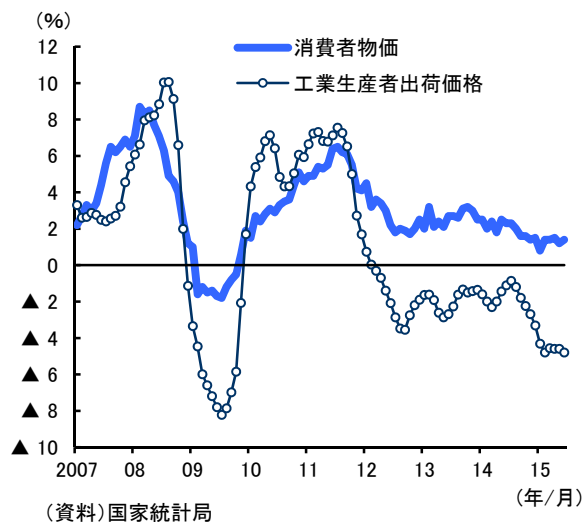
家計の先行き価格下落期待が薄まるなか、今後、住宅販売と住宅価格は持ち直す見通し。2015年4～6月期の中国人民銀行による全国2万世帯を対象にした、住宅価格の見通しに関するアンケート結果を見ると、「下落」と予想する世帯の割合は14.6%と、前期から3.2%ポイント低下。

◆株価：調整の動き

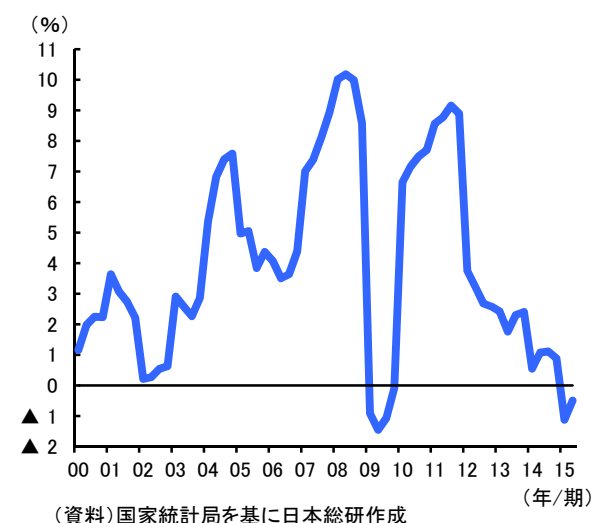
上海総合株価指数は直近ピークの6月12日から7月8日にかけて▲32.1%下落。9日、中国人民銀行は、株式買い増し用資金を中国证券金融股份有限公司経由で、証券会社に追加融資すると発表。さらに、政府は「悪意のある空売り」の取り締まり強化など、相次ぎ株価対策を発表。その後、株価は一進一退で推移。

上海証券取引所上場株式の時価総額における企業保有分は6割にのぼる点を踏まえると、2015年入り後、企業保有株式の増価が企業財務の改善要因となっているものの、先行き株価が一段と下落すれば、「株安→財務悪化→株安」という悪循環に陥る恐れも。

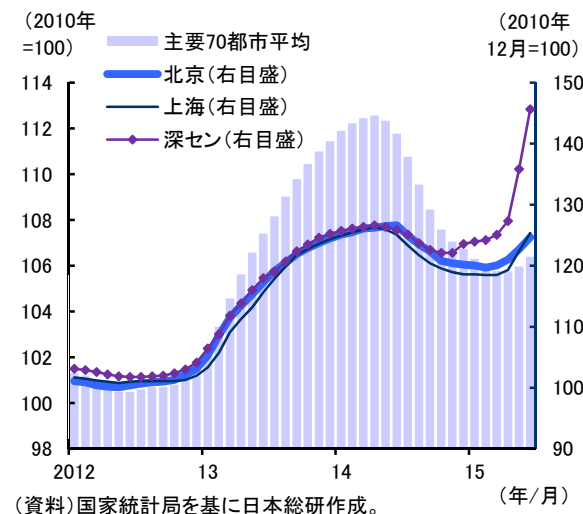
CPIとPPI(前年比)



GDPデフレーター(前年比)



新築住宅価格



上海総合株価指数

