
中国経済展望

2015年6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5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)

景気下振れリスクに留意

概説

輸出入

消費

投資

物価

◆現状：景気減速が持続

中国経済は不動産開発投資と製造業の固定資産投資のスローダウンを主因に減速し、GDPデフレーターは6年ぶりのマイナスに。足許では、輸出と個人消費の先行きも不透明に。4月の人民元ベースの輸出額は前年同月比▲6.2%減少し、乗用車の販売台数は同3.7%増と2014年通年の9.9%増から大きく減速。

こうしたなか、当局は過剰投資・過剰債務の解消に向け構造調整を行いつつも、景気失速を警戒する姿勢を鮮明化。5月11日には2カ月ぶりの利下げを実施。また、地方政府の財政難解消、およびインフラ投資の拡大促進に向け、商業銀行に資金供給する際の適格担保に地方債を追加。景気減速が持続するなか、先行きも、金融・財政の両面から追加の景気てこ入れ策が導入される公算大。

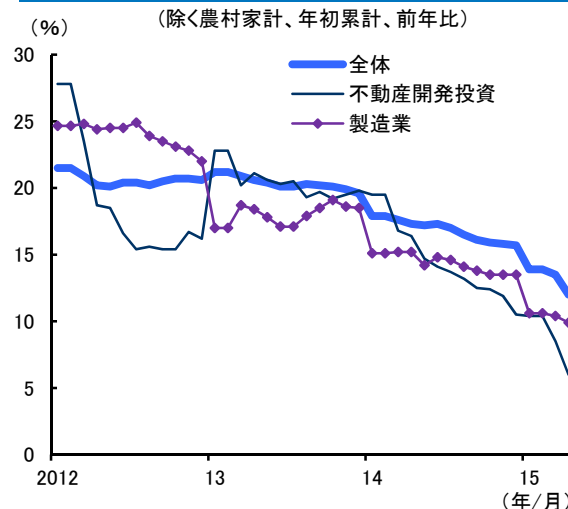
◆展望：年後半に底入れも、下振れリスク残存

年後半に政策効果が顕在化し、固定資産投資の増勢鈍化に歯止めがかかり、経済成長率は底入れする見通し。実際、足許では住宅販売に底入れの兆し。

他方、政策効果が想定ほど出ない可能性に留意の要。本格的な資本ストック調整が始まった可能性もあるなか、金融を緩和しても設備投資は回復しない恐れも。また、2014年9月末における企業債務残高の対GDP比は152%と1989年末の日本の132%を上回り、企業のバランスシート調整圧力は大きい。

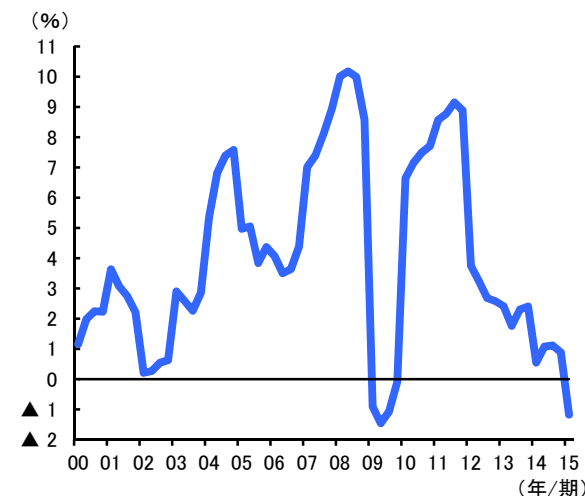
以上より、メインシナリオとして、景気てこ入れ策が一定の効果を発揮し、2015年の実質GDP成長率は6.9%、2016年は6.8%と政府目標である7.0%を小幅に下回ると見込まれるものの、大幅に下振れるリスクも。

固定資産投資



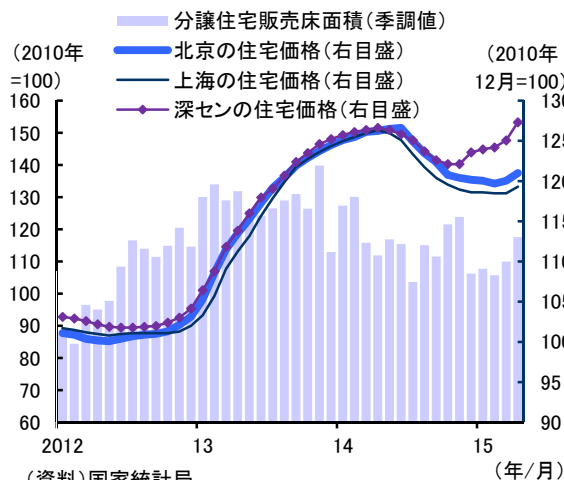
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

GDPデフレーター(前年比)



(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

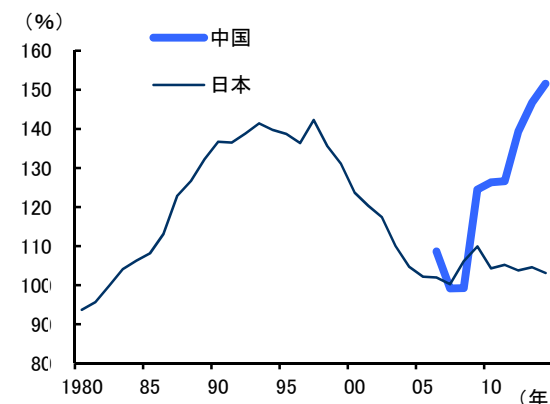
住宅販売と沿海主要都市の住宅価格



(資料) 国家統計局

(注) 分譲住宅販売床面積のデータは日本総研が季節調整。

非金融企業債務残高の対GDP比



(資料) 非金融企業債務残高はBISのtotal credit統計、GDPは国家統計局、内閣府「国民経済計算」を基に日本総研作成

(注) 直近値は2014年9月末の非金融企業債務残高

／2014年の名目GDPにより算出。

設備投資の下振れを示唆する機械類輸入の減少

概説 → 輸出入 → 消費 → 投資 → 物価

◆輸出：新規受注は減少持続

足許では輸出額に大きなブレ。季節要因が除去されていないとみられるものの、資源国や欧州向けを中心に輸出の実勢が弱まっている可能性。

人件費の上昇などを背景に、中国製品の価格競争力は低下の方向にあり、輸出の先行きは不透明。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：機械類の輸入が減少

輸入額は減少。地域別にみると、資源国からの減少が顕著。日本やNIEs、ASEAN、EUからの輸入も減少。品目別にみると、資源類の減少が顕著。資源価格の下落が主因として指摘可能。

もっとも、4月の機械類の輸入額は2014年12月対比▲13.5%減少。ちなみに、機械類の輸入額が頭打ちとなった2011年から2012年にかけて、製造業の固定資産投資の伸び率は前年比31.8%増から22.0%増に減速。今回の機械類輸入の減少が当時よりも突発的かつ大幅である点を踏まえると、今後、設備投資が大きく下振れる可能性も。

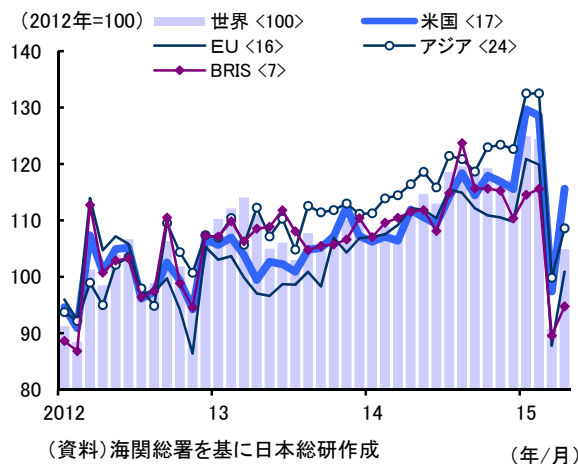
◆対中直接投資：緩やかに増加

1～4月の米ドルベースの対中直接投資は前年同期比10.5%増。

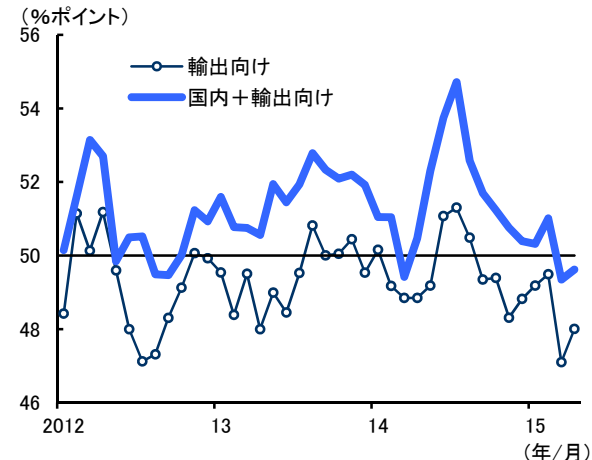
地域別にみると、EUからは同22.2%増と大幅に拡大。とりわけ、英国は同61.0%増、フランスは同29.8%増。他方、米国からは同▲28.4%、日本からは同▲7.8%と減少。

業種別にみると、サービス業は同24.8%増、製造業は同▲5.4%の減少。

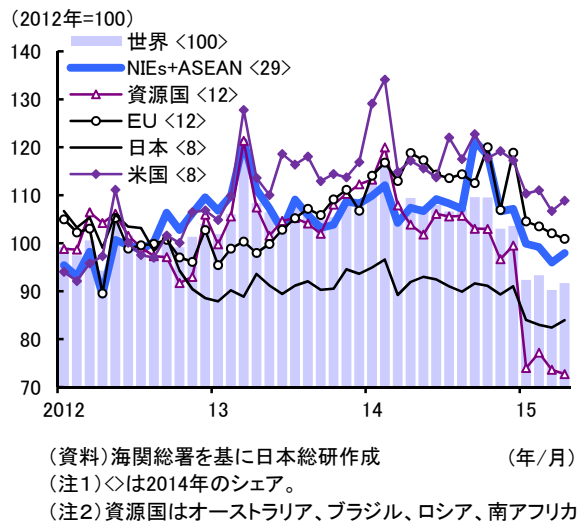
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



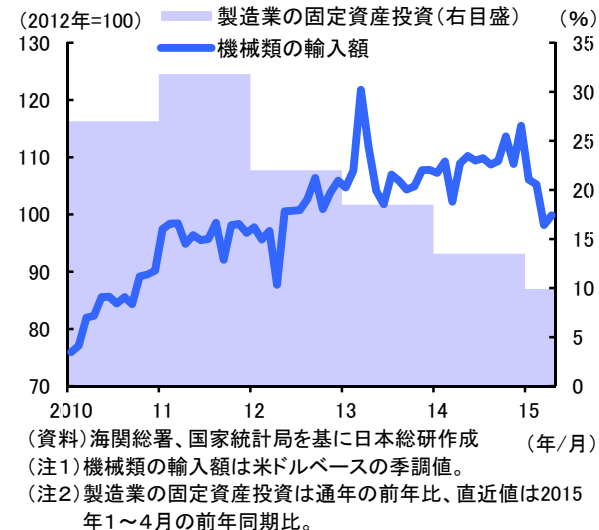
製造業PMI新規受注指数(季調値)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



機械類の輸入額と製造業の固定資産投資



個人消費に増勢鈍化の兆し

概説 輸出入 消費 投資 物価

◆個人消費：増勢鈍化の兆し

小売売上高の伸び率は鈍化。住宅と合わせて購入される傾向がある乗用車の販売台数は4月に前年同月比3.7%増と3月の同9.4%増から増加ペースが鈍化。家電や家具の売上高も伸びが鈍化。

1～3月期の全国1人当たり実質可処分所得は前年同期比8.1%増と、2014年通年から伸び率が0.1%ポイント上昇し、良好な所得環境が持続。もっとも、都市部の労働需要は減少し、雇用情勢は悪化。1～3月期の全国100都市の公的就業サービス機構における求人数は前年同期比▲15.7%と減少。

◆都市への人口流入：鈍化した公算大

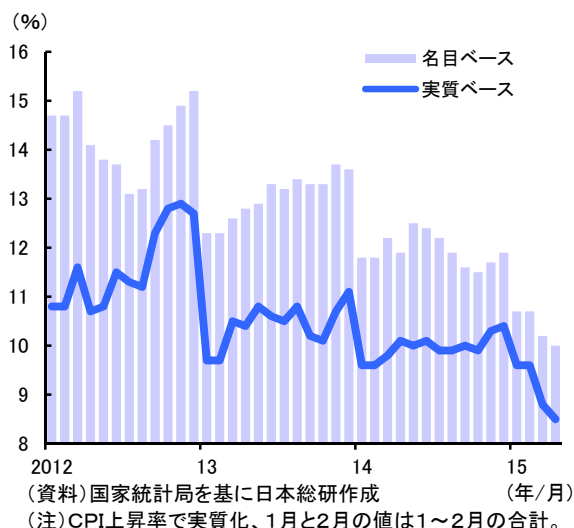
これまで、都市部は農村部に比べて、労働需要が豊富であり、かつ、高賃金であるため、農村部から都市部へ人口が流入。2014年末の農村部人口は6億1,866万人と2000年から1億8,971万人減少した一方、都市部人口は2億9,010万人増加。

このような都市への人口流入の動きと並行して、各都市では、ニュータウンの開発が進展。ニュータウンに住まいを構えた人々が、マイカーや家電、家具を購入。このような都市化の動きは、消費需要拡大と経済成長に寄与。

もっとも、足許では景気減速に伴い、都市部の労働需要が減少。その結果、農村部から都市部への人口流入が鈍化した公算大。実際、行政区外労働力の公的就業サービス機構における求職者数は前年同期比▲22.9%減少し、行政区内農村部労働力の求職者数は同▲18.6%減少。

先行き、都市への人口流入に歯止めがかかれば、個人消費の景気けん引力は低下する見通し。

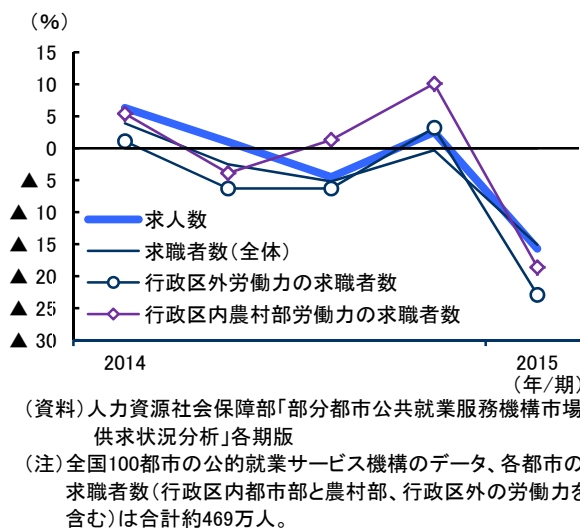
小売売上高(前年比)



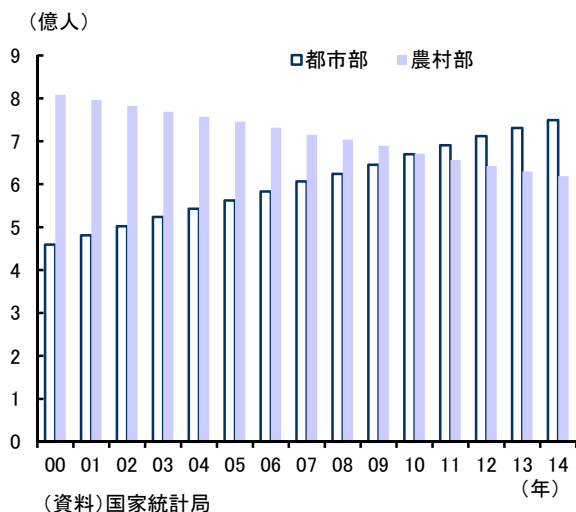
乗用車販売台数(前年比)



都市部の求人数と求職者数(前年比)



都市部人口と農村部人口



M2の伸び率低下に歯止めがかからず

概況 輸出入 消費 投資 物価

◆投資：減速持続、企業の資金繰りは悪化

1～4月の固定資産投資の伸び率は前年同期比12.0%増と、1～3月から▲1.5%ポイント低下。投資の増勢鈍化に歯止めがかからず。

とりわけ、不動産開発投資は住宅市場の調整を背景に、同6.0%増と1～3月から▲2.5%ポイント低下。製造業の固定資産投資の伸び率は企業の資金繰りの悪化を主因に同9.9%増に減速。工業企業の資金繰りはリーマンショック時より厳しい状況。

◆政府は利下げなど景気でこ入れへ

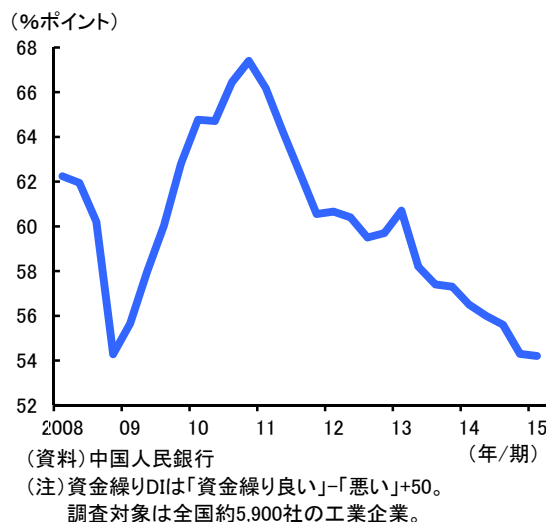
こうしたなか、当局は景気失速の回避に向け、2014年11月、2015年3月、5月に利下げ、2月と4月に預金準備率の引き下げを相次ぎ実施。

金融以外にも、2014年後半から2016年までに実施する400件の投資プロジェクトのうち総額7兆元にのぼる300件の案件を承認し、地方政府にインフラ投資の実行を要請。加えて、地方政府が財政難にあるなか、商業銀行に資金供給する際の適格担保に地方債を追加することで、商業銀行に地方債の購入を促進。また、全人代では政府財政収支の赤字拡大を容認。このほか、当局は不動産市場抑制策を緩和方向に微修正。

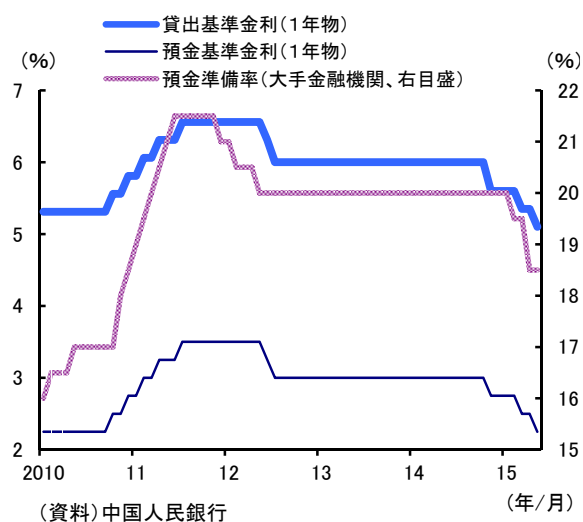
今後を展望すると、こうした政策効果が顕在化し、固定資産投資の減速ペースは緩やかなものにコントロールされる見通し。足許では、銀行融資残高の伸び率に持ち直しの動きがみられ、住宅販売床面積にも底入れの兆し。

他方、政策効果が想定ほど出ない可能性にも留意の要。当局は金融緩和に舵を切ったものの、M2の伸び率低下に歯止めがかからず。国有銀行以外の資金の出し手に慎重化の動き。また、過剰債務・過剰設備のもと、企業の資金需要は低迷。

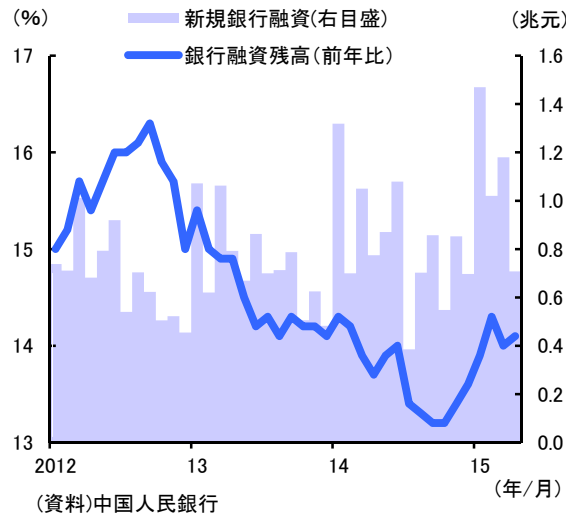
企業の資金繰りDI



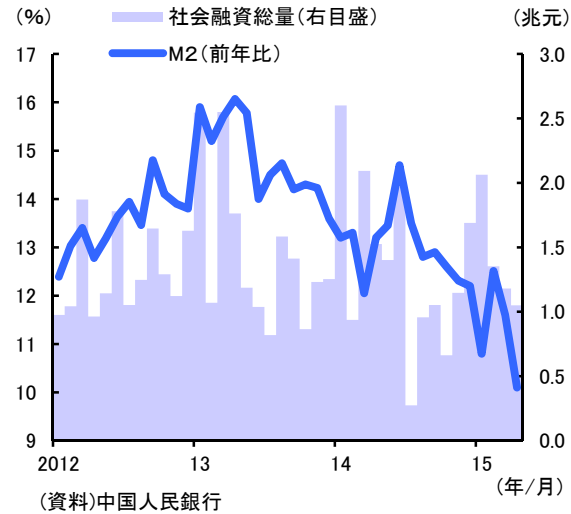
政策金利と預金準備率



銀行融資



M2、社会融資総量



急上昇する株価

概況 輸出入 消費 投資 物価

◆物価：PPIは下落傾向が持続

4月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+1.5%と、上昇傾向を維持したものの、工業生産者出荷価格（PPI）は同▲4.6%と下落傾向が持続。

◆不動産価格：底入れの兆し

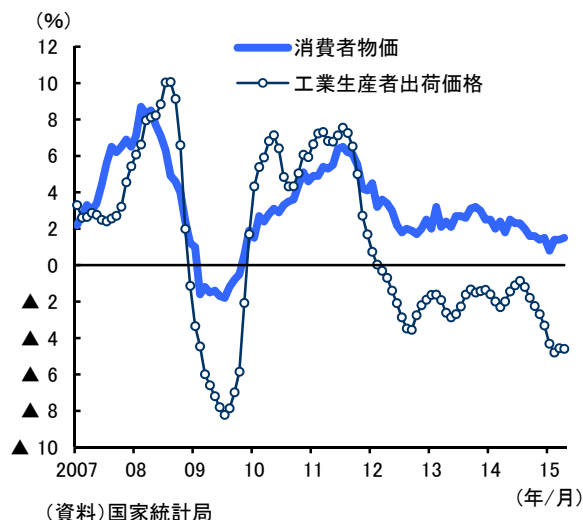
住宅価格に底入れの兆し。昨年春頃から地方政府は住宅購入規制の緩和を始め、中央政府も住宅ローン規制の緩和や利下げなどを通じて住宅市場をてこ入れ。2015年3月には、中国人民銀行が2軒目の住宅を購入する場合の最低頭金比率の引き下げ、財務部と国家税務総局は住宅転売に関わる営業税の課税対象縮小を発表。これらの結果、住宅需要に底入れの兆し。先行きを展望するにあたり、家計の住宅価格の先行き上昇期待（6月中旬に中国人民銀行が発表する予定）がポイント。低迷持続であれば、住宅需要の本格的な回復と住宅価格の底打ちは期待薄。

◆株価：急上昇

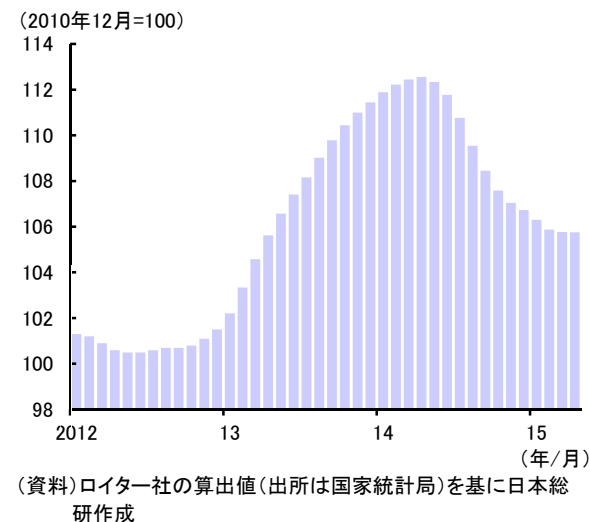
5月27日の上海総合株価指数は4,929ポイントと、昨年10月末（2,420ポイント）の2倍に上昇。昨今の株価の急上昇には、これまで経済実力対比割安に放置されてきたことの是正という側面も。もっとも、上海、深セン証券取引所に上場する企業の時価総額をみると、2015年4月末時点で56兆3,491億元と2014年の名目GDPの88.5%まで上昇。これは、2000年から2014年の平均値47.6%を大きく上回っており、経済に占める国有企業のウエイトが大きいことを踏まえると、足許の株式市場への資金流入、および、株価上昇はすでに異常な状況と判断。

これらを踏まえると、今後、株価が持続的に上昇する可能性は小さいと予想。ただし、景気が過熱し金融引き締めが行われていた2007年と異なり、景気減速下、緩和的な金融政策が続く見通しであり、外的ショックがなければバブル的な状況が当面続く可能性も。

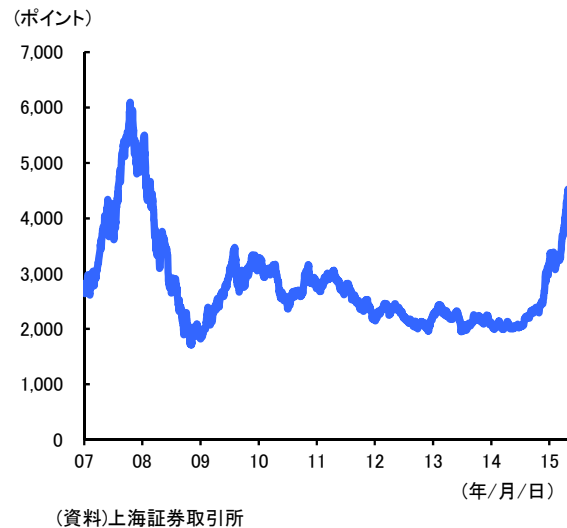
CPIとPPI(前年比)



主要70都市の新築住宅価格



上海総合株価指数



株式の時価総額と名目GDP

