
中国経済展望

2015年3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2015年2月25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)
-
-

リスクを孕みつつ、7%台の成長となる中国経済



景気は減速。消費は堅調さを維持し、輸出は緩やかに拡大している一方、固定資産投資の増勢鈍化に歯止めがかからず。とりわけ、不動産開発投資のスローダウンが顕著。

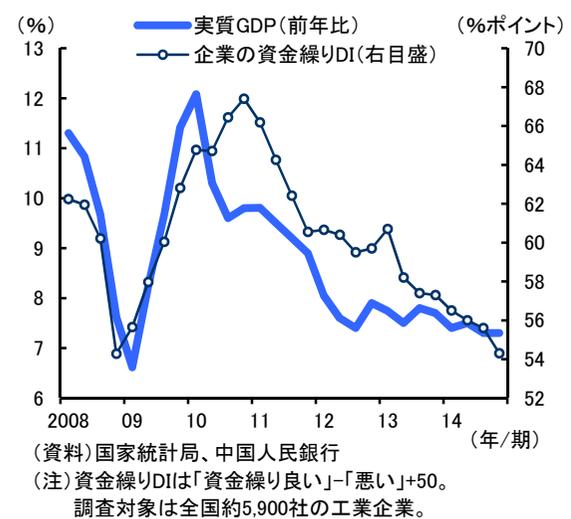
先行き、経済成長率は低下トレンド。固定資本形成比率（固定資本形成/GDP）が46%と高水準なほか、家計及び非金融企業債務は対GDP比180%と新興国としては異例の高さに達するなか、過剰投資・過剰債務の解消は不可避。固定資産投資は中長期にわたり伸び悩み見通し。

もっとも、成長率の低下ペースは当局の景気でこ入れ策を受けて、緩やかなものになると予想。6%台の成長率では、急進的なデレバレッジが発生し、景気失速に繋がる恐れも。すでに、企業収益が悪化し、赤字企業が急増。企業の資金繰りはリーマン・ショック時より厳しい状況に陥り、企業間信用などではデフォルトが多数発生。

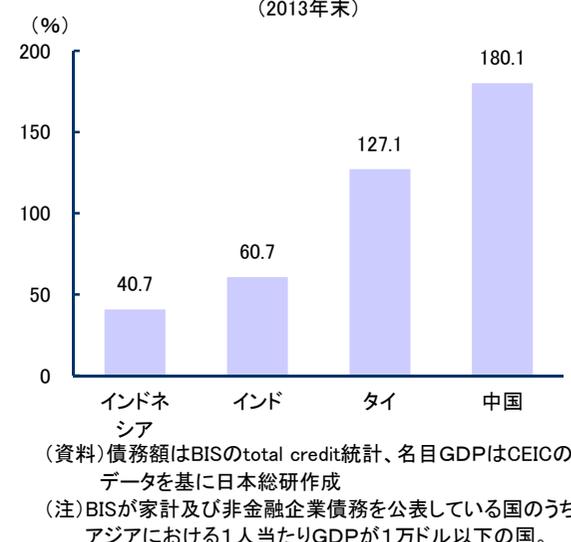
こうしたなか、2014年春頃から、中央政府は地方政府の住宅購入規制の緩和を黙認するなど、不動産市場の底割れ回避に着手。加えて、インフラ投資を加速し、景気をこ入れ。さらに、企業の資金繰り難の緩和に向け、資金供給を拡大。昨年9～10月に主要銀行と農村商業銀行などに対して総額7,695億元の資金供給を行ったうえで、11月に政策金利を引き下げ、2015年2月には2年9カ月ぶりとなる預金準備率の引き下げを実施。

これらの結果、銀行融資に底入れの動きがみられ、株式市場も持ち直しの動き。住宅販売は昨夏をボトムに前年対比の減少幅が縮小し、住宅価格の下落ペースも鈍化。先行き、景気対策効果が一段と顕在化し、景気失速は回避の公算。2015年の実質成長率は7.2%、2016年は7.0%と予想。

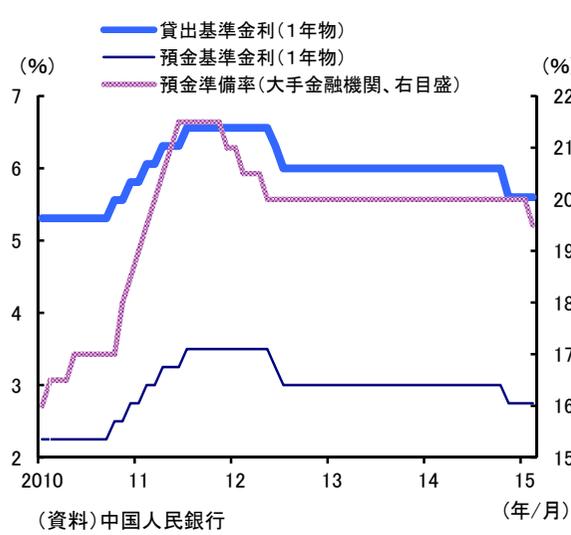
GDP成長率と資金繰りDI



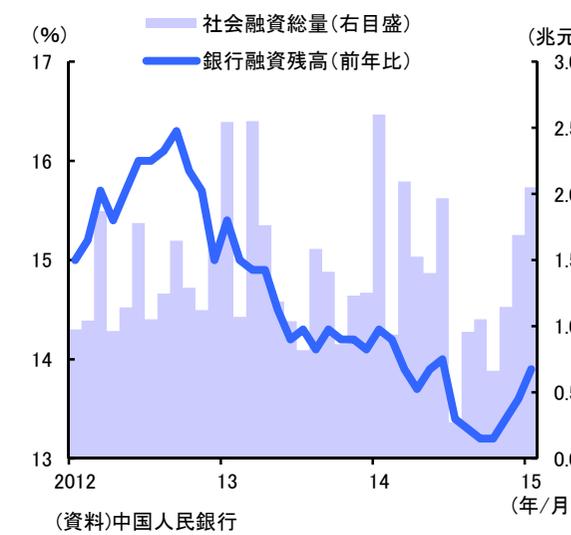
家計及び非金融企業債務の対GDP比



政策金利と預金準備率



銀行融資残高と社会融資総量



輸出は緩やかな増加にとどまる見通し

<輸出>

1営業日あたりの輸出額に増勢鈍化の動き。もっとも、1営業日あたりの値でも例年1～2月に伸び率が大きくブレる点を踏まえ、毎年春節の時期や法定休日が違うことから生じる輸出額の偏りを十分に除去できず、より精緻な基調判断をするには、1～2月の合計をみる必要がある。

先行き、輸出は緩やかな増加にとどまる見通し。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。世界経済は総じてみれば、緩やかな回復基調をたどるとみられるものの、資源国の景気減速やEUのデフレ懸念、米国の利上げなど世界経済を取り巻く環境は不透明。

<輸入>

輸入は頭打ち。1営業日あたりの輸入額は3カ月連続で前年を下回る水準。この背景には、輸入価格の下落と内需の弱まりが指摘可能。1月の鉄鉱石の入着価格は前年同月比▲45.3%、原油は同▲41.4%、石炭は同▲18.2%下落。

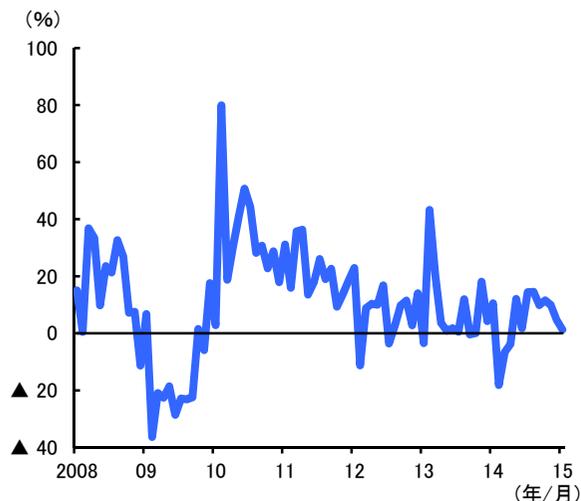
今後、輸入は二極化する見通し。消費財の輸入は所得水準の上昇を受けて伸びる一方、投資財と生産財の輸入は過剰設備や過剰生産の解消に伴い、低迷が長期化する見通し。

<対中直接投資>

1月の米ドルベースの対中直接投資は前年同月比29.4%増。地域別にみると、韓国、日本、ドイツ、英国、スウェーデンなどからの投資額が増加し、台湾や米国などから減少。日本からは2014年に前年比▲38.7%と大幅に減少したものの、2015年1月に同3.2%増。

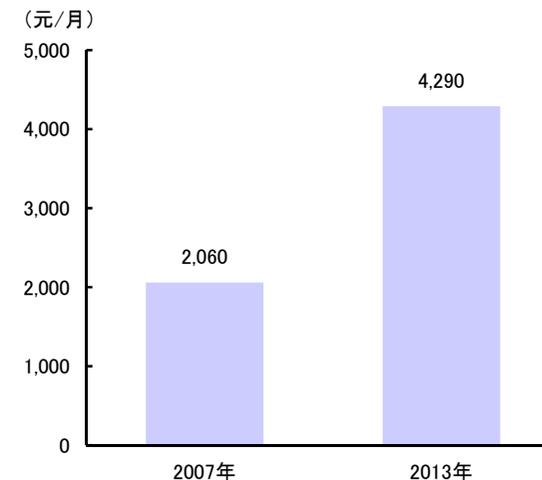
業種別にみると、サービス業は同45.1%増、製造業は同13.9%増。

1営業日あたりの輸出額(前年比)



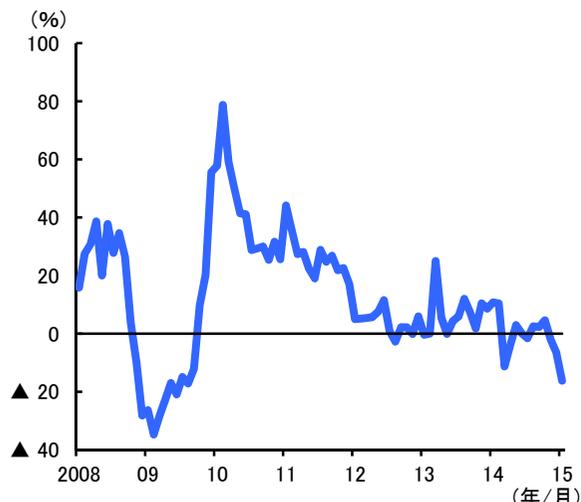
(資料)海関総署を基に日本総研作

平均賃金



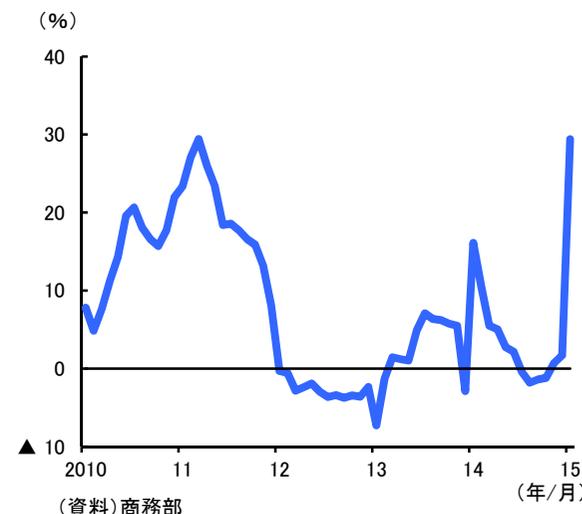
(資料)国家統計局を基に日本総研作成

1営業日あたりの輸入額(前年比)



(資料)海関総署を基に日本総研作成

対中直接投資(年初累計、前年比)



(資料)商務部

2,500万台の大台にさしかかる中国自動車市場

<個人消費>

実質小売売上高は二桁の伸びを維持。主要小売企業5,000社の1月の販売額をみると、スマートフォンなど通信機械は前年同月比16.2%増、家具販売は同11.5%増と、それぞれ増加幅が2014年12月から5.8%、2.9%ポイント拡大。家電販売も全体を上回る伸び。

先行き、新型スマートフォン・タブレットの発売による効果が剥落することにより、通信機械販売の伸び率は低下すると見込まれるものの、住宅市場の底入れに伴い家電や家具の販売は好調さを維持する見通し。総じてみると、当局が構造調整と景気てこ入れという二兎を追う政策を続けるなか、消費は足許程度のペースで堅調に推移する公算。

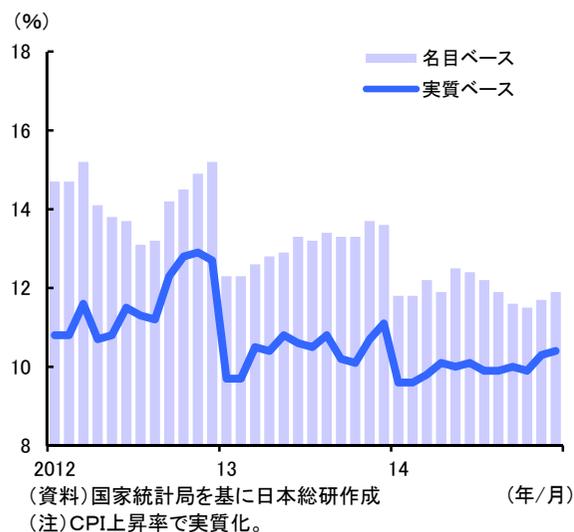
<自動車市場>

2014年の自動車販売台数は前年比6.9%増の2,349万台。内訳をみると、乗用車は同9.9%増の1,970万台。とりわけ、SUVは36.4%増の408万台、MPVは46.8%増の191万台と高い伸び。他方、商用車は同▲6.5%減の379万台。

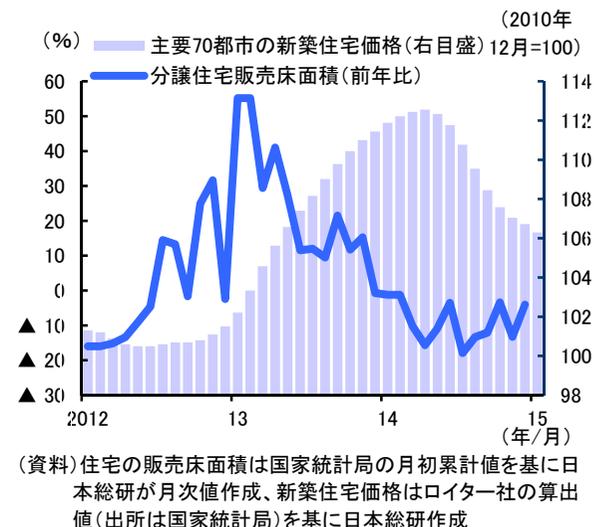
2015年の中国自動車市場を展望すると、前半は住宅販売の持ち直しなどを受けて、比較的高い伸びとなる見通し。中国では、消費者が住宅と車をセットで購入する傾向があるなか、住宅購入制限の撤廃や住宅ローン規制の緩和など一連の不動産市場でこ入れ策は、市場拡大の大きなプラス要因に。加えて、昨年末頃の株価上昇やガソリン価格の下落、銀行の預金準備率の低下で中小企業が商用車を買いやすくなることもプラスに寄与。

もっとも、当局は不動産開発投資などの再過熱を回避するために、年後半には再び抑制策を強化する見込み。その結果、通年では5～8%の緩やかな伸びに落ち着く見通し。

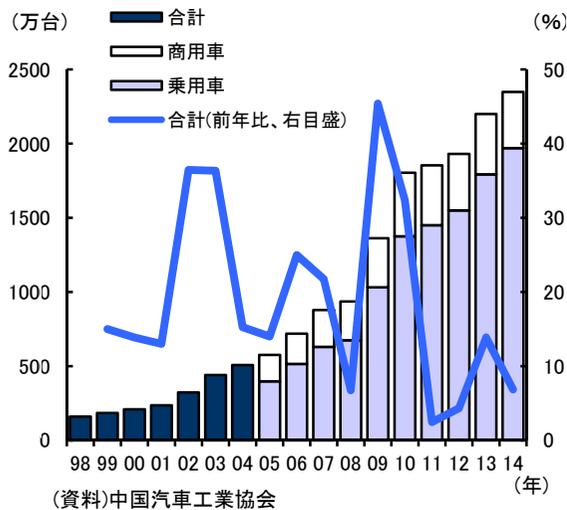
小売売上高(前年比)



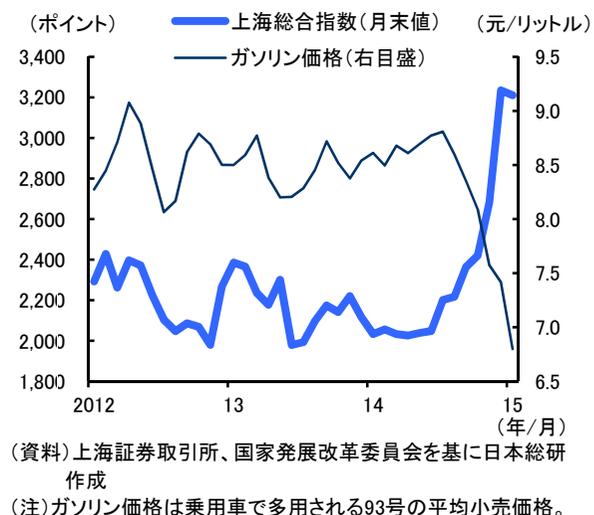
住宅の販売価格、販売床面積



自動車販売台数



株価とガソリン価格



急進的なデレバレッジに留意の要

当局による過剰投資・過剰債務の抑制スタンスを背景に、固定資産投資は鈍化。とりわけ、不動産開発投資のスローダウンが顕著。2013年2月から政府がキャピタルゲイン課税の徴収強化や住宅購入制限の強化など一連の価格抑制策を打ち出した結果、家計の住宅価格上昇期待が弱まり、2014年入り後に住宅需要は全国ベースで縮小。

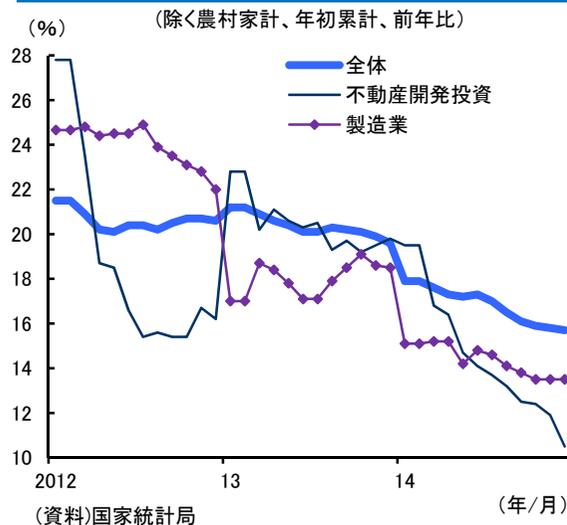
また、製造業の設備投資は資金制約を受けて、増勢が鈍化。従来、収益性の劣る企業に対しては地方政府や地元の金融機関が資金面から支援。しかし、昨年には李克強首相が一定のデフォルトを容認すると発言。その結果、過剰生産に陥っているソーラーパネル産業で、大手メーカーの社債がデフォルトとなり、同社は倒産。資金の出し手に慎重化の動きがみられ、債券市場において収益性の高い事業を持つ企業とそうでない企業を選別するという市場の機能が働き始めたことを示唆。

固定資本形成比率が46%、家計及び非金融企業債務の対GDP比が180%という高水準にとどまるなか、今後も、過剰投資・過剰債務の解消は不可避。市場が政府に代わって有望な事業を選別し、資金配分を決定するようになることで、鉄鋼業などの製造業の設備投資は中長期にわたり伸び悩むと予想。

もつとも、成長率の7%割れにより、企業のデフォルトが続き、銀行オフバランス融資（いわゆるシャドーバンキング）や直接金融が急速に細る恐れも。すでに、赤字企業が急増し、企業の資金繰りはリーマンショック時より厳しい状況。

こうしたなか、政府は不動産市場でこ入れ策、インフラ投資の加速、資金供給の拡大を実施。今後、景気てこ入れ策の効果が徐々に顕在化することにより、急進的なデレバレッジは回避される見通し。

固定資産投資



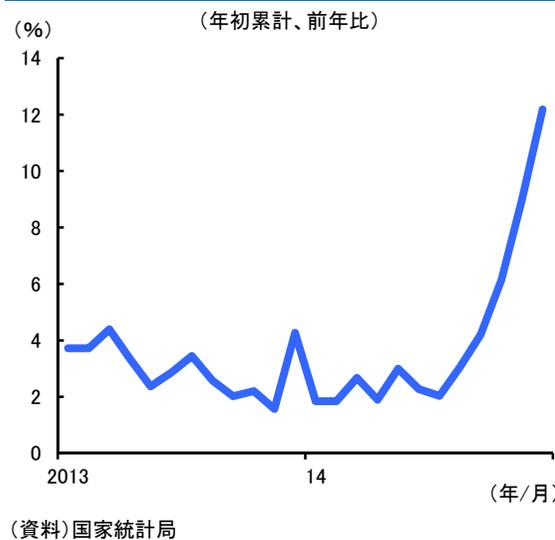
社会融資総量の内訳(残高ベース、%)

| | 2005年 | 2014年 |
|------------|-------|-------|
| 銀行オンバランス融資 | 86.7 | 69.1 |
| 人民元融資 | 82.9 | 66.3 |
| 外貨融資 | 3.8 | 2.8 |
| 銀行オフバランス融資 | 5.6 | 17.5 |
| 委託融資 | 4.1 | 7.6 |
| 信託融資 | 0.0 | 4.4 |
| 銀行引受手形 | 1.5 | 5.5 |
| 直接金融 | 5.2 | 12.6 |
| 社債 | 1.5 | 9.5 |
| 株式市場 | 3.7 | 3.1 |
| その他 | 2.5 | 0.8 |
| 合計 | 100.0 | 100.0 |

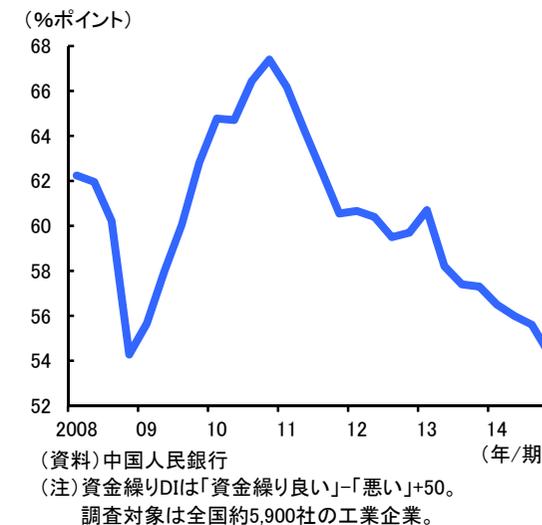
(資料) 中国人民銀行「2014年社会融資規模存量統計数報告」を基に日本総研作成

(注) その他とは、金融機関の不動産投資、その他ノンバンクローン。

鉱工業企業の赤字企業数



企業の資金繰りDI



春節休暇による需要拡大が物価を押し上げ



<物価>

1月のCPI上昇率は前年同月比+0.8%と2014年12月から▲0.7%ポイント低下。主因は春節による季節要因。中国では春節休暇中とその直前に、食料品や衣料品などに対する需要が集中し、物価が高水準になる傾向。実際、春節休暇初日に該当する月は、2012年（1/22）、2013（2/9）、2014年（1/31）ともに、高いCPI上昇率を記録。家族団らんの際には食事が重視されており、とりわけ食料品価格の上昇が顕著。2015年の春節休暇は2月18日スタート。1月の物価上昇率は前年同月の水準が高かったため、低水準に。

2月のCPI上昇率は春節休暇の需要拡大を受けて、リバウンドする見通し。もっとも、先行きCPI上昇率は輸入価格の下落や景気低迷を反映し、低水準で推移する見通し。

<不動産価格>

2014年秋口から住宅価格の下落ペースは緩やかになりつつあり、今後、住宅需要の底入れを背景に、価格下落に歯止めがかかる見通し。

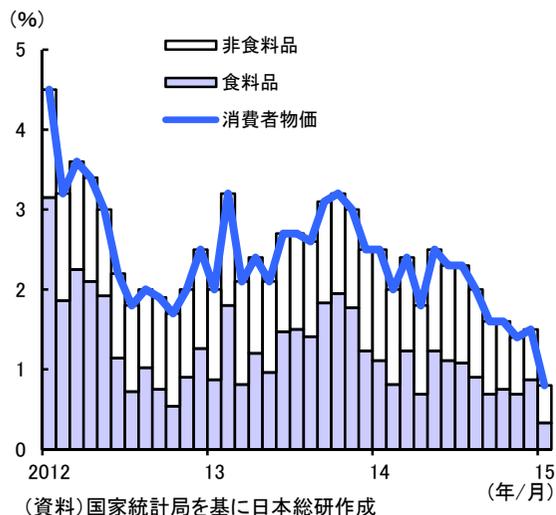
<市場金利>

銀行間貸出金利は3%前後を維持。12月の非金融企業及びその他部門向け貸出金利（加重平均）は6.77%と2014年初から▲0.42%ポイント低下。企業収益の悪化を受けて、資金の出し手が慎重化する動きがみられる一方、当局は金融機関への資金供給拡大、政策金利と預金準備率の引き下げを実施。

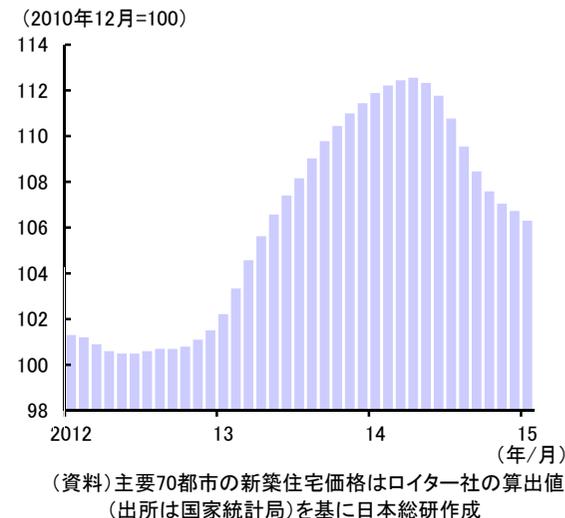
<人民元レート>

足許では、人民元の対米ドルレートが下落。この背景には、中国の利下げや対外直接投資の拡大、春節休暇を利用した海外旅行の増加などが指摘可能。

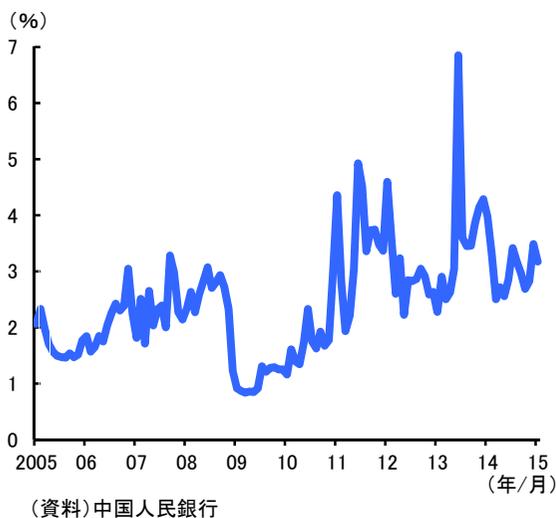
消費者物価の寄与度分解(前年比)



主要70都市の新築住宅価格



銀行間貸出金利(加重平均)



人民元レート

