
中国経済展望

2015年2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1月27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)

政府は景気失速を警戒

概説

輸出入

消費

投資

物価

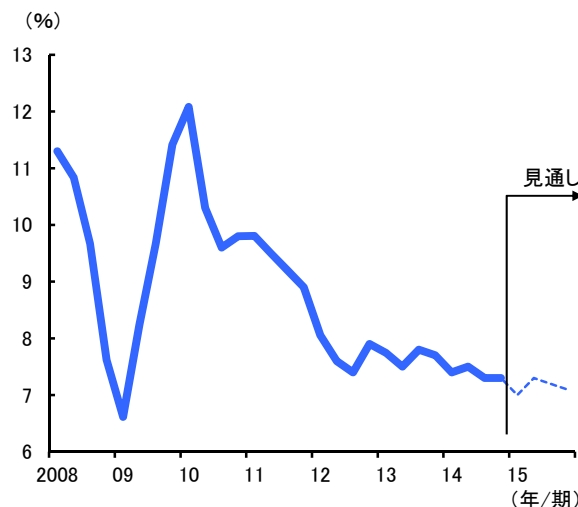
中国経済は不動産開発投資のスローダウンを主因に減速トレンド。2014年10～12月期の実質成長率は前年同期比+7.3%と前の期から横ばいにとどまり、2014年通年では前年比+7.4%と2013年から▲0.3%ポイント低下。

不動産開発企業や素材メーカー、採掘業などでは企業収益が悪化し、資金繰り難に直面。債券市場では不動産開発企業で初めてのデフォルト懸念が浮上しているほか、企業間貸し付けではデフォルトが多数発生。

従来、赤字企業に対しては既存のセーフティネットである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。実際に、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。こうした動きは、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機能が働き始めたことを示唆。非効率な設備投資やインフラ投資が行われてきた中国では、資金効率の向上と過剰投資・過剰債務の解消は極めて重要。

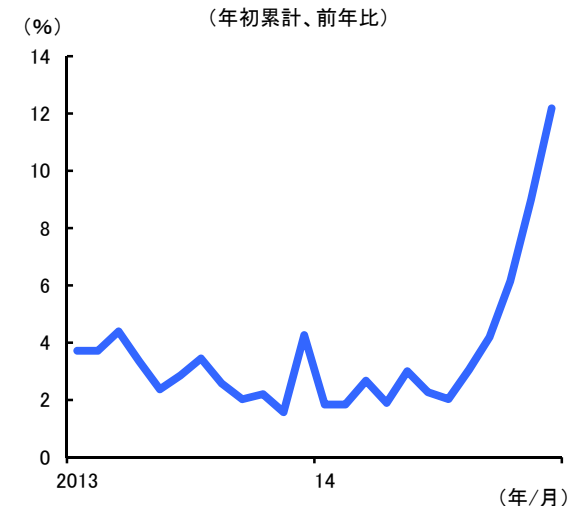
もっとも、漸進的なデレバレッジであれば問題ないものの、急進的な動きとなれば、連鎖的な企業倒産が発生し、景気失速に繋がる恐れも。こうしたなか、政府は不動産市場のてこ入れ、インフラ投資の加速を開始し、金融政策も緩和方向に微修正。その結果、住宅着工は昨年頭、住宅販売は昨夏をボトムに前年対比の減少幅が縮小。もっとも、昨年末には住宅関連指標が再び悪化するなど依然下振れリスクを抱えている状況。こうしたなか、政府は資金供給拡大など小規模な刺激策を続けるとみられ、景気失速は回避の公算。2015年の実質成長率は7.2%、2016年は7.0%と予想。

実質GDP成長率(前年比)



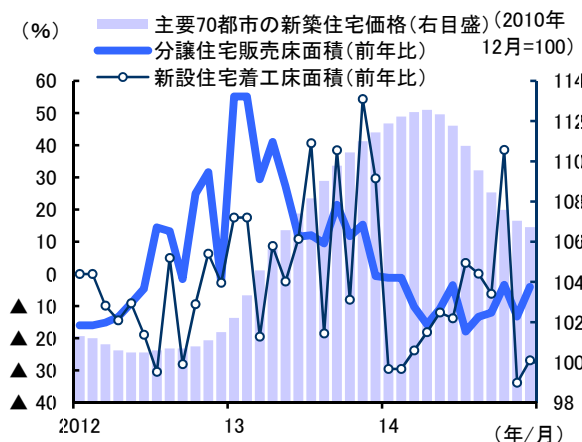
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

鉱工業企業の赤字企業数



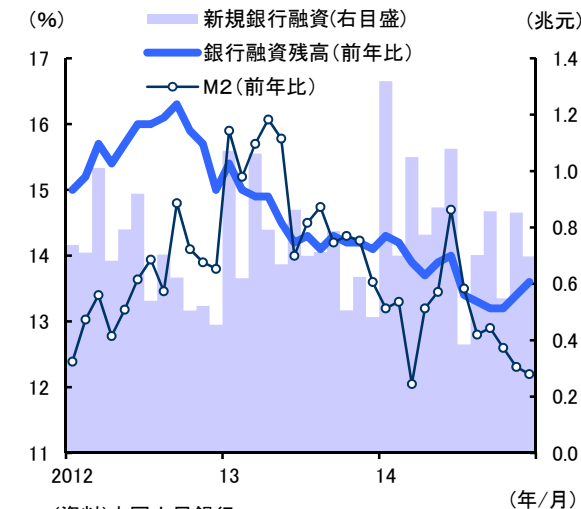
(資料) 国家統計局

住宅の販売価格、販売床面積、着工床面積



(資料) 住宅の販売床面積と着工床面積は国家統計局の月次累計値を基に日本総研が月次値作成、新築住宅価格はロイター社の算出値(出所は国家統計局)を基に日本総研作成

銀行融資とM2



(資料) 中国人民銀行

対中投資は伸び悩み

概説 輸出入 消費 投資 物価

<輸出>

輸出額に増勢鈍化の兆し。EU向けとBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向けに減少の動きがみられ、これまで好調だった米国向けとアジア向けにも増勢鈍化の兆し。

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。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。アジア諸国で資本流出が発生すれば、中国のアジア向け輸出は頭打ちとなるリスク。

<輸入>

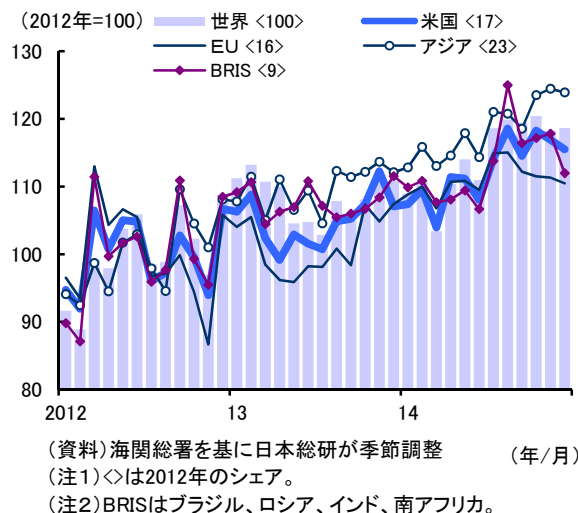
輸入額は新型スマートフォンとタブレットの部品調達を主因に、昨年9～10月に急増したものの、足許では、輸入価格の下落と内需の弱まりを背景に伸び悩み。

国際的な資源価格の下落は、中国の輸入額を押し下げ、貿易黒字の拡大要因に。12月の鉄鉱石の入着価格は前年同月比▲40.8%、原油は同▲27.4%、石炭は同▲13.0%下落。こうしたなか、単月の貿易黒字は496億ドルの高水準。

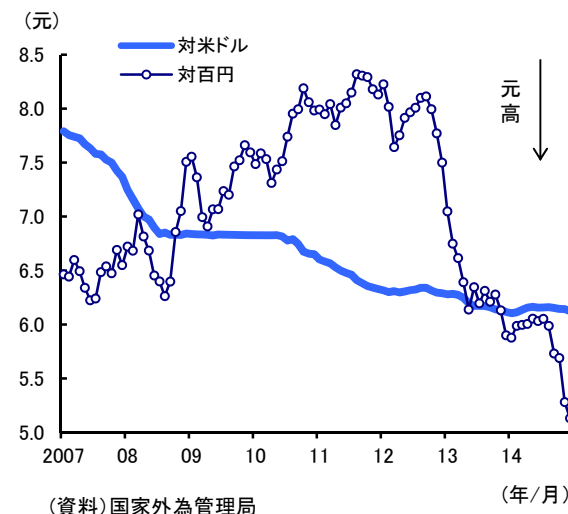
<対中直接投資>

2014年の人民元ベースの対中直接投資は前年比1.7%増と伸び悩み。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、日本からは大幅に減少。米国とEUからも減少。一方、韓国と英国からは増加。

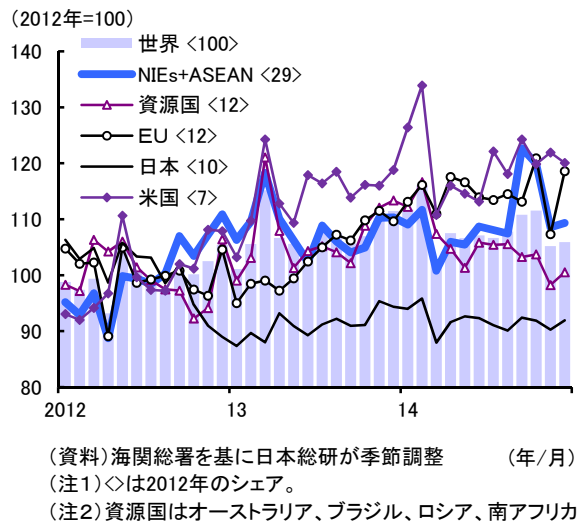
地域別輸出額(季調値)



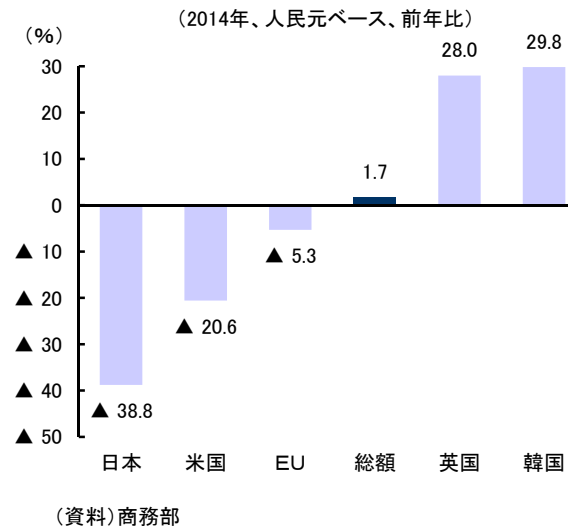
人民元レート



地域別輸入額(季調値)



地域別対中直接投資



自動車販売に持ち直しの兆し

概説 輸出入 消費 投資 物価

<個人消費>

実質小売売上高は二桁の伸びを維持。とりわけ、スマートフォン等の販売が好調。2014年12月の通信機械の販売額の伸び率は前年同月比58.1%増に加速。伸びが鈍化していた家電販売は同12.6%増、家具は同13.2%増と下げ止まりの兆し。

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2ケタの伸びを維持する見通し。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拡大する公算。

<雇用情勢>

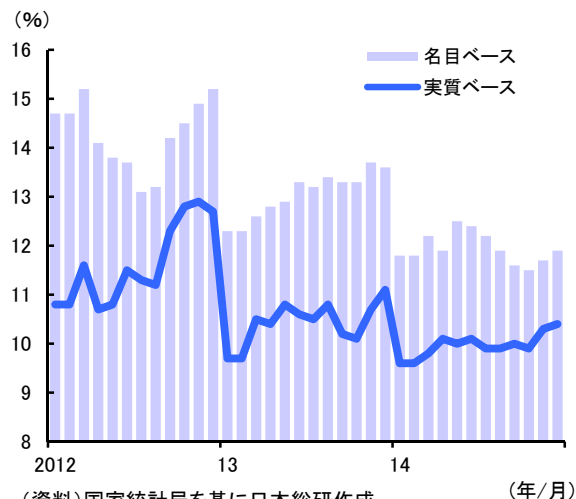
2014年10～12月期の求人倍率は1.15倍という高水準を維持し、全体でみれば雇用情勢は良好。

もっとも、業種別にみると大きな違い。電力・ガス・水道などのインフラ関連、運輸やITなどのサービス業の労働需要が大きく拡大。一方、資源価格の下落に苦しむ採掘業、節約令の影響を大きく受けた飲食・宿泊業や卸小売業の労働需要は縮小し、雇用過剰感が強まっている可能性。

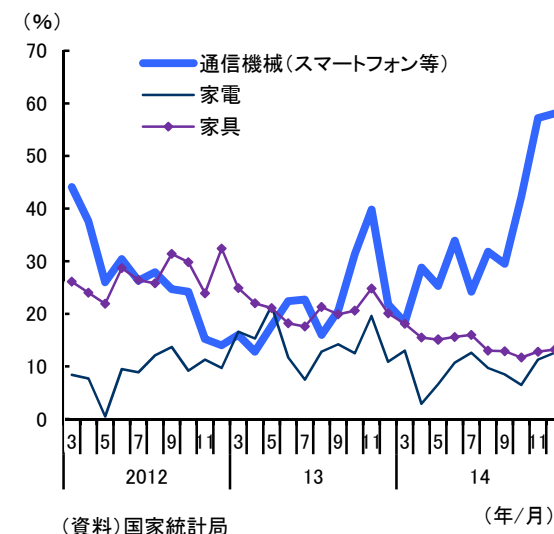
<自動車販売>

昨年12月の自動車販売台数は前年同月比12.9%増と高い伸び。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、住宅ローン規制の緩和などの不動産市場でこ入れ策により、住宅販売に持ち直しの動き。加えて、昨年末頃の株価上昇で富裕層を中心に余裕が生じたことや、ガソリン価格の下落なども要因として指摘可能。

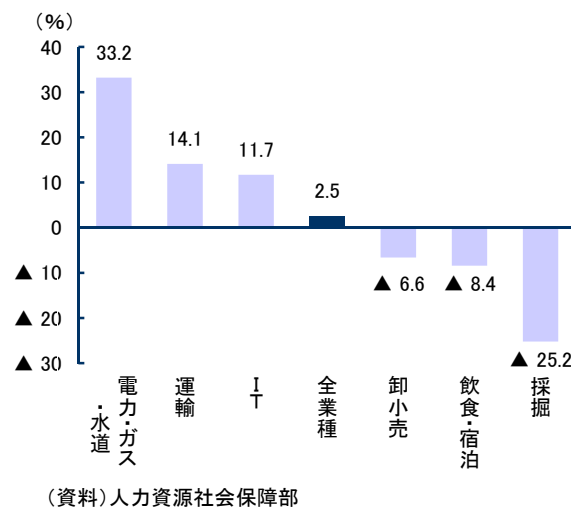
小売売上高(前年比)



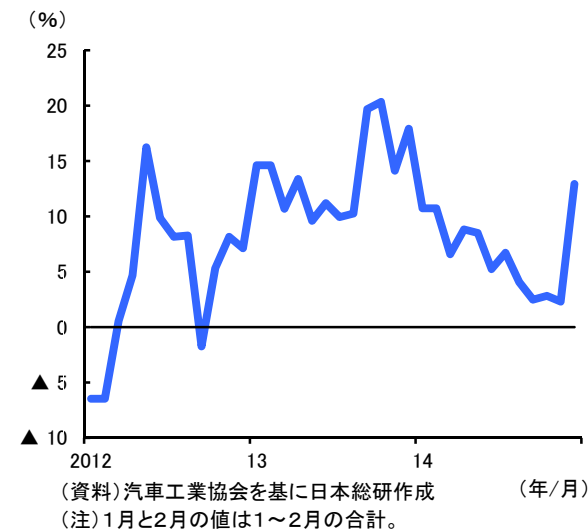
品目別売上高(名目ベース、前年比)



業種別求人数(2014年10～12月期の前年比)



自動車販売台数(前年比)



政府は不動産市場でこ入れ策を実施

概況 輸出入 消費 投資 物価

固定資産投資の増勢は鈍化。とりわけ、不動産開発投資のスローダウンが顕著。

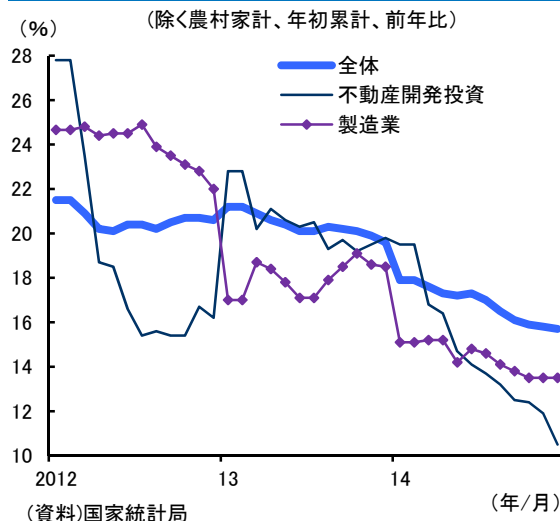
今後、投資減速の主因は住宅市場の調整から設備投資の抑制に変化する見通し。設備と債務の過剰感が強いなか、製造業の固定資産投資は一段と鈍化すると予想。これまで、当局はデレバレッジに向け、ソーラーパネル企業の社債デフォルトを容認。また、地方財政改革を通じて、鉄鋼業などでみられる地方政府の地元企業保護を資金面から抑制する方向。過剰設備の業種を中心に資本コストは上昇しているとみられ、設備投資のブレーキ要因に。

当局は、構造調整を重視して過剰投資・過剰債務の解消を図りつつ、景気失速も警戒しており、不動産市場の底割れ回避に着手。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したほか、住宅ローンに対する規制を緩めるなど、不動産価格抑制策を緩和方向に微修正。また、金融政策についても、中国人民銀行が昨年11月に2年4か月ぶりの利下げを実施し、2015年入り後にも金融機関への資金供給を拡大。

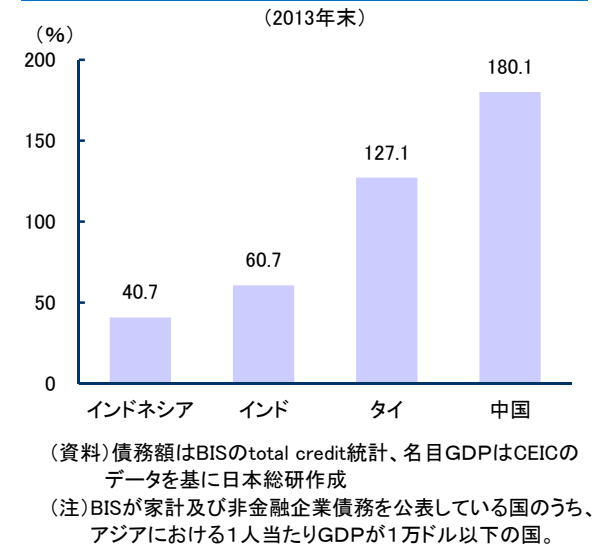
先行き、不動産開発投資は下げ止まる見通し。工事着工時に計上される住宅着工床面積の伸び率は2014年1～3月期をボトムに減少幅が縮小。今後、工事完成時点で計上される不動産開発投資の伸び率の低下にも歯止めがかかる見通し。

加えて、インフラ投資を加速。当局は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。このほか、規制緩和によりサービス産業の拡大を促進。

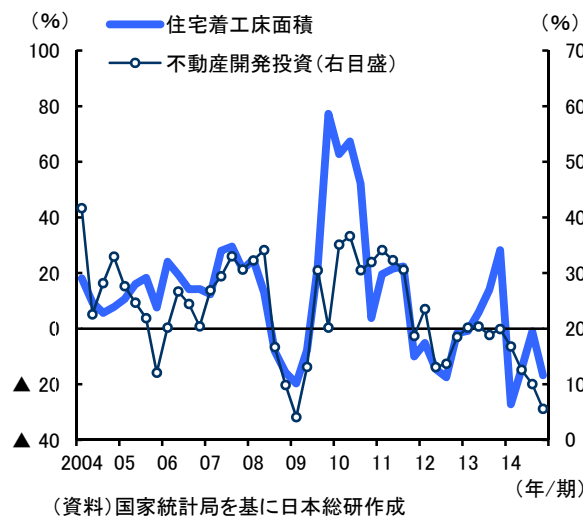
固定資産投資



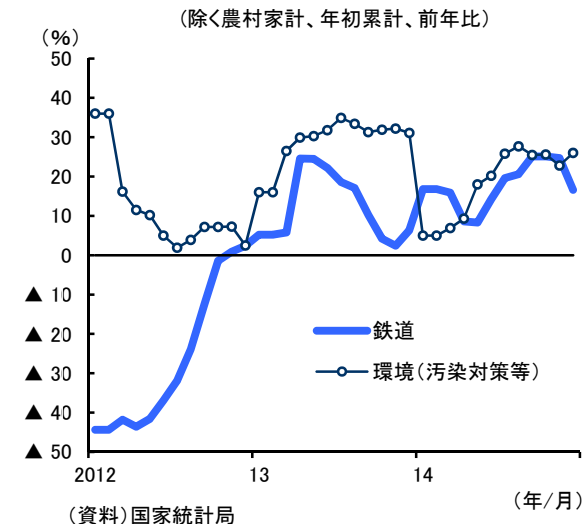
家計及び非金融企業債務の対GDP比



住宅着工と不動産開発投資(前年比)



主要インフラ投資



株価は大幅に上昇

概況

輸出入

消費

投資

物価

<物価>

2014年12月のCPI上昇率は前年同月比+1.5%の低水準。輸入価格の下落や景気減速に加え、前年同月の物価水準が高かったことも低水準の背景。

先行き、前年の価格高騰の影響が剥落していくものの、輸入価格の下落と景気低迷を反映し底ばいで推移する見通し。

<不動産価格>

住宅価格は下落。2013年の一連の不動産価格抑制策を受け、同年末頃から住宅需要が全国規模で縮小したことが背景。

もっとも、2014年9月頃から価格下落ペースは緩やかになりつつあり、先行き、価格下落に歯止めがかかると予想。当局が不動産市場の底割れ回避に着手しており、その結果、住宅需要に持ち直しの動き。住宅価格の下落ペースが再加速する場合には、追加の不動産市場で入れ策を打ち出す可能性も。

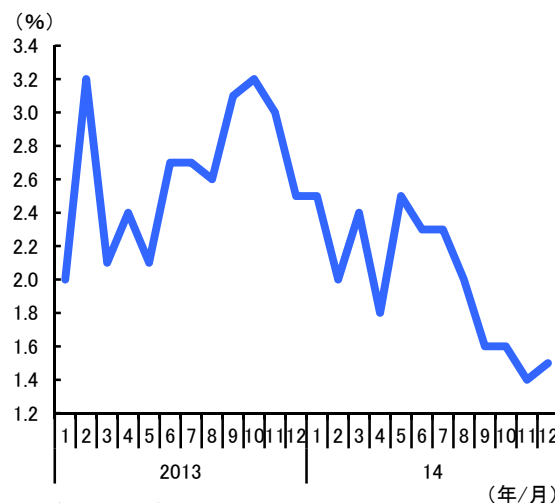
<市場金利>

銀行間貸出金利（加重平均）は3%前後を維持しており、2013年6月にみられたような資金の逼迫はみられず。中国人民銀行は公開市場操作の適用金利引き下げや政策金利の引き下げを実施したうえで、2015年入り後にも金融機関への資金供給を拡大。

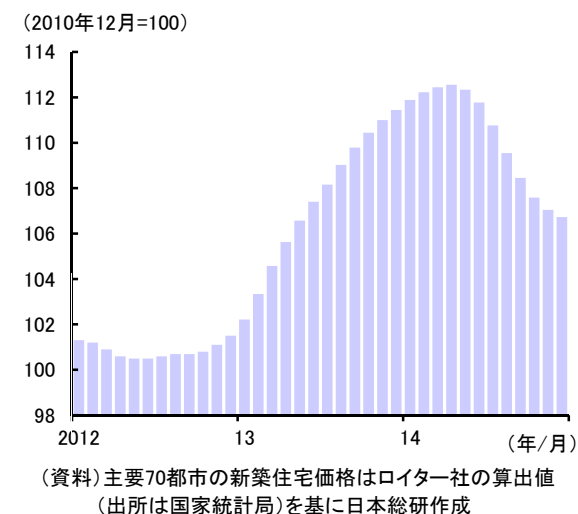
<株式市場>

上海総合株価指数は大幅に上昇。この背景には、上海証券取引所と香港取引所が株式の相互取引を開始したこと、金融政策が緩和方向に微修正されたこと、不動産市場に流入した資金が株式市場に流入していること、などが指摘可能。

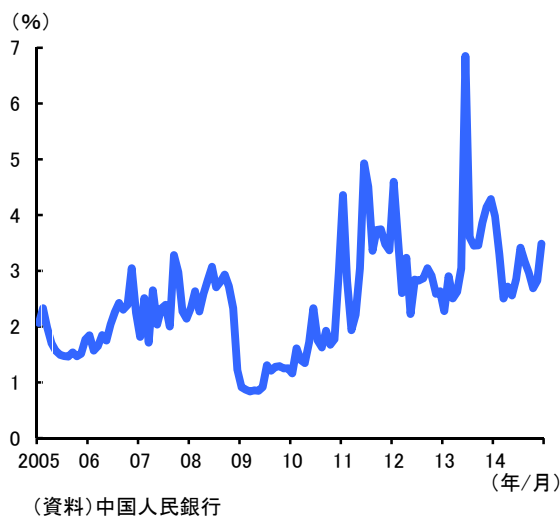
CPI(前年比)



主要70都市の新築住宅価格



銀行間貸出金利(加重平均)



上海総合株価指数

