

---

# 中国経済展望

2015年1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2014年12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)

# 設備投資の抑制がブレーキ要因に

概説

輸出入

消費

投資

物価

景気は不動産開発投資のスローダウンを主因に減速。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。

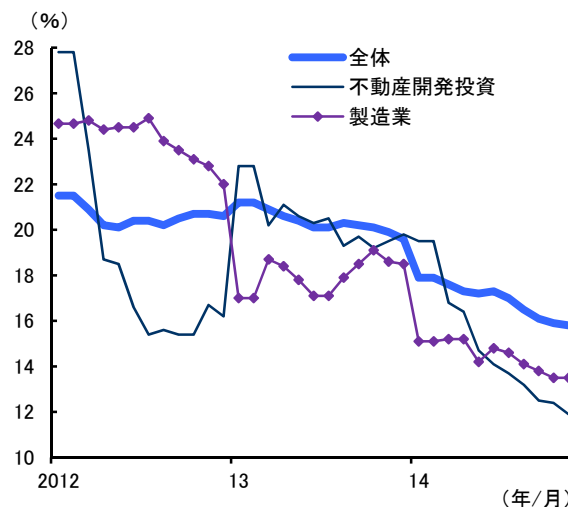
今後、景気減速の主因は住宅市場の調整から設備投資の抑制に変化する見通し。足許では、地方政府の住宅購入規制の緩和や9月の住宅ローン規制の緩和などにより、住宅市場に持ち直しの動き。具体的には、春頃から住宅着工が持ち直しているのに続き、住宅販売も7月をボトムに増加。先行き、建設竣工時に計上される不動産開発投資は底入れする公算大。

他方、設備過剰感が強いなか、製造業の固定資産投資は一段と鈍化する見通し。これまでの景気減速に伴い企業収益は伸び悩み。設備稼働率も低下しているとみられるなか、企業の資金需要が落ち込んでおり、設備投資意欲の低下を示唆。

12月11日に閉幕した中央経済工作会议は「積極的な財政政策」「穏健な金融政策」の継続を決定し、2015年の成長率目標を引き下げる方針で議論。加えて、デレバレッジの長期化を指摘したことも注目点。これらは、経済成長のペースを高速から中高速にシフトする政策スタンスが続くことを示唆。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る構え。

このほか、在庫調整圧力の高まり等も景気の重石になると見込まれ、先行き、経済成長率は低下トレンドとなる見通し。もっとも、政府は景気失速も警戒。小規模な刺激策により、景気減速ペースは緩やかなものになる見込み。2014年の実質成長率は7.4%、2015年は7.2%と予想。

## 固定資産投資(年初累計、前年比)



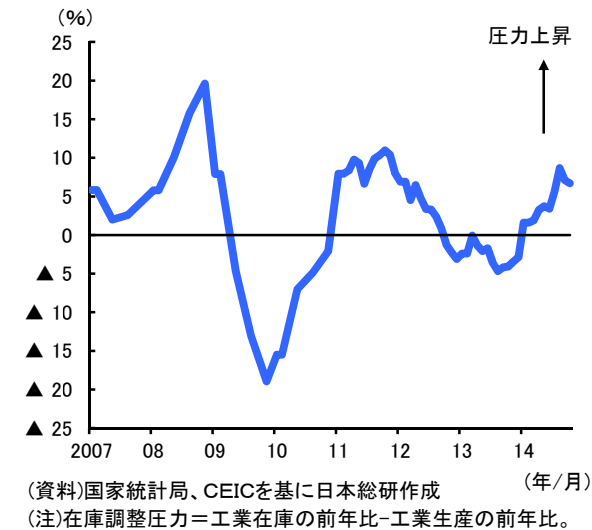
## 住宅の販売と着工(季調値)



## 企業の資金需要DI(季調値)



## 在庫調整圧力



# 資源類の入着価格が大幅に下落

概説

輸出入

消費

投資

物価

## <輸出>

アジア向けは堅調。米国向けとBRIS（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ）向けは緩やかに拡大。他方、EU向けは減少傾向。

先行き、輸出の増勢加速は期待薄。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、EUのデフレ懸念や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>

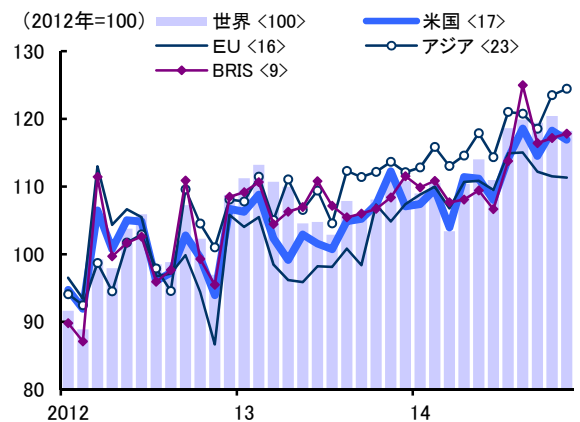
輸入額は輸入価格の下落と内需の弱まりを背景に、伸び悩み。9～10月にNIEsとASEANからの輸入が急増したものの、新型スマートフォンとタブレットの部品や加工機械の調達为主因とみられ、一時的な動きとなる見込み。実際、当該地域からの輸入額は11月に減少。

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。11月の鉄鉱石の入着価格は前年同月比▲36.1%、原油は同▲17.4%、石炭は同▲14.0%下落。こうしたなか、11月の貿易黒字は単月で過去最大の545億ドルに拡大。

## <対中直接投資>

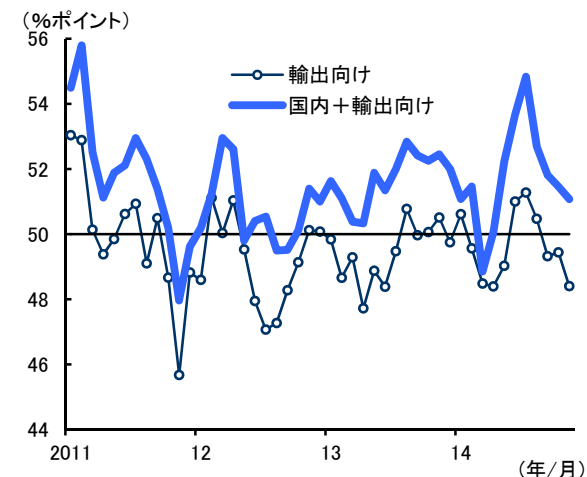
1～11月の対中直接投資は前年同期比0.7%増。人件費の上昇や元高などを背景に、中国の生産拠点としての魅力は低下。地域別にみると、日中関係悪化の影響もあり、日本からは同▲39.7%と大幅に減少。米国からは同▲22.2%、EUからは同▲9.8%の減少。

## 地域別輸出額(季調値)



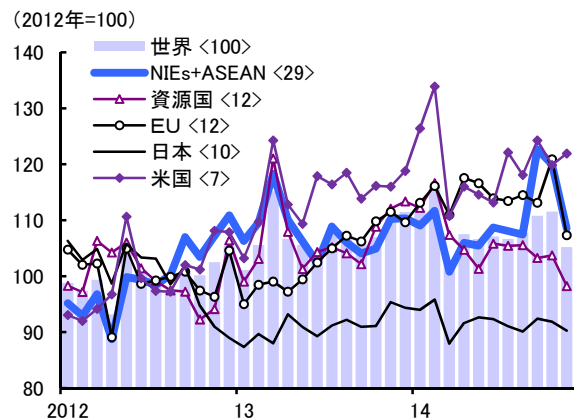
(資料) 海関総署を基に日本総研作成  
(注1) <>は2012年のシェア。  
(注2) BRISはブラジル、ロシア、インド、南アフリカ。

## 製造業PMI新規受注指数(季調値)



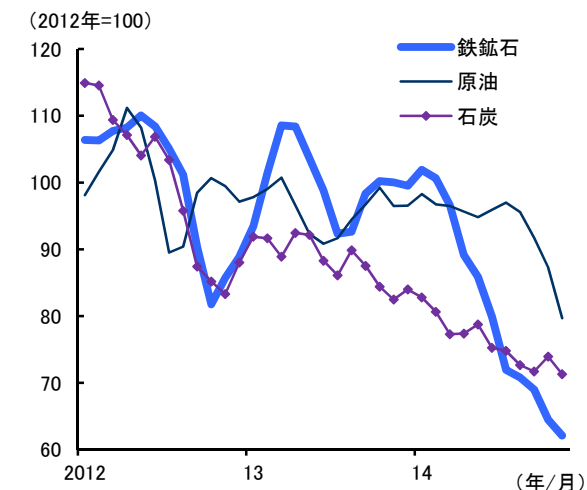
(資料) 国家統計局、物流購買連合会を基に日本総研作成

## 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) <>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。

## 資源類の入着価格



(資料) 海関総署を基に日本総研作成

## 縮小する所得格差

### <個人消費>

個人消費は堅調に拡大。ただし、高所得層と中低所得層では大きな違い。綱紀粛正に伴う高所得層の消費抑制を受けて、百貨店や高級レストランを含む大手小売業の売上高は低い伸びにとどまる一方、高所得層の利用が少ない中小小売業は好調に推移しており、小売売上高の総額は2ケタの伸びを維持。

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、家計の資産価値は目減り。加えて、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旅行などのサービス消費が冷え込む恐れ。

### <所得格差>

消費の絶対的な格差は依然として大きいものの、格差は縮小の方向。その背景に、節約令や家計資産の目減りなどに加え、所得格差の縮小も指摘可能。

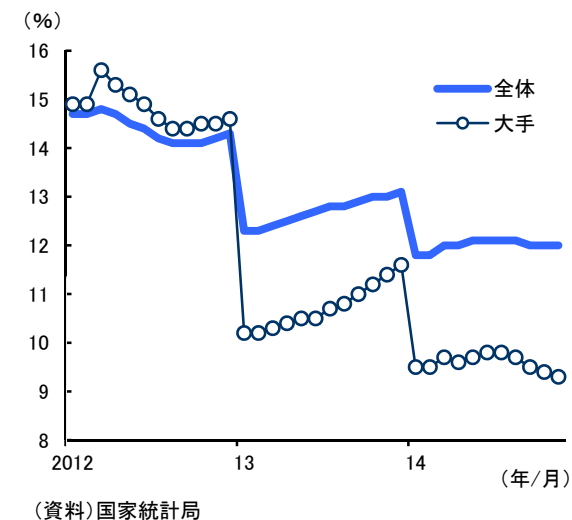
近年、大卒数の急増を受けて、金融やITなど高給で人気の高い業種では、わずかな求人に対して多数の求職者が集まる一方、労働条件が劣る工事現場や工場などでは人手不足が問題化。この結果、高賃金の職種の賃金上昇率が低く、低賃金の賃金上昇率が高い状況。

また、2000年代半ば以降、民間企業の設備投資が沿海部から内陸部にシフトする動きに伴い、内陸中小都市の所得水準は沿海大都市を上回るペースで上昇。また、農村部でも地元企業の賃金が大幅に上昇。こうしたなか、沿海ー内陸間、都市ー農村間の所得格差も縮小。

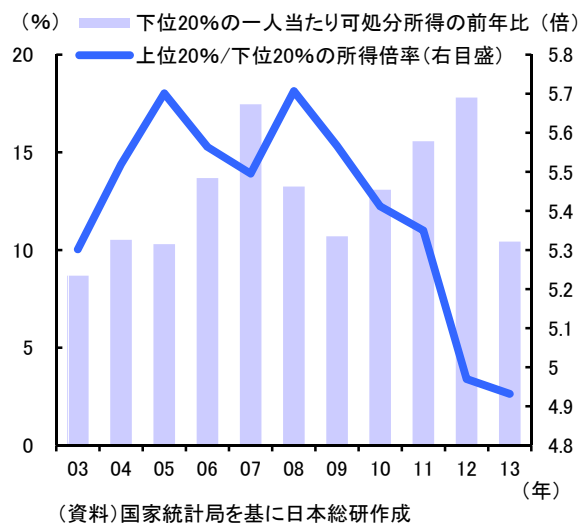
### 小売売上高(前年比)



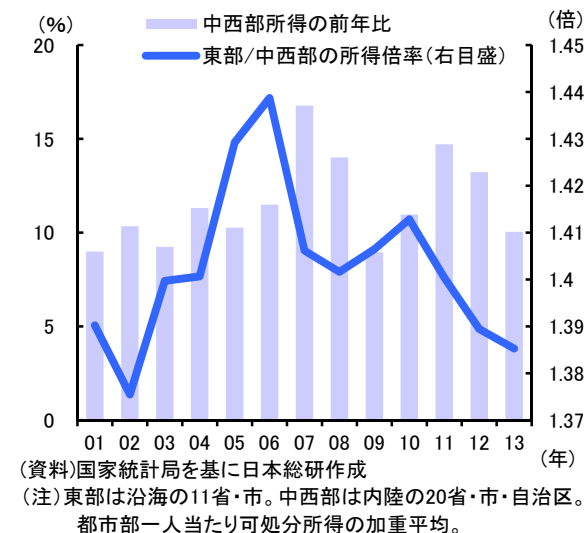
### 小売売上高(年初累計、前年比)



### 都市内の所得格差



### 東部ー中西部の所得格差



# 先行き、固定資産投資は一段と鈍化

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。

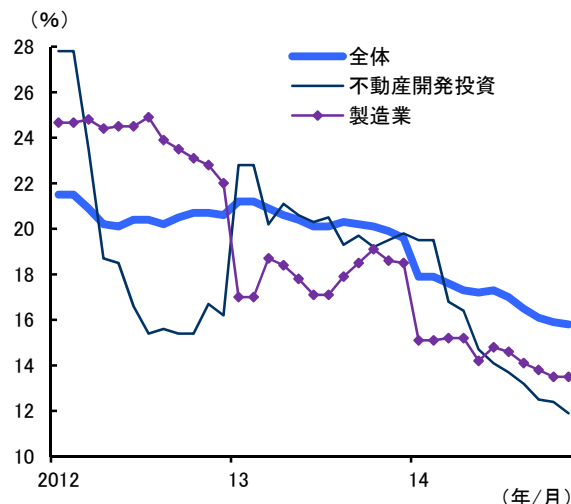
不動産価格抑制策の緩和や金融緩和を求める声が強まったため、2014年春頃から中央政府は地方政府の住宅購入規制の緩和を黙認し、住宅ローンに対する規制を緩めるなど、不動産価格抑制策を緩和方向に微修正。また、金融政策についても、中国人民銀行は公開市場操作の適用金利引き下げや主要銀行等に対して資金供給を行ったうえで、11月に2年4カ月ぶりの利下げを実施。

今後を展望すると、住宅ローン規制の緩和などにより、不動産開発投資の増勢鈍化に歯止めがかかる公算大。すでに、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通し。

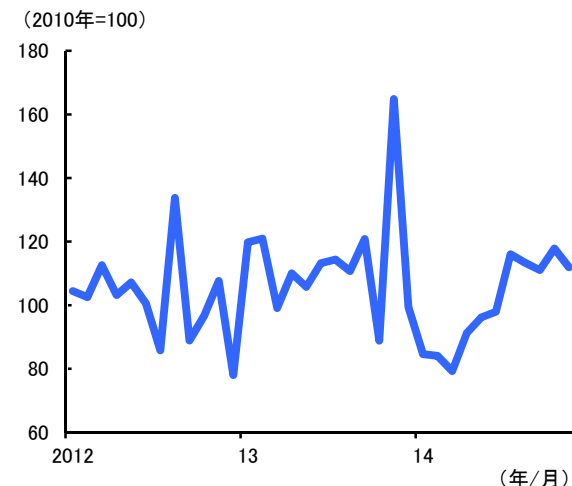
もっとも、固定資産投資全体では、製造業の設備投資抑制を主因に、増勢鈍化が続く見通し。景気減速に伴い企業収益は伸び悩み。設備稼働率も低下しているとみられ、企業の設備過剰感は強まる方向。実際、中国人民銀行によると、企業の資金需要DIは2014年7～9月期にかけて低下。こうしたなか、製造業の固定資産投資は一段と鈍化する見込み。

当局が過剰投資・過剰債務を警戒するスタンスを崩さないなか、11月の利下げに大きな景気浮揚効果は期待薄。2012年6、7月の利下げ後にみられたように、資本コストが低下しても、必ずしも固定資産投資の増勢が急加速する訳ではない。投資プロジェクトに対する行政の関与が大きく、かつ、間接金融を主とする中国では、産業政策や窓口指導が投資の動向を大きく左右。

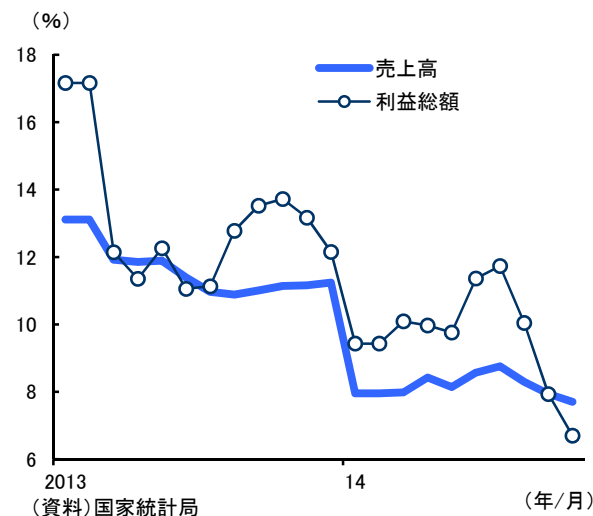
固定資産投資(年初累計、前年比)



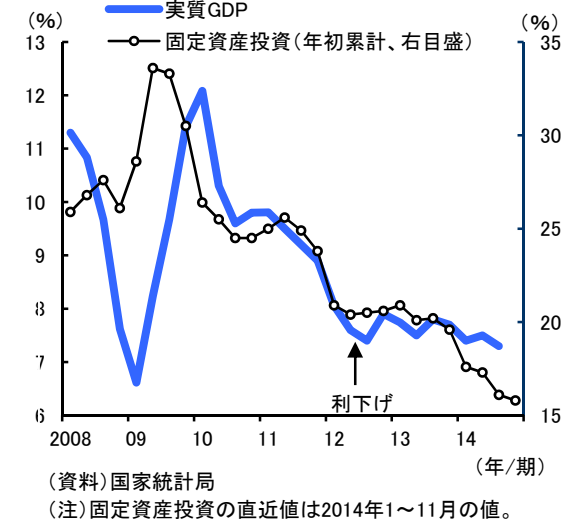
住宅着工床面積(季調値)



工業企業の企業収益(年初累計、前年比)



実質GDP成長率と固定資産投資(前年比)



# 住宅需要に持ち直しの動き

概況 輸出入 消費 投資 物価

## <物価>

11月のCPI上昇率は前年同月比+1.4%に低下。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が背景。2015年初には前年の価格高騰の影響が剥落していくことから、CPI上昇率は持ち直す公算。その後は景気低迷を反映し2%前後の水準で底ばいとなる見通し。

## <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年春頃から地方政府は住宅購入規制の緩和を開始。9月には中国人民銀行が住宅ローンの規制緩和を発表。こうしたなか、11月の住宅販売床面積は直近ボトムの7月対比24.0%増加し、住宅需要に持ち直しの動き。住宅価格は住宅販売に半年から1年程度遅れて変動することを踏まえると、2015年半ば頃までに住宅価格が底入れする見通し。

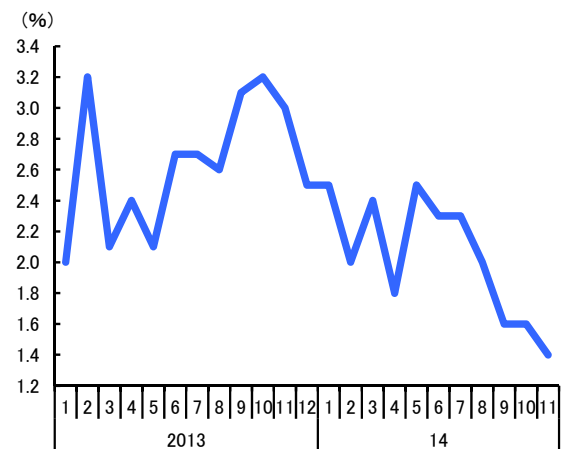
## <市場金利>

11月の銀行間貸出金利（加重平均）は2.82%と頭打ちに。中国人民銀行は公開市場操作の適用金利引き下げに加え、主要銀行と農村商業銀行等を対象に資金を供給。11月には政策金利の引き下げを実施。

## <人民元レート>

足許では元安が進展。この背景には、中国の利下げ観測や新興国からの資金流出観測の強まりが指摘可能。ただし、中国では貿易黒字が続いており、かつ、当局は原則的にクロスカンツリーの資本取引を制限しているため、人民元レートの下落幅は他の新興国に比べて限定的。

## CPI(前年比)



(資料) 国家統計局

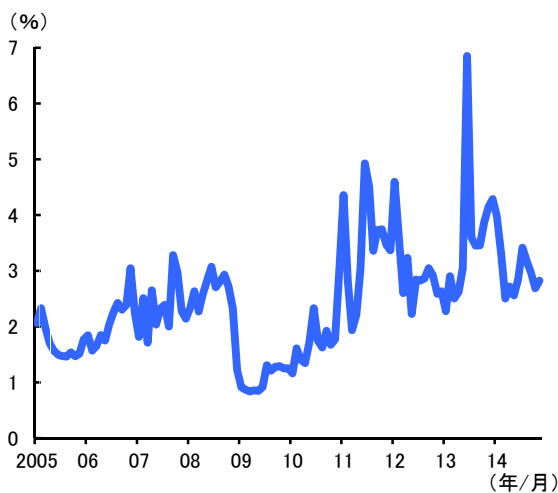
(年/月)

## 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

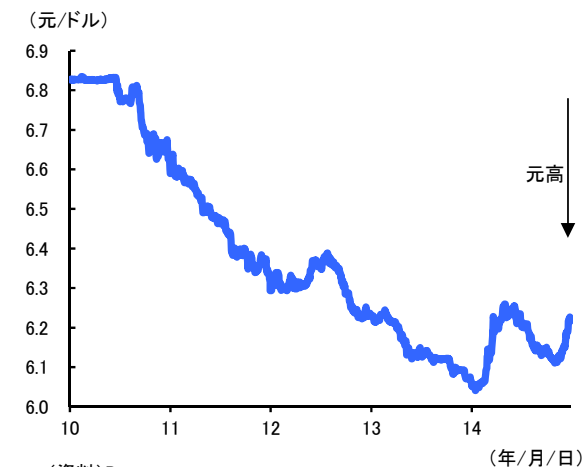
## 銀行間貸出金利(加重平均)



(資料) 中国人民銀行

(年/月)

## 人民元レート



(資料) Datastream

(注) トムソン・ロイター社調べ。

元高  
↓