

中国経済展望

2017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2017年7月28日時点で利用可能な情報をもとに作成
- ◆照会先： 関辰一（Tel: 03-6833-6157 Mail: seki.shinichi@jri.co.jp）

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

中国経済の好調は持続

◆現状：景気は持ち直し

4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.9%と、前の期から横ばい。主要統計をみると、安定成長を優先した当局の景気下支え策により、インフラ投資が依然として高めの伸びを維持。不動産開発投資も緩和的な金融政策の下、安定したペースで拡大。

目立って好転しているのが民間部門の投資。ここ2年間大きくスローダウンした民間固定資産投資は、企業の景況感が改善するなか持ち直し。実質小売売上高も、雇用・所得環境の改善を受けて伸びが加速。企業における人員増強のための賃上げにより、実質所得の伸び率も持ち直し。輸出も、世界経済の回復によってプラスに転換。

このように、昨年まで見られた内外需の減速を下支えするために、政府が景気刺激策を講じる一方、民間部門や外需もほぼ同じタイミングで持ち直しに転じたため、景気が予想以上に上振れた格好。

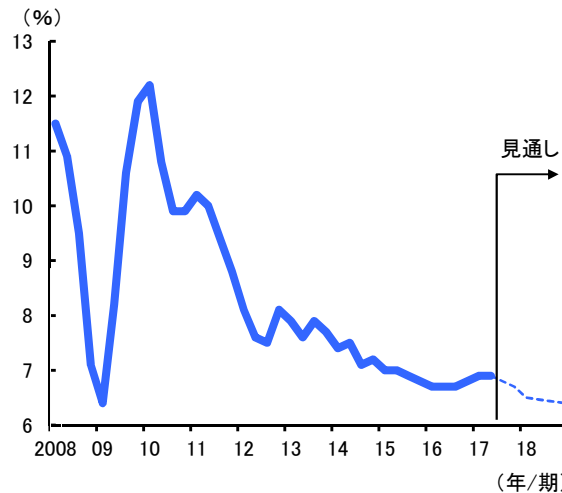
◆展望：景気は緩やかに減速

一方、内陸部を中心に住宅市場の過熱状況が持続。シャドーバンキングは一段と拡大。過剰懸念のある重工業セクターの生産も再び拡大。

今後を展望すると、景気過熱が心配される状況に変化したことから、政府は再び構造調整の優先度合いを高め、景気過熱にブレーキをかける見通し。すでに、小型車減税措置が縮小されたため、自動車販売台数の増勢は鈍化。当局の意向を映じて、国有企業の固定資産投資も減速。バブル抑制のため、金融面では短期市場金利の高め誘導も明確化。

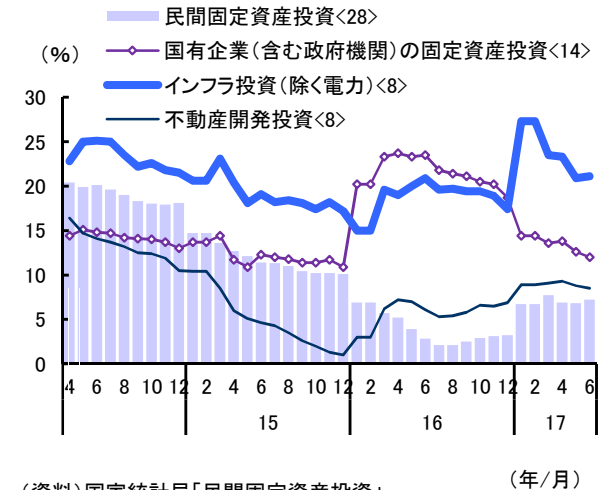
これらを受け、年後半は景気減速に向かうものの、消費が堅調ななか、2017年通年では前年を若干上回る6.8%成長になる見通し。2018年は6.4%と減速が鮮明になると予想。

実質GDP成長率(前年比)



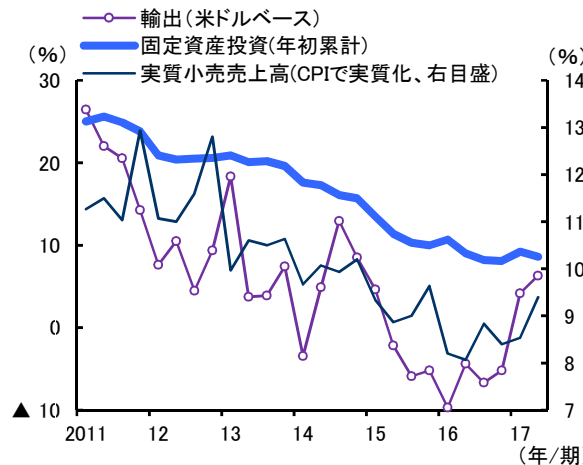
(資料) 国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成

固定資産投資(年初累計、前年比)



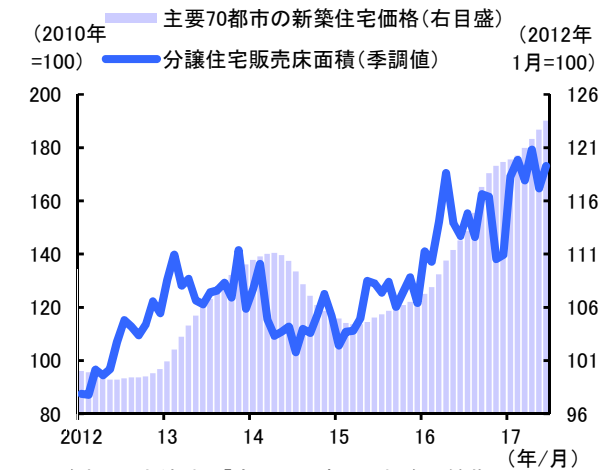
(資料) 国家統計局「民間固定資産投資」「全国固定資産投資」「全国房地產開発投資和銷售情況」
(注) <>はGDPに占めるシェア、重複計上あり。

主要統計(前年比)



(資料) 海関総署「貿易統計」、国家統計局「社会消費品零售総額」「居民消費价格」「全国固定資産投資」を基に日本総研作成

住宅の販売床面積と価格



(資料) 国家統計局「全国房地產開發投資和銷售情況」、Thomson Reutersを基に日本総研作成

■ 米国による高率関税リスクが再浮上

◆ 輸出：全地域向けで回復

輸出は、米国向けがいち早く回復したほか、新興国向け、EU向けも回復。米国は内需主導で成長ペースが徐々に高まるほか、EUや新興国の需要も拡大が続く見込みであり、先行きも輸出は増加傾向が続く見通し。

政治面では、6月から7月にかけて、米中関係が悪化。中国の北朝鮮問題への対応が米国の期待を大きく下回ったことも一因。7月19日に閣僚級の包括経済対話が開かれ、米国側は鉄鋼などにおける貿易赤字削減や保険、ITなどにおける市場開放を求めたものの、中国側の反発を受けて、具体的な合意に至らず。トランプ大統領が再び高率関税の導入に言及するなか、米通商政策の先行きを楽観視できない状況。

◆ 輸入：持ち直し

輸入も持ち直し。地域別にみると、日本やEU、米国のみならず、新興国や資源国からの輸入額も持ち直し。

品目別にみても、資源・素材や産業用機械、電気・輸送機械など、おおむね全品目で輸入額が増加。

政府が景気刺激策を講じたところに、タイミングよく民間部門や海外の需要回復が重なったため、景気が上振れたことを反映した動き。

◆ 人民元レート：元高の兆し

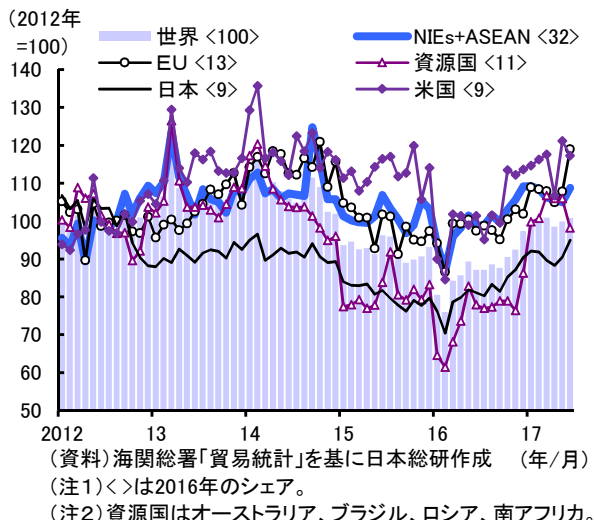
人民元の対米ドルレートは、1月以降減価に歯止めがかかり、足許では元高に向かう兆しがみられる状況。この背景には、景気減速に対する不安後退、資本流出規制の強化、短期市場金利の上昇が指摘可能。

6月末の外貨準備高は3兆568億元と、5カ月連続で増加。資本流出に歯止めがかかったため、中国人民銀行による元買い・ドル売りの為替介入は一服。

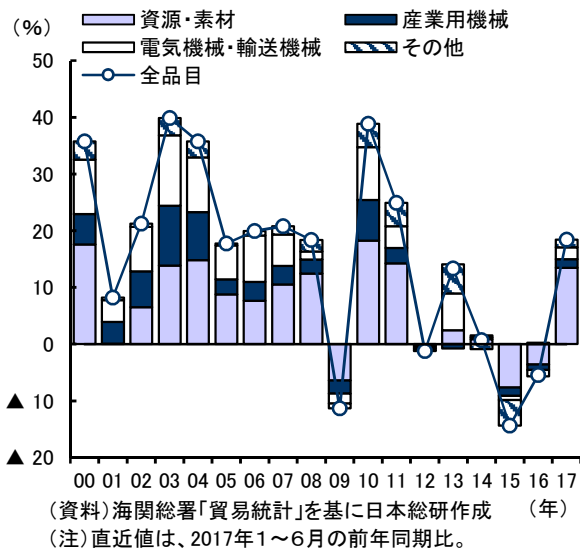
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



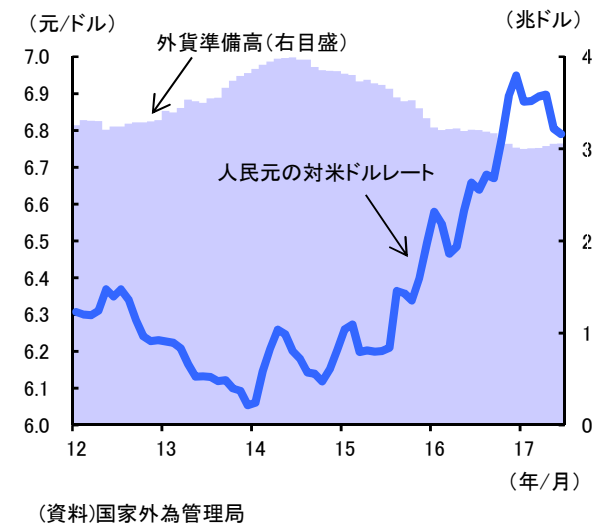
地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



品目別輸入額(前年比、米ドルベース)



人民元レートと外貨準備高



個人消費は雇用・所得環境の改善により持ち直し

◆個人消費：所得改善で上向き

6月の実質小売売上高は前年同月比9.5%増、名目小売売上高は同11.0%増と、3月以降の高い伸びを維持。この背景には、雇用・所得環境の改善が指摘可能。これまで続いてきた企業のリストラが一服したため、雇用情勢は改善。4～6月期の求人数は前年同期比5.5%増と、2四半期連続のプラス。企業における人員増強のための賃上げにより、1～6月の一人当たり実質可処分所得も同7.3%増と、2016年の前年比6.3%増から持ち直し。

◆自動車販売：増勢が鈍化

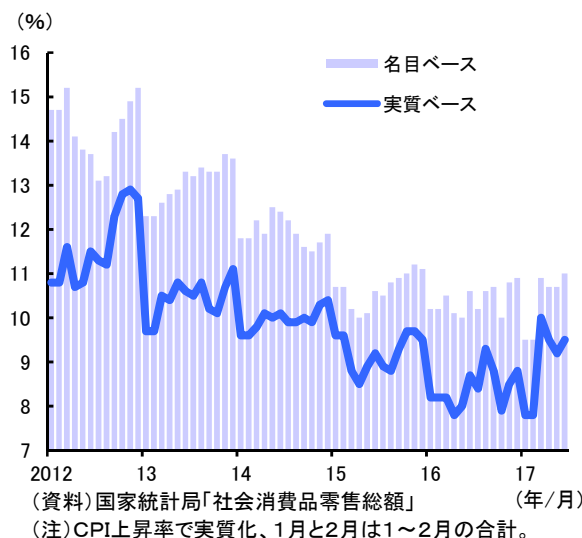
6月の自動車販売台数は前年同月比3.6%増と、2016年通年の前年比13.7%増から増勢が鈍化。この背景は、本年初からの小型車減税措置の縮小。当面、自動車市場は減税措置縮小を受けて、低迷する見通し。2016年後半の販売が高水準であったことを踏まえると、今後、前年比でみた減少幅が拡大する可能性あり。

◆住宅販売：中国人民銀行は過熱を警戒

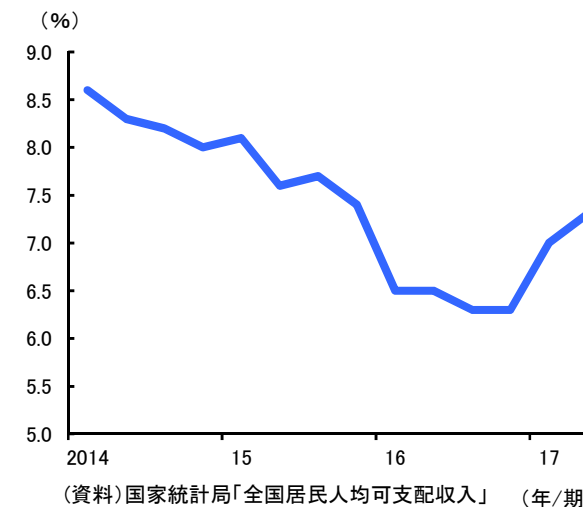
1～5月の全国の分譲住宅販売床面積は前年同期比11.9%増。地域別にみると、地方政府の住宅価格抑制策を受けて、沿海の東部地区が同5.6%にとどまる一方、緩和的な住宅金融政策が続く内陸部では、中部地区（山西省など）が同14.8%、東北地区（遼寧省など）が同18.3%、西部地区（重慶など）が同20.5%と大幅に増加。

こうしたなか、中国人民銀行は7月4日に発表した「中国金融安定報告2017」で、2016年末の不動産向け融資残高（不動産企業向けローン＋個人向け住宅ローン）が年初から5.7兆元増加し、その金額は融資全体の増加額の44.8%に達したことを取り上げ、不動産市場のバブルを警戒。

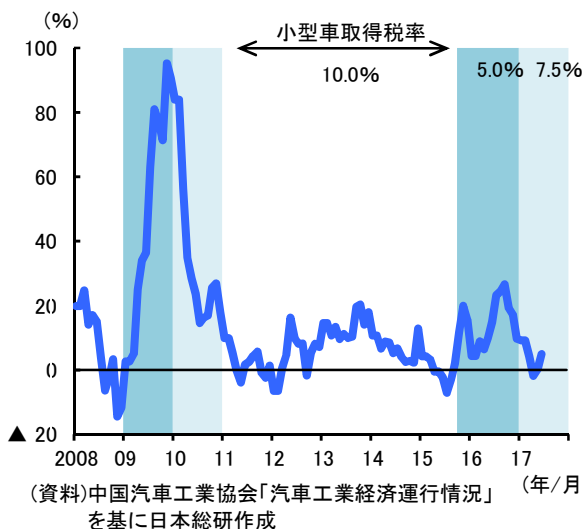
小売売上高（前年比）



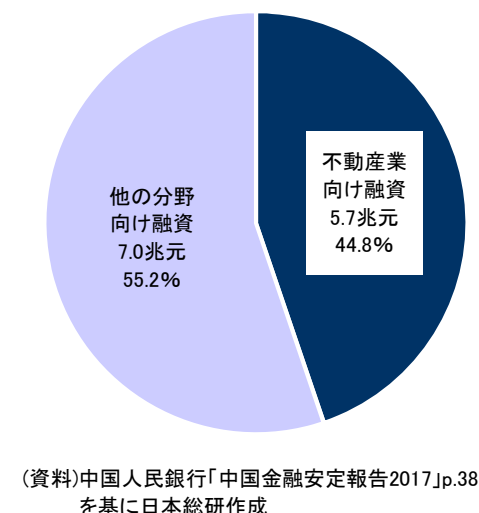
一人当たり実質可処分所得（前年比）



自動車販売台数（前年比）



2016年の融資残高の増加額



金融監督の強化や企業会計の不正摘発は固定資産投資の抑制要因

◆固定資産投資：減速に歯止め

1～6月の固定資産投資は前年同期比8.6%増と、2016年通年の前年比8.1%増から小幅に加速。内訳をみると、政府が景気てこ入れ策を講じるなか、インフラや不動産開発関連の投資が、それぞれ21.1%、8.5%増と昨年から加速。ここ2年間大幅にスローダウンした民間固定資産投資も同7.3%増と持ち直し。医療や娯楽などの第3次産業のみならず、通信機械や電子部品、はん用機械などの製造業の設備投資にも回復の動き。

◆金融監督の強化や企業会計の不正摘発に着手

もっとも、住宅市場の過熱やシャドーバンキング、製造業の過剰生産などの問題はむしろ拡大。そのため政府は、景気過熱を抑制するために、金融・財政政策を引き締め方向に微調整。

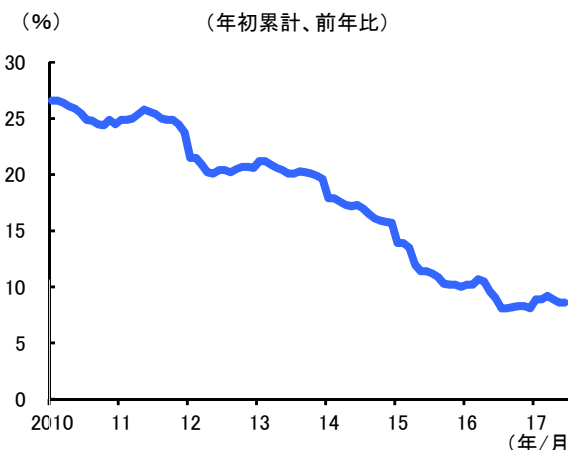
中国人民銀行は公開市場操作を行う際のリバースレポ金利を本年2月から2カ月連続で引き上げ。この結果、短期市場金利は2017年入り後に上昇し、M2の伸び率は低下。

さらに、李克強首相は夏期ダボス会議で「金融にリスクがある」と発言。これは、不良債権問題、シャドーバンキング、不動産バブルなどの問題が中国発の金融危機に繋がり得ると政府が警戒しはじめたことが背景。政府は、金融監督の強化や企業会計の不正摘発などを通じて、リスク・コントロールする構え。一部の大手企業に対して信用リスク調査を実施したため、該当企業は資産と負債の圧縮に着手。これらの行政措置も、固定資産投資の抑制要因に。

また、昨年12月の中央経済工作会議から政府はインフラ投資プロジェクトの承認を抑制し始めるようになったとみられ、この結果、新規着工総投資計画額の増加に急ブレーキ。

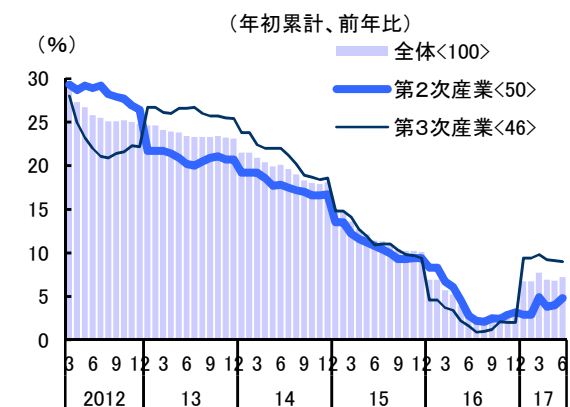
これらの結果、今後、進捗ベースの固定資産投資の伸びは、徐々に低下していく公算大。

固定資産投資



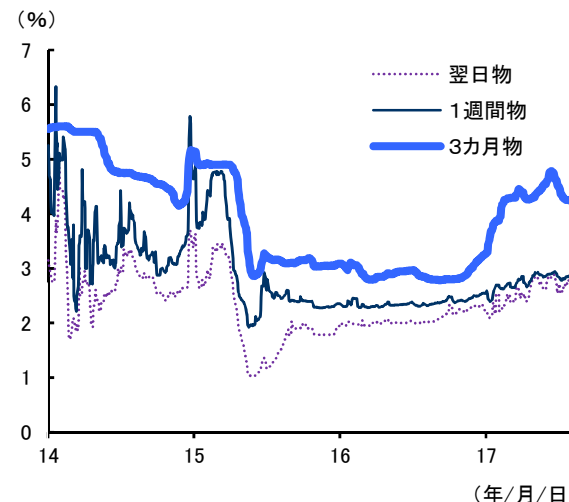
(資料)国家統計局「全国固定資産投資」

民間固定資産投資



(資料)国家統計局「民間固定資産投資」 (年/月)
(注1)名目GDPの約28%は民間固定資産投資。
(注2)業種別の民間固定資産投資の統計開始が2012年3月。
(注3)<>内は2015年のシェア。

短期市場金利 (SHIBOR)



(資料)Datastream

新規着工総投資計画額



(資料)国家統計局「全国固定資産投資」

全国金融工作会議で金融安定発展委員会の新設を決定

◆物価：インフレ率は横ばい圏内

6月のCPIは前年同月比+1.5%と、2月を底に持ち直し。2017年初に好天の影響で生鮮野菜が値下がりしたが、足許ではその影響が徐々に剥落。この要因を除くと、インフレ率は横ばい圏内で推移。6月のPPIは前年同月比+5.5%と、2月をピークに鈍化傾向。政策が引き締め方向に微調整されたことに加え、輸入価格の上昇が鈍化したことが背景。

◆不動産価格：住宅価格は上昇

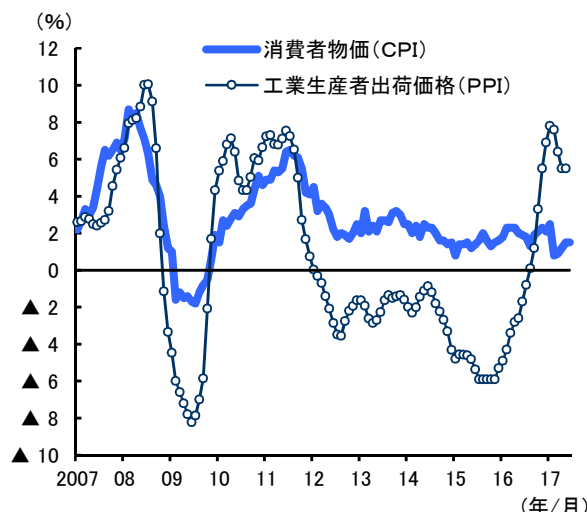
住宅市場の過熱状況は持続。6月、70主要都市のうち住宅価格が前月から上昇した都市数は60都市。北京、上海、深センなどの沿海大都市では、住宅価格が頭打ちとなる一方、重慶や遼寧省瀋陽、山西省太原などの内陸都市では、価格が高騰。

◆政府は金融監督体制の一元化を模索

7月14～15日に開かれた全国金融工作会議では、習近平国家主席がマクロ・コントロールの強化とシステミックリスクの回避に向け、国務院金融安定発展委員会を新設すると発表。同時に、実体経済の発展支援、金融リスクのコントロール、金融改革の推進の3つを今後5年間の金融業の課題として強調。

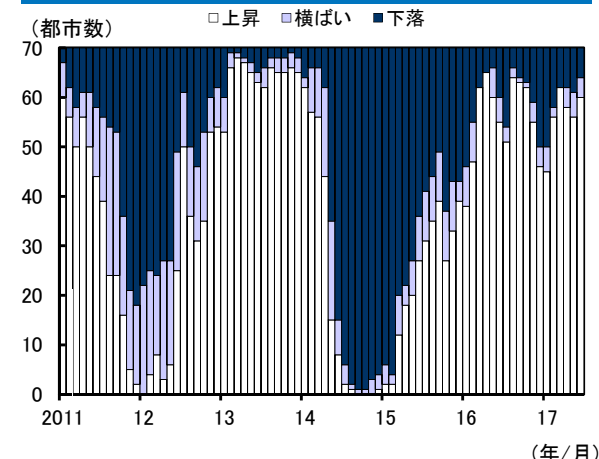
この背景には、リーマン・ショック後の大規模な金融緩和を受けて、緩和マネーが実体経済ではなく銀行理財商品などの金融資産に大量に流入・滞留していることが指摘可能。企業や家計による高利回りの金融資産への投資拡大は、短期的には景気を下支えするものの、中長期的には中国経済の不安定性を高める要因に。今回の委員会新設は、銀行業監督管理委員会、証券監督管理委員会、保険監督管理委員会が個別に監督する現行の体制では、十分にコントロールできていないことに対応したもの。

CPIとPPI(前年比)



(資料) 国家統計局「居民消費价格」「工業生産者出荷价格」

新築分譲住宅販売価格の騰落別都市数



(資料) 国家統計局「70大中城市住宅销售价格变动情况」を基に日本総研作成

(注) 上昇は前月比>0%の都市数、横ばいは同=0%、下落は同<0%。2011年1月に統計改定あり。

非金融企業の金融取引(フロー)

暦年	計	調 達			運 用	
		市中借入金	債券・株式	その他債務	金融資産純増	実物投資に充当
2003	3.1	2.4	0.2	0.6	1.7	1.5
2004	2.8	1.8	0.2	0.8	1.9	0.9
2005	2.9	1.9	0.3	0.7	1.5	1.5
2006	3.8	2.6	0.5	0.6	2.8	1.0
2007	4.7	2.6	0.8	1.2	3.5	1.1
2008	6.8	5.0	0.9	0.8	3.8	3.0
2009	11.9	9.1	1.8	1.0	9.5	2.4
2010	11.6	6.5	1.5	3.5	10.8	0.8
2011	11.1	6.7	1.9	2.5	6.7	4.4
2012	13.9	9.2	2.5	2.3	9.5	4.4
2013	14.8	10.4	2.2	2.2	11.1	3.7
2014	14.3	10.2	3.3	0.8	7.9	6.4
2008-14 年累計	84.4	57.1	14.2	13.1	59.2	25.1

(資料) 国家統計局「国民経済計算」各年版を基に日本総研作成

(注) 金融資産の純増には、現金・預金、有価証券、およびその他の金融資産を含む。