

2015年7月21日 全11頁

中国：ダウンサイド・リスクは低下

2015年4月～6月は予想を上回り7.0%成長を維持

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

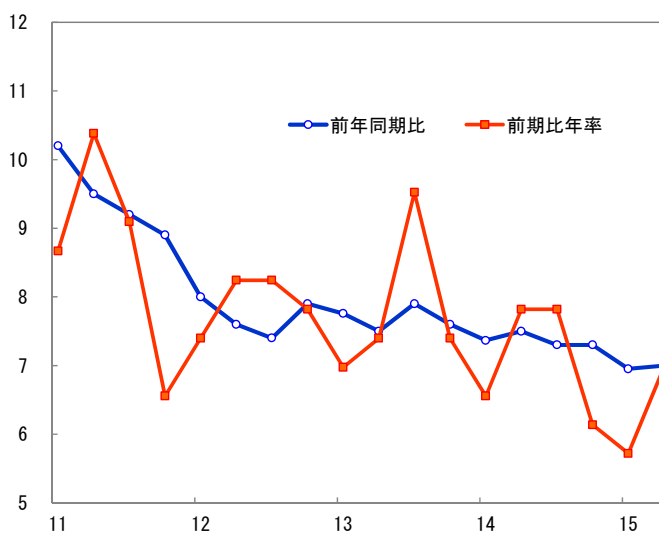
- 国家統計局によると、2015年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比7.0%と、事前予想を上回った。1月～6月の産業別GDP成長率は、金融業が同17.4%成長と突出している。6月12日までのバブル的な株価急騰とその後の急落に伴う未曾有の売買急増が金融業（証券業）の成長率を押し上げた可能性が高い。
- 今後、中国経済のダウンサイド・リスクは低下していこう。2014年11月以降の本格的な金融緩和の効果発現が期待されることに加え、中国政府が景気下支えを目的に、鉄道、水利、環境、保障性住宅といったインフラ投資や民生改善のための投資をさらに増強しようとしていることがある。さらに、住宅ローン金利の低下や、2015年3月末の短期での住宅売買や二重ローンを容認する住宅市場テコ入れ策が住宅購入意欲を刺激したことで、住宅販売が急回復している。住宅販売と不動産開発投資のタイムラグは6ヵ月～9ヵ月程度であり、不動産開発投資は、早ければ7月～9月にも底打ちして、その後は回復していく可能性が高い。
- ただし、インフラ投資や民生改善のための投資をさらに増強する場合、その多くは中国政府との関係が密接な銀行からの貸出増加に頼らざるを得ない。不動産開発投資については、住宅在庫の調整が一段落した大都市で投資が増加するのはよいが、そうではない地方都市でも同様の動きが出れば要注意であろう。さらなる在庫調整の長期化や貸出の不良債権化が懸念されるためである。
- 結局のところ、今後の景気の底打ち・回復は、投資・投機を容認した住宅市場の回復やインフラ投資増強などと、それを金融面で支える銀行貸出の増加という伝統的な方法によるものである。ただし、やりすぎは禁物であろう。やりすぎれば、効率の低い投資と無駄な借金（不良債権）の増加という、やはり中国が抱える伝統的な問題の先鋭化を招き、将来に禍根を残すだけである。そうならないための将来的な「出口」戦略を含め、細やかな政策対応が求められている。

2015年4月～6月は予想を上回り7.0%成長を維持

国家統計局によると、2015年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比7.0%と、1月～3月の同7.0%から横這いであった。事前予想（Bloomberg社調査による平均値は同6.8%）を上回り、2015年の政府経済成長率目標である7.0%前後を下回る事態は避けられた。4月～6月の前期比は1.7%（年率換算7.0%）と、1月～3月の同1.4%（年率換算5.7%）¹を上回った。

1月～6月の産業別GDP成長率は、金融業が同17.4%成長と突出している。6月12日までのバブル的な株価急騰とその後の急落に伴う未曾有の売買急増が金融業（証券業）の成長率を大きく押し上げた可能性が高い。

中国の実質GDP成長率（四半期）の推移（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

2015年1月～6月の産業別GDPウエイトと成長率（単位：％）

	ウエイト	成長率
第一次産業	6.8	3.5
第二次産業	43.7	6.1
工業	37.6	6.0
建設業	6.3	7.0
第三次産業	49.5	8.4
金融業	9.3	17.4
卸売・小売業	9.1	6.1
不動産業	6.7	3.3
交通運輸、倉庫、郵政業	4.9	4.9
ホテル・飲食業	1.7	5.4
その他サービス業	17.3	8.9
合計	100.0	7.0

（出所）国家統計局より大和総研作成

¹ 1月～3月の前期比は、当初1.3%（年率換算5.3%）と発表されていたが、同1.4%（年率換算7.0%）に上方修正されている。

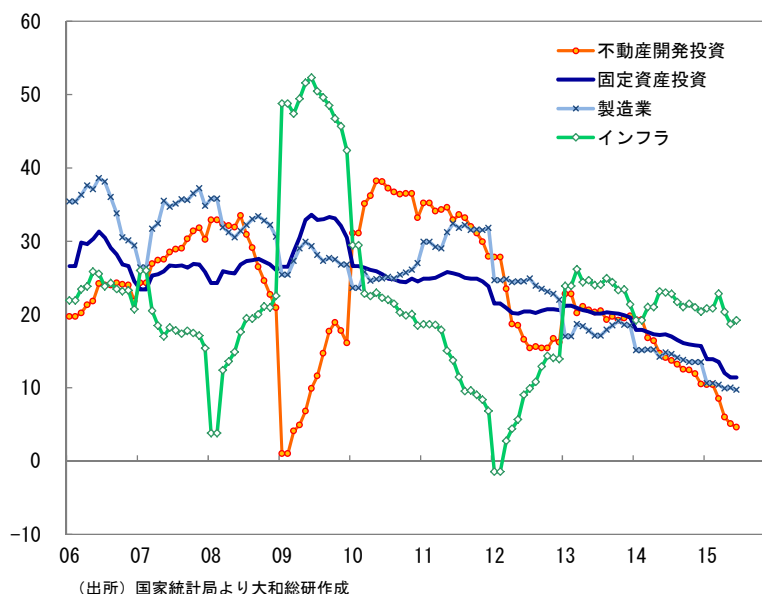
固定資産投資は減速

1月～6月の固定資産投資は前年同期比11.4%増と、1月～3月の同13.5%増から一段と減速した。鉱業投資は1月～3月の同4.1%減⇒1月～6月は7.7%減へとマイナス幅が拡大²。製造業投資は同10.4%増⇒同9.7%増へ、不動産開発投資は同8.5%増⇒同4.6%増へと減速している。一方で2013年以降、同20%増前後の伸びが続いているインフラ投資は、同19.2%増と大幅増加を維持した。1月～5月の同18.7%増から加速さえしている。

6月の鉱工業生産は前年同月比6.8%増（1月～6月は前年同期比6.3%増）と、3月の同5.6%増を底に3ヵ月連続で伸びが高まった。地域別には、東部は同7.3%増、中部は同7.8%増、西部は同8.4%増だったのに対して、重工業依存度が高い東北三省（遼寧省、黒竜江省、吉林省）は同0.4%減と前年割れが続いている。それでも東北地方の鉱工業生産は5月の同4.6%減からマイナス幅が縮小した。4月10日に、李克強首相は吉林省長春市で「東北三省経済運営座談会」を主催し、景気下振れ圧力が大きい東北地区の経済安定を図るために、重要インフラ事業を早期に始動し、2016年～2020年の第13次5ヵ年計画のプロジェクトを前倒しで着工することなどを指示した。春先より国家発展改革委員会によるインフラ等プロジェクト認可が急増していることと併せて、その効果が徐々に表れている可能性がある。

さらに今後は、急減速している不動産開発投資が底打ちし、回復していくと期待される。不動産開発投資の先行指標である住宅販売金額は、1月～2月の前年同期比16.7%減をボトムに、1月～6月には同12.9%増へ回復した。5月は前年同月比30.4%増、6月は同38.9%増となった計算である。これは、2014年11月以降合計4回の利下げにより、住宅ローン金利が低下したこ

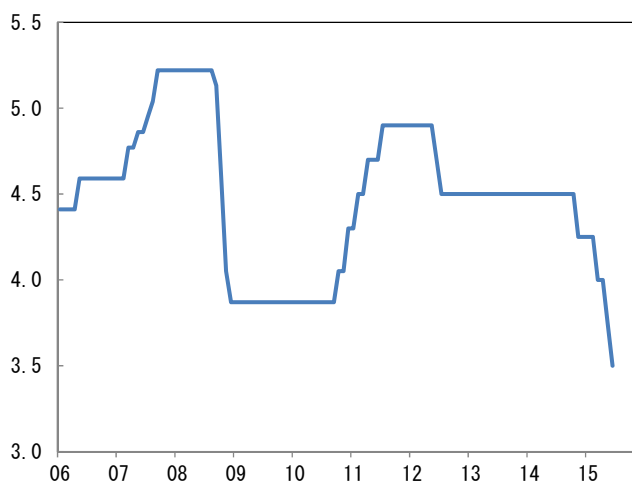
固定資産投資（1月からの累積の前年同期比）の推移（単位：％）



² ただし、1月～5月の同9.1%減からはマイナス幅は縮小している。

とに加え、2015年3月末の短期での住宅売買や二重ローンを容認する住宅市場テコ入れ策が住宅購入意欲を刺激したことが大きい。住宅販売と不動産開発投資のタイムラグは6ヵ月～9ヵ月程度であり、不動産開発投資は、早ければ7月～9月にも底打ちして、その後は回復していく可能性が高い。

公的住宅ローン金利（期間5年超）の推移（単位：％）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

商品住宅販売金額（6ヵ月先行）と不動産開発投資の推移（前年累計比）（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

実質小売売上は底堅さを維持

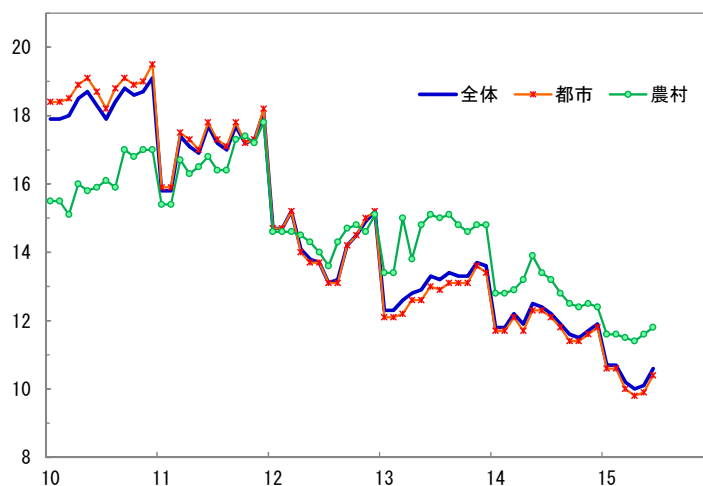
1月～6月の実質小売売上は前年同期比10.5%増だった。1月～3月の同10.8%増からやや減速したとはいえ、底堅さを維持している。月毎には4月の前年同月比9.9%増を直近のボトムに5月は同10.2%増、6月の同10.6%増と改善傾向にある。

1月～6月の名目小売売上は同10.4%であり、都市・農村別には都市が同10.2%増、農村は同11.6%増と、農村消費が相対的に堅調だった。①1月～6月の一人当たり名目可処分所得は都市が同8.1%増（実質は同6.7%増）、農村は同9.5%増（実質は同8.3%増）と農村の伸びが都市を上回っている³、②農村は消費性向が高いことに加え、エアコン、パソコン、冷蔵庫、洗濯機などの普及余地は大きく、「買いたいものがある」状態である、ことなどがその背景である。

今後は、マクロレベルの所得増加率が多少鈍化しても、消費性向の高い農村の消費が伸びることで、消費全体が下支えられよう。

6月12日をピークに株価が急落したことで、消費への悪影響が懸念される。しかし、株価下落に歯止めがかかれば、その影響は景気を大きく下振れさせるほどにはなるまい。

小売売上（名目、実質）伸び率（前年同月比、%）



（注）旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値
（出所）国家統計局より大和総研作成

100世帯あたり家電保有台数（単位：台）

	2010年		2011年		2012年		2013年
	都市	農村	都市	農村	都市	農村	全国
エアコン	112.1	16.0	122.0	22.6	126.8	25.4	70.4
パソコン	71.2	10.4	81.9	18.0	87.0	21.4	48.9
冷蔵庫	96.6	45.2	97.2	61.5	98.5	67.3	82.0
洗濯機	96.9	57.3	97.1	62.6	98.0	67.2	80.8
カラーテレビ	137.4	111.8	135.2	115.5	136.1	116.9	116.1
携帯電話	188.9	136.5	205.3	179.7	212.6	197.8	203.2

（注1）2012年時点で都市と農村の普及格差の大きい順に並べている

（注2）2013年以降、都市・農村別の統計は発表されなくなった

（出所）中国統計年鑑より大和総研作成

³ これは、農村からの出稼ぎ労働者は、都市の最低賃金で働くケースが多く、その大幅引き上げの恩恵を受けて、農民の出稼ぎ収入が急増していることが主因である。2010年以降、農村の一人当たり可処分所得の伸びが都市のそれを上回るのが常態化している。

確かに、上海総合株価指数は6月12日の5,166ポイント、年初来59.7%高の高値を付けた後急落し、7月8日には3,507ポイントとピークからは32.1%の大幅調整となった（なりふり構わない株価テコ入れ策の発動もあり、7月20日の終値は3,992ポイントへ反発）。しかし、その前に株価が急騰していたことにも目を向けるべきである。急落後の3,507ポイントを基準にしても、2013年末比では65.7%高い水準にあり、長期保有していた投資家には「資産効果」が期待できることになる。大きな損失を被ったのは（トータルで見れば）4月以降の株式ブームに踊らされた人々ということになる。

上海総合株価指数の推移（単位：ポイント）



輸入の大幅減少により貿易黒字が急増

1月～6月の輸出（米ドルベース、以下同じ）は前年同期比1.0%増と伸び悩んだ。3月～5月は3ヵ月連続の前年割れだった⁴。①先進国景気の回復がもたついていること、②実質実効為替レート的大幅上昇により、価格競争力にマイナスの影響が出ていること、などがその背景であろう。

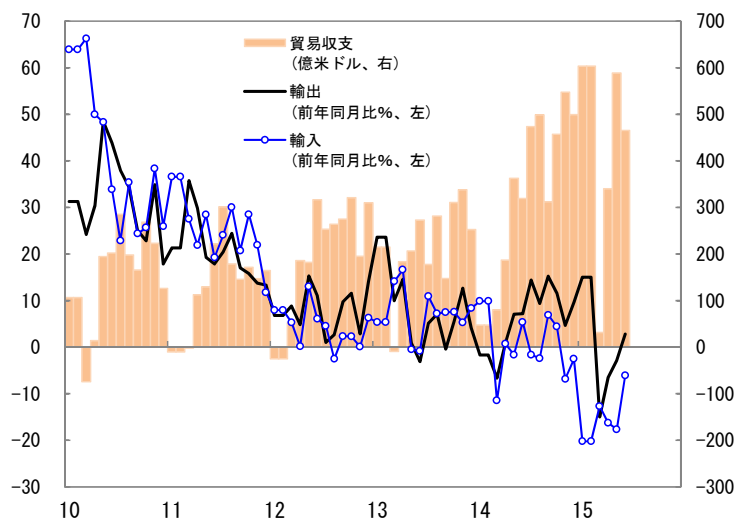
1月～6月の輸入は同15.5%減と大幅減になった。主因は、①資源・エネルギー価格下落により、輸入価格が下落していること、②特に不動産開発投資を中心に固定資産投資が減速していること、などが影響している。さらに、中国の輸出の半分弱が、原材料・部品を輸入して加工・組み立てを行う加工貿易に由来するものであることを考えると、輸出の伸び悩みも多少は影響している。

輸入が大幅に減少した結果、1月～6月の貿易収支は同2.6倍増の2,632.5億米ドルを記録した。1月～6月の実質GDP成長率7.0%に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が4.2%が

⁴ 6月は前年同月比2.8%増だった。

イントと発表された。総資本形成と純輸出は併せて 2.8%ポイントとなる計算であり（今のところ内訳は未発表）、1月～3月と同様に純輸出が7%成長を支えている。

輸出、輸入、貿易収支の推移（単位：%、億米ドル）



（注）旧正月の時期のずれによる影響を避けるため、1月と2月は平均（出所）通関統計、CEICより大和総研作成

需要項目別実質 GDP 成長率寄与度（単位：%、%ポイント）

	実質 GDP 成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2006	12.7	5.4	5.4	1.9
2007	14.2	6.5	6.2	1.5
2008	9.6	4.3	5.0	0.3
2009	9.2	5.3	8.0	-4.1
2010	10.6	5.0	7.0	-1.4
2011	9.5	6.0	4.3	-0.8
2012	7.7	4.4	3.2	0.1
2013	7.7	3.7	4.2	-0.2
2014	7.4	3.7	3.6	0.1
2015. 1-3	7.0	4.5	1.2	1.3
2015. 1-6	7.0	4.2	2.8	

（注）2015年1-6月の総資本形成、純輸出は未公表
（出所）2015年はCEIC、それ以外は国家統計局より大和総研作成

ダウンスайд・リスクは低下

今後、中国経済のダウンスайд・リスクは低下していこう。

まず、2014年11月以降の本格的な金融緩和の効果発現が期待される。中国人民銀行は、金融政策の効果は実施後5ヵ月でピークの6割程度に上がり、9ヵ月後にピークとなるとしており、夏場から秋口にかけて、その効果が徐々に発現していくことが期待される。

次に、中国政府は景気下支えを目的に、鉄道、水利、環境、保障性住宅といったインフラ投資や民生改善のための投資をさらに増強しようとしていることがある。

3つめは、これまで減速を余儀なくされてきた不動産開発投資の底打ちと回復である(既述)。

ただし、インフラ投資や民生改善のための投資をさらに増強する場合、その多くは中国政府との関係が密接な銀行からの貸出増加に頼らざるを得ない。1月～6月の社会資金調達金額(経済全体の資金調達額を表す)は、前年同期比16.6%減であるが、人民元貸出増加額(銀行貸出)は同14.8%増、非金融企業域内株式発行増加額は同126.6%増だった一方、委託・信託貸出増加額や銀行引受手形増加額といったいわゆるシャドバンキングがらみの資金調達は大きく減少している。社会資金調達金額の構成比をみると、人民元貸出増加額は2013年の51.3%から2015年1月～6月には75.1%へと急速に高まっている。株価急落を受けて、証券当局は当面の間、新規上場を絞り込む意向であり、銀行貸出への依存度はさらに増大すると想定される。

不動産開発投資について、住宅在庫の調整が一段落しつつある大都市(適正水準とされる月間販売の10ヵ月分に近づく)で投資が増加するのはよいが、そうではない地方都市(住宅在庫は月間販売の20ヵ月分)でも同様の動きが出れば要注意であろう。さらなる在庫調整の長期化や貸出の不良債権化が懸念されるためである。

社会資金調達金額の構成比(単位:%)

	社会資金 調達金額	内訳						
		人民元貸出 増加額	外貨貸出 増加額	委託貸出 増加額	信託貸出 増加額	未割引の 銀行引受手形 増加額	企業債券 増加額	非金融企業の 域内株式発行 増加額
2003年	100.0	81.1	6.7	1.8	—	5.9	1.5	1.6
2004年	100.0	79.2	4.8	10.9	—	-1.0	1.6	2.4
2005年	100.0	78.5	4.7	6.5	—	0.1	6.7	1.1
2006年	100.0	73.8	3.4	6.3	1.9	3.5	5.4	3.6
2007年	100.0	60.9	6.5	5.7	2.9	11.2	3.8	7.3
2008年	100.0	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2009年	100.0	69.0	6.7	4.9	3.1	4.6	8.9	2.4
2010年	100.0	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2011年	100.0	58.2	4.5	10.1	1.6	8.0	10.6	3.4
2012年	100.0	52.0	5.8	8.1	8.1	6.7	14.3	1.6
2013年	100.0	51.3	3.4	14.7	10.6	4.5	10.5	1.3
2014年	100.0	59.6	2.2	15.3	3.2	-0.8	14.5	2.7
2015年1～6月	100.0	75.1	0.5	6.1	0.4	0.3	10.6	4.8

(注1) 社会資金調達金額は金融システムから経済に供給された資金のネット増加額(または減少額)

(注2) その他があるため、内訳の合計は100にならない

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

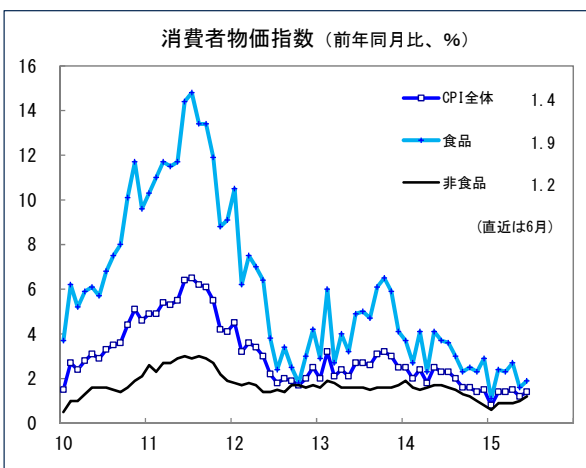
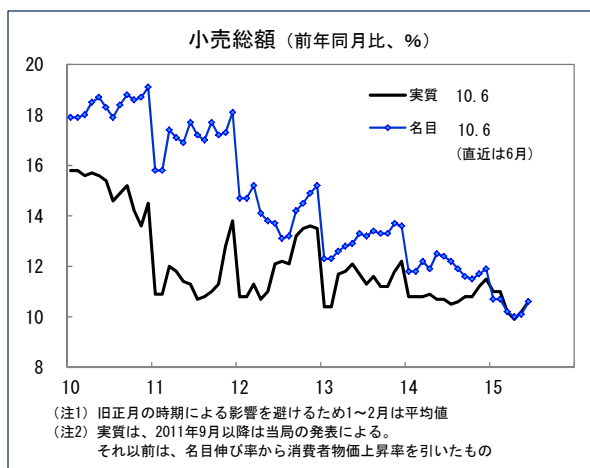
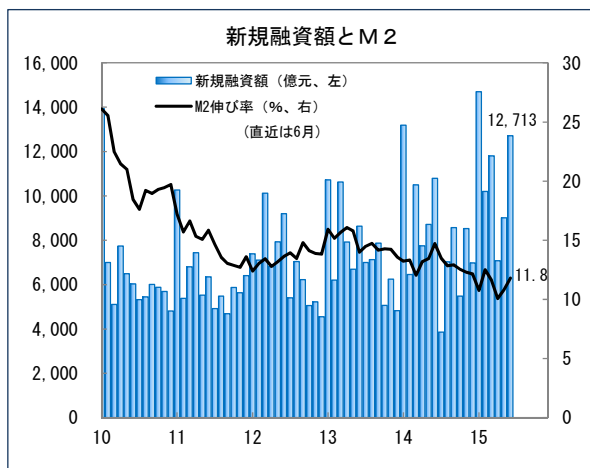
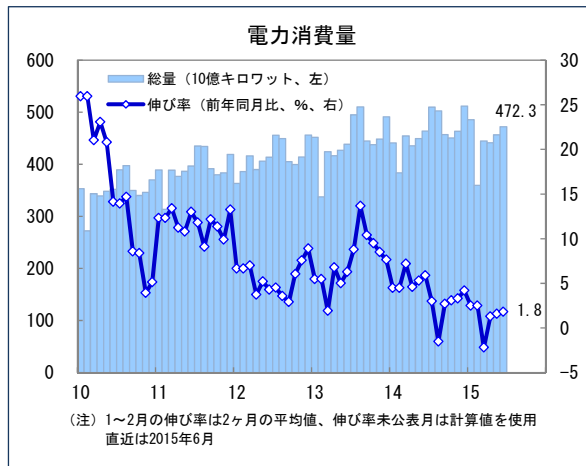
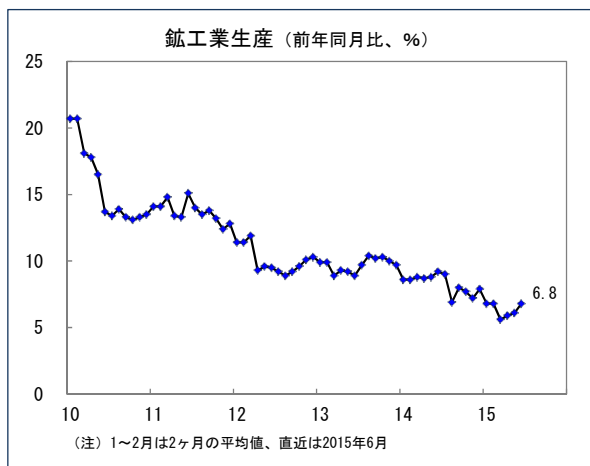
結局のところ、今後の景気の底打ち・回復は、投資・投機を容認した住宅市場の回復やインフラ投資増強などと、それを金融面で支える銀行貸出の増加という伝統的な方法によるものである。ただし、やりすぎは禁物であろう。やりすぎれば、効率の低い投資と無駄な借金(不良債権)の増加という、やはり中国が抱える伝統的な問題の先鋭化を招き、将来に禍根を残すだけである。そうならないための将来的な「出口」戦略を含め、細やかな政策対応が求められている。

主要経済指標一覧

	2015年1月	2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	7.0	-	-	7.0
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.8		5.6	5.9	6.1	6.8
電力消費量（前年同月比、%）	2.5		-2.2	1.3	1.6	1.8
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-9.1	-9.1	-9.4	-9.5	-9.8	-10.1
固定資産投資（前年累計比、%）	13.9		13.5	12.0	11.4	11.4
不動産開発投資（前年累計比、%）	10.4		8.5	6.0	5.1	4.6
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.7		10.2	10.0	10.1	10.6
実質（前年同月比、%）	11.0		10.2	9.9	10.2	10.6
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.8	1.4	1.4	1.5	1.2	1.4
食品（前年同月比、%）	1.1	2.4	2.3	2.7	1.6	1.9
非食品（前年同月比、%）	0.6	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-4.3	-4.8	-4.6	-4.6	-4.6	-4.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-5.2	-5.9	-5.7	-5.5	-5.5	-5.6
新規融資額（億元）	14,700	10,200	11,800	7,079	9,008	12,713
M2伸び率（%）	10.8	12.5	11.6	10.1	10.8	11.8
輸出（前年同月比、%）	-3.3	48.3	-15.0	-6.5	-2.8	2.8
輸入（前年同月比、%）	-20.0	-20.5	-12.7	-16.2	-17.7	-6.1
貿易収支（億米ドル）	600.3	606.2	30.8	341.3	588.7	465.4
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-3.2	-3.6	-3.7	-3.2	-2.3	-1.1
上海（前年同月比、%）	-4.2	-4.7	-5.0	-4.7	-2.3	0.3
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-17.7		-18.4	-17.3	-16.0	-15.8
完工面積（前年累計比、%）	-12.9		-8.2	-10.5	-13.3	-13.8
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-16.3		-9.2	-4.8	-0.2	3.9
金額（前年累計比、%）	-15.8		-9.3	-3.1	3.1	10.0

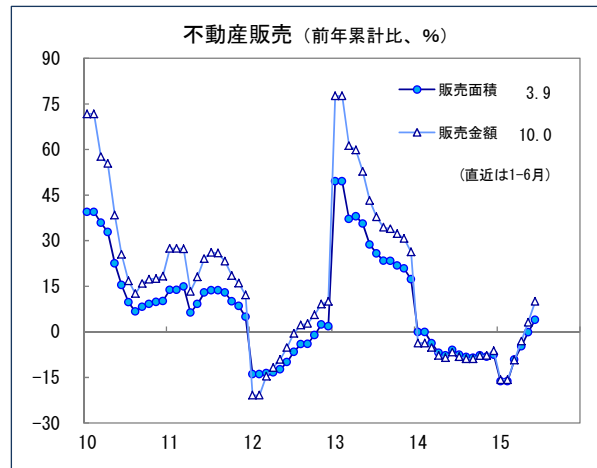
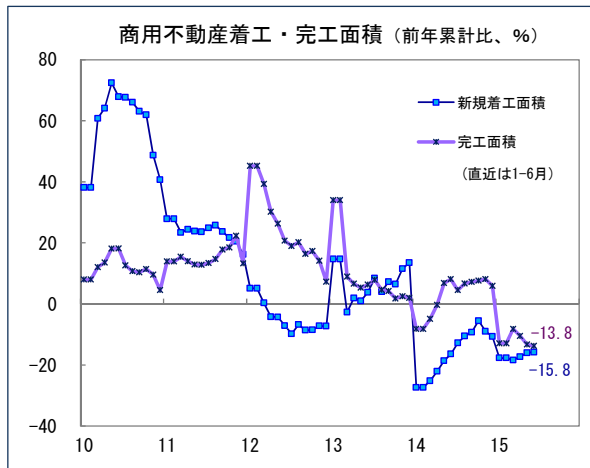
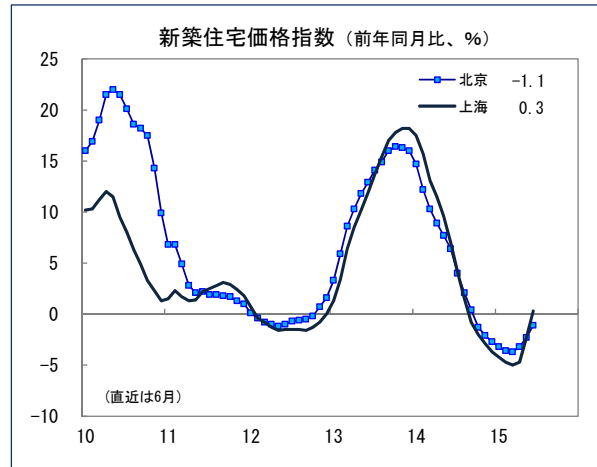
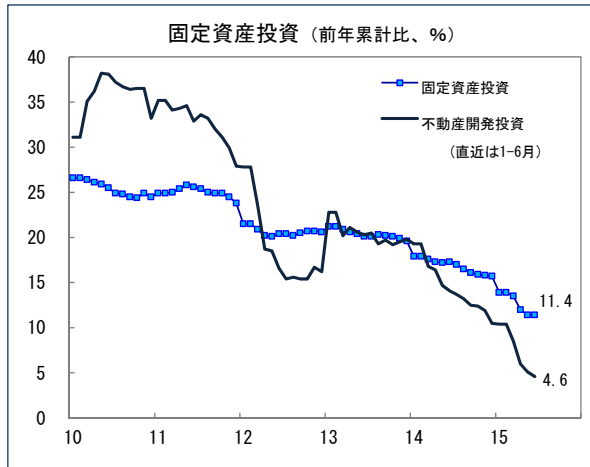
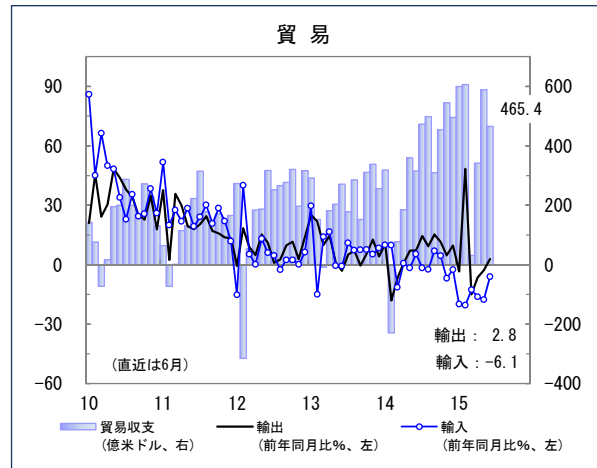
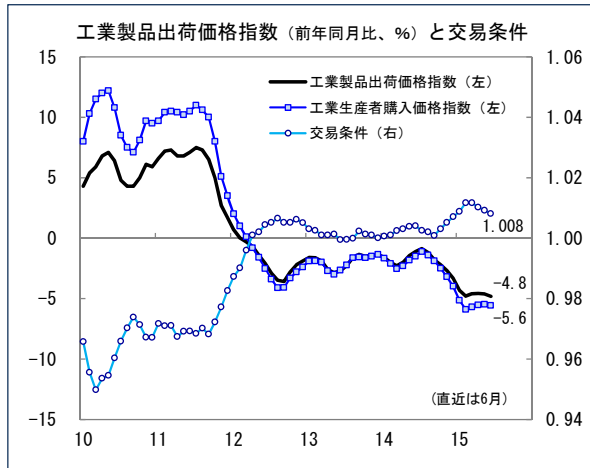
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成