

2015年6月19日 全10頁

中国：景気は2015年7～9月に下げ止まりも

金融緩和効果発現と不動産投資の底打ち・緩やかな回復に期待

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 2015年1月～5月の固定資産投資は前年同期比11.4%増と、1月～4月の同12.0%増から一段と減速し、輸出も5月まで3ヵ月連続で前年割れとなるなど冴えない状況が続いている。
- 大和総研は、中国の景気は7月～9月にも下げ止まると見ているが、その後の回復力は強くないであろう。
- 地方政府融資平台（中国版第三セクター）のプロジェクトについては、政府当局が融資継続を指示する「意見」を発表し、これによって、既に融資を受けているプロジェクトが、資金不足によって途中で野晒しになるリスクは大きく低下した。さらに、政府は2015年に返済期限を迎える地方政府債務の多くを地方債に置き換える計画である。地方政府債務の長期化・分散化・低金利化によって問題の先送りは可能で、当面の危機は回避されよう。
- 今後は、2014年11月、2015年3月、5月の利下げや2月と4月の預金準備率引き下げの効果が徐々に発現すると期待される。さらに、今後、不動産開発投資が底打ちし、緩やかに回復していく可能性がある。不動産開発投資の先行指標である住宅販売金額は、2015年1月～2月の前年同期比16.7%減をボトムに、1月～5月には同5.1%増へ回復した。5月単月では前年同月比30.4%の増加である。タイムラグは6ヵ月～9ヵ月であり、不動産開発投資は、早ければ7月～9月期にも底打ちする可能性があることを示唆している。ただし、地方都市の住宅在庫は月間販売の20ヵ月程度と高水準のままであり、不動産投資の回復は、大都市を中心とした緩やかなものにとどまると考えられる。

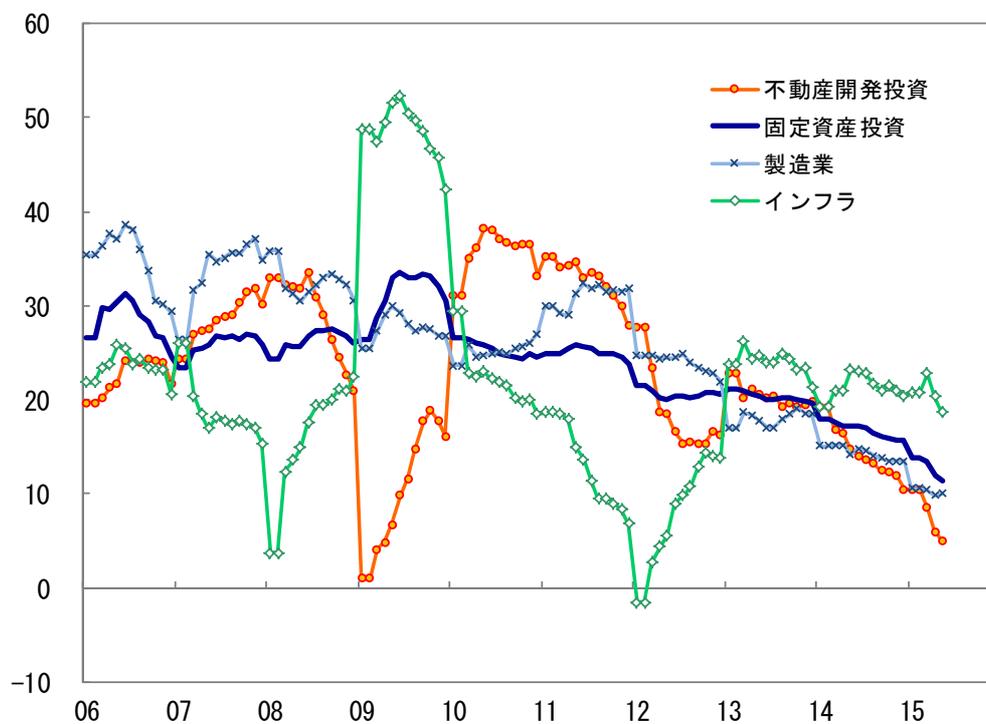
固定資産投資は一段と減速

2015年1月～5月の固定資産投資は前年同期比11.4%増と、1月～4月の同12.0%増から一段と減速した。内訳を見ると、鉱業投資は1月～4月の同7.8%減⇒1月～5月は同9.1%減へとマイナス幅が拡大し、不動産開発投資は同6.0%増⇒同5.1%増へとさらに減速。製造業投資は同9.9%増⇒同10.0%増と伸びは横ばいであった。

2014年3月以降、同20%増以上の伸びを維持してきたインフラ投資は、2015年1月～5月は同18.7%増となった。インフラ投資の1/3（固定資産投資全体の7.5%）を占める公共施設管理業投資の減速（1月～4月の同19.9%増⇒1月～5月は同16.0%増）が響いた格好だが、景気下支え策の目玉とされる鉄道向けは同20.9%増⇒同24.2%増へと伸びが加速し、道路向けも同21.6%増と同20%以上の増加を維持している。

5月の鉱工業生産は前年同月比6.1%増と、3月の同5.6%増から2ヵ月連続で伸びが高まった。地域別には、東部は同6.7%増（4月は同6.5%増）、中部は同6.5%増（4月と変わらず）、西部は同7.8%増（4月は同7.3%増）だったのに対して、重工業依存度が高い東北三省は同4.6%減（4月同4.2%減）とマイナス幅が拡大している。製品別には、発電設備（同32.9%減）や乗用車（同15.0%減）などの落ち込みが厳しい。いずれも東北三省が一大生産地となっている。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比）の推移（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

実質小売売上は 10%増を回復

2015年5月の実質小売売上は前年同月比 10.2%増と、4月の同 9.9%増¹から若干改善した。

5月の自動車販売（商用車＋乗用車）は同 0.4%減と 2ヵ月連続で前年割れとなり、乗用車販売は同 1.2%増で4月の同 3.7%増から伸びが鈍化した。景況感悪化により家計のマインドが慎重化していることに加え、交通渋滞や大気汚染への対応策として、自動車購入制限を導入する都市が増えていることも阻害要因となっている。

小売売上（名目、実質）伸び率（前年同月比、%）



(注1) 旧正月の時期による影響を避けるため1～2月の小売売上は平均

(注2) 実質は2011年9月以降は当局の発表による。それ以前は、名目伸び率から消費者物価上昇率を引いたもの

(出所) 国家統計局より大和総研作成

中国の自動車販売と乗用車販売の推移（単位：万台、%）

	自動車販売台数 万台	前年比 %	乗用車販売台数 万台	前年比 %
2006	718.4	24.8	514.9	29.6
2007	878.5	22.3	629.8	22.3
2008	936.3	6.6	674.7	7.1
2009	1,362.2	45.5	1,031.5	52.9
2010	1,804.2	32.5	1,374.9	33.3
2011	1,853.3	2.7	1,449.8	5.4
2012	1,930.3	4.2	1,549.4	6.9
2013	2,199.3	13.9	1,792.8	15.7
2014	2,348.9	6.8	1,970.0	9.9
2015. 1-3	615.3	3.9	530.5	9.0
2015. 4	199.5	-0.5	166.9	3.7
2015. 5	190.4	-0.4	160.9	1.2

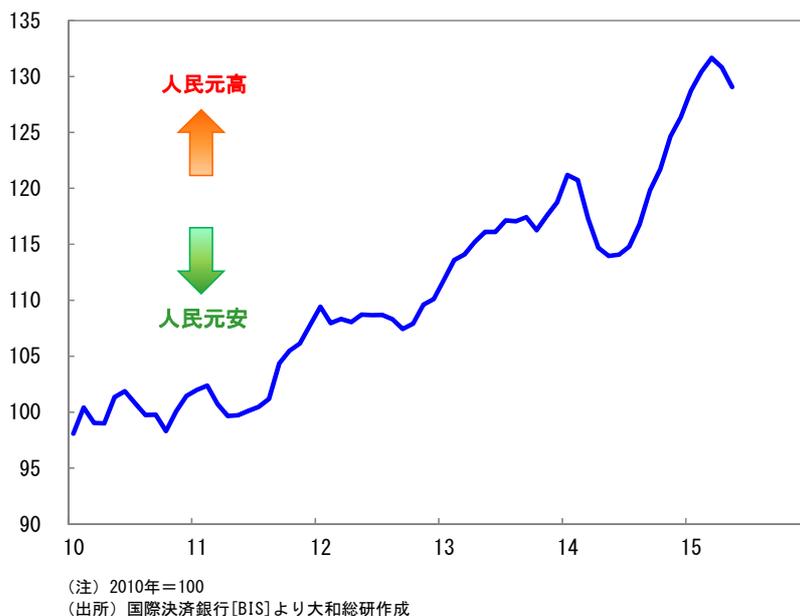
(注) 自動車は乗用車にトラックなど商用車を加えたもの

(出所) 中国汽車工業協会より大和総研作成

¹ 2015年4月の同 9.9%増は、旧正月の時期のずれの影響を除けば、2004年10月以来の同 10%増割れであった。

された変動相場制」と説明されているが、バスケット通貨を参考としていれば、実質実効為替レートはもっと安定的に推移するはずである。しかし、実際は、対主要国通貨で米ドル高が進展するなか、対米ドルの安定性が最重視される人民元の実質実効為替レートは、趨勢として大幅に上昇している。

人民元の実質実効為替レート



5月の輸入は同17.6%減と、1月から5ヵ月連続して2ケタのマイナスが続いている。1月～5月は同17.3%減であった。1月～4月の貿易指数統計（輸入）は同16.8%減、うち数量は同10.7%減、価格は同6.8%減である。後者の価格下落は、資源・エネルギー輸入国に共通する要因であり、問題視する必要はない。前者の数量減少は、①特に不動産開発投資の急減速など固定資産投資の減速、②内需不振で積み上がった在庫の調整、など循環的な要因に加え、③輸出製造業によるコスト削減を目的とした国内調達比率の引き上げ（輸入は減少）、といった構造的な要因が影響している可能性がある。上記③は、日本から中国へのコア部品の輸出の抑制要因となるだけに、今後の動向が注目される。

景気は7月～9月に下げ止まりも

大和総研は、中国の景気は2015年7月～9月にも下げ止まると見ているが、その後の回復力は強くないであろう。

5月15日に財政部、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会は、地方政府融資平台（中国版第三セクター）のプロジェクトの融資継続を指示する「意見」を発表した。2014年9月21日

以前に主管部門の審査・認可を得た着工済みのプロジェクトで、同年年末までに融資契約を結び既に融資が実行されている案件については、①銀行は期日前の返済を求めたり、融資を圧縮したり、融資停止などをしてはならない、②元本・利払いの返済期日を迎えた融資について、プロジェクト収入などでそれを返済できない場合、銀行は地方政府、地方政府融資平台と協議の上、返済期限の変更など融資契約を改めて更新する、などが骨子である。②は利払いができれば、返済期限を延長することを政府当局が求めるという話であり、これによって、既に融資を受けているプロジェクトが、途中で野晒しになるリスクは大きく低下した。

さらに、同じ5月15日に、財政部、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会が、2015年に返済期限を迎える地方政府債務のうち、第一弾では1兆元分を銀行など債権者と協議の上、地方債に置き換えるとした。6月10日には、第二弾として1兆元分の置き換え方針が発表されている。審計署（日本の会計検査院に相当）が2013年末に発表した「全国政府債務会計検査結果」によれば、2015年に返済期限を迎える2013年6月末時点の地方政府債務は1兆8,578億元だった。これに2015年に返済期限を迎える地方政府偶発債務9,193億元のうち最大2割²が地方政府債務になると仮定すると、合計の地方政府債務は2兆417億元となる。その後の地方政府債務・偶発債務の増加を勘案しても、2015年末までに返済期限を迎える地方債務の多くが、地方債に置き換えられることになる。

金利は国債利回りの1.3倍が上限（下限は国債利回り）であり、これを6月18日時点に当てはめると、10年物国債利回り3.57%に対して、地方債の上限発行金利は4.64%と、1年物貸出基準金利（5.1%）よりも低い金利に抑えられる。中国人民銀行によると、地方政府融資平台向けの銀行貸出金利は年7%～9%程度のもが多く、置き換えにより金利コストは4%ポイント程度引き下げられるという。地方政府債務の長期化・分散化・低金利化を図ることによって問題の先送りは可能で、当面の危機は回避されよう。

今後は、2014年11月、2015年3月、5月の利下げや2月と4月の預金準備率引き下げの効果が徐々に発現すると期待されることもある。中国の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り、その後は低減していくとされ（中国人民銀行「2015年中国マクロ経済予測」2015年6月10日）、夏場から秋口にかけて、その効果発現が期待される。

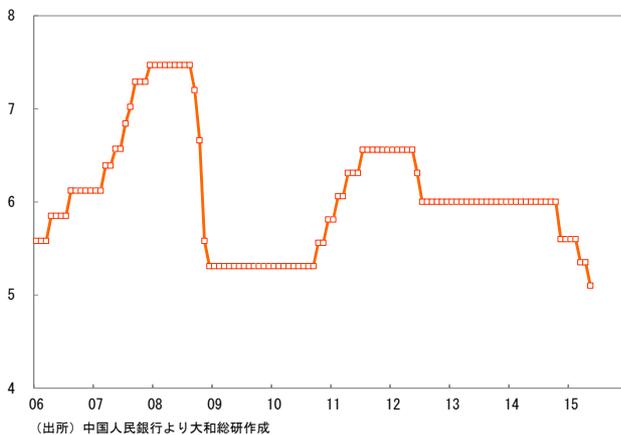
分野別には鉄道、水利、環境、保障性住宅の投資認可が加速しており、投資の下支え役を果たしている。ただし、インフラ分野は2013年以降、一貫して重要視されてきた分野であり、追加の押し上げ効果はさほど大きくはなるまい。

さらに、今後、不動産開発投資が底打ちし、緩やかに回復していく可能性がある。不動産開発投資の先行指標である住宅販売金額は、2015年1月～2月の前年同期比16.7%減をボトムに、1月～5月には同5.1%増へ回復した。5月単月では前年同月比30.4%の増加である。タイムラ

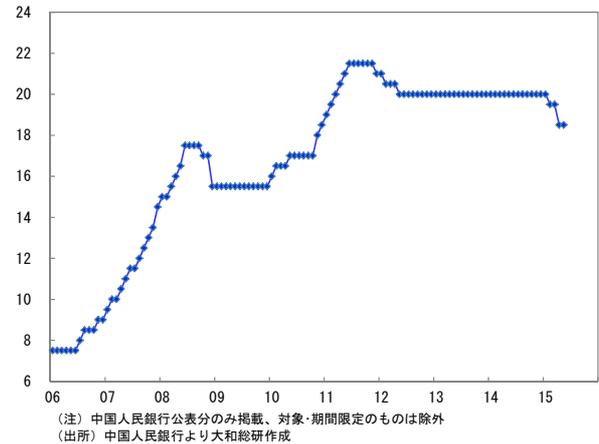
² 「全国政府債務会計検査結果」によると、政府が保証責任を負う偶発債務と、政府が一定の救済責任を負う可能性のある偶発債務の返済をそれぞれ100として、実際に政府財政資金で返済した割合は、2007年以降の最高で、それぞれ19.1%、14.6%であった。

グは6ヵ月～9ヵ月であり、不動産開発投資は、早ければ7月～9月期にも底打ちする可能性があることを示唆している。ただし、地方都市の住宅在庫は月間販売の20ヵ月程度と高水準のままであり、不動産投資の回復は、大都市を中心とした緩やかなものにとどまると考えられる。

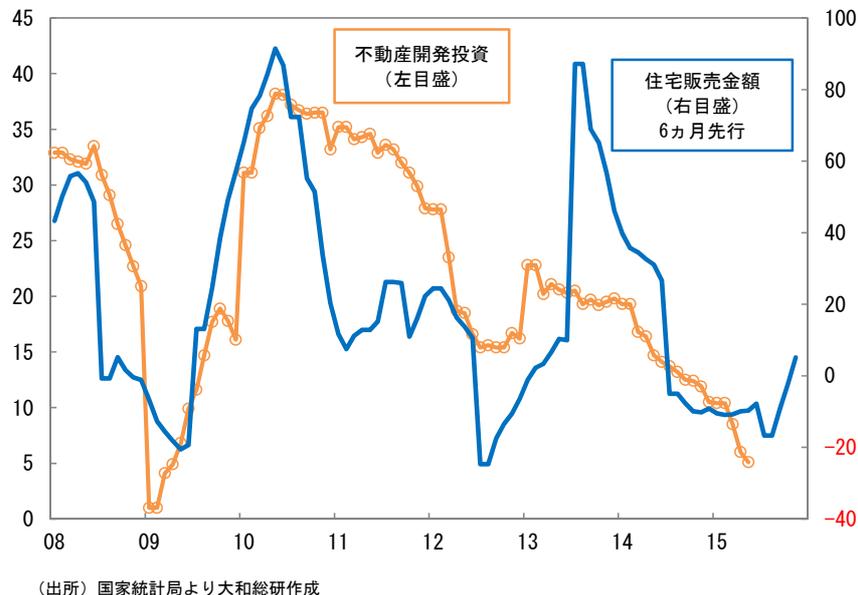
1年物貸出基準金利の推移（単位：％）



大手行の預金準備率の推移（単位：％）



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：％）

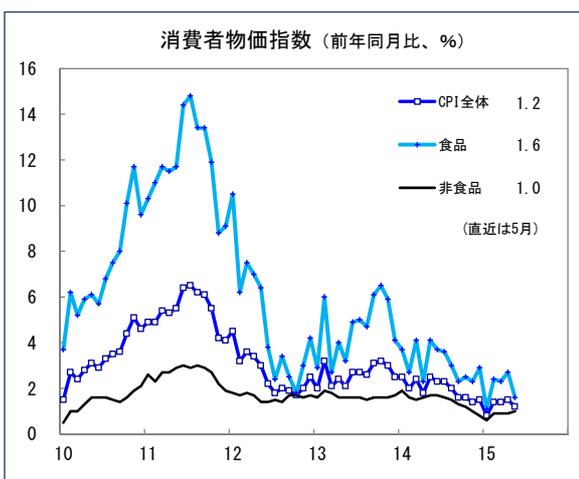
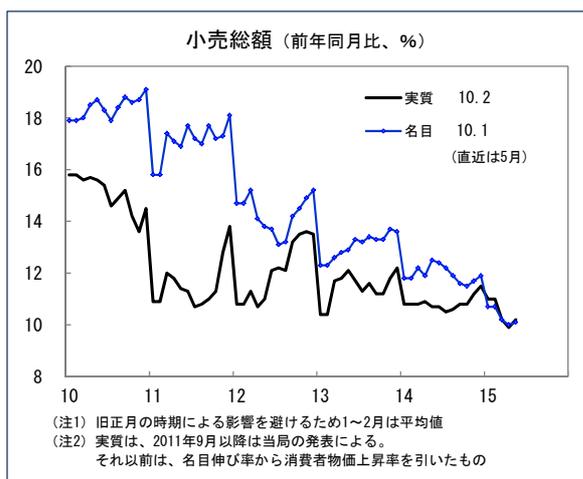
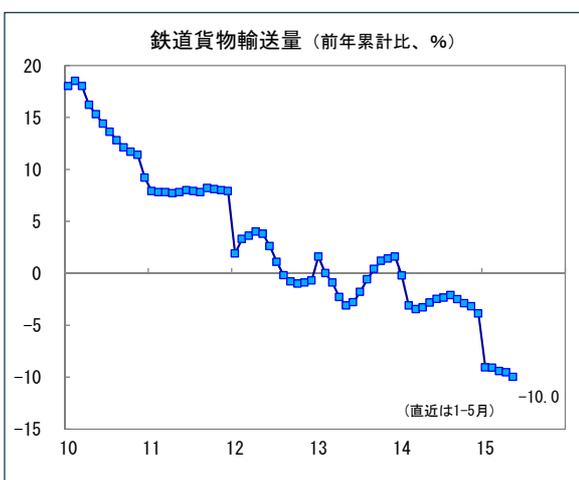
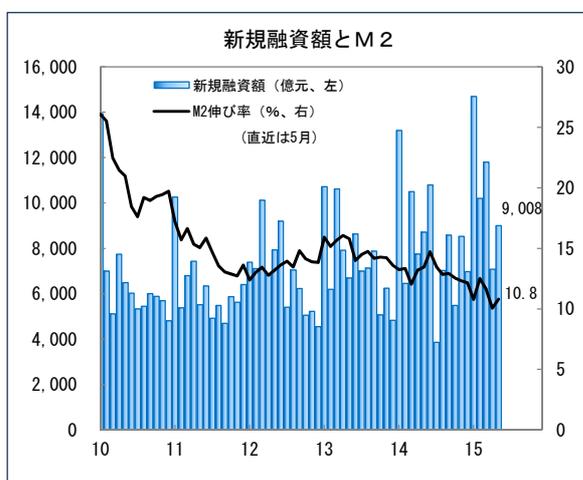
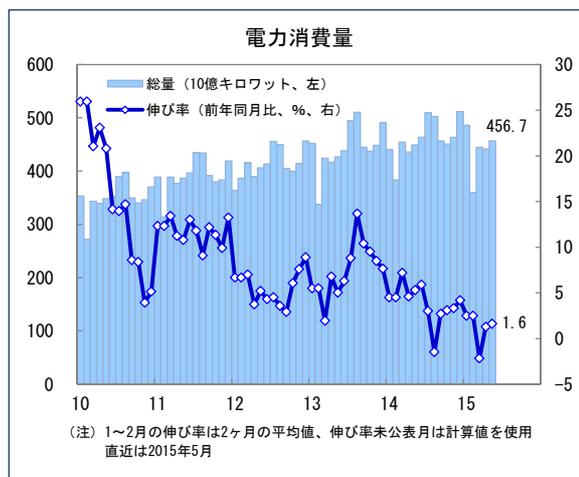


主要経済指標一覧

	2014年12月	2015年1月	2月	3月	4月	5月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	7.3	-	-	7.0	-	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	7.9	6.8		5.6	5.9	6.1
電力消費量（前年同月比、%）	4.2	2.5		-2.2	1.3	1.6
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-3.9	-9.1	-9.1	-9.4	-9.5	-10.0
固定資産投資（前年累計比、%）	15.7	13.9		13.5	12.0	11.4
不動産開発投資（前年累計比、%）	10.5	10.4		8.5	6.0	5.1
小売総額 名目（前年同月比、%）	11.9	10.7		10.2	10.0	10.1
実質（前年同月比、%）	11.5	11.0		10.2	9.9	10.2
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.5	0.8	1.4	1.4	1.5	1.2
食品（前年同月比、%）	2.9	1.1	2.4	2.3	2.7	1.6
非食品（前年同月比、%）	0.8	0.6	0.9	0.9	0.9	1.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-3.3	-4.3	-4.8	-4.6	-4.6	-4.6
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-4.0	-5.2	-5.9	-5.7	-5.5	-5.5
新規融資額（億元）	6,973	14,700	10,200	11,800	7,079	9,008
M2伸び率（%）	12.2	10.8	12.5	11.6	10.1	10.8
輸出（前年同月比、%）	9.7	-3.3	48.3	-15.0	-6.4	-2.5
輸入（前年同月比、%）	-2.5	-19.9	-20.5	-12.7	-16.2	-17.6
貿易収支（億米ドル）	496.1	600.3	606.2	30.8	341.3	594.9
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-2.7	-3.2	-3.6	-3.7	-3.2	-2.3
上海（前年同月比、%）	-3.7	-4.2	-4.7	-5.0	-4.7	-2.3
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-10.7	-17.7		-18.4	-17.3	-16.0
完工面積（前年累計比、%）	5.9	-12.9		-8.2	-10.5	-13.3
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-7.6	-16.3		-9.2	-4.8	-0.2
金額（前年累計比、%）	-6.3	-15.8		-9.3	-3.1	3.1

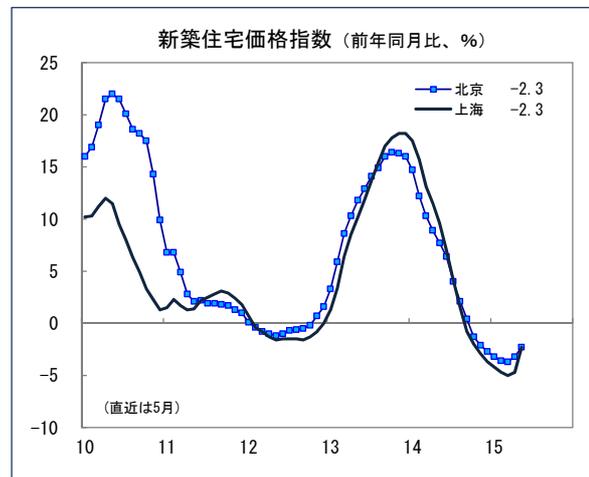
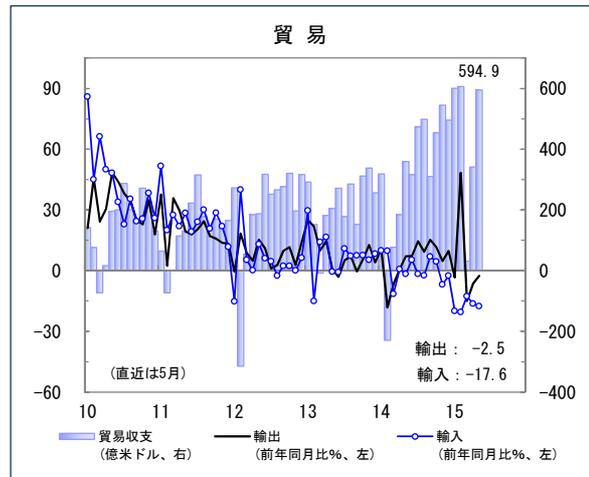
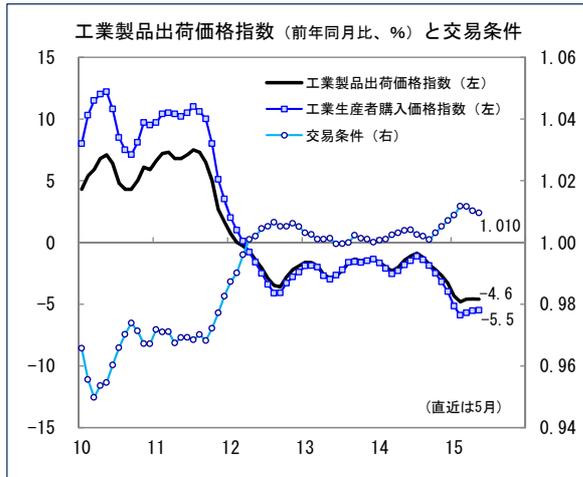
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

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