

2016年6月21日 全8頁

L字型をたどる中国経済、縦棒はまだ続く

絶好調だった住宅販売もピークアウトか

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国共産党・政府は、今後の中国経済はL字型をたどるとしている。L字とは縦棒（下向き）と横棒（水平）の組み合わせであるが、少なくとも中期的に縦棒がまだ続くと認識されている。
- 当然、長期的なダウントレンドのなかにも短期循環的な景気底打ちや成長率の加速はあり得る。住宅販売好調が牽引した不動産開発投資の底打ち・反転、さらには、高水準の伸びを維持してきたインフラ投資の一段の加速などで、その期待が高まった。
- しかし、その一方で、大都市を中心とした住宅価格高騰や、固定資産投資における「国進民退」（政策の恩恵が国有部門に集中し、民間部門は蚊帳の外に置かれる）の鮮明化などの問題が生じている。なかでも「国進民退」を資金面で支えたのが銀行貸出と、2014年～2015年は抑制されていたシャドバンキングの急増であった。緩和に振れすぎてしまった金融政策を本来の「中立」に戻す動きが始まり、既に金融統計にそれが表れている。
- 絶好調だった住宅販売には、ピークアウトの兆しが見え始めている。住宅販売⇒住宅価格⇒不動産開発投資への波及の時間差を勘案すると、当面は不動産開発投資の増加が期待されるが、その天井は低いと認識しておくべきであろう。
- 消費はやや減速している。豚肉を中心に食品価格の上昇ピッチが速まったことが、実質小売売上減速の大きな要因の一つである。今後、豚肉価格上昇率がピークアウトしていくと想定されるのはプラス材料であるが、原油価格等の上昇によって輸入物価が上昇に転じるのはマイナス材料である。総じていえば、消費は底堅い推移は期待できるが、景気を底入れ・反転させていくには力不足であろう。
- 投資にせよ、消費にせよ、明確な牽引役が不足しており、当面、中国の景気は緩やかな減速が続くことになろう。

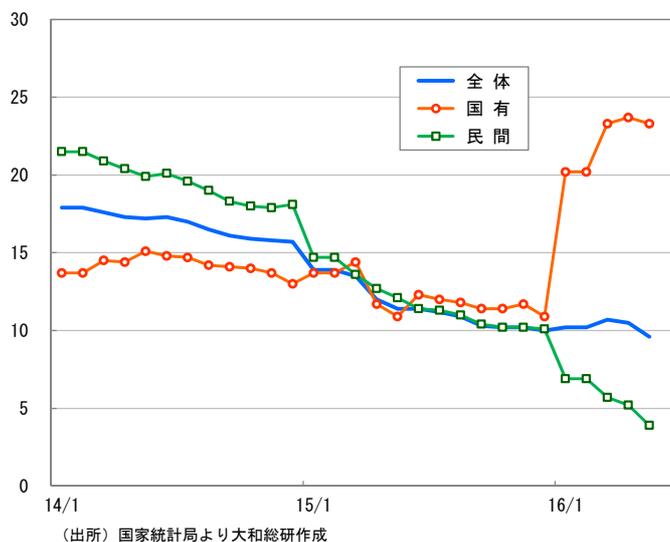
L字型をたどる中国経済、縦棒はまだ続く

5月9日付けの人民日報は「スタートの第1四半期に大勢を問う—権威筋が語る当面の中国経済」と題する長文のインタビュー記事を掲載した。権威筋とは習近平総書記のブレーンである劉鶴・中央財經指導小組弁公室主任（国家發展改革委員会副主任）らと目され、このなかでは、「我が国経済のU字回復はなく、V字回復はなおさらなく、L字をたどるとみられる。強調したのは、このL字は一つの段階であり、1年、2年では終わらない」との表現があった。L字とは縦棒（下向き）と横棒（水平）の組み合わせであるが、少なくとも中期的に縦棒がまだ続くと認識されている。

当然、長期的なダウントレンドのなかにも短期循環的な景気底打ちや成長率の加速はあり得る。昨年春先以降の住宅市場テコ入れによる住宅販売好調が牽引した不動産開発投資の底打ち・反転、さらには、高水準の伸びを維持してきたインフラ投資の一段の加速などで、その期待が高まった。しかし、その一方で、大都市を中心とする住宅価格高騰や、固定資産投資における「国進民退」（政策の恩恵が国有部門に集中し、民間部門は蚊帳の外に置かれる）の鮮明化などの問題が生じている。2016年1月～5月の固定資産投資は、全体の3割強を占める国有部門が前年同期比23.3%増（2015年は前年比10.9%増）の大幅増加だったのに対して、全体の6割強を占める民間部門は同3.9%増（2015年は同10.1%増）と急減速した。伝統産業を中心とする国有部門の投資が急増する一方で、例えば、イノベーションの担い手として期待される民間部門の投資急減速は、中国経済の非効率性を助長する面がある。

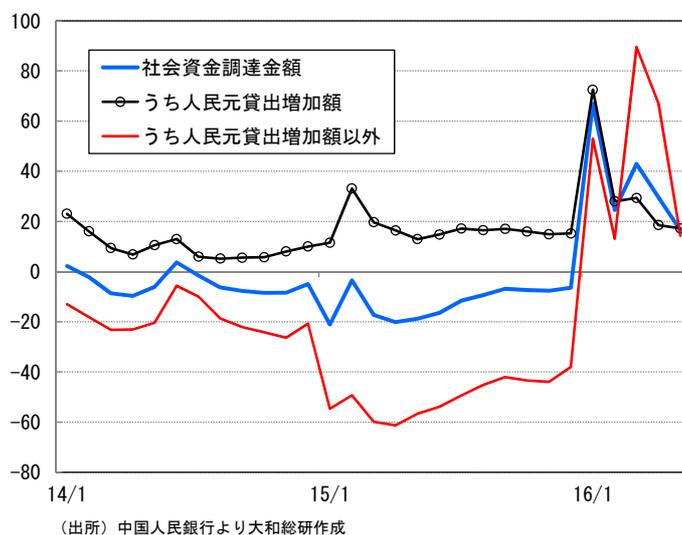
なかでも「国進民退」を資金面で支えたのが銀行貸出と、2015年までは抑制されていたシャドーバンキングの急増であった。権威筋へのインタビューは「急いで経済の下振れ圧力を克服しようとするれば、レバレッジ比率は一段と高まる。ハイレバレッジは必然的にハイリスクをもたらす。レバレッジを高めることにより、無理に経済成長を図ることはできず、その必要もな

固定資産投資全体、民間部門、国有部門の伸び率の推移（1月からの累計の前年同期比）（単位：%）



い」などとして行き過ぎた金融緩和にくぎを刺した。緩和に振れすぎてしまった金融政策を本来の「中立」に戻す動きが始まり、既に金融統計にそれが表れている。

社会資金調達額の推移（1月からの累計の前年同期比）（単位：％）



固定資産投資は再び減速

2016年1月～5月の固定資産投資は前年同期比9.6%増と、2015年の前年比10.0%増から減速した。1月～3月には同10.7%増へ回復しており、そこからは1.1%ポイントの低下である。

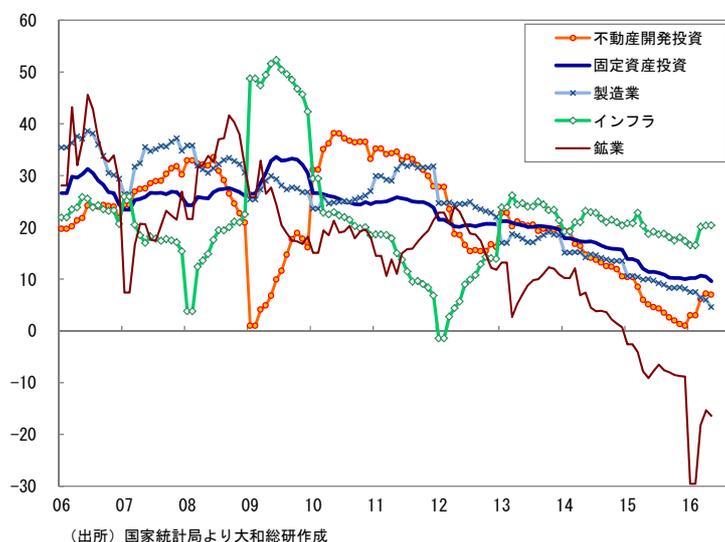
インフラ投資は同20.4%増と好調を継続した一方で、鉄鋼などの過剰生産能力削減が推進されている製造業向けは、2015年の同8.1%増から2016年1月～5月は同4.6%増と一段の減速となった。2015年に同1.0%増に落ち込んだ不動産開発投資は、2016年1月～5月は同7.0%増へ回復したが、1月～4月の同7.2%増からは若干低下している。

先月の中国経済見通しでは、「中国の景気には、大都市の住宅販売好調や不動産開発投資の回復、それにインフラ投資に多くを依存せざるを得ないという脆弱さがある」旨を指摘したが、住宅販売については、ピークアウトの兆しが見え始めている。2016年1月～5月の商品住宅販売金額は前年同期比53.4%増（5月単月は前年同月比32.9%増）と高水準ながらも1月～4月の同61.4%増からは伸びが鈍化した。2016年5月の全国70都市の平均住宅価格（前年同月比）は同+6.9%と一段の上昇となったが、前月比は4月の+1.0%から5月は+0.8%へと上昇幅が縮小している。

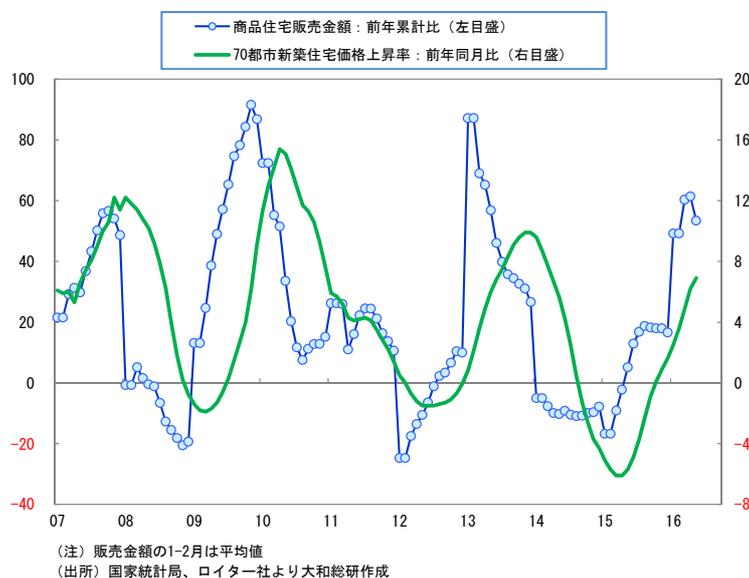
住宅販売⇒住宅価格⇒不動産開発投資への波及の時間差を勘案すると、当面は不動産開発投資の増加が期待されようが、その天井は低いと認識しておくべきであろう。中国の住宅市場は二極化が鮮明化しており、不動産開発投資を牽引するのは、実需も投資・投機需要も旺盛なティア1都市と呼ばれる大都市と一部のティア2都市である。一方で、2008年11月に発動された

4兆元の景気対策の一環で需要を大幅に上回る住宅供給をしたティア3～ティア5都市と呼ばれる地方都市では、深刻な過剰在庫を中長期的に消化するのに精一杯という状況が続いている。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



中国の商品住宅販売金額と70都市新築住宅価格の推移（前年累計比、前年同月比）（単位：%）



実質小売売上は減速

消費はやや減速している。2016年1月～5月の実質小売売上は前年同期比9.6%増と、2015年の前年比10.6%増から伸びが低下している。1月～5月の消費者物価上昇率は同2.1%（2015年は同1.4%）と、豚肉を中心に食品価格の上昇ピッチが速まったことが、実質小売売上減速の大きな要因の一つである。

豚肉の消費者物価構成ウエイトは2.3%程度であるが、価格変動が極めて大きく、物価全体への影響は軽視できない。2016年5月の豚肉価格は前年同月比33.6%上昇し、同2.0%の上昇となった消費者物価を0.8%ポイント押し上げている。

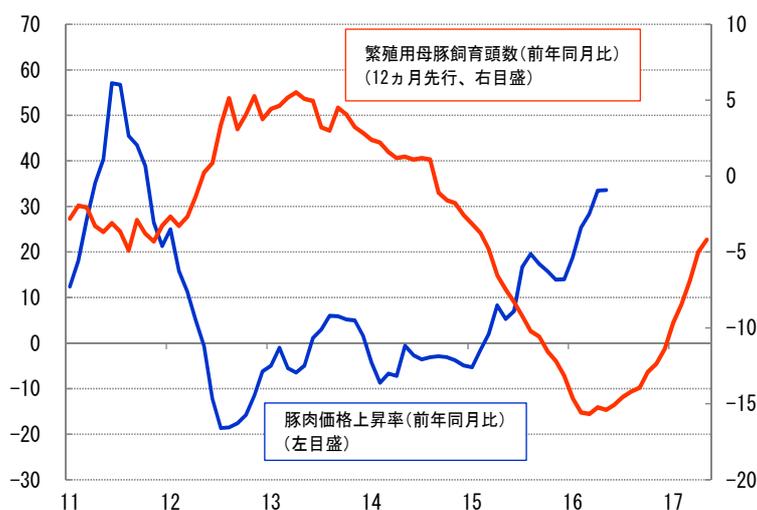
繁殖用母豚の飼育頭数は2015年前半の急減局面を経て、ここもとは下げ止まりの兆しを見せているが、繁殖用母豚の補充から交配・出産・肥育には12ヵ月程度が必要とされるため、少なくとも今後1年は豚肉の供給増加は期待し難いことになる。

ただし、豚肉価格の上昇率はそろそろピークを迎えてもおかしくはない。下図のように、繁殖用母豚の飼育頭数（前年同月比）を12ヵ月先行させたものと豚肉価格（同）は反比例する。前者の減少率は2015年前半が最大であり（12ヵ月先行させたグラフでは2016年前半）、その後、減少率は縮小している。豚肉価格上昇率がピークアウトしていけば、物価上昇圧力が低減し、実質消費には追い風となろう。

その一方で、先行きの消費者物価には懸念材料もある。原油価格等の上昇によって輸入物価が上昇に転じるリスクである。輸入物価は2015年8月の前年同期比▲15.0%を直近のボトムに、2016年4月には同▲3.9%までマイナス幅が縮小している。資源価格の上昇等が最終製品に転嫁されるようになれば、当然、消費者物価の上振れ要因となる。今からその心配をするのは尚早かもしれないが、豚肉価格ピークアウトのプラスの効果を相殺してしまう可能性には注意が必要であろう。

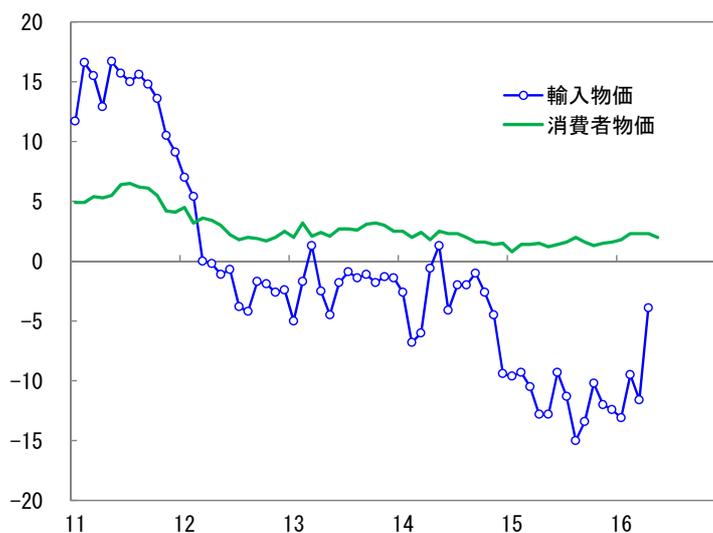
総じていえば、消費は底堅い推移は期待できるが、景気を底入れ・反転させていくには力不足であろう。中国では、投資にせよ、消費にせよ、明確な牽引役が不足している。当面、景気は緩やかな減速が続くことになろう。

繁殖用母豚飼育頭数（12ヵ月先行）と豚肉価格上昇率の推移（前年同月比）（単位：％）



(出所) 国家統計局より大和総研作成

消費者物価上昇率と輸入物価の推移（単位：％）



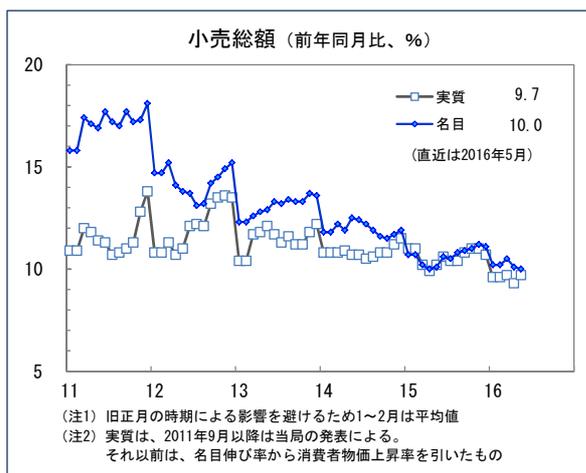
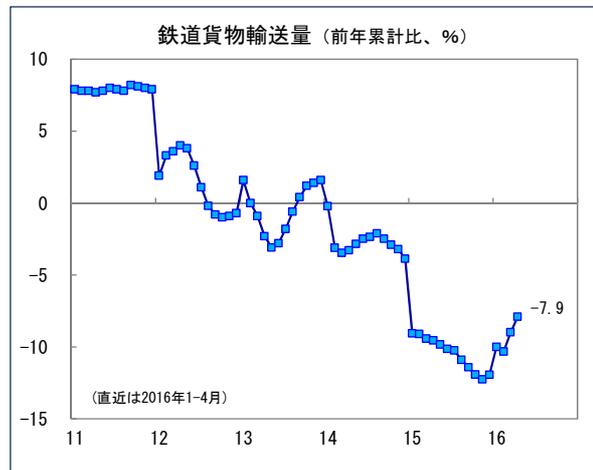
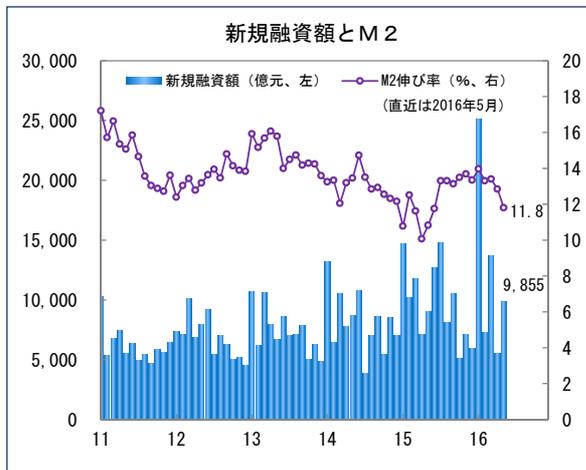
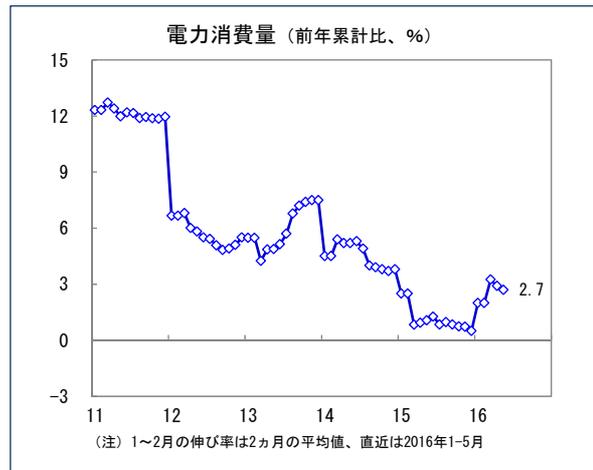
(出所) 中国通関統計、中国国家统计局より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2015年12月	2016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、％）	6.8	-	-	6.7	-	-
鉱工業生産（前年同月比、％）	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0
電力消費量（前年累計比、％）	0.5	2.0		3.2	2.9	2.7
鉄道貨物輸送量（前年累計比、％）	-11.9	-10.0	-10.3	-9.0	-7.9	
固定資産投資（前年累計比、％）	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6
不動産開発投資（前年累計比、％）	1.0	3.0		6.2	7.2	7.0
小売総額 名目（前年同月比、％）	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0
実質（前年同月比、％）	10.7	9.6		9.7	9.3	9.7
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0
食品（前年同月比、％）	2.7	4.1	7.3	7.6	7.4	5.9
非食品（前年同月比、％）	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-5.9	-5.3	-4.9	-4.3	-3.4	-2.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-6.8	-6.3	-5.8	-5.2	-4.4	-3.8
新規融資額（億元）	5,978	25,100	7,266	13,700	5,556	9,855
M2伸び率（％）	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8
輸出（前年同月比、％）	-1.9	-11.4	-25.4	11.4	-1.8	-4.1
輸入（前年同月比、％）	-7.8	-19.2	-13.8	-7.5	-10.9	-0.4
貿易収支（億米ドル）	593.9	632.9	325.9	298.6	455.6	499.8
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	10.4	11.3	14.2	17.6	20.2	21.4
上海（前年同月比、％）	18.2	21.4	25.1	30.5	34.2	33.8
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-14.0	13.7		19.2	21.4	18.3
完工面積（前年累計比、％）	-6.9	28.9		17.7	20.1	20.4
不動産販売 面積（前年累計比、％）	6.5	28.2		33.1	36.5	33.2
金額（前年累計比、％）	14.4	43.6		54.1	55.9	50.7

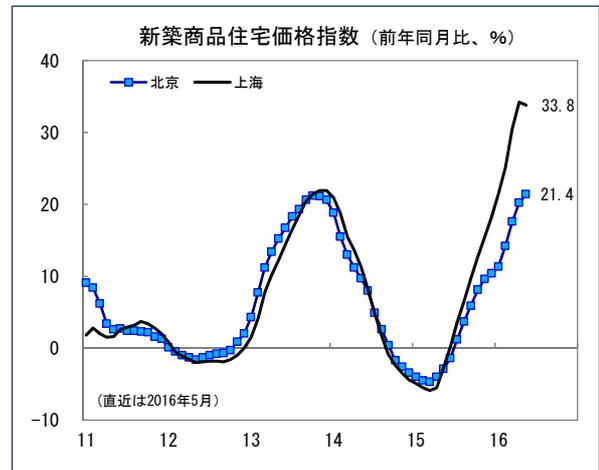
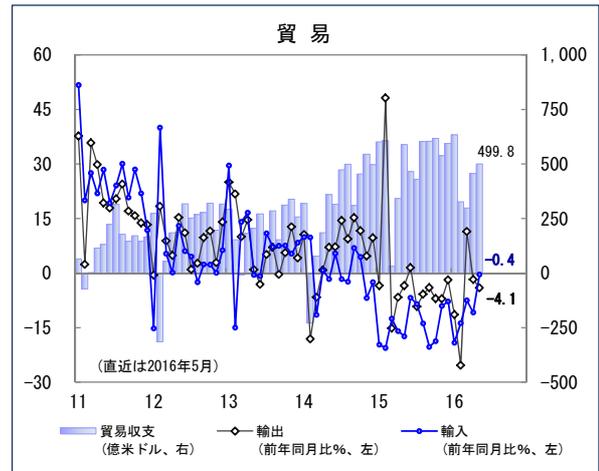
(出所) 国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEICより大和総研作成

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