

2017年8月22日 全10頁

中国：心配な住宅実需抑制と民間の景況悪化

7月の中国経済はやや減速

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 2017年7月の主要経済統計は軒並み減速した。中国の統計は月毎のぶれが大きく、単月のデータで一喜一憂する必要はないのかもしれないが、①住宅「実需」の抑制、②民間部門の景況悪化、といった懸念材料が出てきていることには注意が必要であろう。中国経済は1月～6月の6.9%成長をピークに、緩やかに減速していく可能性が高い。
- 懸念材料の一つは住宅「実需」の抑制である。国家統計局はティア1都市、ティア2都市の投機・投資需要の減退を政策効果の発現として高く評価しているが、抑制されたのは投機・投資需要に限定されない。例えば、北京市では、居住目的と見做される、家計で1軒目の住宅ローン金利については、市場金利の上昇を受けて、今年6月から多くの銀行が貸出基準金利を上回る金利設定を行うようになっている。本来であればサポートされるべき居住目的の住宅購入を抑制しかねない状況であり、価格抑制策が効きすぎるリスクが懸念されよう。
- もう一つの懸念材料は民間部門の景況悪化である。国家統計局の製造業PMI（50が拡大と縮小の分岐点）を企業規模別に見ると、2017年7月は大型企業が52.9と2ヵ月連続で上向いた一方で、中型企業は49.6、小型企業は48.9と、それぞれ7ヵ月ぶり、4ヵ月ぶりに50を下回った。金融引き締めやデレバレッジの悪影響は中小企業に色濃く表れているのである。
- 米トランプ大統領は、中国による米国企業の知的財産権の侵害が深刻だとして、通商法301条の適用を視野に米通商代表部（USTR）に対して調査開始を指示し、8月18日に調査が開始された。当然、これはリスク要因ではあるが、調査が終了するまでに相当な期間が必要との指摘があり、直ぐにどうこうという話ではない。むしろ気になるのは、5月中旬以降の元高の影響である。これまで中国の輸出増加をサポートしてきた元安局面は変化しつつあり、先行きには注意が必要となろう。

7月はやや減速

2017年1月～3月、4月～6月の中国の実質GDP成長率はともに前年同期比6.9%（以下、変化率は断わりのない限り、前年比、前年同期比、前年同月比）と堅調であった。

7月の主要経済統計を見ると、鉱工業生産は6月の7.6%増⇒6.4%増、以下同様に小売売上（名目）は11.0%増⇒10.4%増、輸出は11.3%増⇒7.2%増、輸入は17.1%増⇒11.0%増、固定資産投資は1月～6月の8.6%増⇒1月～7月は8.3%増など、軒並み減速した。中国の統計は月毎のぶれが大きく、単月のデータで一喜一憂する必要はないのかもしれないが、いくつかの懸念材料が出てきていることには注意が必要であろう。

結論を先に言えば、中国経済は1月～6月の6.9%成長をピークに、緩やかに減速していく可能性が高い。これは、①住宅「実需」の抑制、②民間部門の景況悪化、などの影響が顕在化すると想定されるためである。

懸念材料①住宅「実需」の抑制

国家統計局は、8月14日に行われた2017年7月の中国経済情勢に関する記者会見で、住宅市場の過熱は沈静化しつつあり、市場は安定化している旨を強調した。具体的には、「ティア1都市（北京市、上海市、広州市、深圳市といった大都市）やティア2都市（省都レベルの都市）の住宅価格の速すぎる上昇が抑制され、投機・投資目的の住宅購入が大幅に減少している一方で、ティア3都市・ティア4都市（地方都市）の過剰な住宅在庫の削減は進展している」とした。

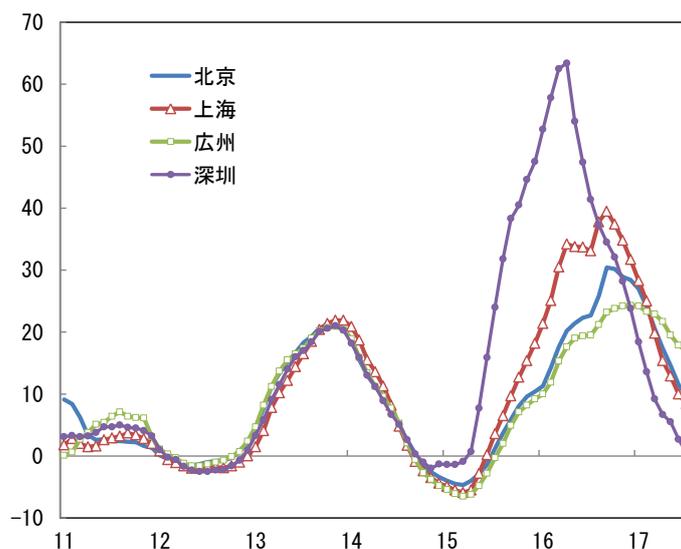
確かに、ティア1都市やティア2都市の住宅価格は抑制されつつある。例えば、価格急騰で先行した深圳市の新築住宅価格は、直近ピークである2016年4月の63.4%上昇から、2017年7月には0.5%上昇に抑制された。中国の地方毎の住宅在庫は省別のものが2015年までしか発表されていないため、全国の未販売住宅面積を見ると、2017年7月末時点では20.8%減の3億4,181万㎡に圧縮された。1戸当たり100㎡として¹およそ342万户分であり、ピークであった2016年2月末のおよそ466万户分から大きく減少している。過剰住宅在庫に苦しんでいた地方都市でどの程度在庫が削減されたのかは不明であるが、多くのティア3都市、ティア4都市の住宅価格がプラスに転じていることを考えると、過剰住宅在庫の削減はある程度は圧縮されている可能性が高い。

しかし、中国の住宅市場は、当局が言うほど良いこと尽くめではない。国家統計局はティア1都市、ティア2都市の投機・投資需要の減退を政策効果の発現として高く評価しているが、抑制されたのは投機・投資需要に限定されない。例えば、北京市では、居住目的と見做される、家計で1軒目の住宅ローン金利については、市場金利の上昇を受けて、今年6月から多くの銀行が貸出基準金利を上回る金利設定を行うようになった。5年超の貸出基準金利は4.9%であり、

¹ 中国の床面積表示は共有部分を含むため、専有面積は表示の7割程度となる。

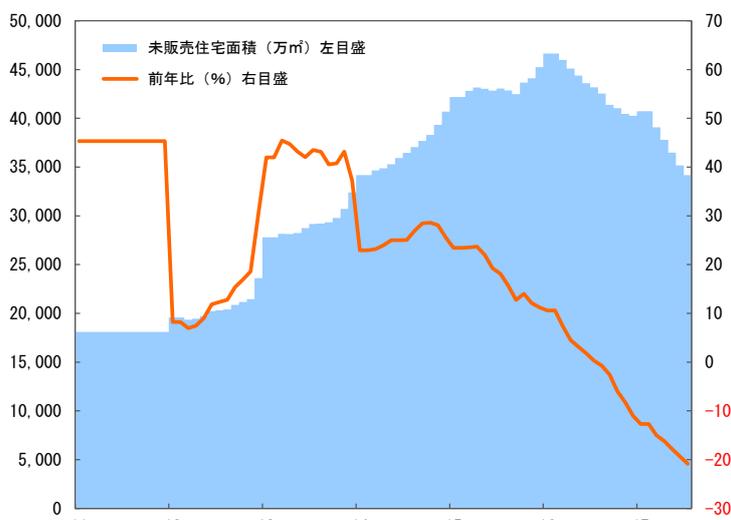
住宅販売が促進される局面では基準金利の 0.85 倍（4.165%）の優遇金利の適用が可能であったが、この 6 月以降は基準金利の 1.05 倍～1.1 倍（5.145%～5.39%）の金利を提示する銀行が増えたという。100 万円（約 1,640 万円）を 20 年ローンで借りた場合、月額返済額は、0.85 倍の場合の 6,150 円（約 10 万円）から 1.05 倍では 6,683 円（約 11 万円）に増える計算となる。本来であればサポートされるべき居住目的の住宅購入を抑制しかねない状況であり、価格抑制策が効きすぎるリスクが懸念されよう。

ティア 1 都市の新築住宅価格（前年同月比）の推移（単位：%）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

住宅在庫は大きく減少（単位：万㎡、前年比%）



（注）2012年以前は年末値、2013年以降は月末値
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

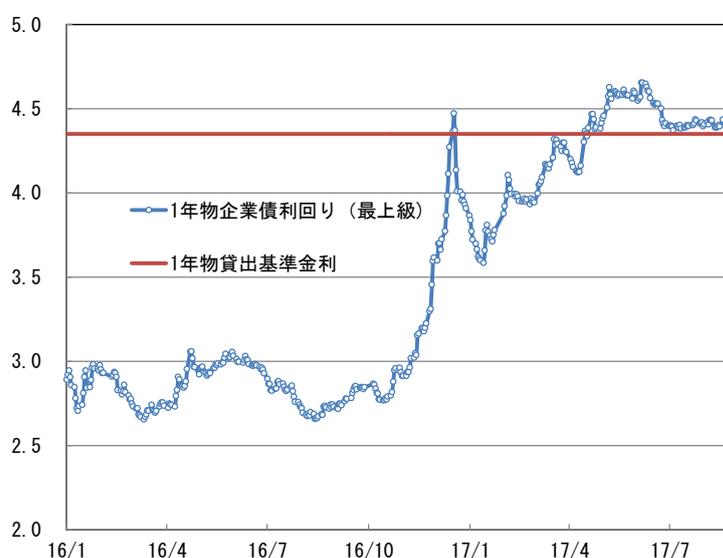
懸念材料②民間部門の景況悪化

中国では2016年11月以降、住宅バブルの防止を目的に、引き締め気味の金融政策が実施されている。さらに、2017年3月以降は、金融当局が銀行に対して金融リスクの防止を目的にデレバレッジを指示したことから、銀行間市場での資金供給が縮小し、市場金利は大きく上昇した。4月下旬の中央政治局会議に続き、5年に1回開催される7月中旬の全国金融工作会議でも、金融による実体経済（実物投資）への寄与、金融リスクの防止、金融改革の深化、が三大任務であることが強調された。銀行が仲介する資金の相当部分が非実体経済（金融投資）に向かい、過度なリスクテイクをしていた状況を是正する方針が改めて示されたのである。

こうした中で、大型国有企業や国家プロジェクトなど格付け最上級の企業が発行する1年物企業債利回りも大きく上昇した。2016年12月中旬に一時的に、そして2017年4月中旬以降は現在に至るまで、政策金利である1年物貸出基準金利（4.35%）を上回る事態となった。当然、企業債の起債意欲は大きく低下し、企業債によるフローの資金調達金額は、2016年12月以降は純減（発行より償還が多い）となる月が増えている。ちなみに、企業債による資金調達額は、2016年は2兆9,993億元の純増であったが、2017年1月～7月は868億元の純減となっている。そもそも企業債の発行が可能なのは、国有企業や大型プロジェクトがほとんどであり、こうした企業、プロジェクトの資金調達が社債発行よりも利息の低い銀行貸出に一段とシフトし、このあおりを受ける形で民間の中小企業の資金調達が一層困難になっている可能性は高い。

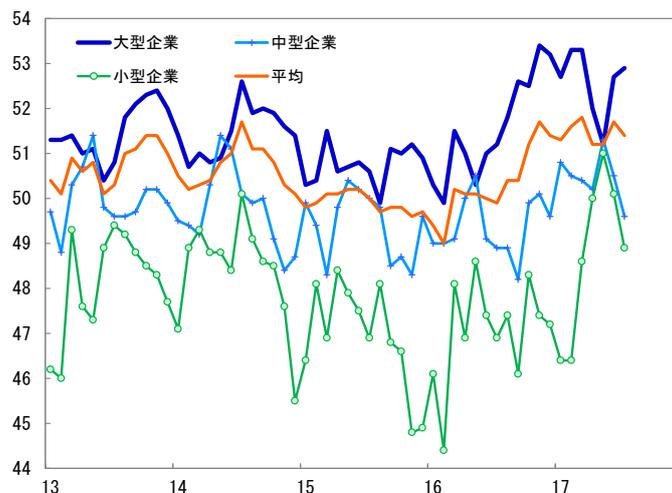
国家統計局の製造業PMI（50が拡大と縮小の分岐点）を企業規模別に見ると、2017年7月は大型企業が52.9と2ヵ月連続で上向いた一方で、中型企業は49.6、小型企業は48.9と、それぞれ7ヵ月ぶり、4ヵ月ぶりに50を下回った。金融引き締めやデレバレッジの悪影響は中小企業に色濃く表れているのであろう。

1年物企業債（最上級）利回りと1年物貸出基準金利の推移（単位：％）



(出所) 中国人民銀行、中国中央国債登記決済有限責任会社より大和総研作成

企業規模別の国家統計局製造業 PMI の推移



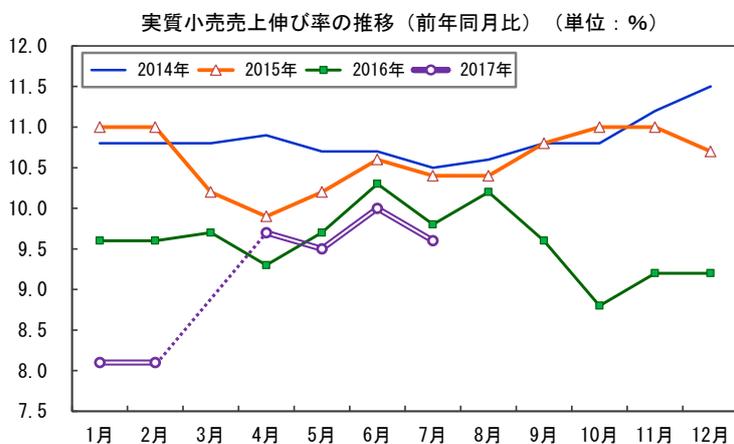
(出所) 中国国家統計局より大和総研作成

消費：モノの消費はやや減速、サービス消費は堅調

小売売上はやや減速している。体育・娯楽用品（7月は26.6%増）、家電・AV機器（同13.1%増）などは好調であり、家電では猛暑の影響でエアコンの販売が急増した。一方で、車両購入税半減措置が2016年末に終了し、その影響が懸念される乗用車販売は、7月は6.2%増と2ヵ月連続で増加するなど、悪くはなかったとはいえ、前年同月の23.0%増からは流石に鈍化した。

小売統計に含まれないサービス消費は堅調を継続している模様である。ネット販売は、小売売上に含まれるモノと、含まれないサービスの統計が発表される。2017年1月～7月のネット販売は、モノが28.9%増、サービスは74.9%増と、いずれも1月～6月から加速し、なかでも

実質小売売上伸び率の推移（前年同月比）（単位：％）



(注1) 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

(注2) 2017年3月の数値は未発表

(出所) 中国国家統計局より大和総研作成

サービスの伸長が著しい。小売統計には含まれない、旅行、教育、文化、娯楽（ゲームなど）といったネットサービスの急拡大は、サービス消費の堅調ぶりをある程度示唆していよう。

モノとサービスのネット販売

	モノのネット販売			サービスのネット販売		
	金額 (億元)	前年比 (%)	ウエイト (%)	金額 (億元)	前年比 (%)	ウエイト (%)
2015年	32,424	31.6	83.6	6,349	42.4	16.4
2016年	41,944	25.6	81.4	9,612	51.4	18.6
2017年1月～7月	27,820	28.9	76.0	8,797	74.9	24.0

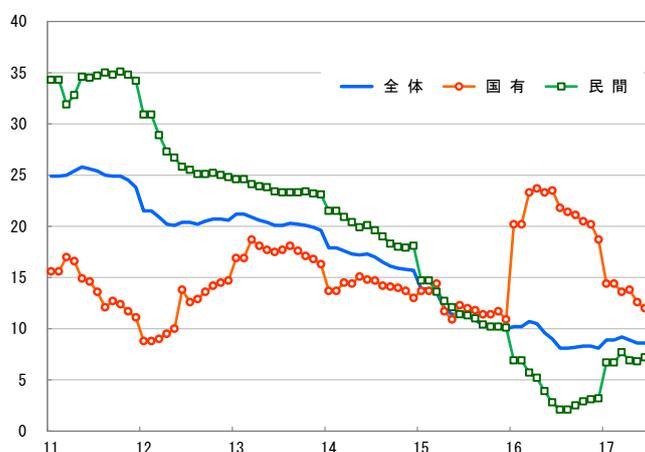
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

投資：固定資産投資は減速が続く

固定資産投資は減速が続いている。インフラ投資（電気・水道・ガスなどを含む）は16.7%増と高水準の伸び率を維持したものの、製造業投資（1月～6月の5.5%増⇒1月～7月は4.8%増）、不動産開発投資（同様に8.5%増⇒7.9%増）は低下した。

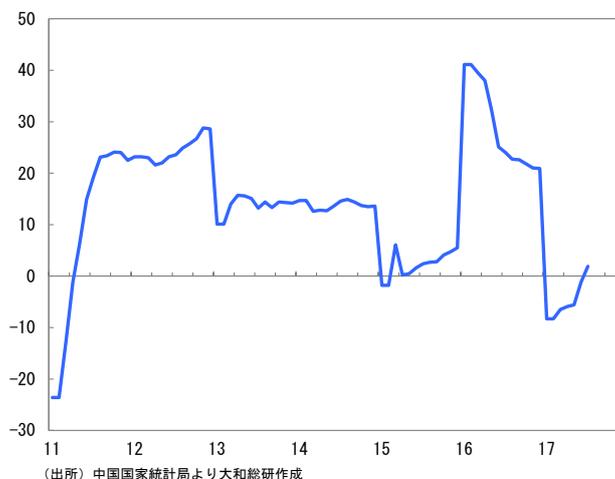
固定資産投資の伸び率を所有形態別に見ると、全体の6割強を占める民間部門は昨年夏場をボトムに2017年1月～3月までは回復していたが、その後は足踏み状態にある。1月～7月は6.9%増と1月～6月の7.2%増から減速した。既述した金融引き締めとデレバレッジの影響が民間中小企業の資金調達難に拍車を掛けつつある可能性が指摘できよう。国有部門について、その先行指標となる新規着工総投資計画額は、前年割れからプラスに転じたとはいえ低水準にとどまっており、政府主導で何らかのテコ入れ策が実施されない限り、今後、大きく加速することは期待しにくいであろう。

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



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

固定資産投資の新規着工総投資計画額（1月からの累積の前年同期比）の推移（単位：％）

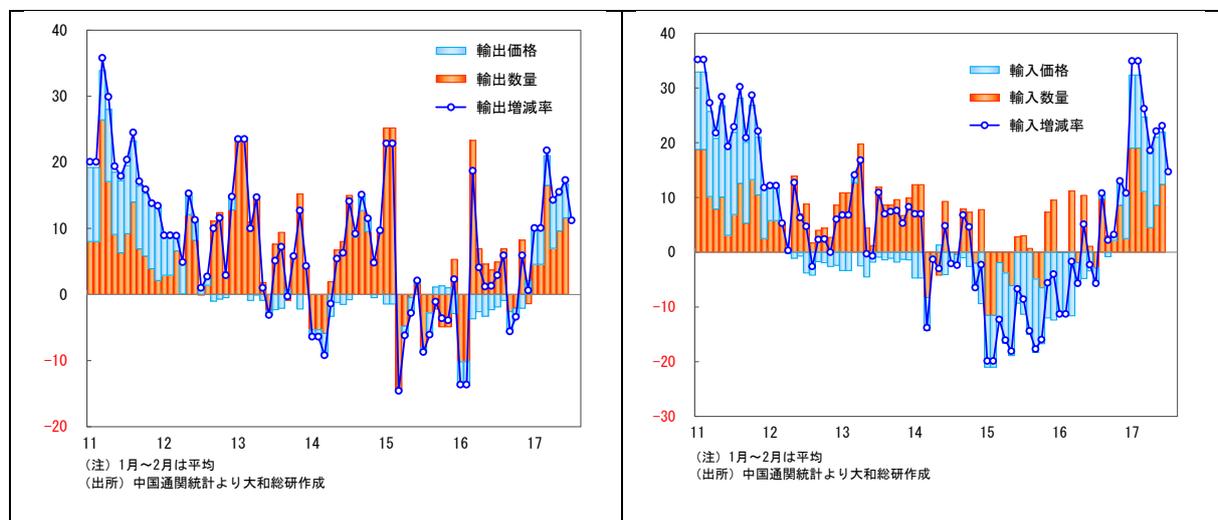


輸出：差し当たりの懸念は通商法 301 条よりも元高

1月～7月の輸出（米ドル建て）は8.3%増、輸入（同）は17.7%増、貿易収支は24.0%減の2,317億米ドルであった。

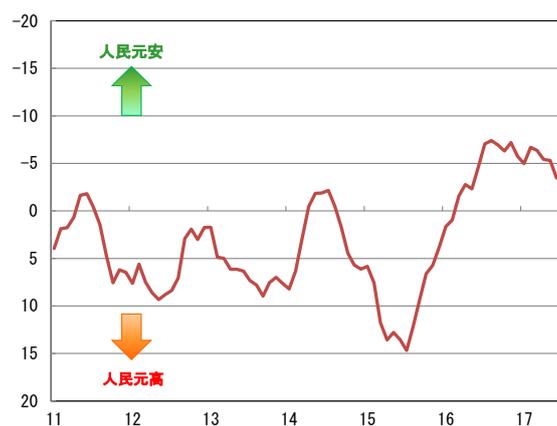
米中の通商関係の悪化は回避されてきたが、再び懸念材料が出てきた。米トランプ大統領は、北朝鮮の核・ミサイル問題への中国の貢献を求め、それを米国の巨額な対中国貿易赤字問題とリンクさせてきた。北朝鮮問題が進展を見せないどころか一段と悪化する中、トランプ大統領は、中国による米国企業の知的財産権の侵害が深刻だとして、通商法 301 条の適用を視野に米通商代表部（USTR）に対して調査開始を指示し、8月18日に調査が開始された。米国当局が「ククロ」と判断すれば中国との協議に入り、解決できなければ関税引き上げなどの制裁措置を講じることが可能となる。

人民元建て輸出入増減率（価格、数量）の推移（前年同月比、％）



当然、これはリスク要因ではあるが、調査が終了するまでに相当な期間が必要との指摘があり、直ぐにどうこうという話ではない。むしろ気になるのは、5月中旬以降の人民元の対米ドル基準レート算出方法変更後の元高の影響である。実質実効為替レートの前年同月比を見ると、元安は一段落し、足元ではやや元高に向かっている。これまで中国の輸出増加をサポートしてきた元安局面は変化しつつあり、先行きには注意が必要となろう。

実質実効為替レートの推移（前年同月比、%）



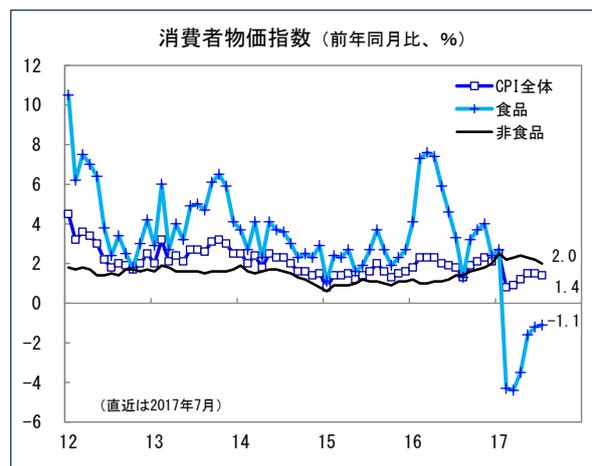
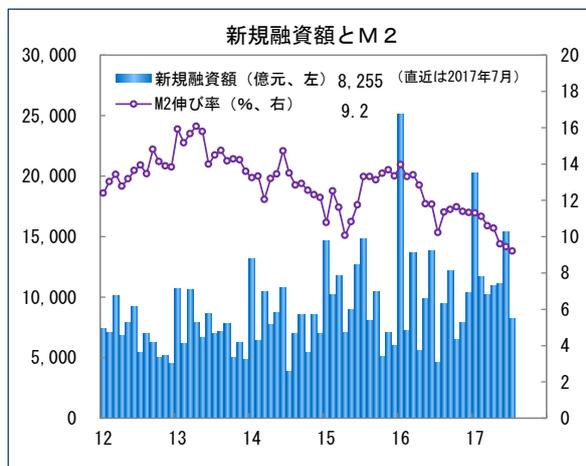
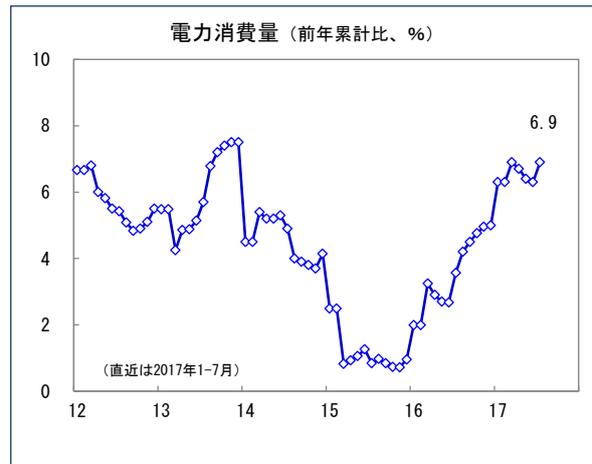
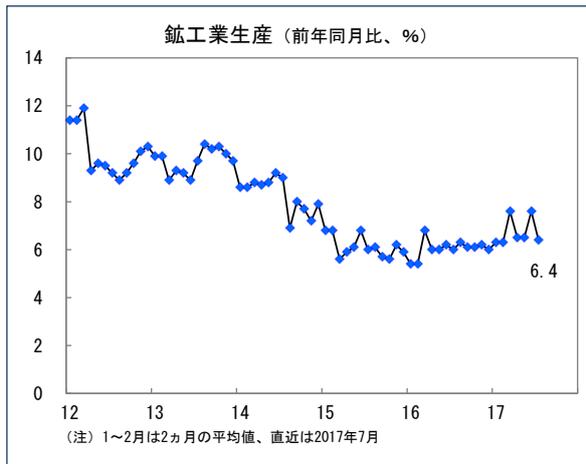
（出所）国際決済銀行[BIS]より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2017年2月	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	6.9	-	-	6.9	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.3	7.6	6.5	6.5	7.6	6.4
電力消費量（前年累計比、%）	6.3	6.9	6.7	6.4	6.3	6.9
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	19.4	17.3	15.5	14.0	16.5	17.7
固定資産投資（前年累計比、%）	8.9	9.2	8.9	8.6	8.6	8.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	8.9	9.1	9.3	8.8	8.5	7.9
小売総額 名目（前年同月比、%）	9.5	10.9	10.7	10.7	11.0	10.4
実質（前年同月比、%）	8.1	-	9.7	9.5	10.0	9.6
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.8	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4
食品（前年同月比、%）	-4.3	-4.4	-3.5	-1.6	-1.2	-1.1
非食品（前年同月比、%）	2.2	2.3	2.4	2.3	2.2	2.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	7.8	7.6	6.4	5.5	5.5	5.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	9.9	10.0	9.0	8.0	7.3	7.0
新規融資額（億元）	11,700	10,200	11,000	11,100	15,400	8,255
M2伸び率（%）	11.1	10.6	10.5	9.6	9.4	9.2
輸出（前年同月比、%）	-1.9	16.0	7.5	8.3	11.3	7.2
輸入（前年同月比、%）	38.1	20.0	11.7	14.4	17.1	11.0
貿易収支（億米ドル）	-98.1	236.8	375.2	405.2	428.2	467.4
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	24.1	20.6	17.4	14.6	11.5	9.6
上海（前年同月比、%）	25.0	19.8	15.4	12.9	10.0	8.4
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	10.4	11.6	11.1	9.5	10.6	8.0
完工面積（前年累計比、%）	15.8	15.1	10.6	5.9	5.0	2.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	25.1	19.5	15.7	14.3	16.1	14.0
金額（前年累計比、%）	26.0	25.1	20.1	18.6	21.5	18.9

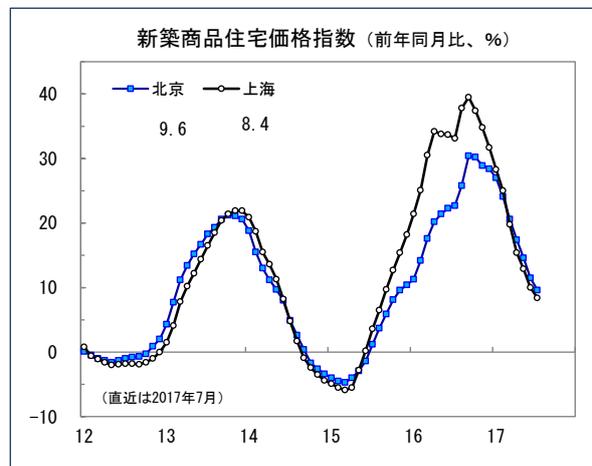
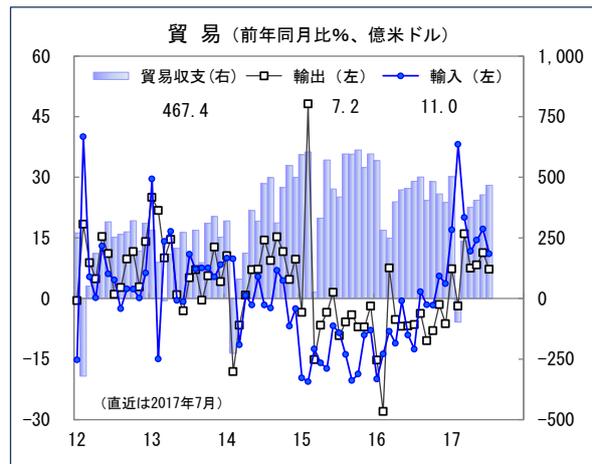
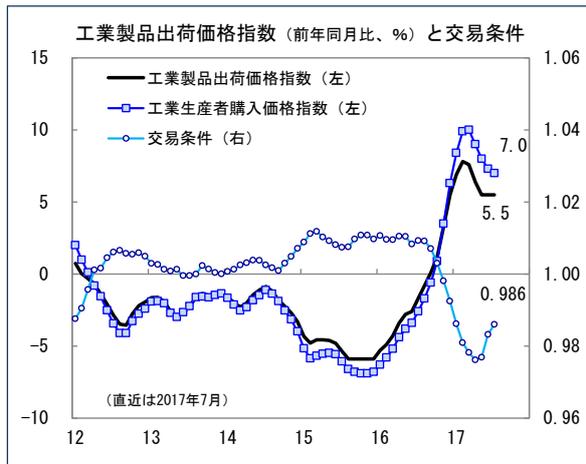
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



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

主要経済指標一覧（続き）



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