

2018年1月24日 全9頁

# 中国経済見通し 景気減速要因が多い2018年

## 金融引き締め、住宅販売不振、元高

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、2017年の中国の実質GDP成長率は前年比6.9%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）と、2017年3月の全人代で示された政府経済成長率目標である6.5%前後を十分に達成した。実質GDP成長率は2010年の10.6%を直近のピークに6年連続で低下したが、2017年は2016年の6.7%を上回り、7年ぶりの加速となった。
- 2018年の実質GDP成長率は6.3%程度に低下しよう。金融引き締め効果の発現、住宅販売不振に伴う関連投資・消費への悪影響など2018年の中国経済には減速要因が多い。懸念されるのは、習近平一強体制の中で金融リスク防止や住宅価格抑制策が効きすぎるリスクが台頭していることである。もちろん、景気減速が明らかになれば、行き過ぎた金融引き締めは緩和されるであろうし、ある程度の成長率を維持するために、下半期以降はインフラ投資のさらなる増強などの景気下支え策や、住宅価格調整が進展した一部都市では当該地域に戸籍を持たない家計に住宅購入を再び認める（住宅の投資・投機需要を刺激する）といったテコ入れ策が打ち出される可能性があるだろう。ただし、その効果は直ぐには出ない。

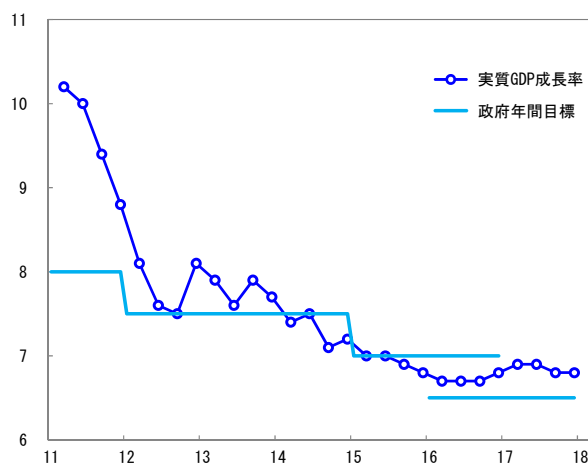
## 2017年の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%に加速

国家統計局によると、2017年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）と、2017年3月の全人代で示された政府経済成長率目標である 6.5%前後を十分に達成した。実質 GDP 成長率は 2010年の 10.6%を直近のピークに 6年連続で低下したが、2017年は 2016年の 6.7%を上回り、7年ぶりの加速となった。四半期毎には、1月～3月、4月～6月は 6.9%、7月～9月、10月～12月は 6.8%と景気は堅調に推移した。

2017年の 6.9%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が 4.1%ポイント（2016年は 4.3%ポイント）、総資本形成が 2.2%ポイント（同 2.8%ポイント）、純輸出が 0.6%ポイント（同▲0.5%ポイント）であった。内需の寄与度は 2016年の 7.1%ポイントから 2017年は 6.3%ポイントに低下したが、純輸出の寄与度のプラス転換がこれを補って余りある格好となった。

一方、名目 GDP 成長率は 2016年の 8.0%から 2017年は 11.3%と大きく加速した。GDP デフレーターの上昇は、川上産業の製品価格の急騰が主因の一つであり、工業製品出荷価格指数 (PPI) は 2016年までの 5年連続のマイナスから 2017年には +6.3%と 6年ぶりにプラスに転換した。

### 実質 GDP 成長率（四半期）と政府年間目標の推移（%）



（注）2016年の政府年間目標は前年比6.5%～同7.0%、2017年は同6.5%前後  
（出所）中国国家統計局、各年の政府活動報告により大和総研作成

### 実質 GDP 成長率（前年比）需要項目別寄与度（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
2011	9.5	5.9	4.4	-0.8
2012	7.9	4.3	3.4	0.2
2013	7.8	3.6	4.3	-0.1
2014	7.3	3.6	3.4	0.3
2015	6.9	4.1	2.9	-0.1
2016	6.7	4.3	2.8	-0.5
2017	6.9	4.1	2.2	0.6

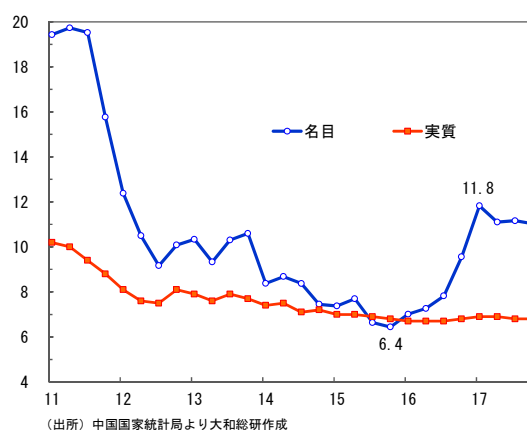
（出所）CEIC、中国国家統計局より大和総研作成

工業分野のデフレ脱却は、2016年以降の乗用車、住宅、インフラ投資に対する刺激策、即ち鉄鋼・石炭（鉄鋼生産に必要な電力は主に石炭火力発電）の需要拡大政策と、鉄鋼と石炭に的を絞った過剰生産能力の厳格な削減に伴う供給不安台頭によるものである。川上分野の業績の急速な改善をリード役に鉱工業企業全体の業績は大きく改善し、2016年の8.7%増益から2017年1月～11月には21.9%増益となった。

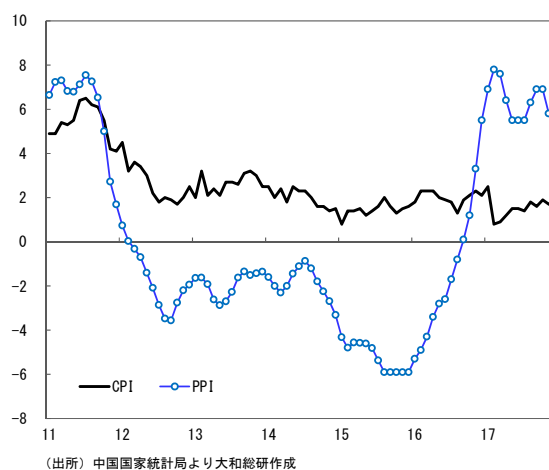
業績改善の恩恵は労働分配の増加に及び、2017年の一人当たり可処分所得は名目9.0%増、実質7.3%増と、それぞれ2016年の8.4%増、6.3%増を上回った。伸び率が前年を上回るのは5年ぶりであり、比較的堅調な消費を支えた。

その一方で、業績改善は鉱業や製造業の固定資産投資全体の加速には結び付いていない。これは鉱工業分野の多くが過剰生産能力を抱え、生産能力拡張を目的とした新規投資は厳格に抑制されているためである。こうした中で、中国企業の投資は自動化、機械化など「技術改造」にとどまった可能性が高い。

#### 中国の名目・実質 GDP 成長率（四半期）の推移（単位：％）



#### 消費者物価（CPI）と工業製品出荷価格（PPI）の推移（前年同月比、％）

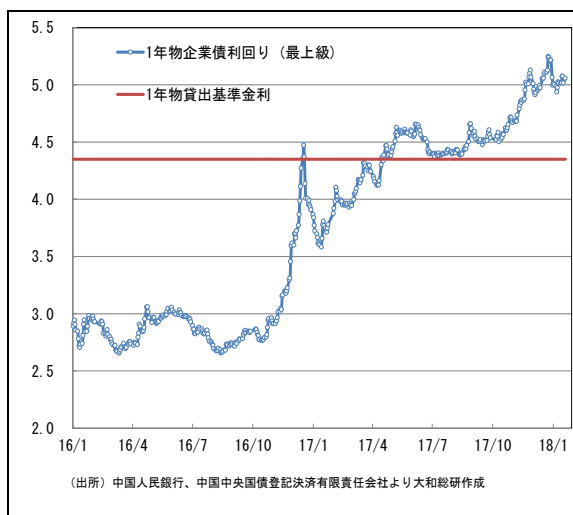


## 2018年は景気減速へ、金融引き締めの効果発現

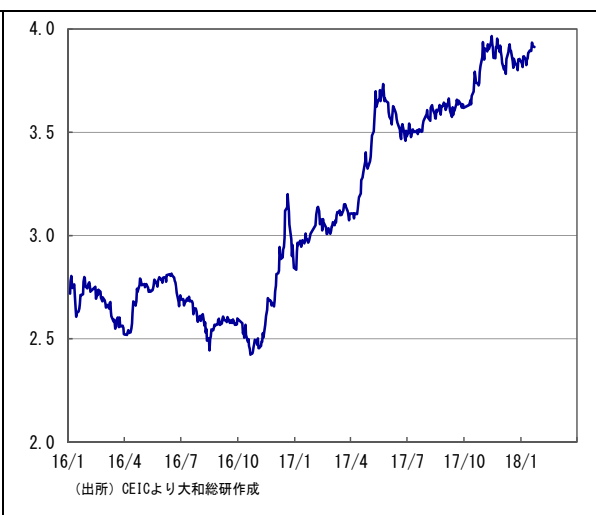
2018年の中国の実質GDP成長率は6.3%程度に低下しよう。

景気減速の要因の一つは金融引き締め効果の発現である。2017年は「金融リスク防止」をキーワードに金融監督・管理が強化された結果、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。2016年末と直近2018年1月22日との比較では、1年物企業債（最上級）の利回りは3.91%→5.06%、5年物国債利回りは2.84%→3.91%などとなっている。企業債でいえば、最上級の格付けが付与されるのは国有大企業であり、こうした企業への銀行貸出金利は基準金利を下回る優遇金利が適用されるため、企業債の発行利回りはさらに低いのが通常である。ところが、2017年4月以降、1年物企業債（最上級）の利回りは1年物貸出基準金利の4.35%を恒常的に上回るようになり、企業債の発行は急減した。2017年の企業債のネット発行額は85.0%減の4,495億元にとどまったほどである。国有企業が銀行貸出への依存度を高めれば、信用力の弱い中小企業の銀行貸出へのアクセスは一段と制約され、他の手段による資金調達コストはさらに増大することになる。金融引き締め効果の発現により、固定資産投資はさらなる減速が想定されよう。

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：％）



5年物国債利回りの推移（単位：％）



## 住宅販売不振に伴う関連投資・消費の減速

さらに、住宅販売不振に伴う関連投資・消費の減速が成長率の低下要因となろう。住宅販売面積は2016年の22.4%増から2017年は5.3%増に伸び率が大きく低下した。単月ベースでは2017年9月、10月は前年割れとなった。2016年の不動産開発投資は6.9%増、2017年は7.0%増とほぼ変わらずであったが、2017年は1月～4月の9.3%増をピークに概ね減速傾向をたどっ

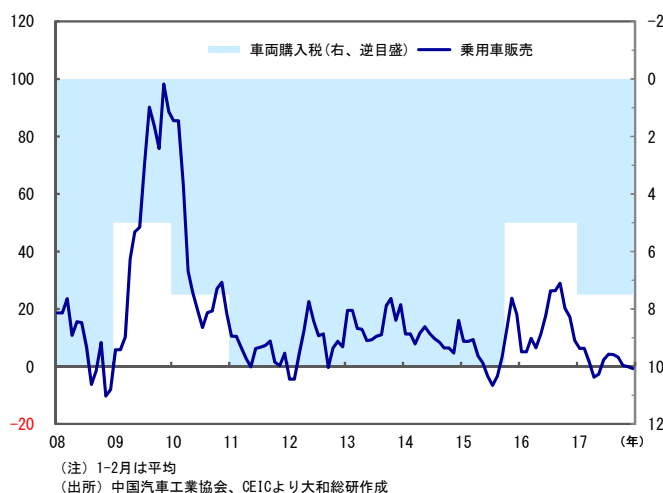
た。住宅販売動向が不動産開発投資に影響するには、2 四半期～3 四半期程度のタイムラグがあり、不動産開発投資のモメンタム低下はむしろこれから本格化していくことになる。

70 都市新築住宅価格は 2016 年 11 月、12 月の+10.8%のピークから 2017 年 12 月は+5.8%となった。中国政府は住宅価格高騰の元凶を住宅投資・投機と見做しており、当該都市に戸籍のない家計の住宅購入を制限し、戸籍がある家計についても 2 軒目以降の購入の際の頭金の割合を引き上げるなどの措置を講じた。住宅市場の過熱抑制は政策効果が発現しているといえる。

問題は、本来ならサポートされるべき居住目的の住宅購入までもが抑制されてしまっていることである。北京市など主要都市では、居住目的である家計で 1 軒目の住宅ローン金利についても、市場金利の上昇を受けて、2017 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。抑制策が効きすぎるリスクが高まっているのである。

2018 年の消費は住宅販売の不振が、家電、建築・内装など住宅関連商品の販売に悪影響を及ぼす可能性が高い。さらに、自動車も住宅関連商品の側面を持つだけに要注意であろう。新築住宅の立地は郊外へとシフトしつつあり、交通手段としての自動車の依存度は高い。居住目的の住宅販売の低迷は自動車需要の低下をもたらすのである。排気量 1.6L 以下の乗用車については、車両購入税率の優遇が終了<sup>1</sup>し、2018 年は価格の 10%の通常税率に戻ることに影響も懸念される。

#### 乗用車販売伸び率（前年同月比）と車両購入税の推移（%）



#### 対米貿易黒字に対する米トランプ大統領の態度硬化は元高要因に

中国通関統計によると、2017 年の輸出（ドル建て）は 7.9%増、輸入は 15.9%増で、ともに 3 年ぶりの増加となった。貿易収支は 17.1%減の 4,225 億ドルの黒字であった。1 年前の当社の

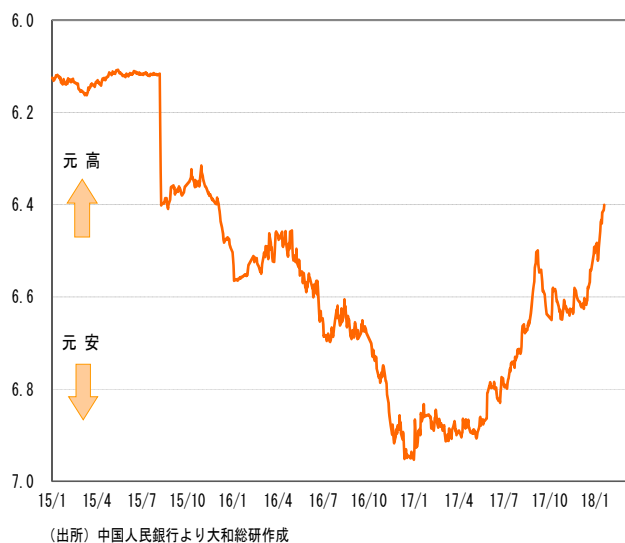
<sup>1</sup> 車両購入税率は 2015 年 10 月～2016 年末は価格の 5%、2017 年は 7.5%の優遇税率を適用。

中国経済見通しでは、「中国の輸出増加期待は米トランプ政権の政策次第で増幅も減退もし得る」としたが、現実には米国の景気拡大が中国の輸出拡大を後押しした一方で、米国の保護貿易主義的な対中制裁は発動されなかった。為替操作国の認定は見送られ、中国からの全ての輸入品に対する高関税率も課されなかった。2017年4月の習近平・国家主席の米国訪問も、11月のトランプ大統領の中国訪問も友好・歓迎ムードに彩られた。

2017年の中国の対米輸出は11.5%増、輸入は14.5%増と、輸入の伸び率が相対的に大きくなった。ただし、中国側の出超額は減るどころか、10.0%増の2,758億ドルとなった。こうした中、米トランプ大統領は中国による知的財産権侵害に対して巨額の制裁を発動する可能性に言及するなど、対中強硬姿勢を再び強くアピールし始めた。2018年1月22日には、家庭用洗濯機と太陽光パネルの輸入増加を抑制するため、緊急輸入制限（セーフガード）を発動すると発表した。こうした状況下では、人民元の対米ドル為替レートは元安には向かいにくく、2017年5月以降の元高局面が当面は続く可能性が高い。

このように、金融引き締め効果の発現、住宅販売不振に伴う関連投資・消費への悪影響など2018年の中国には景気減速要因が多く、2018年の実質GDP成長率は6.3%程度に低下しよう。懸念されるのは、習近平一強体制の中で金融リスク防止や住宅価格抑制策が効きすぎるリスクが台頭していることである。もちろん、景気減速が明らかになれば、行き過ぎた金融引き締めは緩和されるであろうし、ある程度の成長率を維持するために、下半期以降はインフラ投資のさらなる増強などの景気下支え策や、住宅価格調整が進展した一部都市では当該地域に戸籍を持たない家計に住宅購入を再び認める（住宅の投資・投機需要を刺激する）といったテコ入れ策が打ち出される可能性もあろう。ただし、その効果は直ぐには出ない。

#### 人民元の対米ドル基準レートの推移（単位：元）

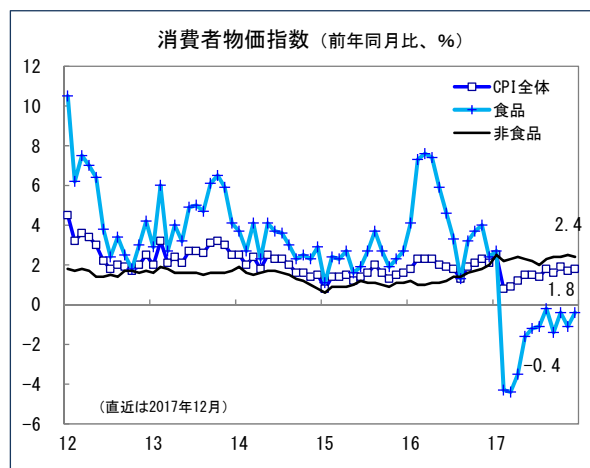
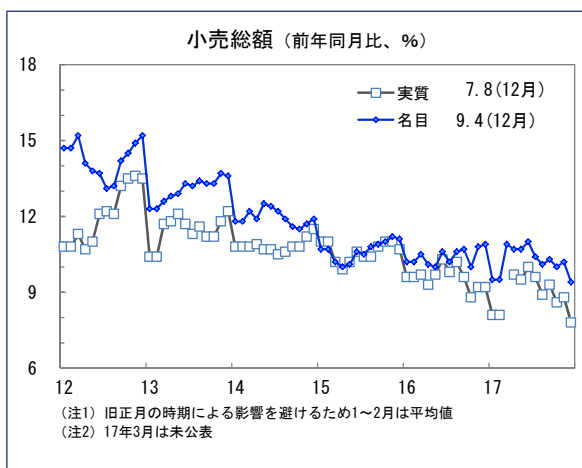
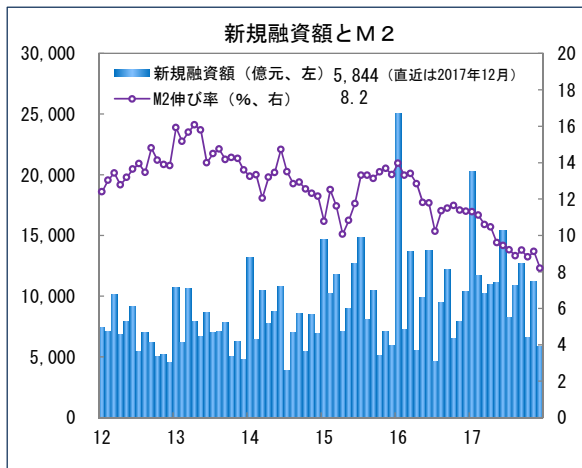
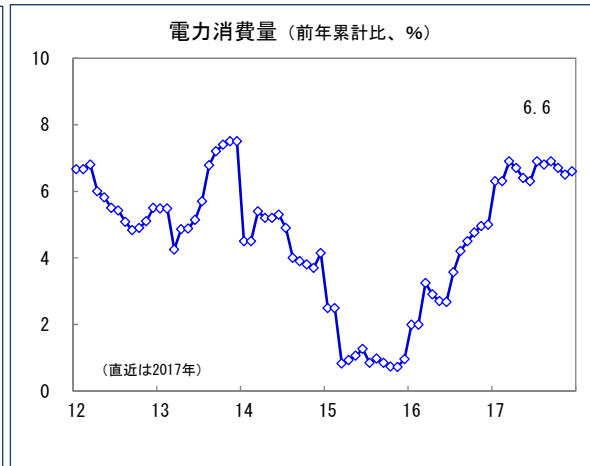
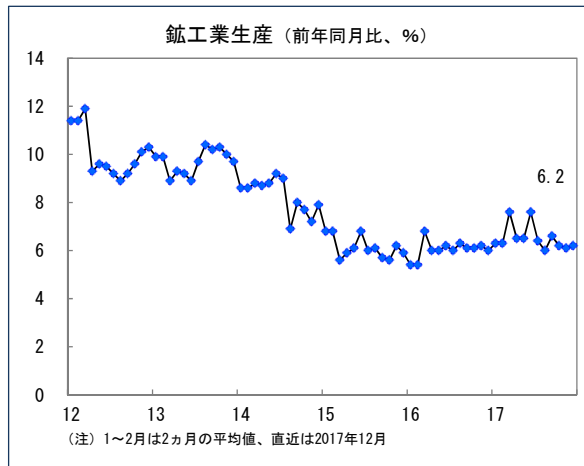


## 主要経済指標一覧

	2017年7月	8月	9月	10月	11月	12月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.8	-	-	6.8
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2
電力消費量（前年累計比、%）	6.9	6.8	6.9	6.7	6.5	6.6
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	17.7	13.1	9.2	4.8	0.9	-
固定資産投資（前年累計比、%）	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2	7.2
不動産開発投資（前年累計比、%）	7.9	7.9	8.1	7.8	7.5	7.0
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.4	10.1	10.3	10.0	10.2	9.4
実質（前年同月比、%）	9.6	8.9	9.3	8.6	8.8	7.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8
食品（前年同月比、%）	-1.1	-0.2	-1.4	-0.4	-1.1	-0.4
非食品（前年同月比、%）	2.0	2.3	2.4	2.4	2.5	2.4
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8	4.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	7.0	7.7	8.5	8.4	7.1	5.9
新規融資額（億元）	8,255	10,900	12,700	6,632	11,200	5,844
M2伸び率（%）	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1	8.2
輸出（前年同月比、%）	6.4	4.9	7.9	6.3	11.5	10.9
輸入（前年同月比、%）	11.1	13.4	18.9	17.1	17.6	4.5
貿易収支（億米ドル）	450.9	407.2	279.6	372.3	389.8	546.9
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	9.6	5.6	0.5	-0.2	-0.3	-0.2
上海（前年同月比、%）	8.4	3.2	-0.1	-0.3	-0.3	0.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	8.0	7.6	6.8	5.6	6.9	7.0
完工面積（前年累計比、%）	2.4	3.4	1.0	0.6	-1.0	-4.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	14.0	12.7	10.3	8.2	7.9	7.7
金額（前年累計比、%）	18.9	17.2	14.6	12.6	12.7	13.7

（出所）中国国家統計局、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

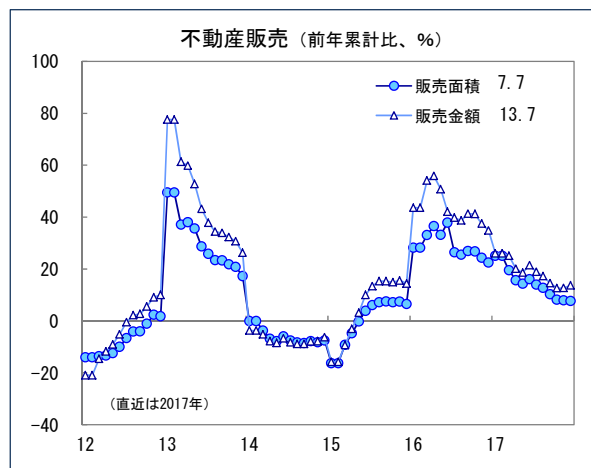
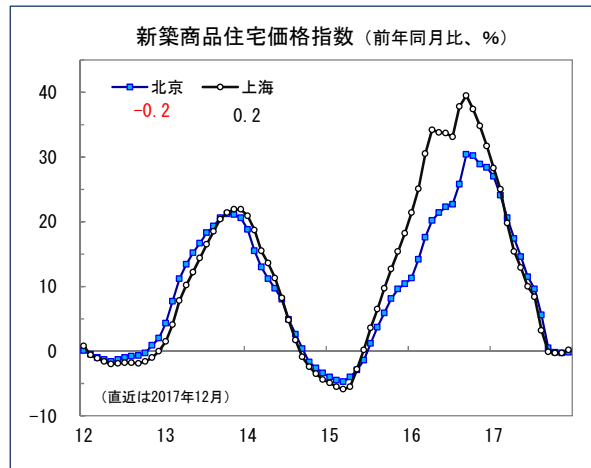
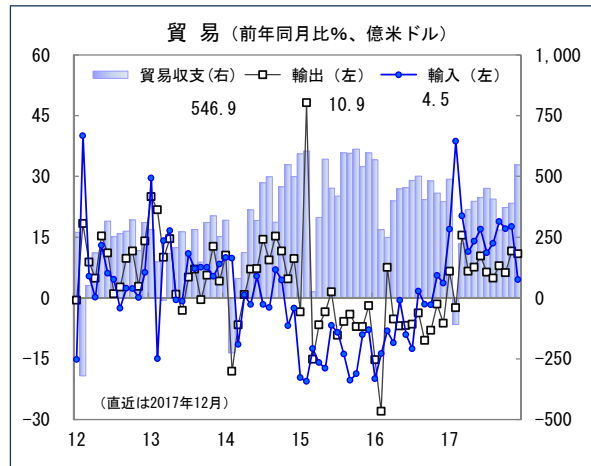
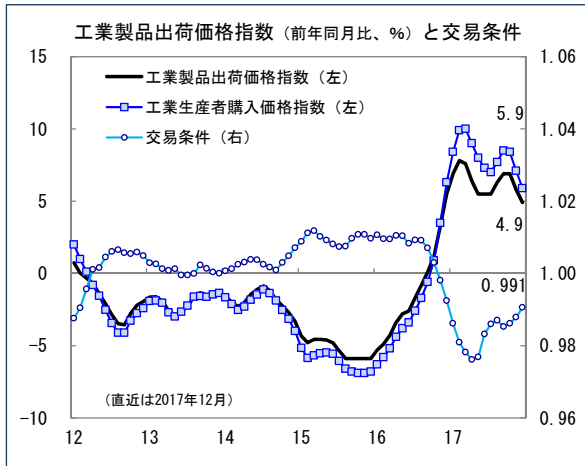
## 主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民银行、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、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー一局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成