

2018年3月22日 全8頁

中国：下振れリスクが後退、強い不動産投資

輸出・生産の好調と環境負荷の増大

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 従来、住宅価格（前年比）の推移は都市毎に程度の差はあっても、方向性は一致していたが、今回は価格の上昇・調整に時間差のあることが特徴となっている。この結果、全国平均では住宅価格の大きな調整が回避される可能性が高まっている。そうなれば、地方政府の財政収入にとって重要な土地権利売却収入の減少⇒地方政府の財政支出の抑制や、住宅販売不振⇒関連投資・消費の抑制、という景気の減速要因を中国全体としてはあまり意識しなくて済むようになろう。景気下振れリスクの後退を受け、大和総研は2018年の実質GDP成長率予想を従来の前年比6.3%から同6.5%に引き上げる。
- 国家エネルギー局によると、2018年1月～2月の電力消費量は、鉱工業生産の加速と厳冬を主因に、前年同期比13.3%増と急増した。内訳は第一次産業12.6%増、第二次産業11.5%増、第三次産業18.8%増、家庭用15.2%増であり、ウエイトは第二次産業が全体の66.3%と圧倒的に大きい。中国の発電量の77.4%が火力発電であり、発電量の増加は石炭燃焼に直結することになる。中国では、環境目標達成の辻褄合わせのために、鉱工業生産を抑制することが常態化しているが、それにとどまらず、抜本的なエネルギー構造改革をスピードアップさせる重要性が改めて示されているといえよう。

春節の時期のずれによる影響、今年は3月にも

中国では、春節（旧正月）の時期のずれの影響を避けるため、鉱工業生産や固定資産投資、小売売上（除く乗用車販売）といった主要経済統計は、1月と2月のデータが併せて3月中旬に発表される。ちなみに、春節の連休は2017年が1月27日～2月2日、2018年は2月15日～2月21日であった。2018年は2017年と比べて、1月は4営業日多く、2月は3営業日少ない（土曜日、日曜日の振替出勤日を含まないベース。含むベースだと1月は3営業日多く、2月は2営業日少ない）。

貿易、物価などは1月と2月の単月のデータが発表される。春節要因を考慮すると、2018年の貿易は1月が強く、2月は弱くなると想定されたが、1月の輸出（米ドル建て、以下同じ）は前年同月比11.2%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）、輸入は36.8%増、同様に2月は44.5%増、6.3%増と、輸出はむしろ伸び率を大きく高めた（貿易については後述）。一方、消費者物価は春節前後の食品価格上昇などの影響で、2018年は1月が低く、2月は高くなるはずである。1月の消費者物価上昇率は+1.5%、2月は+2.9%と、こちらは想定通りに2月に加速した（1月～2月は+2.2%）。国家統計局によると、2月は春節要因と厳冬の影響を受けた食品が0.9%ポイント、交通機関・旅行・宿泊施設等のピーク料金の影響が0.3%ポイント、消費者物価上昇率を押し上げた。

春節の時期のずれによる影響を避けるには1月と2月の平均を見る必要があるのだが、2018年は3月もこの影響を受ける可能性がある。農村からの出稼ぎ労働者は旧暦の1月15日（小正月、今年は新暦の3月2日）まで休む人も少なくない。このため、鉱工業生産や固定資産投資などは3月の統計が下振れする可能性があり、注意を要する。

固定資産投資は加速

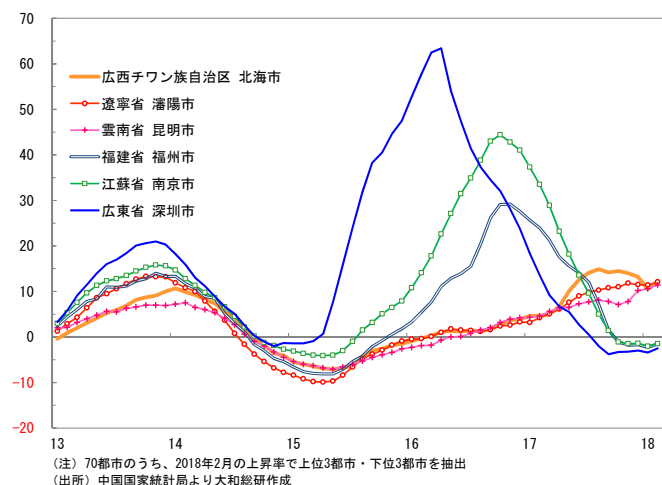
2018年1月～2月の固定資産投資は7.9%増と、2017年の7.2%増から加速した。電気・水道・ガスを含むインフラ投資（2017年の13.9%増⇒2018年1月～2月は11.3%増）や製造業（同様に4.8%増⇒4.3%増）は減速した一方で、不動産開発投資が2017年の7.0%増から2018年1月～2月は9.9%増と大きく伸長したことが、固定資産投資全体の加速を牽引した。固定資産投資の伸び率に対する不動産開発投資の寄与度は、2017年の1.2%ポイントから2018年1月～2月は2.4%ポイントへ拡大している。地域別には沿海地域である東部の不動産開発投資が大きく伸びた。これは、住宅の在庫調整が進んでいた東部では、2017年に住宅価格抑制を目的に供給増加策が実施されたことが効いているとみられる。

大和総研では、住宅販売減少⇒住宅価格調整⇒不動産開発投資減速、が続くと想定していたが、中国全体の住宅価格はここ数ヶ月下げ止まりの気配をみせている。従来、住宅価格の推移は都市毎に程度の差はあっても、方向性は一致していたが、今回はまずはティア1と呼ばれる大都市（北京市、上海市、広州市、深圳市）が大きく上昇し、その後、次のグループが上昇傾向を強めるといった具合に、価格の上昇・調整に時間差があることが特徴となっている。図表

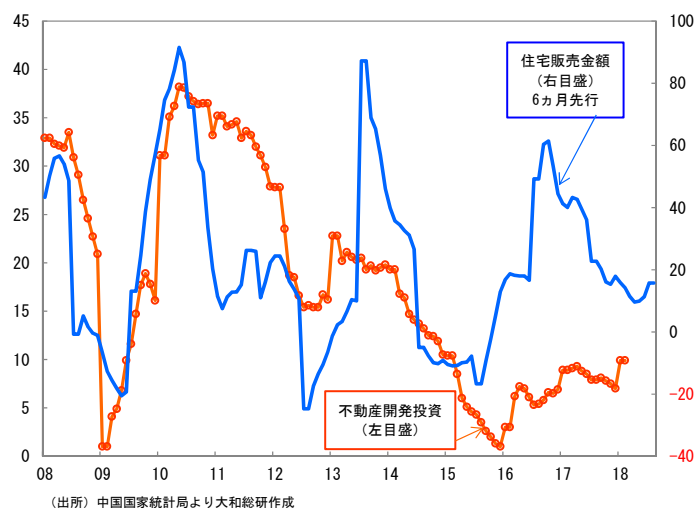
は2018年2月時点の全国70都市の住宅価格変化率上位3都市と下位3都市の変化率推移を見たものであり、比較的早期に価格が上昇した地域が前年割れとなる中、北海市（広西チワン族自治区）、瀋陽市（遼寧省）、昆明市（雲南省）が上昇傾向を強めるなど、都市によって異なる様相を呈している。こうした傾向は認識をしていたとはいえ、価格全体を下げ止める程のインパクトを持つとは想定していなかった。全国平均では住宅価格の大きな調整が回避される可能性が高まっており、そうなれば、地方政府の財政収入にとって重要な土地使用権売却収入の減少⇒地方政府の財政支出の抑制や、住宅販売不振⇒関連投資・消費の抑制、という景気の減速要因を中国全体としてはあまり意識しなくて済むようになるだろう。

景気下振れリスクの後退を受け、大和総研は2018年の実質GDP成長率予想を従来の6.3%から6.5%に引き上げる。

新築商品住宅価格指数 上昇率の推移（上位・下位3都市）（前年同月比、%）



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：%）



消費はやや減速

2018年1月～2月の小売売上は9.7%増と2017年の10.2%増からやや減速した。国家統計局は2017年12月の9.4%増から加速したことを強調したが、これには留意が必要である。国家統計局は毎月、実質小売売上の伸び率を発表するが、2017年と2018年は1月～2月の実質伸び率は発表されていない。2017年12月の消費者物価上昇率が+1.8%、2018年1月～2月が+2.2%であったことを考えると、昨年12月との比較でも足元のモノの消費は横這いかやや減速とみるべきであろう。

品目別には化粧品や通信機器などの売上が比較的堅調に推移している。なお、1月～2月の自動車販売台数は1.7%増にとどまったが、単価上昇により、販売金額は9.7%増と堅調であった。

一方、ネット販売は好調を維持している。小売統計に含まれるモノのネット販売は昨年の28.0%増から1月～2月は35.6%増に加速した。小売統計に含まれないサービスのネット販売は同様に48.1%増から42.4%増へ伸び率は若干低下したとはいえ、高水準の伸び率を継続している。後者については、観光や娯楽などが大きく伸長した。国家観光局によると今年の春節期間は延べ3.8億人が旅行を楽しみ、観光収入は12.6%増の4,750億元（約8兆円）となった。娯楽では映画鑑賞が人気を集めたという。

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	54,806	28.0	76.4	16,945	48.1	23.6
2018年1～2月	9,073	35.6	73.9	3,198	42.4	26.1

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

好調な輸出と米中貿易不均衡問題

中国通関統計によると、2018年1月～2月の輸出は24.4%増、輸入は21.7%増と、2017年のそれぞれ7.9%増、16.0%増から大きく加速した。1月～2月の貿易収支は43.6%増の543.2億米ドルであった。輸出の好調は、主要輸出先である先進国景気の拡大によるところが大きい。

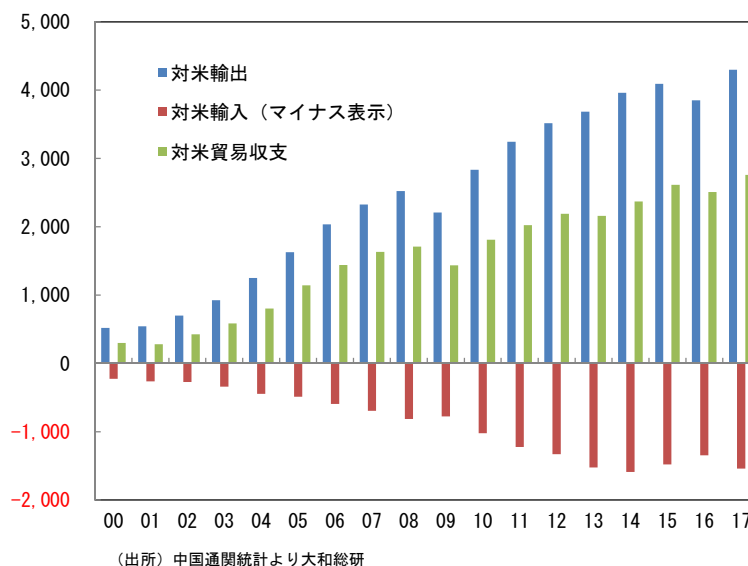
一方、懸案の対米貿易黒字は大きく拡大している。中国側の統計では、2017年の中国の対米輸出は11.5%増、輸入は14.5%増と、輸入の伸び率が相対的に大きくなった。ただし、中国側の出超額は減るどころか、10.0%増の2,758.1億ドルに増加した。さらに2018年1月～2月の対米輸出は24.8%増、輸入は11.6%増となり、貿易黒字は34.6%増の428.6億米ドルに拡大している。

こうした状況に、中間選挙を控える米トランプ大統領は苛立ちを募らせている。最近でも、①鉄鋼とアルミニウムを対象に輸入制限を発動、②知的財産権侵害への報復として、中国からの通信機器や家電などの輸入品 600 億米ドル分に制裁関税を適用、③さらには中国に対して対米貿易黒字を 1000 億米ドル縮小させることを要請、といった措置を検討中であるとされる。中国にとって、鉄鋼やアルミニウムの対米輸出金額は、それぞれ輸出全体の 0.1%程度にとどまり、影響は軽微である一方で、上記②や③が実行されれば、当然のことながら影響は大きくなる。

今後、米国が保護貿易的な措置を講じないよう、対米外交活動は活発化するであろうし、仮に米国が制裁を発動しても中国による報復は避けることが得策であると思われる。報復合戦がエスカレートすれば、世界経済全体への悪影響が懸念され、しかも中国への影響は相対的に大きくなると予想されるためである。中国経済はサービス化が進展しているとはいえ、製造業のウエイトは GDP の 40.5%（2017 年）と比較的高く、貿易依存度も相対的に高い。

こうした中で、3 月 17 日に王岐山氏が国家副主席に就任した。王岐山氏は反腐敗・汚職の陣頭指揮を執ったが、そもそもは経済・金融分野のエキスパートであり、米国との間に太いパイプも有する。米中間の貿易摩擦問題の深刻化回避のために、王岐山氏の手腕が活かされる可能性もあろう。

中国の対米輸出、対米輸入、対米貿易収支の推移（億米ドル）



電力消費量の急増と環境負荷の増大

国家エネルギー局によると、2018 年 1 月～2 月の電力消費量は、鉱工業生産の加速と厳冬を主因に、前年同期比 13.3%増と急増した。内訳は第一次産業 12.6%増、第二次産業 11.5%増、第三次産業 18.8%増、家庭用 15.2%増であり、ウエイトは第二次産業が全体の 66.3%と圧倒的に大きい。1 月～2 月の鉱工業生産は 7.2%増と 2017 年の 6.6%増から伸び率が高まった。輸出

好調などにより、コンピューター・通信機器、電気機械などの生産が好調である。

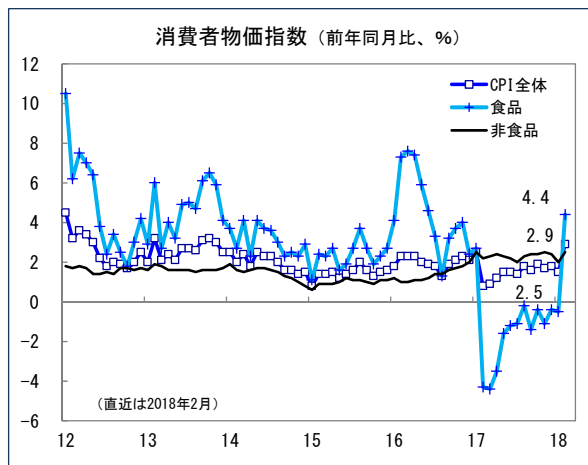
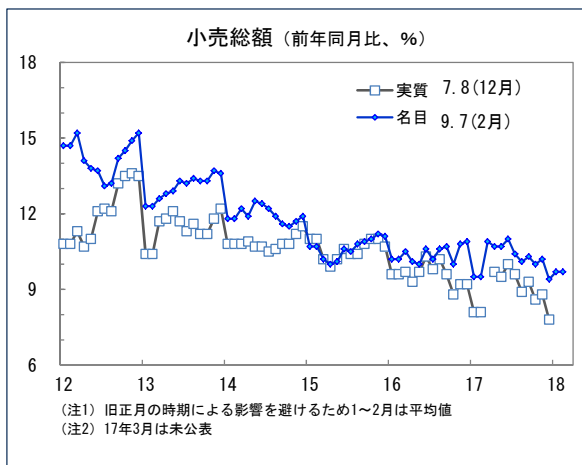
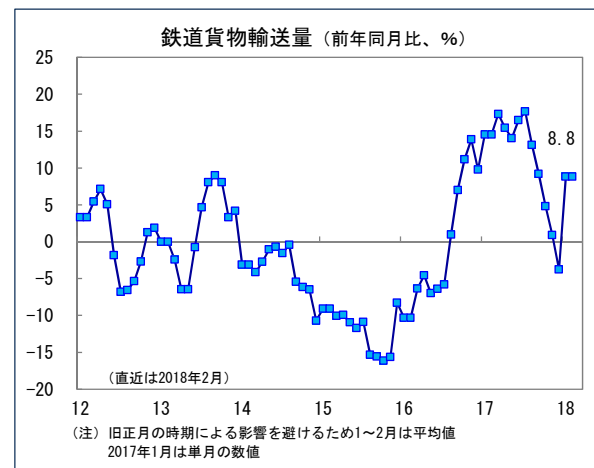
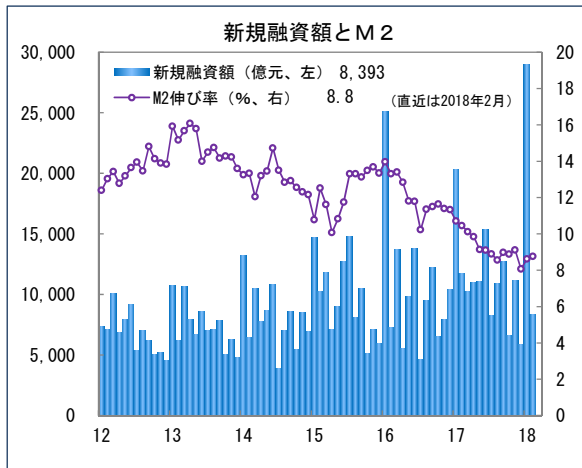
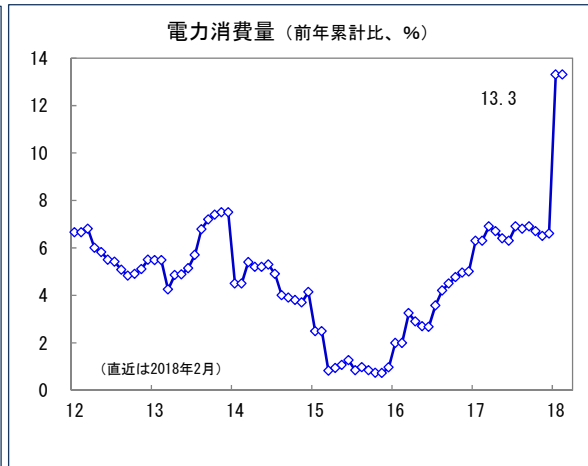
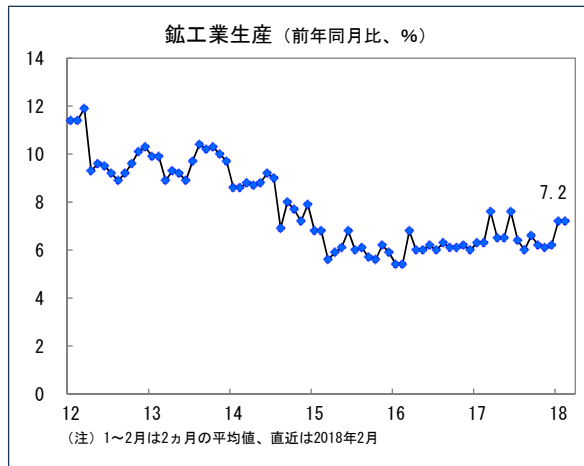
こうした中で、やはり懸念されるのは環境への負荷増大である。2018年1月～2月の中国の発電量の77.4%が火力発電であり、発電量の増加は石炭燃焼に直結することになる。2018年3月の全人代では、2017年に政府主導で必達が目指された拘束性目標19項目のうち、環境に関連する3項目が未達成に終わったことが明らかになった。具体的には、一次エネルギー消費量に占める非化石エネルギー消費量の割合、都市の空気のきれいな日の割合、地表水の水質がⅢ類（主に生活飲用水に適する）以上に達している割合の3項目である。中国では、環境目標達成の辻褄合わせのために、鉱工業生産を抑制することが常態化しているが、それにとどまらず、抜本的なエネルギー構造改革をスピードアップさせることの重要性が改めて示されたといえよう。

主要経済指標一覧

	2017年9月	10月	11月	12月	2018年1月	2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、%）	6.6	6.2	6.1	6.2	7.2	
電力消費量（前年累計比、%）	6.9	6.7	6.5	6.6	13.3	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	9.2	4.8	0.9	-3.8	9.4	8.2
固定資産投資（前年累計比、%）	7.5	7.3	7.2	7.2	7.9	
不動産開発投資（前年累計比、%）	8.1	7.8	7.5	7.0	9.9	
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.3	10.0	10.2	9.4	9.7	
実質（前年同月比、%）	9.3	8.6	8.8	7.8	-	
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9
食品（前年同月比、%）	-1.4	-0.4	-1.1	-0.4	-0.5	4.4
非食品（前年同月比、%）	2.4	2.4	2.5	2.4	2.0	2.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	6.9	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	8.5	8.4	7.1	5.9	5.2	4.4
新規融資額（億元）	12,700	6,632	11,200	5,844	29,000	8,393
M2伸び率（%）	9.0	8.9	9.1	8.1	8.6	8.8
輸出（前年同月比、%）	7.9	6.2	11.5	10.8	11.2	44.5
輸入（前年同月比、%）	19.0	17.2	17.7	4.5	36.8	6.3
貿易収支（億米ドル）	276.9	370.8	389.8	546.6	205.8	337.4
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-1.2	-0.3
上海（前年同月比、%）	-0.1	-0.3	-0.3	0.2	-0.2	-0.6
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	6.8	5.6	6.9	7.0	2.9	
完工面積（前年累計比、%）	1.0	0.6	-1.0	-4.4	-12.1	
不動産販売 面積（前年累計比、%）	10.3	8.2	7.9	7.7	4.1	
金額（前年累計比、%）	14.6	12.6	12.7	13.7	15.3	

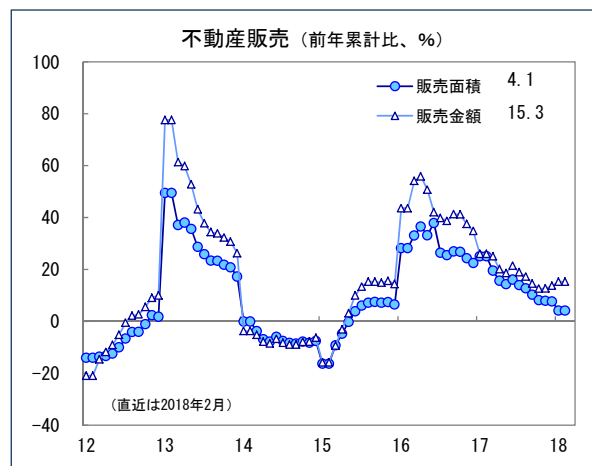
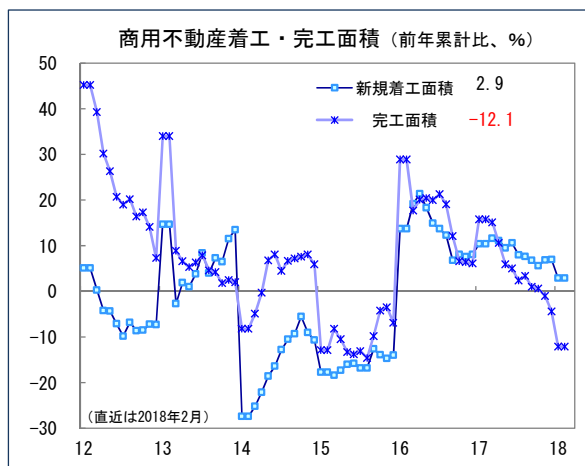
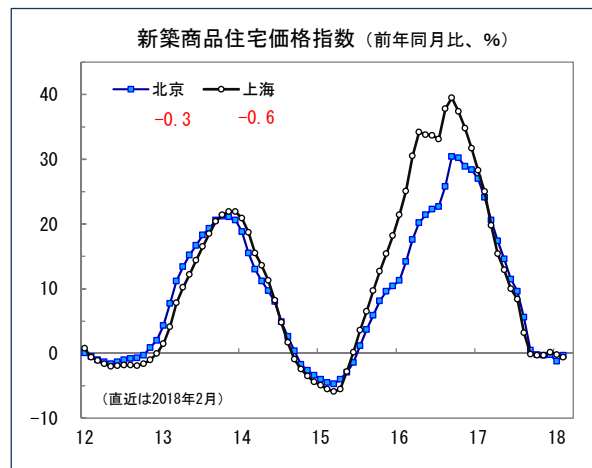
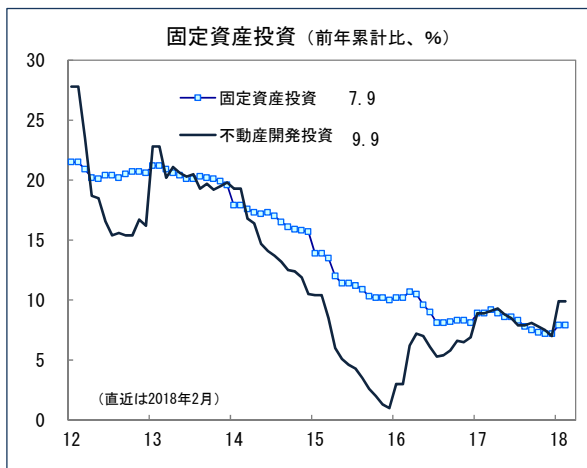
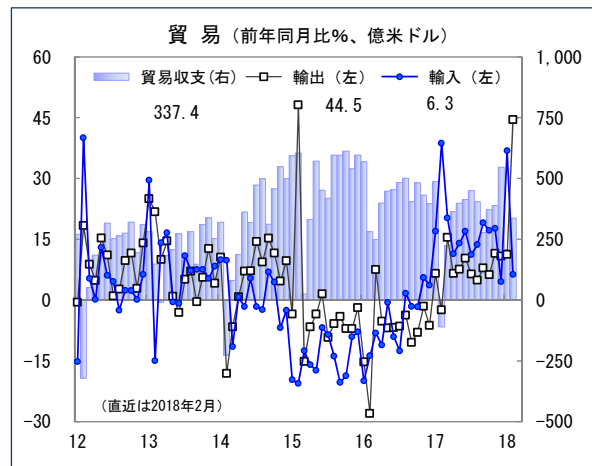
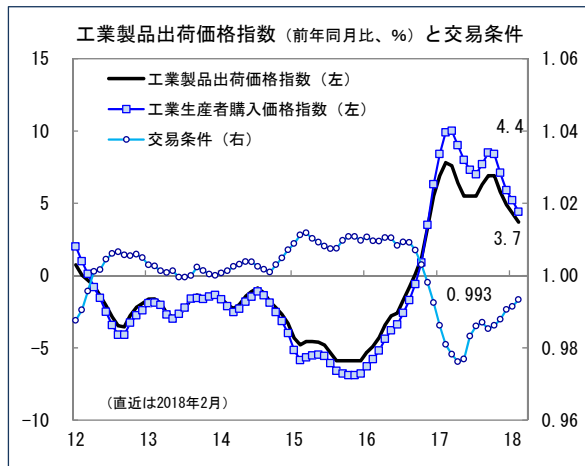
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

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