

2012年7月19日 全8頁

# 中国：大企業・内需主導の緩やかな景気回復へ

## 「国進民退」を一段と助長

経済調査部  
齋藤尚登

### [要約]

- 中国では、2012年5月以降、①今回の金融緩和局面で3度目の預金準備率引き下げ、②省エネ家電に対する財政補助金の支給、③2ヵ月連続の利下げと最優遇貸出金利の大幅引き下げ、④大規模公共プロジェクトの認可加速、などの景気テコ入れ策が矢継ぎ早に実施されている。しかし、政策の恩恵の多くは、国有大企業に限定され、中小企業は蚊帳の外に置かれようとしている。政策サポートを享受する国有大企業が躍進する一方で、民間中小企業の勢力が後退する「国進民退」問題の再燃懸念である。今後、中国の景気は、国有大企業・内需主導で緩やかに回復していこう。

### 5月以降、矢継ぎ早の景気テコ入れ策を実施

中国の2012年4月～6月の実質GDP成長率は7.6%にとどまり、2009年1月～3月の6.6%成長以来の8%割れとなった。年間の政府目標は7.5%であるが、本音では8%以上の実質成長を目指す中国政府にとって、足元の景気は想定以上に減速しているといえる。

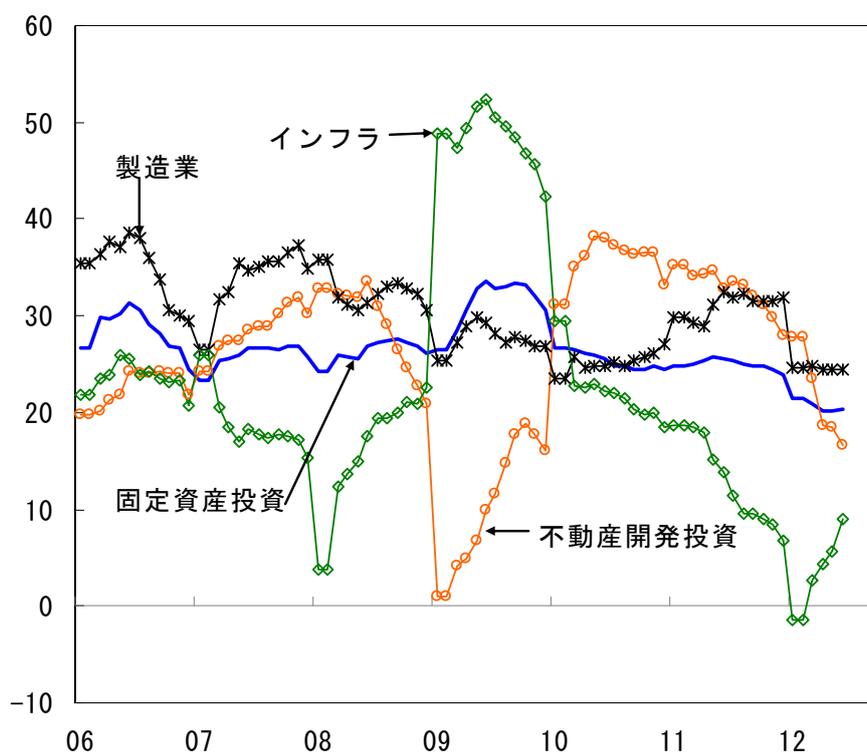
景気減速の主因は、以下の3つである。

- ① リーマンショック後に発表された4兆元の景気対策の後始末が未だに続いていること。2009年のインフラ投資の急増を資金面で支えた「地方政府融資プラットフォーム（中国版第三セクター）」は、不良債権化懸念の高まりを受けて、極めて厳格な管理下に置かれている。プラットフォーム向け貸出は、不良債権化リスクの顕在化回避を目的とした返済期限の長期化と分散化が行われているだけで、2011年末の貸出残高は10.7兆元と、年間で僅か3億元増加したに過ぎない。これが、2012年1月～2月までのインフラ投資の急減速を招いた。さらに、投資・投機を抑制するための不動産購入制限は、現在も続き、2012年4月以降、不動産開発投資は大きく減速している。
- ② 景気動向に対して、金融政策が後手に回っていること。2011年7月までの金融引き締めは行きすぎであったし、緩和のタイミングも遅れた。その背景の一つは、2011年からマクロ統計の集計対象がより大企業中心となったことである。固定資産投資の統計集計対象は2010年までの投資総額50万元（約625万円）以上から500万元（約6,250万円）以上に、工業

企業は同様に、年間売上 500 万元以上から 2,000 万元（約 2 億 5,000 万円）以上に引き上げられた。この変更により、中小企業を取り巻く経営環境が悪化しても、それが統計に反映されにくくなり、景気の変調に対する政府・金融当局の対応の遅れにつながったのである。

- ③ 輸出の伸びが大きく減速したこと。2011 年の輸出は前年比 20.3% 増であったが、2012 年 1 月～6 月は前年同期比 9.2% 増と伸び率は半減以下となった。輸出先では、EU 向けが 0.8% 減、日本向けが 8.1% 増、米国向けは 13.6% 増と、EU 向けが落ち込んでいる。

図表 1 固定資産投資（1 月からの累積の前年同期比）（単位：％）



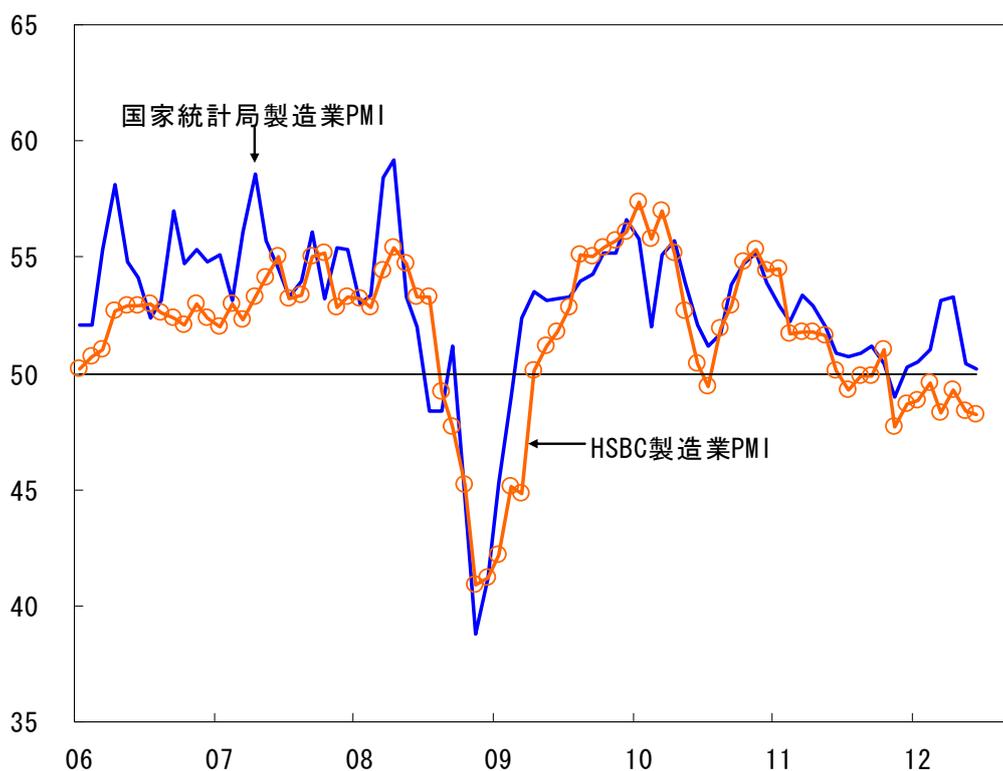
（出所）国家統計局より大和総研作成

こうしたなか、2012 年 5 月以降、中国政府は景気テコ入れの取り組みを本格化している。きっかけは、国有大企業の景況悪化である。図表 2 は、国家統計局と HSBC が発表する製造業 PMI の推移であり、前者は国有大企業中心である一方、後者は融資先の中小企業もカバーしているという特徴がある。2012 年 2 月から 3 月にかけて、国家統計局の製造業 PMI は 51.0 から 53.1 へと大幅に改善した一方で、HSBC の製造業 PMI は 49.6 から 48.3 へと悪化した。PMI は 50 を超えると経済の拡大を、下回ると収縮を表す。つまり 3 月は方向性が正反対になっただけでなく、その差が拡大した。しかし、5 月以降は、国家統計局の PMI が HSBC の PMI に鞘寄せする形で、両者の差が縮小している。この間に、国有大企業の景況さえも大きく悪化した可能性が高い。

言い換えれば、5 月以降の矢継ぎ早の景気テコ入れ策の実施は、中国政府にとって最も大切な国有大企業の景況悪化への対応を主な目的としている。具体的な景気テコ入れ策としては、①5

月 18 日に今回の金融緩和局面で 3 度目となる預金準備率引き下げを実施、②6 月 1 日からの 1 年間、省エネ家電に対する 265 億元（約 3,300 億円）の補助金を財政から支給、③6 月 8 日に 3 年半ぶりの利下げに踏み切ったのに続き、7 月 6 日に再利下げを実施、④大規模公共プロジェクトの着実な実行とプロジェクトの前倒し認可、などが実施されている。ただし、これらは成長率を 8% 台に戻すためのものであり、4 兆元の景気対策の再現や、かつてのような 10% 以上の高成長への回帰は想定されない。

図表 2 国家統計局と HSBC の製造業 PMI の推移



(出所) 国家統計局、HSBC より大和総研作成

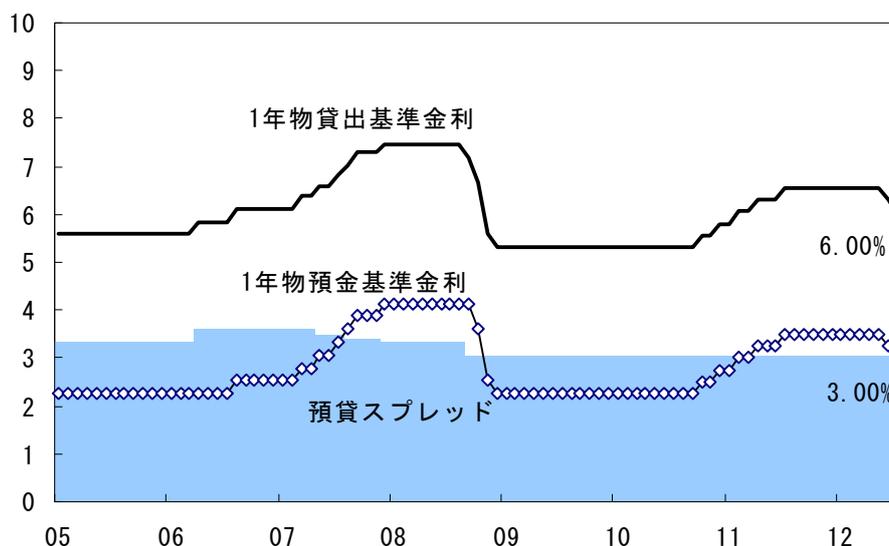
## 国有大企業・内需主導の緩やかな景気回復へ

上記②の省エネ家電の消費刺激策では、省エネ性能に優れるエアコン、薄型テレビ、冷蔵庫、洗濯機、湯沸し器を生産するメーカーに財政から補助金を支給し、各メーカーが消費者への補助金支払いに責任を持つ。中国家庭用電器研究院の試算によると、省エネ 5 家電の販売金額は 2012 年 6 月～2013 年 5 月の 1 年間で 4,000 億元（約 5 兆円）程度が見込まれるという。家電の「以旧換新」（古い家電のリサイクルを前提に新規購入に補助金を支給。2011 年末で終了）と「家電下郷」（農民の家電購入に補助金を支給。山東省、河南省、四川省は既に終了し、その他地方は 2012 年末まで継続）を利用した 2011 年の販売実績はそれぞれ 3,420 億元、2,641 億元であったことを考えると、家電市場へのインパクトは小さくない。しかし、ここで注意しなければならないのは、この補助金政策を享受できるのは、大企業に限られることである（外資系企業

も対象なので、恩恵は「国有」大企業に限定はされない)。補助金支給対象は、薄型テレビは年間生産台数 50 万台以上、エアコン、冷蔵庫、洗濯機は同 10 万台以上のメーカーに限定され、中小のメーカーは対象外となる。

上記③の 2 ヶ月連続の利下げと最優遇貸出金利の大幅引き下げについて、6 月 8 日の利下げでは、預金金利の上限を基準金利の 1.1 倍（利下げ前は基準金利そのものが上限）に、最優遇貸出金利を基準金利の 0.8 倍（利下げ前は 0.9 倍）とし、7 月 6 日の利下げでは、最優遇貸出金利は基準金利の 0.7 倍に設定された。農業、インフラ、保障性住宅、戦略的新興産業（省エネ・環境保護、新世代情報技術、バイオ、ハイエンド装置製造、新エネルギー、新素材、新エネルギー車）など、民生改善や産業構造の高度化を促す分野への貸出が窓口指導によって、さらに強化される公算が大きい。

図表 3 1 年物預金金利・貸出金利の推移（単位：％）



(注) 預貸スプレッドは、貸出基準金利－預金基準金利  
(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

預金を上限金利で受け入れ、最優遇金利で貸し出す場合の預貸スプレッドを 6 月 8 日の利下げの前と後、7 月 6 日の再利下げ後とで比較すると（いずれも 1 年物）、2.404%→1.473%→0.900%と急低下している。最優遇貸出金利の恩恵を受けるのは、既述の優先分野を担う国有大企業に限定され、景気テコ入れ策が強化されるにつれて、貸出全体に占めるウエイトは高まることになる。もちろん、マージン低下に直面する銀行が、高い金利設定が可能な中小企業向け貸出をある程度増やす可能性はある。しかし、銀行の中小企業へのモニタリング機能が短期間で向上するとは考えにくく、不良債権化リスクに配慮した貸出姿勢が維持される結果、中小企業向け貸出の増加ペースは抑制されたものとなろう。

図表4 預貸スプレッド（最優遇貸出金利－預金金利上限）の変化（単位：％）

## 預金金利上限・最優遇貸出金利における預貸スプレッド

	6月7日以前	6月8日の 利下げ後	7月6日の 利下げ後
1年物預金金利上限	3.500	3.575	3.300
1年物最優遇貸出金利	5.904	5.048	4.200
預貸スプレッド	2.404	1.473	0.900

（注）預金金利の上限は2012年6月8日以降、預金基準金利の1.1倍に、

最優遇貸出金利は、6月8日以降、貸出基準金利の0.8倍、7月6日以降は同0.7倍に設定

（出所）中国人民銀行より大和総研作成

## （参考）基準金利における預貸スプレッド

	6月7日以前	6月8日の 利下げ後	7月6日の 利下げ後
1年物預金基準金利	3.500	3.250	3.000
1年物貸出基準金利	6.560	6.310	6.000
預貸スプレッド	3.060	3.060	3.000

（出所）中国人民銀行より大和総研作成

7月初旬に行った中国社会科学院へのヒアリングによると、「中小企業は、労働コストの上昇、土地コストの上昇、エネルギー・原材料高、資金調達難に見舞われ、経営環境は世界金融危機の2008年当時より悪い。この2年来、中小企業は年利30%～50%で資金を調達しており、マージンが5%～10%程度の中小企業にとって大きな負担となっている。2011年10月に国務院が中小企業への貸出増加など一連のテコ入れ策を講じているが、その効果はみられない」とのことであった。

2008年11月発表の4兆元の景気対策では、政策の恩恵が国有大企業に集中し、同企業が躍進する一方で、民間の中小企業の勢力が後退する「国進民退」という問題が先鋭化した。今回の景気テコ入れ策でも同じ問題が発生する懸念が大きいとみている。今後、中国の景気は、国有大企業・内需中心に緩やかに回復していこう。

以上

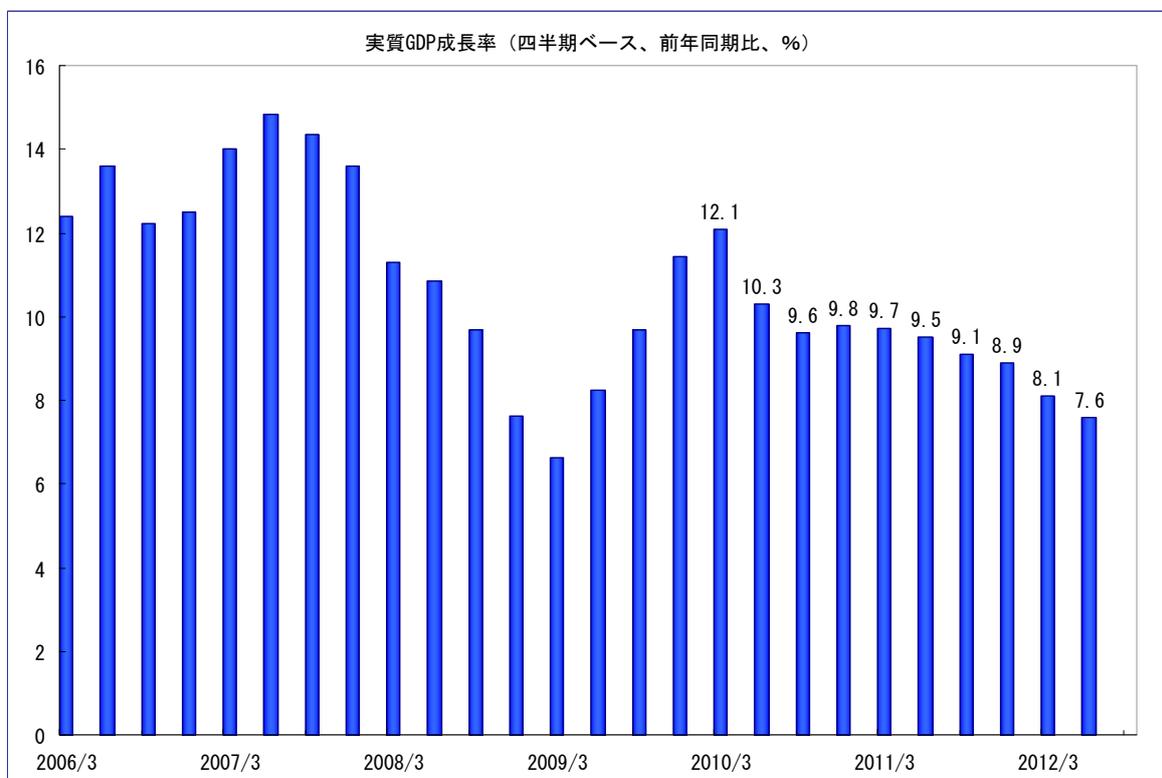
図表5 大和総研による中国経済見通し一覧

（前年比、％）	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
実質GDP成長率	9.2	10.4	9.2	8.2	9.0
固定資産投資（名目）	30.4	24.5	23.8	20.5	22.0
小売総額（名目）	15.5	18.3	17.1	15.0	17.0
消費者物価指数	-0.7	3.3	5.4	3.0	4.0
貿易収支（通関ベース、億米ドル）	1,957	1,815	1,553	1,319	1,109
輸出	-16.0	31.3	20.3	7.5	13.0
輸入	-11.2	38.8	24.9	9.5	15.0
貸出基準金利（1年物、期末）	5.31	5.81	6.56	5.75	5.75
人民元レート（対ドル、期末）	6.83	6.62	6.30	6.25	6.07

（出所）実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

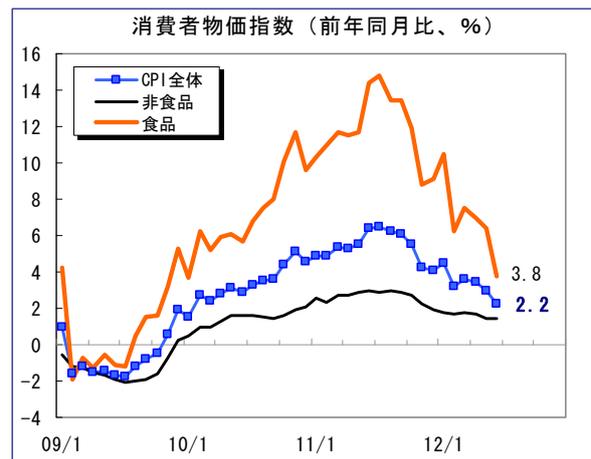
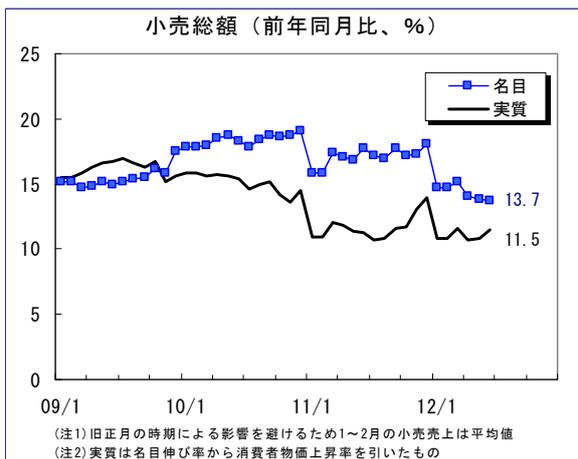
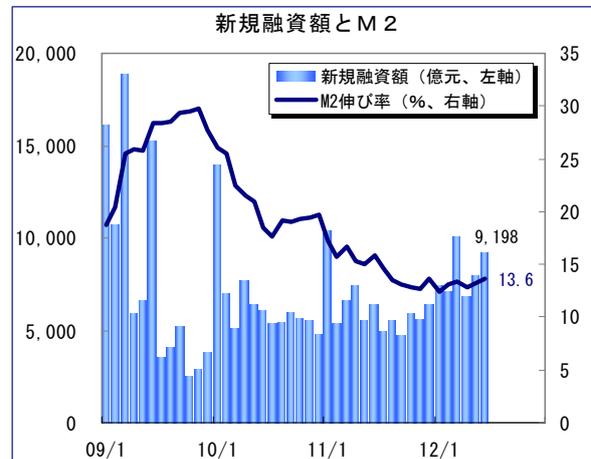
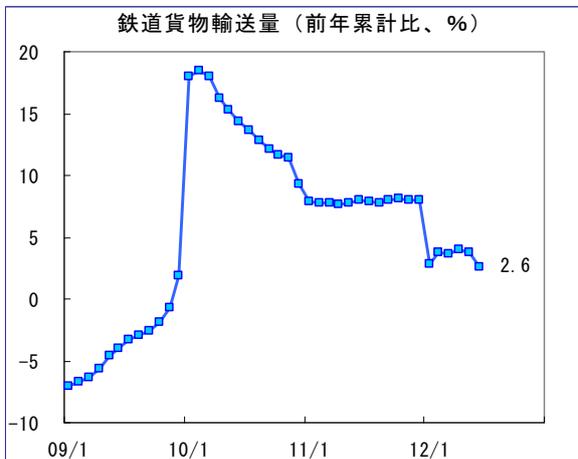
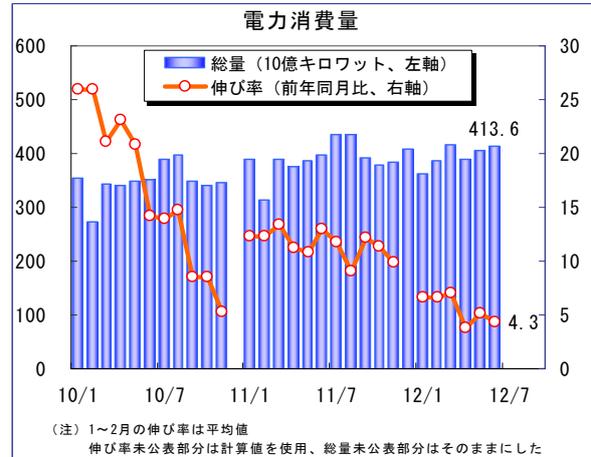
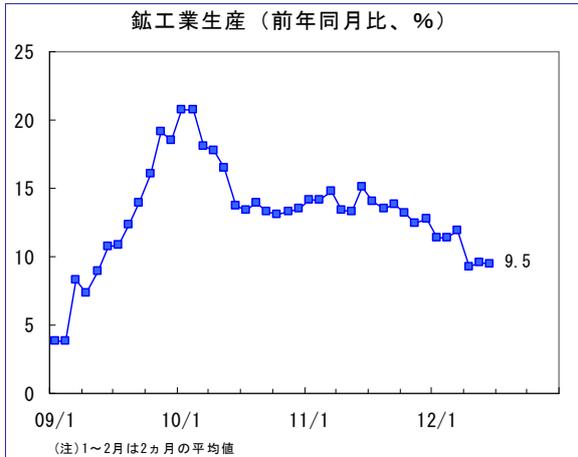
## 主要経済指標一覧

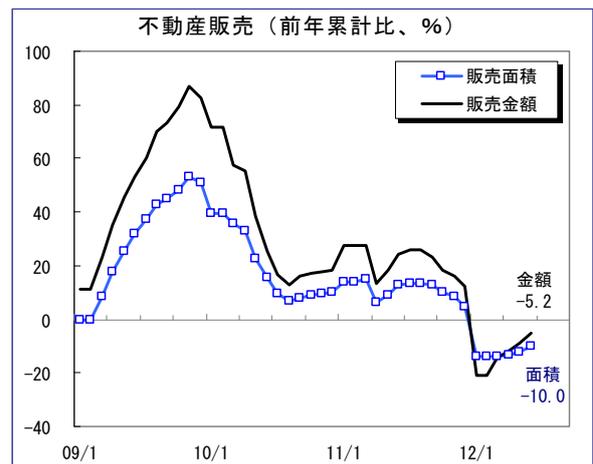
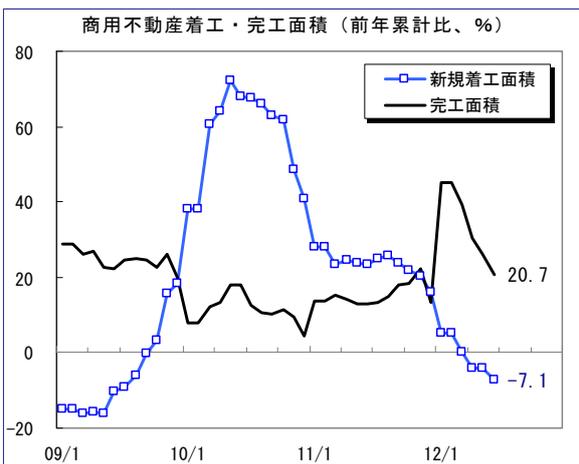
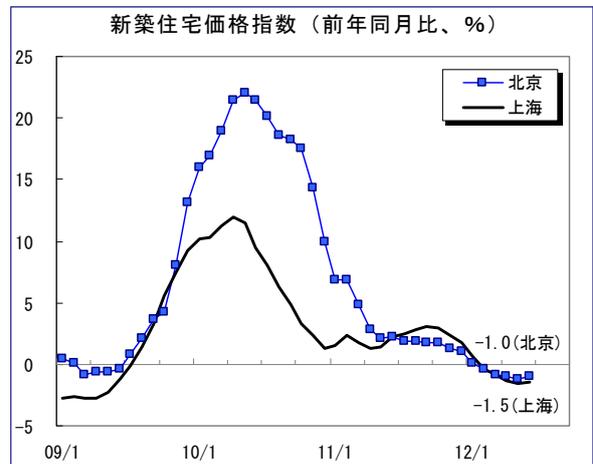
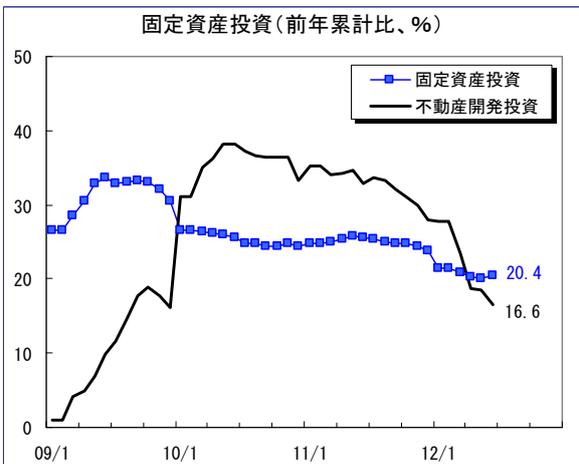
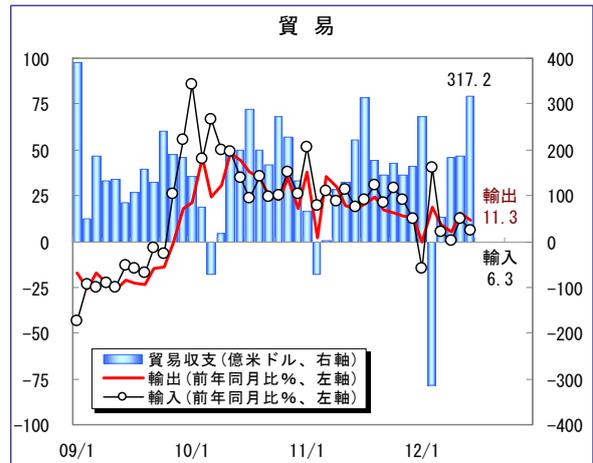
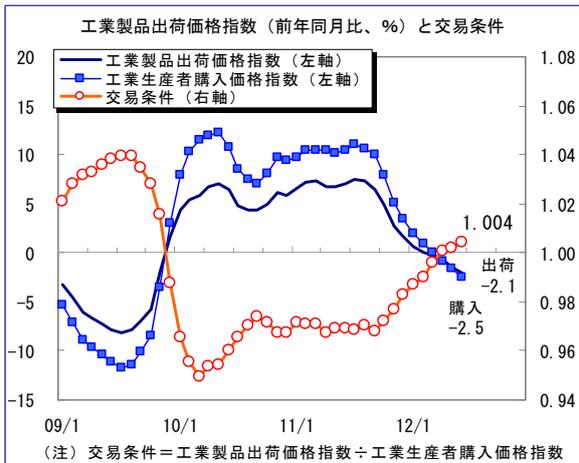
	2012年1月	2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	8.1	-	-	7.6
鉱工業生産（前年同月比、%）	11.4		11.9	9.3	9.6	9.5
電力消費量（前年同月比、%）	6.7		7.0	3.7	5.2	4.3
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	2.8	3.8	3.6	4.0	3.8	2.6
固定資産投資（前年累計比、%）	21.5		20.9	20.2	20.1	20.4
不動産開発投資（前年累計比、%）	27.8		23.5	18.7	18.5	16.6
小売総額 名目（前年同月比、%）	14.7		15.2	14.1	13.8	13.7
実質（前年同月比、%）	10.8		11.6	10.7	10.8	11.5
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	4.5	3.2	3.6	3.4	3.0	2.2
食品（前年同月比、%）	10.5	6.2	7.5	7.0	6.4	3.8
非食品（前年同月比、%）	1.8	1.7	1.8	1.7	1.4	1.4
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	0.7	0.0	-0.3	-0.7	-1.4	-2.1
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	2.0	1.0	0.1	-0.8	-1.6	-2.5
新規融資額（億元）	7,381	7,107	10,112	6,818	7,932	9,198
M2伸び率（%）	12.4	13.0	13.4	12.8	13.2	13.6
輸出（前年同月比、%）	-0.5	18.3	8.9	4.9	15.3	11.3
輸入（前年同月比、%）	-15.0	40.3	5.3	0.3	12.7	6.3
貿易収支（億米ドル）	272.8	-314.8	53.5	184.3	187.0	317.2
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	0.1	-0.4	-0.8	-1.0	-1.2	-1.0
上海（前年同月比、%）	0.7	-0.4	-0.8	-1.3	-1.6	-1.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	5.1		0.3	-4.2	-4.3	-7.1
完工面積（前年累計比、%）	45.2		39.3	30.2	26.3	20.7
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-14.0		-13.6	-13.4	-12.4	-10.0
金額（前年累計比、%）	-20.9		-14.6	-11.8	-9.1	-5.2



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省より大和総研作成

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、中国電力企業連合会、中国鉄道省より大和総研作成