

2012年9月20日 全7頁

中国経済への過度の期待は禁物

投資依存を一段と高めることのリスク

経済調査部
齋藤 尚登
新田 堯之

[要約]

- 国家发展改革委員会は2012年9月5日と6日に、鉄道や高速道路などの建設プロジェクトなど60件のインフラ投資計画に認可を与えた。プロジェクト総額は約1兆元とされるが、このうち、どの程度が新規増加分なのかは、不明である。ちなみに、今回認可された鉄道プロジェクトの一つである「上海都市鉄道」の総投資額は1,586.9億元、うち新規増加部分は167.9億元と、総投資額の10.6%にとどまる。
- 10月にも5年に一度の中国共産党大会の開催が予想され、新政権誕生後に、本格的な景気テコ入れ策が発表されるとの期待が高まりつつある。大和総研は、2012年は7.9%程度、2013年は8.5%程度の実質成長を予想している。しかし、これは多分に新指導部への一般市民の支持を取り付けるための政治的要因による投資増加を牽引役とするものであり、持続可能なものではない。景気回復を投資増加に頼ることは、持続的安定成長の観点からは、むしろマイナスであり、2014年以降は、その反動が大きなりスク要因となろう。大和総研では、2013年が成長率のピークとなり、2014年以降、景気拡大テンポが逡減していくとみている。中期的にも中国経済への過度の期待は禁物である。

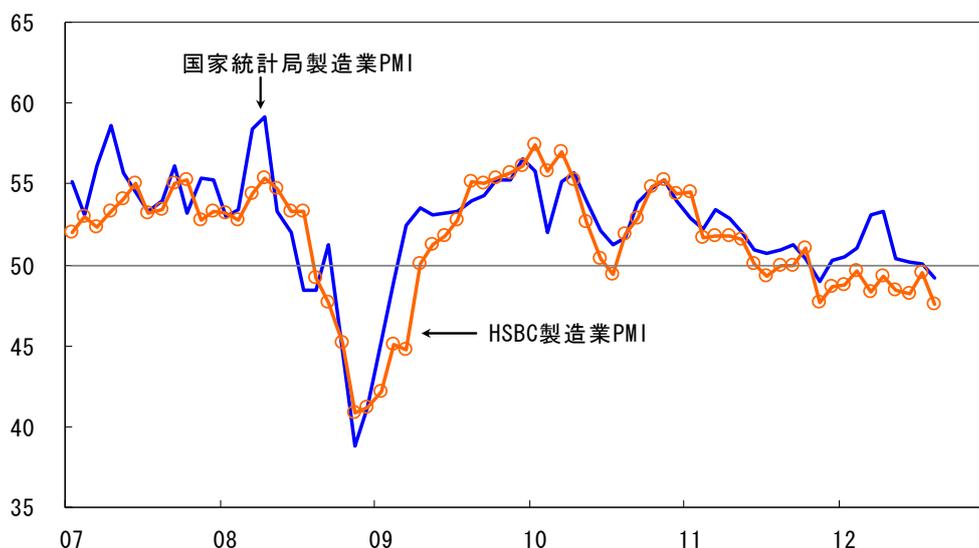
内需回復と外需不振の綱引きは、時間の経過とともに内需に軍配へ

中国経済は減速が続いている。8月の国家統計局の製造業PMIは49.2と、2011年11月の49.0以来の50割れとなり、生産活動は縮小に転じた。輸出は7月に前年同月比1.0%増に急減速した後、8月も同2.7%増にとどまり、冴えない展開となっている。最終製品の需給ギャップ（供給過剰）が続く中国では、国内需要の不足分を輸出することで経済が回ってきたが、輸出の不振により、需給ギャップが拡大。鉱工業生産の伸びも3ヵ月連続で鈍化している。2012年4月～6月の実質GDP成長率は7.6%にとどまったが、7月～9月も底這いとなっていよう。

こうしたなか、中国は内需、特に投資の増加によって、この難局を乗り越えようとしている。既に、3月以降、金融政策は明確に緩和に転じ（未発表であるが、年間の貸出増加額目標は年初の8兆元から3月には8.5兆元に上方修正されたといわれる）、2四半期のタイムラグを考えて

も、9月～10月以降は、そのプラスの効果の発現が期待できるようになっている。7月末に明らかとなった鉄道部の固定資産投資計画の上方修正（前年比12.6%減の5,160億円⇒同1.8%減の5,800億円。増加額の多くは政府保証付きの鉄道債の起債増額で調達）などもある。

図表① 国家統計局とHSBCの中国製造業PMIの推移



(出所) 国家統計局、HSBCより大和総研作成

国家発展改革委員会は9月5日と6日に、鉄道や高速道路などの建設プロジェクトなど60件のインフラ投資計画に認可を与えた。現地報道によれば、プロジェクト総額は約1兆元とされる。今回のプロジェクトは、「空手形」、あるいは「青写真」と称される地方政府の景気刺激策とは異なり、資金調達を含めた実現可能性を吟味したうえで、国家発展改革委員会が正式な認可を与えており、前向きな評価が可能である。ただし、約1兆元のうち、どの程度が新規増加分なのかは、不明である。ちなみに、今回認可された鉄道プロジェクトの一つである「上海都市鉄道」の総投資額は1,586.9億元であるが、新規増加分は167.9億元と、総投資額の10.6%にとどまる（しかも複数年に分散）。新規増加分は限定的と捉えた方が無難である。

今後の中国の景気回復に対する過度の期待は禁物である。2008年11月に発動された4兆元の景気対策の再現は期待してはいけないし、一連の景気テコ入れ策は、経済成長率を8%台に戻すためのものであり、10%成長への回帰が目指されているわけでもない。最大の阻害要因は、地方政府資金調達プラットフォーム（中国版第三セクター）の債務問題と不動産価格抑制策の継続という、4兆元の景気対策の後始末が未だに続いていることである。

前者について、地方政府資金調達プラットフォーム向けの貸出残高は、2010年、2011年ともに10.7兆元と発表され、ほとんど伸びていない。貸出のロールオーバーによる返済期限の分散化と長期化により、不良債権の顕在化リスクは少なくとも当面は先送りにされたが、新規貸出を大きく増やせる状況にはない。要は、前回の4兆元の景気対策を牽引した地方政府の投資余力が大きく低下しているのである。

図表② 2012年9月5日～6日に国家発展改革委員会が認可したプロジェクトの概要

項目	具体例	件数
鉄道（地下鉄を含む）	2012年から2018年に広州市で全長228.9キロメートルの鉄道を建設	25件
道路	浙江省杭州市から金華市まで全長151キロメートルの高速道路を拡張	13件
港湾、航路	広東省珠海市高欄港区に石炭の備蓄および運送センターを建設	7件
石油パイプライン	寧夏回族自治区銀川市から内モンゴル自治区のバヤンノール市までペトロチャイナが全長372.6キロメートル、石油輸送量（191万トン/年）のパイプラインを建設	1件
金融機関の資金調達	中国輸出入銀行による13.9億ドルの国際商業ローンの借り入れ	3件
汚水処理	内モンゴル自治区烏海市で処理能力（2万トン/日）の汚水処理設備を建設	9件
発電	重慶市万州区で15メガワットの発電容量を持つ廃棄物発電機を2基建設	1件
新素材	山西省運城市で中磁科技が風力発電や自動車に使用する高性能焼結ネオジム磁石の生産設備（3,000トン/年）を建設	1件
合計		60件

（出所）国家発展改革委員会より大和総研作成

図表③ 国家発展改革委員会が認可した鉄道プロジェクトの概要

	プロジェクト名	プロジェクト期間	承認時期	総距離（キロメートル）	投資額（億元）
1	常州市都市軌道交通建設計画	2011年～2018年	2012年5月	53.9	336.5
2	廈門市都市軌道交通建設計画	2011年～2020年	2012年5月	75.3	503.7
3	瀋陽市都市軌道交通建設計画	2012年～2018年	2012年6月	118.0	610.4
4	ハルビン市都市軌道交通建設計画	2008年～2018年	2012年6月	89.6	562.2
5	広州市都市軌道交通建設計画	2012年～2018年	2012年7月	228.9	1,241.0
6	上海都市軌道交通建設計画調整	2010年～2015年	2012年6月	250.6	1,586.9
7	蘭州市都市軌道交通建設計画	2011年～2020年	2012年6月	36.0	229.2
8	太原市都市軌道交通建設計画	2012年～2018年	2012年6月	49.2	309.3
9	石家荘市都市軌道交通建設計画	2012年～2020年	2012年7月	59.6	421.9
10	江蘇省沿岸都市群間軌道交通網計画	2012年～2020年	2012年4月	375.0	
11	成都市地下鉄3号線1期工程事業化調査報告	建設期間5年	2012年4月	20.0	114.8
12	長春市地下鉄2号線1期工程事業化調査報告	建設期間5年	2012年4月	20.5	128.3
13	西安市地下鉄3号線1期工程事業化調査報告	建設期間5年	2012年5月	38.4	180.3
14	天津市地下鉄5、6号線調整、6号線延線工程事業化調査報告	建設期間4年	2012年6月	89.7	656.4
15	寧波市軌道交通1号線2期工程事業化調査報告	建設期間4年	2012年7月	23.5	70.2
16	広州市軌道交通7号線1期工程事業化調査報告	建設期間4年	2012年7月	18.6	94.7
17	蘇州市軌道交通2号線延線工程事業化調査報告	建設期間4年	2012年8月	15.6	99.1
18	深圳市軌道交通11号線事業化調査報告	建設期間4.5年	2012年8月	51.7	333.2
19	深圳市軌道交通7号線事業化調査報告	建設期間5年	2012年8月	30.3	254.9
20	青島市地下鉄2号線1期工程事業化調査報告	建設期間4.5年	2012年8月	29.7	175.5
21	成都市1号線南延線工程および海洋公園駅事業化調査報告	建設期間3年	2012年8月	5.4	40.1
22	杭州市地下鉄1号線委託経営	有効期間2年	2012年7月		82.9
23	千塘～武威南鉄道複線化計画		2012年6月		37.7
24	フフホト地区都市間鉄道計画	2012年～2020年	2012年8月	162.0	
25	蘇州市軌道交通4号線および支線事業化調査報告	建設期間4.5年	2012年8月	53.1	357.5
			合計	1894.4	8,426.7

（注）空白部分は未発表

（出所）国家発展改革委員会より大和総研作成

10月にも5年に一度の中国共産党大会の開催が予想され、新政権誕生後に、本格的な景気テコ入れ策が発表されるとの期待が高まりつつある。これまでの延長線上にある個別産業への上乘せとなるのか、あるいは、ある程度まとまったパッケージとなるのかを含め、現状では期待の段階にすぎないが、景気が確実に回復していくまでは、景気テコ入れの手は緩められないであろう。

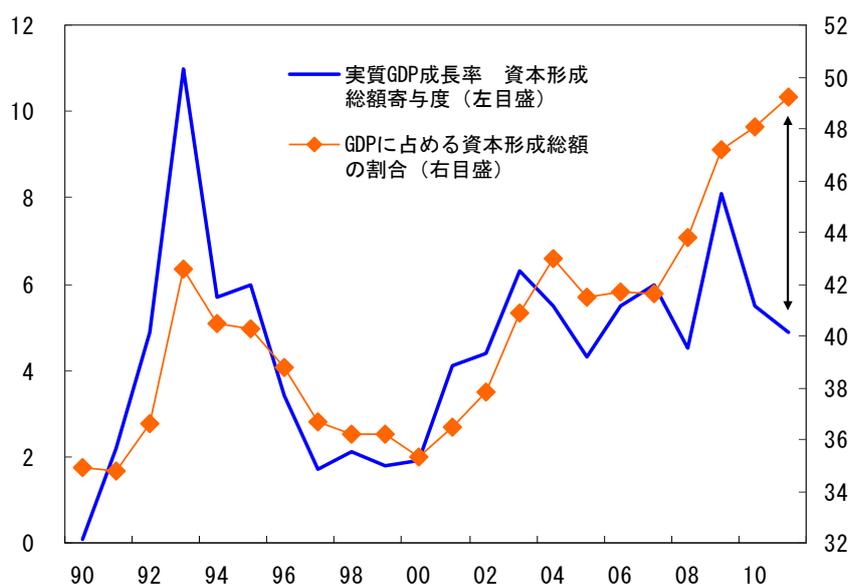
仮に、パッケージが実現する場合でも、規模は最大でも2兆元程度で、投資分野も厳選されるとみている。

2012年の予算案の財政赤字はGDP比1.5%の8,000億元であり、GDP比3.0%の財政赤字を容認すれば、新たに8,000億元の財政出動余地が生まれる。実施期間を2年と想定すると1兆6,000億元、地方政府が4,000億元を捻出できれば2兆元との計算となる。需給ギャップの拡大懸念や4兆元の景気対策の反省もあり、投資全体を急増させることのリスクは大きい。投資分野としては、農業、中西部のインフラ、保証性住宅、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」か「産業構造の高度化」に資する投資が優先されよう。

大和総研は、2012年は7.9%程度、2013年は8.5%程度の実質成長を予想している（従来予想の2012年8.2%、2013年9.0%から引き下げ）。しかし、これは多分に新指導部への一般市民の支持を取り付けるための政治的要因による投資増加を牽引役とするものであり、持続可能なものではない。図表④では、GDPに占める資本形成総額のウェイト（投資比率）と、資本形成総額の実質GDP成長率寄与度の関係をみている。もともと中国の投資比率は高かったが、2008年以降は過去最高を更新し続け、2011年は49.2%と50%に迫ろうとしている。その一方で、資本形成総額の実質GDP成長率寄与度は2009年をピークに低下しており、投資効率が大きく低下している可能性が高い。投資に過度に依存した成長の限界が示唆されていよう。このように、景気回復を投資増加に頼ることは、持続的安定成長の観点からは、むしろマイナスであり、2014年以降は、その反動が大きなリスク要因となろう。大和総研では、2013年が成長率のピークとなり、2014年以降、景気拡大テンポが逡減していくとみている。中期的にも中国経済への過度の期待は禁物である。

以上

図表④ 投資効率の低下（単位：％）



（出所）中国統計摘要 2012年版より大和総研作成

図表⑤ 大和総研による中国経済見通し

(前年比、%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
実質GDP成長率	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	7.9	8.5
固定資産投資 (名目)	25.8	26.6	30.4	24.5	23.8	20.5	22.0
小売総額 (名目)	18.2	22.7	15.5	18.3	17.1	14.5	15.5
消費者物価指数	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.8	3.5
貿易収支 (通関ベース、億米ドル)	2,643	2,981	1,957	1,815	1,553	1,739	1,544
輸出	26.0	17.2	-16.0	31.3	20.3	6.5	10.0
輸入	20.8	18.5	-11.2	38.8	24.9	6.0	12.0
貸出基準金利 (1年物、期末)	7.47	5.31	5.31	5.81	6.56	5.75	5.75
人民元レート (対ドル、期末)	7.30	6.83	6.83	6.62	6.30	6.25	6.07

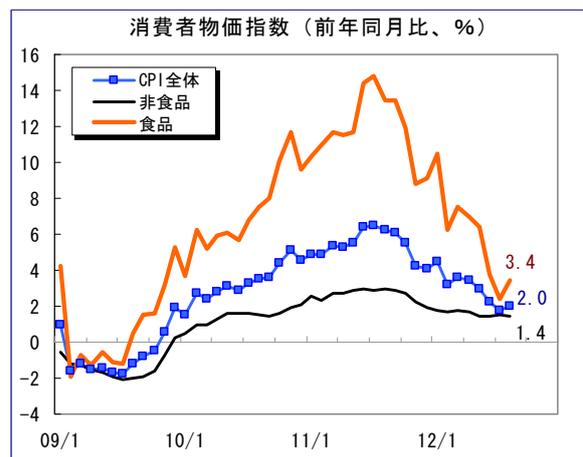
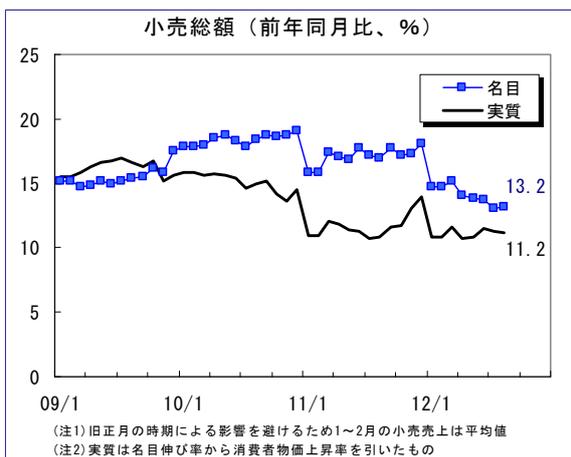
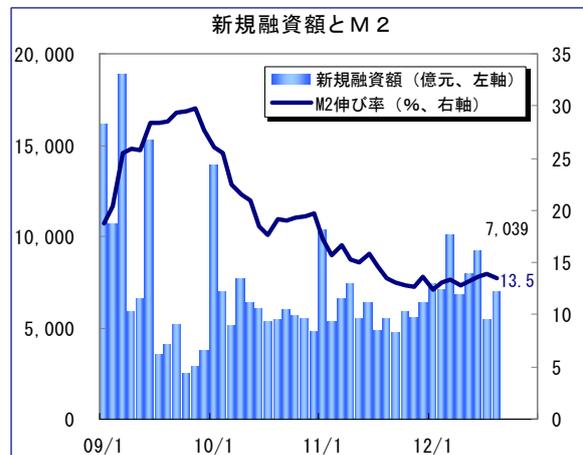
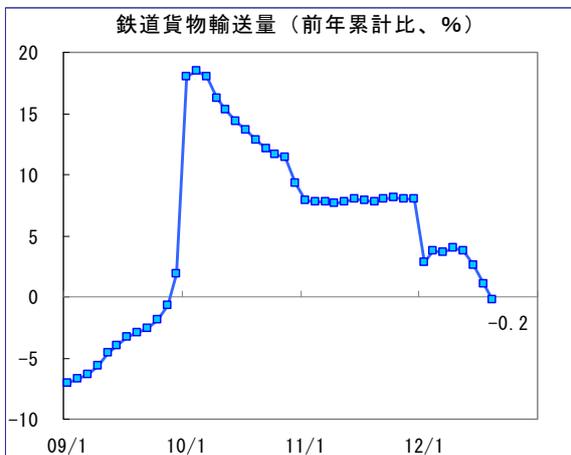
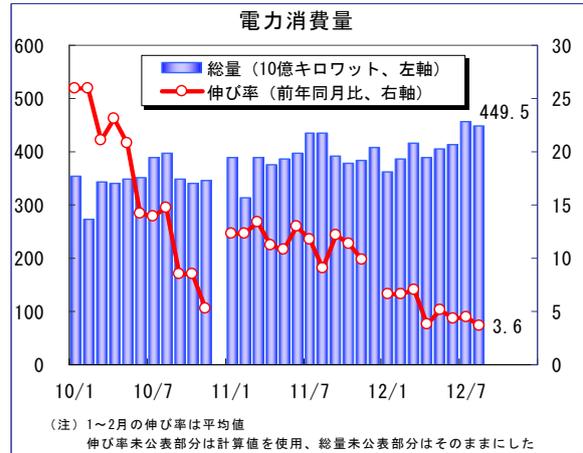
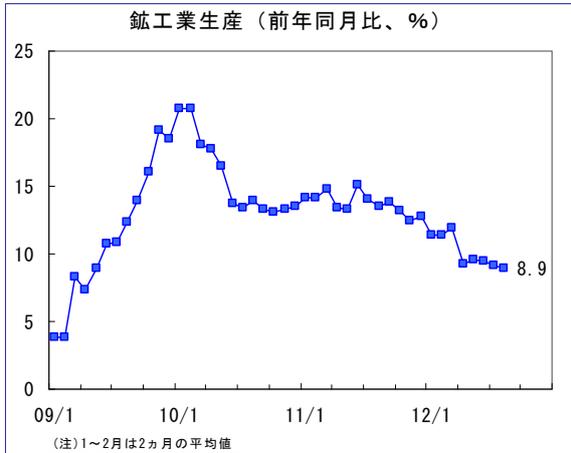
(出所) 実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

主要経済指標一覧

	2012年3月	4月	5月	6月	7月	8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、%)	11.9	9.3	9.6	9.5	9.2	8.9
電力消費量 (前年同月比、%)	7.0	3.7	5.2	4.3	4.5	3.6
鉄道貨物輸送量 (前年累計比、%)	3.6	4.0	3.8	2.6	1.1	-0.2
固定資産投資 (前年累計比、%)	20.9	20.2	20.1	20.4	20.4	20.2
不動産開発投資 (前年累計比、%)	23.5	18.7	18.5	16.6	15.4	15.6
小売総額 名目 (前年同月比、%)	15.2	14.1	13.8	13.7	13.1	13.2
実質 (前年同月比、%)	11.6	10.7	10.8	11.5	11.3	11.2
消費者物価指数 全体 (前年同月比、%)	3.6	3.4	3.0	2.2	1.8	2.0
食品 (前年同月比、%)	7.5	7.0	6.4	3.8	2.4	3.4
非食品 (前年同月比、%)	1.8	1.7	1.4	1.4	1.5	1.4
工業製品出荷価格指数 (前年同月比、%)	-0.3	-0.7	-1.4	-2.1	-2.9	-3.5
工業生産者購入価格指数 (前年同月比、%)	0.1	-0.8	-1.6	-2.5	-3.4	-4.1
新規融資額 (億元)	10,112	6,818	7,932	9,198	5,401	7,039
M2伸び率 (%)	13.4	12.8	13.2	13.6	13.9	13.5
輸出 (前年同月比、%)	8.9	4.9	15.3	11.3	1.0	2.7
輸入 (前年同月比、%)	5.3	0.3	12.7	6.3	4.7	-2.6
貿易収支 (億米ドル)	53.5	184.3	187.0	317.2	251.5	266.6
新築住宅価格指数 北京 (前年同月比、%)	-0.8	-1.0	-1.2	-1.0	-0.7	-0.6
上海 (前年同月比、%)	-0.8	-1.3	-1.6	-1.5	-1.5	-1.5
商用不動産 着工面積 (前年累計比、%)	0.3	-4.2	-4.3	-7.1	-9.8	-6.8
完工面積 (前年累計比、%)	39.3	30.2	26.3	20.7	19.0	20.2
不動産販売 面積 (前年累計比、%)	-13.6	-13.4	-12.4	-10.0	-6.6	-4.1
金額 (前年累計比、%)	-14.6	-11.8	-9.1	-5.2	-0.5	2.2

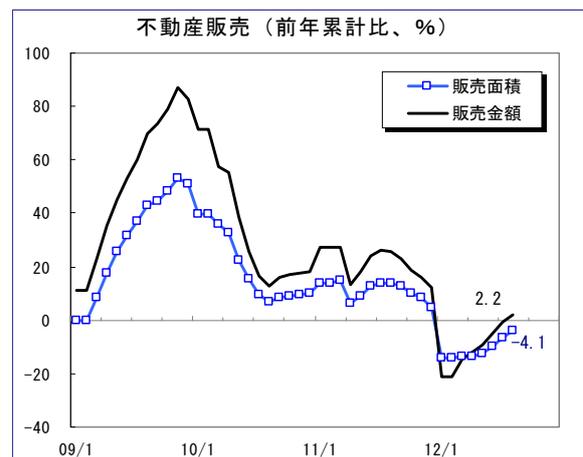
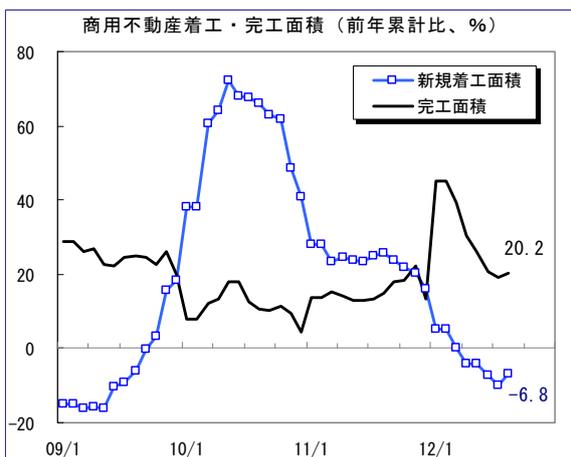
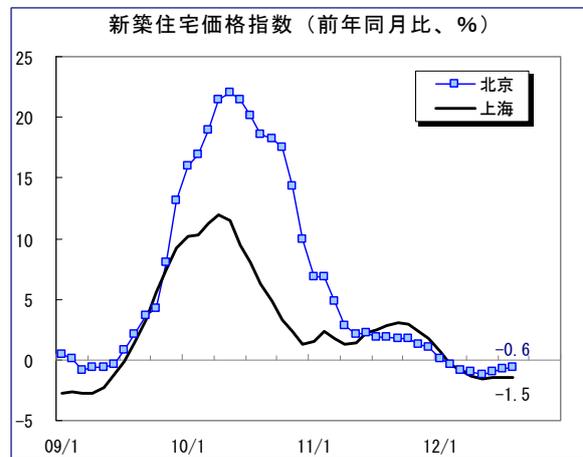
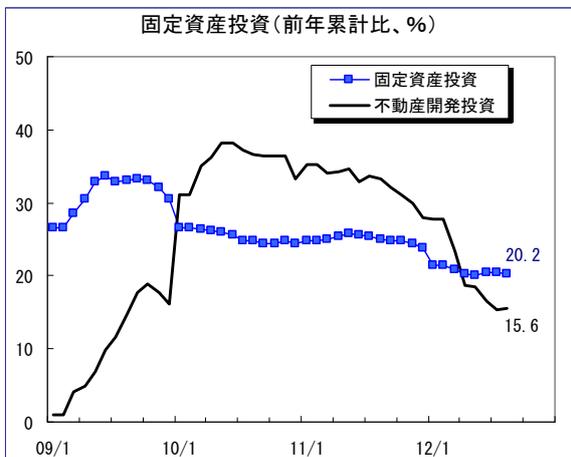
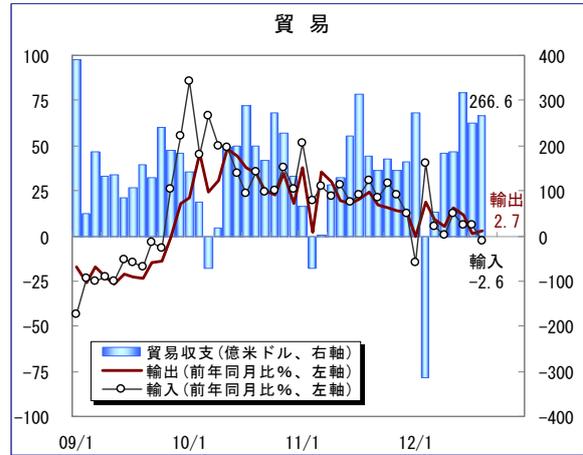
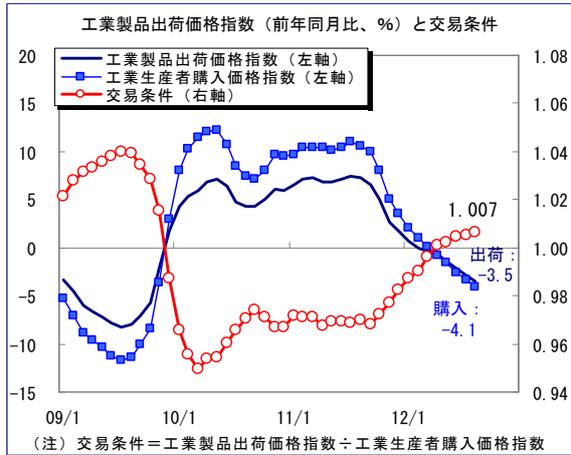
(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省より大和総研作成

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

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