

2013年5月20日 全7頁

## 中国：社会資金調達急増と景気足踏みのなぜ？

経済調査部  
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

### [要約]

- 中国人民銀行によると、2013年1月～4月の社会資金調達金額は前年同期比62.9%増の7.9兆元(約130兆円)に達した。その一方で中国の景気回復は足踏みとなっている。両者のギャップについては、(1)社会資金調達金額には重複計上の問題があり、実際はデータが示すほど急増しているわけではない、(2)生産能力過剰問題や企業の収益力低下のため、調達された資金は、固定資産投資に向かわず、不動産投資・投機などに向かっている、(3)とはいえ、社会資金調達金額は真水の部分でも増加しており、今後の固定資産投資の増加などにつながる、といった議論がある。大和総研では、これらが同時に生じているのが現状とみている。
- 上記(3)について、固定資産投資の資金調達額(前年累計比)の推移をみると、2013年1月～4月の資金調達額の65.2%を占める自己調達資金の伸びが鈍化するなか、全体の13.8%を占める国内貸出は2012年年初をボトムに回復傾向にあり、資金調達額の緩やかな増加を下支えしている。昨年来の金融緩和の効果が徐々に表れているといえよう。大和総研では、2013年の固定資産投資の伸び率は前年比21.5%増と、2012年の同20.6%増から若干上向くと想定している。

## 社会資金調達金額は急増

中国人民銀行（中央銀行）によると、2013年1月～4月の社会資金調達金額<sup>1</sup>は前年同期比62.9%増の7.9兆元（約130兆円）に達した。増加率に対する寄与度は、大きい順に信託貸出増加額（17.2%ポイント）、未割引の銀行引受手形増加額（13.0%ポイント）、企業債券増加額（9.4%ポイント）、人民元貸出増加額（8.4%ポイント）などとなっており、10年前に社会資金調達金額の8割を占めていた人民元貸出増加額のウエイトは、2013年1月～4月には44.9%に低下している（次頁図表中段）。

社会資金調達金額がこれほどの増加を記録する一方で、中国の景気回復は足踏みとなっている。2013年1月～3月の実質GDP成長率は7.7%と2012年10月～12月の7.9%から減速、直近ボトムの2012年7月～9月の7.4%からは0.3%ポイントの改善にとどまった。4月の主要経済統計は、鉱工業生産が前年同月比9.3%増（3月は同8.9%増）、実質小売売上が同11.8%増（3月は同11.7%増）と伸びが若干高まった一方で、1月～4月の固定資産投資は前年同期比20.6%増（1月～3月は同20.9%増）とやや減速している。

社会資金調達金額の急増と景気のギャップについては、（1）社会資金調達金額には重複計上の問題があり、実際はデータが示すほど急増しているわけではない、（2）生産能力過剰問題や企業の収益力低下のため、調達された資金は、固定資産投資に向かわず、不動産投資・投機などに向かっている、（3）とはいえ、社会資金調達金額は真水の部分でも増加しており、今後の固定資産投資の増加などにつながる、といった議論がある。この他、2008年11月の4兆元の景気対策発表後、企業や地方政府融資平台（中国版第三セクター）の債務残高が急増し、調達された資金が元利払いに用いられている、との指摘もある。ただし、社会資金調達金額が、その期間中のネット増加額（または減少額）の統計であることを考えると、この指摘は当てはまるまい。結論を先にいうと、大和総研では（1）～（3）が同時に生じているのが現状とみている。

（1）の重複計上問題とは、例えば、信用力の高い優良企業が、人民元貸出や企業債券発行などで調達した資金を、より高い利回りが期待できる短期の信託貸出<sup>2</sup>や委託貸出<sup>3</sup>で運用した場合、社会資金調達金額としては二重にカウントされる問題を指す。この場合、銀行に代って企業が信用創造を行い、貸し倒れリスクなども当該企業が負うことに注意しなければならない。その一方で、銀行貸出より高いリスクが取れる信託貸出や委託貸出が、銀行からの融資に多くを依存できない中小企業の資金調達の有力なツールの一つとなりつつあるとの評価も可能であろう。

（2）の社会資金調達金額のどの程度が不動産投資・投機に向かっているかを数字として捉えることは困難であるが、2013年4月には60社の信託会社が370本の信託商品を組成、その期待収益率は不動産向けが9.2%、インフラ向けは8.8%、工業・商業向けは8.6%などとなっており、不動産向けの期待収益率が最も高く、資金が流入しやすくなっている。2012年3月～2012年12月にかけて前年同月比でマイナスとなっていた中国の新築住宅価格は、2013年1月以降上

<sup>1</sup> 社会資金調達金額とは、金融システムから経済に供給された資金のネット増加額（または減少額）

<sup>2</sup> 信託貸出とは、個人や企業が委託者、信託会社が受託者として、別の企業に貸出を行うこと。貸出先、金額、期間、利率などは受託者（信託会社）が決定。

<sup>3</sup> 委託貸出は、貸出先、金額、期間、利率などを委託者が決定する点が信託貸出と異なる。

昇に転じ、4月には同4.9%の上昇となった。

### 社会資金調達金額の内訳（単位：億元、%）

社会資金調達金額（単位：億元）

	社会資金 調達金額	内訳						
		人民元貸出 増加額	外貨貸出 増加額	委託貸出 増加額	信託貸出 増加額	未割引の 銀行引受手形 増加額	企業債券 増加額	非金融企業の 域内株式発行 増加額
2003年	34,113	27,652	2,285	601	—	2,010	499	559
2004年	28,629	22,673	1,381	3,118	—	-290	467	673
2005年	30,008	23,544	1,415	1,961	—	24	2,010	339
2006年	42,696	31,523	1,459	2,695	825	1,500	2,310	1,536
2007年	59,663	36,323	3,864	3,371	1,702	6,701	2,284	4,333
2008年	69,802	49,041	1,947	4,262	3,144	1,064	5,523	3,324
2009年	139,104	95,942	9,265	6,780	4,364	6,406	12,367	3,350
2010年	140,191	79,451	4,855	8,748	3,865	23,346	11,063	5,786
2011年	128,286	74,715	5,712	12,962	2,034	10,271	13,658	4,377
2012年	157,605	82,035	9,163	12,838	12,888	10,498	22,498	2,508
2013年1月～4月	79,037	35,480	5,300	7,161	10,183	8,913	9,420	891

社会資金調達金額のウエイト（単位：%）

	社会資金 調達金額	内訳						
		人民元貸出 増加額	外貨貸出 増加額	委託貸出 増加額	信託貸出 増加額	未割引の 銀行引受手形 増加額	企業債券 増加額	非金融企業の 域内株式発行 増加額
2003年	100.0	81.1	6.7	1.8	—	5.9	1.5	1.6
2004年	100.0	79.2	4.8	10.9	—	-1.0	1.6	2.4
2005年	100.0	78.5	4.7	6.5	—	0.1	6.7	1.1
2006年	100.0	73.8	3.4	6.3	1.9	3.5	5.4	3.6
2007年	100.0	60.9	6.5	5.7	2.9	11.2	3.8	7.3
2008年	100.0	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2009年	100.0	69.0	6.7	4.9	3.1	4.6	8.9	2.4
2010年	100.0	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2011年	100.0	58.2	4.5	10.1	1.6	8.0	10.6	3.4
2012年	100.0	52.1	5.8	8.1	8.2	6.7	14.3	1.6
2013年1月～4月	100.0	44.9	6.7	9.1	12.9	11.3	11.9	1.1

社会資金調達金額の前年比・前年同期比伸び率（単位：%）

	社会資金 調達金額	内訳						
		人民元貸出 増加額	外貨貸出 増加額	委託貸出 増加額	信託貸出 増加額	未割引の 銀行引受手形 増加額	企業債券 増加額	非金融企業の 域内株式発行 増加額
2003年	69.6	49.7	212.6	243.4	—	—	36.0	-11.0
2004年	-16.1	-18.0	-39.6	418.8	—	—	-6.4	20.4
2005年	4.8	3.8	2.5	-37.1	—	—	330.4	-49.6
2006年	42.3	33.9	3.1	37.4	—	6,150.0	14.9	353.1
2007年	39.7	15.2	164.8	25.1	106.3	346.7	-1.1	182.1
2008年	17.0	35.0	-49.6	26.4	84.7	-84.1	141.8	-23.3
2009年	99.3	95.6	375.9	59.1	38.8	502.1	123.9	0.8
2010年	0.8	-17.2	-47.6	29.0	-11.4	264.4	-10.5	72.7
2011年	-8.5	-6.0	17.7	48.2	-47.4	-56.0	23.5	-24.4
2012年	22.9	9.8	60.4	-1.0	533.6	2.2	64.7	-42.7
2013年1月～4月	62.9	12.9	272.3	87.2	458.2	242.5	94.4	-16.3
増減率寄与度								
2013年1月～4月	62.9	8.4	8.0	6.9	17.2	13.0	9.4	-0.4

（注）社会資金調達金額は金融システムから経済に供給された資金のネット増加額（または減少額）

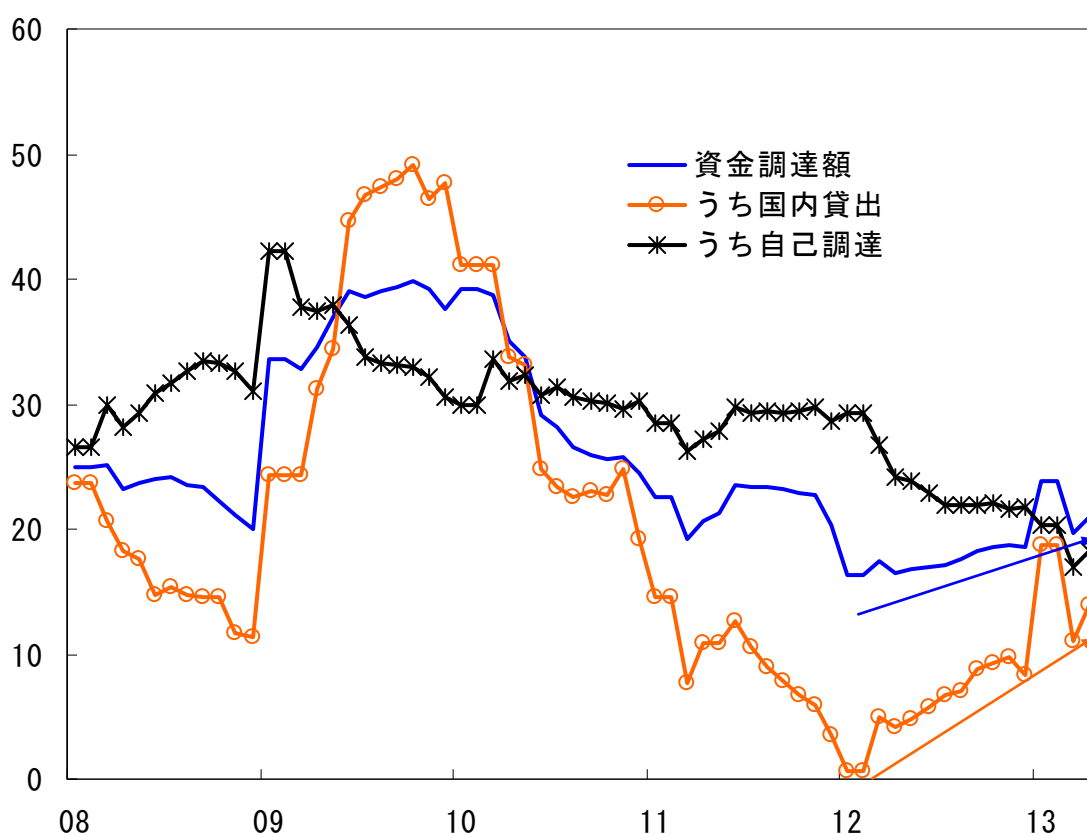
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

社会資金調達金額はデータが示すほどの急増をしているわけではないが、真水の部分でもある程度は増加していよう。社会資金調達金額全体の44.9%を占める人民元貸出増加額は、2012年に前年比9.8%増と3年ぶりに増加に転じた後、2013年1月～4月は前年同期比12.9%増と着実に増加している。

下図は固定資産投資の資金調達額（前年累計比）の推移をみている。2013年1月～4月の資金調達額の65.2%を占める自己調達資金の伸びが鈍化するなか、全体の13.8%を占める国内貸出は2012年年初をボトムに回復傾向にあり、資金調達額の緩やかな増加を下支えしている。昨年来の金融緩和の効果が徐々に表れているといえよう。大和総研では、2013年の固定資産投資の伸び率は前年比21.5%増と、2012年の実績同20.6%増から若干上向くと想定している。

以上

#### 固定資産投資の資金調達額（前年累計比）（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

## 大和総研による中国経済見通し一覧

(前年比、%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (F)	2014 (F)
実質GDP成長率	9.6	9.2	10.4	9.3	7.8	8.0	7.5
固定資産投資 (名目)	26.6	30.4	24.5	24.0	20.6	21.5	18.0
小売総額 (名目)	22.7	15.5	18.3	17.1	14.3	14.0	15.0
消費者物価指数	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	3.3	3.5
貿易収支 (通関ベース、億米ドル)	2,981	1,957	1,815	1,549	2,311	2,360	2,240
輸出	17.2	-16.0	31.3	20.3	7.9	10.0	12.0
輸入	18.5	-11.2	38.8	24.9	4.3	11.0	14.0
貸出基準金利 (1年物、期末)	5.31	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00	6.00
人民元レート (対ドル、期末)	6.83	6.83	6.62	6.30	6.29	6.11	5.99

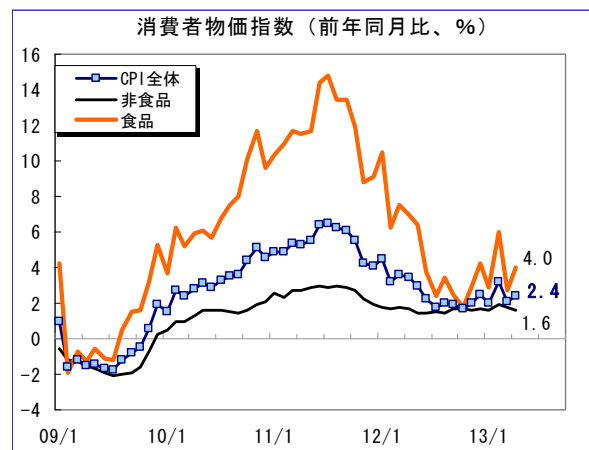
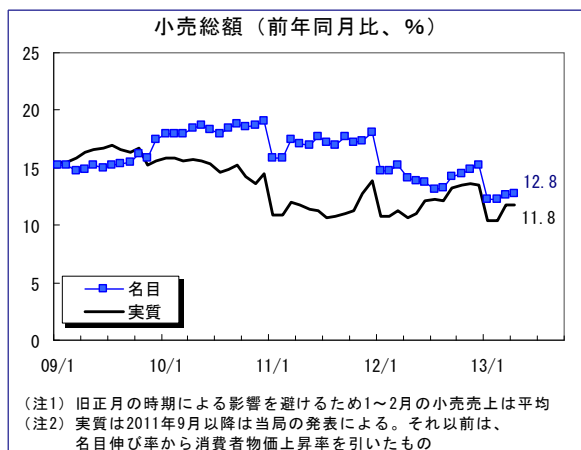
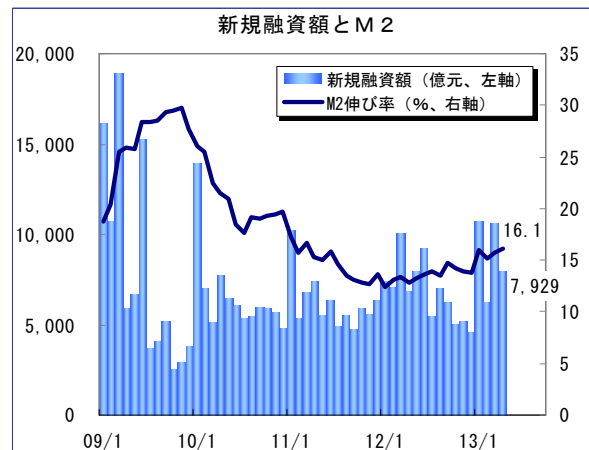
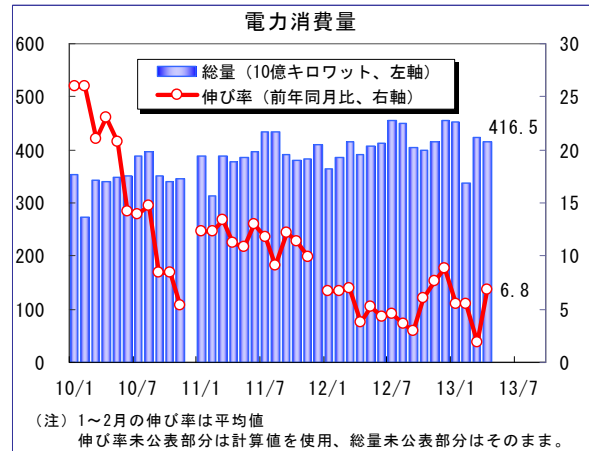
(出所) 実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

## 主要経済指標一覧

	2012年11月	12月	2013年1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率 (四半期、前年同期比、%)	-	7.9	-	-	7.7	-
鉱工業生産 (前年同月比、%)	10.1	10.3	9.9		8.9	9.3
電力消費量 (前年同月比、%)	7.6	8.9	5.5		1.9	6.8
鉄道貨物輸送量 (前年累計比、%)	-0.9	-0.7	1.6	0.0	-0.9	-2.3
固定資産投資 (前年累計比、%)	20.7	20.6	21.2		20.9	20.6
不動産開発投資 (前年累計比、%)	16.7	16.2	22.8		20.2	21.1
小売総額 名目 (前年同月比、%)	14.9	15.2	12.3		12.6	12.8
実質 (前年同月比、%)	13.6	13.5	10.4		11.7	11.8
消費者物価指数 全体 (前年同月比、%)	2.0	2.5	2.0	3.2	2.1	2.4
食品 (前年同月比、%)	3.0	4.2	2.9	6.0	2.7	4.0
非食品 (前年同月比、%)	1.6	1.7	1.6	1.9	1.8	1.6
工業製品出荷価格指数 (前年同月比、%)	-2.2	-1.9	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6
工業生産者購入価格指数 (前年同月比、%)	-2.8	-2.4	-1.9	-1.9	-2.0	-2.7
新規融資額 (億元)	5,220	4,543	10,721	6,200	10,679	7,929
M2伸び率 (%)	13.9	13.8	15.9	15.2	15.7	16.1
輸出 (前年同月比、%)	2.9	14.1	25.0	21.8	10.0	14.7
輸入 (前年同月比、%)	0.0	6.0	28.8	-15.2	14.1	16.8
貿易収支 (億米ドル)	196.3	316.2	291.5	152.5	-8.8	181.6
新築住宅価格指数 北京 (前年同月比、%)	0.7	1.6	3.3	5.9	8.6	10.3
上海 (前年同月比、%)	-0.8	0.0	1.3	3.4	6.4	8.5
商用不動産 着工面積 (前年累計比、%)	-7.2	-7.3	14.7		-2.7	1.9
完工面積 (前年累計比、%)	14.1	7.3	34.0		8.9	6.6
不動産販売 面積 (前年累計比、%)	2.4	1.8	49.5		37.1	38.0
金額 (前年累計比、%)	9.1	10.0	77.6		61.3	59.8

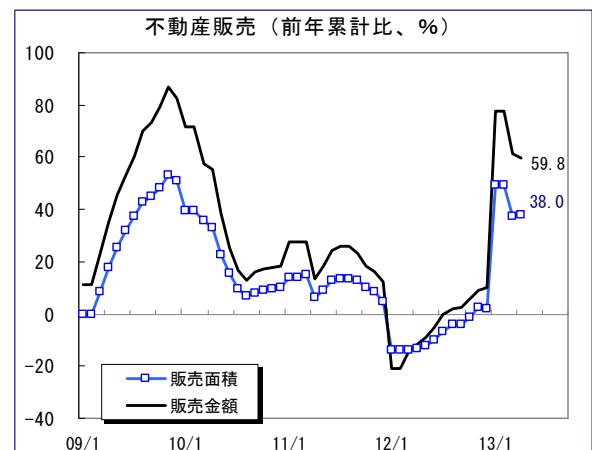
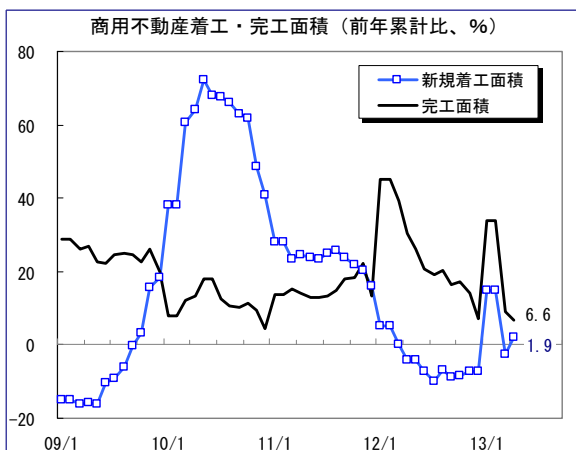
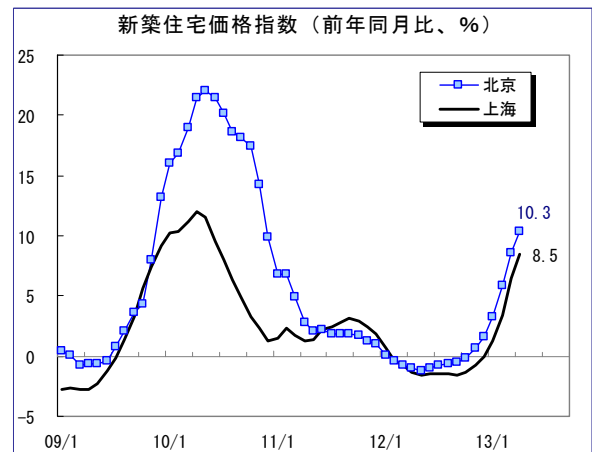
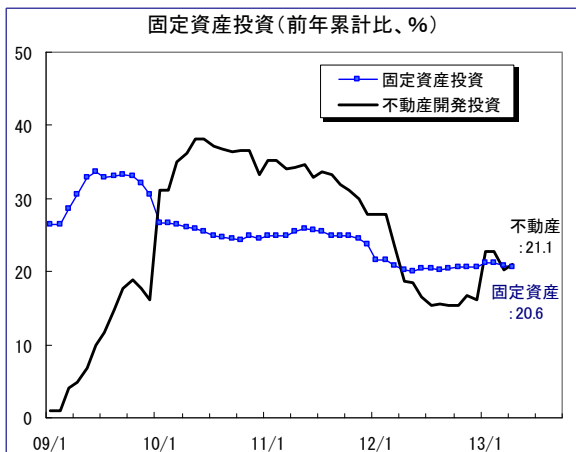
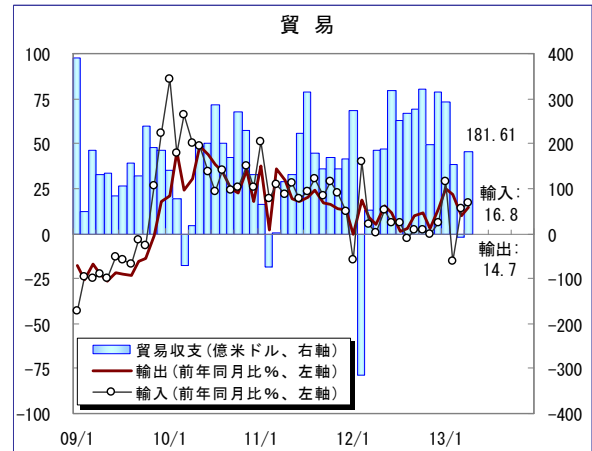
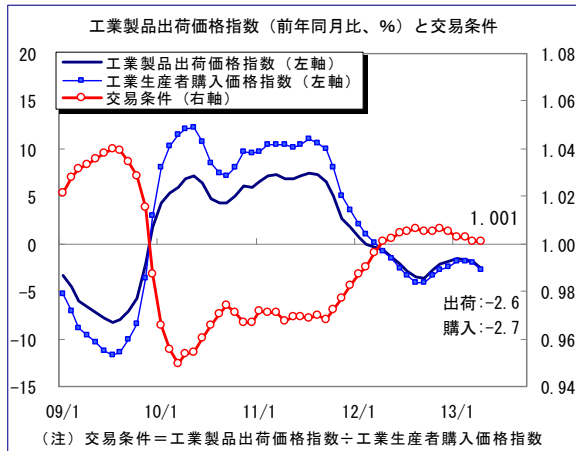
(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

## 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、CEIC 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、CEIC より大和総研作成