

2014年3月19日 全9頁

中国：「無理」をした成長率維持へ

明確な回復感はなく、問題も先送り

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 2013年の中国経済は地方政府債務やシャドーバンキングが急膨張するなか、従来型の投資主導で7.7%成長となった。この3月の全人代では2014年の実質GDP成長率目標は7.5%前後に据え置かれた。中国は2014年も形は多少変わるとしても、やはり「無理」をして成長率を維持することを選んでしまったのである。
- 3月13日に行われた記者会見で李克強首相は、金融商品のある程度のデフォルトを容認しつつ、システミックリスクの発生を防ぐ旨の発言をしたが、これはかなり綱渡り的である。投資家がリスクにより敏感になり、シャドーバンキングを敬遠する動きが続くのであれば、銀行貸出がそれを一部補わざるを得ない。バランスシートから外したリスクを再び銀行が負うことで、銀行の潜在的不良債権の増加懸念も高まろう。
- 2014年1月～2月の主要経済指標は中国の景気が減速していることを示しており、4月にもファインチューニング（微調整）による景気下支えが行われる可能性がある。インフラ、環境保護、戦略的新興産業などの投資増加により、景気はある程度下支えされようが、明確な回復感には乏しい状況が続くと想定している。
- 従来、大和総研は、中国が債務の急膨張を抑制し、構造改革を推進するという期待を込めて成長率目標を7.0%と仮定し、2014年の実質GDP成長率見通しを7.2%と予測した。しかし、残念ながら2014年の成長率目標は引き続き7.5%となった。これを受けて大和総研による2014年の成長率見通しを7.5%に引き上げる。引き続き、投資にやや無理をさせた成長を想定し、固定資産投資の伸びを従来の前年比17.0%増から同18.7%増へ引き上げた。成長率見通しの引き上げは、好ましいことが多いのだが、今回は決してそうではない。

2014年1月～2月は景気減速

中国の景気減速を示す指標が相次いでいる。

2014年1月～2月の社会資金調達金額は前年同期比2.5%減と前年割れとなった。社会資金調達金額とは、銀行や一部シャドバンキングなど金融システムから経済に供給された資金のネットの増加額（もしくは減少額）である。前年同期の2013年1月～2月が同79.1%増と急増していたことから、金額の水準としては低くないとの見方もできようが、問題はその中身である。銀行貸出（人民元貸出増加額＋外貨貸出増加額）と銀行貸出以外という括りでは、前者が同13.4%増だったのに対して、後者は同22.3%減と対照的な動きとなった。企業債券発行による資金調達や、信託商品のデフォルト騒動を嫌気した信託貸出が大きく落ち込んでいる。銀行との関係が密接な大型国有企業などは早めに銀行借入を手当てした一方で、銀行貸出へのアクセスが限定的な中小企業などは資金調達難に直面している可能性が高い。

社会資金調達金額の前年比・前年同月比伸び率（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 | — | -389.2 | 36.0 | -11.0 |
| 2004年 | -16.1 | -18.0 | -39.6 | 418.8 | — | -114.4 | -6.4 | 20.4 |
| 2005年 | 4.8 | 3.8 | 2.5 | -37.1 | — | -108.3 | 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 | 531.5 | 2.2 | 65.1 | -42.7 |
| 2013年 | 9.7 | 8.4 | -36.2 | 98.4 | 43.6 | -26.2 | -20.1 | -11.5 |
| 2014年1月～2月 | -2.5 | 16.0 | -1.8 | 36.6 | -52.9 | -12.2 | -64.2 | 52.3 |

（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）

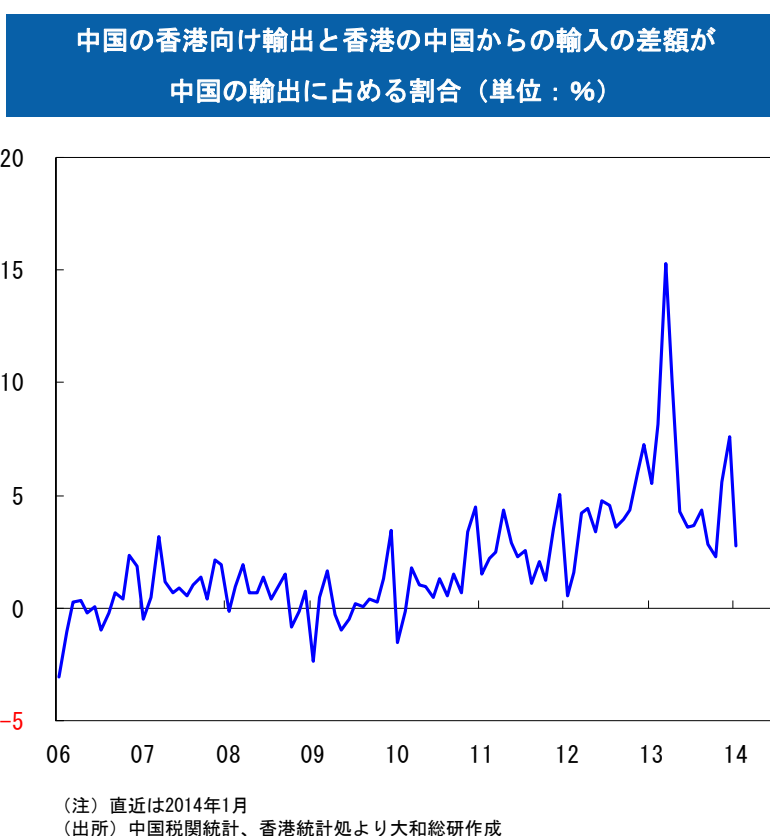
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

1月～2月の鉱工業生産は前年同期比8.6%増（2013年12月は前年同月比9.7%増）と2009年4月以来の低水準にとどまり、小売売上は同11.8%増（同13.6%増）、固定資産投資は同17.9%増（2013年は前年比19.6%増）と、軒並み伸びが鈍化した。内需は減速している。

1月～2月の輸出は同1.6%減と不振だった一方で、輸入は同10.0%増と堅調だった。しかし、中国の貿易は原材料や部品を輸入して、組み立て・加工して輸出する「加工貿易」の割合も多く、輸出のマイナスには違和感がある。

結論を先にいえば、輸出減少は前年同期が「偽輸出」で水増しされているとみられることが主因であり、あまり心配はいらない。「偽輸出」問題とは、2012年11月～2013年4月にかけて、本来ならほぼ同じ動きをするはずの中国の対香港輸出と、香港の対中国輸入の差が急拡大

したことであり、貿易取引の形でホットマネーが香港から中国に大量に流入し、中国（特に広東省）の不動産に投資されたとみられることを指す。遡及修正が行われな限りそれを比較対象とする2014年4月までの輸出統計は実態より悪い数字がでてくる可能性が高い（特に、2013年3月はこの水増しとみられる分だけで輸出総額の15%を占めていた）。その一方で、需要面では、輸出相手の景気動向が重要であり、主要国・地域の景気改善で輸出の実態は回復が続く。水増しの影響も5月以降は一巡することもあり、輸出はデータとしても明確に改善していこう。やはり問題は内需にある。



「無理」をした成長率維持へ

2014年3月5日から13日まで開催された第12期全国人民代表大会（全人代＝日本の国会に相当）第2回会議では、李克強氏が首相に就任して初めての政府活動報告を行った。注目された2014年の政府経済目標は、実質GDP成長率が7.5%前後、消費者物価上昇率は3.5%前後（に抑制）、都市就業者新規増加数は1,000万人以上、都市登録失業率は4.6%以内、M2増加率は13%前後と設定された。都市就業者新規増加数を除き、2013年の目標がそのまま踏襲されている。都市就業者新規増加数の目標が2013年の900万人から引き上げられたのは、都市化進展による都市での雇用増加、さらには雇用吸収力の大きいサービス業の発展促進などが想定されているように。

中国政府による主要経済目標と実績

中国政府による主要経済目標

| | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 実質GDP成長率 | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 7.5% | 7.5% | 7.5% |
| 消費者物価上昇率 | 4.8% | 4.0% | 3.0% | 4.0% | 4.0% | 3.5% | 3.5% |
| 都市就業者新規増加数 | 1,000万人 | 900万人 | 900万人 | 900万人 | 900万人 | 900万人 | 1,000万人 |
| 都市登録失業率 | 4.5% | 4.6% | 4.6% | 4.6% | 4.6% | 4.6% | 4.6% |
| マネーサプライ (M2) | 16.0% | 17.0% | 17.0% | 16.0% | 14.0% | 13.0% | 13.0% |

(出所) 各年の政府活動報告、国民経済と社会発展計画より大和総研作成

実績

| | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 実質GDP成長率 | 9.6% | 9.2% | 10.4% | 9.3% | 7.7% | 7.7% |
| 消費者物価上昇率 | 5.9% | -0.7% | 3.3% | 5.4% | 2.6% | 2.6% |
| 都市就業者新規増加数 | 1,113万人 | 1,102万人 | 1,168万人 | 1,221万人 | 1,266万人 | 1,310万人 |
| 都市登録失業率 | 4.2% | 4.3% | 4.1% | 4.1% | 4.1% | 4.1% |
| マネーサプライ (M2) | 17.8% | 27.7% | 19.7% | 13.6% | 13.8% | 13.6% |

(出所) 中国統計年鑑、国民経済と社会発展統計公報より大和総研作成

実質 GDP 成長率の 7.5% 目標は 2012 年から 3 年連続であり、潜在成長率の低下が指摘されるなか、マーケットは目標が引き下げられなかったことに安堵しているかもしれない。「無理」をすれば 7.5% 成長は可能だろう。それでも 2014 年も中国の景気に明確な回復感が出ない状況に変わりはない。

さらに、この 7.5% 目標がリスク要因になりかねない点に注意が必要である。そもそも 2013 年 11 月の三中全会では政績（政治的な成績）表評価項目の重点として、過剰生産能力の抑制と新規債務の増加抑制が新たに加えられ、2013 年 12 月の中央経済工作会議では、2014 年の経済運営の重点のひとつに債務リスクをコントロールすることが掲げられていた。これらとともに、無駄な投資と借金を増やさず、潜在的な不良債権を増やさないこと、さらには既に限界に達している、投資に過度に依存した発展パターンから決別し、消費主導の持続的安定成長へ舵を切ることを意味していた。

であれば、成長率目標はやや低めの方が、債務の急膨張を抑制し、構造改革を推進するには好都合であったはずである。しかし、こうした期待は裏切られた。安定成長のためといいつつも、実態は問題が先送りされるにすぎないのではないか。2013 年は地方政府債務やシャドーバンキングが急膨張するなか、従来型の投資主導で 7.7% 成長を維持した。2014 年も形は多少変わるとしても、やはり「無理」をして成長率を維持することを選んでしまったのである。

3 月 13 日に行われた記者会見で李克強首相は、「中国の政府債務リスクは全体としては制御可能であり、シャドーバンキングに対する監督管理を強化している。金融商品のデフォルトは回避が難しいケースがあるが、システムリスクの発生を防ぐ」旨の発言をしている。金融商品のある程度のデフォルトを容認しつつ、システムリスクの発生を防ぐというのは、かなり綱渡り的である。恐らく、①（地方）政府との関係が密接か否か、②その地方の税収や雇用にとって重要か否か、③投資家の発言力が大きいのか否か、といった条件の全てが「否」の場

合に、極めて選別的にデフォルト「させる」ことを想定しているのであろう¹。

しかし、投資家がリスクにより敏感になり、シャドーバンキングを敬遠する動きが続くのであれば、銀行貸出がそれを一部補わざるを得ない。バランスシートから外したリスクを再び銀行が負うことで、銀行の潜在的不良債権の増加懸念も高まろう。社会資金調達額に占める人民元貸出のウエイトは2013年の51.4%から2014年1月～2月は55.7%に上昇した。こうした動きが既に始まっているのかもしれない。さらに、景気減速を受けて、マーケットでは2012年5月以降20.0%（大手行）で据え置かれている預金準備率を引き下げて、金融面から景気をサポートすべきとの声が高まっている。銀行貸出の一段の増加への期待の表れであるが、大幅な引き下げが実現する場合は、銀行貸出への依存度が再び高まると同時に、将来的な不良債権増加懸念が増大することになる。

既述のように、足元では内需が減速し、実態はともかく公式統計では純輸出の寄与も期待し難い。2014年1月～3月期の実質GDP成長率は7.5%程度かそれを若干下回る公算が大きい。そうならば、中国政府の次の一手はファインチューニング（微調整）による景気下支えとなろう。2013年7月以降の再現である。2013年4月～6月の実質GDP成長率は7.5%に減速し、7月以降、インフラ増強など矢継ぎ早の政策が発表された。①ほとんどの政策が2015年までの第12次5ヵ年計画の再確認か、それを越える長期的な政策であり、短期間に巨額の資金投入を行うことは計画されていなかった、②政策の対象分野は、民生改善やインフラ投資、環境保護関連と新たな成長産業に限定されるなど、伸ばすものは伸ばし、抑制すべきものは抑制する「有保有圧」の原則が維持されたこと、がその特徴であった。

2014年4月にも実施が想定されるファインチューニングも前回と同様のものとなろう。これにより投資はある程度下支えされようが、明確な回復感には乏しい状況が続くと想定している。

従来、大和総研は、中国が債務の急膨張を抑制し、構造改革を推進するという期待を込めて成長率目標を7.0%と仮定し、2014年の実質GDP成長率見通しを7.2%と予測した。しかし、残念ながら2014年の成長率目標は引き続き7.5%となった。これを受けて大和総研による2014年の成長率見通しを従来の7.2%から7.5%に引き上げる。引き続き、投資にやや無理をさせた成長を想定し、固定資産投資の伸びを従来の前年比17.0%増から同18.7%増へ引き上げた。成長率見通しの引き上げは、好ましいことが多いのだが、今回は決してそうではない。

以上

¹深州市市場上場会社の上海超日太陽エネルギー科技は、2014年3月5日付けで、3月7日に支払期限を迎える利子が支払えない旨の声明を発表した。同社は、2会計年度連続で赤字決算のため、上場廃止リスクがST（特別処理）よりもさらに高い*STに指定されている。同社社債は2012年3月7日に発行され、発行金額は10億元、期間は5年、利率は8.98%で今回が2回目の利払いのはずであった。従業員数は1,500名程度で、地方政府との資本関係はない純粋な民間企業である。

【参考】2013年7月以降、国務院が発表した政策一覧

| | 政策 | 主要内容・目標 |
|----------|--------------------------------|---|
| 2013年7月 | 「バラック地域改造を強化することに関する意見」 | 2013年から2017年にかけてバラック地域の1,000万戸を補修。うち2013年に304万戸を補修。2013年の投資額は3,000億元程度 |
| 2013年8月 | 「省エネ環境保護産業の発展を促進することに関する意見」 | 2015年までの省エネ環境関連産業の生産額の年平均伸び率は15%以上。産業規模を4.5兆元に引き上げ、国民経済の新たな基幹産業とする |
| 2013年8月 | 「ブロードバンドチャイナの戦略・実施方案」 | ブロードバンドの普及。2015年までに家庭普及率を50%（足元は40%弱）、2020年までに70%へ引き上げることが目標 |
| 2013年8月 | 「情報消費の促進による内需拡大に関する若干の意見」 | 情報関連消費（コンテンツ・電子商取引・情報通信ネットワーク端末の消費）の拡大。2015年までに情報消費の規模は3.2兆元（年平均伸び率は20%以上）を目指す |
| 2013年8月 | 「鉄道投融资体制の改革、鉄道建設を加速することに関する意見」 | 鉄道建設第12次5ヵ年計画を加速。2013年の投資計画を100億元積み増し6,600億元に（2012年実績比4.6%増） |
| 2013年9月 | 「大気汚染防止行動計画」 | 2017年までに、都市ではPM2.5濃度を2012年比10%以上削減。うち北京・天津・河北地区は25%以上削減、長江デルタは20%以上削減、珠江デルタは15%以上削減。環境保護部によると投資総額は1.7兆元 |
| 2013年9月 | 「高齢者向けサービス業の発展加速に関する若干の意見」 | 2020年までに高齢者施設のベッド数は、高齢者1,000人当たり35床～40床（2012年末は19.6床）とする。1,000万人の雇用創出を目指す |
| 2013年9月 | 「都市インフラ設備建設を強化することに関する意見」 | 2015年までに軌道交通（地下鉄、軽量軌道鉄道）の営業距離を新規に1,000km増やす。ガス管ネットワークを8万km整備。寒冷地の集中暖房の老朽管9.28万kmを補修。都市生活ごみの無害化率を90%前後に高める |
| 2013年10月 | 「衛星測位産業中長期発展計画」 | 2020年の衛星ナビゲーション産業規模は4,000億元 |
| 2013年10月 | 「健康サービス業発展を促進することに関する若干の意見」 | 医療サービス、健康管理、医薬品、医療機器、保健用品、保健食品、体力増強など広範囲な健康サービス業の発展を促進。2020年の産業規模は8兆元 |

（出所）国務院、財政部、各種報道などにより大和総研作成

大和総研による中国経済見通し一覧

| （前年比、%） | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 (F) | 2015 (F) |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|
| 実質GDP成長率 | 9.2 | 10.4 | 9.3 | 7.7 | 7.7 | 7.5 | 7.2 |
| 固定資産投資（名目） | 30.4 | 25.7 | 24.0 | 20.7 | 19.6 | 18.7 | 17.5 |
| 小売総額（名目） | 15.5 | 18.3 | 17.1 | 14.3 | 13.1 | 13.2 | 13.5 |
| 消費者物価指数 | -0.7 | 3.3 | 5.4 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.8 |
| 貿易収支（通関ベース、億米ドル） | 1,957 | 1,815 | 1,549 | 2,303 | 2,598 | 2,743 | 2,976 |
| 輸出 | -16.0 | 31.3 | 20.3 | 7.9 | 7.9 | 9.5 | 8.5 |
| 輸入 | -11.2 | 38.8 | 24.9 | 4.3 | 7.3 | 10.0 | 8.5 |
| 貸出基準金利（1年物、期末） | 5.31 | 5.81 | 6.56 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 人民元レート（対ドル、期末） | 6.83 | 6.62 | 6.30 | 6.29 | 6.10 | 6.00 | 5.90 |

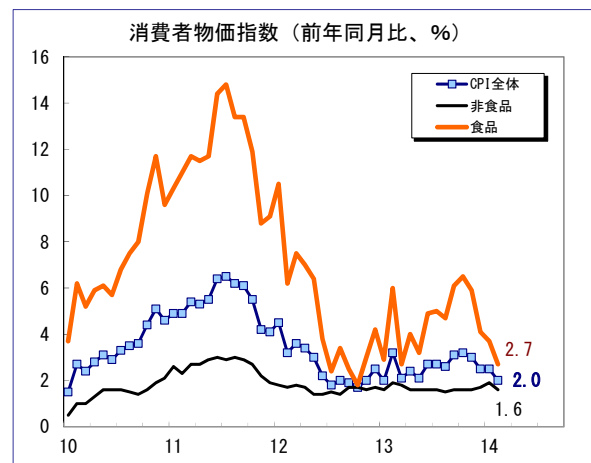
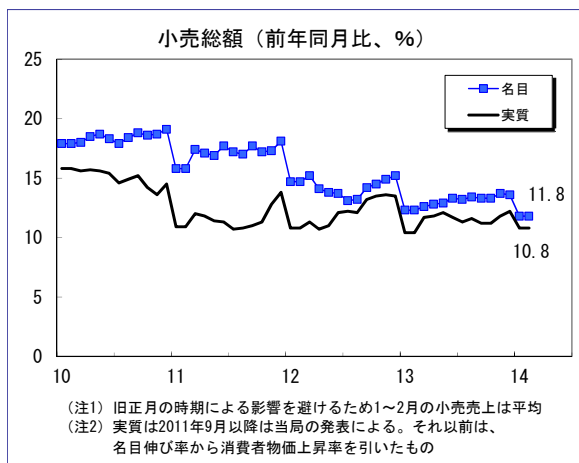
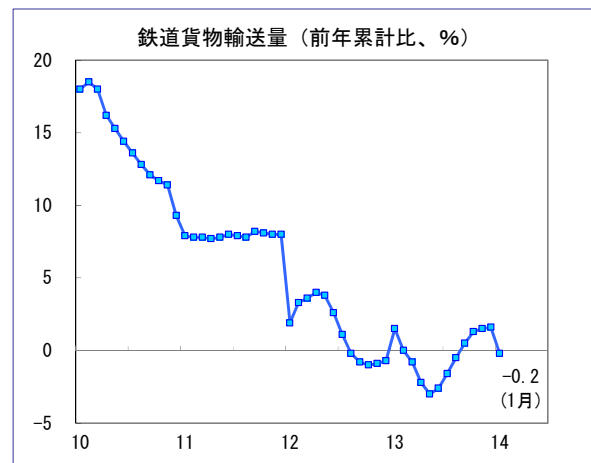
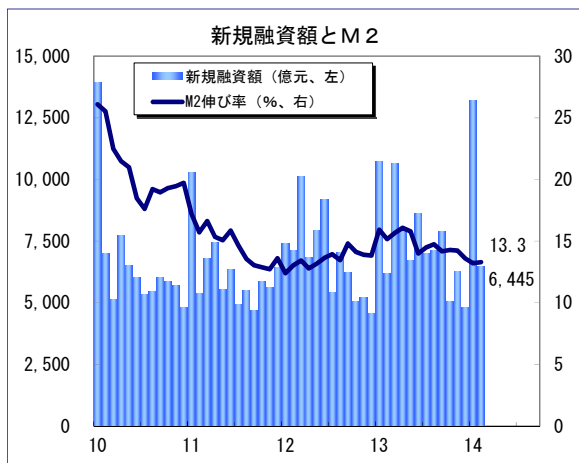
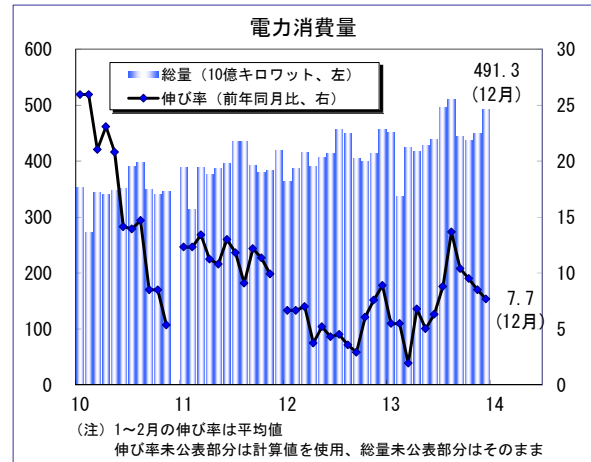
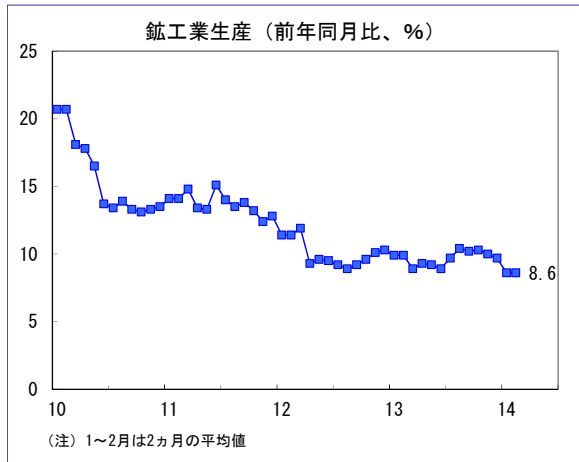
（出所）実績は中国統計年鑑、中国人民銀行。見通しは大和総研

主要経済指標一覧

| | 2013年9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 2014年1月 | 2月 |
|-----------------------|---------|-------|-------|-------|---------|--------|
| 実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%） | 7.8 | - | - | 7.7 | - | - |
| 鉱工業生産（前年同月比、%） | 10.2 | 10.3 | 10.0 | 9.7 | 8.6 | |
| 電力消費量（前年同月比、%） | 10.4 | 9.5 | 8.5 | 7.7 | | |
| 鉄道貨物輸送量（前年累計比、%） | 0.5 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | -0.2 | |
| 固定資産投資（前年累計比、%） | 20.2 | 20.1 | 19.9 | 19.6 | 17.9 | |
| 不動産開発投資（前年累計比、%） | 19.7 | 19.2 | 19.5 | 19.8 | 19.3 | |
| 小売総額 名目（前年同月比、%） | 13.3 | 13.3 | 13.7 | 13.6 | 11.8 | |
| 実質（前年同月比、%） | 11.2 | 11.2 | 11.8 | 12.2 | 10.8 | |
| 消費者物価指数 全体（前年同月比、%） | 3.1 | 3.2 | 3.0 | 2.5 | 2.5 | 2.0 |
| 食品（前年同月比、%） | 6.1 | 6.5 | 5.9 | 4.1 | 3.7 | 2.7 |
| 非食品（前年同月比、%） | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.9 | 1.6 |
| 工業製品出荷価格指数（前年同月比、%） | -1.3 | -1.5 | -1.4 | -1.4 | -1.6 | -2.0 |
| 工業生産者購入価格指数（前年同月比、%） | -1.6 | -1.6 | -1.5 | -1.4 | -1.7 | -2.1 |
| 新規融資額（億元） | 7,870 | 5,061 | 6,246 | 4,825 | 13,190 | 6,445 |
| M2伸び率（%） | 14.2 | 14.3 | 14.2 | 13.6 | 13.2 | 13.3 |
| 輸出（前年同月比、%） | -0.3 | 5.6 | 12.7 | 4.3 | 10.6 | -18.1 |
| 輸入（前年同月比、%） | 7.4 | 7.6 | 5.3 | 8.3 | 10.0 | 10.1 |
| 貿易収支（億米ドル） | 152.1 | 311.0 | 338.0 | 256.4 | 318.7 | -229.9 |
| 新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%） | 16.0 | 16.4 | 16.3 | 16.0 | 14.7 | 12.2 |
| 上海（前年同月比、%） | 17.0 | 17.8 | 18.2 | 18.2 | 17.5 | 15.7 |
| 商用不動産 着工面積（前年累計比、%） | 7.3 | 6.5 | 11.5 | 13.5 | -27.4 | |
| 完工面積（前年累計比、%） | 4.2 | 1.8 | 2.5 | 2.0 | -8.2 | |
| 不動産販売 面積（前年累計比、%） | 23.3 | 21.8 | 20.8 | 17.3 | -0.1 | |
| 金額（前年累計比、%） | 33.9 | 32.3 | 30.7 | 26.3 | -3.7 | |

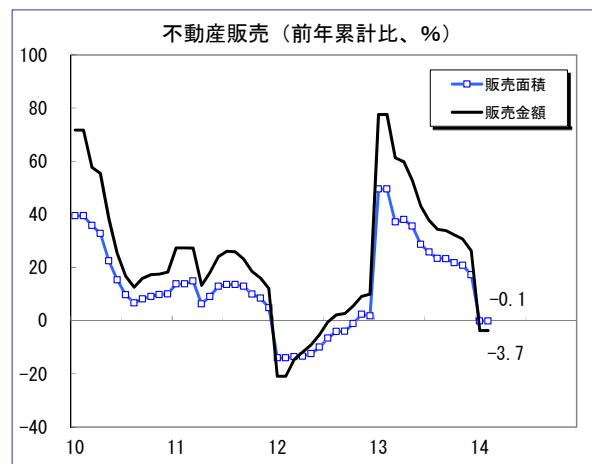
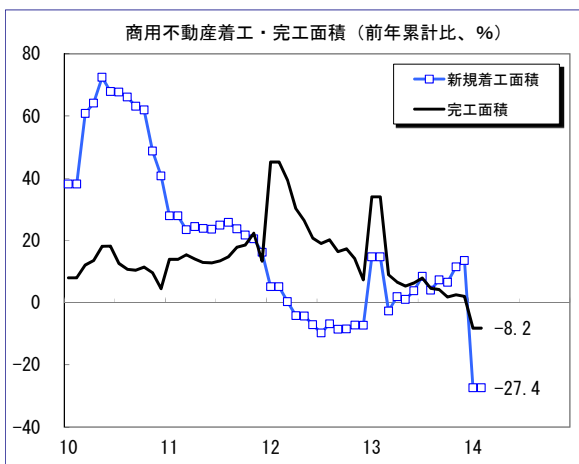
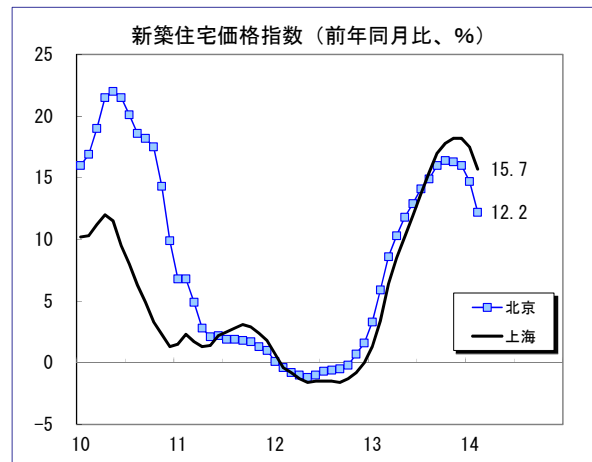
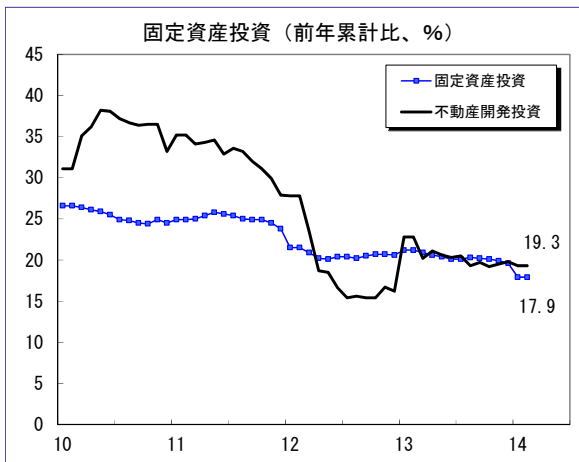
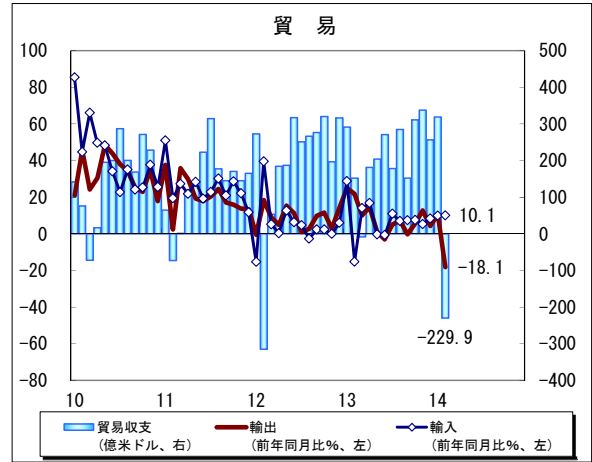
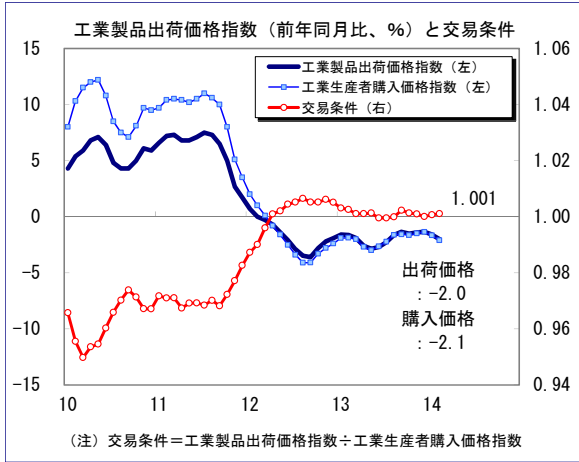
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

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