

2014年5月21日 全8頁

# 中国：景気下支えのための微調整が始まる

## 鉄道投資計画の3度にわたる増額修正、1軒目住宅ローンの優先貸出

経済調査部

シニアエコノミスト 齋藤 尚登

### [要約]

- 2014年4月、もしくは1月～4月の統計は、内需が低空飛行を続けていることを示している。こうしたなか、中国政府は大掛かりな景気刺激策ではなく、的を絞った景気下支え策を実施し始めている。旧鉄道部から分離独立した中国鉄路総公司の2014年の当初投資計画は6,300億元であったが、その後7,000億元⇒7,200億元⇒8,000億元へと増額修正された。計画通りであれば、2014年の鉄道投資は前年比22.8%増となる計算であり、2014年1月～4月の前年同期比8.6%増からの大幅加速が意図されている。最大の難所は資金調達であり、4月2日の国务院常务会议で示された鉄道発展基金の早期設立と稼働が不可欠であろう。
- 不動産（住宅）市場のテコ入れについて、中国人民銀行は、5月13日に商業銀行に対して、家計の1軒目の一般住宅購入の際の住宅ローン審査を迅速に行い、優先的に供与する旨の窓口指導を行った。少なくとも実需のテコ入れは始まろうとしている。景気下支え策ならびに民生改善のための保障性住宅の建設加速と合わせて、今後の動向に注目したい。
- ただし、足元の政策が、鉄道投資計画の増額修正や1軒目の住宅ローンの優先貸出といった微調整で済んでいるのは、景気が大きく下振れしていないためである。例えば、今後、固定資産投資が急低下するようなことがあれば、より本格的な景気刺激策発動の可能性は否定できない。
- 結局のところ、当面の頼みの綱は先進国景気改善に伴う輸出増加である。「偽輸出」とみられる水増しの影響が一巡する5月以降の輸出は、データとしても改善していくとみられる。内需は力強さに欠けるが、年後半は純輸出が久しぶりに（水増しのせいではなく）成長に対してプラスの寄与となることで、通年では7.5%程度の成長を確保する可能性が高まろう。

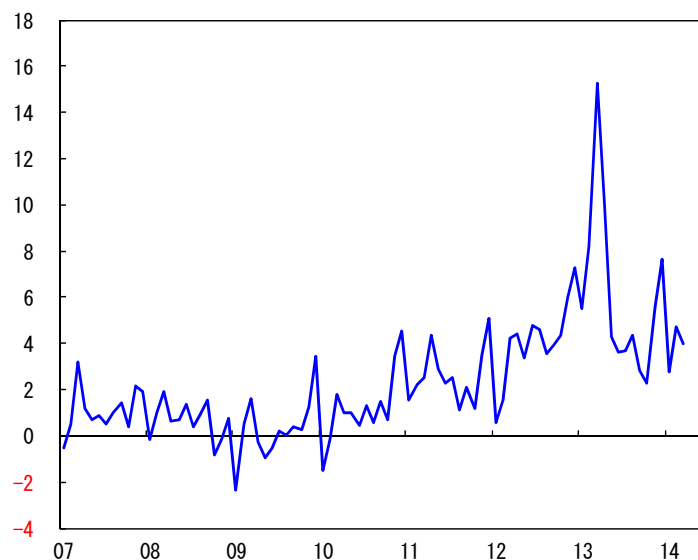
## 内需は低空飛行が続く

2014年4月の実質鉱工業生産は前年同月比8.7%増と1月～3月の前年同期比8.7%増（2013年は前年比9.7%増）から変わらず、名目小売売上は同11.9%増（1月～3月は同12.0%増、2013年は同13.1%増）、1月～4月の名目固定資産投資は前年同期比17.3%増（1月～3月は同17.6%増、2013年は同19.6%増）だった。

ただし、消費者物価上昇率が1月～3月の同2.3%上昇から1月～4月は同2.2%上昇へと若干低下しており、実質小売売上は1月～3月の同10.8%増から4月は同10.9%増となった。固定資産投資の実質データは四半期末毎に累計値が発表されるため、1月～4月は未発表であるが、名目ほどは鈍化してしまい。総じていえば、内需は一段と減速したというよりは、低空飛行が続いているとの評価であろう。

4月の輸出は同0.9%増（1月～3月は同3.4%減、2013年は同7.9%増）、輸入は同0.8%増（1月～3月は同1.6%増、2013年は同7.3%増）、貿易収支は184.5億米ドルの黒字だった。輸出統計は、この4月まで前年同月の輸出が「偽輸出」<sup>1</sup>で大きく水増しされていたとみられることの影響を強く受ける。この水増し分とみられる金額が中国全体の輸出額に占める割合は、2013年3月がピークで15.3%、同年4月でも10.1%となっていたが、国家外貨管理局が「偽輸出」の取り締まりを強化した同年5月には4.3%に低下、その後も基本的には抑制された水準での推移となっている。

中国の香港向け輸出と香港の中国からの輸入の差額が中国の輸出に占める割合（単位：％）

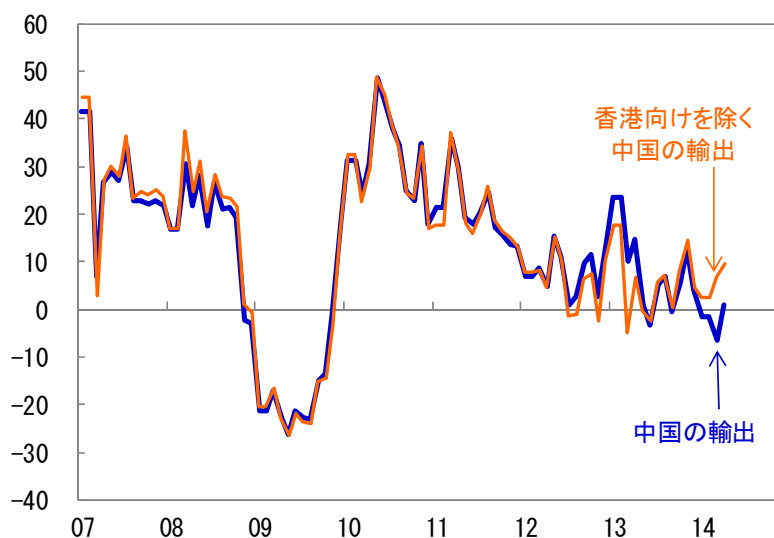


(注) 直近は2014年3月  
(出所) 中国税関統計、香港統計処より大和総研作成

<sup>1</sup> 「偽輸出」問題とは、2012年11月～2013年4月にかけて、本来ならば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、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たとみられることを指す。

ちなみに、「偽輸出」の舞台とみられる香港向けを除いた中国の輸出は、2014年3月の同6.7%増から4月は同9.4%増へと伸びを高めた。こちらの方が実態を表している。

中国の輸出、香港向けを除く中国の輸出（前年同月比）（単位：％）



（注）旧正月の時期による影響を避けるため1～2月は平均  
（出所）中国税関統計より大和総研作成

## 景気下支えのための微調整が始まる

こうしたなか、中国政府は大掛かりな景気刺激策ではなく、的を絞った景気下支え策を実施し始めている。

それを象徴するひとつめが鉄道投資計画の増額である。旧鉄道部から分離独立した中国鉄路総公司の2014年の当初投資計画は6,300億元であったが、同投資の民間資本への開放などを受けて7,000億元に増額、さらに4月には7,200億元、8,000億元へと2度にわたり増額修正されている。計画通りであれば、2014年の鉄道投資は前年比22.8%増となる計算であり、2014年1月～4月の前年同期比8.6%増からの大幅加速が意図されている。

しかし、こうした増額修正は2012年、2013年にも行われたが、年間計画はいずれも未達成に終わったことに注意が必要である。例えば、2013年の鉄道投資計画は当初の6,500億元⇒6,600億元⇒6,900億元に増額修正され、最終的には前年比12.6%増が計画されていた。しかし、実績は同6.3%増（6,515億元<sup>2</sup>）と当初計画を若干上回る水準にとどまった。

最大の難所が資金調達にあることはいうまでもない。2014年4月2日に開催された国務院常務会議によると、鉄道投資資金は、①鉄道発展基金の設立（年間2,000億元～3,000億元を鉄道

<sup>2</sup> 国家統計局のデータ。交通運輸部によると2013年の鉄道投資は6,657.5億元であり、最終計画の6,900億元は未達成だった。

建設に投資)、②鉄道建設債券の発行(2014年は1,500億元を計画)、③銀行貸出、社会資本による投資規模の拡大、④中央財政による補助、などによって調達する方針である。鉄道投資計画が確実に実行されるには、特に、上記①の鉄道発展基金の速やかな設立と稼働が不可欠であろう。

### 中国の鉄道向け固定資産投資(1月からの累計、前年同期比)



(出所) 国家統計局、中国鉄道総公司より大和総研作成

2つめは、不動産(住宅)市場の下支えである。

ロイター社が集計する新築住宅価格は、2014年4月は前年同月比6.7%上昇と、2013年12月の同9.9%上昇をピークに鈍化傾向にある。2013年3月に発表された「国5条」と呼ばれる国務院弁公庁による住宅価格抑制策では、各都市に新築商品住宅価格の抑制目標を設定することを求め、ほとんどの都市が都市住民一人当たり可処分所得の実質伸び率を下回ることを目標に掲げた。2014年1月～3月の都市住民一人当たり実質可処分所得は、前年同期比7.2%増であり、全国平均では新築商品住宅の価格抑制目標が達成できたことになる。

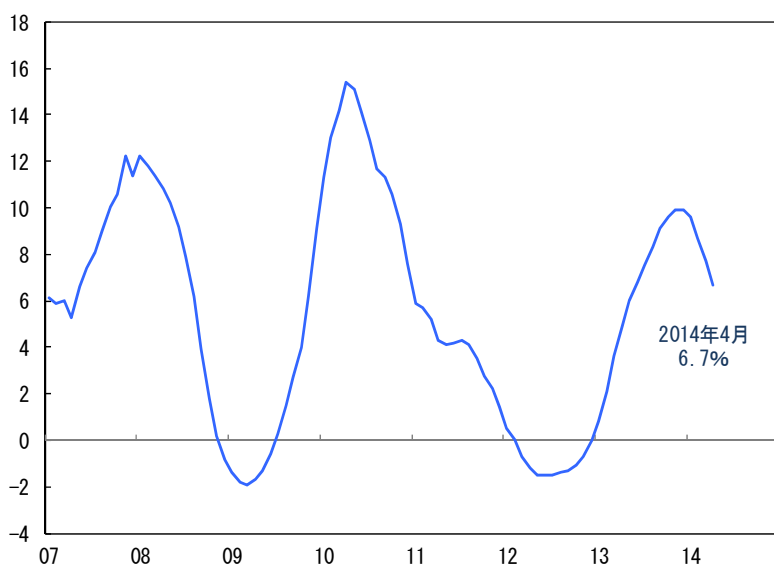
これはプラスに評価すべきなのだが、マーケットでは早くも多くの都市で住宅価格が下落に転じるのを懸念している(全国70都市のうち、2014年4月の新築商品住宅価格が前年同月比で下落したのは浙江省温州市のみ)。多くの地方が財政収入を土地権利売却収入に依存し、これが地方政府債務の返済原資となっていることもあり、不動産価格が下落し、土地権利売却収入が減少すれば、地方経済に様々な悪影響を及ぼすためである。

全国商品不動産販売金額は、2013年は前年比26.3%増だったが、2014年に入ると減少に転じ、1月～4月は前年同期比7.8%減となった。月を追う毎にマイナス幅は拡大している。この背景としては、①1軒目の住宅購入は実需とみなされ、本来なら銀行は積極的に住宅ローンを供与(貸

出基準金利の0.85倍の優遇金利の付与が可能) するとされていたが、2013年年末以降、大きなスプレッドが期待できない住宅ローンの提供を銀行が絞り込んだり、ローン審査の長期化や金利引き上げの動きが広がった、②習近平総書記が主導する綱紀粛正のなか、共産党組織や政府機関の個人に対して、住宅保有軒数などを自己申告させる動きがあり、高級物件を中心に様子見が広がった、ことなどがある。

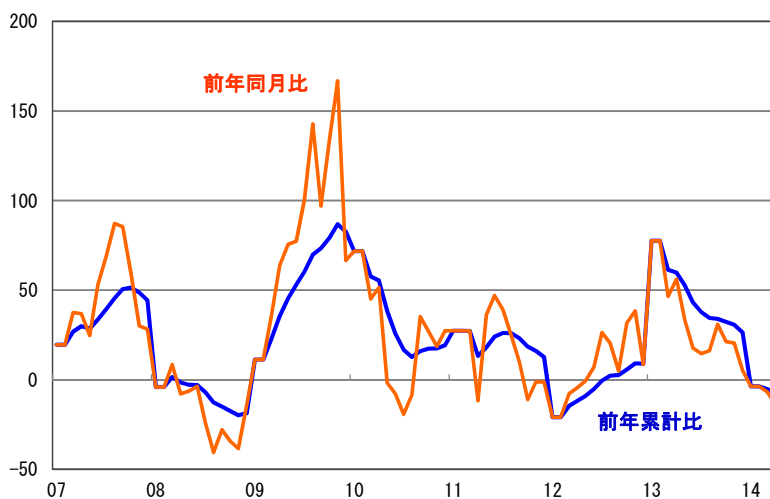
こうしたなか、中国人民銀行は、5月13日に商業銀行に対して、家計の1軒目の一般住宅購入の際の住宅ローン審査を迅速に行い、優先的に供与する旨の窓口指導を行った。少なくとも実需のテコ入れは始まろうとしている。景気下支え策ならびに民生改善のための保障性住宅の建設加速と合わせて、今後の動向に注目したい。

### 新築住宅価格の推移（前年同月比）（単位：％）



（出所）国家统计局、ロイターより大和総研作成

### 全国商品不動産販売金額（前年累計比、前年同月比）（単位：％）



（出所）国家统计局より大和総研作成

ただし、足元の政策が、鉄道投資計画の増額修正や1軒目の住宅ローンの優先貸出といった微調整で済んでいるのは、景気が大きく下振れしていないためである。例えば、今後、固定資産投資が急低下するようなことがあれば、より本格的な景気刺激策発動の可能性は否定できない。

結局のところ、当面の頼みの綱は先進国景気改善に伴う輸出増加である。「偽輸出」とみられる水増しの影響が一巡する5月以降の輸出は、データとしても改善していくとみられる。内需は力強さに欠けるが、年後半は純輸出が久しぶりに（水増しのせいではなく）成長に対してプラスの寄与となることで、通年では7.5%程度の成長を確保する可能性が高まろう。

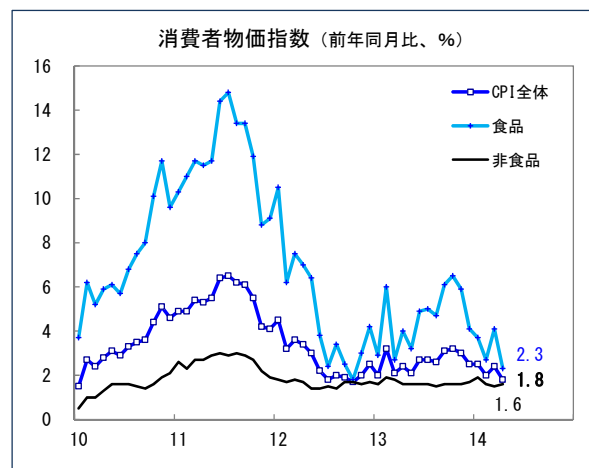
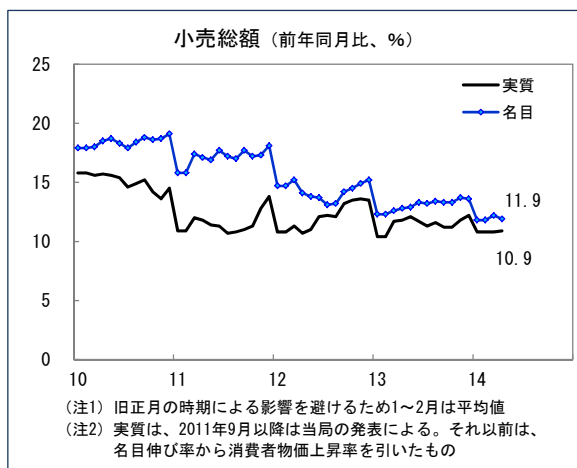
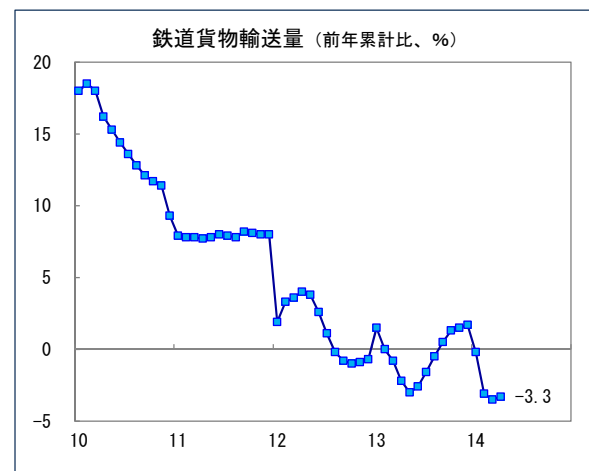
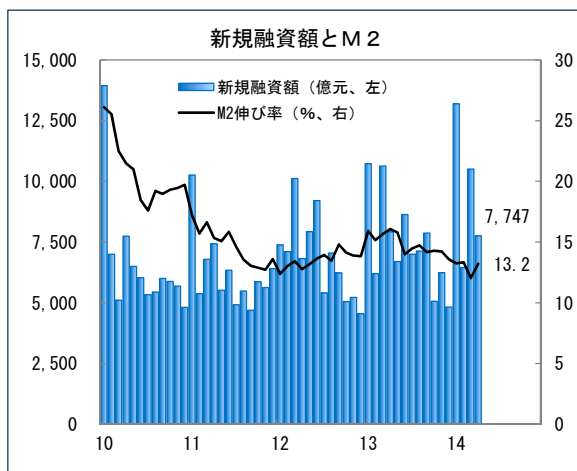
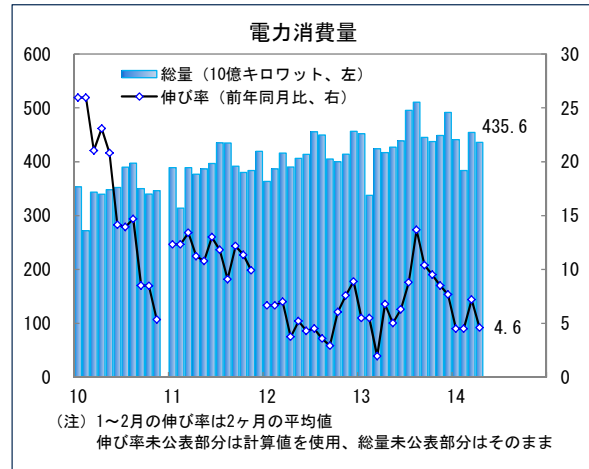
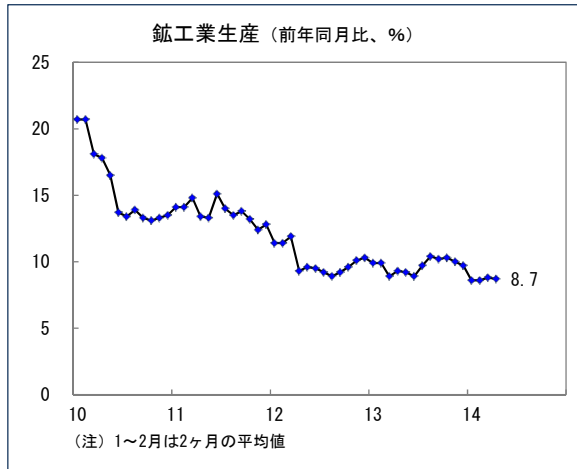
以上

### 主要経済指標一覧

	2013年11月	12月	2014年1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	7.7	-	-	7.4	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	10.0	9.7	8.6		8.8	8.7
電力消費量（前年同月比、%）	8.5	7.7	4.5		7.2	4.6
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	1.5	1.7	-0.2	-3.1	-3.5	-3.3
固定資産投資（前年累計比、%）	19.9	19.6	17.9		17.6	17.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	19.5	19.8	19.3		16.8	16.4
小売総額 名目（前年同月比、%）	13.7	13.6	11.8		12.2	11.9
実質（前年同月比、%）	11.8	12.2	10.8		10.8	10.9
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8
食品（前年同月比、%）	5.9	4.1	3.7	2.7	4.1	2.3
非食品（前年同月比、%）	1.6	1.7	1.9	1.6	1.5	1.6
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-1.5	-1.4	-1.7	-2.1	-2.5	-2.3
新規融資額（億元）	6,246	4,825	13,190	6,448	10,501	7,747
M2伸び率（%）	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1	13.2
輸出（前年同月比、%）	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6	0.9
輸入（前年同月比、%）	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3	0.8
貿易収支（億米ドル）	338.0	256.4	318.7	-229.9	77.1	184.5
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	16.3	16.0	14.7	12.2	10.3	8.9
上海（前年同月比、%）	18.2	18.2	17.5	15.7	13.1	11.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	11.5	13.5	-27.4		-25.2	-22.1
完工面積（前年累計比、%）	2.5	2.0	-8.2		-4.9	-0.3
不動産販売 面積（前年累計比、%）	20.8	17.3	-0.1		-3.8	-6.9
金額（前年累計比、%）	30.7	26.3	-3.7		-5.2	-7.8

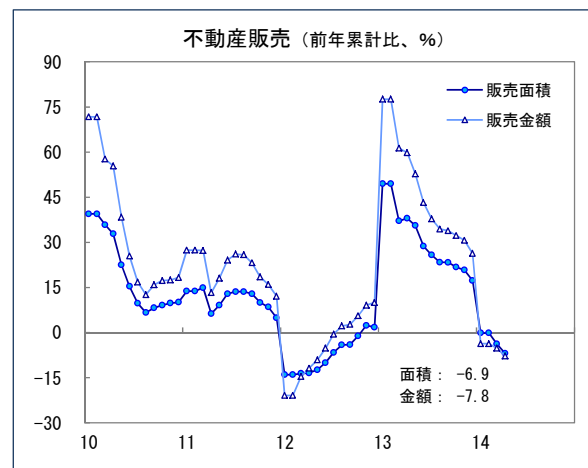
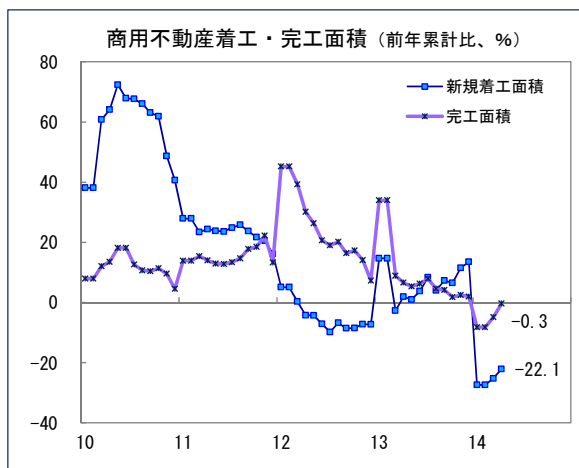
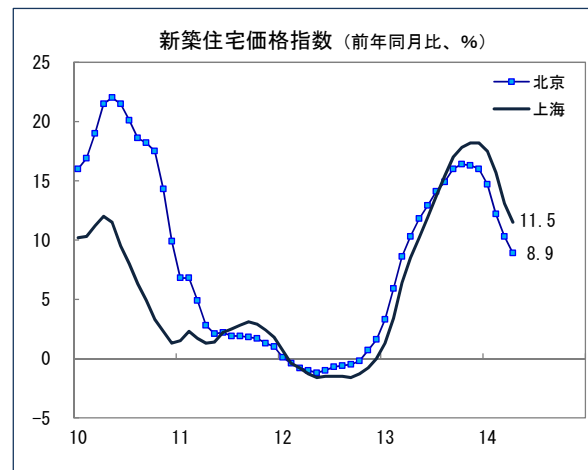
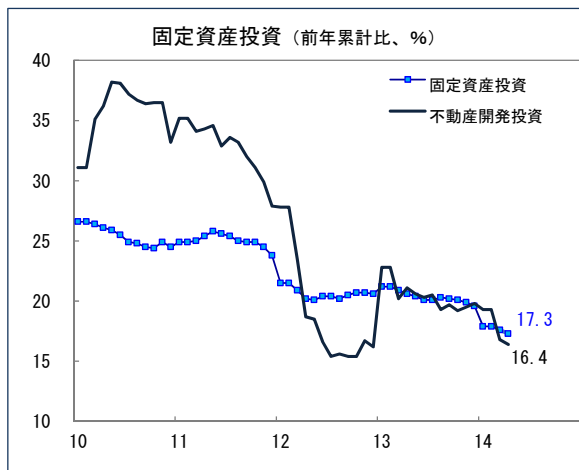
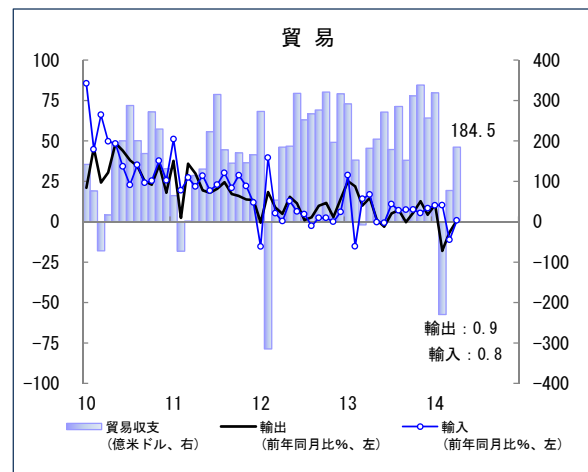
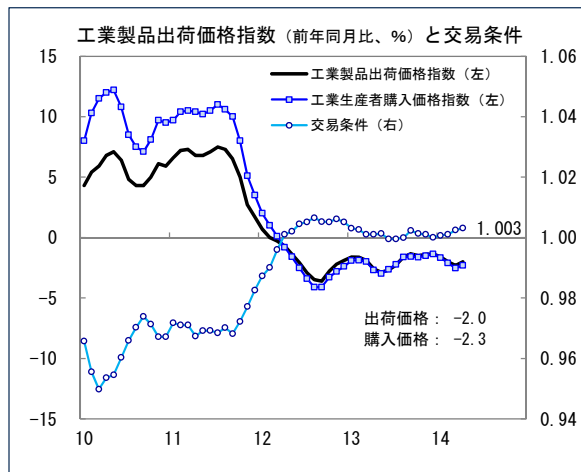
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

## 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