

2014年6月20日 全9頁

中国：景況感改善もいつか来た道？

預金準備率一部引き下げの効果は小さく、財政支出急増は一時的か

経済調査部

シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 5月のHSBCの製造業PMIは49.4と、5ヵ月連続して拡大と縮小の分岐点である50を下回ったとはいえ、4月の48.1からは大きく改善。5月の国家統計局の製造業PMIは50.8と、こちらは2月の50.2をボトムに改善傾向にある。これは4月以降、当局が矢継ぎ早に発表した景気下支え策によってセンチメントが改善したためであろう。
- しかし、景気下支え策のメニューは豊富だが、実際の景気押し上げ効果が期待できるのは、鉄道投資の増額修正くらいであろう。6月16日には一部金融機関限定で預金準備率引き下げを実施したが、凍結が解除される資金は1,000億元程度であり、2013年の人民元貸出増加額8兆8,917億元の1.1%にすぎない。金融「緩和」効果を期待するにはあまりに小さい。諸政策の目的はあくまでも景気「下支え」であり、景気を持続的に回復させていくようなものではない。今後も景気が大きく下振れない限り、小出しの景気「下支え」策で乗り切るつもりなのだろう。
- 「偽輸出」の影響が一巡し、5月の輸出は前年同月比7.0%増と、1月～4月の前年同期比2.3%減から大きく改善した。今後について、2つのポイントを指摘したい。1つは輸出堅調が景気の下支えとなる可能性である。中国の輸出に3ヵ月～4ヵ月程度の先行性がある先進国・地域の景況感が高い水準で推移しており、少なくとも秋口までの輸出堅調を示唆している。もう1つは当局が元高誘導を再開する可能性である。輸出統計が悪化するなかでの元安誘導は、2005年7月以降の持続的な元高で価格競争力低下に苦しむ輸出企業への配慮ではある。しかし、「偽輸出」の影響が一巡すれば輸出統計が正常化し、対外的にも元安誘導の言い訳は苦しくなるのは明白である。今後は、持続的元高をテコに、輸出製品と産業構造の高度化を進めるといふ、従来の方針に回帰する可能性が高いとみている。

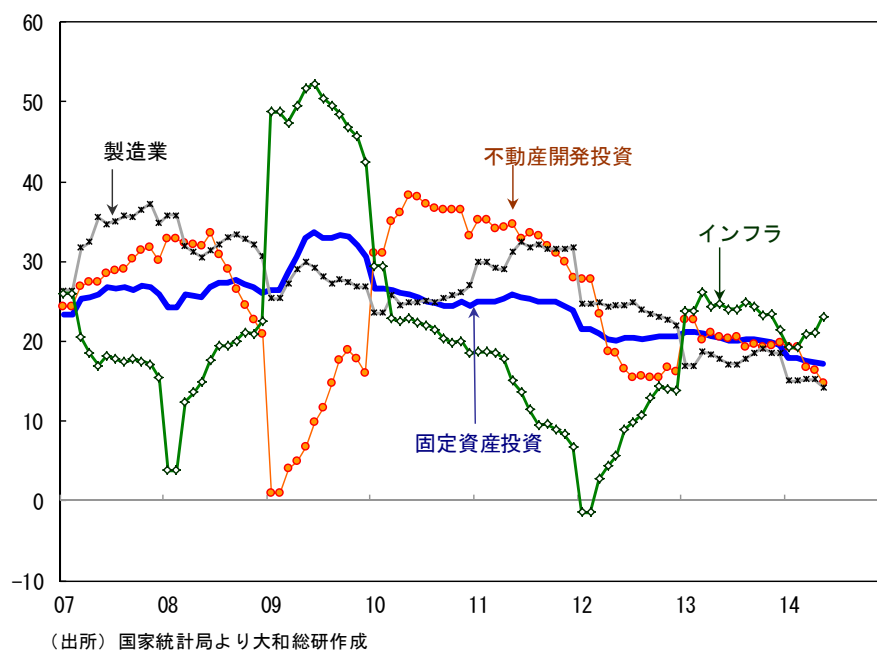
内需は大きな下振れを回避

2014年5月の実質鉱工業生産は前年同月比8.8%増と、2014年に入って同8.6%増～同8.8%増の狭い範囲での推移が続いている。名目小売売上は4月の同11.9%増から5月は同12.5%増へと加速したが、これは消費者物価上昇率が4月の同1.8%上昇から5月に同2.5%上昇へと上昇傾向を強めたためであり、実質小売売上は4月の同10.9%増から5月は同10.7%増へと若干減速した。

1月～5月の名目固定資産投資は前年同期比17.2%増と、1月～4月の同17.3%増からさほど下振れしていない。内訳をみると全体の2割を占める不動産開発投資は同14.7%増と、2013年の同19.8%増、1月～4月の同16.4%増から一段と伸びが鈍化した¹一方で、同じく全体の2割強を占めるインフラ投資は同23.1%増と、2013年の同21.6%増、1月～4月の同21.0%増から加速している。インフラ投資が下支え役を果たしつつある。

内需は今のところ、大きな下振れは避けられている。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）

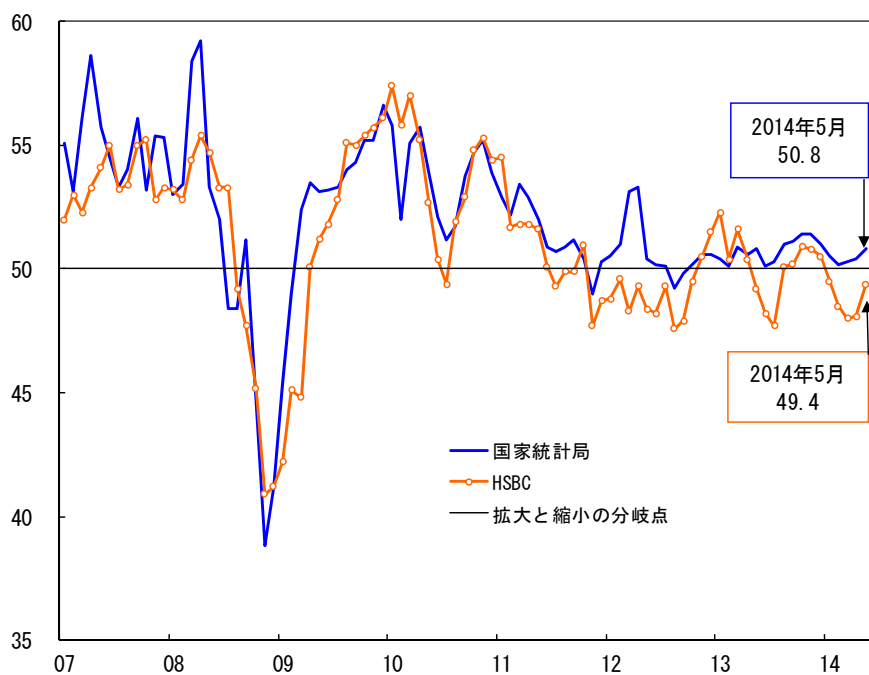


景況感改善も持続性には疑問符、2013年と同じ展開か？

こうしたなか、5月のHSBCの製造業PMIは49.4と、5ヵ月連続して拡大と縮小の分岐点である50を下回ったとはいえ、4月の48.1からは大きく改善。5月の国家統計局の製造業PMIは50.8と、こちらは2月の50.2をボトムに改善傾向にある。

¹ 中国の不動産市場については、2014年6月19日付「中国：不動産市場はどうなる？」（齋藤尚登）を参照。
http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20140619_008659.html

国家統計局と HSBC の製造業 PMI の推移



(出所) 国家統計局、HSBC資料より大和総研作成

これは4月以降、当局が矢継ぎ早に発表した景気下支え策によってセンチメントが改善したためであろう。具体的な政策は次頁表の通りであり、①インフラ投資（鉄道投資増額修正やインフラ建設への社会資本参入）、民生改善（バラック地区の改造）、三農（農業・農村・農民）対策の強化など、分野を絞った景気下支え策の発表、②三農向けと小規模企業向け融資の割合が高い金融機関に限定した預金準備率の引き下げ、③財政予算執行の迅速化、などの政策が発表されている。以下でその内容の紹介と評価を行うが、結論を先にいえば、これらはあくまでも景気「下支え」が目的であり、景気を持続的に回復させていくようなものではない。

上記①の政策メニューは豊富だが、実際の景気押し上げ効果が期待できるのは、鉄道投資の増額修正くらいであろう。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、現時点では8,000億元へ増額されている（増額分1,700億元は2013年の固定資産投資43兆6,528億元の0.4%に相当）。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～5月の前年同期比8.3%増からの大幅加速が意図されている。

このほかは、従来計画の再確認であったり、小規模企業の企業所得税減税など利益・事業環境の改善が主目的であり、直接的に需要を押し上げていくようなものではない。前者について、例えば、5月26日の国务院弁公庁による「2014年～2015年の省エネ・排出削減・低炭素発展行動方案に関する通知」では、2015年の省エネ・環境保護産業の生産規模を4.5兆元としているが、この金額は2013年8月に国务院が発表した「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」で提示された金額と同額であり、上方修正されているわけではない。

2014年4月以降打ち出された方針・政策一覧

発表日	出所	主要内容・目標
2014/4/2	国务院常务会议	鉄道投融资体制改革を強化、鉄道建設の加速。鉄道発展基金の設立（年間2,000億元～3,000億元を鉄道建設に投資）、1,500億元の鉄道債を発行予定
2014/4/4	財政部・住宅都市農村建設部が「中央財政の都市部保障性住宅専用資金管理方法」を発表	低価格賃貸住宅、公共賃貸住宅、都市部バラック地域住宅の改造に2014年に中央財政から1,158億元を投入
2014/4/8	財政部、国家税務総局が「小規模薄利企業の所得税優遇政策問題に関する通知」を発表	2014年1月1日から2016年12月31日まで、年間課税所得額が10万元（従来は6万元）以下の小規模薄利企業に対して、課税所得を50%減額した上で、20%の企業所得税率を適用
2014/4/9	中国鉄道総公司の盛光祖・総経理の発言	鉄道固定資産投資の規模拡大。当初計画の6,300億元⇒7,000億元に増額修正済み。今回は7,200億元に増額修正
2014/4/22	中国人民銀行	4月25日付けで、県級行政区所在の農村商業銀行で2.0%、同農村合作銀行で0.5%の預金準備率引き下げを実施
2014/4/22	国务院が「金融サービスによる三農発展支援に関する若干意見」を発表	資本市場による三農（農業・農村・農民）支援の強化、農村金融システムの構築、融資コストの低減
2014/4/23	国务院常务会议	企業の投資自主権拡大、社会資本のインフラ分野への進出促進
2014/4/30	財政部、国家税務総局	2014年6月1日より通信業について営業税から増値税に移行することを決定
2014/4/30	中国鉄道総会社の電話会議	鉄道固定資産投資の規模拡大。7,200億元⇒8,000億元に増額修正
2014/5/8	国务院弁公庁が「対外貿易の安定成長支援に関する若干意見」を発表	貿易構造の最適化、貿易環境のさらなる改善、貿易拡大のための政策強化、貿易企業競争力の強化など
2014/5/12	中国人民銀行	中国人民銀行が商業銀行に対して、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実施
2014/5/14	国务院常务会议	生産性サービス業の産業転換グレードアップを図る
2014/5/21	国家発展改革委員会が「インフラ設備などの分野において社会資本参加を奨励する第1陣プロジェクトに関する通知」を発表	鉄道、道路、港湾、次世代情報設備、水力発電・風力発電・太陽光発電などのクリーンエネルギープロジェクトなど80件のインフラ設備などの分野において、社会資本の参加やプロジェクトの建設・運営を奨励
2014/5/21	国务院常务会议	節水、水供給などの重大水利プロジェクト建設を加速、国家ベンチャーキャピタル資金による新興産業への投資を大幅に増加
2014/5/26	国务院弁公庁が「2014年～2015年省エネ・排出削減・低炭素発展行動方案に関する通知」を発表	2014年～2015年に、単位GDP当たりエネルギー消費を3.9%以上、化学的酸素要求量、二酸化硫黄、アンモニア窒素の排出量をそれぞれ2%以上、窒素酸化物排出量を5%以上引き下げる。また、単位GDP当たりの二酸化炭素排出量を2014年は4%、2015年は3.5%以上引き下げる。2015年の省エネ・環境保護産業の規模は4.5兆元へ
2014/5/28	財政部が「財政支出予算執行管理をさらに強化することに関する通知」を発表	財政部が予算執行の迅速化を求める通知を発表。通知の日付は2014年5月21日。
2014/6/9	中国人民銀行	6月16日付けで、農業・農村・農民向け、小規模企業向け融資が一定比率に達していることなどを条件に、一部金融機関を対象に預金準備率を0.5%引き下げ。4月25日実施分と合わせても引き下げの対象は資産ベースで金融機関の2割弱
2014/6/11	中国人民銀行が、貿易の安定成長支援を目的に金融サービスの拡充を発表	①新しい金融商品・サービスの開発奨励、中小企業による手形の共同発行など、貿易企業の資金調達ルートの拡大、②中国輸出入銀行による中小企業を中心とした貿易支援の強化、③ファイナンスリースの発展、④クロスボーダー人民元決済の簡素化、⑤人民元のクロスボーダープーリングやクロスボーダー人民元集中決済、個人によるクロスボーダー人民元決済などの展開、⑥人民元為替レートメカニズムの改善、⑦為替ヘッジツールの拡充、⑧海外展開する企業のための全方向的な金融サービスの提供、など。
2014/6/18	財政部が一部業種の増値税率引き下げを発表	財政部が水道、小型水力発電、建築関連品、バイオ製品、オーグション商品、委託販売などに従事する企業の増値税率を従来の4%～6%から3%に引き下げることを発表。従来4%の税率を2%に優遇していた一部対象については2%を継続。実施は7月1日から。

（出所）国务院、財政部、中国人民銀行、各報道などにより大和総研作成

上記②の4月25日と6月16日に実施された預金準備率の引き下げ対象は限定的である。預金準備率は預金の一定割合（大手行は20.0%）を中央銀行に預け入れる制度であり、この資金は貸出に回すことはできない。4月25日には、県級行政区（農村）所在の農業商業銀行で2.0%、同様に農村合作銀行で0.5%の預金準備率引き下げが実施された。これら銀行に農村信用社、新型農村金融機関を合わせた「農村金融機関」の2014年3月末の資産は全体の12.8%にとどまり、しかも預金準備率引き下げは農村部に限定される。

6月16日には、2013年の新規貸出のうち三農向け、小規模・零細企業向けの比率が50%以上、または2013年末の貸出残高のうち同比率が30%以上の金融機関を対象に預金準備率が0.5%引き下げられた（ただし、4月25日の預金準備率引き下げの対象となった金融機関は除外）。ファイナンス会社、ファイナンスリース会社、自動車金融会社の準備率も同様に0.5%引き下げられている。

中国人民銀行によると、今回の預金準備率引き下げの対象は都市商業銀行の2/3、都市部農村商業銀行の80%、都市部農村合作銀行の90%に及ぶとしているが、資産規模が最も大きい大型商業銀行は対象外である。ちなみに、都市商業銀行の2014年3月末の資産は全体の10.0%でその2/3は6.7%、それに「農村金融機関」のウェイト12.8%をすべて足し合わせても19.5%にとどまる。今回の預金準備率引き下げで凍結が解除される資金は1,000億元程度であり、2013年の人民元貸出増加額8兆8,917億元の1.1%にすぎない。金融「緩和」効果を期待するにはあまりに小さい。

上記③について、財政部が5月28日に発表した「財政支出予算執行管理をさらに強化することに関する通知」（通知は5月21日付）は、予算執行の迅速化と一部前倒し執行を求めるものであった。財政部によると、5月の全国財政支出は前年同月比24.6%増（中央は同15.8%増、地方は同26.9%増）と、1月～4月の前年同期比9.6%増（中央は同12.1%増、地方は同9.2%増）から急増した。ただし、これはあくまでも予算執行の迅速化や一部前倒しを求めたものであり、財政支出予算を増額したわけではない。1月～5月の全国財政収入は、景気の低空飛行が続いていること、特に不動産販売が減少していることなどを背景に、前年同期比8.8%増（1月～4月は同9.3%増、5月は同7.2%増）にとどまっている。財政支出の追加的増加には、財政収支赤字のさらなる拡大²を容認する必要があるが、こうした動きは現状では確認できない。

結局のところ、足元の対応は、2013年7月以降の景気「下支え」策と同様の展開となっている。当時も矢継ぎ早に政策が発表されたが、分野は民生改善、省エネ・環境保護、新興産業、インフラなどに限定され、しかも明確な増額修正は鉄道投資にほぼ限定されたという特徴がある。矢継ぎ早の政策発表によりセンチメントは改善し（HSBCの製造業PMIは2013年7月の47.7⇒10月には50.9へ改善）、実質GDP成長率も2013年4月～6月の7.5%から7月～9月には7.8%に回復したが、持続性はなかった。今後も景気が大きく下振れない限り、小出しの景気「下支え」策で乗り切るつもりなのだろう。

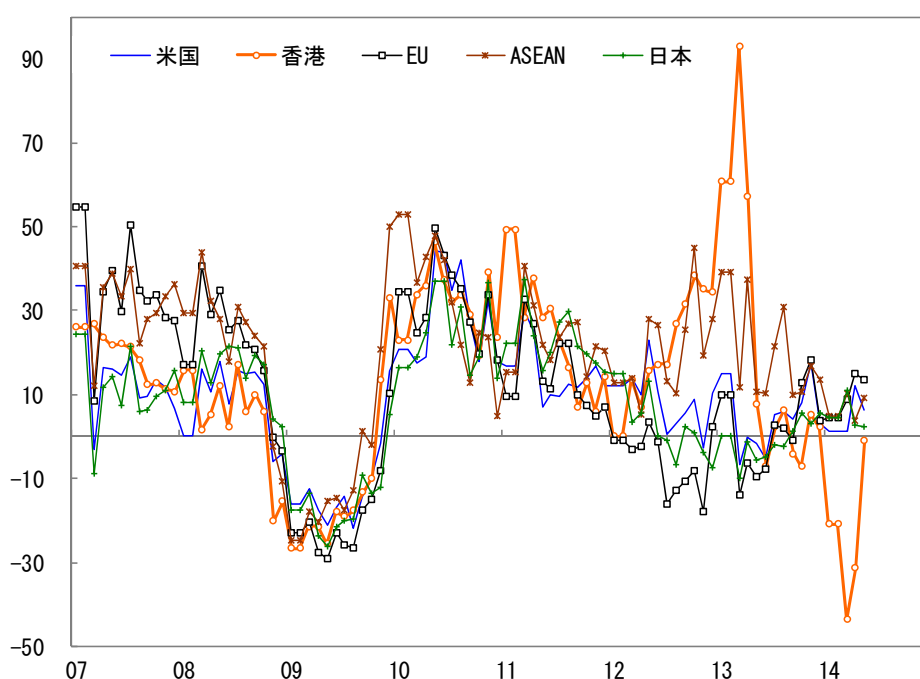
² 2014年予算では全国財政収支は1兆3,500億元の赤字（前年比1,500億元の増加）、名目GDP比は2.1%前後の赤字とされている。

2013年との違いは先進国景気の回復に伴う輸出環境の改善

2014年5月の輸出は前年同月比7.0%増と、1月～4月の前年同期比2.3%減から明確に改善した。2013年4月までの輸出統計は「偽輸出」³で大きく水増しされていたとみられ、それを比較対象とするため、2014年4月までの輸出は実態よりも低い数字となっていた。5月にこの影響がほぼ一巡したのである。

中国の輸出相手上位5ヵ国・地域別の輸出動向（前年同月比）によると、「偽輸出」の舞台とみられる香港向けの異常な動きが収束しつつあることが分かる。中国の輸出と、香港を除く輸出は、3月にはそれぞれ同6.6%減、同6.7%増と13.3%ポイントもの差があったが、5月にはそれぞれ同7.0%増、同8.4%増と差は1.4%ポイントに低下している。輸出統計は、ようやく実態を表すようになったのである。

国・地域別輸出動向（前年同月比）（単位：％）



（注）旧正月の時期のずれによる影響を避けるため、1月と2月は平均値
（出所）中国通関統計より大和総研作成

今後について、2つのポイントを指摘したい。

1つめは輸出の堅調が景気の下支えとなる可能性である。中国の輸出に3ヵ月～4ヵ月程度の先行性がある先進国・地域の景況感が高い水準で推移しており、少なくとも秋口までの輸出堅

³ 「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、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。

調を示唆している。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が、景気の下支えを果たす可能性が高まろう。

もう1つは当局が元高誘導を再開する可能性である。2005年7月以降、中国は持続的な元高をテコに輸出産業や産業構造の高度化を推進してきたが、対米ドルでは累計で35%の元高となり、価格競争力の低下に苦しむ輸出企業に配慮を求める声が上がっていたのも事実である。輸出統計が悪化するなかで元安誘導をしてきたのは、こうした声への配慮ではある。しかし、「偽輸出」の影響が一巡すれば輸出統計が正常化し、対外的にも元安誘導の言い訳は苦しくなるのは明白である。今後は、持続的元高をテコに、輸出産業や産業構造の高度化を進めるといふ、従来の方針に回帰する可能性が高いとみている。

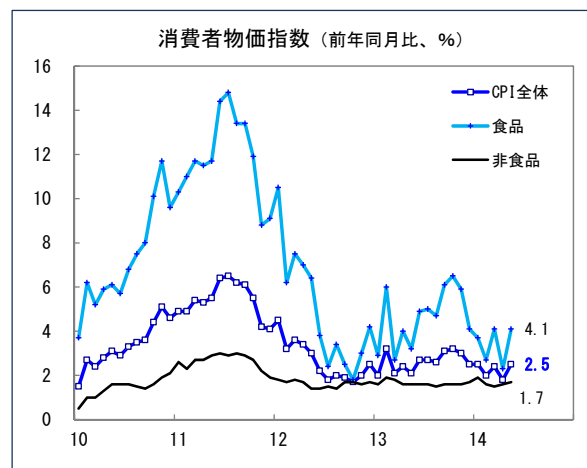
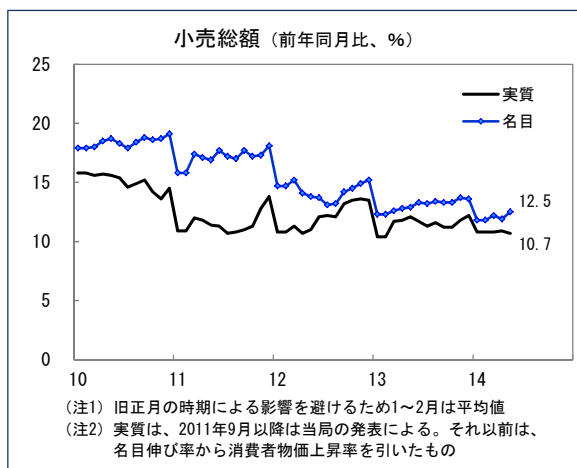
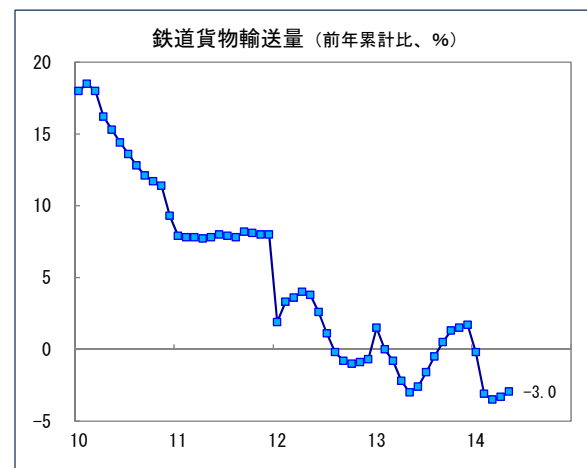
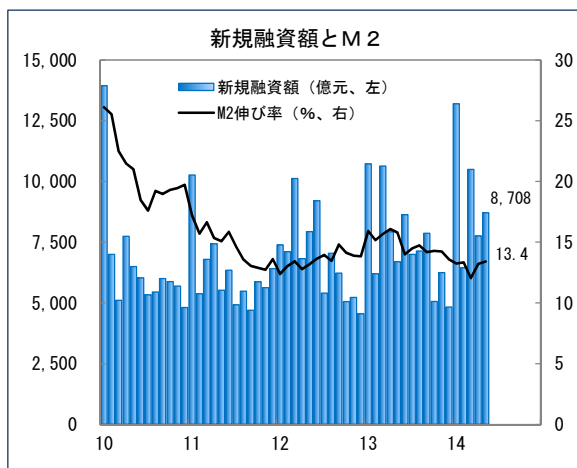
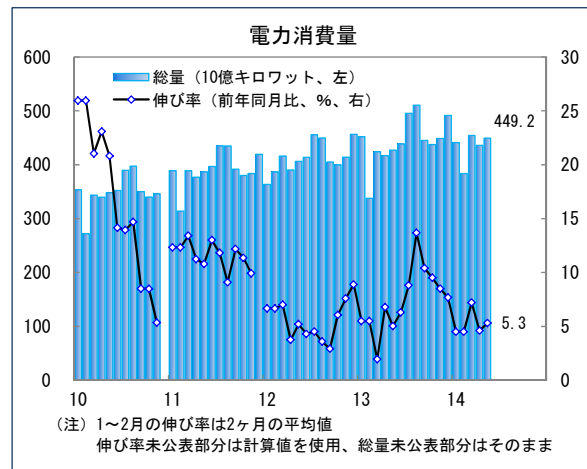
以上

主要経済指標一覧

	2013年12月	2014年1月	2月	3月	4月	5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、%）	9.7	8.6		8.8	8.7	8.8
電力消費量（前年同月比、%）	7.7	4.5		7.2	4.6	5.3
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	1.7	-0.2	-3.1	-3.5	-3.3	-3.0
固定資産投資（前年累計比、%）	19.6	17.9		17.6	17.3	17.2
不動産開発投資（前年累計比、%）	19.8	19.3		16.8	16.4	14.7
小売総額 名目（前年同月比、%）	13.6	11.8		12.2	11.9	12.5
実質（前年同月比、%）	12.2	10.8		10.8	10.9	10.7
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5
食品（前年同月比、%）	4.1	3.7	2.7	4.1	2.3	4.1
非食品（前年同月比、%）	1.7	1.9	1.6	1.5	1.6	1.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0	-1.4
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-1.4	-1.7	-2.1	-2.5	-2.3	-1.8
新規融資額（億元）	4,824	13,190	6,448	10,497	7,747	8,708
M2伸び率（%）	13.6	13.2	13.3	12.1	13.2	13.4
輸出（前年同月比、%）	4.3	10.6	-18.1	-6.6	0.9	7.0
輸入（前年同月比、%）	8.3	10.0	10.1	-11.3	0.9	-1.6
貿易収支（億米ドル）	256.4	318.7	-229.9	77.1	184.5	359.2
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	16.0	14.7	12.2	10.3	8.9	7.7
上海（前年同月比、%）	18.2	17.5	15.7	13.1	11.5	9.6
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	13.5	-27.4		-25.2	-22.1	-18.6
完工面積（前年累計比、%）	2.0	-8.2		-4.9	-0.3	6.8
不動産販売 面積（前年累計比、%）	17.3	-0.1		-3.8	-6.9	-7.8
金額（前年累計比、%）	26.3	-3.7		-5.2	-7.8	-8.5

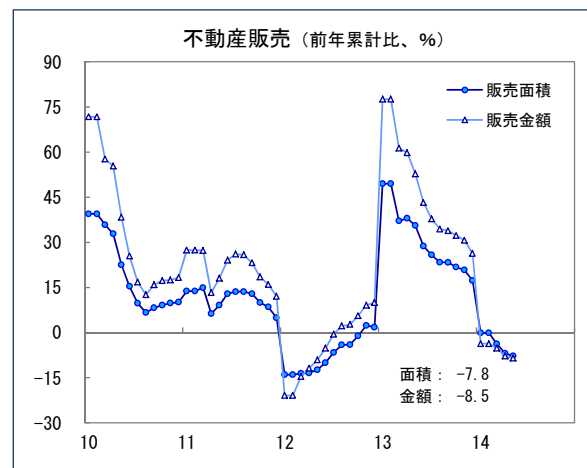
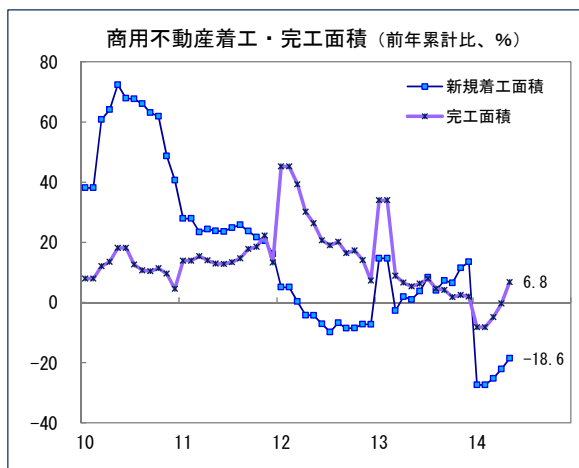
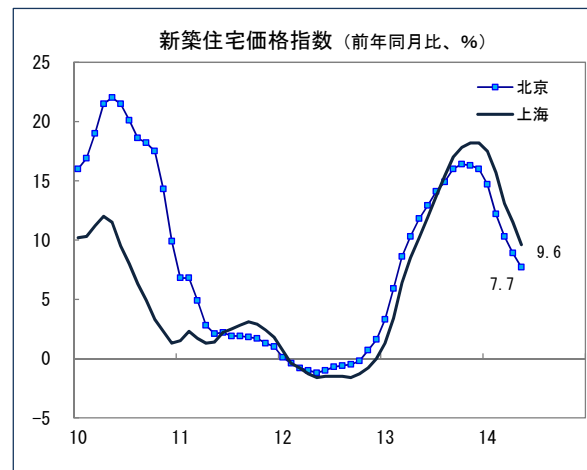
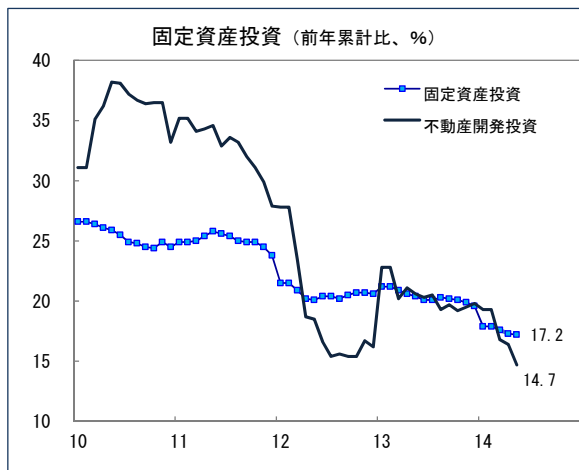
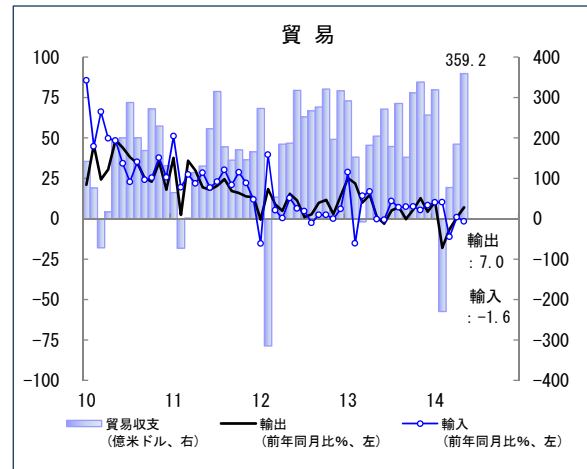
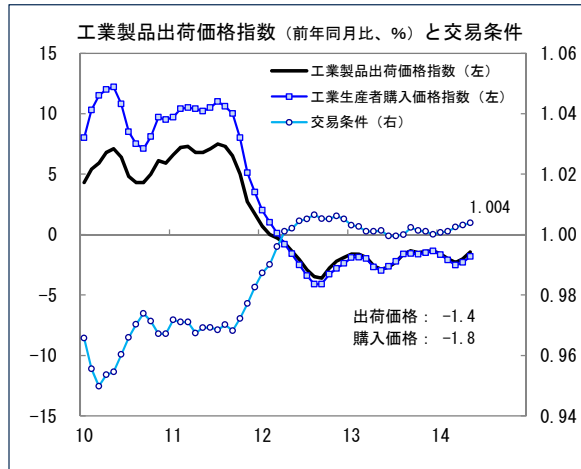
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

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、中国国家エネルギー局、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）国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成