

2014年7月18日 全8頁

中国：7.5%成長、最大の功労者は？

全面的な「金融によるテコ入れ」

経済調査部

シニアエコノミスト 齋藤 尚登

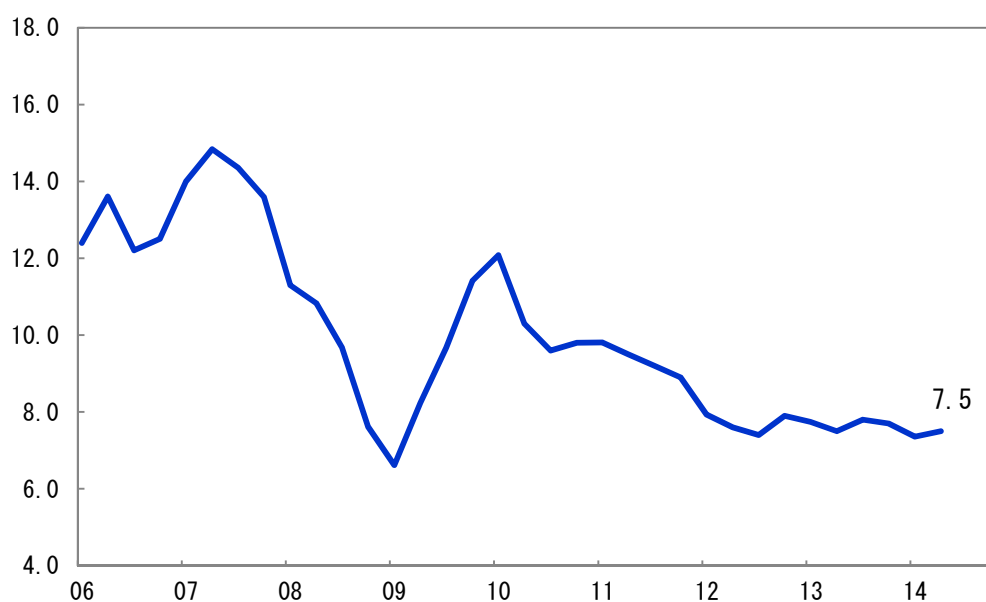
[要約]

- 国家統計局によると、2014年4月～6月の中国の実質GDP成長率は前年同期比7.5%と、1月～3月の同7.4%を僅かながら上回った。1月～6月の同7.4%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出4.0%ポイント、総資本形成3.6%ポイント、純輸出マイナス0.2%ポイントであった。
- 中国の主要経済統計の一部は6月になって改善傾向が目立つようになっている。これは、①インフラ投資、民生改善、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、といった景気下支え策の効果発現とみる向きが多い。確かに、鉄道投資は1月～5月の前年同期比8.3%増から1月～6月には同14.2%増に加速するなど、その効果は否定しない。
- しかし、最大の功労者は、分野限定ではなく、全面的な「金融によるテコ入れ」の実施であろう。社会資金調達金額の単月データを見ると、全体の過半を占める人民元貸出増加額（銀行貸出）は5月以降急増。企業債券増加額は、4月以降大きく増加しており、地方政府融資平台（中国版第三セクター）が抱える、シャドーバンキング経由で調達した短期高利債務を、中長期で比較的金利負担の小さい城投債（地方政府融資平台が発行する都市投資債券）に置き換える作業が順調に進んでいることを示している。
- 分野限定ではなく、全面的な「金融によるテコ入れ」は、7.5%の政府成長目標を達成するには必要かもしれないが、「無駄な投資を増やさず、無駄な借金をせずに、経済の構造改革を深化させる」、という昨年11月の三中全会で示された優れた基本方針とは相反することになる。問題の先送りは、すなわち改革の先送りであり、成長率維持に固執するあまり、改革路線が停滞していることには、注意が必要であろう。

2014年4月～6月は7.5%成長

国家統計局によると、2014年4月～6月の中国の実質GDP成長率は前年同期比7.5%と、1月～3月の同7.4%を僅かながら上回った。1月～6月の同7.4%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出4.0%ポイント、総資本形成3.6%ポイント、純輸出マイナス0.2%ポイントであった。

実質GDP成長率（四半期ベース、前年同期比）の推移（単位：%）



（出所）国家統計局より大和総研作成

需要項目別実質GDP成長率寄与度（単位：%、%ポイント）

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2006	12.7	5.1	5.5	2.1
2007	14.2	5.6	6.0	2.6
2008	9.6	4.2	4.5	0.9
2009	9.2	4.6	8.1	-3.5
2010	10.4	4.5	5.5	0.4
2011	9.3	5.3	4.4	-0.4
2012	7.7	4.2	3.6	-0.1
2013	7.7	3.9	4.2	-0.3
2014. 1-3	7.4	5.7	3.1	-1.4
2014. 1-6	7.4	4.0	3.6	-0.2

（出所）2014年1-3月のみCEIC、それ以外は中国統計年鑑、中国統計摘要、国家統計局より大和総研作成

中国の主要経済統計の一部は6月になって改善傾向が目立つようになっている。

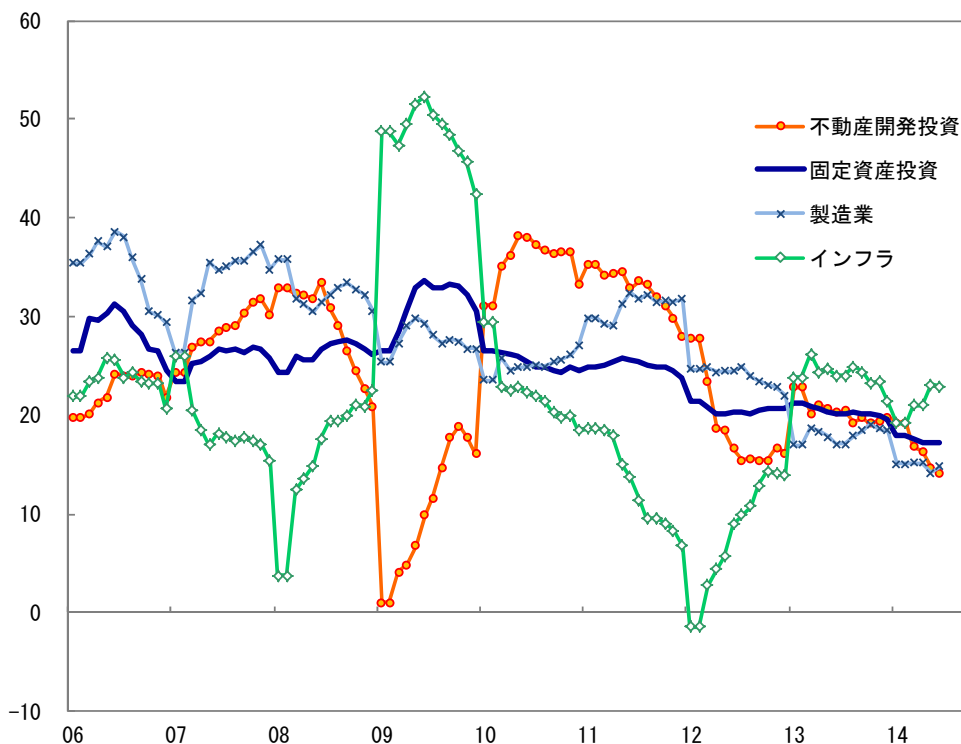
6月のHSBCの製造業PMIは50.7と5月の49.4から大きく改善し、拡大と縮小の分岐点である50を6ヵ月ぶりに上回った。

6月の実質鉱工業生産は前年同月比9.2%増で、1月～5月の同8.6%増～同8.8%増の狭い範囲での推移から抜け出している。

1月～6月の名目固定資産投資は前年同期比17.3%増と、1月～5月の同17.2%増から僅かに上向いた。内訳を見ると全体の2割を占める不動産開発投資は1月～5月の同14.7%増から1月～6月は同14.1%増へと一段と減速し、同じく全体の2割強を占めるインフラ投資は引き続き下支え役を果たしているとはいえ、同23.1%増⇒同23.0%増と伸びはほぼ横ばいだった。一方で固定資産投資全体の1/3強を占める製造業投資は同14.2%増から同14.8%増に回復した。後述する企業の資金調達難の改善が大きな要因のひとつであろう。

実質小売売上は底堅い推移が続いており、2014年1月以降は前年同月比10.7%増～同10.9%増で推移している。6月は同10.7%増であった。1月～6月のネット販売（名目）は前年同期比48.3%増の1兆1,375億元を記録し、小売売上全体の9.2%を占めた。現地取材によれば、「ネット販売の隆盛は、既存の百貨店・スーパーの売上を侵食している」との見方がある一方で、「ネット販売は統計の漏れも大きく、消費の実態は統計よりも堅調なのではないか」との声もあった。口座決済の統計を見る限り、「漏れも大きい」との指摘は当たっていよう。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比）（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

輸出は5月以降、実態に近いデータが発表されるようになってきている。2013年4月までの「偽輸出」とみられる水増しによる反動減の影響が一巡したのである。2014年1月～4月の輸出は前年同期比2.3%減だったが、5月は前年同月比7.0%増、6月は同7.2%増と堅調に推移した。1月～6月の貿易黒字は前年同期比4.9%減(1,028.7億米ドル)と、1月～3月の同59.8%減から減少幅が大きく縮小。1月～6月のGDP統計における純輸出の成長率寄与度はマイナス0.2%ポイントと、1月～3月のマイナス1.4%ポイントからマイナス幅を縮めている。

内需関連の改善は企業の資金繰り改善が主因

内需関連の一部指標の改善は、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(5月の全国財政支出は前年同月比24.6%増、6月は同26.1%増と、1月～4月の前年同期比9.6%増から急増)、といった景気下支え策の効果発現とみる向きが多い。確かに、鉄道投資は1月～5月の前年同期比8.3%増から1月～6月には同14.2%増に加速するなど、その効果は否定しない。

しかし、最大の功労者は、分野限定ではなく、全面的な「金融によるテコ入れ」の実施であろう。金融システムから経済に供給された資金の純増額もしくは純減額の統計である、社会資金調達金額は、1月～4月は前年同期比9.5%減にまで落ち込んでいたが、1月～6月には同3.9%増へと一気にプラスに転じた。月次データはぶれが大きいので、あくまで参考としてみると、全体の過半を占める人民元貸出増加額(銀行貸出)は5月以降急増しており、景気下支えを目的に中国人民銀行から貸出増加を要請する窓口指導が実施された可能性を示唆する。企業債券増加額は、4月以降大きく増加しており、地方政府融資平台(中国版第三セクター)が抱える、シャドーバンキング経由で調達した短期高利債務を、中長期で比較的金利負担の小さい城投債(地方政府融資平台が発行する都市投資債券)に置き換える作業が順調に進んでいることを示している。

さらにいえば、デフォルトリスクが喧伝される信託商品への人気離散から急減を余儀なくされていた信託貸出についても、6月はほぼ前年並みとなった。大和総研では、「金融商品がデフォルトするかどうかをマーケットが決めるのではなく、させるかさせないかを政府が決めるため、極めて選別的にしかデフォルトは起こさせない」とみているが、足元ではそのシナリオ通りとなっている。

こうした資金調達難の改善が一部内需関連指標の改善の主因であろう。しかし、分野限定ではなく、全面的な「金融によるテコ入れ」は、7.5%の政府成長目標を達成するには必要かもしれないが、「無駄な投資を増やさず、無駄な借金をせずに、経済の構造改革を深化させる」、という昨年11月の三中全会で示された優れた基本方針とは相反することになる。要は抜本的な改革ではなく、問題を先送りにしているにすぎないのである。3月の全人代(国会)前後には、7.5%

「前後」が強調され、若干の下振れは許容範囲との政府要人の発言が目立ったが、ここに来て「7.5%」の達成を強く意識する発言が増えている。実は、この成長率目標に対する解釈の変化、すなわち当初は「前後」が強調され、その後は「7.5%」が強く意識されるというのは、2013年と全く同じである。

問題の先送りは、すなわち改革の先送りであり、成長率維持に固執するあまり、改革路線が停滞していることには、注意が必要であろう。

社会資金調達金額の推移（前年比、前年同期比、前年同月比）（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	—	純減→純増	36.0	-11.0
2004年	-16.1	-18.0	-39.6	418.8	—	純増→純減	-6.4	20.4
2005年	4.8	3.8	2.5	-37.1	—	純減→純増	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	9.9	8.4	-36.2	98.4	43.3	-26.1	-19.7	-11.5
2014年1月～6月	3.9	13.0	-20.0	21.4	-62.8	52.3	6.9	62.0
2014年1月	2.1	23.0	-11.6	91.3	-49.8	-15.5	-83.3	85.9
2014年2月	-12.5	4.0	13.3	-44.0	-59.1	純減→純減	-29.4	2.4
2014年3月	-17.9	-1.2	-9.7	38.0	-75.2	-17.5	-36.3	69.2
2014年4月	-12.1	-2.2	-78.0	-18.2	-79.5	-64.4	79.7	174.1
2014年5月	18.3	30.1	純増→純減	4.9	-88.1	純減→純減	25.4	-39.3
2014年6月	89.9	25.3	166.6	36.0	0.2	純減→純増	727.9	23.4

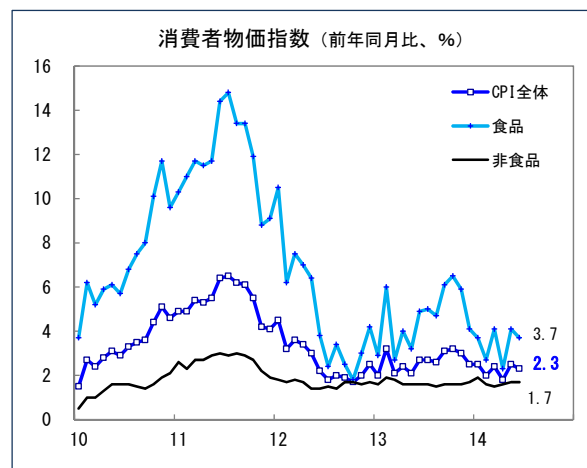
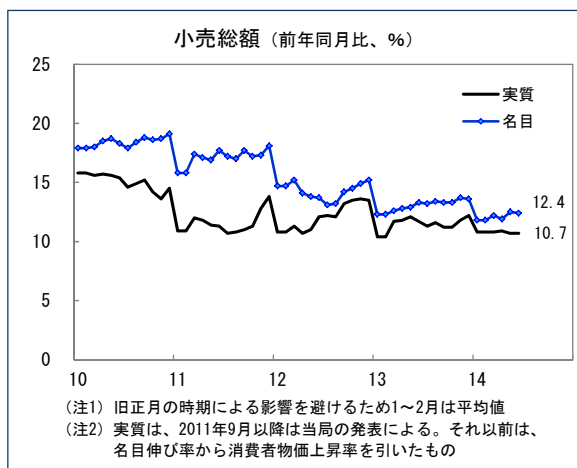
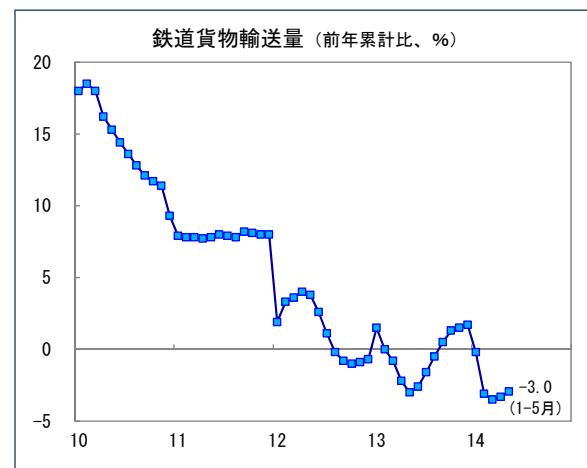
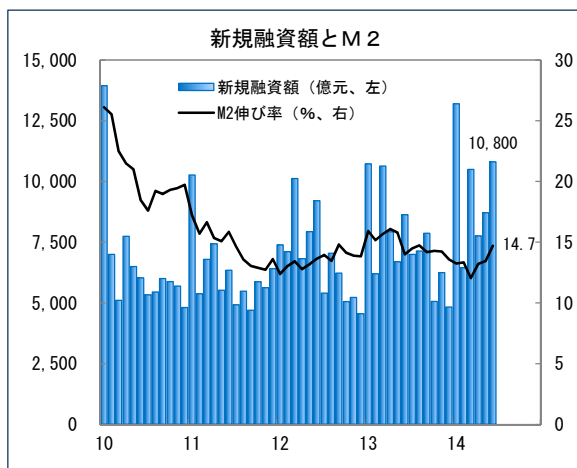
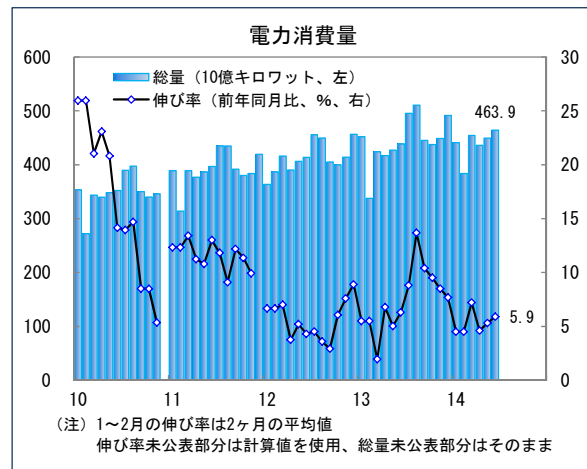
（注）社会資金調達金額は金融システムから経済に供給された資金のネット増加額（または減少額）
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2014年1月	2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	7.4	-	-	7.5
鉱工業生産（前年同月比、%）	8.6		8.8	8.7	8.8	9.2
電力消費量（前年同月比、%）	4.5		7.2	4.6	5.3	5.9
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-0.2	-3.1	-3.5	-3.3	-3.0	
固定資産投資（前年累計比、%）	17.9		17.6	17.3	17.2	17.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	19.3		16.8	16.4	14.7	14.1
小売総額 名目（前年同月比、%）	11.8		12.2	11.9	12.5	12.4
実質（前年同月比、%）	10.8		10.8	10.9	10.7	10.7
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3
食品（前年同月比、%）	3.7	2.7	4.1	2.3	4.1	3.7
非食品（前年同月比、%）	1.9	1.6	1.5	1.6	1.7	1.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0	-1.4	-1.1
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-1.7	-2.1	-2.5	-2.3	-1.8	-1.5
新規融資額（億元）	13,190	6,448	10,497	7,747	8,708	10,800
M2伸び率（%）	13.2	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7
輸出（前年同月比、%）	10.6	-18.1	-6.6	0.9	7.0	7.2
輸入（前年同月比、%）	10.0	10.1	-11.3	0.9	-1.5	5.5
貿易収支（億米ドル）	318.7	-229.9	77.1	184.5	359.2	315.6
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	14.7	12.2	10.3	8.9	7.7	6.4
上海（前年同月比、%）	17.5	15.7	13.1	11.5	9.6	7.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-27.4		-25.2	-22.1	-18.6	-16.4
完工面積（前年累計比、%）	-8.2		-4.9	-0.3	6.8	8.1
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-0.1		-3.8	-6.9	-7.8	-6.0
金額（前年累計比、%）	-3.7		-5.2	-7.8	-8.5	-6.7

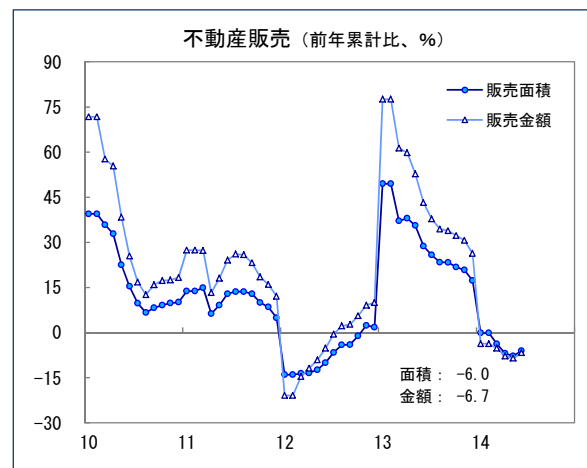
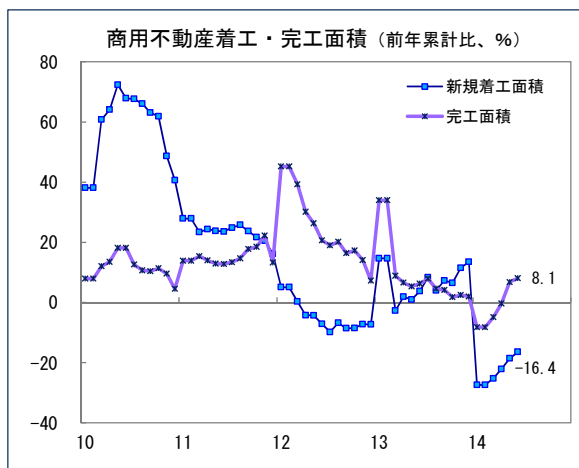
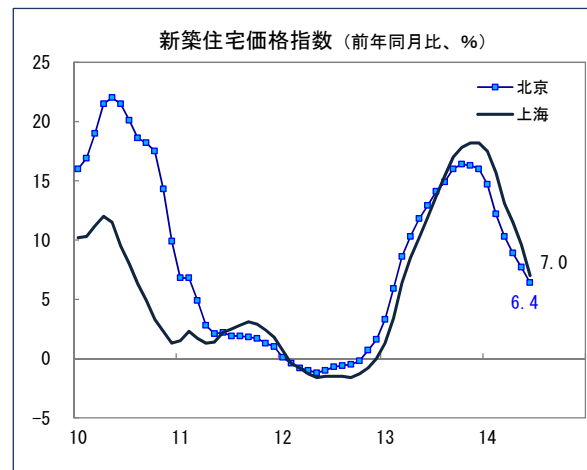
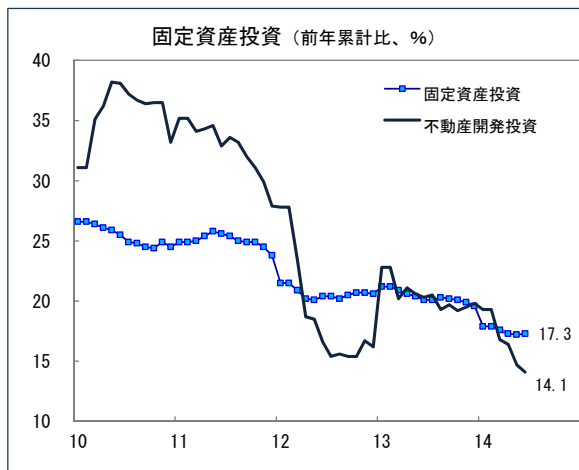
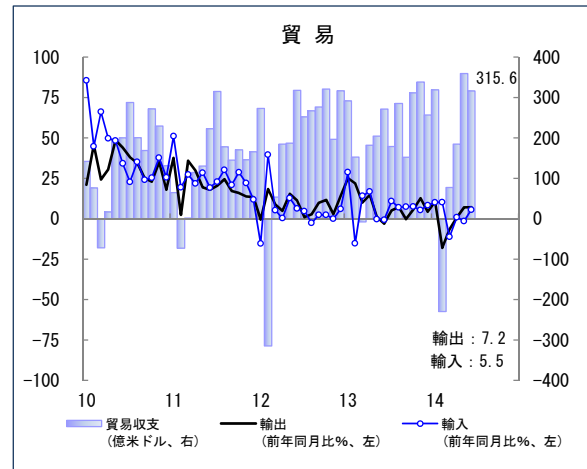
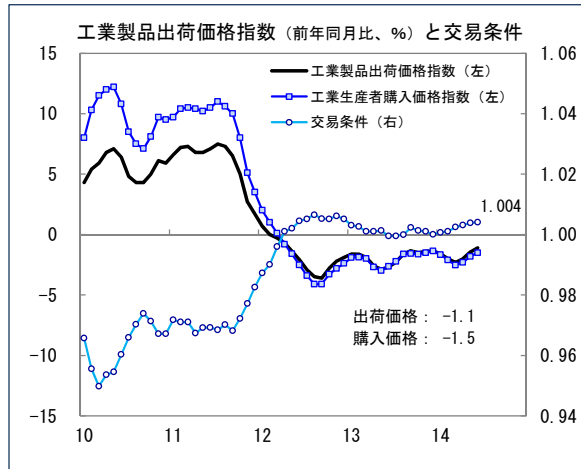
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

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