

2014年10月21日 全10頁

# 中国：目線をさらに下に

2014年の見通しを7.5%⇒7.3%、2015年は7.2%⇒7.0%に引き下げ

経済調査部  
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

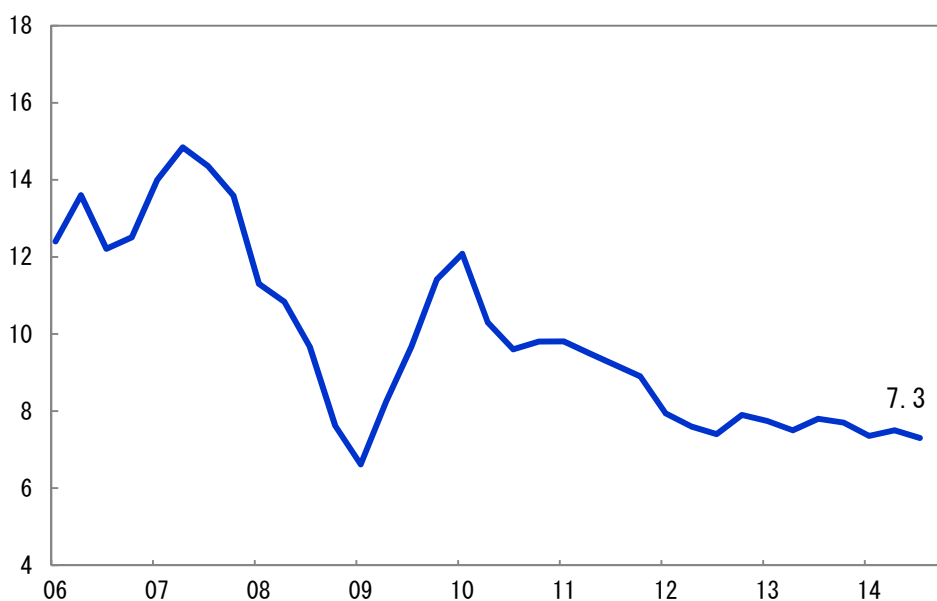
## [要約]

- 国家統計局によると、2014年7月～9月の中国の実質GDP成長率は前年同期比7.3%と、1月～3月の同7.4%、4月～6月の同7.5%を下回った。盛来運・国家統計局スポークスマンは、「7月～9月の実質GDP成長率は確かに減速したが、1月～9月の都市新規雇用増加数は1,000万人を超え、年間目標（1,000万人）を前倒しで達成し、1月～9月の消費者物価上昇率も2.1%にとどまるなど、経済は合理的範囲内で推移している」とコメントし、足元の景気減速は許容の範囲内との見方を示している。
- 当面の経済運営政策上の重点は、もはや高めの成長率維持ではない。(1) 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、(2) 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の舵を切ること、の2点であろう。債務の急膨張を抑制し、構造改革を推進し、その過程で成長率が若干低下するのを容認するのである。今後は、信託商品の選別的なデフォルトや固定資産投資のさらなる減速が想定される。
- 大和総研は、2014年の実質GDP成長率見通しを従来の7.5%⇒7.3%に、2015年は7.2%⇒7.0%へ引き下げる。2015年3月の全人代では、政府成長率目標は3年連続の7.5%前後から7.0%前後へ引き下げられると想定している。7.0%前後という数字は、無理をした高めの成長率を求めないと同時に、安定した雇用拡大を伴う消費主導の発展パターンへの転換を推進するという、中国の意志表明となるのではないかと。

## 2014年7月～9月は7.3%成長

国家統計局によると、2014年7月～9月の中国の実質GDP成長率は前年同期比7.3%と、1月～3月の同7.4%、4月～6月の同7.5%を下回った。成長率寄与度への直接の言及はなかったが、盛来運・国家統計局スポークスマンは、記者会見で「1月～9月の最終消費支出の寄与率は48.5%と総資本形成を7%ポイント程度上回った」としている。これを基にすると、1月～9月の同7.4%成長に対する寄与度は、最終消費支出3.6%ポイント、総資本形成3.1%ポイント程度、純輸出0.7%ポイント程度となる。

### 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
2014. 1-9	7.4	3.6	3.1	0.7

（注）2014年1-9月は国家統計局スポークスマンの発言を基に計算

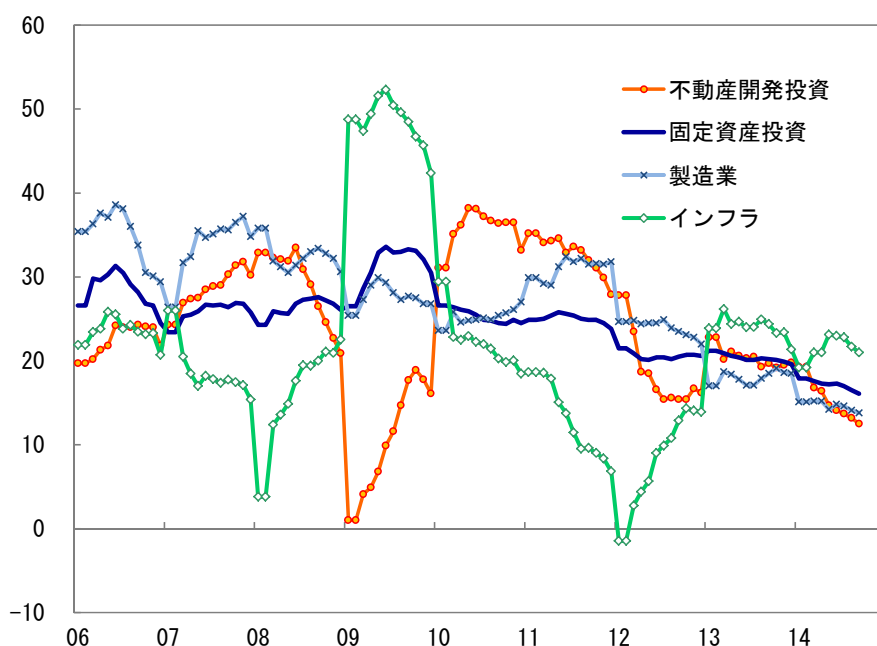
（出所）2014年1-3月のみCEIC、それ以外は中国統計年鑑、中国統計摘要、国家統計局より大和総研作成

1月～9月の名目固定資産投資は前年同期比 16.1%増と、1月～6月の同 17.3%増から減速。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～6月の同 14.1%増から1月～9月は同 12.5%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高水準ではあるが、同 23.0%増⇒同 21.0%増に伸びは鈍化している。インフラ投資の目玉とされる鉄道向け投資は同 14.2%増から同 25.1%増へと加速しているが、鉄道向けはインフラ投資の 5.5%を占めるにすぎず、牽引役としては力不足である。

中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会は 2014 年 9 月 29 日付けで、低迷する住宅市場のテコ入れを目的とした通知を発表した。住宅市場の調整が長期化し、地方政府の主要な収入源と債務返済原資である土地使用権譲渡益収入が減少し、景気が大きく下振れするリスクが高まるのを回避するのが目的である。①居住目的の 1 軒目の一般住宅を購入する家計が利用する住宅ローンは、頭金比率を最低 30%以上、金利下限は基準金利の 0.7 倍とし、具体的な貸出条件は銀行が自主的に決定する、②1 軒目のローンを完済している家計が居住条件の改善を目的に 2 軒目の一般住宅を購入する際は、1 軒目と同様に優遇する、などが柱であり、住宅購入制限も解除された。①は制度としては変わらないが、価格抑制策が実施される過程で、銀行は頭金比率を 40%～50%に引き上げ、最優遇金利を基準金利の 0.85 倍程度としてきた経緯がある。

中央政府が住宅市場をサポートする姿勢を明確にすることで、急速な悪化を食い止めたいのであろう。今後、需要が旺盛で在庫がさほど積み上がっていない大都市の価格調整は短期で終了し、そうでないところは調整が長期化するため、住宅市場は二極化に向かうとみられる。

#### 固定資産投資（1月からの累積の前年同期比）（単位：％）



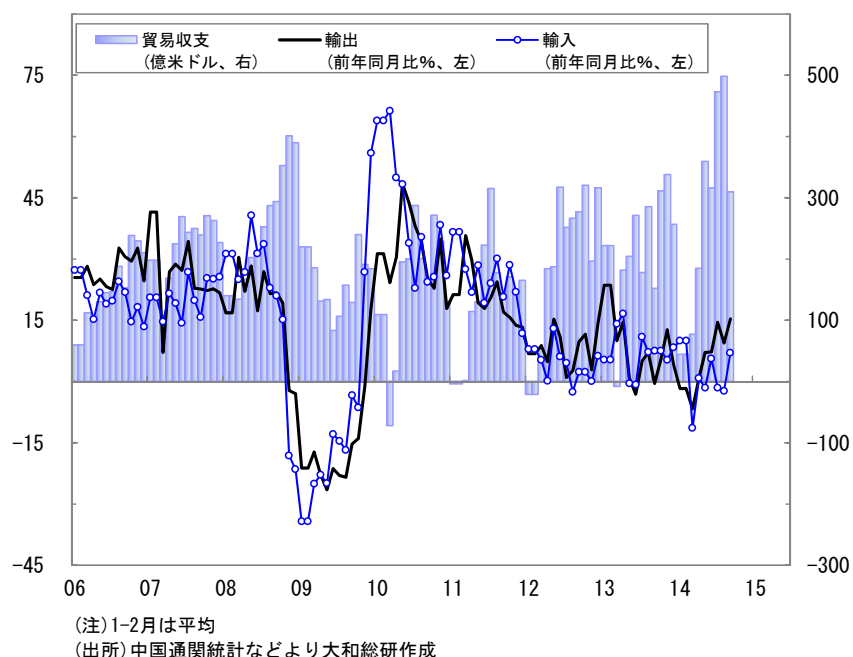
(出所) 国家統計局より大和総研作成

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。9月は同10.8%増であった。

習近平総書記が主導する綱紀粛正強化の影響で、小売売上全体の10.5%（1月～9月）を占める飲食収入（レストラン収入）は低調である。一方で、1月～9月のネット販売（名目）は前年同期比49.9%増の1兆8,238億円を記録し、小売売上全体の9.6%を占めた。ネット販売の隆盛は、既存の店舗販売からシェアを奪っている面があるが、それでも店舗アクセスに制約がある消費者の利便性を高めている点で、消費の掘り起こしに一役買っている。

輸出は、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、2014年5月以降は堅調な推移となっている。四半期毎には、1月～3月は前年同期比3.5%減、4月～6月は同5.0%増、7月～9月は同13.0%増だった。一方の輸入は内需の減速もあり、四半期毎では1%台の増加にとどまった。貿易収支は同様に、同61.9%減（165.8億米ドル）、同30.8%増（859.4億米ドル）、同108.1%増（1,280.8億米ドル）へと、急減から急増へと転換。既述のように、1月～9月の純輸出の成長率寄与度は0.7%ポイント程度と、1月～3月、1月～6月のマイナスの寄与からプラスに転じている。

#### 輸出入（前年同月比）、貿易収支（金額）の推移（単位：%、億米ドル）



#### 目線をさらに下に

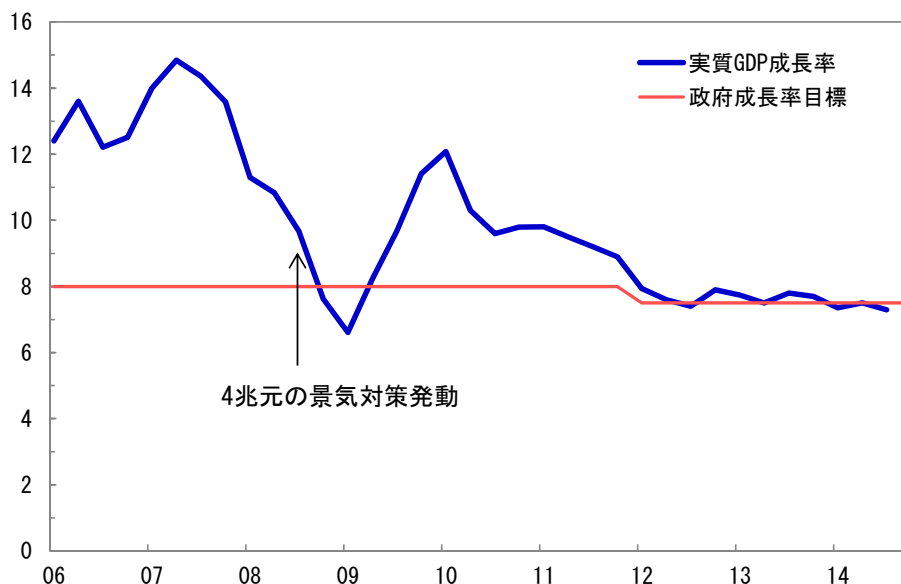
盛来運・国家統計局スポークスマンは、「7月～9月の実質GDP成長率は確かに減速したが、1月～9月の都市新規雇用増加数は1,000万人を超え、年間目標（1,000万人）を前倒しで達成し、1月～9月の消費者物価上昇率も2.1%にとどまるなど、経済は合理的範囲内で推移している」

とコメントし、足元の景気減速は許容の範囲内との見方を示している。

2014年9月18日付けの大和総研レポート「中国：景気減速でも強気なのは？～「三中全会」の積極路線への回帰＝成長率低下」では、「徐才厚氏（軍）、周永康氏（石油閥）の摘発により、習近平総書記の権力基盤は強固になり、2013年11月の「三中全会」で打ち出された積極的な改革路線に回帰する可能性も高まりつつある。端的に言えば、構造改革をより重視し、ある程度の成長率の下振れを容認するのである」とした。この「下振れ容認」が党・政府の方針として固まったようである。①ここ1ヵ月～2ヵ月の間に、李克強首相を始めとする政府高官が、今年の経済成長率目標について、7.5%という数字そのものでなく、「前後」を強調していること、②9月下旬には、一部中国メディアが外国メディアの報道を引用する形で「8月の北戴河会議<sup>1</sup>では、共産党指導部が、改革の推進に重点を置き、経済成長率が7.5%を下回ることを容認する、などのコンセンサスが形成された」旨を報じたこと、などがその傍証になろう。

毎年3月に開催される全人代（国会）で示された中国政府による実質GDP成長率目標と実績の関係を見ると、(1)2011年までは目標は8.0%前後に設定されていたが、実績は大幅な超過達成が当然視されていた、(2)2012年、2013年は政府目標が7.5%前後に引き下げられ、実績はともに7.7%と目標の中心を若干上回る着地となったこと、が分かる。2012年と2013年については、投資に過度に依存した経済発展パターンの弊害が認識されるなかでも、7.5%成長が強く意識され、地方政府債務やシャドーバンキングの残高が急増し続けた経緯がある。

#### 政府成長率目標（年間）と実質GDP成長率（四半期）の推移（単位：％）



（出所）各年の全人代における政府活動報告、国家統計局より大和総研作成

<sup>1</sup> 毎年夏に避暑地の北戴河で開催される共産党指導部の非公式会議。重要な方針が話し合われることも多いとされる。

こうした状況を改善するため、当面の経済運営政策上の重点となるのは、(1) 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、(2) 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の舵を切ること、の2点であろう。債務の急膨張を抑制し、構造改革を推進し、その過程で成長率が若干低下するのを容認するのである。

では、今後何が起こるのか？ 端的な例を挙げれば、信託商品の選別的なデフォルトと固定資産投資のさらなる減速である。表はシャドールバンキングを商品として支える、銀行が仲介する理財商品と信託会社の信託商品の概要である。ともに2014年に入っても残高は急増しているが、理財商品については、リスクが高いとみなされる非標準化債権資産（主に信託貸付）の割合は2012年末の30.0%→2013年末27.5%→2014年6月末には22.8%へと大きく低下している。2013年3月に中国銀行業監督管理委員会が発表した「商業銀行の理財業務における投資管理の規範問題に関する通知」では、非標準化債権資産は理財商品残高の35%以下<sup>2</sup>とされ、この基準はしっかりと守られている。

#### 銀行が仲介する理財商品と信託会社の信託商品の概要

	銀行の理財商品	信託会社の信託商品
残高	2012年末は7.1兆元、GDP比13.7% 2013年末は10.2兆元、GDP比17.9% 2014年6月末は12.7兆元	2012年末は7.5兆元、GDP比14.4% 2013年末は10.9兆元、GDP比19.2% 2014年6月末は12.5兆元
平均利回り	2013年は4.5%、2014年1月～6月は5.2%	10%以上が多い
期間	満期は1ヵ月～3ヵ月、3ヵ月～6ヵ月が多い 運用期間は1年超が多い	満期は1年～2年が多い 運用期間は中長期
投資先	債券・MMF39.8%、現金預金28.7%、 非標準化債権資産22.8%、株式等6.5%、 デリバティブ0.9%（2014年6月末）	工業・商業企業28.1%、インフラ25.3%、 金融機関12.0%、証券市場10.4%、 不動産10.0%、その他14.2%（2013年末）
最低投資金額	5万元（約85万円）以上が多い	100万元（約1,700万円）以上が多い
投資家	個人59.4%、プライベートバンク等9.8%、 機関投資家30.8%（2014年6月末）	一部富裕層、機関投資家

（出所）全国銀行業理財情報登記システム、中国信託業協会資料より大和総研作成

一方で、懸念されるのは信託貸付を中核とする信託商品の残高急増であり、この背景にはモラルハザードの増大がある。現地専門家へのヒアリングによると、2014年6月末の信託商品の残高12.5兆元のうち、デフォルト懸念が高いのは全体の4%に相当する5,000億元程度であるが、信託会社も投資家もデフォルトの発生は想定していないという。信託会社は政府系、銀行・証券系、独立系の3種類があり、前二者は親（会社）による損失補てんやロールオーバーが行われ、後ろ盾のない独立系でもデフォルトは最後の手段とされている。デフォルトにより投資家の自己責任が求められれば、その会社の信託商品は一気に信用を失い全ての商品から資金が引き出される可能性が高まり、独立系の信託会社は自らの資産を売却してでも損失補てんを行

<sup>2</sup> もしくは銀行総資産の4%以下のいずれか低い方を超えてはならないとされていたが、基準としてより厳しいのは、理財商品残高の35%以下であった。

うのだという。結果的に、信託商品は建前では投資家の自己責任が求められるが、現実には元本は保証され、損失は利回りの部分に限定されることになる。モラルハザードの改善は至難の業であり、タイミングや規模を吟味した荒療治の必要性が高まっているように思える。

固定資産投資は伸び鈍化が続く見通しである。設備過剰問題や環境問題を抱える鉄鋼、セメント、ガラスなど重厚長大産業の投資は引き続き抑制されよう。

政府は矢継ぎ早の政策を打ち出しているが、これは分野をかなり限定したものであり、固定資産投資全体を上向かせることを目的とはしていない。例えば、9月下旬に国務院は、R&D投資の促進と戦略的新興産業へのサポートを目的に、(1) 全業種の企業が2014年1月1日以降に購入したR&D用の器械、設備で、単価が100万円を超えない場合、全額を当期のコストとして税引き前で控除できる。100万円を超えた場合は減価償却資産の耐用年数を従来の60%に短縮できる、(2) バイオ医薬製造業、専用設備製造業、鉄道・船舶・航空宇宙・その他輸送設備製造業、コンピューター・通信・その他電子設備製造業、ソフトウェア・情報技術サービス業などの企業が2014年1月1日以降に購入した固定資産に対しては、耐用年数を従来の60%に短縮できる、といった政策を発表した<sup>3</sup>。産業構造の高度化に限定されたテコ入れ策が発表されたのである。

大和総研は、中国が景気のある程度の下振れを容認し、構造改革を推進する方向がより明らかになると判断し、経済見通しを下方修正する。2014年の実質GDP成長率は従来の7.5%⇒7.3%に、2015年は7.2%⇒7.0%へ引き下げる。2015年3月の全人代では、政府成長率目標は3年連続の7.5%前後から7.0%前後へ引き下げられると想定している。7.0%前後という数字は、無理をした高めの成長率を求めないと同時に、安定した雇用拡大を伴う消費主導の発展パターンへの転換を推進するという、中国の意志表明となるのではないか。

以上

<sup>3</sup> これによって上場会社では2014年に2,333億円の減税効果が期待されている。



## 大和総研による中国経済見通し

(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	7.3	7.0
固定資産投資 (名目)	30.4	25.7	24.0	20.7	19.6	15.5	14.5
小売総額 (名目)	15.5	18.3	17.1	14.3	13.1	12.0	11.5
消費者物価指数	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	2.2
貿易収支 (通関ベース、億米ドル)	1,957	1,815	1,549	2,303	2,597	3,449	3,891
輸出	-16.0	31.3	20.3	7.9	7.9	6.5	7.0
輸入	-11.2	38.8	24.9	4.3	7.3	3.0	6.0
貸出基準金利 (1年物、期末)	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00	6.00	5.75
人民元レート (対ドル、期末)	6.83	6.62	6.30	6.29	6.10	6.10	6.00

(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

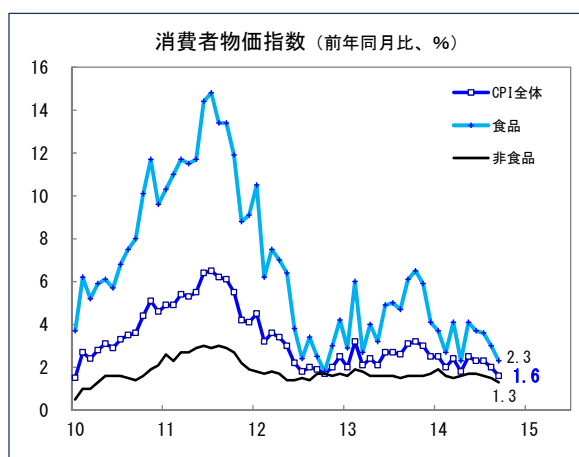
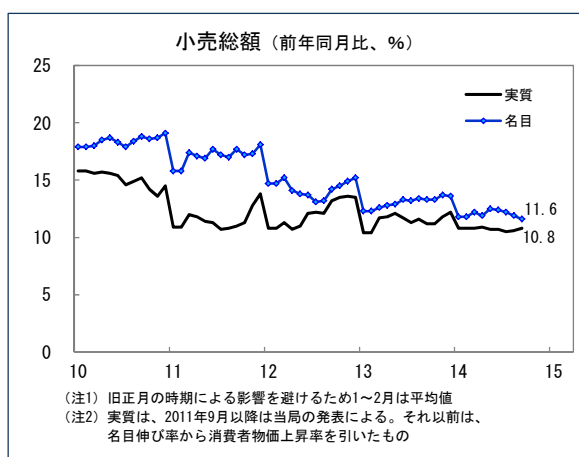
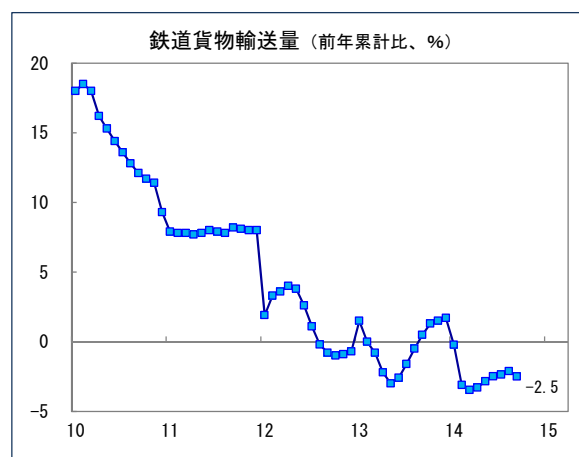
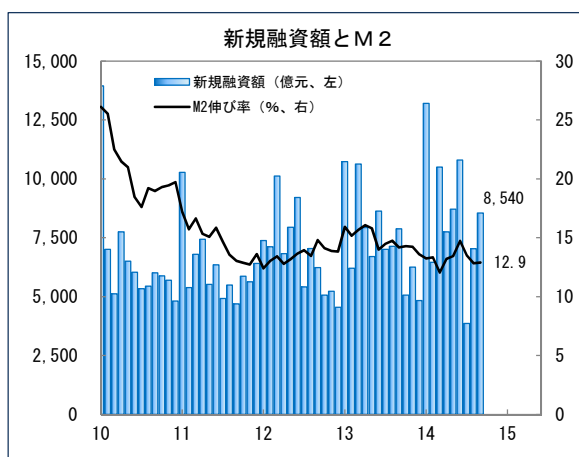
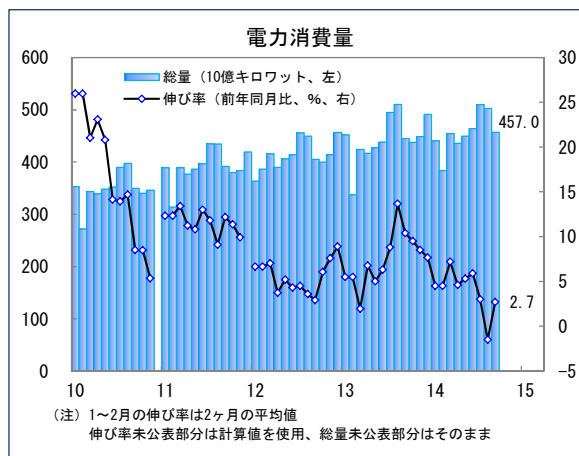
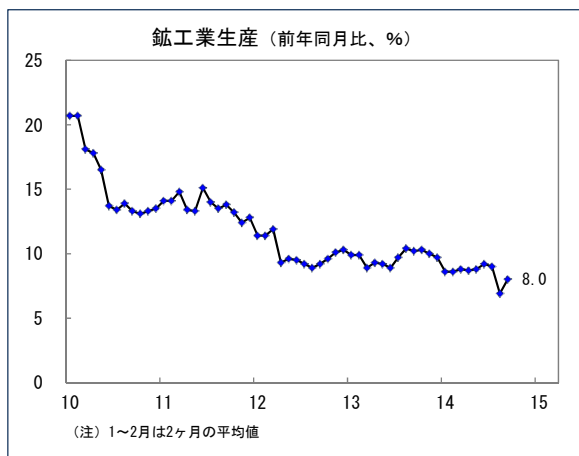
## 主要経済指標一覧

	2014年4月	5月	6月	7月	8月	9月
実質GDP成長率 (四半期、前年同期比、%)	-	-	7.5	-	-	7.3
鉱工業生産 (前年同月比、%)	8.7	8.8	9.2	9.0	6.9	8.0
電力消費量 (前年同月比、%)	4.6	5.3	5.9	3.0	-1.5	2.7
鉄道貨物輸送量 (前年累計比、%)	-3.3	-2.8	-2.5	-2.4	-2.1	-2.5
固定資産投資 (前年累計比、%)	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5	16.1
不動産開発投資 (前年累計比、%)	16.4	14.7	14.1	13.7	13.2	12.5
小売総額 名目 (前年同月比、%)	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9	11.6
実質 (前年同月比、%)	10.9	10.7	10.7	10.5	10.6	10.8
消費者物価指数 全体 (前年同月比、%)	1.8	2.5	2.3	2.3	2.0	1.6
食品 (前年同月比、%)	2.3	4.1	3.7	3.6	3.0	2.3
非食品 (前年同月比、%)	1.6	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3
工業製品出荷価格指数 (前年同月比、%)	-2.0	-1.4	-1.1	-0.9	-1.2	-1.8
工業生産者購入価格指数 (前年同月比、%)	-2.3	-1.8	-1.5	-1.1	-1.4	-1.9
新規融資額 (億元)	7,745	8,708	10,793	3,852	7,025	8,540
M2伸び率 (%)	13.2	13.5	14.7	13.5	12.8	12.9
輸出 (前年同月比、%)	0.8	7.1	7.2	14.5	9.4	15.3
輸入 (前年同月比、%)	0.8	-1.5	5.6	-1.5	-2.3	7.0
貿易収支 (億米ドル)	184.5	359.2	315.6	473.0	498.4	309.4
新築住宅価格指数 北京 (前年同月比、%)	8.9	7.7	6.4	4.0	2.1	
上海 (前年同月比、%)	11.5	9.6	7.0	4.1	1.5	
商用不動産 着工面積 (前年累計比、%)	-22.1	-18.6	-16.4	-12.8	-10.5	-9.3
完工面積 (前年累計比、%)	-0.3	6.8	8.1	4.5	6.7	7.2
不動産販売 面積 (前年累計比、%)	-6.9	-7.8	-6.0	-7.6	-8.3	-8.6
金額 (前年累計比、%)	-7.8	-8.5	-6.7	-8.2	-8.9	-8.9

(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

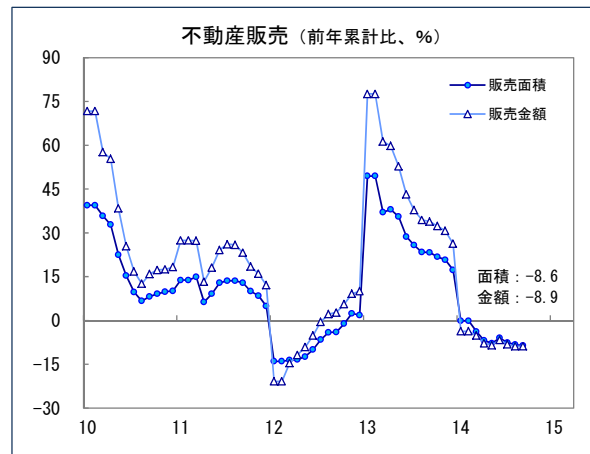
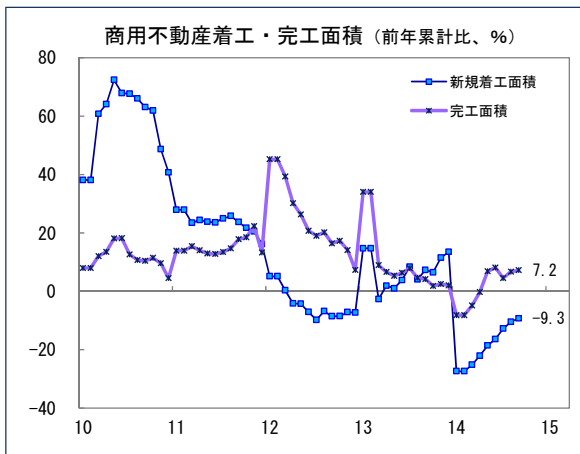
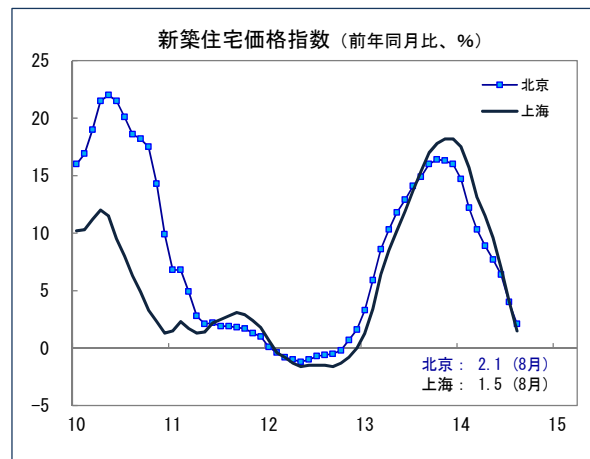
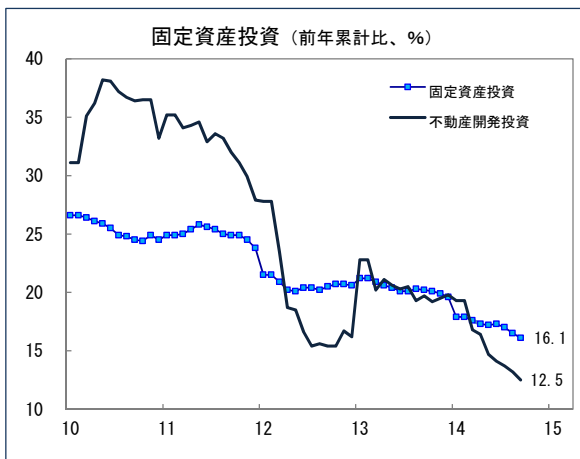
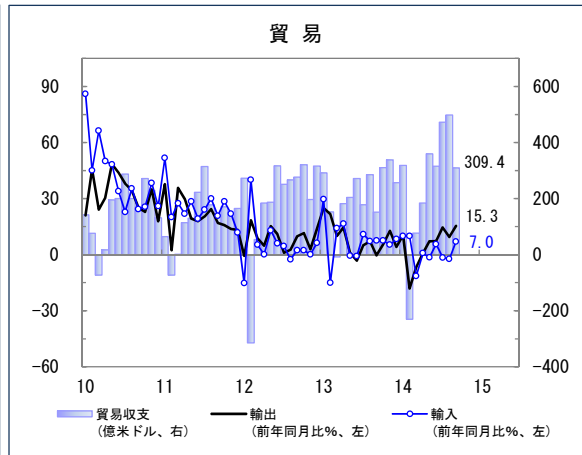
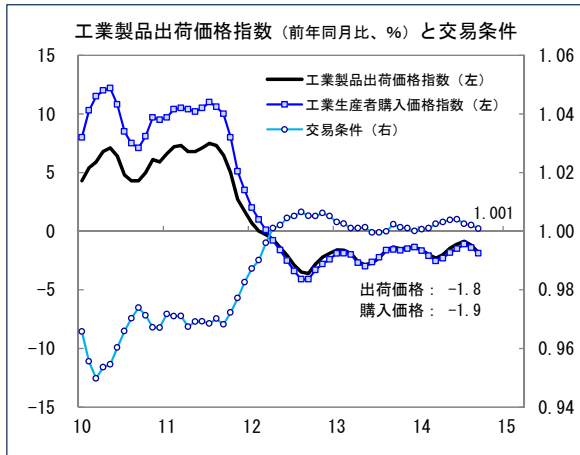


## 主要経済指標一覧（続き）



（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）



(注) 新築住宅価格指数は、2014年8月の数字。輸出・輸入伸び率は確報値より計算、直近伸び率は当局発表数値。  
 (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