

2014年12月19日 全10頁

中国：2015年は本当に変わるのかを見極める年

仕切り直しの改革「深化」元年となるか

経済調査部

シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 軍と石油閥の重鎮の摘発により、習近平総書記の権力基盤は強固になり、積極的な改革を推進する体制が整いつつある。2013年11月の三中全会で打ち出された改革「深化」路線に回帰する可能性が高まったのである。具体的には、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と本格的に舵を切ろうとしているのではないか。
- 中国の経済運営を巡っては、経済の安定成長と改革深化の両立の難しさが指摘される。両立するのが好ましいのは言うまでもないが、二者択一であれば、優先されるのは雇用の安定を可能にする経済成長である。2015年3月に開催予定の全人代では、2015年の実質GDP成長率目標が7%前後に設定されるとの見方が多い。これが現実になれば、政府当局は、安定した雇用を損なわない成長率を7%前後と想定している、ということになる。それが損なわれそうになれば、さらなる景気下支え策が、躊躇されることなく、実施されよう。
- 2014年は、既得権益層への配慮からか、成長率目標は7.5%前後で据え置かれ、改革「深化」については、やや慎重な取り組みとなった感がある。中国にとって、2015年は仕切り直しの改革「深化」元年となるか、に注目している。その芽生え的なものと捉え得る事象も確認できる。例えば、周永康氏の党籍剥奪により、政治局常務委員の経験者は、腐敗や汚職では摘発されないという不文律は覆された。将来の不動産固定資産税導入のための「不動産登記暫定条例（意見聴取版）」の発表や、都市と農村で分断されている年金制度を一部統一する方針を発表したのも、難度が高くこれまで先延ばしにされてきた改革に取り組み、「変わらない」中国を変えようとする動きなのかもしれない。
- もちろん、改革深化はこれからが本番であり、期待先行で中身が骨抜きにされてしまう可能性は否定できない。2015年は、「変わらない」中国が、本当に変わるのか、それを見極める年となろう。

習近平総書記の権力基盤強化で改革機運が高まる

中国共産党政治局会議は、2014年6月30日、胡錦濤時代に軍NO.2（制服組トップ）である党中央軍事委員会副主席を務めた徐才厚氏の党籍剥奪を発表。7月29日には中央規律検査委員会が、胡錦濤時代に政治局常務委員¹を務め、石油・公安部門に強い影響力を持つ周永康氏について、重大な規律違反の疑いで立件するとし、12月5日の政治局会議は、同氏の党籍剥奪を発表した。

軍と石油閥の重鎮の摘発により、習近平総書記の権力基盤は強固になり、積極的な改革を推進する体制が整いつつある。すなわち、2013年11月の三中全会で打ち出された改革「深化」路線に回帰する可能性が高まったのである。

大和総研は、三中全会が採択した、2020年までの改革の方針を示す「改革の全面深化に関するいくつかの重大な問題についての党中央の決定」の内容について、70点²の合格点だと考えている。最も高く評価したのは、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たことであった。平たく言えば、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宣言したのである。

この点で、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、2014年3月の全人代（国会）では、2014年の実質GDP成長率目標を2012年から3年連続で7.5%前後に設定した。改革深化の本気度が疑われたのである。少なくとも2012年と2013年は、7.5%という数字そのものが強く意識され、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、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。

しかし、習近平総書記の権力基盤固めが進むにつれて、債務の膨張を抑制し、構造改革を推進し、その過程で成長率がある程度低下するのを容認する姿勢が強まっている。李克強首相を始めとする政府当局が、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、さらには、2014年10月中旬に、財政部が地方政府債務の抜本的かつ包括的な処理方針を固めたことが明らかになったこと、などが、その具体例である。

地方政府債務の抜本処理について、特に重要な方針は、①地方政府債務を分類し、残高を確定した上で、今後は「減らすだけで増やさない」との強い姿勢を打ち出していること、②地方政府債務を分類して予算管理に組み入れた上で、債務返済に高い優先順位を付けていること、③建設中のプロジェクトのために過渡期を設ける一方、駆け込みを防ぐために2014年9月末までに着工済みのプロジェクトを対象としていること、④地方政府融資平台（中国版第三セクタ

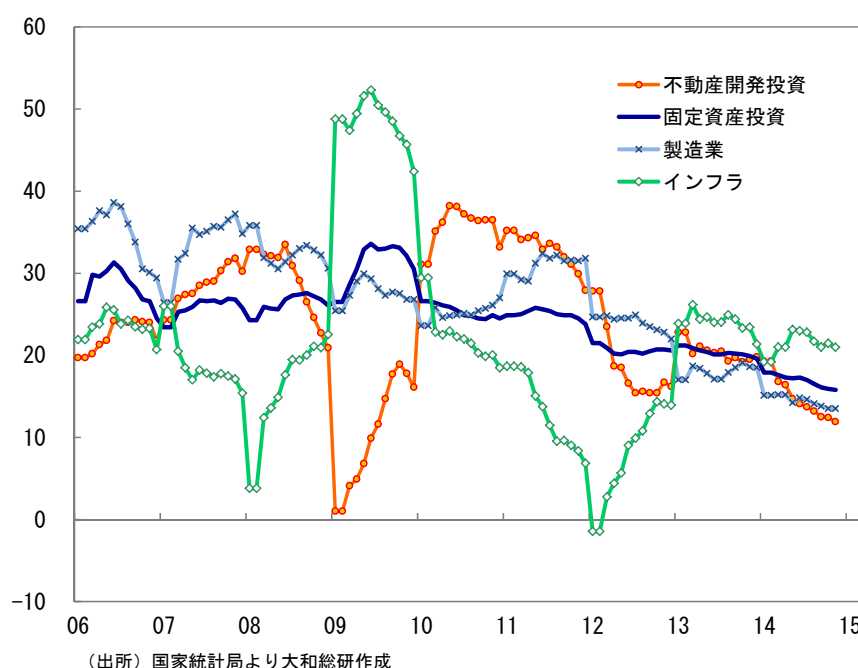
¹ いわゆるトップ9と呼ばれた中国共産党の中枢。現在、政治局常務委員は7名で構成されるため、トップ7と呼ばれる。

² マイナスポイントは、国有企業改革と税制改革への踏み込みの甘さなどである。

一) から政府資金調達機能を切り離し、一部地方政府融資平台の処理を進めようとしていること、である。もちろん、地方政府債務残高を「減らすだけで増やさない」というのは、多分にスローガンの色彩が濃く、割り引いて考える必要がある。要は、多少は増加しても、効果的に抑制されればよいのである。これによって、名目 GDP 比等で見た債務負担は低減していくことが期待できる。

無駄な投資を増やさない、という点では、固定資産投資は2009年の前年比30.5%増をピークに、2013年は同19.6%増、さらに2014年1月～11月は前年同期比15.8%増まで伸びが低下している。内訳をみると、インフラ投資は2013年の同21.4%増⇒2014年1月～11月は同21.0%増と増勢を維持しているが、不動産開発投資は同19.8%増⇒同11.9%増、製造業投資は同18.5%増⇒同13.5%増と伸びが大きく鈍化した。ただし、鉄鋼やセメントなど重化学工業を中心に設備過剰感が高まっており、こうした分野の投資を厳選すること（さらには汚染物質排出量の多い老朽化設備の淘汰を行うこと）は好ましい。固定資産投資の減速には、政策効果発現の面もあるとプラスに評価することが可能であろう。

図表1 固定資産投資の伸び率推移（1月からの累計の前年比）（単位：％）



容認されるのは、雇用の悪化を招かない程度の景気減速

中国の経済運営を巡っては、経済の安定成長と改革深化の両立の難しさが指摘される。両立するのが好ましいのは言うまでもないが、二者択一であれば、優先されるのは雇用の安定を可能にする経済成長である。容認される景気減速には、雇用の悪化を招かない程度という大前提が付いているのである。

2014年1月～9月の実質GDP成長率は7.4%（7月～9月は7.3%）にとどまったが、1月～9月の都市新規雇用増加数は1,082万人と年間目標（1,000万人）を前倒しで達成した。かつて、中国ではGDP成長率1%で都市新規雇用が100万人増加するといわれていたが、2012年、2013年は、それぞれ1%当たり164万人、170万人の新規雇用が生まれている。人力資源社会保障部の四半期データによると、2014年9月末の求人倍率は1.09倍と上昇している。

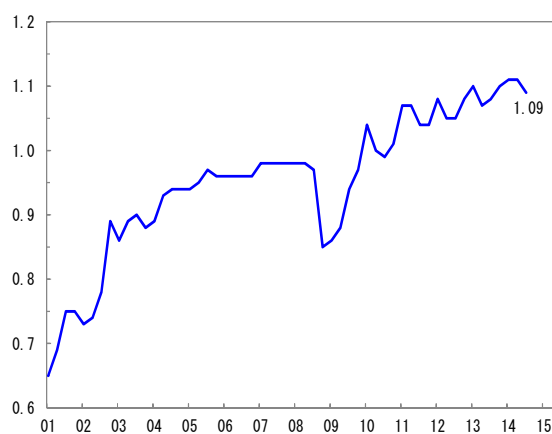
景気の減速と雇用の堅調が両立するのは、中国経済のサービス化が進展していることが大きな要因である。サービス業は、雇用吸収効果が大きいと、当面の間は成長率の低下と雇用の堅調が両立する可能性が高い。こうした状況が、改革を深化させる余地をある程度広げている。

図表2 実質GDP成長率1%当たりの都市新規雇用増加数（単位：万人、%）

	都市就業者 新規増加数 (万人)	実質GDP 成長率 (%)	成長率1%当たり 新規雇用増加数 (万人)
2000	739	8.4	88
2001	789	8.3	95
2002	840	9.1	92
2003	859	10.0	86
2004	980	10.1	97
2005	970	11.3	86
2006	1,184	12.7	93
2007	1,204	14.2	85
2008	1,113	9.6	116
2009	1,102	9.2	120
2010	1,168	10.4	112
2011	1,221	9.3	131
2012	1,266	7.7	164
2013	1,310	7.7	170

（出所）国家統計局より大和総研作成

図表3 中国都市部の求人倍率
（単位：倍）



（出所）人力資源社会保障部より大和総研作成

想定以上の景気下振れを回避するための下支え策を実施へ

2015年3月に開催予定の全人代では、2015年の実質GDP成長率目標が7%前後に設定されるとの見方が多い。これが現実になれば、政府当局は、安定した雇用を損なわない成長率を7%前後と想定している、ということになる。それが損なわれそうになれば、さらなる景気下支え策が躊躇されることなく、実施されよう。

2013年夏場以降、中国政府は、安定した雇用の維持を目的に、ゆっくりと時間をかけた景気のソフトランディングを指向してきた。このため、投資全体を浮揚させる本格的な景気「刺激策」ではなく、鉄道などインフラ増強、保障性住宅など民生改善、環境保護・省エネ、産業構造の高度化を目的とした戦略的新興産業、それに農業といった特定の産業分野に的を絞った景気下支え策が実施された。

企業規模別には、第二次・第三次産業従業員の7割を雇用する中小・零細企業のテコ入れに重点が置かれ、2014年4月と6月には、農業関連や中小・零細企業向けの貸出比率の高い一部銀行の預金準備率引き下げが行われた。

中国人民銀行によると、2014年11月22日に実施された利下げは、特に中小・零細企業の「融資難、融資貴」（資金調達難、資金調達コスト高）問題の改善を図ることが目的である。図表4は、金融システムから経済に供給された資金のネット増減額を表す社会資金調達金額の前年比であり、2014年1月～11月は前年同期比8.5%減だった。内訳を見ると、前年同期比で増加したのは、人民元貸出増加額（同8.0%増）、地方政府融資平台が発行する都市投資債券（城投債）など企業債券増加額³（同28.5%増）、IPO（株式新規公開）の再開⁴を映した非金融企業の域内株式発行増加額（同99.5%増）の3つとなっている。これらに共通するのは、いずれも大企業⁵（特に国有企業）や地方政府の後ろ盾のある企業の資金調達手段である点である。上記以外は、調達額が大きく減少したか純減となっており、特に、信託貸出増加額の急減は、いわゆるシャドローバンキングの資金仲介機能が大きく低下し、銀行貸出に多くを期待することができない中小・零細企業の資金調達難の問題が先鋭化していることを示唆する。

今回の利下げでは、1年物貸出基準金利は0.4%ポイント引き下げられて5.6%に、1年物預金基準金利は0.25%ポイント引き下げられて2.75%となり、貸出基準金利の引き下げ幅がより大きかった。預金金利の上限が基準金利の1.1倍⇒1.2倍へ引き上げられたことで、上限金利を適用すれば、1年物預金金利は利下げの前後で3.3%と変わらない。この場合、単純計算では預貸スプレッドは、従来の2.7%（1年物貸出基準金利6.0%－1年物定期預金上限金利3.3%）⇒2.3%（同様に5.6%－3.3%）へ縮小する。銀行が利息収入を維持しようとするれば、より高い貸出金利の設定が可能な中小企業・零細企業向けの貸出を増やすことも選択肢のひとつとなる。そこに当局の政策意図があり、シャドローバンキングの資金仲介機能の低下を銀行貸出の増加である程度補うことを求めているのである。

図表4 社会資金調達金額の前年比・前年同期比（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～11月	-8.5	8.0	-43.6	-9.8	-82.2	純増→純減	28.5	99.5

（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

³ 国家発展改革委員会は2013年12月末に、地方政府融資平台がシャドローバンキング経由で調達した短期高金利債務を都市投資債券（城投債）に置き換えるなど、債務再編の強化を指示した。これがある程度奏功している。

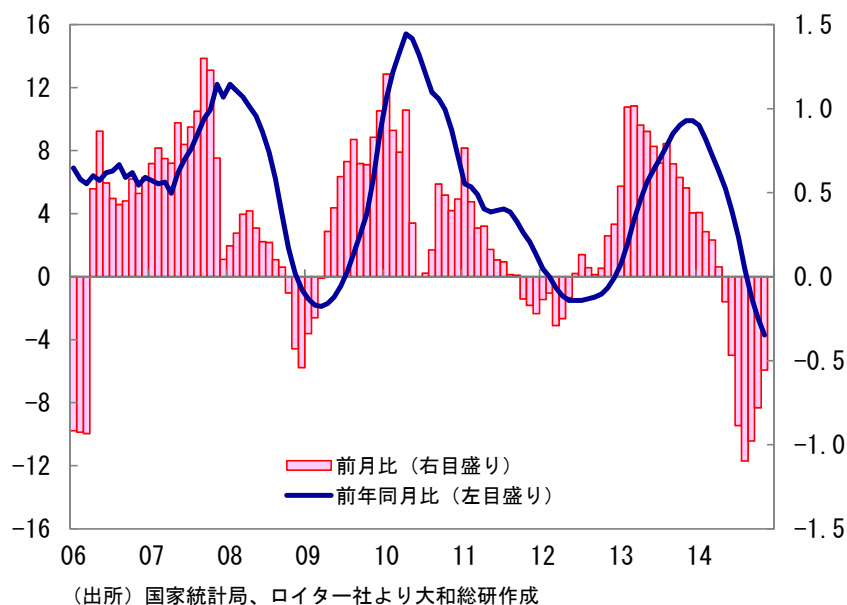
⁴ 低迷する株価対策として2013年のIPOはストップし、一部の増資のみが行われた。

⁵ 中国の株式市場には、中小企業ボードや新興企業ボードが開設されているが、規模別には大企業に分類される企業の上場が多い。

さらに、利下げの目的のひとつは、不動産（住宅）市場のテコ入れであろう。大和総研は、今後、景気が大きく下振れするリスクが高まるとすれば、不動産（住宅）販売の低迷が続き、価格下落が大幅かつ長期化する場合であると想定している。ロイター社によれば、70 都市新築住宅価格の前年同月比は、2014 年 9 月に -1.3%と下落に転じ、10 月は -2.6%、11 月は -3.7%とマイナス幅を広げた。一方で、前月比は 8 月の -1.1%をボトムに 11 月は -0.6%にマイナス幅が縮小している。11 月の住宅在庫は月間販売の 15.8 ヶ月分と、ピークである 7 月の 18.7 ヶ月分から縮小した。

9 月の中国政府による住宅テコ入れ策の発表がセンチメントの改善に寄与し、11 月の住宅ローン金利の低下がこうした動きをサポートしていよう。前年比でみた住宅価格の底入れもそう遠くはあるまい。

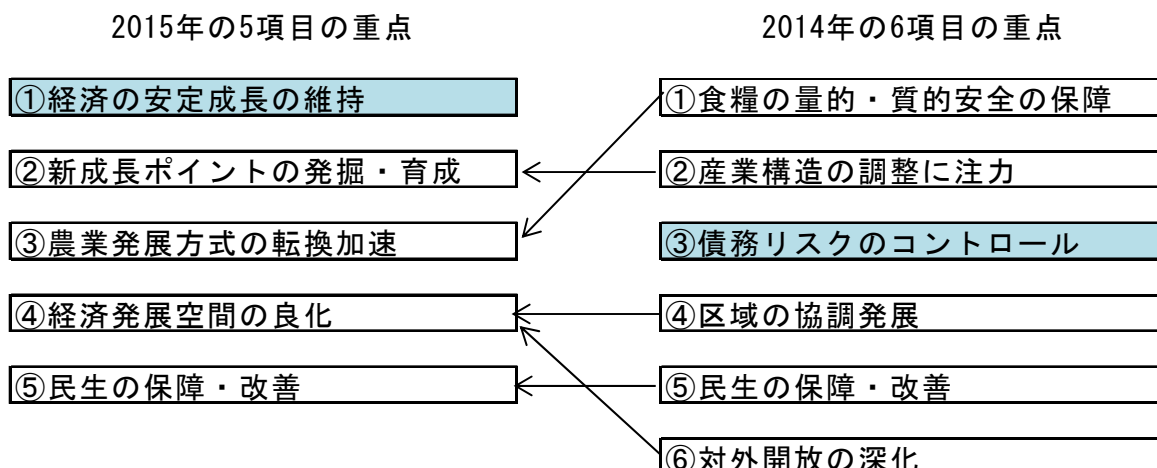
図表 5 70 都市新築住宅価格の前年同月比、前月比の推移（単位：％）



12 月 9 日～11 日に開催された中央経済工作会議は、2015 年の経済運営を協議した。ここで提示された 2015 年の重点は、①経済の安定成長の維持、②新たな成長リード役の発掘・育成、③農業発展方式の転換加速、④地域発展戦略など経済発展空間の良化、⑤民生の保障・改善、の 5 項目である。2014 年の 6 項目の重点との比較では、重複する部分が多い一方で、2014 年に 3 番目に掲げられた「債務リスクのコントロール」の代わりに、2015 年は「経済の安定成長の維持」が、最初に掲げられていることが特徴的である。これは、景気が想定以上に減速するリスクを当局が警戒しているためかもしれない。

中国では、2015 年も積極的な財政政策と中立的な金融政策が維持されるが、「中立的」な金融政策とは、若干の引き締めから若干の緩和までを含む幅広い概念である。雇用の悪化を招くような景気の下振れリスクが認識されれば、預金準備率引き下げや追加利下げでそれに対応することになる。

図表6 中央経済工作会議で掲げられた2014年と2015年の重点項目



(出所) 2013年12月、2014年12月の中央経済工作会議に関する報道より、大和総研作成

2015年は本当に変わるのかを見極める年

2014年は、三中全会で示された改革「深化」方針を実行に移す重要な年になると期待されていたが、既得権益層への配慮からか、成長率目標は7.5%前後で据え置かれ、改革「深化」については、やや慎重な取り組みとなった感がある。

中国にとって、2015年は仕切り直しの改革「深化」元年になるか、に注目している。

その芽生え的なものと捉え得る事象も確認できる。例えば、既述の周永康氏の党籍剥奪である。政治局常務委員の経験者は、腐敗や汚職では摘発されないというのが不文律であった。最上層部まで腐敗していることが明らかになれば、中国共産党そのものの存在意義が問われるとの認識による。しかし、これは、周永康氏の党籍剥奪により覆された。

2つめは、2014年8月15日に、国務院法制弁公室が「不動産登記暫定条例(意見聴取版)」を発表したことである⁶。これは、将来の不動産固定資産税導入のための事前準備と捉えられている。以前の現地ヒアリングでは、「中国で日本と同様の物件に広く浅く課税する固定資産税を導入するのは不可能である。共産党幹部や政府関係者が複数の不動産を所有し、自らの不利益となるような制度は導入されない」との見方が多かったが、そこにもメスが入れられようとしている。

3つめは、都市と農村で分断されている年金制度を2015年末までに一部統一する方針が打ち出されたことである。中国の年金制度は、戸籍に基づくため、農村から都市への移転者であっても年金は農村でしか受給できない制度となっている。年金制度の統一により、農村・都市間の年金の接続が可能になり、人口移動がスムーズになると期待される。農村からの移転者が都市で安心して消費ができる体制を整備しようとしているのである。

これらは、難度が高くこれまで先延ばしにされてきた改革に取り組み、「変わらない」中国を変えようとする動きなのかもしれない点で注目される。

⁶ 同暫定条例は、既にパブリックコメントの受付期間が9月15日に終了し、必要な修正を経て正式な発表を待つばかりと報道されている。

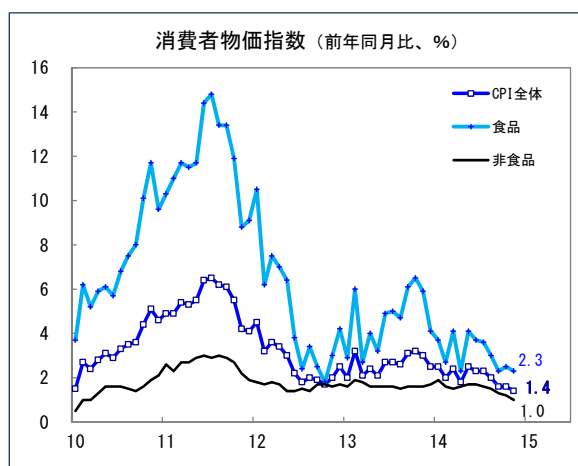
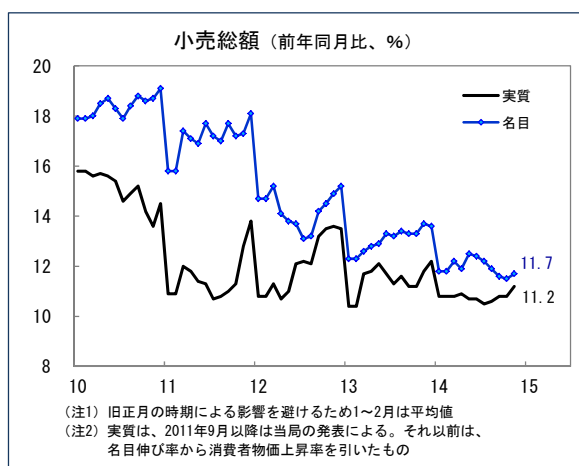
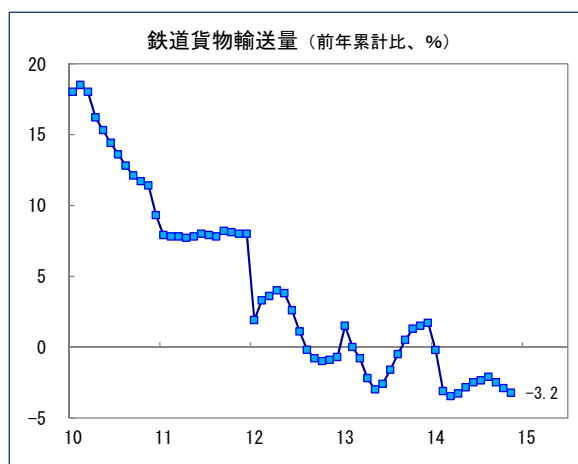
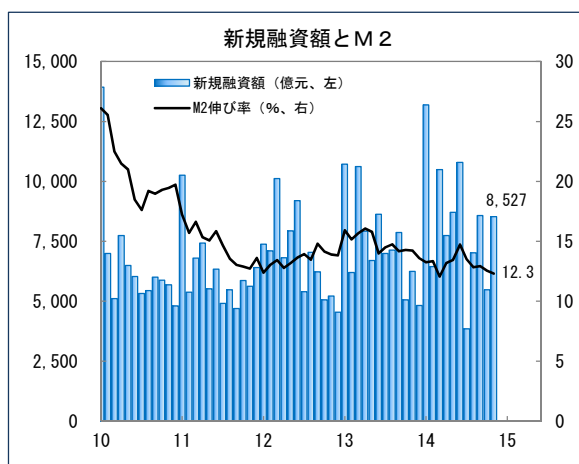
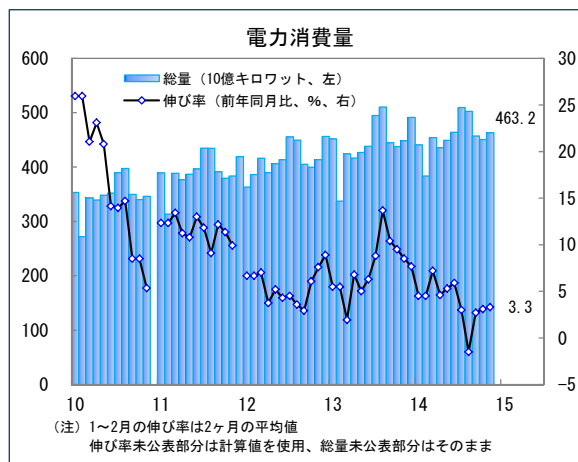
もちろん、改革深化はこれからが本番であり、期待先行で中身が骨抜きにされてしまう可能性は否定できない。2015年は、「変わらない」中国が、本当に変わるのか、それを見極める年となろう。

主要経済指標一覧

	2014年6月	7月	8月	9月	10月	11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、%）	9.2	9.0	6.9	8.0	7.7	7.2
電力消費量（前年同月比、%）	5.9	3.0	-1.5	2.7	3.1	3.3
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-2.5	-2.4	-2.1	-2.5	-2.9	-3.2
固定資産投資（前年累計比、%）	17.3	17.0	16.5	16.1	15.9	15.8
不動産開発投資（前年累計比、%）	14.1	13.7	13.2	12.5	12.4	11.9
小売総額 名目（前年同月比、%）	12.4	12.2	11.9	11.6	11.5	11.7
実質（前年同月比、%）	10.7	10.5	10.6	10.8	10.8	11.2
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.3	2.3	2.0	1.6	1.6	1.4
食品（前年同月比、%）	3.7	3.6	3.0	2.3	2.5	2.3
非食品（前年同月比、%）	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-1.1	-0.9	-1.2	-1.8	-2.2	-2.7
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-1.5	-1.1	-1.4	-1.9	-2.5	-3.2
新規融資額（億元）	10,793	3,852	7,025	8,572	5,483	8,527
M2伸び率（%）	14.7	13.5	12.8	12.9	12.6	12.3
輸出（前年同月比、%）	7.2	14.5	9.4	15.3	11.6	4.7
輸入（前年同月比、%）	5.5	-1.5	-2.3	7.1	4.6	-6.7
貿易収支（億米ドル）	315.6	473.0	498.4	309.4	454.1	544.7
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	6.4	4.0	2.1	0.4	-1.3	-2.1
上海（前年同月比、%）	7.0	4.1	1.5	-0.8	-2.0	-2.9
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-16.4	-12.8	-10.5	-9.3	-5.5	-9.0
完工面積（前年累計比、%）	8.1	4.5	6.7	7.2	7.6	8.1
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-6.0	-7.6	-8.3	-8.6	-7.8	-8.2
金額（前年累計比、%）	-6.7	-8.2	-8.9	-8.9	-7.9	-7.8

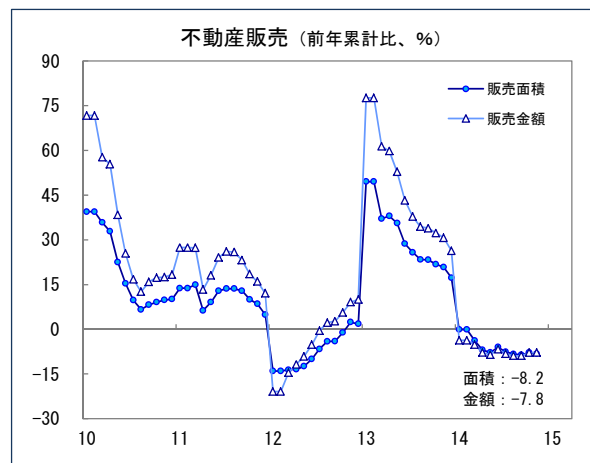
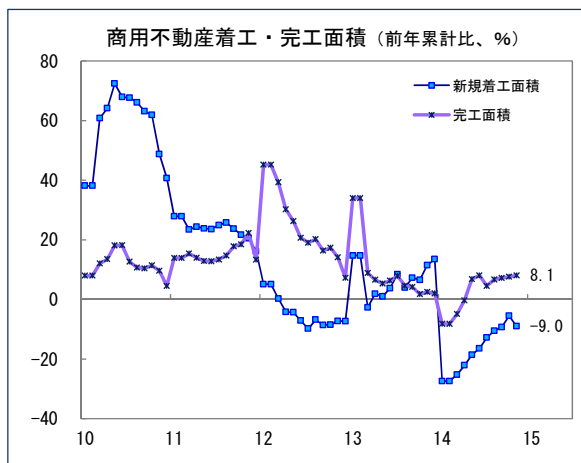
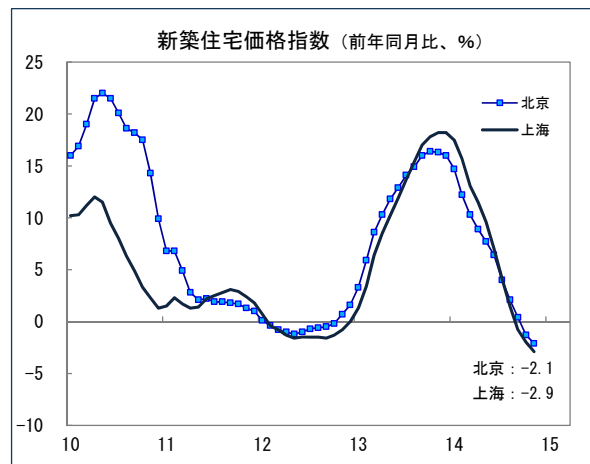
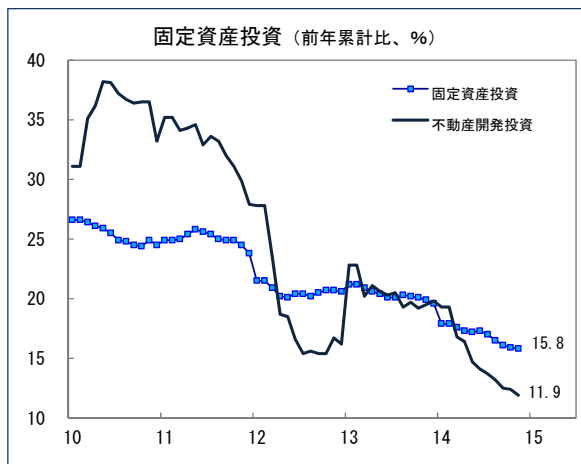
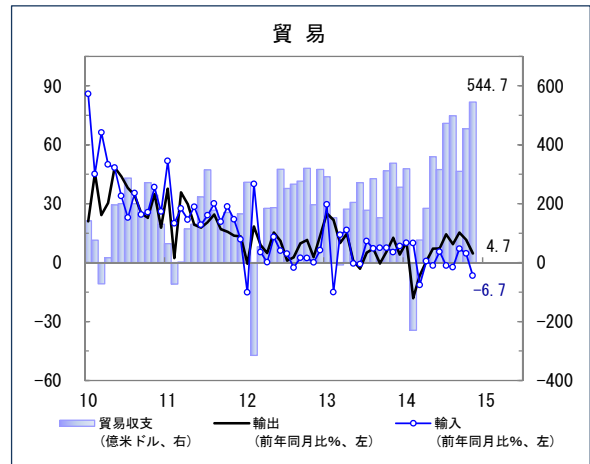
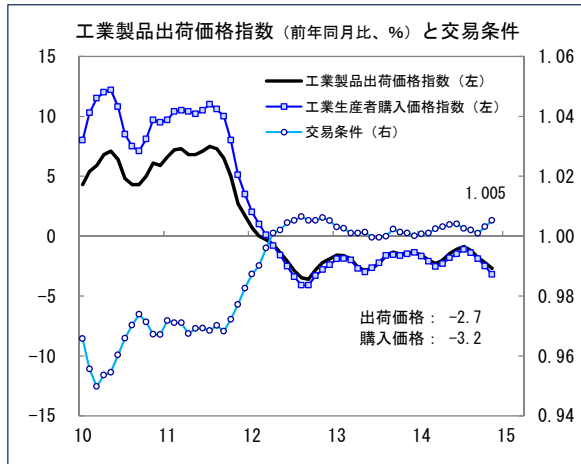
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEICより大和総研作成

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