

2015年5月22日 全10頁

中国：景気底割れ回避に必死の下支え

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 2015年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比7.0%と、6年ぶりの低い伸びとなったが、これはあくまでも平均である。地方別には遼寧省同1.9%、山西省同2.5%など重工業依存度や資源・素材依存度の高い一部地方の景気は失速といえる状況に落ち込んでいる。
- その後も中国の景気は一段と減速している。2015年1月～4月の固定資産投資は前年同期比12.0%増と、1月～3月の同13.5%増からも減速。4月の実質小売売上は前年同月比9.9%増と、相対的に堅調だった消費にも減速感がでてきた。実質小売売上の伸びが10%を割り込んだのは、旧正月の時期のずれの影響を除けば、2004年10月以来となる。
- 景気下支えを目的に、中国人民銀行による金融緩和は本格化しているが、大手行の預金準備率は18.5%と高く、追加引き下げ余地は大きい。
- 地方政府融資プラットフォームについては、5月15日に財政部、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会が、融資継続を指示する旨の「意見」を発表。その内容をみると、建設プロジェクトの継続が最優先され、銀行融資の健全性維持は脇に置かれた感が強い。
- 景気下振れリスクは依然として高く、今後も必死の下支えが続こう。少なくとも2014年秋までは、無駄な投資と借金を抑制し、産業構造の高度化や成長の質的向上を目指すという明確な政策意図を持った景気下支え策が実施されてきたが、下振れリスクが高まるにつれて、改革による質的向上というよりも、景気底割れ回避が前面に打ち出されるようになってきた。投資・投機の増大を容認した住宅市場のテコ入れ策然り、地方政府融資プラットフォームプロジェクトの継続最優先然りである。

一部地方の景気は失速

2015年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比7.0%と、6年ぶりの低い伸びとなった。しかし、これはあくまでも平均である。地方別には遼寧省同1.9%、山西省同2.5%、海南省同4.7%、黒竜江省同4.8%、吉林省同5.8%といった具合に、鉄鋼など重工業依存度の高い東北三省（遼寧省、黒竜江省、吉林省）や資源・素材依存度の高い山西省など一部地方の景気は失速といえる状況に落ち込んでいる。

各地方の実質経済成長率（単位：％）

東部	2013年	2014年	2015年 1月～3月	中部	2013年	2014年	2015年 1月～3月	西部	2013年	2014年	2015年 1月～3月
遼寧	8.7	5.8	1.9	山西	8.9	4.9	2.5	陝西	11.0	9.7	6.9
海南	9.9	8.5	4.7	黒竜江	8.0	5.6	4.8	新疆	11.0	10.0	6.9
河北	8.2	6.5	6.2	吉林	8.3	6.5	5.8	内モンゴル	9.0	7.8	7.0
上海	7.7	7.0	6.6	河南	9.0	8.9	7.0	寧夏	9.8	8.0	7.0
北京	7.7	7.3	6.8	湖南	10.1	9.5	8.4	雲南	12.1	8.1	7.2
広東	8.5	7.8	7.2	湖北	10.1	9.7	8.5	四川	10.0	8.5	7.4
山東	9.6	8.7	7.8	安徽	10.4	9.2	8.6	青海	10.8	9.2	7.5
浙江	8.2	7.6	8.2	江西	10.1	9.7	8.8	広西	10.2	8.5	7.6
江蘇	9.6	8.7	8.4					甘肅	10.8	8.9	7.8
福建	11.0	9.9	8.5					チベット	12.1	10.8	10.0
天津	12.5	10.0	9.3					貴州	12.5	10.8	10.4
								重慶	12.3	10.9	10.7

（注）薄青色は全国のGDP成長率（2013年は7.7%、2014年は7.4%、2015年1月～3月は7.0%）を下回っていることを表す

（出所）中国統計年鑑、各地方政府活動報告、各地方国民経済と社会発展計画の執行状況・計画案などにより大和総研作成

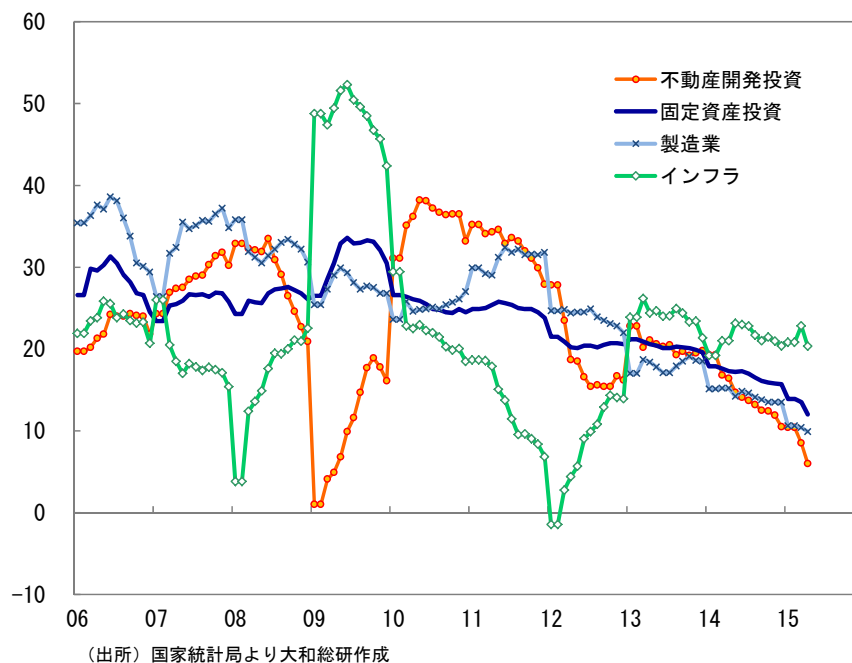
固定資産投資は一段と減速

その後も中国の景気は一段と減速している。

2015年1月～4月の固定資産投資は前年同期比12.0%増と、2014年の前年比15.7%増のみならず、2015年1月～3月の同13.5%増からも減速した。内訳を見ると、鉱業投資は1月～3月の同4.1%減⇒1月～4月は同7.8%減へとマイナス幅が拡大し、製造業投資は同10.4%増⇒同9.9%増、不動産開発投資も同8.5%増⇒同6.0%増へと減速した。こうしたなかで異彩を放つのがインフラ投資であり、1月～4月は同20.3%増（1月～3月は同22.8%増）と大幅増加を維持した。インフラ投資は西部地域に傾斜投資されており、重慶市、貴州省、チベット自治区などが比較的高い経済成長率を維持するのに寄与している。

4月の鉱工業生産は前年同月比5.9%増と、3月の同5.6%増からは若干上向いた。地域別には、東部は同6.5%（3月は同6.3%増）、中部は同6.5%増（3月同6.3%増）、西部は同7.3%増（3月同7.1%増）だったのに対して、重工業依存度が高い東北三省は同4.2%減（3月同3.2%減）とマイナス幅が拡大している。

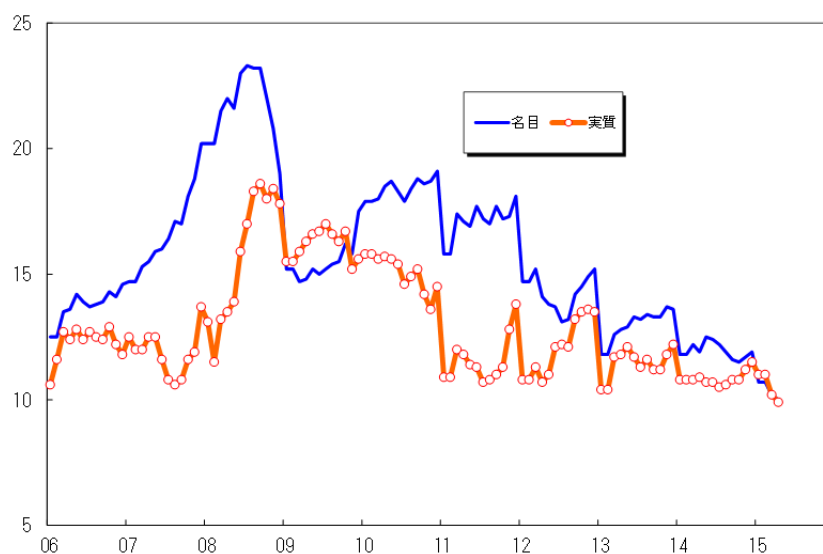
固定資産投資（1月からの累積の前年同期比）の推移（単位：％）



実質小売売上は10%割れ

相対的に堅調だった消費にも減速感がでてきた。実質小売売上は1月～3月の前年同期比10.8%増から、4月は前年同月比9.9%増に減速した。実質小売売上の伸びが10%を割り込んだのは、旧正月の時期のずれの影響を除けば、2004年10月以来となる。

小売売上（名目、実質）伸び率（前年同月比、％）



(注1) 旧正月の時期による影響を避けるため1～2月の小売売上は平均

(注2) 実質は2011年9月以降は当局の発表。それ以前は、名目伸び率から消費者物価上昇率を引いたもの

(出所) 国家統計局より大和総研作成

消費関連では、自動車販売が不振である。2014年の前年比6.8%増に対して、2015年1月～3月は前年同期比3.9%増、4月は前年同月比0.5%減と前年割れとなった。特に、固定資産投資の減速や鉱工業生産の低迷を受け、トラックなど商用車の販売が不振である。乗用車販売に限っても2014年の同9.9%増、2015年1月～3月の同9.0%増に対して、4月は同3.7%増と伸びは鈍化している。

2015年1月～3月の都市一人当たり可処分所得は実質で同7.0%増(2014年は前年比6.8%増)と、所得が堅調に増加し、株価急騰(上海総合株価指数は2014年年間で52.9%上昇、2015年年初から5月21日時点で40.0%上昇)による資産効果も期待されるどころだが、やはり、景況感の悪化により家計のマインドが慎重化してきているのであろう。さらに、すさまじい交通渋滞や大気汚染への対応策として、自動車購入制限を導入する都市が増えていることも阻害要因となりつつあるのではないだろうか。自動車購入制限が導入されている北京市、上海市、天津市、杭州市(浙江省)、深圳市などでは、自動車購入に見切りをつけ、カーシェアリングやレンタカーへの需要が高まっていると報道されている。

中国の自動車販売と乗用車販売の推移(単位:万台、%)

	自動車販売台数 万台	前年比 %	乗用車販売台数 万台	前年比 %
2006	718.4	24.8	514.9	29.6
2007	878.5	22.3	629.8	22.3
2008	936.3	6.6	674.7	7.1
2009	1,362.2	45.5	1,031.5	52.9
2010	1,804.2	32.5	1,374.9	33.3
2011	1,853.3	2.7	1,449.8	5.4
2012	1,930.3	4.2	1,549.4	6.9
2013	2,199.3	13.9	1,792.8	15.7
2014	2,348.9	6.8	1,970.0	9.9
2015.1-3	615.3	3.9	530.5	9.0
2015.4	199.5	-0.5	166.9	3.7

(注) 自動車は乗用車にトラックなど商用車を加えたもの

(出所) 中国汽車工業協会より大和総研作成

一方、不振だった住宅市場については、底打ちの兆しも見えてきた。住宅販売金額は1月～2月の同16.7%減からマイナス幅が大きく縮小し、1月～4月では同2.2%減となった。4月の70都市新築住宅価格の前月比は大都市(北京、上海、広州、深圳)を中心に18都市で上昇し(3月は12都市で上昇)、70都市単純平均でも0.1%下落までマイナス幅が圧縮された¹(前年同月比は6.1%下落で3月と変わらず)。

ただし、今後の住宅市場の回復が、住宅投資・投機主導となれば、後に禍根を残しかねないことには留意する必要がある。3月30日に中国政府が発表した住宅市場テコ入れ策は、①1軒目の住宅ローンが未完済の家計が、2軒目の一般住宅を購入する際の頭金比率を40%以上(従

¹ ボトムは2014年8月の前月比1.1%下落。

来は 60%以上) に引き下げること、②中古住宅転売の際の営業税の免税起点を保有 5 年以上から 2 年以上に短縮すること、が骨子であった。

上記①について、2014 年 9 月 29 日付けの住宅市場テコ入れ策では、「1 軒目の住宅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、頭金比率を 30%以上（従来は 60%以上）、ローン金利の下限は基準金利の 0.7 倍（従来は 1.1 倍以上）とする」など、住宅「実需」のテコ入れとローンの健全性維持を強調していたが、今回の追加テコ入れ策は、二重ローンを容認し、短期での住宅転売を促進するなど、住宅「投資・投機」を助長しかねない内容となっている。実物投資を煽らないという従来の方針は明確に転換され、なりふり構わないテコ入れ策が発表された感がある。

中国の商品住宅販売金額と 70 都市新築住宅価格の推移（前年累計比、前月比）（単位：％）



（注）住宅販売金額の1-2月は平均値
（出所）国家统计局より大和総研作成

景気底割れ回避へ必死の下支え

景気下支えを目的に、中国人民銀行による金融緩和が本格化している。

預金準備率は、全ての金融機関を対象に、2014 年 2 月 5 日に 0.5%、4 月 20 日に 1.0%引き下げられ、大手行の預金準備率は引き下げ前の 20.0%から 18.5%となった。

5 月 11 日には、追加利下げが実施された。利下げは、2014 年 11 月 22 日、2015 年 3 月 1 日に続き、今局面で 3 回目である。一連の利下げにより、1 年物貸出基準金利は利下げ前の 6.0%か

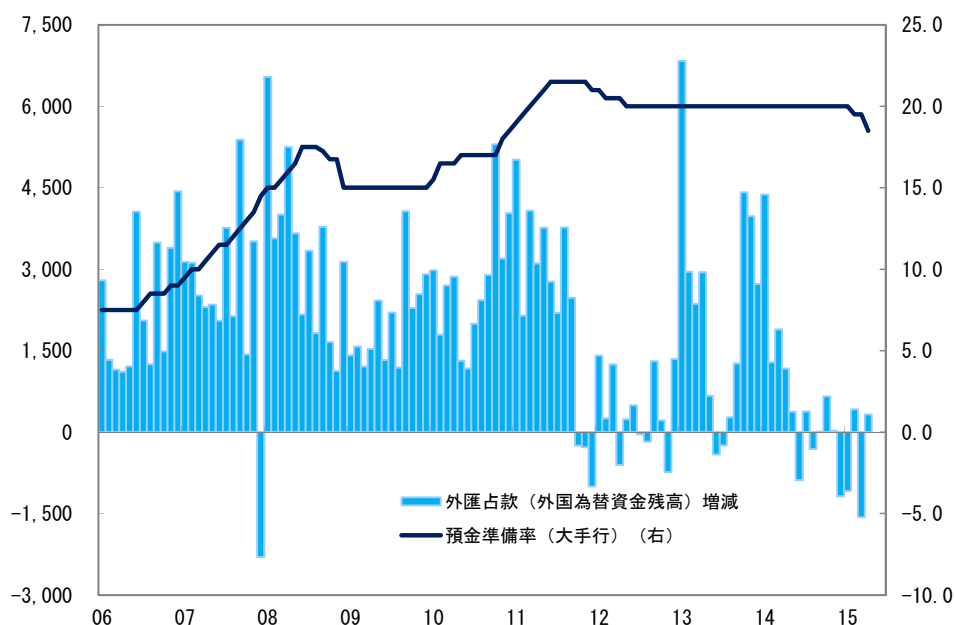
ら 5.6%⇒5.35%⇒5.1%へ、同様に 1 年物預金基準金利は 3.0%から 2.75%⇒2.50%⇒2.25%へ引き下げられている。金利は 90 年以降で最低となったが、利下げ打ち止め感はない。

今後もさらなる金融緩和が続くとみているが、特に注意しなければならないのは、中国からの資金流出を勘案した資金供給の必要性である。

中国人民銀行が市中銀行から外貨を購入し、見合いの人民元を供給した金額の残高を外匯占款（外国為替資金残高）と呼び、この金額は 2003 年から増加ペースを速め、2011 年末には 25.4 兆元を記録した。外貨流入によって急増した銀行の預金を一部凍結する（貸出に回せないようにする）目的で預金準備率が引き上げられ、2011 年 6 月には過去最高となる 21.5%にまで引き上げられた経緯がある。その後、「走出去」と呼ばれる中国からの対外直接投資の促進や、中国の景気減速によるホットマネーの流入縮小（あるいは流出）により、外匯占款の増加ペースは大きく落ち込んだ。2014 年の外匯占款の増加額は 0.8 兆元（ピークは 2008 年の 4.0 兆元）にとどまり、単月では前月比純減となることが増えている。これは中国から資金が流出していることを意味し、外貨準備高は 2014 年 6 月末の 3 兆 9,932 億米ドルから、2015 年 3 月末には 3 兆 7,300 億米ドルへと 2,632 億米ドルの減少となった。

このため、中国人民銀行の金融調整は、如何にして適度な流動性を供給していくかに主眼が置かれるようになってきている。既述のように、預金準備率は 2 回引き下げられたが、大手行の預金準備率は 18.5%と高く、さらなる引き下げ余地は大きい。

外匯占款（外国為替資金残高）前月比増減と預金準備率（大手行）の推移（単位：億元、%）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

この他の景気底割れ回避措置として、5月15日に財政部、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会が、地方政府融資プラットフォームのプロジェクトの融資継続を指示する旨の「意見」を発表したことがあげられる。2014年9月21日以前に主管部門の審査・認可を得た着工済みのプロジェクトで、同年年末までに融資契約を結び既に融資が実行されている案件については、①銀行は期日前の返済を求めたり、融資を圧縮したり、融資停止などをしてはならない、②元本・利払いの返済期日を迎えた融資について、プロジェクト収入などでそれを返済できない場合、銀行は地方政府、地方政府融資プラットフォームと協議の上、返済期限の変更など融資契約を改めて更新する、などが骨子である。建設プロジェクトの継続が最優先され、銀行融資の健全性維持は脇に置かれた感が強い。

さらに、同じ日に財政部、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会は、地方政府債務の一部を地方政府債券（地方債）に置き換える旨の通知を出している。具体的には、2015年に返済期限を迎える地方政府債務のうち、第一弾では1兆元分を銀行など債権者と協議の上、地方債に置き換えるとした。金利は国債利回りの1.3倍が上限（下限は国債利回り）としており、これを5月21日時点で当てはめると、1年物国債利回り2.44%、10年物国債利回り3.43%に対して、地方債の発行金利はそれぞれ2.44%～3.17%、3.43%～4.46%程度に抑えられる。地方政府債務の長期化・分散化・低金利化を図ることで、当面の危機を回避しようとしているのである。銀行には、置き換えられた地方債を、中期貸出ファシリティ（MLF）²や担保付補完貸出（PSL）³の担保に充て、中国人民銀行から低金利で資金調達を行うインセンティブが与えられる。

景気下振れリスクは依然として高く、今後も必死の下支えが続こう。少なくとも2014年秋までは、無駄な投資と借金を抑制し、産業構造の高度化や成長の質的向上を目指すという明確な政策意図を持った景気下支え策が実施されてきたが、下振れリスクが高まるにつれて、改革による質的向上ではなく、景気底割れ回避が前面に打ち出されるようになってきた。投資・投機の増大を容認した住宅市場のテコ入れ策然り、地方政府融資プラットフォームプロジェクトの継続最優先然りである。

² 中期貸出ファシリティ（Mid-term Lending Facility=MLF）は、2014年9月に導入され、中国人民銀行が、健全性の高い商業銀行と政策銀行、都市商業銀行、農村商業銀行などに資金を貸し出す。期間は3ヵ月、金利は3.5%で、小型零細企業向け、三農（農業・農村・農民）向けの貸出をサポートする。

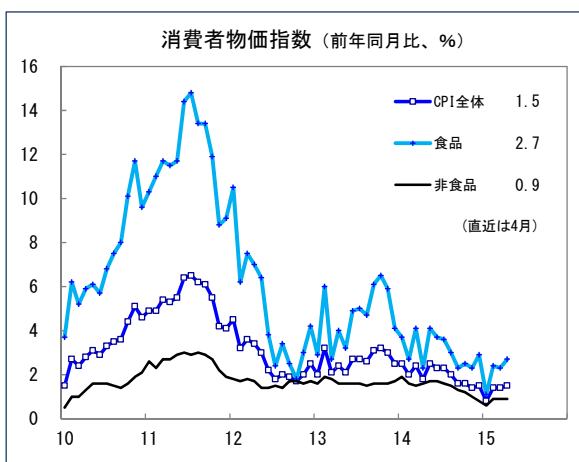
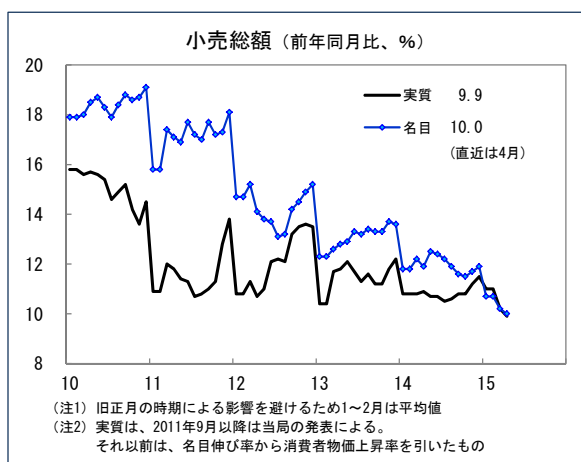
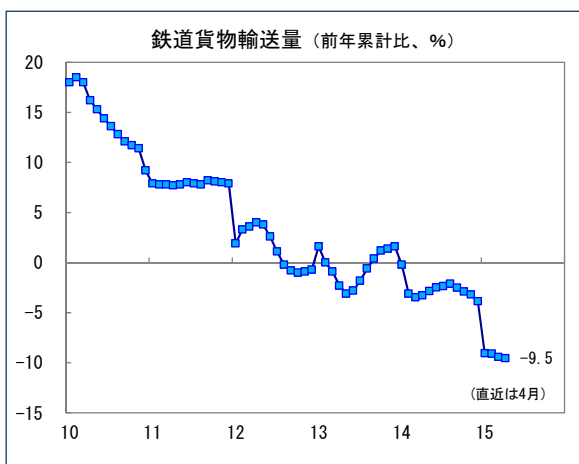
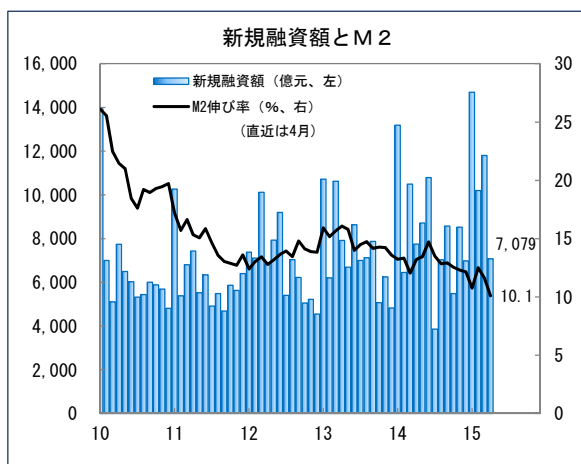
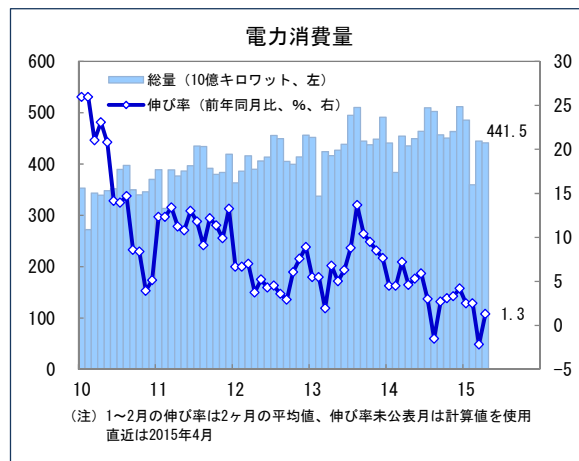
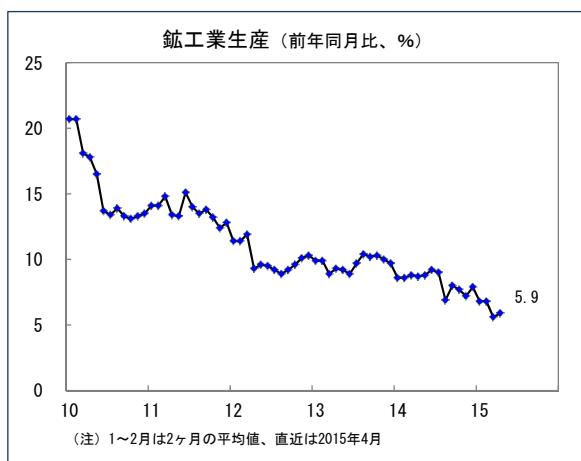
³ 担保付補完貸出（Pledged Supplementary Lending）は、中国人民銀行による政策銀行を中心とする銀行への中長期貸出（3年超）であり、インフラ建設向け融資などをサポートする。2014年はバラック住宅区の補修を目的に1兆元の貸出枠が設定され、金利は市場金利より1%ポイント低い優遇金利が適用される。

主要経済指標一覧

	2014年11月	12月	2015年1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	7.3	-	-	7.0	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	7.2	7.9	6.8		5.6	5.9
電力消費量（前年同月比、%）	3.3	4.2	2.5		-2.2	1.3
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-3.2	-3.9	-9.1	-9.1	-9.4	-9.5
固定資産投資（前年累計比、%）	15.8	15.7	13.9		13.5	12.0
不動産開発投資（前年累計比、%）	11.9	10.5	10.4		8.5	6.0
小売総額 名目（前年同月比、%）	11.7	11.9	10.7		10.2	10.0
実質（前年同月比、%）	11.2	11.5	11.0		10.2	9.9
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.4	1.5	0.8	1.4	1.4	1.5
食品（前年同月比、%）	2.3	2.9	1.1	2.4	2.3	2.7
非食品（前年同月比、%）	1.0	0.8	0.6	0.9	0.9	0.9
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.7	-3.3	-4.3	-4.8	-4.6	-4.6
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.2	-4.0	-5.2	-5.9	-5.7	-5.5
新規融資額（億元）	8,527	6,973	14,700	10,200	11,800	7,079
M2伸び率（%）	12.3	12.2	10.8	12.5	11.6	10.1
輸出（前年同月比、%）	4.7	9.7	-3.3	48.3	-15.0	-6.4
輸入（前年同月比、%）	-6.8	-2.5	-19.9	-20.5	-12.7	-16.2
貿易収支（億米ドル）	544.7	496.1	600.3	606.2	30.8	341.3
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-2.1	-2.7	-3.2	-3.6	-3.7	-3.2
上海（前年同月比、%）	-2.9	-3.7	-4.2	-4.7	-5.0	-4.7
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-9.0	-10.7	-17.7		-18.4	-17.3
完工面積（前年累計比、%）	8.1	5.9	-12.9		-8.2	-10.5
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-8.2	-7.6	-16.3		-9.2	-4.8
金額（前年累計比、%）	-7.8	-6.3	-15.8		-9.3	-3.1

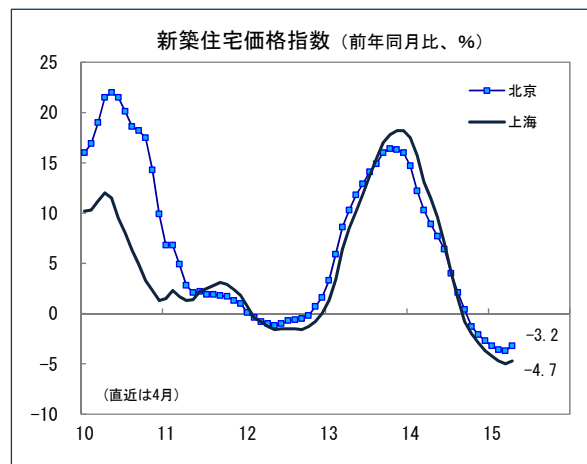
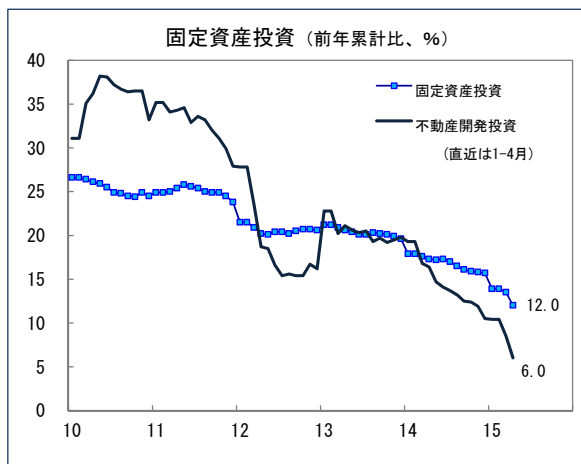
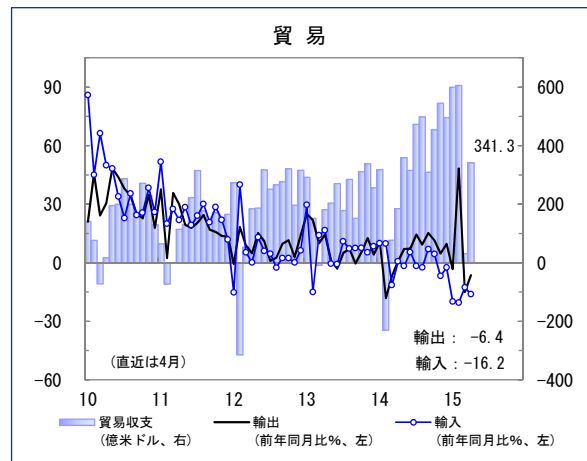
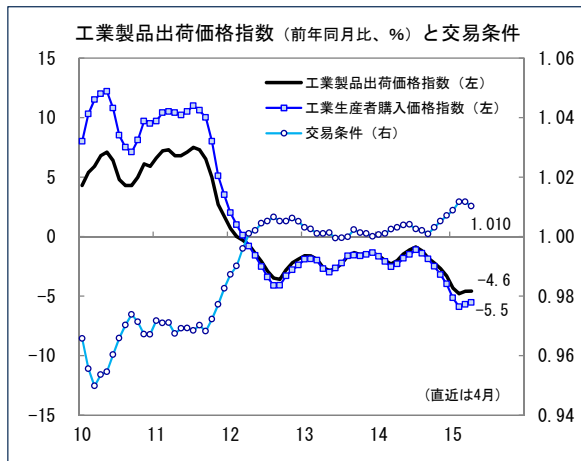
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

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