

2018年8月21日 全9頁

内憂外患の中国、困った時のインフラ頼み

景気サポート強化で、デレバレッジは当面棚上げへ

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国経済は内憂外患という状況になっている。内憂とは行きすぎたデレバレッジ（負債率引き下げ）の影響であり、外患は米中貿易摩擦問題の深刻化である。後者について、7月に関税率が追加で25%引き上げられたのは、米中それぞれ年間340億ドル分であり、貿易面ですぐさま大きな影響が出るとは考えにくい。しかし、企業の景況感や消費者のセンチメントは既にその影響を受けている。
- 中国政府は景気サポートを強化している。今後は、金融リスク低減のためのデレバレッジを適度に継続しつつ、景気減速は緩やかなものとどめる、というのがあるべき姿になる。しかし、7月末に開催された中共中央政治局会議では、弱点（インフラ）の補強がデレバレッジより優先されることが明示された。結局のところ、中国では、デレバレッジを当面の間は棚上げにし、困った時のインフラ頼みが繰り返される可能性が高まっている。

内憂：行きすぎたデレバレッジの影響

中国経済は内憂外患という状況になっている。

内憂とは行きすぎたデレバレッジ（負債率引き下げ）の影響である。中国ではリーマン・ショック後の2008年11月に発動された4兆元（当時の為替レートで57兆円）もの景気刺激策を機に、インフラ、不動産、製造業を中心に資金需要が一気に高まり、銀行貸出だけでなく、シャドーバンキング（影の銀行）からの資金調達も急膨張した。この結果、非金融企業を中心に債務残高は急増し、国際決済銀行（BIS）によると、債務残高のGDP比は2008年末の141.3%から2017年末には255.7%（内訳は非金融企業160.3%、家計48.4%、政府47.0%）に急上昇した。この水準とトレンドからの乖離は、かつて金融危機に陥ったり、バランスシート調整による景気急減速を余儀なくされた国々に匹敵している。このため、2017年春以降は、金融リスクの軽減が重要政策に位置付けられ、リーマン・ショック後の資金調達の中核を担った地方政府融資平台を含む企業のデレバレッジが推進されたのである。

それから1年が経過し、皮肉にも今度はその行きすぎが警戒されるようになってきている。デレバレッジに関連して、社会資金調達金額のネットの増減額は、広義のシャドーバンキング（委託貸出、信託貸出、未割引の銀行引受手形、企業債券発行額、非金融企業の域内株式発行額の合計）が、5月は▲4,190億円、6月は▲5,244億円、7月は▲2,473億円となった。7月の純減幅は縮小したとはいえ、3ヵ月連続で大幅な純減（回収・償還超過）となる異常事態が発生したのである。シャドーバンキングは銀行へのアクセスが不利な小型・零細企業の命綱であり、企業は資金調達難に陥り、資金繰りの悪化から企業倒産が増加する可能性がいやがうえにも高まっている。

社会資金調達金額のネットの増減額（単位：億円）

	合計	人民元貸出	外貨貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の 銀行引受 手形	企業債券	非金融企業 の域内株式 発行	広義のシャ ドーバンキ ング合計
2017年1月	37,095	23,133	126	3,136	3,175	6,130	▲510	1,225	13,156
2017年2月	11,046	10,317	368	1,172	1,062	▲1,719	▲1,125	570	▲40
2017年3月	22,196	11,586	288	2,039	3,113	2,390		129	8,471
2017年4月	13,585	10,806	▲283	▲48	1,473	345	501	769	3,039
2017年5月	11,202	11,780	▲99	▲278	1,812	▲1,245	▲2,488	458	▲1,740
2017年6月	19,140	14,474	73	▲32	2,481	▲230	▲169	487	2,536
2017年7月	11,657	9,152	▲213	163	1,232	▲2,037	2,621	536	2,514
2017年8月	15,591	11,466	▲332	▲82	1,143	242	1,137	653	3,094
2017年9月	19,935	11,885	▲232	775	2,368	784	1,654	519	6,099
2017年10月	10,689	6,635	▲44	43	1,019	12	1,482	601	3,158
2017年11月	16,857	11,428	198	280	1,434	15	853	1,324	3,905
2017年12月	15,016	5,769	169	601	2,245	676	337	817	4,677
2018年1月	30,733	26,850	266	▲714	455	1,437	1,162	500	2,840
2018年2月	11,766	10,199	86	▲750	660	106	624	379	1,019
2018年3月	15,106	11,425	139	▲1,850	▲357	▲323	3,455	404	1,330
2018年4月	16,914	10,987	▲26	▲1,481	▲94	1,454	4,008	533	4,419
2018年5月	8,476	11,396	▲228	▲1,570	▲904	▲1,741	▲412	438	▲4,190
2018年6月	13,922	16,787	▲364	▲1,642	▲1,623	▲3,649	1,413	258	▲5,244
2018年7月	10,415	12,861	▲773	▲950	▲1,192	▲2,744	2,237	175	▲2,473

（注1）社会資金調達金額の増減額は、金融システムから経済に供給された資金のネット増減額

（注2）広義のシャドーバンキングは委託貸出、信託貸出、未割引の銀行引受手形、企業債券、非金融企業の域内株式発行の合計

（出所）中国人民銀行より大和総研作成

外患：米中貿易摩擦問題、既に企業の景況感や消費者の信頼感に悪影響

さらに、中国経済の先行きには米中貿易摩擦問題という暗雲が広がっている。

米トランプ政権は7月6日、知的財産権侵害への制裁として中国からの輸入品340億ドル分¹に25%の追加関税を発動し、中国側も同様の報復措置²を発動した。さらに、米国は160億ドル分³を8月23日にも発動する予定であり、中国側も同様の措置⁴を講じるとしている。

この他、米トランプ大統領は7月10日、中国からの輸入品2,000億ドル分⁵に10%の追加関税をかけるリストを発表し、8月1日には追加税率を25%に引き上げる方針を発表した。ちなみに、中国側統計では、2017年の対米輸入は1,539.4億ドル（対米輸出は4,297.5億ドル、対米貿易黒字は2,758.1億ドル）であり、米国と同じ金額・関税率で報復措置を講ずることはで

¹ 半導体、自動車、産業用ロボット、航空機など818品目。

² 大豆、水産品、食肉、自動車など545品目。

³ 半導体、電子部品、プラスチック製品など279品目。

⁴ 鉄鋼、自動車など333品目。

⁵ 家具、生鮮食品、葉タバコ、トイレ紙、電気自動車用バッテリーなど6,031品目。

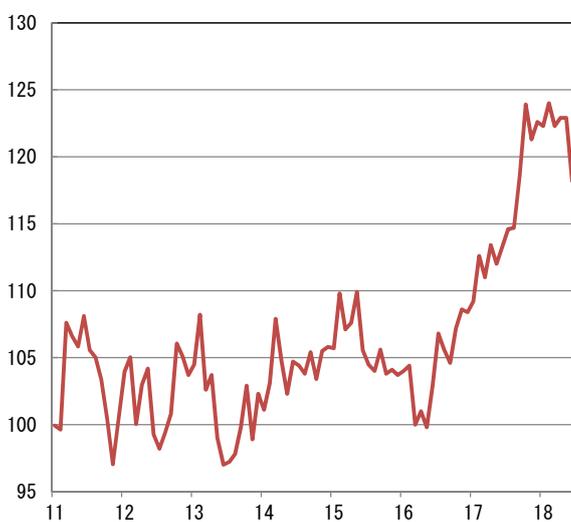
きない。このため、中国政府は8月3日、米国からの輸入品 5,207 品目 600 億ドル分に品目別に5%、10%、20%、25%の追加関税をかけるリストを発表した。

米中政府は8月22日、23日に次官レベルの通商協議を開催する予定である他、11月には米中首脳会談の開催が模索されているが、交渉の行方は予断を許さない状況となっている。

米中貿易摩擦問題が深刻化するにつれ、輸出企業は輸出数量の減少や生産縮小に直面し、代替が利かない高い輸入品を購入する企業・消費者のコスト負担は増大することになる。さらに中国でモノを作って米国に輸出する企業にとって、中国で製造する優位性が低下すれば、設備投資や外国からの直接投資が減少するなど影響は大きくなる懸念が高まろう。

7月に関税率が追加で25%引き上げられたのは、米中それぞれ年間340億ドル分であり、貿易面ですぐさま大きな影響が出るとは考えにくい。その一方で、企業の景況感や消費者のセンチメントは既にその影響を受けている。7月31日に国家統計局が発表した7月の製造業PMIは51.2と、6月から0.3ポイント低下し、輸出新規受注は49.8と、拡大と縮小の境目である50を2ヵ月連続で下回った。非製造業は54.0と、6月から1.0ポイント低下した。さらに、2017年10月以降、高水準を維持していた消費者信頼感指数は、2018年6月に大きく低下している。

消費者信頼感指数は2018年6月に大きく低下



(出所) 国家統計局より大和総研作成

デレバレッジの推進とインフラ投資の急減速

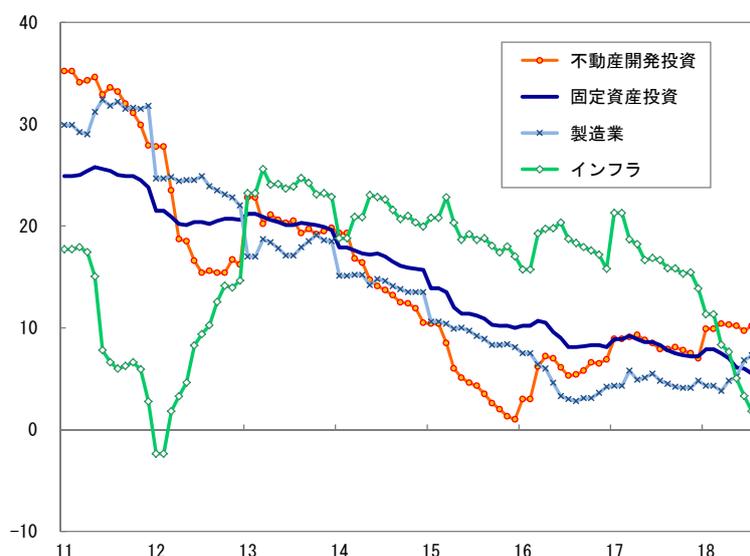
1月～7月の固定資産投資は前年同期比5.5%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）増と、2017年の7.2%増から減速している。中でもインフラ投資（電気、水道、ガスを含むベース）は2017年の13.9%増から2018年1月～7月は1.8%増に急減速した。インフラ投資は2013年～2017年前半にかけて20%増程度の伸び率が続いたが、その後は減速し、2018年

5月以降、単月ベースでは前年割れとなっている。これは、デレバレッジが推進される中、地方政府債務を急増させかねない、資金調達の肩代わりや投資元本・収益の保証などが2017年後半以降明確に禁止され、PPP（官民連携）によるインフラ投資プロジェクトの一部停止や見直しが広がったことが背景にある。

一方で、製造業投資は2017年の4.8%増⇒2018年1月～7月は7.3%増、同様に不動産開発投資は7.0%増⇒10.2%増と伸び率を高めた。製造業投資は4月以降、4ヵ月連続で伸び率が加速している。国家統計局は集積回路、医療診断・治療設備、エレクトロニクスといったハイテク製造業の好調（12.2%増）を強調するが、それだけでなく、一部の伝統的製造業の投資も大きく増加している。中でも1月～7月の鉄鋼向け投資は10.0%増と、2011年以来の2ケタ増となった。最新の設備が導入され、その生産能力を上回る旧式設備が淘汰されれば問題はないのだが、業績改善を背景に鉄鋼をはじめとする川上産業の一部が再び能力拡張に走っている可能性は否定できない。

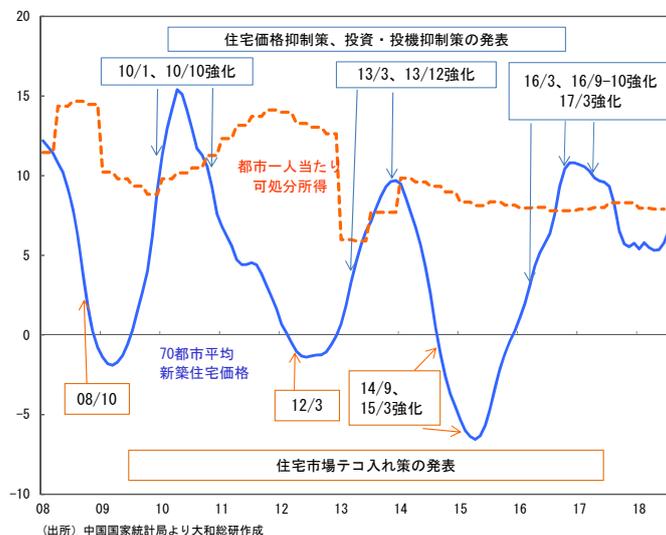
不動産開発投資に関連して、先行指標となる新規着工面積は1月～7月に14.4%増と増加傾向を強めており、当面の不動産開発投資の堅調を示唆している。2017年10月以降5%台で安定した推移となっていた70都市新築住宅価格上昇率は、直近7月は6.6%と再び上昇ピッチを速めている。中国政府は住宅価格上昇率を、都市一人当たり可処分所得増加率（1月～6月は7.9%増）を下回る水準に抑制することを政策課題のひとつとしている。住宅価格上昇率はそろそろ政府が警戒してもおかしくない水準になりつつあり、7月末に開催された中共中央政治局会議でも「不動産市場の問題を解決し、住宅価格の上昇を断固抑制する」との指摘があった。価格上昇ペースの加速が続けば、より厳しい価格抑制策が発動される可能性が高まるだけに、今後の動向には注意が必要となろう。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

住宅価格（前年同月比）、都市一人当たり可処分所得（1月から累計の前年同期比）と住宅政策 （単位：％）



消費は減速。期待された乗用車販売は空振り

1月～6月の国民一人当たり可処分所得は名目8.7%増、実質6.6%増と、1月～3月のそれぞれ8.8%増、6.6%増とほぼ変わらず、6月末の都市失業率は4.8%と低水準を維持するなど、消費を取り巻く所得・雇用環境は悪くない。しかし、足元で消費者信頼感指数が大きく低下しているのは既述した通りである。

7月の小売売上は8.8%増と、1月～3月の9.8%増、4月～6月の9.0%増から一段と減速した。国家统计局は、5月（8.5%増）と6月（9.0%増）の小売売上が低水準の伸び率にとどまったのは、7月1日の自動車・同部品の輸入関税引き下げ⁶を前に、消費者が自動車購入を先延ばしにしたことが大きいとしていた。確かに、自動車は小売売上の13%程度を占める一大品目であり、同統計の自動車類は1月～3月の7.4%増から、5月は1.0%減、6月は7.0%減に落ち込んでいた。

しかし、期待された買い控えの反動は不発に終わった。7月の自動車販売金額は2.0%減と、マイナス幅こそ6月からは縮小したものの、3ヵ月連続で前年割れとなった。①通常、郊外に建設されることの多い居住目的の住宅販売が増加する場合は、自動車需要が刺激されるのであるが、金利上昇などの影響を受けて、住むための住宅需要が減速している可能性、②景気の先行き不透明感が消費者の財布の紐を固くしている可能性、などが指摘できよう。

⁶ 中国政府は5月22日、自動車の輸入関税を7月1日より従来の平均21.5%（3%～25%）から同13.8%（3%～15%）に引き下げ、自動車部品の関税を同様に従来の平均10.2%（6%～25%）から6%に引き下げることを発表した。

中国政府は景気サポートを強化。結局、困った時のインフラ頼みへ

景気減速懸念が高まる中、7月23日に李克強首相が主宰した国務院常務会議は、①財政政策の一段の積極化、②金融政策の穏健中立から穏健への変更、③小型・零細企業へのサポート強化、④建設中のプロジェクトの資金手当て支援、といった景気サポート策を発表した。

②の金融政策について、「穏健」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り、「穏健中立」から「穏健」への変更は、今回の文脈では中立から若干の緩和への変更を意味する。

③の小型・零細企業へのサポート強化は既に始まっている。中国人民銀行は4月25日に預金準備率を1.0%引き下げ、7月5日にも0.5%引き下げた（引き下げ後の大手行の預金準備率は15.5%）。2回の預金準備率引き下げにより、合計2.0兆元の預金準備が「解凍」され、このうち6,000億元分は小型・零細企業向けの貸出増加に用いとされた。さらに、今回の国務院常務会議では、1. 商業銀行が小型・零細企業向け貸出を増強するための金融債を発行することを奨励する、2. 国家による融資担保（債務保証）基金への出資を加速し、毎年新たに15万社の小型・零細企業へのサポートと1,400億元の貸出目標実現を目指す、といった措置が講じられることになっている。

さらに、習近平総書記が主宰する中共中央政治局会議が7月31日に開催され、下半期の重要政策の基本方針が発表された。同会議は足元の経済情勢について「安定の中に変化があり、新たな問題・挑戦に直面し、外部環境には顕著な変化が生じている」と、デレバレッジの行きすぎや米中貿易摩擦問題を念頭に景気下振れリスクが高まっているとの認識を示した上で、下半期は経済社会の安定を重要視するとした。

経済政策の重点として、(1) 経済の安定した健全な発展を維持し、積極的な財政政策と穏健な金融政策を堅持する、(2) 「弱点の補強」をサプライサイドの構造改革の当面の重点に置き、インフラ分野やイノベーション分野などの「弱点の補強」に注力する、(3) 金融リスクの低減と、実体経済のサポートをしっかりと行い、デレバレッジを堅持する、(4) 改革開放政策を推進する、(5) 不動産市場の問題を解決し、住宅価格の上昇を断固抑制する、(6) 民生の改善と社会の安定にしっかりと取り組む、という6項目が掲げられた。

今後は、金融リスク低減のためのデレバレッジを適度に継続しつつ、景気減速は緩やかなものとどめる、というのがあるべき姿になろう。政治局会議でもデレバレッジを堅持する方針は示されている。

しかし、大和総研はデレバレッジが当面の間棚上げとなる可能性を懸念している。足元のインフラ投資の腰折れは、投資元本・収益の保証などにより地方政府債務を急増させ得るPPPプロジェクトの見直しが背景である。こうしたプロジェクトを継続・拡大すれば、デレバレッジは棚上げされることになる。

この懸念には根拠がある。サプライサイドの構造改革は、1. 過剰生産能力の解消、2. 過剰不

動産在庫の削減、3. デレバレッジ、4. 企業コストの引き下げ、5. 弱点の補強（例えば、脱貧困やイノベーション重視など、中国経済が抱える問題点や弱点の改善、補強）の5つからなるのだが、今回の政治局会議では、当面は5.の「弱点の補強」、特にインフラ分野を最優先することが明示され、3.のデレバレッジの重要度は相対的に低下している。

現地報道によれば、鉄道部が解体されて2013年3月に設立された中国鉄道総公司是、2018年の鉄道部門の固定資産投資額が当初計画の7,320億元（2017年実績比8.6%減）から8,000億元以上に引き上げられたことを確認したという。同社は巨額の債務問題を抱え、新規投資を厳選してデレバレッジを着実に進めるのではなかったのか？

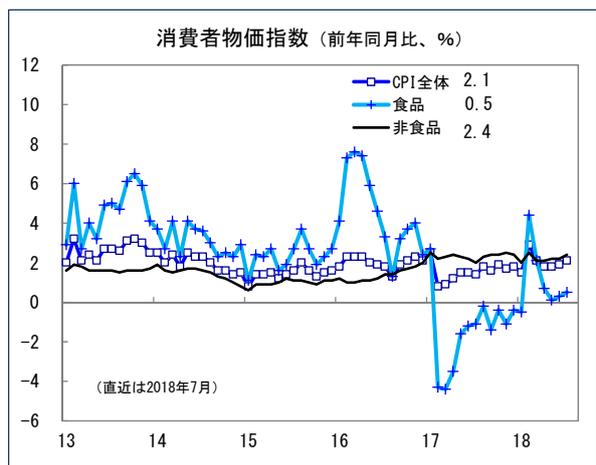
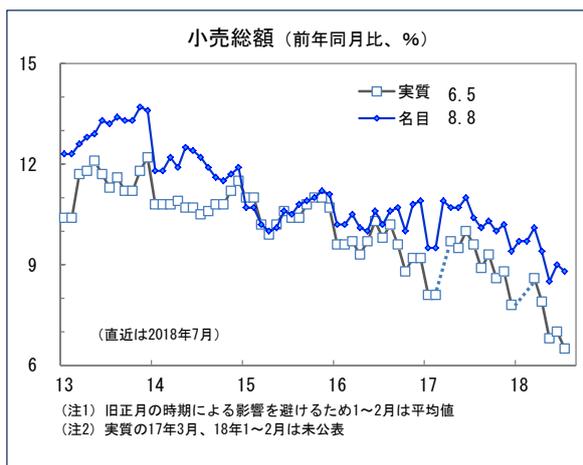
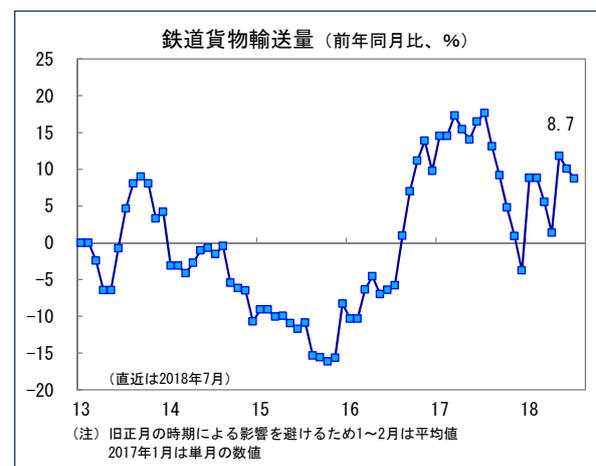
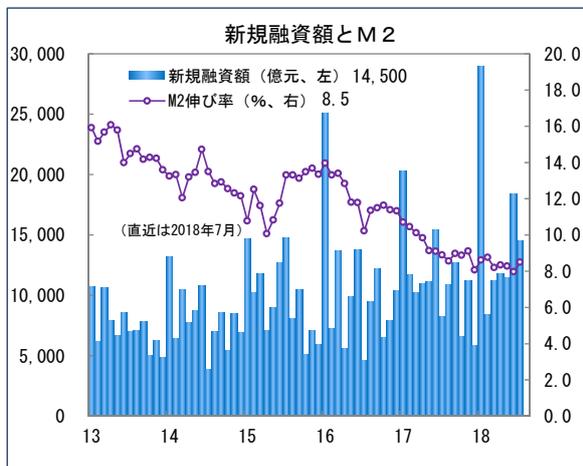
結局のところ、中国では、デレバレッジを当面の間は棚上げにし、困った時のインフラ頼みが繰り返される可能性が高まっている。

主要経済指標一覧

	2018年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.8	-	-	6.7	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	7.2		6.0	7.0	6.8	6.0	6.0
電力消費量（前年累計比、%）	13.3		9.8	9.3	9.8	9.4	9.0
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	9.4	8.2	5.6	1.4	11.8	10.1	8.7
固定資産投資（前年累計比、%）	7.9		7.5	7.0	6.1	6.0	5.5
不動産開発投資（前年累計比、%）	9.9		10.4	10.3	10.2	9.7	10.2
小売総額 名目（前年同月比、%）	9.7		10.1	9.4	8.5	9.0	8.8
実質（前年同月比、%）	-		8.6	7.9	6.8	7.0	6.5
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1
食品（前年同月比、%）	-0.5	4.4	2.1	0.7	0.1	0.3	0.5
非食品（前年同月比、%）	2.0	2.5	2.1	2.1	2.2	2.2	2.4
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	5.2	4.4	3.7	3.7	4.3	5.1	5.2
新規融資額（億元）	29,000	8,393	11,200	11,800	11,500	18,400	14,500
M2伸び率（%）	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5
輸出（前年同月比、%）	10.6	43.5	-3.0	12.1	12.1	11.2	12.2
輸入（前年同月比、%）	37.4	6.5	14.6	21.8	26.0	14.1	27.3
貿易収支（億米ドル）	185.7	323.3	-55.6	272.4	240.1	414.6	280.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-1.2	-0.3	-0.6	-0.7	-0.5	-0.1	0.2
上海（前年同月比、%）	-0.2	-0.6	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	2.9		9.7	7.3	10.8	11.8	14.4
完工面積（前年累計比、%）	-12.1		-10.1	-10.7	-10.1	-10.6	-10.5
不動産販売 面積（前年累計比、%）	4.1		3.6	1.3	2.9	3.3	4.2
金額（前年累計比、%）	15.3		10.4	9.0	11.8	13.2	14.4

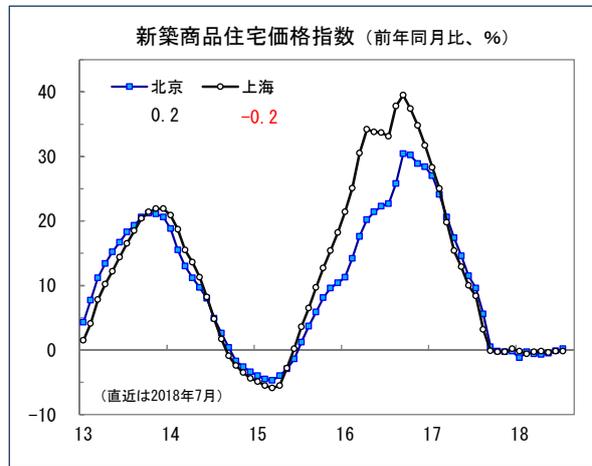
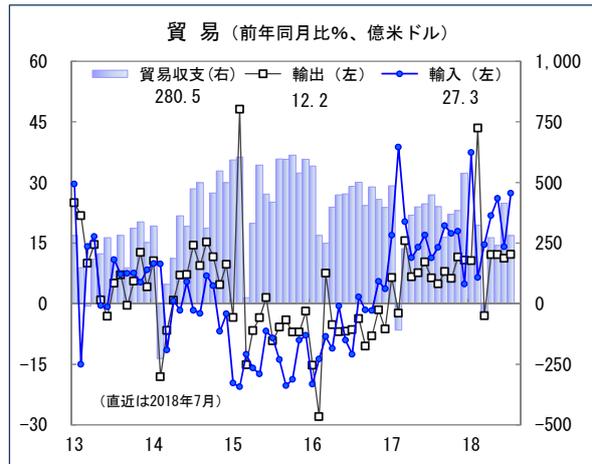
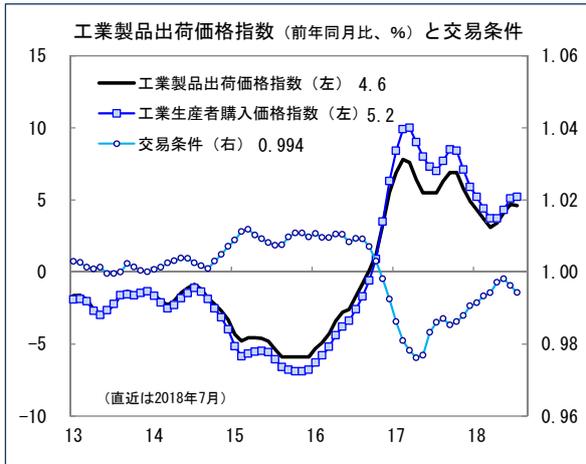
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成