

2019年2月21日 全8頁

# 中国：急減速回避でたまるツケ

## 再びの投資依存とリスク含みの貸出急増

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

### [要約]

- 2019年の政府成長率目標は前年比6.0%~6.5%（以下、変化率は前年比、前年同月比）というレンジで提示される可能性が高く、2018年の6.5%前後から引き下げられることになろう。成長率目標が下げられること自体は問題ではない。既に中国は、2017年10月の党大会で経済の「中高速成長」を放棄し、「質の高い発展」を目標に掲げた。問題は中国経済が想定以上に減速するリスクが高まり、それを回避するために「質の高い発展」路線を堅持する余裕がなくなることである。
- 2019年の中国経済は投資への依存度を再び高める可能性が高い。1月の社会資金調達金額の急増はリスク含みの可能性がある。デレバレッジ（負債率引き下げ）が棚上げされ、負債率をさらに高めることは、将来的な金融リスクを一段と高めることに他ならない。もちろん、中国政府がこれをよしとしなければ、2月以降は出しすぎた分が調整される可能性がある。この場合は資金面の景気へのサポートが再び弱体化することになる。中国政府の経済政策運営のかじ取りの難しさは一段と増していよう。

## 2019 年の政府成長率目標は 6.0%~6.5%のレンジで提示へ

2019 年 3 月 5 日に開幕する全国人民代表大会（全人代）では初日に李克強首相による政府活動報告が行われ、2019 年の政府経済成長率目標などの主要経済目標が発表される予定である。昨年の全人代では 2018 年の政府成長率目標は 2017 年と同じ前年比 6.5%前後（以下、変化率は前年同月比、前年比）とされた。国家統計局によると、2018 年の実質 GDP 成長率は 6.6%と、2017 年の 6.8%から低下したものの、政府目標は達成した。

各地方の実質 GRP（Gross Regional Product）成長率の推移を見ると、2018 年は成長が加速したのは 5 地方（2017 年は 7 地方）で、3 地方（同 4 地方）は変わらず、減速したのは 22 地方（同 20 地方）であった<sup>1</sup>。成長率が 2.5%ポイント以上変動した地方をピックアップすると、成長率が大きく加速したのは甘肅省（2017 年の 3.6%⇒2018 年は 6.3%）のみ（2017 年は山西省と遼寧省の 2 地方）、大きく減速したのは重慶市（2017 年の 9.3%⇒2018 年は 6.0%）のみ（2017 年は天津市、内モンゴル自治区、甘肅省の 3 地方）であった。全体として成長率は低下傾向にありながら、上にも下にも変動が比較的小さかったのが 2018 年の特徴といえるだろう。

ちなみに、2016 年以降、成長率が大きく減速した地方の多くで、財政収入や鉱工業生産などの水増しとその修正が明らかになっている。省レベルの地方政府が統計の水増しを公表したのは、2017 年 1 月の遼寧省をはじめに、天津市、内モンゴル自治区、そして重慶市と続いた。甘肅省では正式な発表はないが、2017 年の固定資産投資が 39.7%減を記録するなど、何らかの統計の水増しや虚偽の後始末が行われた可能性は否定できない。

統計水増しの背景には、地方政府の成長至上主義からの脱却の遅れがあり、ここ数年で地方政府が水増しを相次いで認めた背景には、2017 年 10 月の習近平政権の 2 期目スタートの前後に地方政府指導者の入れ替えが行われたことがある。過去の水増し等は前任者のせいにするのが可能だったのである。特に、中国第 4 の直轄市である重慶市は、いずれも失脚した薄熙来氏（2007 年 11 月～2012 年 3 月に党書記）、孫政才氏（2012 年 11 月～2017 年 7 月に党書記）の後任に、習近平総書記の側近の一人とされる陳敏爾氏が党書記に就任したと見られる。

話を 3 月 5 日に開幕する全人代に戻そう。2019 年の政府成長率目標は 6.0%~6.5%というレンジで提示される可能性が高く、2018 年の 6.5%前後から引き下げられることになる。全人代を前に、各省・自治区・直轄市で人民代表大会が開かれ、2019 年の実質 GRP 成長率目標などが発表されている。これによると 31 地方のうち 15 地方が成長率目標をレンジで提示した。2018 年が 1 地方であったことからするとその急増ぶりが分かる。恐らく、党中央・政府レベルで 2019 年の成長率目標をレンジで示すことが共有され、それが各地方の目標設定に反映されているのであろう。同様のことは 2016 年にも起きており、当時は 8 地方がレンジで発表し、政府目標は 6.5%~7.0%に設定された経緯がある。

<sup>1</sup> チベット自治区の 2018 年の実質 GRP 成長率は未発表。

## 各地方の実質 GRP 成長率の推移（前年比）（単位：％）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
北京	7.7	7.3	6.9	6.8	6.7	6.6
天津	12.5	10.0	9.3	9.1	3.6	3.6
河北	8.2	6.5	6.8	6.8	6.6	6.6
山西	8.9	4.9	3.1	4.5	7.1	6.7
内モンゴル	9.0	7.8	7.7	7.2	4.0	5.3
遼寧	8.7	5.8	3.0	-2.5	4.2	5.7
吉林	8.3	6.5	6.3	6.9	5.3	4.5
黒竜江	8.0	5.6	5.7	6.1	6.4	4.7
上海	7.7	7.0	6.9	6.9	6.9	6.6
江蘇	9.6	8.7	8.5	7.8	7.2	6.7
浙江	8.2	7.6	8.0	7.6	7.8	7.1
安徽	10.4	9.2	8.7	8.7	8.5	8.0
福建	11.0	9.9	9.0	8.4	8.1	8.3
江西	10.1	9.7	9.1	9.0	8.8	8.7
山東	9.6	8.7	8.0	7.6	7.4	6.4
河南	9.0	8.9	8.3	8.1	7.8	7.6
湖北	10.1	9.7	8.9	8.1	7.8	7.8
湖南	10.1	9.5	8.5	8.0	8.0	7.8
広東	8.5	7.8	8.0	7.5	7.5	6.8
広西	10.2	8.5	8.1	7.3	7.1	6.8
海南	9.9	8.5	7.8	7.5	7.0	5.8
重慶	12.3	10.9	11.0	10.7	9.3	6.0
四川	10.0	8.5	7.9	7.8	8.1	8.0
貴州	12.5	10.8	10.7	10.5	10.2	9.1
雲南	12.1	8.1	8.7	8.7	9.5	8.9
チベット	12.1	10.8	11.0	10.1	10.0	N.A.
陝西	11.0	9.7	7.9	7.6	8.0	8.3
甘肅	10.8	8.9	8.1	7.6	3.6	6.3
青海	10.8	9.2	8.2	8.0	7.3	7.2
寧夏	9.8	8.0	8.0	8.1	7.8	7.0
新疆	11.0	10.0	8.8	7.6	7.6	6.1
全国	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6

(注) 水色は前年より成長率が低下したことを、薄橙色は上昇したことを表す。紺地に白抜きの数字は前年より成長率が2.5%ポイント以上低下したことを、橙地に白抜きの数字は2.5%ポイント以上上昇したことを表す  
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

## 地方政府が発表した実質 GRP 成長率目標（％）

	実質GRP成長率政府目標						
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
北京	8.0	7.5	7.0	6.5	6.5	6.5	6.0-6.5
天津	12.0	11.0	9.0	9.0	8.0	5.0	4.5
河北	9.0	8.0	7.0	7.0	7.0	6.5	6.5
山西	10.0	9.0	6.0	6.0	5.5	6.5	6.3
内モンゴル	12.0	9.0	8.0	7.5	7.5	6.5	6.0
遼寧	9.5	9.0	6.0	6.0	6.5	6.5	6.0-6.5
吉林	12.0	8.0	6.5	7.0	7.0	6.0	5.0-6.0
黒竜江	11.0	8.5	6.0	6.0-6.5	6.0-6.5	6.0	5.0
上海	7.5	7.5	7.0	6.5-7.0	6.5	6.5	6.0-6.5
江蘇	10.0	9.0	8.0	7.5-8.0	7.0-7.5	7.0	6.5
浙江	8.0	8.0	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0	6.5
安徽	10.0	9.5	8.5	8.5	8.5	8.0	7.5-8.0
福建	11.0	10.5	10.0	8.5	8.5	8.5	8.0-8.5
江西	10.0	10.0	9.0	8.5	8.5	8.5	8.0-8.5
山東	9.5	9.0	8.5	7.5-8.0	7.5	7.0	6.5
河南	10.0	9.0	8.0	8.0	7.5	7.5	7.0-7.5
湖北	10.0	10.0	9.0	9.0	8.0	7.5	7.5-8.0
湖南	10.0	10.0	8.5	8.5	8.0	8.0	7.5-8.0
広東	8.0	8.5	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0	6.0-6.5
広西	11.0	10.0	8.0	7.5-8.0	7.5	7.0-7.5	7.0
海南	10.0	10.0	8.0	7.0-7.5	7.0	7.0	7.0-7.5
重慶	12.0	11.0	10.0	10.0	10.0	8.5	6.0
四川	11.0	9.0	7.5	7.0	7.5	7.5	7.5
貴州	14.0	12.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
雲南	12.0	11.0	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
チベット	12.0	12.0	12.0	10.0	11.0	10.0	10.0
陝西	12.5	11.0	10.0	8.0	8.0	8.0	7.5-8.0
甘肅	12.0	11.0	8.0	7.5	7.5	6.0	6.0
青海	12.0	10.5	8.0	7.5	7.5	7.0	6.5-7.0
寧夏	12.0	10.0	8.0	7.5	8.0	7.5	6.5-7.0
新疆	11.0	11.0	9.0	7.0	7.0	7.0	5.5
全国（単純平均）	10.6	9.7	7.9	7.8	7.7	7.3	6.9

(注1) 水色は前年より目標が引き下げられていることを、薄橙色は前年より目標が引き上げられていることを表す  
(注2) 紺地に白抜きの数字は前年より目標が2.5%ポイント以上引き下げられていることを表す  
(出所) 各地方政府活動報告、各地方国民経済と社会发展計画の執行状況・計画案などにより大和総研作成

## 再びの投資依存

成長率目標が下げられること自体は問題ではない。既に中国は、2017年10月の党大会で経済の「中高速成長」を放棄し、「質の高い発展」を目標に掲げた。成長速度から質の高さ重視への転換は、成長率が多少低下したとしても、中国経済が抱える過剰投資とそれを支えた過剰債務問題、資源浪費と環境問題などの緩和・改善に本格的に取り組む姿勢を強調したのである。

問題は中国経済が想定以上に減速するリスクが高まり、それを回避するために「質の高い発展」路線を堅持する余裕がなくなることである。

デレバレッジ（負債率引き下げ）の行きすぎで金融が収縮したことに米中摩擦の深刻化が加わり、昨年後半以降、中国経済は減速傾向を強めている。10月～12月の実質GDP成長率は6.4%にとどまった。

これまで中国の安定成長をリードしてきた消費は、自動車販売の不振などを背景に低迷を余儀なくされている。昨年10月1日から年間3,200億元（2018年の小売上の0.8%に相当）規模の個人所得税減税（基礎控除額引き上げ）が実施されたが、減税の対象は限界消費性向の低い中高所得者層であり、消費刺激効果に多くを期待することはできない。

2019年1月下旬には自動車や家電の消費刺激策の基本方針が発表された。例えば家電では老朽化した家電を省エネ家電・スマート家電に買い替えたり、新規購入することで補助金が支給される。対象は冷蔵庫、洗濯機、エアコン、テレビ、レンジフード、給湯器、コンロ、パソコンが想定されている。ただし、具体策は地方政府に委ねられ、より需要の大きい豊かでない地方の財源確保に難がある。さらに、補助金の支給を中心とした消費刺激策には、需要の先食いとの批判が付きまとう。

このため、2019年の中国経済は投資への依存度を再び高める可能性が高い。全人代でも投資をサポートする財政政策の強化が想定される。2018年の財政赤字のGDP比は2.6%とされたが、仮に2019年は3.0%までの赤字を容認すると、純増額は6,000億元程度（約9.8兆円）となる。インフラ投資に用いられる地方政府特別債券については、2018年は5,500億元増の1兆3,500億元（約22.0兆円）の発行限度枠が設定され、2019年は同程度かそれを上回る純増額が期待されている。政策の恩恵を多く受けるのは国有企業であり、分野でいえば国有部門が中心のインフラ投資となる。

## リスク含みの貸出急増

2019年1月の社会資金調達金額の増減額は50.5%増の4.64兆元（約75.4兆円）と急増した。同残高（1月末は205.1兆元）の伸び率は2017年7月末を直近のピークに低下が続き、2018年12月末には9.8%となったが、2019年1月末には10.4%増に加速した。

2018年春以降は企業の資金調達難が景気減速要因の一つとなっていたことから、その緩和は

本来喜ぶべきことである。例えば、インフラ投資向けの地方政府特別債券は3月の全人代で発行枠が決まるため、例年1月と2月の発行実績はほとんどないのだが、今年は全人代が国务院（内閣）に一定程度の発行認可を授権したことでスムーズな発行が行われた。昨年夏場以降の緩和気味の金融政策により、企業債券の発行利回りが大きく低下したことを受けて、企業債券の発行も順調であった。

その一方で、銀行貸出の急増はリスク含みの可能性がある。例年、銀行貸出は1月に急増する。これは銀行当局により年間の新規貸出増加枠が「暗示」される中、年初にできるだけ多くの貸出を行うことで、年間の金利収入を最大化するインセンティブが働くためである。年間を通じて1月の貸出が大きいことにはこうした背景があるが、それにしても今年1月の銀行貸出が32.8%増の3.57兆元（約58.0兆円）を記録したのは行きすぎの感がある。デレバレッジが棚上げされ、負債率をさらに高めることは、将来的な金融リスクを一段と高めることに他ならない。もちろん、中国政府がこれをよしとしなければ、2月以降は出しすぎた分が調整される可能性がある。この場合は資金面の景気へのサポートが再び弱体化することになる。中国政府の経済政策運営のかじ取りの難しさは一段と増していよう。

#### 社会資金調達金額のネットの増減額（単位：億元）

	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	地方政府 特別債券	非金融企業 の域内株式 発行	【参考】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	0	1,225	13,836
2017年2月	11,046	10,317	368	1,172	1,062	▲ 1,719	▲ 1,125	0	570	360
2017年3月	24,001	11,586	288	2,039	3,113	2,390	129	1,806	800	12,127
2017年4月	15,604	10,806	▲ 283	▲ 48	1,473	345	501	2,019	769	5,081
2017年5月	13,136	11,780	▲ 99	▲ 278	1,812	▲ 1,245	▲ 2,488	1,934	458	1,455
2017年6月	21,131	14,474	73	▲ 32	2,481	▲ 230	▲ 169	1,991	487	6,584
2017年7月	14,983	9,152	▲ 213	163	1,232	▲ 2,037	2,621	3,326	536	6,044
2017年8月	17,514	11,466	▲ 332	▲ 82	1,143	242	1,137	1,924	653	6,380
2017年9月	22,451	11,885	▲ 232	775	2,368	784	1,654	2,517	519	10,799
2017年10月	12,004	6,635	▲ 44	43	1,019	12	1,482	1,315	601	5,413
2017年11月	19,139	11,428	198	280	1,434	15	853	2,282	1,324	7,513
2017年12月	15,865	5,769	169	601	2,245	676	337	849	817	9,926
2018年1月	30,793	26,850	266	▲ 714	455	1,437	1,222	0	500	3,676
2018年2月	11,894	10,199	86	▲ 750	660	106	644	108	379	1,608
2018年3月	15,848	11,425	139	▲ 1,850	▲ 357	▲ 323	3,536	662	404	4,284
2018年4月	17,761	10,987	▲ 26	▲ 1,481	▲ 94	1,454	4,047	808	533	6,799
2018年5月	9,518	11,396	▲ 228	▲ 1,570	▲ 904	▲ 1,741	▲ 382	1,012	438	▲ 1,650
2018年6月	14,877	16,787	▲ 364	▲ 1,642	▲ 1,623	▲ 3,649	1,349	1,019	258	▲ 1,546
2018年7月	12,254	12,861	▲ 773	▲ 950	▲ 1,192	▲ 2,744	2,195	1,851	175	166
2018年8月	19,391	13,140	▲ 344	▲ 1,207	▲ 688	▲ 779	3,402	4,106	141	6,596
2018年9月	21,691	14,341	▲ 670	▲ 1,432	▲ 909	▲ 548	382	7,389	272	8,020
2018年10月	7,420	7,141	▲ 800	▲ 949	▲ 1,273	▲ 453	1,476	868	176	1,078
2018年11月	15,239	12,302	▲ 787	▲ 1,310	▲ 467	▲ 127	3,127	▲ 332	200	3,724
2018年12月	15,898	9,281	▲ 702	▲ 2,210	▲ 509	1,023	3,757	362	130	7,318
2019年1月	46,353	35,668	343	▲ 699	345	3,786	4,990	1,088	293	10,341

（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合計から人民元貸出と外貨貸出を差し引いたもの

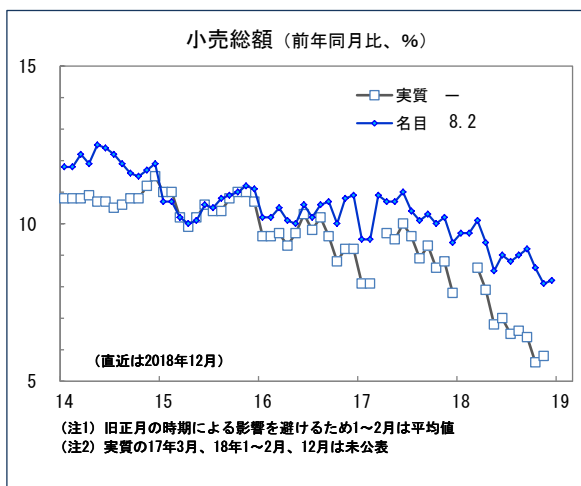
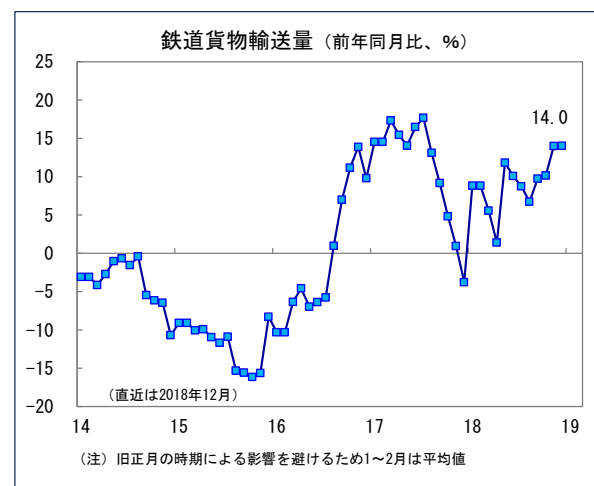
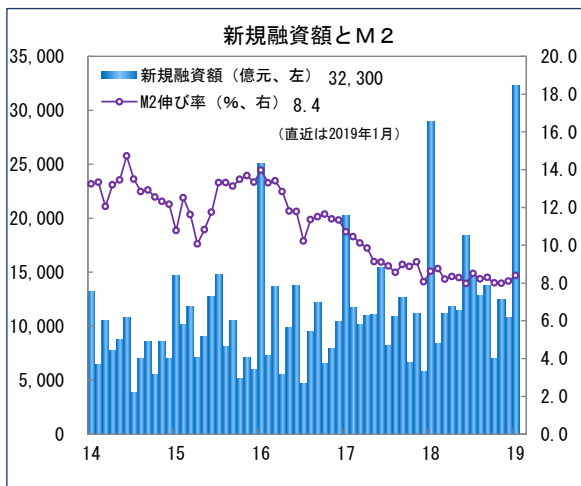
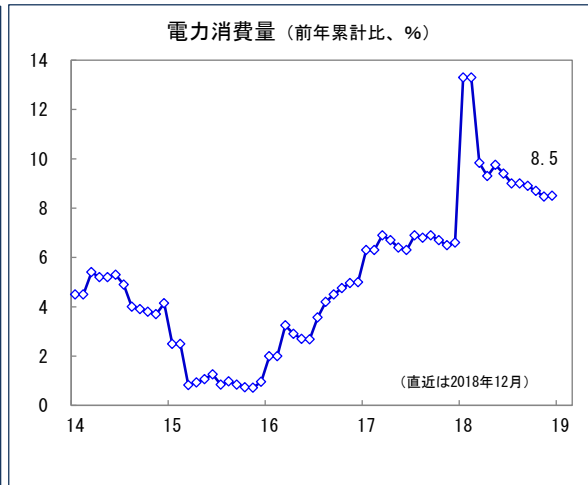
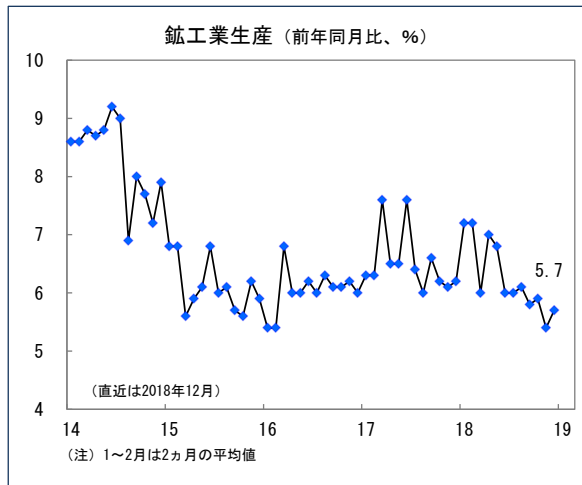
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

## 主要経済指標一覧

	2018年3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2019年1月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	6.8	-	-	6.7	-	-	6.5	-	-	6.4	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	-
電力消費量（前年累計比、%）	9.8	9.3	9.8	9.4	9.0	9.0	8.9	8.7	8.5	8.5	-
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	5.6	1.4	11.8	10.1	8.7	6.7	9.7	10.1	14.0	14.0	-
固定資産投資（前年累計比、%）	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	-
不動産開発投資（前年累計比、%）	10.4	10.3	10.2	9.7	10.2	10.1	9.9	9.7	9.7	9.5	-
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	-
実質（前年同月比、%）	8.6	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4	5.6	5.8	-	-
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7
食品（前年同月比、%）	2.1	0.7	0.1	0.3	0.5	1.7	3.6	3.3	2.5	2.5	1.9
非食品（前年同月比、%）	2.1	2.1	2.2	2.2	2.4	2.5	2.2	2.4	2.1	1.7	1.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	3.7	3.7	4.3	5.1	5.2	4.8	4.2	4.0	3.3	1.6	0.2
新規融資額（億元）	11,200	11,800	11,500	18,400	14,500	12,800	13,800	6,970	12,500	10,800	32,300
M2伸び率（%）	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4
輸出（前年同月比、%）	-3.0	11.9	11.9	10.7	11.6	9.6	13.9	14.3	3.9	-4.4	9.1
輸入（前年同月比、%）	14.8	22.2	26.2	13.8	27.0	20.7	14.3	20.3	2.9	-7.6	-1.5
貿易収支（億米ドル）	-57.5	262.8	234.3	409.2	274.4	262.5	304.4	331.3	418.6	570.6	391.6
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-0.6	-0.7	-0.5	-0.1	0.2	0.2	0.4	0.8	1.4	2.3	-
上海（前年同月比、%）	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	0.1	0.4	-
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	9.7	7.3	10.8	11.8	14.4	15.9	16.4	16.3	16.8	17.2	-
完工面積（前年累計比、%）	-10.1	-10.7	-10.1	-10.6	-10.5	-11.6	-11.4	-12.5	-12.3	-7.8	-
不動産販売 面積（前年累計比、%）	3.6	1.3	2.9	3.3	4.2	4.0	2.9	2.2	1.4	1.3	-
金額（前年累計比、%）	10.4	9.0	11.8	13.2	14.4	14.5	13.3	12.5	12.1	12.2	-

（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

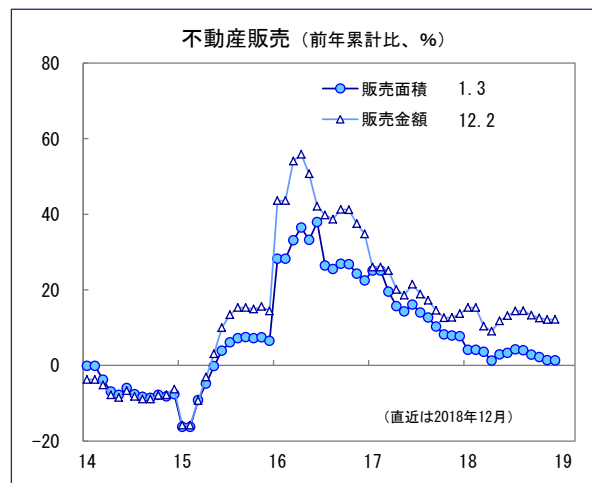
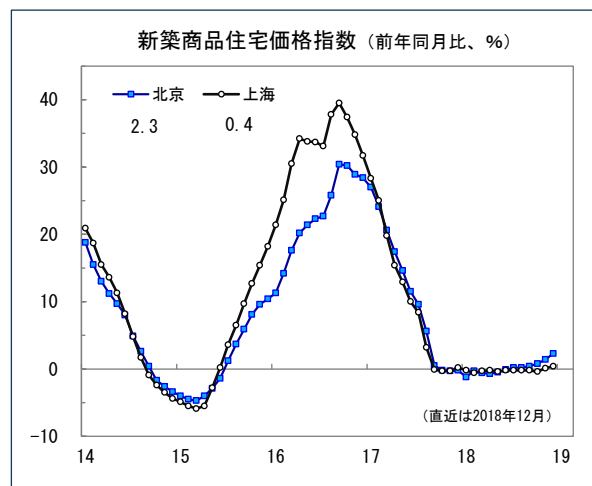
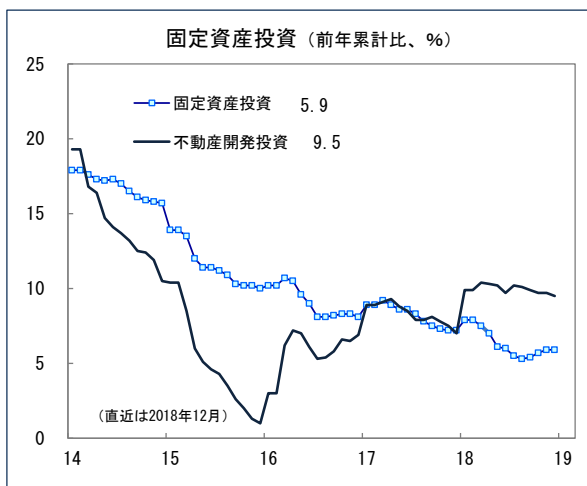
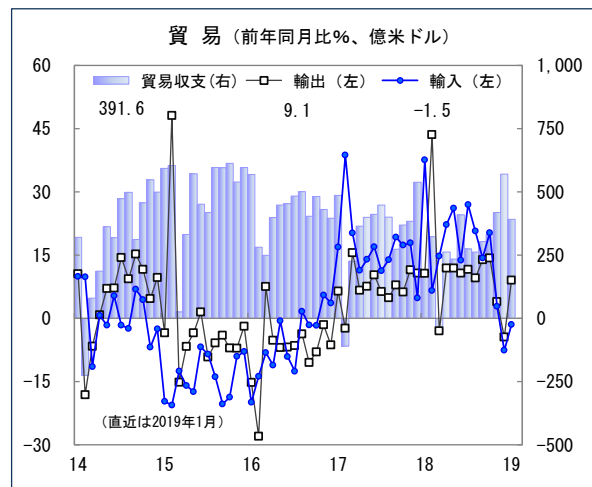
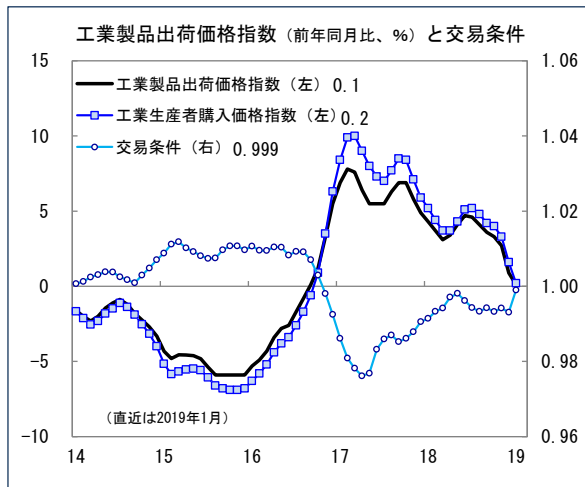
## 主要経済指標一覧（続き）



（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、中国人民银行、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