

2019年3月6日 全5頁

中国：全人代、構造改革よりも成長を優先

インフラ投資のための地方政府特別債券は8,000億元増の2.15兆元

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 3月5日に第13期全国人民代表大会（全人代）第2回会議が開幕し、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た。目標は2017年～2018年の6.5%前後から引き下げられた。政府活動報告は、2019年の重点活動任務の筆頭に「マクロコントロールを革新・充実させ、経済の動きを合理的な範囲内に確実に保つ」ことを掲げ、2017年～2018年に最も重視された「サプライサイドの構造改革」は重点活動任務から姿を消した。当面は構造改革よりも成長維持を優先する姿勢が示された格好である。
- 昨年夏場以降の金融緩和により、行きすぎたデレバレッジは修正されつつあったが、2019年1月の社会資金調達金額の増減額は50.5%増の4.64兆元と一気に急増した。社会資金調達金額の急増はリスク含みである。負債率がさらに高まれば、将来的な金融リスクは一段と高まるためである。結局のところ、中国政府は短期的には構造改革よりも成長率の急減速を回避することを優先しているのであるが、そのツケは将来的に、金融リスクの増大となって跳ね返ってくる可能性が高い。デレバレッジは中長期的に維持される必要がある。

全人代開幕、2019年の政府成長率目標は6.0%~6.5%に引き下げ

第13期全国人民代表大会（全人代）第2回会議が北京で開幕した。初日の3月5日には、李克強首相による「政府活動報告」、国家発展改革委員会による「2018年の国民経済・社会発展計画の執行状況と2019年の国民経済・社会発展計画案についての報告」、財政部による「2018年の中央・地方予算執行状況および2019年の中央・地方予算草案についての報告」が行われた。

政府活動報告では、2019年の政府経済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）に設定され、2017年~2018年の6.5%前後から引き下げられた。この他の主要目標は以下の通りとなっている。

○都市新規雇用増加数は1,100万人以上（2018年の目標も同じ、実績は1,361万人）、都市調査失業率（農村からの出稼ぎ者などを含む都市常住人口がベース）は5.5%前後（2018年の目標は5.5%以内、実績は4.9%）、都市登録失業率は4.5%以内に抑制する（2018年の目標も同じ、実績は3.8%）

○消費者物価上昇率は3.0%前後（2018年の目標も同じ、実績は2.1%）

○国際収支を基本的に均衡させ、輸出入の安定・質的向上を図る（2018年の目標は輸出入の安定した改善、実績のドル建て輸出入金額は12.6%増）

○債務残高のGDP比を基本的に安定させ、金融・財政リスクを効果的に抑制・防止（2018年はサプライサイドの構造改革の進展、経済全体のレバレッジ比率の基本的な安定維持が目標）

○農村貧困人口を1,000万人以上減少させ（2018年の目標も同じ、実績は1,386万人減少）、国民一人当たり可処分所得の伸び率を経済成長率とほぼ同じにする（2018年の目標も同じ、実績は実質GDP成長率6.6%に対して、都市一人当たり実質可処分所得は5.6%増と未達、農村一人当たり実質可処分所得は6.6%増）

○単位当たりエネルギー消費量を3.0%前後低下させ（2018年の目標は3.0%以上低下、実績は3.1%低下）、主要汚染物質の排出量を引き続き減少させる。

さらに、財政・金融面では、①2019年の財政赤字は2兆7,600億元（約46.0兆円）、GDP比は2.8%とし、2018年より0.2%ポイント引き上げる、②地方政府特別債券のネットの発行額は、8,000億元増（約13.3兆円）の2兆1,500億元（約35.9兆円）として、重点インフラ投資の建設を資金面でサポートする、③経済全体の資金調達残高である社会資金調達金額残高の伸び率やM2増加率は、名目GDP成長率と見合いとする、などとされた。

上記①に関連して、2018年は付加価値税の税率引き下げ、企業所得税減免の対象となる小企業・零細企業の範囲の拡大、研究開発・イノベーションの奨励を目的とした減税などにより、年間で企業・個人の税・費用負担を約1.3兆円（21.7兆円）軽減した。2019年の軽減額は2.0兆円（約33.4兆円）程度とされ、その内訳は付加価値税の減税（製造業は16%⇒13%、交通運

輸・建築業は10%⇒9%)や、企業の社会保険料負担の大幅軽減などとなっている。

上記②の地方政府特別債券の発行が制度化されたのは2015年であり、同債券はインフラ投資など収益性のある地方プロジェクトに用いられる。2019年の地方政府特別債券のネットの発行額（発行額－償還額）とその純増額は大きく増えており、景気下振れリスクが高まる中、インフラ投資を下支え役に景気的大幅減速を回避しようとの中国政府の意図が読み取れる。

地方政府特別債券のネットの発行額と純増額（単位：億元）

	ネットの発行額	純増額
2015年	1,000	1,000
2016年	4,000	3,000
2017年	8,000	4,000
2018年	13,500	5,500
2019年	21,500	8,000

（出所）各年の政府活動報告により大和総研作成

構造改革よりも成長優先で増えるツケ

政府活動報告では、2019年の重点活動任務の筆頭に「マクロコントロールを革新・充実させ、経済の動きを合理的な範囲内に確実に保つ」ことを掲げ、2017年～2018年に最も重視された「サプライサイドの構造改革」は重点活動任務から姿を消した。ちなみに、2016年にも「経済の動きを合理的な範囲内に保つ」ことが最優先されたが、当時は2015年8月と2016年1月のチャイナ・ショック（株安、人民元安、外貨準備急減）を経験した直後であり、その際にも政府成長率目標は6.5%～7.0%というレンジで設定された経緯がある。2019年も景気下振れリスクが高いと想定されるが故のレンジ設定であり、成長重視なのであろう。

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（住宅）在庫の削減、（3）デレバレッジ（負債率の引き下げ）、（4）企業コストの引き下げ、（5）弱点の補強（脱貧困、イノベーション重視、環境保護など、中国経済が抱える問題点や弱点の改善）の5つから構成される。これが2019年に重点活動任務から外れたのは、2018年後半以降の景気減速の主因の一つが、行きすぎたデレバレッジによる金融引き締め効果によるものであったためであろう。社会資金調達金額（経済全体の資金調達金額）の増減額を見ると、銀行貸出以外の広義のシャドバンキング経由の資金調達額が2018年5月、6月に純減（回収超過）となる異常事態が発生した。シャドバンキングは、銀行貸出に多くを期待できない、民間部門を中心とする中小・零細企業の命綱であり、2018年には民間企業の倒産や社債のデフォルトが相次いだ。

さらに、政府活動報告では「リスクの防止・抑制に当たっては、ペースと度合いをしっかりとコントロールして、過剰生産能力の解消、監督管理の強化、環境保護の厳格化などによる経済収縮効果の相乗的拡大を防ぎ、経済動向が合理的な範囲内から決して滑り出ないようにする必要がある」などとして、当面は構造改革よりも成長維持を優先する姿勢を示した。

この動きは既に始まっている。2018年にインフラ投資が腰折れとなったのは、2017年後半以降、地方政府債務の急増を招きかねない、地方政府による資金調達の前代りや投資資金・利益の保証を中央政府が禁止したためであったが、昨年夏場以降、景気急減速回避を目的にテコ入れが始まり、既述した通り、2019年はインフラ投資のための地方政府特別債券が8,000億元増額されて2兆1,500億元とされた。

さらに、昨年夏場以降の金融緩和により、行きすぎたデレバレッジは修正されただけでなく、2019年1月の社会資金調達金額の増減額は50.5%増の4.64兆元と急増した。企業の資金調達難は景気減速要因の一つであり、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、今年は全人代が国務院（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伴う企業債券の発行利回り低下を受けて、企業債券の発行も順調であった。

政府活動報告で示された重点活動任務

2019年の10の重点活動任務

- ① マクロコントロールを革新・充実させ、経済の動きを合理的な範囲内に確実に保つ
- ② 市場主体の活力を引き出し、ビジネス環境の改善に力を入れる
- ③ イノベーションによる発展の牽引を堅持し、新たな原動力を大きく育てる
- ④ 強大な国内市場の形成を促し、内需の潜在力を持続的に引き出す
- ⑤ 小康社会（まずまずの生活）の全面的完成という任務の達成を目指し、
貧困脱却という堅塁攻略と農村振興を着実に推進する
- ⑥ 地域間の調和発展を促進し、新型都市化の質を高める
- ⑦ 汚染対策と生態系整備を強化し、グリーン発展を全力で推進する
- ⑧ 重点分野の改革を深化させ、市場メカニズムの十全化を急ぐ
- ⑨ 全方位の対外開放を推進し、国際的な経済協力・競争における新たな優位性を育てる
- ⑩ 社会事業の発展を加速させ、民生のさらなる保障と改善を図る

（注）強調は大和総研

（出所）第13期全国人民代表大会第2回会議における李克強首相の政府活動報告により大和総研作成

（参考）2018年の9つの重点活動任務

- ① サプライサイドの構造改革を深く推し進める
- ② イノベーション型国家の建設を加速する
- ③ 重要で鍵となる分野の改革を深化させる
- ④ 三大堅塁攻略戦（重大リスクの防止、脱貧困、環境汚染対策）を断固戦い抜く
- ⑤ 農村振興戦略を大いに実施する
- ⑥ 地域間の協調発展戦略を着実に推し進める
- ⑦ 消費の積極的な拡大と有効投資を促進する
- ⑧ 全面的開放の新たな枠組みの形成を推し進める
- ⑨ 民生の保障・改善のレベルを引き上げる

（出所）第13期全国人民代表大会第1回会議における李克強首相の政府活動報告により大和総研作成

しかし、社会資金調達金額の急増は少なくとも 2 つの大きな問題や懸念を抱えている。一つは資金調達金額急増の恩恵は国有企業を中心とする大型企業に集中し、中小・零細企業は蚊帳の外に置かれている可能性が高いことである。2 月の国家統計局の製造業 PMI は 49.2 と、3 ヶ月連続で拡大と縮小の分岐点である 50 を下回った。企業規模別には、大型企業は 51.5、中型企業は 46.9、小型企業は 45.3 となり、大型企業は 50 を上回り、かつ上昇した一方で、中型企業と小型企業は一段と低下した。中国政府は昨年夏場以降、中小・零細企業向けのサポート強化策を相次いで発表した但其の効果は発現していないどころか、状況はむしろ悪化している。

中小・零細企業の資金調達難、調達コスト高の改善は積年の課題であり、今回の政府活動報告でも、①中小銀行を対象とした預金準備率の引き下げを行い、貸出可能となった資金の全てを民間企業や中小・零細企業への貸出に充当する、②国有大型商業銀行の中小・零細企業向け貸出を 30%以上増加させる、といった政策が打ち出されてはいる。ただし、この実効性をどのように担保するかは定かではない。

もう一つは、負債率がさらに高まれば、将来的な金融リスクは一段と高まることである。BIS（国際決済銀行）統計によると、2018 年 6 月末の非金融部門の債務残高の GDP 比は 253.0%（内訳は非金融企業 155.1%、家計 50.3%、政府 47.6%）に達し、その金利負担だけでも中国経済の重しになる。

結局のところ、中国政府は短期的には構造改革よりも成長率の急減速を回避することを優先しているのであるが、そのツケは将来的に、金融リスクの増大となって跳ね返ってくる可能性が高い。デレバレッジは中長期的に維持される必要がある。