

2019年3月19日 全8頁

# 低空飛行の中国経済、下支え役はやはり投資

## 中小企業への金融サポートと消費刺激の難しさ

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

### [要約]

- 全人代で国家発展改革委員会が行った報告では、2018年の44項目の予期性目標のうち、社会資金調達金額残高の伸び率と都市一人当たり可処分所得の実質伸び率の2項目が未達成であったことが明らかにされた。この2項目は中小企業への金融サポートの難しさと、消費刺激の難しさを端的に示しており、今後もその動向が注目される。
- 2019年1月～2月の主要経済統計を見ると、消費は低空飛行となり、貿易は昨年12月からの前年割れが続いた。こうした中で加速したのが固定資産投資であった。内訳を見ると、製造業投資が米中「ハイテク」摩擦に関連する分野を中心に減速した一方で、不動産開発投資とインフラ投資が加速している。このうち、今後も加速が期待されるのがインフラ投資である。3月の全人代では、インフラ投資のための資金調達手段である地方政府特別債券のネットの発行額は、前年予算比8,000億元（約13.3兆円）増の2兆1,500億元（約35.9兆円）と発表され、重点インフラ投資の建設を資金面でサポートするとした。

## 中小企業への金融サポートと消費刺激の難しさ

3月5日～15日に開催された第13期全国人民代表大会（全人代）第2回会議は、2019年の政府成長率目標を前年比6.0%（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）～6.5%に設定し、経済の動きを合理的な範囲内に保つことを重点活動任務の筆頭に掲げた。

国家発展改革委員会が行った「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」では、2018年の44項目の予期性目標のうち、社会資金調達金額残高の伸び率と都市一人当たり可処分所得の実質伸び率の2項目が未達成であったことが明らかにされた<sup>1</sup>。この2項目は中小企業への金融サポートの難しさと、消費刺激の難しさを端的に示しており、今後もその動向が注目される。

2018年の社会資金調達金額残高の伸び率目標は2017年の実績（13.4%増）並みと設定されたが、実績は9.8%増となった。国家発展改革委員会によると、「サプライサイドの構造改革<sup>2</sup>を推進し、地方政府の潜在的債務を規範化し、環境アセスメントの基準を満たしていない企業や生産能力過剰などの分野への資金投入を合理的に抑え、資金の空回り（実体経済離れ）を抑制するなどの措置を講じた」ことがその理由であるという。要はデレバレッジ（負債率の引き下げ）の推進が目標未達成の主因であったとしているのである。

しかし、デレバレッジの影響は民間部門を中心とする中小・零細企業に集中し、2018年5月、6月にはこれら企業の命綱であるシャドーバンキング経由の資金調達金額が純減（資金回収超過）となる異常事態が発生した。シャドーバンキングは、銀行貸出に多くを期待できない、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。

デレバレッジの行きすぎが修正される中、2019年1月の社会資金調達金額の増減額は50.5%増の4兆6,353億元（約75.4兆円）に急増したが、2月は40.9%減の7,030億元となった。前年比の増減率がこれほど大きくぶれたのは、やはり1月に出しすぎた分が調整されつつあるのであろう。全体から銀行貸出を除いた広義のシャドーバンキング経由の資金調達金額は、1月の1兆341億元から2月は506億元の資金回収超過となっている。

2019年1月～2月の社会資金調達金額は25.1%増となったが、この間大きく増加したのは、企業債券とインフラ投資のための地方政府特別債券による資金調達であり、いずれも国有企業を中心とした大企業に恩恵が集中し、中小・零細企業は蚊帳の外に置かれている可能性が高い。それを示唆するものとして、国家統計局の企業規模別製造業PMIを見ると、大型企業は拡大と縮小の分岐点である50を上回り、かつ一段と上昇している一方で、中型企業と小型企業は50を下回り、さらに低下した。中小企業の景況は改善するどころか、一層悪化しているのである。

<sup>1</sup> 予期性目標は、政府が環境整備に専念し、市場機能を重視して達成が目指される。政府主導で必ず達成しなければならない拘束性目標は、2018年に19項目が設定され、未達成となったのは単位当たり水使用量の削減目標（目標は5.2%減、実績は5.1%減）の1項目であった。

<sup>2</sup> 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。

今後は、民間部門を中心とする中小・零細企業の資金調達難を如何にして改善するかが注目される。全人代では預金準備率の引き下げによって増加した貸出余力を中小・零細企業の貸出に優先的に振り向けることや、国有大型商業銀行のこれら企業への貸出を30%以上増加させる方針が示されており、今後は中国人民銀行の窓口指導が強化されることとなろう。

もう一つ注目されるのは、委託貸出や信託貸出の動きである。一部は理財商品や信託商品として、中小・零細企業への貸出にも向けられており、これらの増加傾向が定着すれば、中小・零細企業の資金調達の改善に寄与する可能性が高い。

### 社会資金調達金額のネットの増減額（単位：億元）

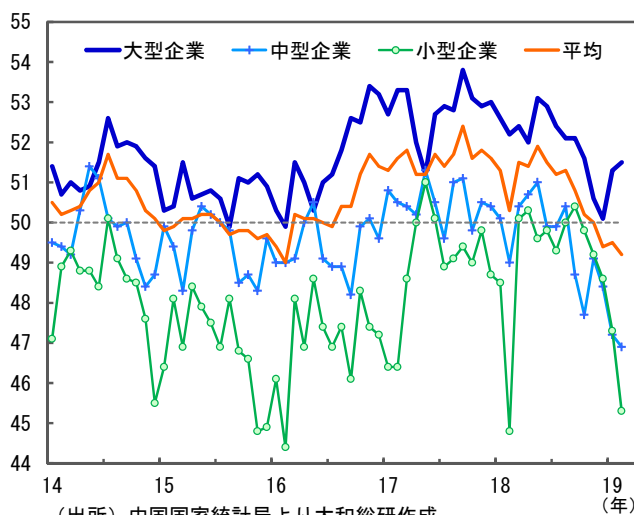
	合計	人民元貸出	外貨貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の銀行引受手形	企業債券	地方政府特別債券	非金融企業の域内株式発行	【参考】広義のシャドーバンキング合計
2017年1月	37,095	23,133	126	3,136	3,175	6,130	▲510	0	1,225	13,836
2017年2月	11,046	10,317	368	1,172	1,062	▲1,719	▲1,125	0	570	360
2017年3月	24,001	11,586	288	2,039	3,113	2,390	129	1,806	800	12,127
2017年4月	15,604	10,806	▲283	▲48	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
2019年2月	7,030	7,641	▲105	▲508	▲37	▲3,103	805	1,771	119	▲506

(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

### 企業規模別製造業 PMI の推移



次に、2018年の都市一人当たり可処分所得の増加率（実質）の目標は、同年の実質 GDP 成長率（実績は 6.6%）と同じに設定されたが、実績は 5.6%増にとどまった。国家発展改革委員会は、目標を達成できなかった理由を「景気の下振れ圧力が強まり、特に中小・零細企業の抱える困難が増え、一部の産業・企業の収益が減少したため」としている。

2018年の都市一人当たり可処分所得の増加率は2017年の6.5%増から低下し、これが消費減速の主因の一つとなっている。2018年の小売売上は9.0%増と、2017年の10.2%増から低下し、2019年1月～2月は8.2%増ともう一段の減速となった。

昨年来の小売売上の減速は、全体の10%程度を占める自動車販売の不振が主因の一つであり、2019年1月～2月も14.9%減と低迷した。昨年10月からの個人所得税基礎控除額引き上げの効果は見られないが、これはかねて指摘している通り、①個人所得税減税の対象者は都市就労者の所得上位44%までという限界消費性向の低い所得層であること、②さらに減税対象者は既に自家用車の保有者である可能性が高いこと（2018年末の都市100世帯当たり自家用車保有台数は40台程度）が背景となっていよう。

## 春節要因が景気動向の見極めをより困難に

中国では鉱工業生産や固定資産投資、小売売上（除く自動車販売台数）といった主要経済指標は、春節（旧正月）の時期のずれによる影響を避けるために、1月と2月のデータが併せて3月中旬に発表される。春節の連休は、2019年は2月4日～10日、2018年は2月15日～21日と同じ月内にあり、影響はないように思えるが、国家統計局は、今年の春節要因は3月まで影響するとしている。これは、農村からの出稼ぎ者（農民工）などは、旧正月（2019年は2月5日、2018年は2月16日）前の4日～5日間、旧正月後の15日～20日間を里帰りなど長期休暇に充てることが多いためである。この期間は、今年は2月に集中した一方で、去年は3月初旬に跨っていたことになる。

このため、例えば、2019年は1月～2月の鉱工業生産の伸び率は抑えられる一方で、3月は上振れする可能性が高くなる。ちなみに、1月～2月の鉱工業生産は5.3%増にとどまり、2018年12月の5.7%増から一段と鈍化したが、国家統計局は春節要因を除くと6.1%増であったとしている。

貿易は1月と2月の単月のデータが発表される。通常は春節前に前倒して輸出入が行われるため、2019年は1月が強く、2月は弱くなると想定された。実際、1月の輸出（米ドル建て、以下同じ）は9.3%増、輸入は1.5%減、2月はそれぞれ20.7%減、5.2%減となり、幅はともかく方向性は想定通りであった。3月は再び強めの数字となる可能性が高い。

生産、貿易といった統計については、2019年1月～2月（もしくは2月）の数値が悪くてもあまり悲観的になる必要はないし、逆に3月が良くてもそれは割り引いてみる必要があるということなのだろうが、こうした春節要因が、景気情勢の見極めを一段と難しくしている。

## 固定資産投資は伸びが加速

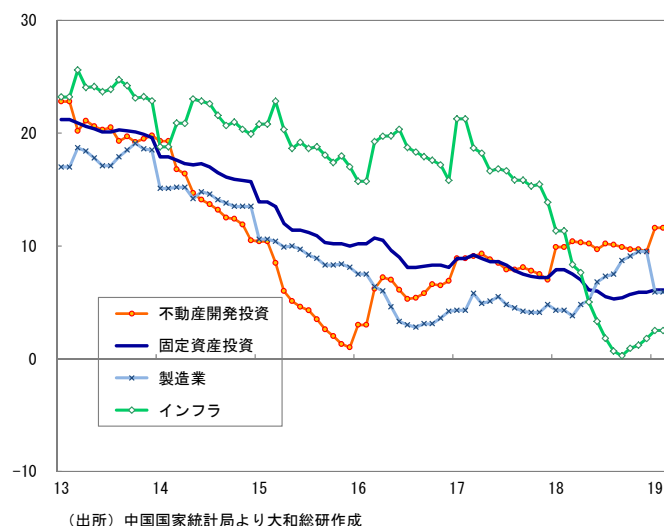
2019年1月～2月の固定資産投資は6.1%増と、2018年の5.9%増から若干加速した。固定資産投資は昨年1月～8月の5.3%増をボトムに緩やかな改善が続いている。内訳を見ると、製造業は2018年の9.5%増⇒2019年1月～2月は5.9%増へ鈍化した一方で、不動産開発投資は9.5%増⇒11.6%増、インフラ投資（電気、水道、ガスを含むベース）は1.8%増⇒2.5%増に伸び率が高まった。

製造業投資については、鉄道・船舶・航空宇宙・その他輸送設備製造業、電気機械・器材製造業、パソコン・通信・その他電子設備製造業の投資が前年割れとなるなど、米中「ハイテク」摩擦に関連する分野の投資が抑制されている。

意外であったのが、不動産開発投資の加速である。国家統計局はその理由として、施工ペースの加速と、土地（使用权）購入費用の急増を挙げたが、前者は春節要因（今年は2月に影響が集中）を考えるとやや疑わしい。足元では大都市以外の地方都市の住宅価格が大きく上昇しており、土地（使用权）購入費用の急増はこの影響を受けている可能性がある。今後については、①先行指標となる住宅販売面積は1月～2月は3.2%減と、2015年1月～5月以来の前年割れとなっている、②住宅価格上昇率の著しい地方都市は価格抑制策が強化される可能性が高いことから、不動産開発投資の伸び率は鈍化していくと予想される。

反対に今後の加速が想定されるのがインフラ投資である。3月の全人代では、インフラ投資のための資金調達手段である地方政府特別債券のネットの発行額は、前年予算比8,000億元（約13.3兆円）増の2兆1,500億元（約35.9兆円）と設定され、重点インフラ投資の建設を資金面でサポートすることが発表されている。発行額、純増額ともにかつてない規模であり、インフラ投資を下支え役に景気の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。

### 固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



## 1月～2月の輸出入は前年割れが続く

2019年1月～2月の輸出（米ドル建て、以下同じ）は4.6%減、輸入は3.1%減と、昨年12月からの前年割れが続いた。貿易収支は13.7%減の437.1億ドルの黒字であった。1月～2月の対米輸出は14.6%減、対米輸入は35.0%減、貿易黒字は2.0%減の420.2億ドルであった。中国の貿易黒字のほとんどが対米黒字という状況に変化はない。

米中協議について、米トランプ大統領は2月24日、「貿易不均衡問題、構造問題などで十分な進展があった」として、交渉期限の延長とその間の追加関税据え置きを表明した。従来の交渉期限は3月1日であったが、直ちに追加関税率が10%から25%に引き上げられる事態は回避された。米中間では貿易不均衡問題だけでなく、知的財産権の保護、技術移転、非関税障壁、農業、サービス、為替といった構造問題についても継続的に交渉が行われており、今後の協議の行方が注目される。

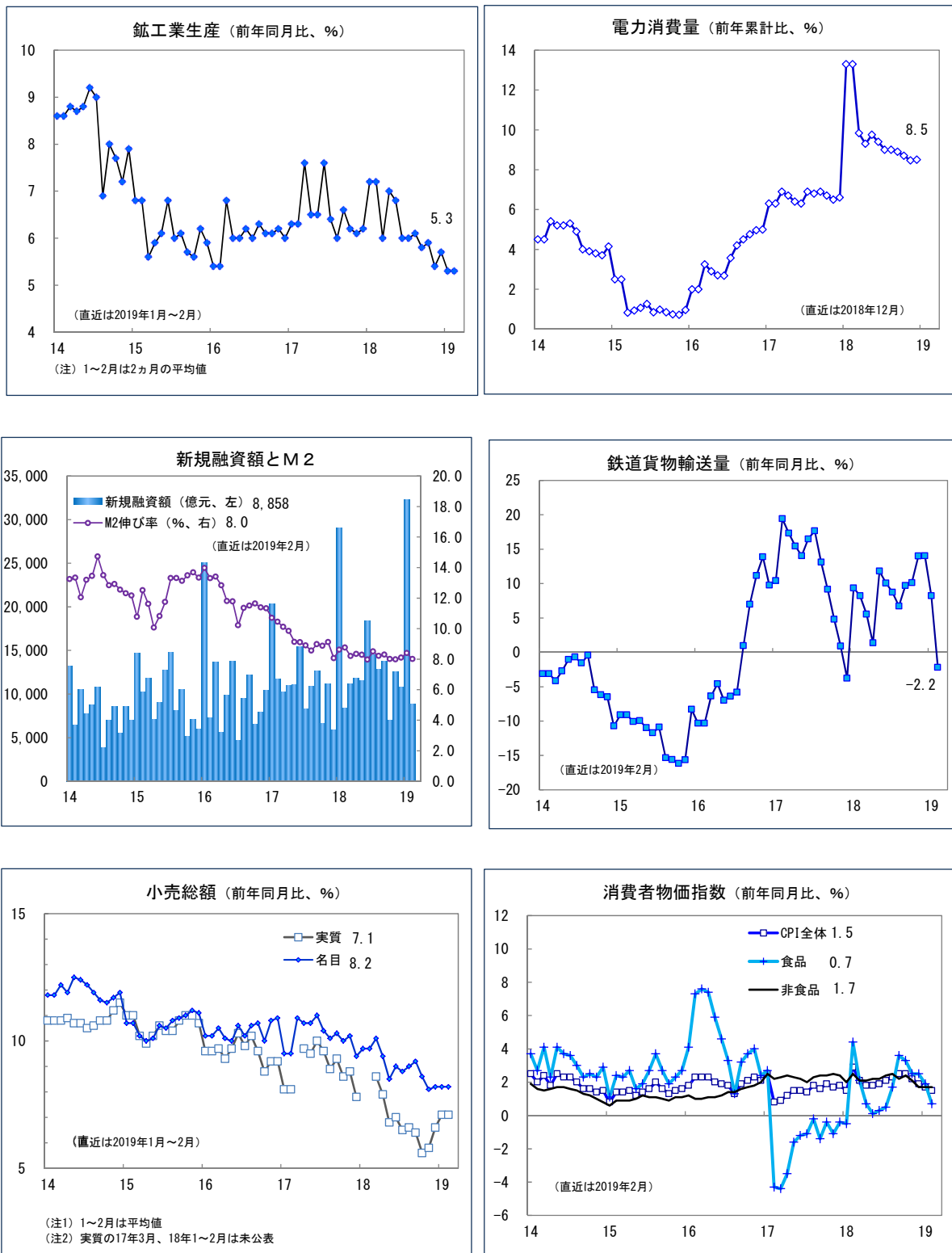
今後の貿易については、貿易摩擦激化への懸念は後退しているとはいえ、グローバル経済の減速が重しになり、明確な好転は期待しにくい状況がしばらく続こう。

### 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	2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	5.3	-
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	8.2	-2.2
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	6.1	-
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	11.6	-
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	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	6.6	7.1	-
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	1.5
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	0.7
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	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	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	-0.1
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	8,858
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	8.0
輸出（前年同月比、%）	-3.0	11.9	11.9	10.7	11.6	9.5	13.9	14.3	3.9	-4.6	9.3	-20.7
輸入（前年同月比、%）	14.8	22.3	26.2	13.8	27.0	20.7	14.4	20.3	2.9	-7.6	-1.5	-5.2
貿易収支（億米ドル）	-57.7	262.3	234.2	409.0	274.4	262.0	303.2	330.8	418.5	568.4	395.9	41.2
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	2.8	2.9
上海（前年同月比、%）	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	0.1	0.4	0.9	1.5	-
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	6.0	-
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	-11.9	-
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	-3.6	-
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	2.8	-

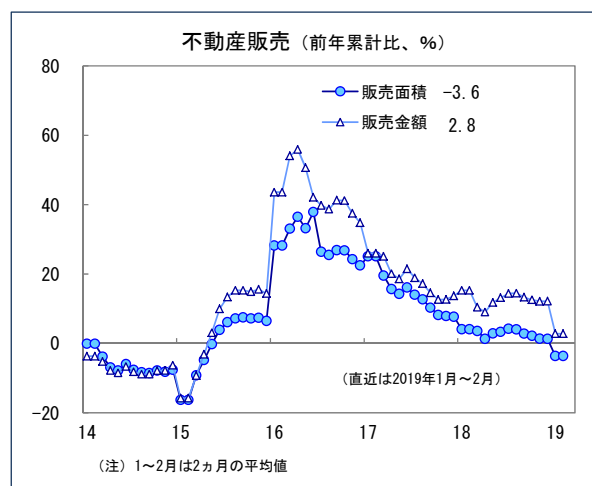
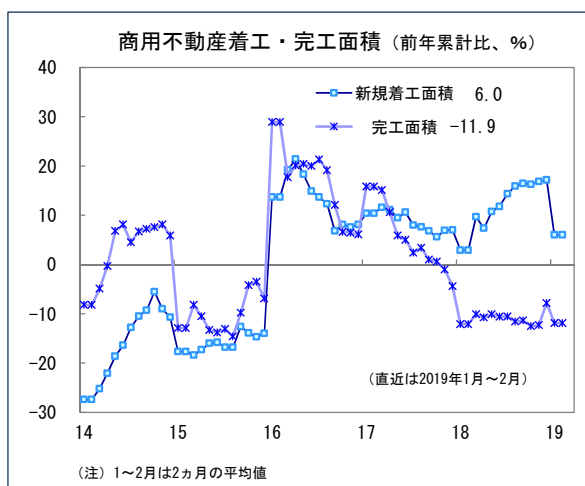
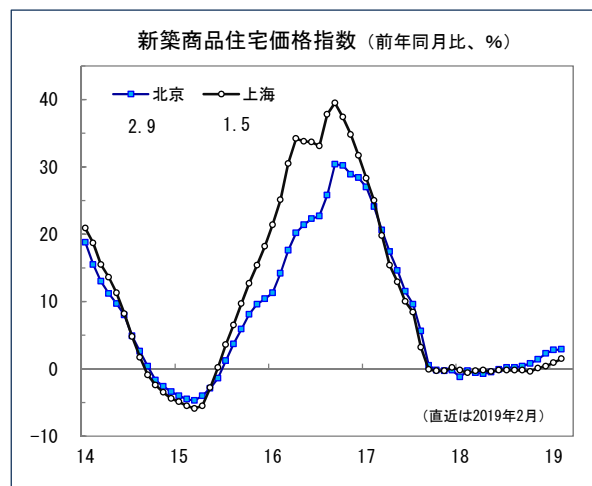
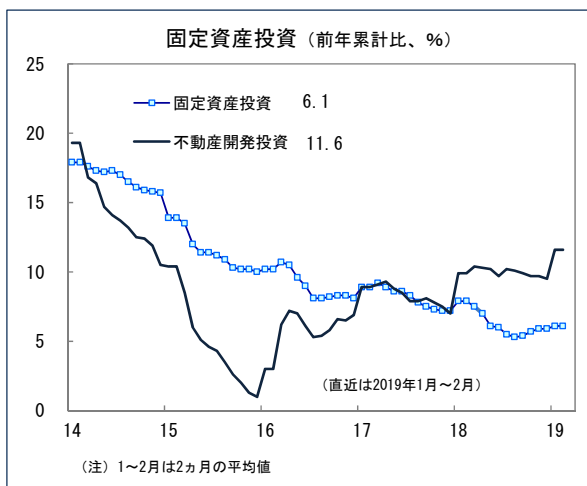
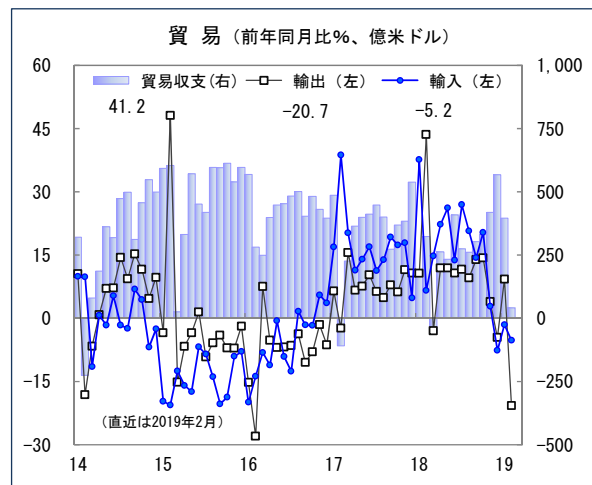
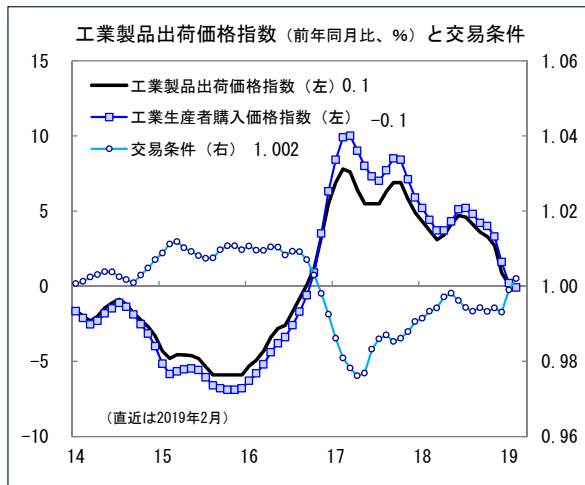
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

## 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