

2019年4月18日 全10頁

中国経済見通し：景気減速に歯止め

いつもの「国進民退」で景気底入れ・反転へ

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国では景気サポート的な政策が発動されると、決まって「国進民退」（政策の恩恵を受けるのは専ら国有企業で、民間企業は蚊帳の外に置かれる）の問題がクローズアップされる。とはいえ、当局の意を受けて政策を実行するのは国有銀行と国有企業であり、今回も国有企業の資金調達急増している。「金融緩和＋国有企業主導の景気テコ入れ」により、債務問題が悪化しかねないのはかねて指摘している通りであるが、目先は景気下振れ回避が最優先されているのである。
- 国家統計局によると、2019年1月～3月の中国の実質GDP成長率は前年同期比6.4%（以下、変化率は前年比、前年同期比）と、前期から横ばいであった。2018年1月～3月の6.8%成長を直近のピークとする成長率の低下に、取り敢えず歯止めがかかったことになる。大和総研は2019年の中国経済は前半の成長率が低く、後半は景気対策の効果がより強く発現することで成長率はやや高くなるとみており、この点に変更はない。ただし、1月～3月の6.4%成長は想定以上に強く、2019年の成長率予想を従来の6.2%程度から6.5%程度に引き上げる。

1月～3月の社会資金調達金額は前年同期比40%増

2018年春以降の行きすぎたデレバレッジは2019年に入り一気に修正された。

中国では、2017年以降、金融リスクの軽減が重要政策に掲げられ、2008年11月に発動された4兆元の景気対策を機に膨れ上がった企業債務のデレバレッジ（負債率引き下げ）が推進された。経済全体の資金調達を表す社会資金調達金額（フロー）を見ると、2017年に入ると企業債券や銀行引受手形による資金調達が純減（回収・償還超過）となる月が出始め、4月以降は委託貸出が純減となることが増えた。加えて、2018年3月以降は、信託貸出が純減となり、5月、6月には銀行貸出を除いた広義のシャドーバンキングの合計が純減となる異常事態が発生した。特に、委託貸出や信託貸出は、企業もしくは個人の資金を銀行や信託会社が仲介して、第三者に融通するものであり、これこそが民間企業や中小企業の命綱であったのである。

これら企業は深刻な資金調達難に陥り、資金繰りの悪化から企業倒産やデフォルトが相次ぐことになった。現地報道によると、2018年の債券（コマーシャル・ペーパー、中期手形、企業債券など）のデフォルトは43件、1,412.7億元と、2017年の9件、287.7億元から急増した。うち件数ベースでは4分の3以上が民間企業であったという。そもそも債券の発行件数は国有企業が圧倒的に多いことを考えると、資金調達難の問題は民間企業に大きくのしかかっていたことが分かる。

2018年夏場以降、金融は緩和され、8月、9月にはインフラ投資のための資金調達方法である地方政府特別債券の発行が急増し、その後は金融緩和に伴う金利低下を受けた企業債券の発行が急増した。

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	▲ 505
2019年3月	28,600	19,591	3	▲ 1,070	528	1,366	3,276	2,532	118	9,006
2019年1月～3月 合計	81,983	62,900	241	-2,278	836	2,049	9,071	5,391	531	18,842
前年同期比	40.1	29.8	-51.0	純減幅縮小	10.3	67.9	67.9	600.7	-58.6	96.9

（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

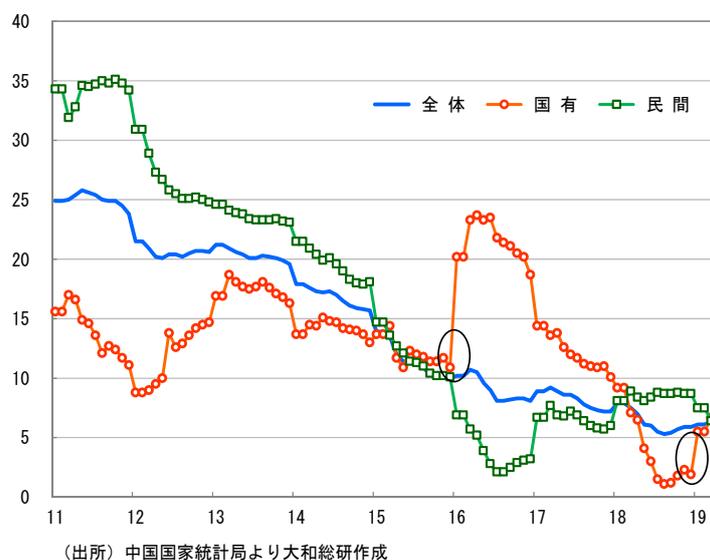
さらに、2019年1月～3月の社会資金調達金額は前年同期比40.1%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）の8兆1,983億元（約134.7兆円）に急増した。全体から銀行貸出を除いた広義のシャドーバンキング経由の資金調達金額はほぼ2倍の1兆8,842億元となったが、この間大きく増加したのは、国有企業が中心の企業債券と地方政府特別債券であり、この2項目で純増額の76.8%を占めた。国有企業を中心とした大企業に恩恵が集中し、民間企業や中小企業の資金調達難はさほど改善されていない可能性が高い。民間・中小企業の資金調達の命綱である委託貸出と信託貸出の動きを見ると、1月～3月に信託貸出は純増に転じたが、委託貸出はマイナス幅が縮小したものの、未だに大幅な純減となっている。

中国では景気サポート的な政策が発動されると、決まって「国進民退」（政策の恩恵を受けるのは専ら国有企業で、民間企業は蚊帳の外に置かれる）の問題がクローズアップされる。とはいえ、政府の意を受けて政策を実行するのは国有銀行と国有企業であり、今回も国有企業の資金調達が急増していることは確かであろう。

前月号の経済見通しでは、2016年と2019年の類似点を挙げた。具体的には、①政府成長率目標は2016年が6.5%～7.0%、2019年は6.0%～6.5%と、幅をもって設定されたこと（レンジ設定は過去2回のみ）、②前年からの景気下振れリスクの高まりを受けて、政府重点活動任務の筆頭に「経済の動きを合理的な範囲内に確実に保つ」ことが掲げられ、景気が大きく下振れするのを回避しようとしていること、であった。

加えて、上記②のリード役が国有企業であることも類似点といえるだろう。中国政府は2015年後半以降、銀行貸出やシャドーバンキング経由の短期・高金利の地方政府債務を低金利・中長期の地方債券に3年計画で置き換えた。債務の長期化・分散化と金利負担の大幅な低下によ

固定資産投資全体、民間部門、国有部門の伸び率の推移（1月から累計の前年同期比、%）



り、地方政府の資金繰りは大きく改善し、国有部門の固定資産投資が一時的にせよ、大きく回復した経緯がある。そして、2018年夏場以降の政策発動により、今回も国有企業の資金調達は急増している。2019年3月の全人代で決定された2.15兆元の地方政府特別債券（前年度予算比8,000億円増）の発行もあり、景気底入れ・反転の道筋は見えてきたように思える。

「金融緩和+国有企業主導の景気テコ入れ」により、債務問題が悪化しかねないのはかねて指摘している通りであるが、目先は景気下振れ回避が最優先されているのである。

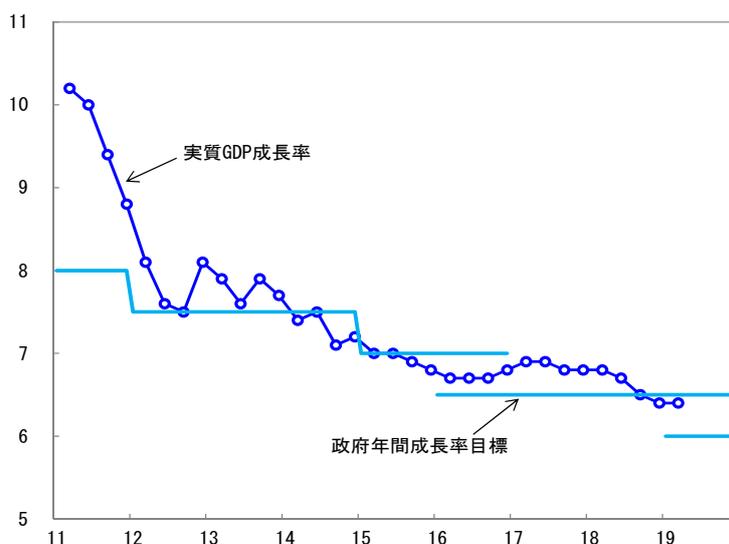
2019年1月～3月は6.4%成長、景気減速に歯止め

国家統計局によると、2019年1月～3月の中国の実質GDP成長率は6.4%と、前期から横ばいであった。2018年1月～3月の6.8%成長を直近のピークとする成長率の低下に、取り敢えず歯止めがかかったことになる。

1月～3月の6.4%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が4.2%pt、総資本形成が0.8%pt、純輸出が1.5%ptであった。2018年の6.6%成長に対する寄与度は、それぞれ5.0%pt、2.1%pt、▲0.6%ptであり、1月～3月は内需の寄与度の低下（2018年の7.1%pt⇒1月～3月は5.0%pt）を、純輸出の寄与度の大幅なプラス転換が相殺した。

大和総研は2019年の中国経済は前半の成長率が低く、後半は景気対策の効果がより強く発現することで成長率はやや高くなるとみており、この点に変更はない。ただし、1月～3月の6.4%成長は想定以上に強く、2019年の成長率予想を従来の6.2%程度から6.5%程度に引き上げる。

実質GDP成長率（四半期）と政府年間成長率目標の推移（%）



(注) 2016年の政府年間目標は6.5%～7.0%、2019年は6.0%～6.5%
(出所) 中国国家統計局、各年の政府活動報告により大和総研作成

実質 GDP 成長率需要項目別寄与度（単位：％、％ポイント）

	実質GDP 成長率	最終消費 支出	総資本形成	純輸出
2011	9.6	5.9	4.4	-0.8
2012	7.9	4.3	3.4	0.2
2013	7.8	3.6	4.3	-0.1
2014	7.3	3.6	3.4	0.3
2015	6.9	4.1	2.9	-0.1
2016	6.7	4.5	2.9	-0.6
2017	6.8	3.9	2.3	0.6
2018	6.6	5.0	2.1	-0.6
2019.1-3	6.4	4.2	0.8	1.5

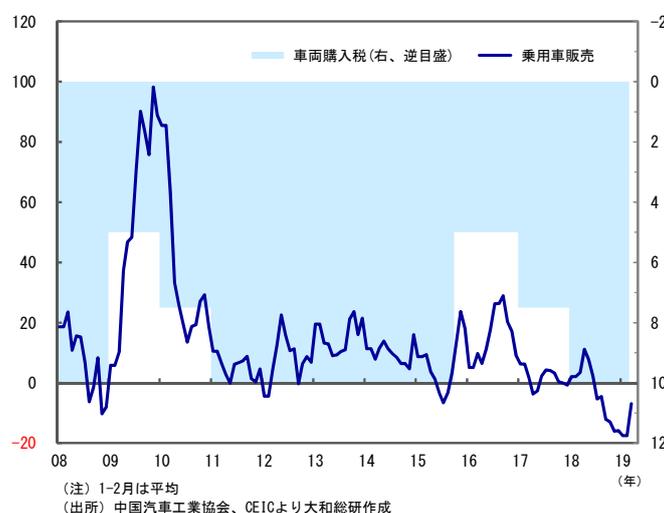
（注）四捨五入の関係で需要項目別寄与度の合計が実質GDP成長率と同じにならない場合がある
（出所）CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

消費は低空飛行が続くも当面の最悪期を脱した可能性

2019年1月～3月の小売売上（名目）は8.3%増と、昨年10月～12月と同じ伸び率となり、低空飛行が続いた。一方で、実質の伸び率が前期の6.0%増から1月～3月は6.9%増に上向いたのは、消費者物価上昇率の鈍化（前期の2.2%⇒1月～3月は1.8%）が背景のひとつとなっている。

2018年9月以降、2桁の減少が続いた乗用車販売台数は、最悪期を脱した可能性が高い。2019年3月には6.9%減にマイナス幅が縮小した。そもそも昨年来の乗用車販売の不振は、①車両購入税減税（通常税率は価格の10%。2015年10月～2016年末は5%に半減、2017年は7.5%の軽減税率）の終了による反動減、②株価の大幅下落（2018年の上海総合株価指数は年間24.6%安）によるマイナスの資産効果、③さらには米中摩擦の深刻化による景気や所得の先行きに関する不透明感の増幅、などが主因であった。

乗用車販売伸び率（前年同月比）と車両購入税の推移（％）



しかし、①の影響は徐々に薄れ、③は米中貿易摩擦問題が一段と激化する懸念は後退した。②について、米中摩擦が風の状態にあることに加え、年初からの大幅な金融緩和の資金の一部が株式市場に流入したこともあり、株価は年初から急騰した。4月17日の上海総合株価指数は3,263ポイントで引け、年初来上昇率は30.8%に達している。これによって昨年下落幅のほとんどを回復したことになる。

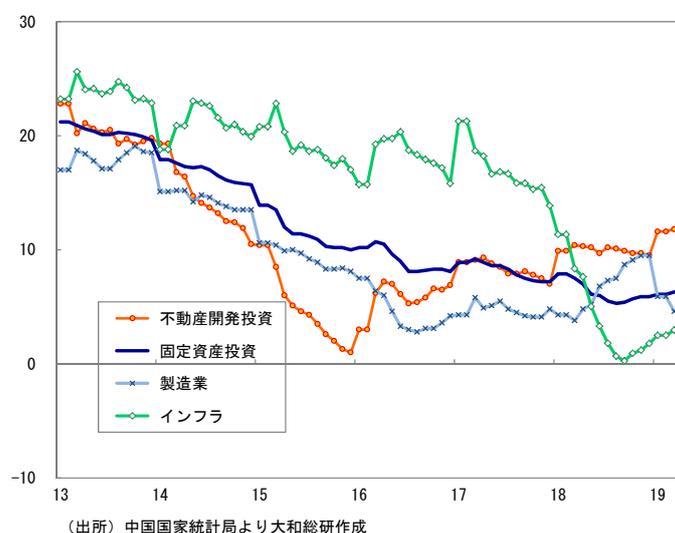
さらに、中国政府が4月1日より、製造業の付加価値税の税率を16%から13%（交通・運輸、建築業は10%から9%）に引き下げたことで、メーカーによる乗用車価格の引き下げが活発化していることも追い風となる可能性があり、今後の販売動向が注目される。

固定資産投資は小幅加速

2019年1月～3月の固定資産投資は6.3%増と、2018年の5.9%増から加速した。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。製造業は2018年の9.5%増⇒2019年1月～3月は4.6%増へ鈍化した一方で、不動産開発投資は9.5%増⇒11.8%増、インフラ投資（電気、水道、ガスを含むベース）は1.8%増⇒2.9%増に伸び率が高まった。

不動産開発投資に関連して、住宅価格の上昇率（2019年3月は11.3%）は、都市一人当たり可処分所得増加率（2019年1月～3月は7.9%）を上回り、既に政府が警戒ラインとする水準を超えているが、あまり強力な引き締め策は導入されていない。政府は、より強力な価格抑制策を打ち出すことによって、不動産開発投資という景気下支え役のひとつを失うことを懸念している可能性がある。インフラ投資については、大型プロジェクトの新規着工が相次いでいるとの現地報道がある。既述の通り、今年に入って国有企業は潤沢に資金調達を行っており、今後しばらくはもう一段の加速が見込めるであろう。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



1月～3月の輸出入は一段と悪化

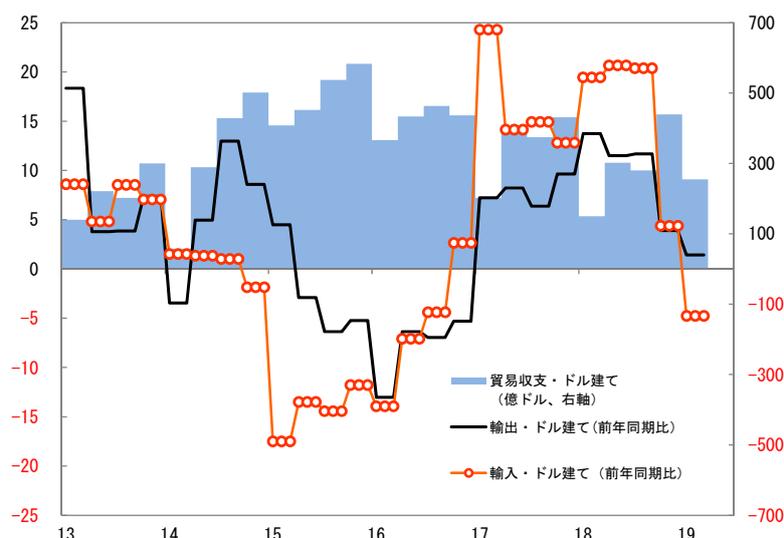
3月単月の経済指標は多くが上振れしたが、これは春節要因によるところが大きい。旧正月は、2019年は2月5日、2018年は2月16日であったが、農村からの出稼ぎ者（農民工）などは、旧正月前の4日～5日間、旧正月後の15日～20日間を里帰りなど長期休暇に充てることが多い。春節要因は、2019年は2月に集中した一方で、2018年は3月初旬に跨っていたことになる。このため、鉱工業生産や輸出入は1月～2月の伸び率が抑制される一方で、3月は上振れすることが想定された。

実際は、鉱工業生産は1月～2月の5.3%増から3月は8.5%増（1月～3月は6.5%増）、同様に輸出（米ドル建て、以下同じ）は4.6%減から14.2%増、輸入は3.2%減から7.6%減となった。鉱工業生産と輸出は上振れした一方、輸入のマイナス幅は拡大した。これは内需の不振、もしくは米中貿易戦争の深刻化の前に積み上げた在庫の調整が行われている可能性を示唆している。

2019年1月～3月の輸出は1.4%増と、2018年10月～12月の3.9%増（年間9.9%増）から一段と減速し、同様に輸入は4.8%減と、前期の4.4%増（年間15.8%増）から前年割れに落ち込んだ。貿易収支は70.1%増の763.1億ドル（年間3,511.4億ドル）の黒字であった。

今後の輸出については、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。

輸出入(前年同期比)と貿易収支(金額)の推移 (単位: %、億ドル)



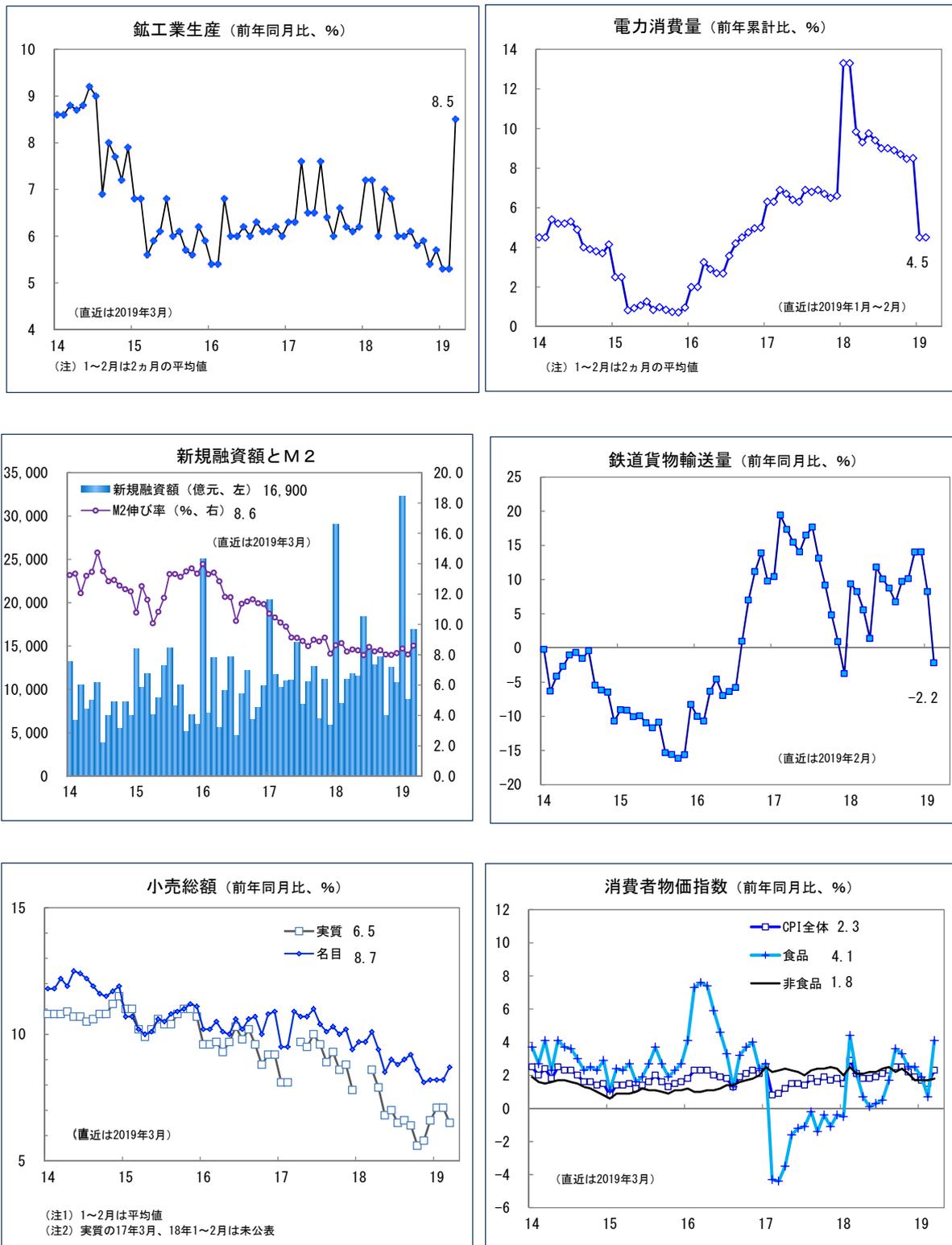
(注) 輸出・輸入は四半期毎の前年同期比、貿易収支は平均
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

主要經濟指標一覽

	2018年4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月
實質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.7	-	-	6.5	-	-	6.4	-	-	6.4
鉱工業生産（前年同月比、%）	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	5.3		8.5
電力消費量（前年累計比、%）	9.3	9.8	9.4	9.0	9.0	8.9	8.7	8.5	8.5	4.5		
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	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、%）	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	6.1		6.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	10.3	10.2	9.7	10.2	10.1	9.9	9.7	9.7	9.5	11.6		11.8
小売総額 名目（前年同月比、%）	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	8.2		8.7
実質（前年同月比、%）	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4	5.6	5.8	6.6	7.1		6.5
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3
食品（前年同月比、%）	0.7	0.1	0.3	0.5	1.7	3.6	3.3	2.5	2.5	1.9	0.7	4.1
非食品（前年同月比、%）	2.1	2.2	2.2	2.4	2.5	2.2	2.4	2.1	1.7	1.7	1.7	1.8
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	3.7	4.3	5.1	5.2	4.8	4.2	4.0	3.3	1.6	0.2	-0.1	0.2
新規融資額（億元）	11,800	11,500	18,400	14,500	12,800	13,800	6,970	12,500	10,800	32,300	8,858	16,900
M2伸び率（%）	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6
輸出（前年同月比、%）	11.9	11.9	10.7	11.6	9.5	13.9	14.3	3.9	-4.6	9.2	-20.8	14.2
輸入（前年同月比、%）	22.3	26.2	13.8	27.0	20.7	14.4	20.3	2.9	-7.6	-1.6	-5.2	-7.6
貿易収支（億米ドル）	262.3	234.1	409.2	274.5	262.6	302.9	330.7	418.4	568.4	396.5	40.2	326.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-0.7	-0.5	-0.1	0.2	0.2	0.4	0.8	1.4	2.3	2.8	2.9	3.2
上海（前年同月比、%）	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	0.1	0.4	0.9	1.5	1.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	7.3	10.8	11.8	14.4	15.9	16.4	16.3	16.8	17.2	6.0		11.9
完工面積（前年累計比、%）	-10.7	-10.1	-10.6	-10.5	-11.6	-11.4	-12.5	-12.3	-7.8	-11.9		-10.8
不動産販売 面積（前年累計比、%）	1.3	2.9	3.3	4.2	4.0	2.9	2.2	1.4	1.3	-3.6		-0.9
金額（前年累計比、%）	9.0	11.8	13.2	14.4	14.5	13.3	12.5	12.1	12.2	2.8		5.6

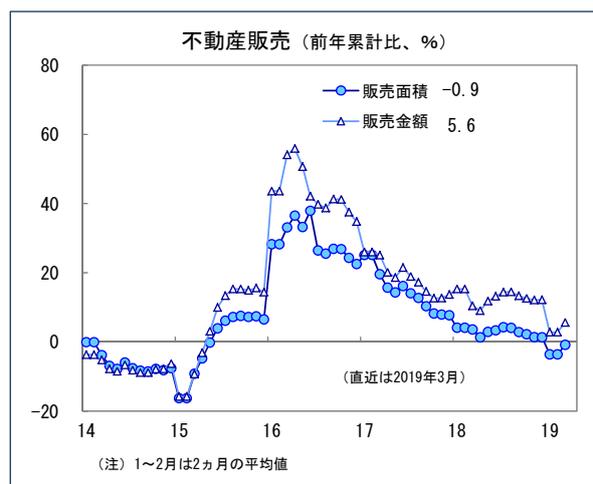
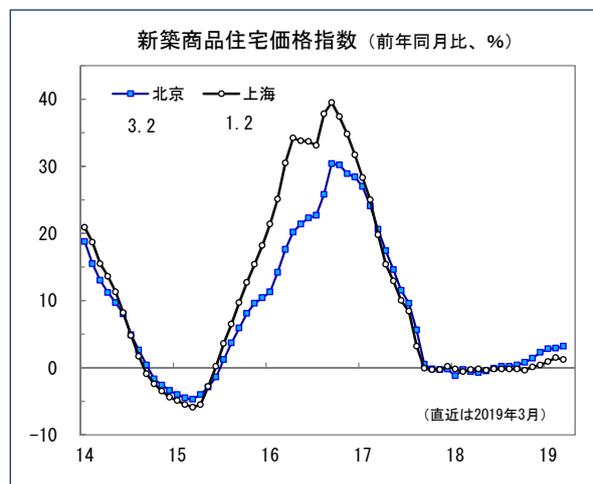
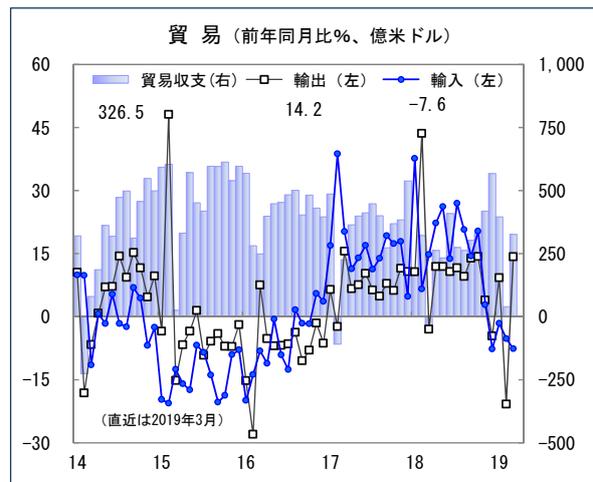
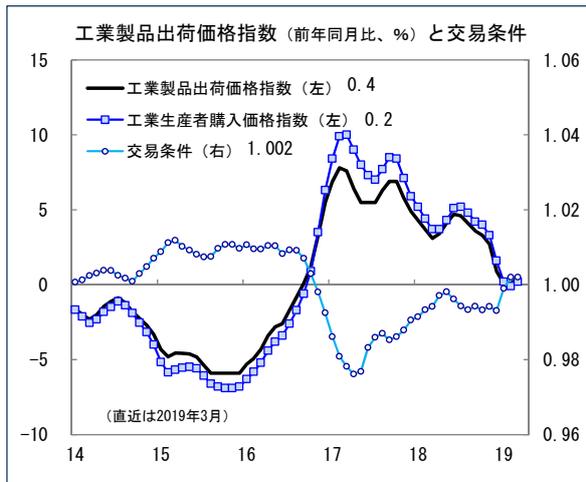
（出所）中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

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