

インフラ投資加速に舵を切る中国経済

～景気てこ入れの副作用には要注視～

玉井 芳野 (みずほ総合研究所 エコノミスト)

中国経済が内外需ともに弱含む中、景気腰折れを回避すべく、中国政府は財政政策によるてこ入れを図ろうと、インフラ投資の加速に力点を置いている。地方政府債務の借り換え促進による地方政府の財政余力の拡大、PPP（官民連携）の推進など、インフラ投資資金の確保に資する政策も多数発表している。ただし、こうした政策により景気腰折れが回避されたとしても、非効率な投資の積み上がりや金融の健全性の低下など、政策の副作用が出ないか、注視が必要だ。

1. 中国経済の腰折れ回避に必要とされるインフラ投資

(1) 足元で高まる景気減速懸念

中国の2015年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+7.0%と前期から横ばいとなった(図表1)。

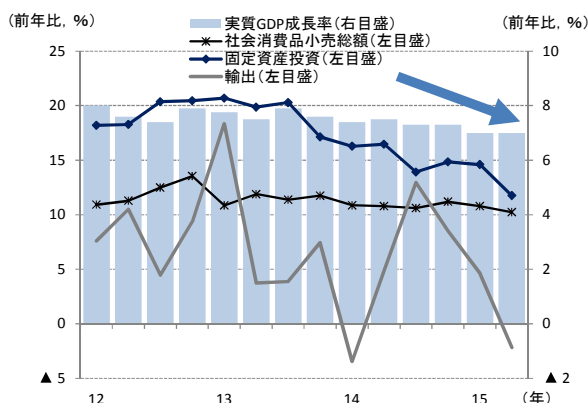
4～6月期の固定資産投資の実質伸び率は、過剰生産能力を抱える製造業投資の弱含みや、不動産開発投資の大幅減速により、前期から減速した。

消費動向を示す社会消費品小売総額も、自動車

や家具・家電など住宅関連財の販売が不調で、伸び率が鈍化した。内需のみならず外需も弱含みを示し、4～6月期の輸出(名目ドル建て)は前年比▲2.2%と、前期(同+4.6%)からマイナスに転じた。欧州や日本経済の回復の緩慢さ、原油価格下落を受けた資源国経済の減速、人民元の実質実効レートの上昇などが影響している模様だ。

このように、4～6月期の主要指標はそろって前

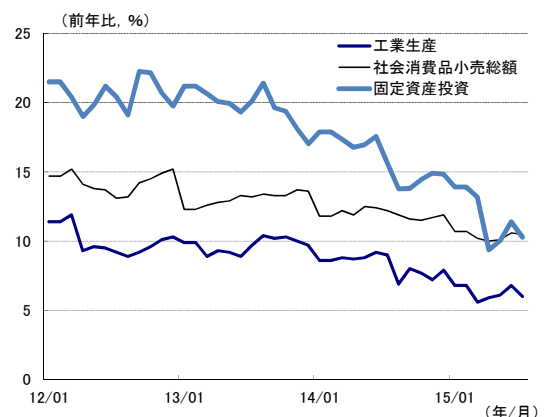
図表1 中国の実質GDP成長率



注：1. 社会消費品小売総額は小売物価指数、固定資産投資は固定資産価格指数で実質化（みずほ総合研究所推計値）。輸出は名目ドルベース。
2. 2013年1～3月期の輸出は虚偽報告による水増しの可能性大。

資料：中国国家统计局，海関総署

図表2 月次主要指標



注：1. 1, 2月は1～2月累計の前年同月比。
2. 固定資産投資は年初来累計を単月に変換。
3. 工業生産は実質値。社会消費品小売総額，固定資産投資は名目値。

資料：中国国家统计局

期から減速したが、実質 GDP 成長率は横ばいとなった。同時期の株式売買の急増を背景とした金融業の高成長が、実質 GDP 成長率を上振れさせた可能性がある。

一方、月次の主要指標をみると、5 月頃から緩やかな改善の兆しがみられたが、7 月には再び伸びが鈍化し、景気の足腰の弱さが示された（前頁、図表 2）。

冴えない主要指標の動きに加え、6 月中旬以降の中国株急落、8 月中旬の人民元切り下げといった中国マーケットでの大きな変動を受け、中国经济に対する懸念がさらに高まった。

株価は、昨年末の金融緩和開始以来、景気下支え策に対する期待などを背景に、ファンダメンタルズからかい離した上昇が続いていた。しかし、6 月中旬以降、信用取引の規制強化などを受けて急落し、7 月初旬には直近ピークから 30% 超も下落した（図表 3）。その後、政府による株式買い支えや、空売りに対する取り締まり強化などの下支え策により株価は緩やかに持ち直した。現時点（8 月中旬）で株価は昨年末対比で約 1.2 倍の水準にあり、株価下落の実体経済への影響は、今のとこ

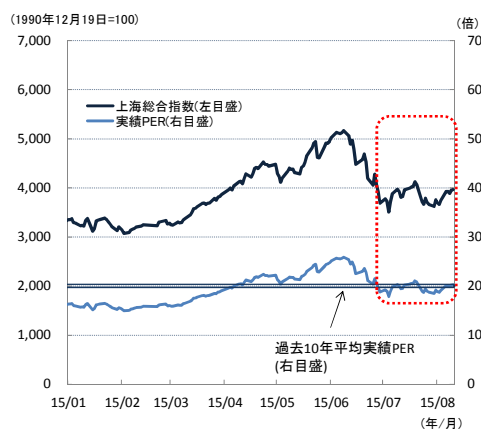
ろ軽微なものにとどまっている模様だ。しかし、景気のさらなる減速や外的ショックなどをきっかけに株価が再び大幅に下落するリスクは残存しており、その際には逆資産効果やマインドの悪化を通じて個人消費が減速する可能性もある。

また、人民元については、管理変動相場制のもと、当局が毎日発表する基準値から上下 2% の変動が許容されているが、しばらく横ばいで推移していた基準値が 8 月 11 日以降、3 日連続で引き下げられた（図表 4）。それに伴って市場の実勢値も 4 年ぶりの安値をつけるまで下落した。今回の基準値引き下げについて、中国人民銀行は、基準値と市場の実勢値とのかい離を是正し、基準値に市場実勢をより反映させるための、為替レートの自由化に向けた措置だと説明している。他方、輸出促進のため元安誘導を迫られるほど景気が悪化しているのでは、という見方も台頭している。

（2）中国政府のインフラ投資に対する認識

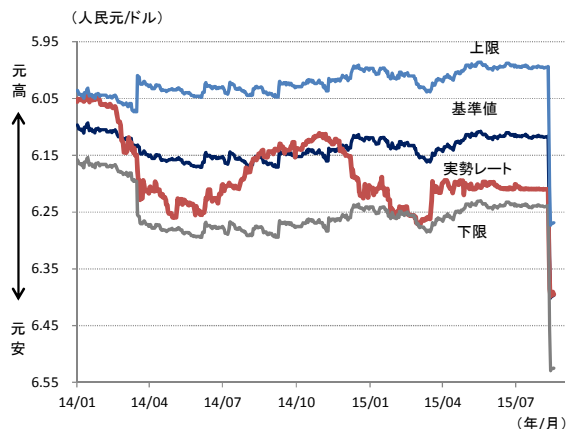
内外需ともに弱含み、株式市場にも不安定さが残る状況のもと、中国政府は財政政策を中心としたてこ入れで景気腰折れを回避する構えだ。

図表 3 上海総合指数の推移



注：過去 10 年平均実績 PER は 2005～2014 年平均。上海総合指数、実績 PER の直近値は 2015 年 8 月 17 日。
資料：Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表 4 対ドル人民元レート



注：直近値は 2015 年 8 月 17 日。
資料：Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

これまで景気弱含みへの対応として、昨年 11 月以降、中国人民銀行は、貸出・預金基準金利を 4 回、預金準備率を 2 回引き下げるなど、近年まれにみる速いペースで金融緩和を実施してきた（図表 5）。ただし、製造業の生産能力が過剰であることなどから、利下げによる投資誘発効果は弱く、財政政策によるてこ入れに頼らざるをえない状況となった。このように金融政策による内需のてこ入れの効果が限定的な上、外需にも頼れないことから、今年 4 月末以降、政府は景気腰折れ回避のためにインフラ投資に力点を置く方針を示し、相次いで関連政策を発表したものと推察される。

以下、具体的に中国指導部の認識をうかがい知ることができる要人発言をみてみよう。

まず 4 月 30 日に習近平総書記が主催した中国共産党中央政治局会議では、政府が積極的財政政策を実施し公共支出を増加させることや、投資の鍵となる役割を發揮させることなどが方針として示された上、「重要なインフラ事業や都市事業などで一部資金循環がスムーズでない問題を解決する」と、インフラ投資資金の供給問題への配

慮も示された。

その後、5 月 12 日に行われた行政権限の委譲に関する会議でも、李克強首相が「現在投資は減速基調にある」「投資プロジェクトの認可の遅れや手続きの多さが、投資の進捗に影響している」と発言し、投資の遅れに対する懸念を示した。

こうした懸念に対応するかのように、翌 13 日の国務院常務会議で、地方の実地監察調査を行い、「重要プロジェクトのできるだけ早い着工を促し（中略）、通年の経済社会発展の主要目標の達成を目指す」ことが発表された。例えば、バラック地区（粗末な住宅が立ち並ぶ地区）の改修や交通インフラなど、インフラプロジェクトの執行状況のモニタリングが行われることとなった。さらに、6 月 17 日の国務院常務会議では、「有効な投資を拡大させる」として、水利や中西部の鉄道などに重点的に投資を行う方針などが示された。

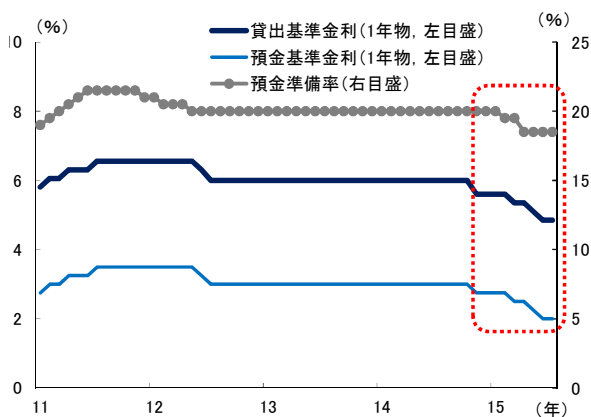
2. インフラ投資加速に向けた政策

（1）インフラ投資計画の承認加速

このようにインフラ投資によるてこ入れで景気を下支えするという政策方針自体は、決して新しいものではなく、過去にもたびたび行われてきたものだ。1998 年のアジア金融危機発生後、2003 年の SARS 発生後、2008 年の世界金融危機発生後、など成長率が大幅に低下した局面で、インフラ投資加速を中心とした景気対策が発動されてきた。さらに、景気減速圧力が高まり始めた 2013 年頃からは、インフラ投資による下支えの重要性が増し、固定資産投資全体の伸びに対するインフラ投資（「電気・ガス・水道」「交通・倉庫・郵便」「水利・環境・インフラ管理」の合計）の寄与度が高まっている（次頁、図表 6）。

今回は、不動産市場が 2014 年以降調整局面にあることを受け、不動産開発投資の弱さが投資全

図表 5 貸出・預金基準金利，預金準備率



注：預金準備率は大型金融機関向け。
資料：中国人民銀行

体を強く下押ししていることもあり、インフラ投資によるこ入れを強める必要が生じた。そうしたことから、前述したインフラプロジェクトの進捗状況に対するモニタリング強化などに加え、国家发展改革委員会による個別のインフラ投資計画の承認が5月に入ってから急ピッチで行われている。5月18日以降、高速鉄道、軌道交通、道路など交通インフラ関連を中心に投資計画の承認が相次いでおり、その規模は7月末時点で約7,500億元（2014年名目GDP対比1.2%）に達している。国家发展改革委員会自身も、「今年のインフラ計画の承認のスピードは従来よりも速い」と述べている。

個別の計画承認とは異なるが、交通インフラの建設加速に関連するものとして、5月27日に「交通運輸業の発展促進に関する国家发展改革委員会の意見」が発表されている。具体的には、「三大戦略」とよばれる、一帯一路戦略（「シルクロード経済ベルト」と「21世紀の海のシルクロード」）、北京・天津・河北協同発展戦略、長江経済

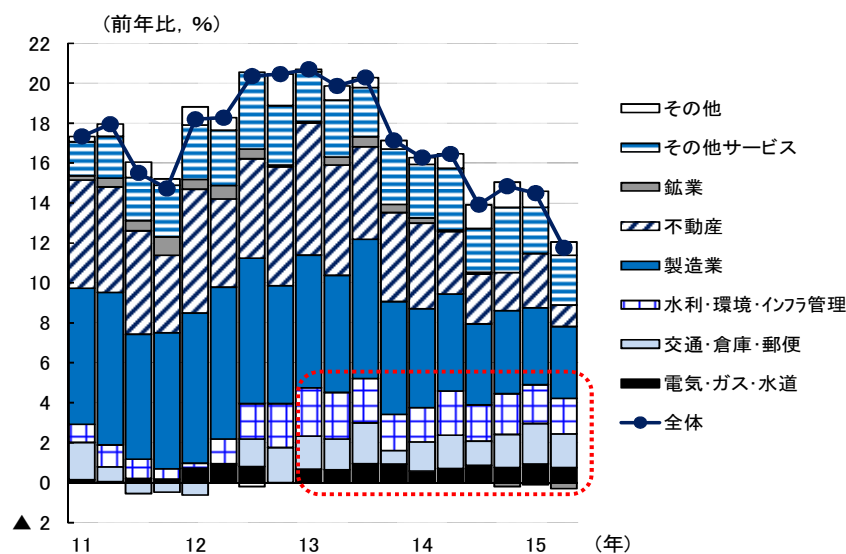
ベルト戦略に沿った重要インフラ建設計画の執行加速が盛り込まれた。

（2）投資資金の確保への配慮

上述のとおり、インフラ投資による景気てこ入れ自体は昨年も見られたものだが、今年のインフラ投資に関する政策を特徴づけるのは、インフラ投資資金を確保するための施策が多く発表されていることだ。

インフラ投資資金の確保が必要とされている背景には、地方政府債務問題の解消に向けた改革の進展や財政収入の減少がある。中国のインフラ投資を資金源別にみると、2013年時点で「事業単位の自己資金」が約6割と最も大きな割合を占めているが（次頁、図表7）、この「事業単位」には、地方政府が公共事業の実施を目的として、財政資金などを出資して設立した地方政府融資平台（以下、融資平台）と呼ばれる法人も含まれる。地方

図表6 固定資産投資（業種別寄与度）



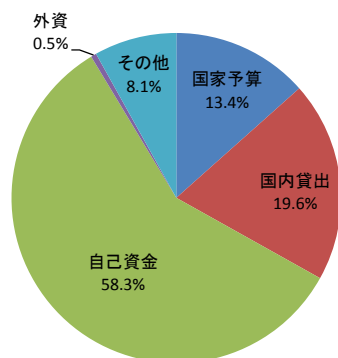
注：インフラ投資は、「電気・ガス・水道」「交通・倉庫・郵便」「水利・環境・インフラ管理」の合計。
資料：中国国家统计局

政府はかつて、融資平台に暗黙の政府保証を与え、銀行借入などを野放図に拡大させた結果、多額の債務を抱えることとなった。このことが問題視され、昨年後半以降、地方政府債務問題の解消に向けた改革が本格化している。融資平台の進行中のプロジェクトに対する融資まで急激に絞ると景気腰折れを招くため、銀行に借り換えを促しはするが、融資平台を通じた資金調達とは原則として禁止されることとなった。それゆえ、融資平台を利用せずにインフラ投資資金を確保する必要性が生じているのだ。

さらに、土地使用権譲渡収入の大幅減を主因とした財政収入の減少も、インフラ投資資金の確保の必要性を高める要因となっている。財政収入は、一般公共予算収入と政府性基金収入から成るが、このうち政府性基金収入の約8割を占める土地使用権譲渡収入が、不動産市況の調整の影響などを受けて2014年後半から大幅に減少し続けている(図表8)。

このような地方政府債務問題の解消に向けた改革や財政収入の減少を受け、今年に入ってから、インフラ投資資金を確保する代替措置として多くの政策が発表・実施されている(次頁, 図表9)。

図表7 インフラ投資の資金源 (2013年)



注: インフラ投資は、「電気・ガス・水道」「交通・倉庫・郵便」「水利・環境・インフラ管理」の合計。

資料: Wind

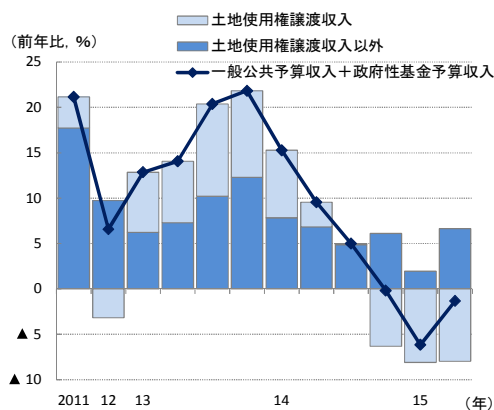
代表的なものとして、①地方政府債務の借り換え用の地方債発行、②PPP(官民連携)の促進、③企業債券発行基準の緩和による資金調達の促進、④保険会社出資のインフラ投資基金の設立、などがある。

① 方政府債務の借り換え

2015年3月の全国人民代表大会で、6,000億元の地方債の新規発行に加え、地方政府債務の借り換えのため、1兆元の地方債(借換債)の発行が認められた。借り換えの対象となるのは、2013年6月30日までに地方政府が償還責任を負った債務のうち2015年に期限が到来する債務の元本で、財政部によるとその残高は約1.9兆元とされた。当措置の狙いは、進行中のプロジェクト向けの資金の断絶を防ぐことや、高利の既存債務を低利の地方債に転換することで地方政府債務の返済負担を緩和し、重要プロジェクトの投資に回す資金を捻出することなどにある。財政部によれば、この借り換えによって地方政府の金利負担は400~500億元ほど減少するという。

ただし、他に先駆けて借換債を発行することとなった江蘇省では、借換債の流動性が低くリター

図表8 財政収入と土地使用権譲渡収入



注: 2011年, 2012年は年次。2013年以降は四半期。

資料: 中国財政部

ンも低いため、引き受け手が不足し、発行が延期される事態となった。それを受け、5月15日に財政部・人民銀行・銀行業監督管理委員会が合同で対応策を発表した。地方債の一部は特定の引き受け先に対する割当引き受け方式で発行する、銀行が地方債を担保に人民銀行から資金調達できるようになる、といった方針が示され、その後ようやく借換債の発行が実現した。江蘇省に続いて、多くの地方政府も借換債を発行している。いずれの借換債の発行利率も、同期間の国債収益率をわずかに上回る程度の低水準となっている。例えば、3年物の国債収益率が2.92%であるのに対し、江蘇省の地方債の3年物金利は2.94%と、ほぼ同じ水準であった。

さらに6月10日、財政部は借換債発行枠を1兆元から2兆元に拡大すると発表した。これは、先述の1.9兆元の債務残高をカバーできる規模である。

②PPP（官民連携）の推進

民間資本の活用によるインフラ投資資金確保のため、中国政府はPPP（官民連携）の推進にも積極的な姿勢をみせている。2014年12月に発表されたPPPに関する国家発展改革委員会の指導

意見によると、PPPとは、政府が供給責任を負うべき分野で、かつ、市場メカニズムの活用に適した公共サービスやインフラ事業において、民間資本を活用し、官民間で収益やリスクを共有する長期的な協力関係のことを指す。PPPの推進は、都市化や政府の権限委譲といった中国が取り組むべき改革課題にも寄与するものと位置付けられている。今年5月25日には、国家発展改革委員会のホームページ上で、合計1,043項目、総額1.97兆元となるPPPプロジェクトのリストが一挙に公開され、水利、交通インフラ、行政施設、環境保護など多岐にわたる分野のプロジェクトについて、所在地や規模、適用するPPPのモデルなどが詳細に示された。また、PPPプロジェクトの円滑な推進を図るため、汚水処理、有料道路、公共サービス、といったプロジェクト分野別の政策も4月末以降相次いで発表されている。

③企業債券発行基準の緩和

5月27日には、企業の債券発行による重要プロジェクトの資金確保を狙いとした政策も発表された。具体的には、7大投資プロジェクト（電力・天然ガスネットワーク、エコ環境、クリーンエネルギー、食糧・水利、交通、健康・介護サービス、

図表9 2015年以降に発表されたインフラ投資資金の確保に関する政策

措置	発表日	発表機関	概要
①地方政府債務の借り換え	3月12日	財政部	地方政府債務の借り換えのため、1兆元の借換債の発行を認めると発表
	5月15日	財政部、中国人民銀行、銀行業監督管理委員会	地方政府債務の借り換え用に発行される地方債について、一部は特定の引き受け先に対する割当引き受け方式とすること、地方債を人民銀行からの借り入れ時の担保と認めること、などを発表。低利の地方債による借り換えを促すことで、地方政府の財政余力を拡大
	6月10日	財政部	地方政府債務の借り換え用に発行される地方債の枠を1兆元から2兆元に拡大すると発表
②PPPの促進	5月25日	国家発展改革委員会	合計1,043項目、総額1.97兆元のPPP(官民連携)プロジェクトのリストを公表
③企業債券発行基準の緩和による資金調達の促進	5月27日	国家発展改革委員会	企業債券発行基準の緩和による重要プロジェクトの資金調達促進
④保険会社出資のインフラ投資基金の設立	6月24日	国务院常务会议	保険会社による基金(3,000億元)を設立し、インフラ建設に投資すると発表

資料：中国財政部、中国人民銀行、銀行業監督管理委員会、国家発展改革委員会よりみずほ総合研究所作成

鉱物資源保障) など重点分野への投資資金を調達するための債券発行に対して発行枠を緩和することや、債券を発行する企業の資産負債率の基準を緩和することなどが含まれる。

④保険会社出資のインフラ投資基金の設立

6月24日の国务院常务会议では、保険会社の出資により3,000億円の基金を設立し、長期の安定資金をインフラ建設に投資する方針が発表された。主な投資先は、バラック地区の改修、都市インフラ設備、重要水利プロジェクト、中西部の交通インフラなどとされている。この政策は、保険会社の資金運用方法の多様化にも資する内容となっている。

3. 腰折れは回避されても、景気てこ入れの副作用には要注視

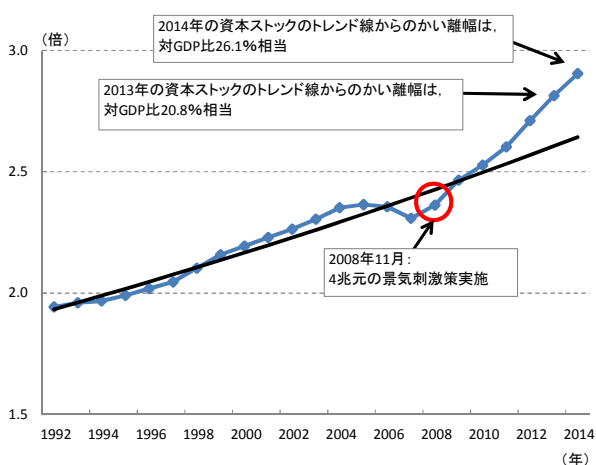
前章で挙げたインフラ投資資金の確保措置の実効性に関しては、不透明な部分も大きい。例えば、PPPに関しては、投資収益率が低い、回収期間が長いなどの理由から、民間資金が集まらない可能性もある。こうした事態を防ぐためには、地方政府がPPPに適したプロジェクトを正しく選別するとともに、政府が担うべきコストやリスクを適正に定めなければならない。ただし、先進国においてもPPPの実施に伴う課題が多い中、制度整備から日が浅い中国において、円滑にPPPを推進しインフラ投資につなげることは難易度が高いと考えられる。

そのため、前章で挙げた措置に加えて、政策性銀行を含む金融機関の貸出拡大などによるインフラ投資資金の確保が図られるだろう。すでに行われているものとしては、PSL(担保付き補完貸出)の活用が挙げられる。この仕組みを通じて、中国人民銀行が、バラック地区の改修事業向けの長期資金を政策性銀行である国家開発銀行に供

給している。その残高は今年6月末時点で8,035億元に達し、今年1~6月にも合計4,204億元の資金供給が行われている。それに加えて最近では、国家発展改革委員会が7月28日の記者会見で、インフラ投資を加速させる上で金融機関との連携を強化するとの方針を明示し、それに関する政策を、銀行業監督管理委員会・保険監督管理委員会と合同で準備している、と言及している。

このような対応によって、インフラ投資の資金繰りに目処がついたとしても、残るリスクがある。その一つが、非効率あるいは過剰な投資の積み上がりである。景気てこ入れの度がすぎれば、非効率な投資が積み増されたり、政府が重点分野として指定した分野での過剰投資が起きかねない。2008年の世界金融危機後に打ち出された大規模景気対策を契機に、資本ストックが積み上がり、その調整のために中国経済は減速を余儀なくされているが(図表10)、政府系シンクタンクである国务院発展研究センターの調査によると、インフラ投資の効率性も大規模景気対策後に大きく低下しているという。インフラ投資の効率性をは

図表10 資本ストック(対実質GDP比)



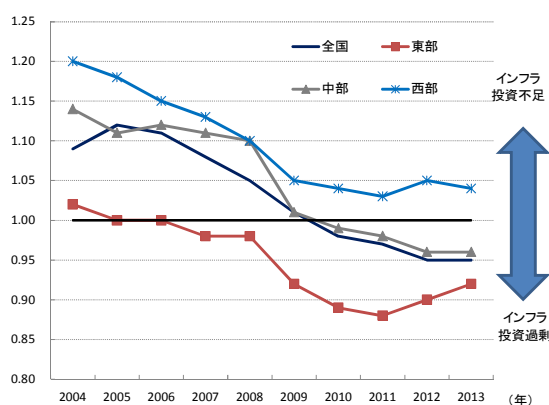
注: 実質値。基準値を1952年、除却率を一律5%とし、ベンチマーク・イヤー法により推計。トレンド線は1992~2008年を基準とし、先延ばししたもの。

資料: 中国国家统计局よりみずほ総合研究所作成

かる指標として、非インフラ投資収益率に対するインフラ投資収益率をみると、西部地域ではまだインフラ投資が不足しているが、東部・中部ではすでに過剰な状態になりつつあることが分かる（図表 11）。今回は、過去と同じ轍を踏まぬようにする必要はある。

もう一つのリスクは、金融の健全性が阻害されることだ。例えば、地方政府債務の借り換えのために発行されている地方債は、現在銀行が主たる引き受け手となっているが、これは銀行が地方融資プラットフォームなどに保有していた貸出債権が地方債に置き換えられることを意味する。上述のとおり、もともと高金利の貸出資金が低金利の地方債に換わるため、銀行の利益率が下押しされる可能性が高い。さらに、銀行が地方債を多額に引き受ければ、地方債のデフォルト時に銀行経営に大きな悪影響が及びうる。現時点で借換債の発行枠は 2 兆元となっているが、2013 年 6 月 30 日以降新たに増えた債務のうち今年償還を迎える債務なども今後借換債への転換対象となり、発行枠が拡大するとの見方もあるため、その動向には引き続き注視が必要だ。

図表 11 インフラ投資の相対収益率



注：相対収益率 = (インフラ投資の収益率) ÷ (非インフラ投資の収益率)。1 以上でインフラ投資不足，1 以下でインフラ投資の過剰を示す。

資料：刘世锦（2015）よりみずほ総合研究所作成

また、融資プラットフォームの既存プロジェクトに対する融資の継続についても、銀行が慎重なリスク判断を行わないまま安易に融資を継続すれば、不良債権が拡大しうる。このように、インフラ投資資金の供給を一般の金融機関に過度に頼った場合には、金融の健全性に悪影響が及ぶことになる。

中国政府は「2020 年までに GDP を 2010 年対比で倍増させる」という中長期的な目標の達成を視野に、インフラ投資の加速を通じて今年の実質 GDP 成長率を +7.0% 前後に着地させようとしている。しかし、上述の副作用にも配慮しながら慎重な舵取りを行わなければ、中長期的な発展そのものが危ぶまれる事態にもなりかねない。こうしたジレンマを抱える中、短期的な安定成長と中長期的な成長の狭間で政策が揺れ、経済の健全化に重きを置いた途端に急激なバランスシート調整が起こり、金融不安が生じることがないか、注視していくべきだろう。

《参考文献》

三浦祐介（2015）「対策進む中国の地方政府債務問題～地方財政に生じる財源不足が当面のリスクに～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015 年 3 月 31 日)

劉家敏（2015）「官民連携（PPP）の展開に関する国家発展改革委員会の指導意見」(みずほ総合研究所『みずほ中国政策ブリーフィング』2015 年 1 月 30 日)

刘世锦主编『中国经济增长十年展望（2015-2024）攀登效率高地』中信出版集团，2015 年。

プロフィール

たまい よしの

みずほ総合研究所 調査本部アジア調査部中国室 エコノミスト。2011 年、みずほ総合研究所入社。中国・香港経済の調査担当。著書に、『経済がわかる論点 50』（共著，東洋経済新報社）等。