

12070

## 中華人民共和国

チーフアナリスト 増田 篤  
チーフアナリスト 田村 喜彦

長期格付

AA-

見通し\*

安定的

短期格付

—

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

## 1. 概要

中国は世界第4位、日本の約25倍の広大な国土を有し、人口は13.9億人（17年）で世界最多である。49年の中国共産党による建国以来、同党の一党指導体制下にある。石炭、鉄鉱石など鉱物資源に恵まれ、特に前者の生産量は世界第1位。78年に開始された改革・解放政策を背景に長期にわたる高度経済成長を実現し、世界の工場と称される地位を築き今日に至る。80年に300ドル水準に止まっていた一人当たりGDPは2017年には8,830ドルへと大きく拡大し、中所得国水準に達している。GDPの規模は09年に日本を抜き、米国に次ぐ世界第2位となった。また、15年11月には、IMFにより人民元のSDR構成通貨への採用が正式決定された。他方、高度経済成長路線は2010年代に入り転換点を迎えた。17年10月に二期目に突入した習近平政権は、労働、資本など生産要素の大量投入に依存した高度経済成長から、生産性の向上や消費主導による持続可能な中高速の安定成長への転換を目指し、改革政策を推進している。

## 2. 政治・社会情勢

18年3月の全国人民代表大会（全人代）では「政府活動報告」や予算案などの定例の議題に加え、憲法改正案と国務院機構改革案が承認された。この憲法改正により「2期10年」の国家主席の任期制限が撤廃された。また、同憲法改正では、国家監察委員会の設置も規定された。これにより従来、国務院（中央政府に相当）内にあった汚職取り締まり機能を独立させ、政府高官等に対する汚職取り締まりの権限強化が図られた。今回の全人代における憲法改正に

より習氏は、これまで進めてきた政治基盤の強化をさらに一歩進め、長期政権化の制度的基盤を整えたと言える。国務院機構改革については様々な中央省庁再編が行われたが、中でも注目されるものとして「中国銀行保険監督管理委員会」の設置が挙げられる。これは、銀行の監督官庁と保険会社の監督官庁の機能を統合し、業界の枠を越えて金融機関の活動を監督する体制を整えることを目的とする。また、同全人代では新たな閣僚人事が決定された。26省庁トップのうち15人が留任しており政策の安定性が重視されたとみられている。なお、習氏の盟友とされ、政権第1期の最重要政策である汚職取締りを主導した王岐山氏は、国家副主席に登用された。

他方、米国および韓国、北朝鮮両国による対話路線への転換を背景に隣接する朝鮮半島の情勢が大きく改善に向かう一方、貿易を中心に米国との関係が急速に緊迫化しており、今後の展開と中国の政治経済への影響に注意が必要となっている。

## 3. 経済基盤・経済情勢

18年第3四半期の中国の実質GDP成長率は前年比6.5%と、前期よりも0.2%低下したものの、民間設備投資や個人消費の伸びを背景に依然底堅く推移している。17年に6.9%と前年の6.7%から緩やかに加速した経済は、18年は緩やかに減速するものの、6.5%前後の政府目標はおおむね達成可能とみている。19年については、米中貿易戦争問題の展開と影響に注意が必要だが、対策として政府は、内需振興による景気下支え方針を打ち出した。また、中央銀行である中国人民銀行は金融政策をやや引き締め方向を意味する「穏健中立」から緩和を意味する「穩

健」に変更している。実態経済を見ると、IT産業の急激な発展を背景に民間投資も拡大傾向にある。また、中所得層の拡大を背景に個人消費が、Eコマースの拡大を含め堅調に推移している模様である。以上より、同問題による経済への深刻な影響は回避され、経済は緩やかに減速しつつもおおむね底堅く推移すると予測する。

中期的な見通しについては、2015年10月発表の一人っ子政策廃止の影響で30年代には状況が変わる可能性が浮上してきたが、生産年齢人口の減少や労働コストの上昇などの影響に加え、政府が推進している構造改革を背景に設備投資への依存度が低下していくこともあり、経済成長には緩やかな減速圧力がかかると予測される。これに対し政府は、構造改革を通じて産業高度化を図り、労働生産性を高めることで中長期的に経済減速を緩やかなものに止め、持続的な経済成長の実現を目指している。また、国営企業を中心とする過剰生産能力・過剰債務の問題についても、政府は引き続き状況改善に取り組んでいる。他方、台湾、韓国が中所得国から高所得国への脱皮を果たす上で重要な役割を果たしたのは、産業高度化を主導した民間企業部門の存在だった。中国では、近年、IT関連企業の急激な発展が世界的注目を集めるなど、民間部門の発展の重要度が増している。個人消費と住宅投資を含む民間投資など民需の経済成長率における寄与率が既に7割を超えるとの分析もある。中国の製造業を先進国水準に高める政府の長期計画と民間セクターの成長ダイナミズムの相乗効果により、今後、中所得国からの脱却を目指し、中国経済が中期的に持続的成長を実現していく可能性が高まっている。

#### 4. 金融システムの動向

銀行の不良債権比率は緩やかな上昇傾向にはあるものの、18年9月末時点で1.87%と水準自体は依然低位に止まっている。また、自己資本比率も13%台と比較的高水準に維持されており、金融システムの安定性は維持されている。銀行部門の規模別の総資産構成比率をみると、資産規模が2兆元以上の大型銀行は、中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行の4大国有商業銀行と3つの政策性銀行の7行となっており、銀行部門全体の総資産の約半分を占める。これに資産規模が3千億元以上、2兆元未満の中型銀行を合わせると、全体の7割程度となる。

同国では97年のアジア通貨危機の影響で急増した不良債権の抜本的な処理を含め、規制監督の強化、香港・上海株式市場への上場などガバナンス改

善のための対策が講じられてきた。なお、銀行貸出残高のGDP比率は、08年の国際金融危機後に実施された4兆元の景気対策の影響を背景に大きく上昇し、17年末時点で215%と高水準となっている。

他方、近年、急激な拡大により問題視されるようになったシャドーバンキングについては、当局による管理が強化されている。中国のシャドーバンキングについて明確な定義はないが、信託会社などのノンバンクによる個人投資家向けの資産運用商品や銀行の理財商品（募集した資金を社債や信託融資等で長期運用する金融商品）が拡大し、金融シミックリスクへの懸念が高まってきた。そうしたリスクを抑制すべく、金融当局は17年に銀行によるオフバランス資産の増加抑制、銀行の流動性リスクの管理強化、中国人民銀行によるマクロブロードデンス管理機能の強化など様々な対策を導入した。また、18年に入ると当局は、金融機関の資産管理業務に関する長期的な規制方針内容を公表した。20年末までを過渡期とし、それ以降は投資対象、投資家、販売、管理など多岐にわたる規制の順守を求める。急激な規制強化で投資家の前倒し償還請求が増加するなど、混乱を生じることのないよう過渡期を設定した模様だが、この方針の明確化の影響で新規の商品販売が減少すれば、残高自体も減少に向かう可能性があり、今後の展開が注目される。

#### 5. 財政動向

17年の公共財政における財政赤字は2兆3,800億元、GDP比では前年と同じ2.9%となり、前年に続き予算（名目GDP比3.0%）内に収まった。18年の公共財政予算案では、歳入は前年比1.8%増の18兆6,030億元（GDP比20.3%）、歳出は同1.6%増の20兆9,830億元（GDP比22.9%）となっている。財政赤字は2兆3,800億元でGDP比では2.6%となる計画である。中国では、過去長期にわたり赤字財政が続いてきたが、高い経済成長が続く中、赤字規模はGDP比で1~2%程度に抑制されてきた。このため中央と地方の政府債務を合わせた公的債務のGDP比率は17年末時点で約36%と国際的に見て極めて低水準に維持されている。

地方債については、09年以降、政府はリーマンショック対策の4兆元プロジェクトを推進するため、予算法上禁止されていた地方債の発行を許可し始め、14年の予算法改定で正式に許可した。その後、地方債の管理方法も定められた。発行できるのは省、自治区、直轄市のみとされ、省政府が起債計画を作成し、国务院の許可を得れば、一定額の地方債を発行できる仕組みとなっている。発行限度額に

については、全人代の批准を得た上限設定基準に従い、財政部が、各地域の債務リスク、財政力を踏まえて測定し、国务院の許可を得て決定される。このように中央と省の2段階の許可が必要となっている。また、地方債の全面解禁に先立って政府が実施した調査では、地方政府設立の独立法人、地方融資プラットフォームによる借入急増の問題が明らかとなった。このため政府は、15年に借換債の発行を許可し、既存の地方債務を地方債に置き換える措置を取った。現在、地方債は、一般地方債、借換債、専項地方債（収益事業限定のレベニュー債。一部のみで許可されていたが、17年8月に正式に許可された）の3種に分かれる。他方、債務残高のGDP比率は17年末時点で地方政府が約20%、中央政府が同16%で両者合わせても36%と低水準に維持されている。ただし、米中貿易摩擦問題の影響に対処するための内需振興策の影響もあり、地方政府の資金ニーズは今後とも拡大傾向が続くと見られる。

## 6. 対外ポジションの動向

経常収支は近年、黒字が維持されているが、黒字幅は緩やかな縮小傾向にある。17年は、輸出の増加ペースを上回る輸入増により貿易黒字が縮小、加えてサービス収支の赤字幅の拡大もあり経常黒字のGDP比率は前年の1.8%から1.3%に緩やかに縮小した。18年は、同様の傾向により貿易黒字、経常黒字はともに前年に続き緩やかに縮小する見通しである。経常収支は、90年代以降、おおむね一貫して黒字基調が維持されてきた。外資主導の輸出産業の発展により特に工業製品輸出が大きく増加し、貿易黒字が維持されてきたことがその最大の要因である。他方、貿易依存度（輸出入額GDP比）については、中国では78年に開始された「改革・開放」路線を背景に貿易額が拡大傾向に転じたことを背景に同比率が06年の57%まで拡大した。しかし、その後は世界的な景気低迷もあって輸出の伸びが鈍化した結果、同比率は低下傾向に転じ、17年は32%となっている。これは、同比率が60%を超える韓国、90%を超えるタイ、100%を超える台湾など輸出産業が発達した他のアジア諸国と比べ比較的低下水準であり、米中貿易戦争の今後の影響を考える上で重要と言える。なお、17年の輸出に占める工業製品の割合は95%となっている。内訳をみると、90年に輸出全体の9%に過ぎなかった「機械・輸送設備」が00年には33%に拡大し、17年にはさらに48%にまで拡大している。労働コストが上昇する中、外資の進出による輸出産業の高度化もあり、より付加価値の高い輸

出製品へのシフトという産業構造の変化が起こっている。また、同年の輸出を国別・地域別に見ると、最大は米国で全体の19%を占める。次いでEU向け16%、香港向け12%、日本向け6%、韓国向け5%などとなっている。米中貿易戦争の問題もあり、中国は今後、さらなる輸出産業の高度化を進めるとともに、米国以外の地域の拡大により輸出先の一層の多様化を図る必要がある。

経常黒字の継続を背景に外貨準備が世界最大規模に積み上がり、14年には3.8兆ドルに達した。15年以降は、資本流出の拡大による人民元の下落圧力の増大を背景に外貨準備は減少傾向に転じ、16年末には3兆ドルに低下した。ただし、17年は政府の資本取引規制もあり、緩やかな増加に転じた。18年10月末時点では3.1兆ドルとなっている。なお、17年末時点で外貨準備は総対外債務の2倍を超え、短期対外債務の3.6倍に相当するなど、同国の対外ポジションは良好な水準に維持されており、今後とも大きく損なわれる可能性は低い。

## 7. 総合判断・格付の見通し

格付は、習近平政権の政権基盤の安定性、世界第2位の経済規模と産業構造の高度化、市場経済拡大に向けた構造改革の推進、世界的に見て高い経済成長の持続、良好な政府財政ポジション、シャドーバンキング問題や景気対策における当局の対応能力の高さ、高い輸出競争力と強固な対外ポジションなどを主に反映している。他方、格付は、米中貿易摩擦問題の展開とそれによる中国経済への影響、農村部と都市部の所得格差の拡大、少子高齢化の進展などに制約されている。格付の見通しは安定的である。中国では近年、IT産業を中心に民間セクターの発展が世界的水準に達しており、自前の技術開発力を高めてさらなる一層の発展のポテンシャルを蓄えている。JCRは、中国経済の成長率は今後緩やかに減少するものの、政府の長期計画と民間セクターの成長ダイナミズムの相乗効果により、中期的に持続的成長を実現する可能性が高いと見ている。中国政府は過剰生産能力・過剰債務問題、シャドーバンキング問題などに対してこれまで迅速な対応を図ってきた。企業債務のGDP比率は16年以降、低下傾向となっている。今後、知的財産権保護を巡る米中間の対立がより深刻化すれば、貿易を始め経済に影響が及ぶ可能性がある。同問題の影響を踏まえ、中国政府は今後、金融財政政策により景気下支えを図りつつ、引き続き構造改革の推進にも取り組む方針であり、今後の展開を注視する。

JCR

## 12070 中華人民共和國

## ●主要経済指標

		2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP成長率	%	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9
消費者物価(CPI)上昇率(期中平均)	%	2.6	1.9	1.4	2.0	1.6
一般政府財政収支/GDP	%	-2.0	-2.1	-2.4	-2.9	-2.9
中央政府債務/GDP	%	14.6	14.9	15.5	16.1	16.3
一般政府債務/GDP	%	-	31.8	38.7	36.7	36.2
経常収支/GDP	%	1.5	2.3	2.7	1.8	1.3
貿易収支/GDP	%	3.7	4.2	5.2	4.4	3.9
資本投資収支/GDP	%	-3.5	0.5	3.9	3.7	-1.2
外貨準備(金除く)	十億ドル	3,840	3,859	3,345	3,030	3,159
同(輸入カバー倍率)	月	25.7	25.6	25.6	24.2	21.8
対ドル為替相場(期中平均)	RMB/USD	6.2	6.1	6.2	6.6	6.8
対外債務/GDP	%	15.3	16.9	12.0	12.7	11.6
対外債務/輸出(財・サ)	%	62.5	71.9	56.2	64.4	58.7
外貨準備高/短期対外債務	%	5.7	3.0	3.8	3.5	3.6
デットサービス/輸出(財・サ)	%	12.1	8.1	3.7	3.4	-

※直近期は、速報値をもとに指標などを掲載する場合があります。

(出所) 中国人民銀行、中国財政部、中国国家統計局、CEIC

## ●格付明細

対象	格付	見通し*	発行額	利率	発行日	償還期限	公表日
外貨建長期発行体格付	AA-	安定的	-	-	-	-	2018.11.12
自国通貨建長期発行体格付	AA	安定的	-	-	-	-	2018.11.12

## ●長期格付推移 (外貨建長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
2018.11.12	AA-	安定的	中華人民共和國

\*「見通し」は、外貨建長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。