

panorama

2014年1月21日

coface

中国のパノラマ —2014年の予想



目次

- /02 第 部:中国の最新動向
- /04 第 部:マクロ経済
- /07 第 部:セクターバロメーター
- /08 第 部:業界別分析
 - /08 鉄鋼業界
 - /10 石炭業界
- /12 第V部:終わりに

11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（三中全会）以降、中国政府は広範囲にわたる大胆な改革案を発表し、一連のフォローアップを行ってきた。経済構造の再編に向けた中国の取組みは単なるレトリックではないことを明確に示した。

中国経済の改革に期待が高まるが、リスクについても忘れてはならない。短期的には、改革が実体経済にマイナス影響を与える可能性や、資金調達コストの上昇による信用リスクに注意を払う必要がある。

マクロ経済とミクロ経済で傾向が分かれたことから、当社は2014年を中国経済のダイバージェンスの年と位置付けた。マクロ経済ではこれまでの目覚ましい成長が前年比で7.2%とやや減速したものの、他の主要マクロ経済指標は安定しており、引き続き堅調な経済成長が見込まれる。

しかし、企業は困難に見舞われることになりそうだ。様々な業界における企業の財務実績と決済動向を反映したセクターバロメーターは、中国経済におけるリスクの上昇を示している。特に電子機器部門では決済動向の悪化が見られ、与信管理対策が求められる。

中国のセクターバロメーター			
部門	リスクレベル	部門	リスクレベル
自動車	●	金属	●
建設	●	小売	●
電子機器、IT	●	繊維	●
エネルギー	●	木材・紙	●

出典：コファス Datastream ● 低リスク ● 中程度のリスク ● 高リスク ● 非常に高リスク

過剰設備への対策など、中国の経済改革案に盛り込まれた項目は、長期にわたって過剰供給となっている業界に対し有効であるものの、短・中期的には混乱が予想される。都市化を推進するという政府の決定は鉄鋼業界・石炭業界に利益をもたらすものの、一方で過剰生産能力を削減する決定もなされているため、需要が成長する領域は限られるだろう。交通手段の環境配慮政策により、近い将来、同業界の小規模で非効率な企業に対する圧力が高まり、部門が整理されることが予想される。

文責：Rocky Tung (アジア・パシフィック、エコノミスト)

第 部: 中国の最新動向

改革の宣言とフォローアップ

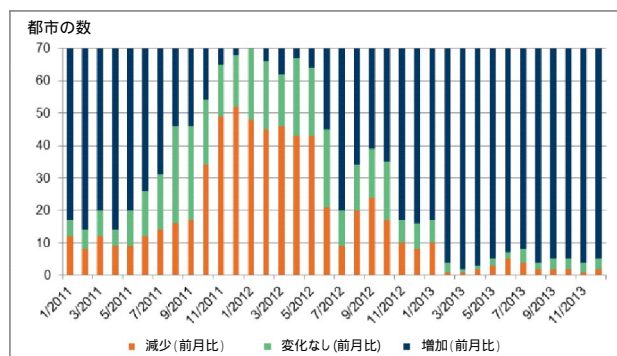
先の報告書でも述べた通り、中国の政策立案者は改革に積極的な姿勢を示しており、当社は中国が大掛かりな抜本的改革に向けて動いていることを確信するに至った¹。また、中央経済工作会議 (CEWC) の声明からも、政策立案者が、習李体制がかねてから示してきたとおり、2014年を「改革の年」と位置付けていることが見て取れる²。

11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議 (三中全会) 以降、中国政府は一人っ子政策の緩和による人口政策改革、農村地帯の農家及び住民間での土地所有権の譲渡を許可する土地所有権改革、政府の資金調達源を含む財政改革、各政府機関の所掌業務の再編成による政府の構造改革など、広範囲にわたる大胆な改革案を発表してきた。

4日間にわたる全体会議の後、中国政府は一連のフォローアップを行った。事業をよりスムーズに行えるよう、政策立案者は、中国経済をさらに市場主導型とするための重要な役割を担っている。外貨両替を「条件が整い次第、居住民自由貿易口座を通じて」³自由化する計画をはじめとする、上海自由貿易試験区の継続的な展開にも、この動きが反映されていると言えるだろう³。また、中国の国営通信社である新華社が伝えたところによると、政府は何十年にもわたって施行されてきた一人っ子政策を正式に廃止したという⁴。こうしたことは、経済構造の再編に向けた中国の努力が単なるレトリックではないことを明確に示している。

都市化の推進

都市化の推進と地方債の運用改善は、中央経済工作会議 (CEWC) の主要テーマであり、中国政府はこれらの領域に対して細心の注意を払うものと思われる。都市化については、政府は住宅用地と商業用地の両方の供給を増やすことを企図している。住宅用地と商業用地の供給を増やすことにより、不動産価格の上昇も抑えることができるというのが政府の考えだ。このことにより、一定の地域では供給拡大に伴ってインフレ圧力が緩和される一方で、同じ地域における取引量は増加するという複合的な効果が住宅市場にもたらされると予想される。



出典: CEIC, コファス

しかし、このような戦略を採る以上、産業部門への影響は避けて通れない。政府は声明の中で、工業用地の供給を削減することを提案した。これはサービス業を強化し、製造部門への経済的依存度を低減することで、バリュー・チェーンの中での上昇を目指すという政府の方針と明らかに一致する。

政府のインフラ計画は、エコビジネスにも利益をもたらすだろう。声明では、政府は国民のために清浄な空気と水を確保する意図であることが何度も繰り返し述べられている。このような声明から、エコビジネスへのインフラ投資が都市開発の重要な側面となるという予想がさらに裏付けられた。以前の報告書でも指摘したとおり、近い将来により厳しい環境基準が導入されるとともに、政府は引き続き水質と大気環境の改善に役立つ部門に対する投資を推進していくと考えられる。

地方債の運用改善

インフラに関しては、資金源が重要な側面となる。上記のインフラ整備を進める一方、中国政府は過去数ヶ月にわたって幾度も財政赤字を拡大させないと述べてきた。この二つは矛盾しているように見えるが、政府はこれらを両方実現させるつもりだ。

(1) [コファス\(2013年11月\)](#)

(2) [中華人民共和国国家発展改革委員会\(2013年12月\)](#)

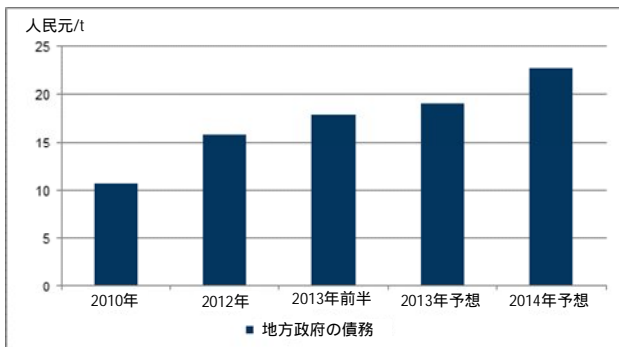
(3) [中国人民銀行\(2013年12月\)](#)

(4) [新華社\(2013年12月\)](#)

こうした中で、中国政府は特に中西部と北東部において「都市のネットワーク」を築くため、民間部門によるインフラ投資の推進に取り組むとみられている。民間部門から流入する資金により、政府は大きな歳出を伴わずに、対象地域におけるインフラ改善という目的を達成することができる。このような開発は環境配慮型プロジェクト(例: 代替エネルギーによる発電所、工業汚染処理工場)や交通プロジェクト(例: 鉄道、高速道路)の開発の推進に役立つだろう。

これは地方債制度の構築・改革への政府の意思とも一致している。また、声明の中では、このような地方債による資金調達の運用を改善する必要性も述べられた。

審計署によると、地方政府の債務額は、前回は報告された2010年12月の10兆7千億元から、2013年6月には67%上昇し、17兆9,000億元となった⁵。投資活動は前年比で20%上昇すると予想されており、地方政府の債務額は2013年には19兆元に膨れ上がり、その後も上昇し続け、中国の名目GDPの3分の1である22.5兆元に達する見込みだ。過去を振り返ると、地方政府の債務額は2010年時点では名目GDPの26.6%に過ぎず、2010年末の時点では10兆7,000億元だった。



出典: CEIC、コファスによる予想

改革項目に注意

中国経済の改革に期待が高まるが、リスクについても忘れてはならない。地方政府の債務額が増え続けること、また、改革により不良債権が生じる可能性が上昇することが、ここ2年ほど懸念されている。投資家の信頼を得られる適切な制度を開発し、改善していくことが必要だ。このような制度の整備は、国内債券市場の長期的な発展に貢献するだろう(これにより典型的なイールドカーブ(利回り曲線)が導かれる、国家の長期的な発展には極めて重要である)。また、制度の整備は、より規制が厳しく、透明性が確保され、管理された経路を通じて、ノンバンク融資の活発化にも役立つ。改革政策の全項目を勘案すると、リスクは無視できない。

政策には金利改革と人民元の国際化が盛り込まれており、財政改革は中国の改革ロードマップの中心を成している。これに加え、市場主導型経済が強力に推進されていくことを考えると、長期的な視点から言うと、これらの改革により様々な業界に競争をもたらされるだろう。しかし、特に中国の各業界の大企業においては、短期的には混乱が生じる可能性もある。中国の各業界における従来からの主要企業には、例えば、海外企業や民間企業との競争の激化や資金調達コストの上昇などのマイナス影響をもたらすことが予想される。

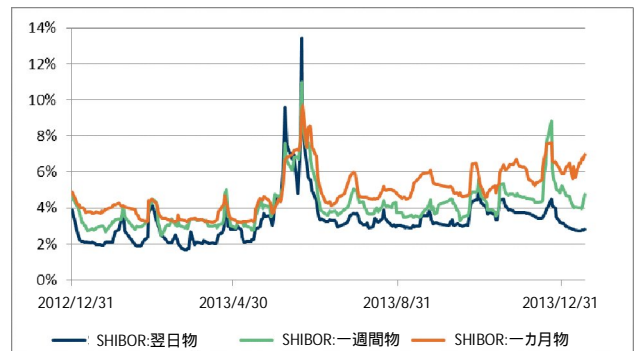
商況を一つの要因とした信用リスクは、最も懸念される事項だ。11月末時点における当社の内部データで前年比の決済動向を見る

(5) 審計署(2013年12月)

と、中国経済に減速の兆しが見られた。当社のポートフォリオは巨大な中国経済の中における一部の業界を表すにすぎないが、保険金支払請求件数及びその金額が増大していることに鑑みると、これは信用リスクの上昇を表している可能性もある。このような傾向はまだ緊急を要する事態というほどではないが、警戒すべきものであり、状況を見守っていく必要がある。

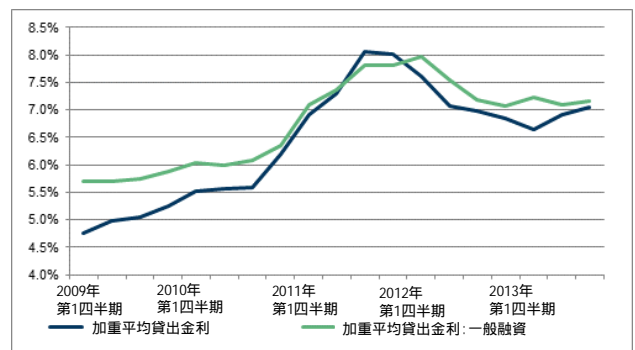
予測される資金調達コスト上昇の影響

資金調達コストが上昇する可能性は、リスクのもう一つの重要な側面である。経済学によると、資金調達コストと投資傾向は負の相関関係にあるため、高金利の環境は事業にマイナス影響を及ぼす。特に、米国のテーパリングの影響が重なることにより、近いうちに企業の資金調達コストが上昇することが見込まれる。2013年末に向けて市場の流動性が悪化し続ける中で、地方債券市場と金融市場には一層圧力がかかっている。このような状況は、中国の銀行間為替相場から反映されたものだ。去年12月には、上海銀行間取引金利(SHIBOR)の一週間物は8.8%、一カ月物は7.7%上昇し、流動性逼迫への懸念を市場に抱かせた。



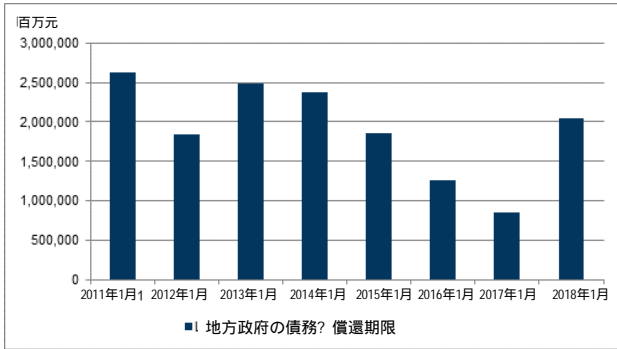
出典: CEIC、コファス

2013年7月に導入された貸出金利の自由化により、銀行からの融資はより市場原理に基づいたものとなり、銀行間取引市場における流動性逼迫は貸出金利の引き上げにつながるだろう。下のグラフに見られるとおり、中国の加重平均利率は2013年からすでに徐々になら上がってきている。2013年第4四半期の市場の展開を考えると、このような傾向は2014年も継続するだろう。これまで銀行から十分な信用の供与枠を受けていなかった中小企業には、より高い圧力がかかるだろう。



出典: CEIC、コファス

継続的な貨幣供給の増加により、2014年には全体の流動性がさらに低下する可能性がある。2009年/2010年に始まった債券市場の急速な発展は、同時期に導入された4兆元の景気刺激策と同時に起こった。地方および都市部のインフラ計画では、これまでとは異なる資金調達の方法が採られ、主に社債と貸付信託によるものであった。このため、2009年と比較して、2013年には新規の信用供与が社債では4倍、貸付信託では6倍となっている。これらの債券の償還期限が3~5年であるとする、概ね2014年と2015年に償還が行われることになる。地方債の満期も合わせて考えると、これらの償還のために市場の流動性がさらに低下する一方、債務不履行が起きた場合には大きな波及効果をもたらす、サプライチェーンのステイクホルダー(利害関係者)に対して影響を与えることとなる。2014年には、この分野における成り行きに注意を払う必要がある。



出典: CEIC、コファス

第 部:マクロ経済

	2011年	2012年	2013年	2014年 予想
GDP 成長 (%)	9.3	7.8	7.7	7.2
CPI (%)	5.4	2.6	2.6	3.3
M2 (%)	13.6	13.8	13.6	13.0
固定資本投資 (%)	23.8	20.6	19.6	20.0
小売 (%)	17.1	14.3	13.1	11.5
人民元/米ドル (年度末)	6.301	6.286	6.097	5.945

出典: CEIC、コファスによる予想

ダイバージェンスの年

マクロ経済とミクロ経済での傾向が異なっていることから見てとれるように、2014年は中国経済にとってダイバージェンスの年である。

マクロ経済では、高インフレが一因となり、これまでの目覚ましい成長率は前年比で7.2%とやや減速したが、中国全体では2014年も安定的な成長が見込まれる。消費に勢いがつき、新しい成長の原動力となることが望まれているが、依然として投資が中国経済の成長の原動力となっている。金融政策が引き続き安定し、銀行が中小企業に対してさらなる信用を供与すると考えられる。

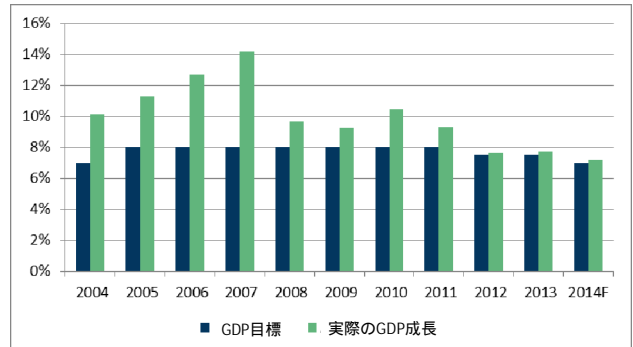
商況については、一連の新しい改革により、一定の業界の参加者にとっては苦しい状況となりそうだ。政府は過剰設備の課題に取り組むことを表明しており、「過剰設備」にあたる業界の小規模で非効率的な参加者には、コストの上昇や政策の不確かさに翻弄されるなど、圧力がかかるだろう。

GDP

12月3日の定例会議で、政府上層部は「しっかりとした前進の下に、重要な進歩を達成する」という、2013年のものと似た政策の方向性を示す言葉を使った。2013年を振り返ってみると、政府が改革政策を推し進めることでマクロ経済は安定していたが、このような傾向は翌年についてもあてはまるだろう。

2014年に中国が最も集中的に取り組んでいるのは改革だが、成長率を7~8%に保つための景気対策も採られる。経済工作会議では、政策立案者らが短期的な政策の方針として「儉約的な金融政策と積極的な財政政策」を再度掲げた⁶。具体的な目標が3月の全国人民代表大会で正式に発表された。2013年に7.5%のGDP成長が掲げられたのに対し、2014年の成長目標は7.0%と低く設定される(コファスのカントリーリスク評価:A3)。

政府が2014年に向けて低いGDP成長目標を掲げたことは、改革の取組みを推進しようとする意志の表れだ。成長目標が高いほど、「成長を中心に据えた」経済から離れにくくなる。輸出活動の回復や投資家心理の形成が予想されるにも関わらず、当社が低いGDP成長予測を立てたのは、改革の取組みが進められていることを考慮に入れ、高インフレ環境となる可能性や政府主導による安定的な投資機運を反映させたからだ。

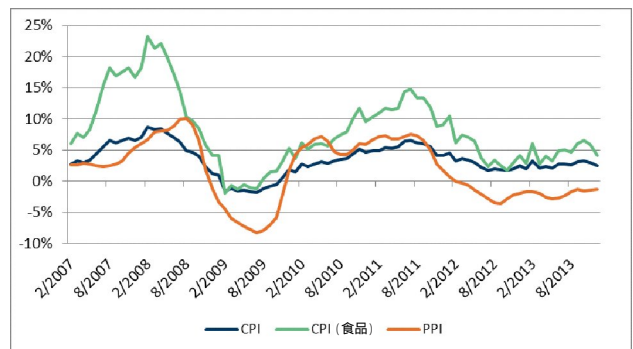


出典: CEIC、コファスによる予想

インフレーション

2013年には、多くの人が予想したほどには、インフレは問題にはならなかった。消費者物価指数(CPI)は2.6%であり、政府が予想した3.5%よりもはるかに低かった。一方で、生産者物価指数(PPI)は2012年から低下傾向が続き(前年比-1.7%)、2013年には前年比で1.9%低下した。

政府のインフレ目標は、2013年と同じく、3.5%に設定されると見込まれる。当社では、2013年と比較して基準が低いことから、2014年は徐々にインフレ圧力が改善すると予想している。また、国際市場の継続的・安定的なプラスの動向は、人民元の切り上げによりやや打ち消されるものの、高い輸入インフレにつながる可能性がある。また、市場主導型経済へ移行しようとする政府の取組みの結果として、資源に対する補助金が一部の業界で打ち切られるため、PPIが上昇する可能性がある。2014年の当社のCPI予想は3.3%である。



出典: CEIC、コファス

時期的なことを述べると、過去10年間、CPIは夏と冬にピークを迎えてきた。食糧価格を原因としたインフレは、2014年夏の課題となるだろう。しかし、短期間における比較的大幅なインフレは、政府の体制の許容レベル内であるため、近い将来に金融引締政策が採られることはないだろう。

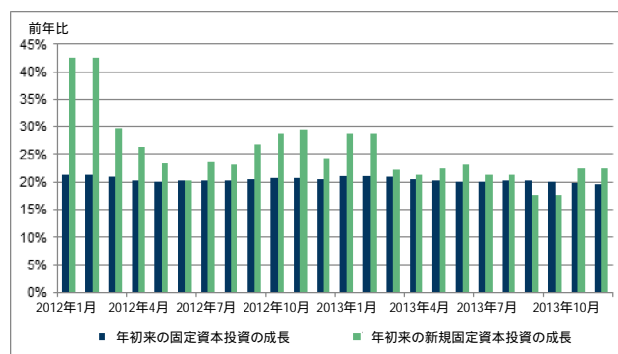
貨幣供給

ここ10年の急速な拡大の後に、中国人民銀行が徐々に成行注文を導入し始めたことが、新しい信用サイクルを象徴している。2013年の低インフレの状況にも関わらず、2014年の金融政策は全体的に儉約的な印象だ。これは去年の状況と非常によく一致し

(6) 新華社(2013年12月)

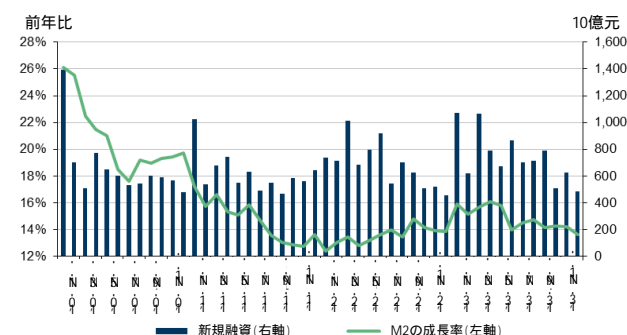
ており、もはや中央銀行の政策の定番となりつつある。安定的な金融環境が予想されており、2014年のM2の成長は、2013年の13.6%からやや下がって、13.0%と予想されている。

貢献するだろう。



出典：CEIC、コファス

2014年の固定資本投資に関する主要な下方リスクは、不動産開発業者と地方政府に対する貸付条件が厳しくなる可能性があることだ。既に述べたとおり、政府の方針に基づき、銀行は中小企業に対する貸付により積極的になるだろう。そのため、特に不動産開発業者と地方政府は、通常の銀行制度から受けられる信用の供与枠が少なくなり、経営にマイナス影響が出ることになる。さらに、一部の社債と貸付信託の償還期限が一年のうち小さなピークを迎えると予想されており、不動産業者と地方政府に対する流動性圧力が高くなるが見込まれる。コファスはこれらの状況を注意深く見守っていく。

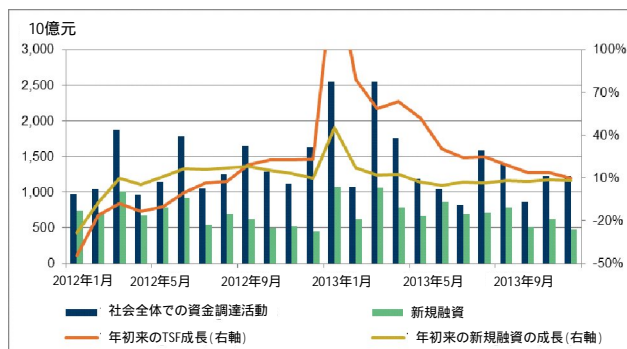


出典：CEIC、コファス

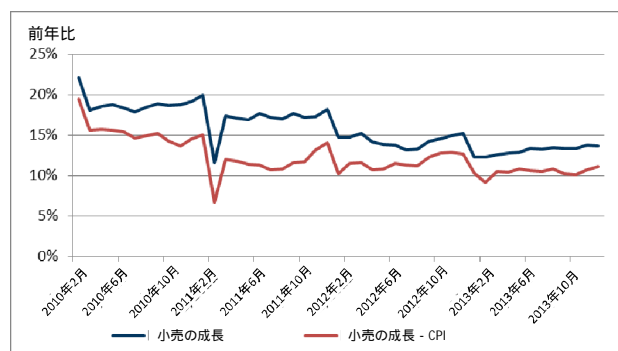
第 部で述べたとおり、国の指導者らは信用主導型の成長への依存を減らそうとしているため、金融政策の方針を緩和することは中央銀行の意図するところではない。貨幣供給の成長により、他の事業と引き換えに一定の事業者(特に中小企業)は利益を享受するだろう。大企業と比べて貸出金利が比較的高いものの、銀行は中小企業に対し、信用の供与という点で柔軟になるだろう。このような展開は、上手いけば、20%を上回る金利を取るようなシャドーバンカーに、資金繰りのために頼るといったような事態を回避できるようになるため、実体経済にとっては有益である。

小売

2013年の小売は、2012年は前年比14.3%、2011年は前年比17.1%の上昇であったのに対し、前年比13.1%上昇となった。当社では2014年も下降が続くと考えており、所得の伸びの減速から、小売りの成長率は11%にとどまると予想した。



出典：CEIC、コファス



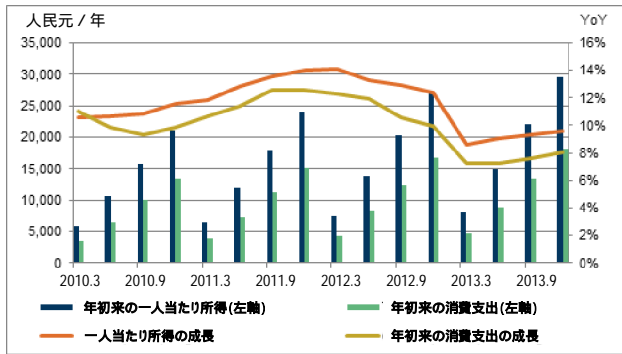
出典：CEIC、コファス

小売りの成長を低く予想した主な理由は、2012年には12.4%だった所得の伸びが2013年には9.6%になっており、2012年には10%だった消費支出の伸びが2013年には8.1%へと下がったことだ。当社では2014年における所得の伸びは前年比で9%となり、小売りの伸びは11.5%に減速すると予想している。

12月のSHIBORの上昇には、バランスシート拡大の範囲を狭めようとする中国人民銀行の意図が表れている。2013年から見てきたように、中国人民銀行は流動性を確保するための手段として銀行融資を利用するだけでなく、金融市場の頂点に留まるため、積極的に公開市場操作を行うようになった。中国人民銀行はこれを機に金融機関に対して資源の運用を改善するための助言を行おうとしているため、このような傾向は2014年も続くと考えられる。

固定資本投資

2013年の固定資本投資 (FAI) は、不動産開発とインフラ計画のペースの加速により投資機運が高まり、前年比で19.6%と引き続き好調だった。2014年については、引き続き政府主導のインフラ計画と手頃な価格帯の住居の開発の推進により、固定資本投資は前年比で20.0%成長すると見込まれている。中国の指導者らは政策の最上位に都市化を掲げており、特に西部地域におけるインフラ投資が、2014年の中国の固定資本投資の成長に大きく



出典: CEIC、コファス

中国の小売の成長が減速すると考えるもう一つの要因は、全国規模の汚職撲滅と政府機関の無駄な経費の削減への取組みという政策要因である。例えば、中央規律検査委員会 (CCDI) によると、官僚主義と形式主義を排除する目的で2012年12月4日に導入された「八項規定」に違反したとして10月31日時点で19,896名の職員が処罰された⁷。「八項規定」は海外への官僚の出張や必要のない式典に職員が出席する際の経費を削減するために導入された。報道によると、2013年の始めには、月餅やアルコールなど自由裁量に任されていた項目が大幅に削られた。前述の自由裁量の項目は中国全体の消費からすると非常に小さな量かもしれないが、汚職撲滅キャンペーンがマイナス影響を与える物品がより多岐にわたり、消費をさらに減速させる可能性もある⁸。

第 部: セクターバロメーター

中国のセクターバロメーター			
部門	リスクレベル	部門	リスクレベル
自動車	● (低)	金属	● (高)
建設	● (高)	小売	● (低)
電子機器、IT	● (中)	繊維	● (中)
エネルギー	● (中)	木材・紙	● (中)

出典: Datastream、コファス

● 低リスク ● 中程度のリスク ● 高リスク ● 非常に高リスク

a) 自動車

中国の自動車部門のリスクは低い。

中国の様々な主要都市において自動車台数制限政策が実施されており、これが政府の環境配慮型自動車への支援の効果を打ち消している。

日中関係の緊張が高まった場合には、マイナス影響が生じる可能性がある。しかし、全体としての需要は、このことによって日本車需要ほど大幅に損害を受けることはないだろう。2012年に見られたとおり、自動車の販売全体が比較的安定している中でも、領土問題で日中関係が最も悪くなった時期には日系自動車メーカーにとっては非常に苦しい状況となった。このような期間中、ホンダ (Guangqi Honda Automobile Co.) の売上は前年比で2012年9月は46%、12月は61%、トヨタ (FAW Toyota Sales Co.) の売上は2012年9月は38%、12月は31%落ち込んだ。

b) 小売

中国の小売部門のリスクは低い。

小売部門は信用リスクという点で言えば好調だが、様々な要因により、見通しを立てるのが難しくなっている。小売部門

(特に高級商品の部門)については、汚職を撲滅しようとする政府の取組みによって不利な状況となっており、この政府の取組みは2014年も続く見込みである。所得の伸び (2012年の12.4%と2013年の9.6%) と資本支出の伸び (2012年の10%と2013年の8.1%) はこれまでに比べると顕著に減速している。さらに、輸入税と付加価値税の導入、人民元の切り上げが、中国の消費者が海外で買い物をする主な要因となっている。

c) 電子機器、IT

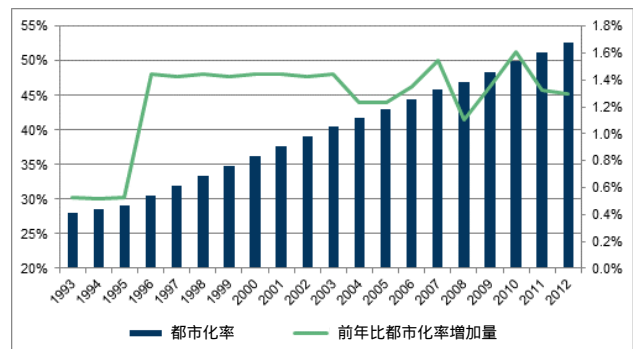
電子機器、IT部門は下位部門に応じて結果が異なるが、基本的にはこの部門のリスクはぎりぎり中程度であり、現在もリスクが上昇している。

内需は引き続き十分な健全性を保ったが、国内の中堅メーカーの家電は、特に欧米輸出市場において、2013年は依然として不況の圧力を受けた。欧米の景気回復が予想されているため、2014年にはこのような家電への需要も回復してくる可能性がある。

組立を中心としたOEM業者には、引き続き賃金の上昇と利益率の縮小による圧力がかかるだろう。中国経済に対する明るい見通しと世界の経済回復から言って、取引量は健全な量となることが予想される。しかし、下位部門では保険金支払請求件数も上昇しており、流動性リスクが高まっていることを示唆している。

第 部: 業界別分析

2012年末時点で、都市化率は第十二次五ヶ年計画に定められた51.5%という目標を超えて52.6%に達したが、政策立案者の上層部は引き続き都市化に集中的に取り組んでいる。投資は中国の中期的成長の最も大きな原動力となってきたが、これからもそれが続きそうだ。この投資により、鉄鋼部門とセメント部門は、これまで大きな利益を享受してきた。政府が都市化プロセスを進める限り、これらの部門は好調なのだろうか？以下にそれをまとめた。

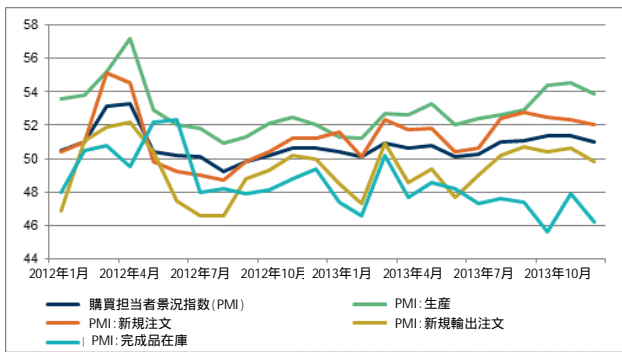


出典: CEIC、コファス

これらの業界における短期的な傾向 (例えば6ヶ月) を見るには、部門全体の先行指数として購買担当者指数 (PMI) などの指数を利用する。これらの指数は、全体的なセンチメントを表し、経済全体のモメンタムを反映する。

(7) 人民日報(2013年12月)

(8) Financial Times(2013年12月)



出典: CEIC、コファス

中期的な(例えば6ヶ月~2年)見通しには、業界全体のファンダメンタルズを見る。2013年には汚染が喫緊の課題となり、これが政策の方向性を推し進める重要な側面となった。政府高官は、基準の強化と設備の改善を行いつつ、過剰生産能力の課題を解決することを目指し、業界による全体の排出量を削減するための取組みを推し進めると述べてきた。

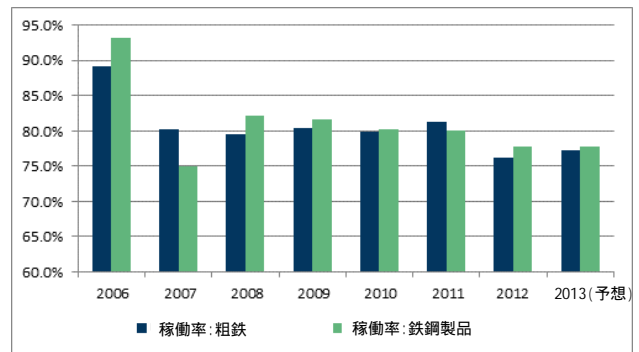
これらの部門における全体的な傾向としては、管理費および環境関連の設備投資が全体的に突出している。各企業に対する影響は様々だが、小企業は比較的悪影響を受けやすく、結果として倒産する企業も出てくるだろう。

しかし、強力な政策方針の下、もし仮に政府が古い設備を閉鎖し、新しい設備の建設を低い水準に保つことができれば、設備稼働率の谷から抜け出せる可能性がある。

鉄鋼業界

当社は、2013年における中国の粗鉄の生産量は前年比で6%成長して7億7,200万トンになると予想している。中国の鉄鋼業界の生産量はGDPの成長と正の相関関係にあると言われてきたが、これは2013年にも当てはまる。しかし、これから先については、政府の過剰設備対策の圧力を受け続けるため、業界には不確かな点が多い。当社では2014年における中国の粗鉄生産量は8億トンに上ると予想しているが、生産の多くは大規模な鉄鋼メーカーによるものであり、鉄鋼業界の小規模な参加者や非効率的な参加者は価格、政策、費用の圧力にさらされるだろう。

前回の報告書に記載した通り、中央政府は中国の過剰設備対策に積極的かつ真剣に取り組んでいる。鉄鋼部門は、2013年10月の国務院による提案の中で、短期的な過剰設備対策に力を入れる5部門のうちの一つに選ばれた⁹。提案には生産の中心となる6州で8,000万トン分の過剰生産能力を削減することが記載されていたが、それ以上の詳細はまだ明かされていない。このような提案がなされた後、当社では河北省が単独で2017年までに現在の同州の生産能力の3分の1にあたる6,000万トン相当の生産能力を解消するという非公式の報告を受けた¹⁰。伝えられているところによると、同州は2014年に1,500万トン相当の生産能力の削減を目指しているという。仮にこれが真実だとすると、これは間違いなく大掛かりな計画であり、過剰設備の状況を緩和するのに役立つだろう。



出典: CEIC、コファス

しかし、地方政府が計画に伴う歳入と雇用の損失を受け入れるのかは、依然として不明だ。河北省政府のホームページに掲載された、中国政府が支援する中国日報(China Daily)の記事によると、鉄鋼関連業界も考慮すると影響はさらに大きく、「現在の働き口が失われると、40万人が新しい職を探さなければならなくなる」とされている¹¹。

このような雇用への大規模な影響に対し、中央政府は改革に伴う衝撃を一部吸収するための行動計画を策定することが予想される。元国務院総理の朱鎔基が実行した改革の時期を振り返ると、失業が大きな問題となっている。中国の政策立案者の上層部は雇用創出を3つの主要政策目標として掲げており、現在の政府はその優れたマクロ経済管理の技術を用いて大量の失業を回避しようと試みるだろう。その主な取組分野の一つは、雇用創出の新しい原動力となりうる代替エネルギー業界その他のグリーン業界を強力に推進していくことだ。

最も大規模な鉄鋼消費者である不動産部門、インフラ部門、自動車部門を見てみると、過剰設備の課題に関する懸念を除いては、中国の鉄鋼業界における需要の見通しは依然としてかなり明るい。

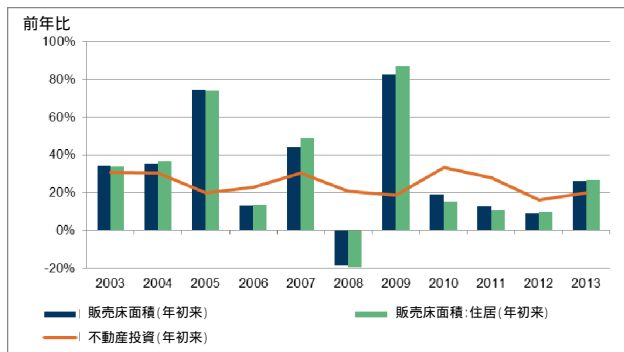
鉄鋼製品の最終需要の約50%が不動産業界とインフラ投資に関連している。本報告書の第 部に記載した通り、政府が都市化を推進することにより好ましい環境となるため、当社では固定資本投資(FAI)は比較的強い水準にとどまると見ている(2013年は前年比19.6%であったのに対し、2014年は前年比20.0%)。さらに報道によると、中国政府は第十二次五ヶ年計画の期間中、鉄道計画に対する投資を5千億元引き上げ、2013年7月に2.8兆元から3.3兆元とした。高速列車の鉄鋼製品の価格は比較的安定していることを考慮すると、このような開発は2014年と2015年の両方において鉄道建設の堅調な成長につながると考えられる。

同時に、銀行の不動産プロジェクトへの貸付意欲が弱まることなど、好ましくないと思われる政策環境があるにも関わらず、現在進行している手頃な価格帯の住居に対する投資があるため、当社では2014年の不動産投資は、2013年の前年比19.8%から上昇し、前年比で23.0%成長すると見込んでいる。一方で、2013年の好調な売り上げ(前年比+26.3%)により、不動産開発業者は既存プロジェクトや新規プロジェクトに再度投資し、鉄鋼業界を支えたと予想される。しかし、家庭の所得と賃金が伸び悩むため、一定した販売床面積の成長は、中期的(例えば2年間)にはピークを迎える可能性がある。

(9) 工業情報化部(2013年10月)

(10) 中国日報、河北省人民政府(2013年12月)

(11) 中国日報、河北省人民政府(2013年12月)



出典: CEIC、コファス

鉄鋼製品の最終需要が次に多いのは機械であり、このような需要のモメンタムは引き続き比較的安定している。特に、これまで鉄鋼に対する需要の8%近くを占めてきた運送業界の環境が改善してきているが、まだ大幅な回復は見えてこない。当社が中国投資銀行の運送業界アナリストに話を聞いたところ、同部門の企業は新規の注文を受けているという。しかし、受注規模が実質的には2007年～2008年よりも小さくなっているため、鉄鋼業界の成長への貢献は少なくなるだろう。中国の鉄鋼への需要の9%を占める自動車業界における需要の見通しについては、当社は明るい見通しを立てている。特に、自動車による大気汚染物質排出を削減するという政府の決定の下、自動車に対する需要を支えるための自動車の下取り制度を通じた支援政策が施行される可能性がある。

白物家電分野もまた鉄鋼需要の合計のおおよそ8%を占めており、鉄鋼業界の大口消費者であると言われてきた。2010年/2011年の消費を中心とした政策が良い要因となり、需要が大幅に上がったが、ここ2年については通常通りの成長となっている。2013年には、冷蔵庫が最も高い成長率を見せたが、エアコンと洗濯機の成長率は一桁台の後半にとどまった。当社では中央政府が2014年に大規模な財政刺激策を採るとは考えておらず、白物家電に対する需要の成長は、所得の伸び率に近い9%付近で、引き続き比較的安定した成長を見せると予測している。

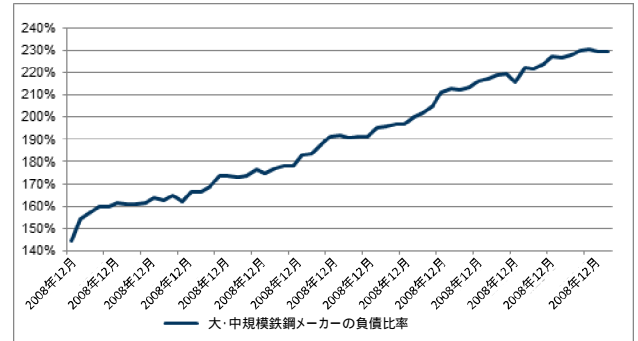
リスク

鉄鋼メーカーの需要側については、固定資本投資の高成長、機械分野と白物家電分野のゆるやかな成長により、2014年の需要は堅調な成長となるだろう。しかし、過剰設備の課題が鉄鋼部門に対して慎重にさせる要因となっており、この業界の参加者、特に小規模な鉄鋼メーカーや非効率的な鉄鋼メーカーにとって、政策のリスクが引き続き重要な点となるだろう。

大・中規模の鉄鋼メーカーはなんとか赤字を免れているが、小規模な鉄鋼メーカーは、汎用品化された製品でない限りスケールメリットが欠如しているため、純利益が減るだろう。具体的に言うと、2013年10月には大規模鉄鋼メーカーは鋼線1トン(直径6.5mm、HPB235)あたり、15.6元(2.54米ドルに相当)¹²の利益を生み出している。過剰設備の状態が解消されるまでは(例えば、85%以上の設備稼働率が達成されるまで)、価格面とコスト面で業界には極めて大きい圧力がかかりつづき、同部門の利益性は引き続き低いままとなることが予想される。鉄鋼業界に対する好ましくない全体的な政策環境により、一部の弱小鉄鋼メーカーは倒産に向かう可能性がある。

さらに、大・中規模鉄鋼メーカーの負債比率は11月時点でピークの水準にとどまっていた。小規模鉄鋼メーカーも含む鉄鋼業界全体のデータは存在しないが、同業界の小規模参加者はより高い負債比率となっていることが予想される。このような比率から、

鉄鋼メーカーは高いレバレッジの下に経営していることが分かる。業界全体の資金調達費用は、通常の下況下では上昇していく見込みだ。このような上昇傾向は、市場の流動性が悪化した場合にはさらに顕著になるだろう。利益率が現在の水準にとどまり、かつキャッシュフローを生み出すのが困難な状況においては、これらの比率の上昇は、鉄鋼メーカーの倒産と不払いのリスクが高いことを意味すると言える。



出典: CEIC、コファスによる予想

これまで、鉄鋼貿易業者は需要、供給、コスト、価格といった項目の動向に関する知識をもって利益を稼いできた。しかし、広東省と江蘇省にある二社の鉄鋼貿易業者に話を聞いたところ、鉄鋼貿易業は全体的に非常に大きな圧力に直面しているという。

一方では、貿易業者はこれまでのピークシーズン(例えば9月と10月)に比べて鉄鋼の需要や価格が予想よりも低かったため不利な状況となった。他方では、情報技術の革新により、鉄鋼メーカーはエンドユーザーに直接販売できるようになったため、貿易業者の仕事が直接奪われることとなり、貿易事業にマイナスの影響を与えた。また、銀行の鉄鋼貿易業者に対する貸付に対する意欲が依然として低く、流動性が低い中国の状況が高い資金調達コストにつながっている。これらの要因全てが中国の鉄鋼貿易業者に対して不利となっている。

一部の鉄鋼貿易業者は、例えばステンレスなどの高級商品への付加価値サービスの提供など、鉄鋼貿易事業の特定の分野に特化するだろう。このような取組は、専門性という意味で同業者と差別化を図り、鉄鋼業界の厳しい状況を生き抜くことを可能にするだろう。しかし、このような貿易業者は圧力にさらされており、これからもそれは続くだろう。また、利益率は非常に薄くなる。

石炭業界

世界石炭協会(WCA)によると、2012年時点で中国は群を抜いて世界で最も大規模な石炭生産国であり、石炭輸入国である¹³。予想に難くないが、WCAによると、石炭は中国の中心的なエネルギー源であり、中国における2012年のエネルギーの81%を占めているという。しかし、様々な要因から、石炭に対する需要の見通しを立てるのが難しくなっている。上向きの需要を促進しているのは、経済成長による需要の成長や鉄鋼およびセメントの生産の増加による需要の成長による電力需要の伸びなどだ。他方で、例えば、国务院が設備過剰の問題に直面している部門では新しい設備の建設を禁止したことなど、大気汚染物質排出を削減するという政府の積極的な計画により、石炭の利用は下がると予測されている。

特に、政府は環境配慮政策の実施を強化することが予想されるため、需要成長は減速するとみられている。主要地域や沿岸地域付近(例えば北京、上海)の都市部と郊外における需要の減速は、他の地域よりも顕著となるだろう。例えば、前述した2014年に

(12) (平均価格 * 純利益)/(人民元・米ドル為替レート) = (3629元 * 0.43%) / 6.143
 (13) 世界石炭協会

鉄鋼生産設備を150万トン分解体するという河北省の取組みにより、675万トンの石炭の需要が減ることとなる¹⁴。また、その他の生産設備の閉鎖も石炭の需要の見通しを暗くしている。

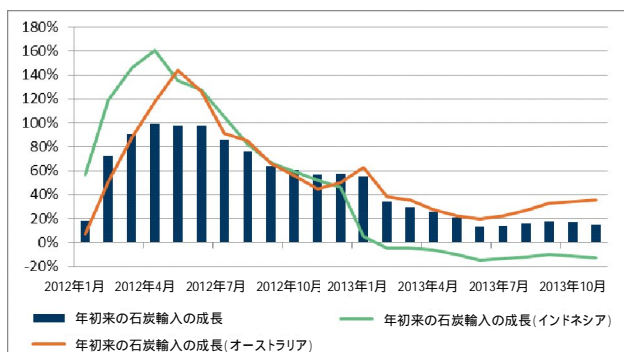
広範な環境配慮政策の下、電力分野における代替エネルギー（例：風力、天然ガス）の重要性が増すことが石炭採掘業者の主な下方リスクとなっている。しかし、業界のアナリストは天然ガスによる発電のためのインフラは多くの地域においてまだ整っていないとの考え方を示した。中期的にはインフラが整備される可能性はあるが、短期的には現在のインフラ逼迫の解消は不可能であり、その間はガス発電と石炭発電の代替効果は制限されるだろう。

短・中期的には、このような環境配慮政策の下では、様々な地域において傾向が地理的に異なってくるだろう。石炭全体の需要はまだ控えめに成長していくが、比較的開発の進んでいる地域（特に沿岸地域）では、急成長の段階を既に超えているため、需要の成長は比較的弱くなるだろう。また、政府はこのような開発の進んだ地域に、当面内陸から電力を供給するための送電網を建設することを優先課題としている。他方で、中央政府が広範なインフラ計画を開始した中西地域では需要が強力に伸びている。つまり簡単に言うと、需要の成長は内陸地域の都市化が原動力となっている。

供給面については、石炭業界は変化の力を目の当たりにしている。石炭の輸入は、国内の採掘業者に供給ショックを与えている。特に、オーストラリアとインドネシアからの輸入が主な輸入元である。オーストラリアからの輸入石炭は高品質石炭と競合しているが、インドネシアの発熱量が低い石炭は、比較的輸送距離が短く、2013年の国内における低発熱量の石炭価格と比べて20%以上安かったため、国内の石炭採掘業者に対して競争を強いてきた。

国内石炭採掘業者にとっての良い兆候は、インドネシア政府が資源の輸出に対する支援を弱めていることだ。下のグラフに示されているとおり、年初来のインドネシアからの石炭輸入は、2013年11月時点で前年比で12.9%下がっている。輸入石炭は、中国の石炭消費全体から比べると非常に小さい量ではあるものの（2012年には、輸入が2,800万トンなのに対し、国内生産は36億5,000万トンだった）、より低価格な石炭があることで中国国内の採掘業者の価格決定力が損なわれることになる。

インドネシアからの石炭輸入は減少傾向にあるものの、オーストラリアからの輸入は依然として活発だ。政府の鉄道への投資の促進（石炭による鉄道の許容量を増加する原動力になることが予想されている）と考え合わせると、全体での石炭の供給は増加する。



出典：CEIC、コファス

石炭業界にとっては困難な環境だが、11月28日に、国務院は

石炭部門の運営を安定化させることを目的とした提言を行った¹⁵。国務院は、言葉の上で国有企業を中心とした部門の強化を推進するだけでなく、非効率な供給の拡大を止めるための方法を示唆した。具体的には、提案の中で、年間300,000立方トン以下の生産能力の新規案件の承認を停止し、年間生産量が90,000トン以下の炭鉱を閉鎖することを示した。また、この文書では高品質の石炭の輸入を推奨し、高灰分かつ高硫黄分の石炭の利用および輸出を禁止している。この文書によると、石炭の品質によって異なる関税をかけることで目標を達成できる可能性があるという。また、輸入石炭製品に対する行政措置の強化が進行中である。

11月に発行された前述の文書には目標日が記載されていないものの、国家炭鉱安全監察局の副局長であるYang Fu氏は、別の場で、2,000以上の小規模炭鉱（具体的には年間生産能力が9,000万トン以下）が2015年末までに閉鎖されると述べた¹⁶。2015年末というのが、確定的な目標日なのかは依然として不明だが、政策を考えると小規模な炭鉱は周縁に追いやられるだろう。また、安全性と環境基準という点で、政府は採掘事業に関するコンプライアンスを強化すると考えられるため、供給に関する政策に振り回されることになるだろう。

リスク

過剰設備の解消と様々な業界における新しい環境基準の影響があり、石炭需要のリスクは低下している。過剰設備となっている業界に関しては新しい設備を建設することはなく、かつ既存の生産設備は解体されていくので、需要の成長は制限され、炭鉱の成長は既存顧客に頼らざるを得ない。

供給側に関しては、小規模炭鉱を閉鎖するという政府の強い方針の下、2014年にはさらに厳しい政策が採られると考えられている。既存の小規模炭鉱の運営は実際に2015年までに閉鎖される。これらの炭鉱の一部は隣接する炭鉱によって獲得される可能性もあり、そうすると需要への悪影響を少なくすることができる。

構造的な面から言うと、このような小規模採掘所が閉鎖されても、石炭の供給が重大な影響を被ることはない。2015年までに2,000の小規模炭鉱を段階的に閉鎖するという国務院の提案が採択され、実際にそれが実行されても、最大でも年間で2012年の石炭の総生産量の約5%にすぎない1億8千万トンが減少するのみだ¹⁷。

また、低品質石炭の輸入が減少傾向にあるにも関わらず、石炭輸入は引き続き安定的である見込みだ。政府は低発熱量の石炭の輸入を規制する意図を公表したが、これに対するエンドユーザーからの強い反発が予想される。例えば、これまでの鉄鋼メーカーや独立系の電力供給業者は、生産過程で高品質石炭と低品質石炭を混ぜて使っており、低発熱量の石炭の輸入がなくなるとコストの上昇につながる。

しかし、低品質石炭の輸入を抑制するような関税制度をうまく確立できれば、インドネシアの石炭輸出業者が大きな不利益をこうむり、オーストラリアからの輸入が追加的に増える可能性がある。

全体としては、2014年の石炭の価格は比較的平坦になる見込みだ。中国の主要港で在庫量が少ないことが、2013年終盤からの価格高騰の主要原因となった。しかし、2013年終盤の石炭価格の上昇にも関わらず、国内外からの供給が潤沢にあり、鉄鋼部門およびセメント部門からの需要が比較的平坦であることが

(14) 鉄鋼1トンにつき、0.45トンの石炭消費が必要であると仮定した。

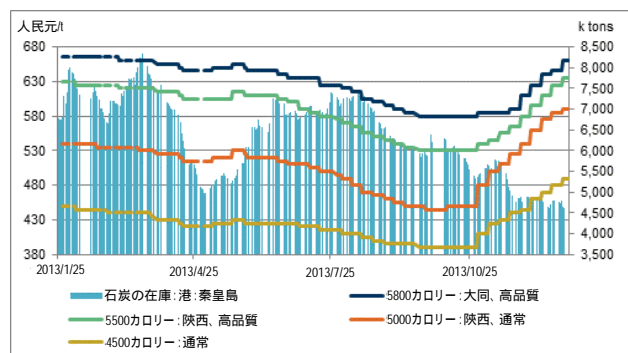
(15) 国務院(2013年11月)

(16) China Mining Federation(2013年12月)

(17) 200ヶ所の炭鉱がすべて年間生産量90,000トン以上であり、既存の炭鉱に獲得されていないと仮定した。

ら、強いモメンタムは長くは続かず、2014年以降の石炭の価格は比較的平坦になると予想される。

長は既存顧客に頼らざるを得ない。



出典: CEIC、コファス

第V部: 終わりに

全体として、中国の指導者らは近年の歴史において最も積極的な改革政策を展開し、また、政府職員によってその政策が様々な水準で実施されている。全体会議の後、指導者らが中央経済工作会議の席に座った際には、政策決定者は都市化の加速と地方債の運用の二つを2014年における主要項目として再確認した。習李体制の下、政府の公言したことと一致するフォローアップが行われ、改革計画の成功に対する期待が高まっている。

改革が成功すれば、長期的に中国経済に役立つものとなるが、短期的には、2013年12月に見られたような資金調達コストの上昇などの経済にもたらされる混乱は無視できない。金利の自由化を要因の一つとして、2014年における予想変動率は高くなる可能性がある。改革項目は多岐にわたるが、地方政府や大企業の債務不履行が生じた場合には、実体経済と金融市場は非常に脆弱になる。当社の経験から言って、保険金支払請求の規模と件数の拡大から、中国における信用リスクが高まっていると警戒しており、企業は信用を懸命に運用する必要がある。

マクロ経済の観点から言うと、二桁台の成長段階は過ぎたが、中国経済は2014年および2015年も引き続き7%の閾値を超える成長が見込まれている。中期的には、消費が中国経済の成長の新しい原動力になることが望まれるが、依然として投資が主要な成長の原動力となりそうだ。消費は伸び続けるものの、所得の伸びが減速しているため、消費の伸びのペースも減速する見込みだ。

しかし、当社のバロメーターによると、2014年はマクロ経済とミクロ経済のダイバージェンスの年だ。特に電子機器、IT部門の一部の下位部門など、一定の部門では逆風に見舞われている。中国経済における政策のリスクは全業界に共通の変数だ。

鉄鋼業界については、様々な要因の中でも固定資本投資の高い成長が2014年における鉄鋼に対する需要の堅調な成長に繋がっている。しかし、過剰設備の課題が鉄鋼部門に対する警戒心を喚起しており、政策によるリスクが同業界の参加者の殆どにとって重要な点となっている。小規模で非効率的な鉄鋼メーカーや鉄鋼貿易業者の中には、倒産する企業も出てくるだろう。

過剰設備の解消と様々な業界における新しい環境基準の影響があり、石炭需要のリスクは低下している。過剰設備となっている業界に関しては新しい設備を建設することはなく、かつ既存の生産設備は解体されていくので、需要の成長は制限され、炭鉱の成