

中国 カネはあるのに内需不振、事態は想像以上に厄介

～共産党・政府はやはり「ビッグ・ブラザー」を抜け出せないのか～

発表日：2014年6月13日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 今年4月と今月の2度に亘り、人民銀は金融政策の「微修正」を通じて内需喚起を図る姿勢を打ち出した。足下の同国経済は外需が底入れする一方、共産党・政府の内需拡大の取り組みは道半ばであり、内需のさらなる押し上げを図った。他方、同国はシャドーバンキングなど市場のリスク要因を抱える上、市場には潤沢に資金供給がなされており、当局はリスク拡大を招きかねない政策変更には動けずにいる。
- 足下の経済指標をみると、個人消費は底堅いが綱紀肅正策などが重石になり、景気のけん引役とはなっていない。一方、経済成長のけん引役であった固定資本投資は鈍化しているが、「国進民退」の影響がうかがえるなど必ずしも持続可能な経済成長には向かっていない。外需拡大が進んでいるにも拘らず、内需の鈍化がこの効果を相殺する状況が続いており、政府の取り組みが円滑に進んでいない状況がうかがえる。
- 共産党・政府は昨年来、市場メカニズム重視による構造転換の必要性を強調しており、全人代でも確認された。シャドーバンキングなどへの対応は喫緊の課題だが、こうした問題はモラルハザードに起因しており、法制度を含む市場メカニズムを機能させる方策の早急な整備が不可欠である。しかし、こうした取り組みが遅れる一方、「微修正」が繰り返されることは統制経済への回帰を招くことも懸念される。

- 今年4月、中国人民銀行は地方を中心とする個人消費に加え、農業部門をはじめとする中小・零細企業の生産活動が低迷するなか、これらの喚起を図るべく地方銀行や農村信用金融機関を対象に預金準備率の引き下げを実施し、今月も農業部門や中小・零細企業向けの融資比率が高い金融機関に限定して預金準備率の追加的な引き下げを行うなど、内需喚起に向けて金融政策の「微修正」を図る姿勢を押し出している。こうした動きをみせる背景には、米国をはじめ先進国を中心とする景気回復が進むなか、同国では年明け以降の人民元安による価格競争力の向上も重なり外需に底入れの動きが出ている一方、共産党・政府が打ち出している経済成長の原動力に関する「リバランス」が円滑に進んでおらず、先行きの景気に対する不透明感に繋がっていることが影響している。さらに、足下では食料品やエネルギーなど物価動向に影響しやすい生活必需品を中心に物価が安定してインフレ率は落ち着いている上、景気に対する不透明感を反映してコア物価も低位で推移するなど物価上昇圧力が後退していることも、金融政策の「微修正」を打ち出しやすくしている。しかし、このように内需が芳しくないにも拘らず人民銀が全面的な金融政策の転換に踏み切ることが出来ない要因としては、金融市場を取り巻く環境が変化していることに加え、金融市場自体が閉鎖的かつ硬直的であることも影響を与えている。同国金融市場を巡っては地方政府の債務をはじめとする「シャドーバンキング」が問題となるなか、共産党・政府は資金需給のひっ迫が金融市場のシステミックリスクとなる事態を避けること

図1 マネーサプライ(前年比)の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

を念頭に人民銀に対して資金供給量の調整を図らせている。シャドーバンキングが急速に発展した背景には世界金融危機後に急拡大した不動産投資が深く関係しているが、足下では不動産関連投資に対する様々な規制に加え、共産党・政府主導による経済成長のリバランスを促す姿勢の強化に伴い不動産投資は鈍化しており、これに伴って市況にも調整圧力が強まっている。他方、不動産市況の急激な調整はこれを裏打ちとするシャドーバンキング関連の資産価値の低下を招き、資金繰りの悪化が金融システム全体に飛び火するリスクを抱える。こうしたことも人民銀が資金供給を

図る一因になっており、マネーサプライの伸びは昨年末を底に改善する動きがみられる。加えて、年明け以降は人民元の対米ドル為替レートが下落基調を強めているが、これは実質的に人民元資金を金融市場に供給する金融緩和的な役割を果たしており、マネーサプライの押し上げに繋がっている。このように同国金融市場は、云わば「カネ余り」状態が続いている上、共産党・政府の主導による内需拡大を通じた経済成長のリバランスを促すべく年明け以降の人民元建新規融資は大幅に拡大しており、1-5月累計の新規融資額は4.6兆元と前年同時期を10.7%も上回る水準に達している。こうした状況にも拘らず共産党・政府は4月に引き続き今月にも融資先を限定する形で金融機関に資金供給を促す施策を打ち出したことは、金融市場には十分な資金供給が行われているものの、共産党・政府の意図に反して必要とされる分野に行き渡っていないことを明らかにしている。同国では過度なカネ余りが不動産市況の急激な上昇を招く傾向がある上、経済格差の拡大を促す一因になってきたほか、上述のように金融システム不安に繋がるリスクを高めてきたため、金融政策の大まかな方針を変えず、「微修正」により対応せざるを得なかった側面がある。こうした傾向は今後も続く予想される。

- なお、中国政府が公表している経済指標によると、足下の中国景気の動向は依然としてまちまちの様相を呈していると判断出来る。5月の小売売上高は前年同月比+12.5%と前月（同+11.9%）から加速しており、前月比も拡大基調が続いている上、そのペースも加速するなど底堅さが確認された。ただし、物価動向を反映した実質ベースでは伸びは前月からわずかに鈍化しており、食料品をはじめとする生活必需品を中心に物価は落ち着いており、実質購買力の向上に繋がると考えられるものの、依然として個人消費が景気拡大をけん引するまでには至っていない。さらに、共産党・政府が打ち出した綱紀粛正策の影響で宝飾品をはじめとする高額品に対する需要が落ち込んでいることも消費の足かせになっている。他方、米国をはじめとする先進国の景気回復に人民元安による価格競争力の向上が重なり、外需には底入れの動きが確認されるなど内・外需を巡る環境はそれぞれ異なっており、こうした動きは生産にも影響を与えている。5月の鉱工業生産は前年同月比+8.8%と前月（同+8.7%）からわずかに加速しているものの、前月比はほぼ前月と同じペースでの拡大が続いており、内需関連産業の生産鈍化を外需関連産業の生産拡大が相殺する格好になっている。製造業の景況感は年明け直後を底に改善の動きが続いているが、その改善ペースは緩やかなものに留まってい

図2 人民元建新規融資と残高(前年比)の推移

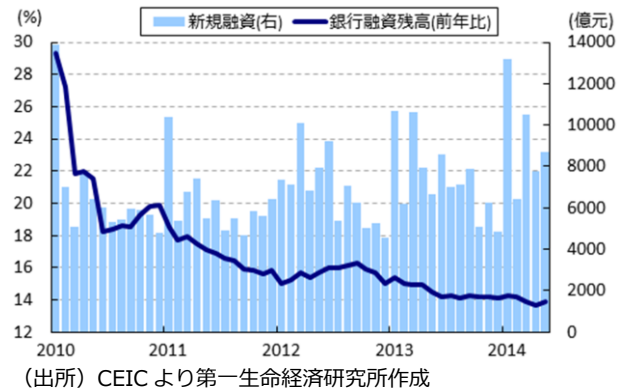
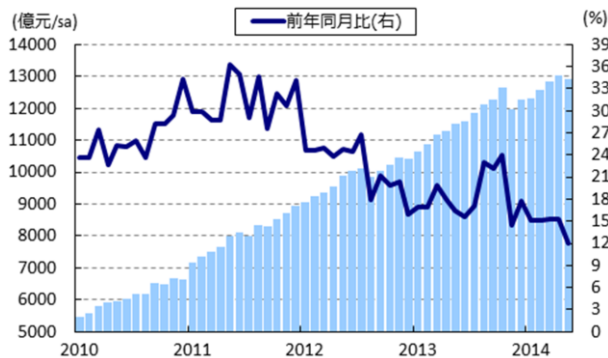


図3 小売売上高の推移



図4 製造業の設備投資の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

ることを勧告すれば、足下の生産拡大が緩慢なものに留まっていることは仕方ないことと言えよう。なお、近年の中国経済のけん引役となってきたインフラや不動産などの固定資本投資は、1-5月累計で前年比+17.2%と1-4月累計(同+17.3%)から鈍化しており、個人消費が依然として経済全体のけん引役として力不足の状況にあるなか、景気の足かせになっている。ただし、内訳をみると中央政府や国有企業によるインフラなど政府部門の投資には堅調さがうかがえるにも拘らず製造業の設備投資などは低調な推移をみせており、依然『国進民退』と呼ばれる環境は続いている。共産党・政府による経済構造の転換に向けた取り組みは未だ道半ばの状況ではあるが、一連の政策対応にも拘らず同国経済は依然として公的部門による投資が経済の主軸になる状況は変わっておらず、一朝一夕で事態が進展しない状況に直面していると言えよう。

- 共産党及び政府は、現政権下で初めて開催された昨年の三中全会以降、経済構造の転換が必要との姿勢を重視しており、こうした姿勢は3月に行われた全人代(全国人民代表大会)においても改めて確認された。特に、シャドーバンキングをはじめとする金融市場を巡る課題は、近年の同国の経済成長が過度にインフラや不動産を中心とする固定資本投資に依存してきたことに端を発しており、経済成長モデルの転換を図るとともに閉鎖的な金融市場の開放を通じて効率的な資本市場の構築が不可欠である。全人代の終了後、人民銀は統制状態にある金利の自由化を進めるほか、金融機関どうしの統廃合などを通じて金融市場の健全性を上げる取り組みを進めるべく預金保険制度の導入を進める方針を明らかにするなど、市場メカニズムを通じて金融市場の安定化を図る考えを示してきた。しかしながら、このところ共産党及び政府が進めている政策の「微修正」は市場メカニズムを無視して、いわゆる『箸の上げ下げ』まで指導することにより経済活動全般に統制を加え、想定している方向に経済全体を向かわせることに繋がる可能性がある。事実、シャドーバンキングをはじめとする金融市場のリスクが膨張したのは地方政府や国有企業などの各経済主体が自己目的の最大化を図った結果であり、これが共産党や政府の想定から大きく乖離したことから、政策の「微修正」を通じてこれを極小化しつつ、経済成長の下支えを図りたいとの思惑は少なからず理解出来る。一方、地方政府や国有企業などが向こう見ずに自己目的の極大化を図った背景には、最終的に中央政府が救済することで生じるモラルハザードが関係しており、これには同国が志向する『社会主義資本経済』には破たん処理をはじめとする市場からの退出メカニズムが内包されていないことも同国市場に大きな歪みを与える一因になっている。共産党や政府が本当の意味で経済構造の転換を図ることにより、同国の持続可能な経済成長を実現させようとするのであれば、市場メカニズムが効果的に機能する環境整備を図ることが重要であり、向こう見ずに「微修正」を続けることは統制経済への回帰を促すことも懸念される。今後は米国による金融政策の正常化に向けた取り組みなど、国際金融市場に大きな環境変化を与え得る動きも控えており、世界的なマネーが予想外の動きをみせることで様々なリスクが表面化することも考えられるなか、中国経済の舵取りは一層困難さを増している。

以上