

## 中国 政策『微修正』が奏功して景気底入れ

～リスク要因がくすぶるなか、今後も構造改革は先送りされるのか～

発表日：2014年7月16日(水)

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)

- 4月と6月に実施した政策の『微修正』により中国経済の底入れが確認されつつある。不動産市況に懸念はあるが、資金供給策や国際金融市場の落ち着きにより国内の資金需給に改善の動きが出ている。新規融資や資金調達額は前年を上回る伸びが続き、マネーサプライの伸びにも底入れが進んでいる。政策の『微修正』により共産党・政府が目指した所期の目的は達成されていると判断出来る。
- 経済指標でも景気の底入れが確認され、4-6月期の実質GDP成長率は前年比+7.5%に加速した。ただし、6月単月では消費が勢いを欠く一方、人民元安等を背景に外需が底入れして生産拡大を促し、投資も拡大する動きがみられる。製造業PMIの動きと整合的だが、昨年来共産党・政府が目指した動きと異なる点も多い。物価は落ち着いているが、大きな政策転換による景気下支えに動く可能性は低いであろう。
- 国際金融市場の落ち着きや政策の『微修正』でシャドーバンキングを巡る状況は沈静化したようにみえる。しかし、不動産市況の低迷が進む可能性も懸念されるなか、シャドーバンキングを巡る問題はリスク要因としてくすぶる。公的債務などを勘案すれば公的処理可能ではあるが、恣意的な政策運営は混乱を拡大させる可能性もある。短期的な景気維持の余地はあるが、改革先送りの代償にも留意が必要である。

- 共産党・政府（人民銀）が4月及び6月に実施した小出しの景気下支え策の効果により、中国経済を取り巻く状況に底入れの兆しが出ている様子が確認されつつある。足下では小康状態を取り戻しているようにみえるものの、中国経済を巡っては依然としてシャドーバンキングをはじめとする金融市場のリスク要因に対する警戒がくすぶるなか、5月の不動産価格は調査対象の半数に当たる主要35都市において前月比で下落し、全体としても2年ぶりに前月比マイナスとなるなど資金の裏打ちとなる不動産市況への不透明感が高まっている。こうした事態を受け、現地報道などでは不動産市況の低迷が顕著な地方都市を中心に不動産取引の規制緩和の実施や検討を進める動きが出ており、さらなる市況悪化が景気への逆資産効果を招くことや資金不足による関連業界における連鎖的な倒産などを防ぐ意味合いが強いと考えられる。他方、4月末と6月初めに実施された中小金融機関を対象とする預金準備率引き下げについても、業績が不安視される地方部の中小金融機関に限定することにより地方部を中心に消費喚起を図るほ

図1 主要70都市の新築住宅価格動向の推移



(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

図2 人民元の対米ドル為替レートの推移

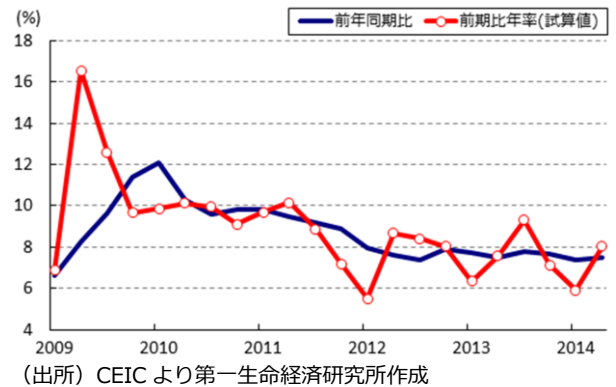


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

か、依然景況感の低迷が続く農業関連や中小・零細企業の資金需要に的を絞った対応を示してきた。これらの政策対応に差が生じている背景には、中央政府と地方政府との間で足下の景気認識や政策対応への期待が異なっていることが影響していると考えられる。地方政府としては不動産市況の悪化に歯止めを掛けることで地域の資金需給の改善を促すとともに地域経済の成長を期待している一方、中央政府は過度な金融緩和による余剰資金が再び不動産市場に流入して必要以上の市況上昇を招くことを警戒している様子が見え始める。なお、足下では今月初めに開催された米中戦略・経済対話の影響もあり落ち着いているものの、年明け以降は人民元の対米ドル為替レートは大幅に下落しており、これに伴い金融市場には相当額の資金供給が行われたと考えられる。さらに、国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかで世界的にリスクマネーの動きが活発化しており、海外資金の流入にも再び動きが出ていると見込まれ、国内金融市場の資金需給環境は改善している模様である。事実、6月の人民元建新規融資は3ヶ月ぶりに1兆元を上回り、年初からの累計でも前年同月比+13.2%と高い伸びが続き、総資金調達額も年初からの累計で約4%も上回るなど資金需給環境は改善している。これはマネーサプライの伸びに底入れの動きが出ていることにも現れている。このように共産党・政府が繰り返した政策の『微修正』は所期の政策目的を実現している。

- こうした影響は経済指標にも素直に現れている。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.5%と前期（同+7.4%）から加速、前期比でも+2.0%と前期（同+1.5%）から加速するなど景気の底離れが確認された。ただし、年率換算ベースでは約8%に留まり、前期（同約6%）から加速したものの、数年前にはコンスタントに同10%超の高い伸びが続いてきた状況を勘案すれば勢いに乏しい状況は大きく変わっていない。さらに、6月単月の経済指標からは共産党・政府が足下の景気の方針を注視して政策の『微修正』を繰り返すことにより、昨年秋の三中全会や今春の全人代などで表明した経済構造の転換を促す改革に逆行する動きが出ている様子もみえてくる。6月の小売売上高は前年同月比+12.4%と前月（同+12.5%）から減速している上、前月比も+0.96%と前月（同+1.15%）から上昇ペースは鈍化しており、物価が落ち着いていることを勘案すれば個人消費に勢いがついていないとは考えにくい。小売売上高が伸び悩む背景には共産党・政府による綱紀粛正策の影響で宝飾品や自動車など高額品を中心に消費が伸び悩んでいることも影響しているが、食料品や日用品などでも全般的に伸び悩んでいることを勘案すれば、それだけで説明することは難しい。他方、6月の輸出額は前年同月比+7.2%の伸びに留まるものの前月（同+7.0%）から加速するなど堅調さがうかがえ、米国の景気回復や年明け以降の人民元安による価格競争力の向上が外需の底入れを促している。なお、6月の鉱工業生産は前年同月比+9.2%と前月（同+8.8%）から加速し、前月比も+0.77%と前月（同+0.72%）から拡大ペースも加速していることから、足下の生産拡大は輸出の改善が促していると考えられ、共産党・政府が意図した経済成長の原動力を外需から内需にシフトさせる動きが円滑に進んでいない様子が見え始める。他方、1-6月の固定資本投資は前年同月比+17.3%と前月（同+17.2%）から加速し、単月ベースの前月比も+1.45%と前月（同+1.37%）から拡大ペースも加速するなど、4月を底に加速感が強まっていることが確認された。さらに、分野別でも中央政府や地方政府によるインフラ投資のほか、製造業の設備投資などで活発な動きがみられる上、不動産投資にも全般的に底入れの動きが出るなど過去数ヶ月と様相を異にする

図3 実質 GDP 成長率の推移



る点も数多い。この点は過去数ヶ月の製造業PMI（購買担当者景況感）が内需関連の指数を中心に改善していることと整合的と捉えられるものの、共産党・政府が考えてきた方向とはまったく異なる動きである。足下のインフレ率は政府による通年目標（3.5%）を大きく下回っている上、川上の物価である生産者物価は2年半近く前年を下回る伸びに留まっており、景気に対する不透明感が重石になっていることから、当面急上昇するとは想定しにくく比較的安定した動きが続くと見込まれる。しかし、足下の景気が依然として共産党・政府が打ち出した『望ましい』方向に必ずしも向かっていないこと、同国では過剰流動性が不動産など資産市場のかく乱要因になってきたことを勘案すれば、政策の『微修正』から一步踏み込んだすべての銀行を対象とした預金準備率の引き下げや金利引き下げに動く可能性は低いと予想する。

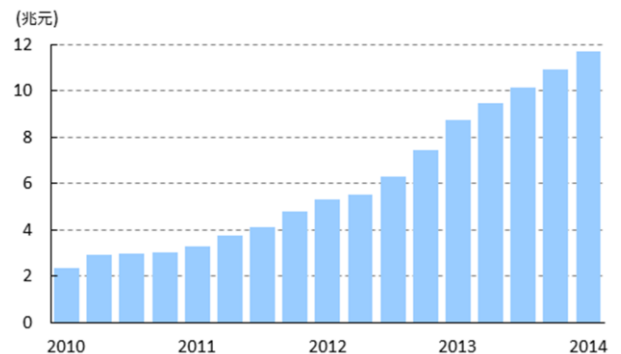
- 足下では国際金融市場が落ち着きを取り戻していること、共産党・政府による政策の『微修正』などが奏功する形でシャドーバンキングをはじめとする同国金融市場を巡る問題は沈静化しているように見える。しかし、実体としては理財商品や地方政府による借入などを通じて調達された資金の多くは不動産開発投資などに投入されているとみられるなか、足下で市況悪化懸念が高まっていることはこれらの投資資金の毀損などを通じ、裏打ちとなる金融商品などの破たんや関連業者などの倒産などを招くリスクはくすぶっている。年前半はシャドーバンキングを通じた不動産関連の資金調達が当局により厳しい規制を受けたことで信託会社などによる不動産関連融資は大幅に縮小された模様であり、市中に出回っている新発の理財商品をはじめとする信託商品の利回りは急騰しているほか、資金需給がひっ迫している開発業者を中心に不動産価格の大幅値下げに踏み切る動きも広がっており、このところの市況低迷を招く一因になっている。共産党・政府は「穏健」な金融政策という従来のスタンスを大きく変えていないものの、短期金融市場で資金需給が急速にひっ迫する事態に陥った場合には人民銀を通じて資金供給を行ってきたことから、短期の資金調達で中長期的な投資のファイナンスを行う明らかに無理な仕組みが機能してきた。しかし、こうした投資を行う不動産業種は『自転車操業』的な状況に陥っており、市場での資金の借り換えが困難な状況となれば不動産市場のみならず、実体経済にも深刻な悪影響を与える事態も予想される。共産党・政府は一部のシャドーバンキングについてはデフォルト（債務不履行）に陥ることを受け入れる方針を示す一方、金融市場のシステムリスクに波及する状況は阻止することを明言しているが、裁量的な政策運営は共産党・政府との関係による『さじ加減』の余地を大きくすることにほかならない。シャドーバンキングで中心的な役割を果たしている信託商品残高は昨年末時点でGDP比2割弱に上っているが、同国の公的債務残高が昨年末時点でGDP比約22%と依然低水準に留まることを勘案すれば、公的資金を通じた債権処理などの余地はある。しかし、破たん処理に関わる法制度などが整備途上にあるなか、方法などに共産党・政府の恣意性が懸念される事態も予想される上、スムーズに事態が進展するかも不透明である。政策の『微修正』を通じて短期的に景気を維持させることは可能で

図4 製造業 PMI の推移



(出所) 国家統計局, THOMSON REUTERS より作成

図5 信託商品残高の推移



(出所) 中国信託業協会より第一生命経済研究所作成

あろうが、その代わりに払うことになる代償は極めて大きくなる可能性には留意する必要があるだろう。

以 上