

中国 資金需給の悪化が新たな懸念要因

～不動産市況悪化は資金需給を通じたリスク要因に～

発表日：2014年8月13日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

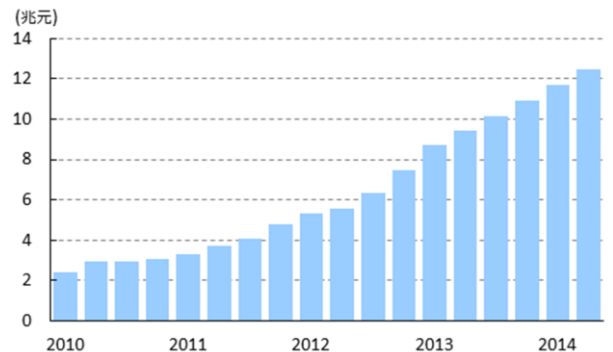
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 中国経済は外需主導による景気回復期待がある一方、内需を巡っては資金需給の悪化が足かせになりつつある様子がうかがえる。7月は銀行融資や社会融資総量が軒並み鈍化しており、大銀行の資金供給抑制が影響したとみられる。人民銀が金融引き締めへ転じていないなかでは、不動産市況の低迷が資金需給に悪影響を与えた可能性がある。金融市場に需給両面から下押し圧力が掛かり、景気の足かせになっている。
- 綱紀粛正策の強化は個人消費の足かせになる中、資金需給の悪化は都市部の消費環境に悪影響を与えている。さらに、既往の投資計画や不動産投資の進捗の足かせになっており、内需鈍化は生産の重石になる状況がみられる。共産党・政府は景気維持に向けて『的を絞った』対策を打ち出し、一部の地方は不動産規制緩和に動いたが、リスクの高い方策であり、透明性向上に向けた構造改革の逸早い実施が待たれる。

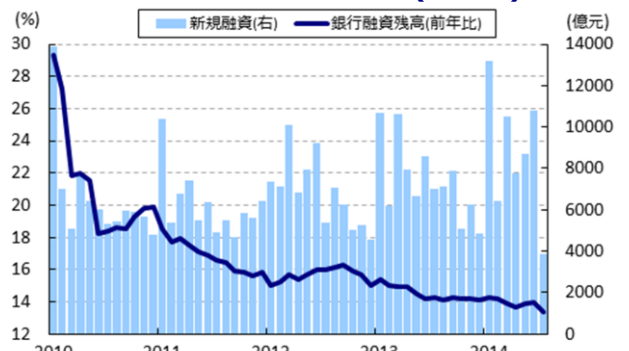
- 先週末に発表された7月の貿易統計では、足下の中国経済は米国など先進国が主導する世界経済の回復に加え、年明け以降の人民元安による輸出競争力の向上を追い風に輸出に回復感が出る一方、共産党・政府が掲げるスローガンにも拘らず内需は依然力強さを欠く状況にあることが明らかになった。同様に発表された物価統計においても、食料品やエネルギーなど物価動向に影響を与えやすい日用品物価が落ち着きをみせている上、景気の勢いの乏しさを反映してコア物価も低水準に留まるなか、川上の物価に当たる生産者物価は2年半以上に亘って前年比マイナスで推移しており、物価が上がりにくい環境が示された。こうした状況下、足下の主要経済指標を巡っては景気が依然として「一進一退」の状態にあることとともに、同国経済の最大のリスク要因となっているシャドーバンキングをはじめとする債務問題が景気の足かせになりつつある様子がうかがえる。理財商品などシャドーバンキングのなかで最も中心的な役割を果たす投資信託残高は6月末時点において12.68兆元と依然拡大が続いているが、3ヶ月前からの拡大ペースは徐々に鈍化している。さらに、7月の新規人民元建融資は3852億元と前月(1.08兆元)から縮小し、年初来累計ベースでも前年同月比+6.1%と前月(同+13.2%)から大きく減速した。銀行融資に加え、簿外融資や社債・株式発行を含めた社会融資総量も7月は2731億元と前月(1.97兆元)から大幅に縮小し、年初来累計ベースでは前年同月比▲1.3%と前月(同+4.0%)から前年を下回る水準に転じており、資金需要は急速に落ち込んでいる様子が確認された。例年7月には資金

図1 投資信託残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

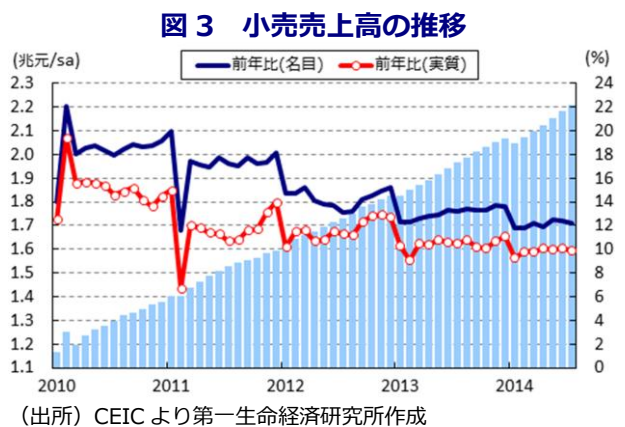
図2 人民元建新規融資と残高(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

需要が鈍化する季節性はあるが、今年の落ち込みは想定を上回り、季節性以外の要因が大きく影響したことが考えられる。人民銀行（中銀）は一連の発表に際して「金融政策の方向性に変更はない」、「先行きも『稳健』な金融政策を維持し、適時適切な調整を行う」との見方を示す一方、今月1日に発表した『第2四半期金融政策執行報告』の中では「国内信用と社会総融資量の伸びを妥当な水準に維持する」一方、「銀行融資は膨張するなかでインフレへの警戒が必要」との見解を示すなど金融引き締めを示唆する動きをみせていた。なお、4月と6月に同行は中小・零細金融機関を中心に『的を絞った』金融緩和を実施しているが、対象金融機関は金融市場全体に影響を与え得る規模ではないことを勘案すれば、国有銀行など大銀行が中心となって資金供給を絞った可能性が考えられる。為替市場においては、7月は人民元高基調が続くなど海外資金が流入しやすく相対的に「カネ余り」になりやすい環境にあり、大銀行を中心とする債務問題が市中への融資拡大の足かせになったことも考えられる。結果、7月のマネーサプライ（M2）の伸び率は前年同月比+13.5%と前月（同+14.7%）から減速しており、需給両面から金融市場に下押し圧力が掛かったと判断出来よう。

- さらに、資金需要の弱さは国内景気、とりわけ内需の足かせとなることで景気の下押しに繋がっている点に留意が必要である。個人消費を裏打ちする7月の小売売上高は前年同月比+12.2%と前月（同+12.4%）から減速しており、物価を加味した実質ベースでも減速感が強まった。ただし、足下における減速の主な要因としては共産党・政府主導による綱紀粛正策の強化に伴い、宝飾品や自動車などの高額消費に加え、接待などの外食売上などが大きく落ち込んだことが影響している。他方、日用品や生活雑貨に加えて、



耐久消費財などでは底堅い動きがみられ、特に地方部を中心に消費意欲は依然として旺盛な推移をみせている様子もうかがえる。なお、前月比では5月をピークに減速基調が強まっており、高額消費の落ち込みに加え、都市部を中心に消費意欲に陰りがみられることが足かせになっており、今月初めに発表されたサービス業PMIが政府発表統計及び民間統計で軒並み悪化していることも合致する。さらに、近年の内需のけん引役になってきた都市部の固定資産投資は1-7月累計で前年同月比+17.0%と前月（同+17.3%）から減速し、うち民間部門による固定資産投資も同+19.6%と前月（同+20.1%）から減速するなど全般的に下押し圧力が強まった。国有企業による投資のほか、中央政府や地方政府による公共投資も軒並み鈍化しており、公的部門による投資鈍化が全体的な足かせに繋がったと考えられる。なお、分野別では農林漁業関連のほか、鉄道・運輸部門で加速がみられるなど、一部で新規のインフラ投資が進捗している様子が確認される一方、製造業の設備投資は急減速している上、既往のプロジェクトを中心に進捗が遅れており、金融市場における資金需給のひっ迫が影響した可能性も考えられる。不動産投資も1-7月累計ベースで前年同月比+13.7%と前月（同+14.1%）から減速しており、前月比は辛くも拡大基調を維持したものの、住宅関連は底堅い一方で商業用不動産を中心に調整色が強まっており、足下における不動産市況の下落が需給両面で不動産市況の足かせになりつつある。特に、中部地域（河南省、湖北省、湖南省、安徽省、江西省）の低迷が鮮明になっていることは、同地域の不動産市況及び財政状況が厳しいこととも一致しており、こうした傾向が一段と強まる可能性も懸念される。7月の輸出は前年同月比+17.5%と6ヶ月ぶりに前年比で二桁%の伸びとなるなど外需の回復が進む一方、内需を取り巻く環境の厳しさを受けて、鉱工業生産は前年同月比+9.0%と前月（同+9.2%）から減速している。

前月比については、4-6月期中は6月に向けて加速感を増したものの、7月は再び鈍化するなど内需が生産の足かせになっており、重厚長大産業を中心とする生産能力の過剰感設備投資意欲の停滞に繋がっている。概ねすべての産業で減速感が強まったものの、セメントや非鉄金属、輸送用機器など一部の分野で生産は加速しており、4月と6月に人民銀が行った『的を絞った』景気対策の効果が期待される分野のほか、一部の地方都市で不動産購入規制の緩和に動いていることを反映したと捉えられる。共産党・政府は先行きの景気刺激策について『的を絞った』ものに留め

るとの考えを示しているが、これは計画経済への後戻りに繋がるほか、地方政府による不動産購入規制の緩和はバブル的な市況上昇を招くなど極めてリスクの高い方策である。金融市場を巡る問題のソフトランディングを目指す当局の意図は理解出来るものの、経済活動に対する過度な干渉は同国経済に対する不透明感を強めるとともに、その後の対処を一段と難しくさせる可能性があることから、昨年来度々討議されている構造改革による透明性の高い制度に改めることが望まれる。

以 上

図 4 鋳工業生産の推移

