

中国景気の霧は晴れず、依然見通し不良

～政府は目先の景気より、金融市場や税財政改革などに注力の模様～

発表日：2014年5月2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)

- 中国景気の不透明感が警戒されて久しいが、今回は事態が深刻かつ事態打開の方策が複雑な点でこれまでと異なる。これまで中国景気の減速が懸念された際は、公共投資の拡大で景気維持が図られてきた。世界金融危機後の大規模対策はその典型であったが、その背後で様々な弊害や課題を生む一因になった。
- 最も顕著な弊害は不動産のバブル的な市況上昇であり、その背景には公共投資の多くが不動産開発に関連したことが影響した。特に、世界金融危機後の対策は地方政府が目に見える成長と新たな財源発掘に奔走したことが過剰投資を招いた。ただ、この過剰投資は資金調達を巡り新たな課題を生む要因となった。
- 不動産市況抑制に向けた銀行融資の抑制は、金融商品の発達と地方政府などの思惑が重なり、新たな資金調達手段に繋がった。金融市場の硬直さも資金流入を招いてシャドーバンキングは膨張した。政府はデフォルトによるシステムリスク回避を明言しているが、その政策対応には微妙なバランスが必要だ。
- 1-3月期は景気減速が明らかになる一方、景気底入れを示唆する動きも確認された。しかし、足下の景況感からは先行きの急回復は見込みにくい。共産党・政府は景気減速をある程度容認する姿勢を示しており、金融市場では引き続き中国景気の「視界不良」が材料視される展開が続くと予想される。

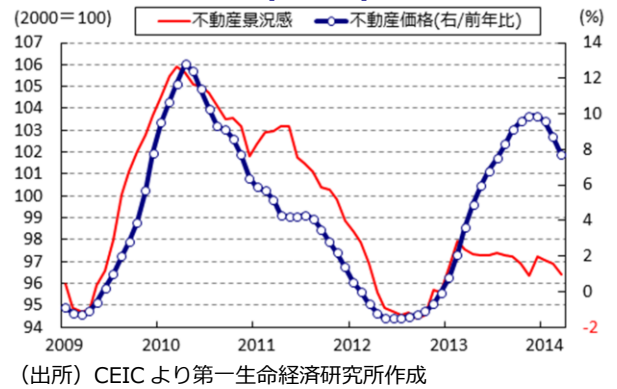
- 国際金融市場においては中国景気に対する不透明感が警戒されて久しいが、今回の局面に関してはこれまでに比べて状況が極めて深刻であることに加えて、事態打開に向けた方策が複雑であることが大きな特徴である。中国経済が景気減速に直面する事態は度々見受けられたものの、これまでは基本的に公共投資をはじめとする景気刺激策の実施によって難局を乗り切る策が採られており、それによって共産党・政府が掲げる経済成長率目標をクリアする状況が続いてきた。最もこうした動きが顕著に現れたのは、米国発のいわゆるサブプライム・ショックやリーマン・ショックに始まった世界金融危機後の中国政府による対応である。4兆元と当時の中国のGDPの約13%に上る大規模な景気刺激策を実施し、その結果として世界金融危機の影響が懸念された2009年の経済成長率も前年比+9.2%と政府の掲げる成長率目標(8%)を大きくクリアすることが出来た。その後も景気減速が警戒されるようになるごとに、政府はインフラ関連を中心とする公共投資の進捗を促す姿勢をみせ、結果的に固定資本投資の加速が中国経済を押し上げる動きが続いてきた。しかし、こうした政府の取り組みは中国経済に多くの弊害を生む要因になったことに加え、足下においては景気維持に向けた取り組みが難しくなるなど新たな課題も生まれている。

図1 経済成長率の実績と2014年目標の推移



- 弊害として中国国内で最も注目を集めたのは不動産価格の急上昇であり、その一因としては上述の景気対策の多くが不動産開発に関連したものであったことが影響している。政府が指示した4兆元の景気対策のうち中央政府に予算手当された投資計画は3分の1程度で、残りは財源などを含めて地方政府に丸投げされたため、地方政府は借入などを通じて投資を実施せざるを得なかった。中国の地方政府は歳入に占める独自財源が2割に満たない水準で中央からの移転財源に大きく依存する状況にある

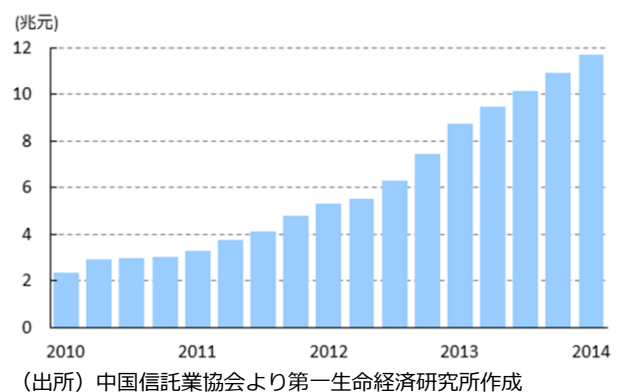
図2 不動産価格(前年比)と景況感の推移



が、近年は不動産開発により得られる税外収入が地方政府の歳入面で重要な位置を占める。さらに、中国の財政法では地方政府は直接銀行から借入を受けられないなか、中央政府は地方政府の傘下に金融会社（LGFV）を設け、ここを経由する形で融資を受ける方法を『融資平台』として認めたことから、地方政府は事実上銀行融資を受けることが可能となった。また、地方政府側にとっては目に見える形で経済成長の実績を挙げやすいことに加え、新たな財源を生むインフラ投資や不動産開発を行うことに注力したことで地方を中心に多くの過剰建設を招いた。その後、中央政府は不動産価格の急上昇を理由に銀行への融資引き締めを図る「窓口規制」を実施したものの、銀行融資以外の手段を通じた資金調達方法が次々と生み出されることとなり、これが足下において同国金融市場を巡る新たな問題を引き起こす一因になっている。

- いわゆる「シャドーバンキング」の問題は、このように経済成長を維持したい地方政府の思惑と、銀行融資の引き締めによって金融市場において資金調達手段の多様化が進んだことが大きく影響している。中国ではすべての金利が人民銀行により固定化されるなど銀行間の競争がないことに加え、世界金融危機前後から共産党・政府は景気を下支えすべく金利を低く抑えているため、蓄財の観点から銀行預金の魅力は低下してきた。さらに、経済成長や国際商品市況の上昇などを背景に、同国でも食料品やエネルギーなどの生活必需品を中心にインフレ圧力が強まり実質購買力に下押し圧力が掛かるなか、国民にとっては高利回りを謳う金融商品が魅力的に捉えられた。こうした環境で「理財商品」をはじめとする信託商品が銀行窓口などで販売されるようになり、新たな資金調達を通じて地方政府は資金獲得が可能になり、国有企業や民間企業なども同様の手段を活発に利用することでシャドーバンキングは急速に拡大した。その中心的な役割を果たしていると言われる信託商品残高は今年3月末時点で11.73兆元と昨年のGDPの約2割に達して

図3 信託商品残高の推移



いるが、シャドーバンキングの全体像は未だに把握されておらず、地方政府債務などを含めるとその規模は最大30兆元程度になるとみられる。昨年末以降に理財商品をはじめとする金融商品の一部でデフォルト（債務不履行）に陥るリスクが顕在化するなか、3月の全人代（全国人民代表大会）では共産党・政府も一部のデフォルトを受け容れる一方、金融市場のシステミックリスクへの波及は阻止する考えを示している。元々、同国金融市場は閉鎖的な環境にあり海外資金の流出入が制限されている上、一連のシャドーバンキングに関連した金融商品のやり取りは国内投資家及び金融機関に限られており、このデフォルトが国際金融市場に直接与える

影響は限定的と考えられる。しかし、金融商品の中には長期的な運用資金を短期の資金調達で賄うなど不自然なものもみられ、クレジットリスクにより連鎖的な資金ショートが発生する可能性もあり、政府はこれらの監督や債務規制の強化を明言しているものの、外部環境を睨みながらの難しい舵取りが求められる。他方、足下では不動産価格が落ち着きを取り戻しつつあるが、多くの金融商品は不動産開発に関連しているため過度な市況下落はデフォルトリスクを高める危険性もあり、政策のさじ加減には微妙なバランスが求められる。

- 1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.4%と5年ぶりの低い伸びに留まり、前期比年率では6%を下回る水準に留まるなど景気の減速感が明らかになった。ただし、個人消費や生産などの動きからは景気の底入れを示唆する動きも確認されており、中国経済が一段と低迷していくリスクは後退している様子もうかがえる。市場の一部では景気減速に対して共産党・政府が景気刺激策を打つとの見方が出たが、現時点では既存の鉄道建設の進捗促進や中小企業を対象とする減税、中小銀行や農業信用など零細金融機関の預金準備率引き下げなど小規模のものに留まっており、過去の教訓を勘案すればこうした対応は穏当と考えられる。その上で、共産党・政府は引き続き「痛みを伴う」構造転換を進める考えを示しており、金融機関の民間参入や金利自由化、預金保険制度構築による金融市場改革のほか、地方政府を中心とする税財政改革など上述の問題解決を最優先課題に挙げている。これらの構造転換は短期的な景気の押し上げには繋がりにくい一方、中長期的な潜在成長率の向上を目的としていることを勘案すれば、共産党・政府は現時点においては経済成長率が共産党・政府が想定する妥当な水準（7.5%前後）で推移する間は多少の景気減速を受け容れる姿勢を示していると判断出来る。なお、1日に政府が発表した4月の製造業PMI（購買担当者景況感）は50.4と景気のはり目となる50を上回り、前月（50.3）から+0.1p上昇するなど景況感に改善の動きが出ている。ただし、内訳をみると内需関連で受注に回復の動きが出る一方、外需関連では再び回復に一服感が出るなど一進一退の状況が続いており、先行きも回復基調を一段と強めるとは判断しがたい。さらに、先月末にHSBCが発表した4月の製造業PMIは6ヶ月ぶりに上昇に転じたものの、50を下回る水準に留まるなど全体的には減速基調が続いていることを示している。特に、近年の経済成長をけん引してきた外需依存度の高い沿海部の中小企業などにとってはHSBC版が実感により近いと考えられるなか、政府版においても中小企業の景況感依然50を下回っており、企業の規模や地域ごとに景気の跛行色が現れやすい状況は続いている。その観点では4-6月期に景気が急速に上向いていく可能性は大きくないと予想され、現時点においては4-6月期の実質GDP成長率は前年比ベースで前期（+7.4%）を下回る伸びになる可能性は高いとみている。国際金融市場においては依然中国経済の「視界不良」が様々な面で材料視される状況が続くであろう。

以上

図4 製造業PMIの推移

