

中国経済の回復局面は続くのか 今後は在庫調整や金融規制等が景気を下押し

アジア調査部中国室主任エコノミスト

大和香織

03-3591-1368

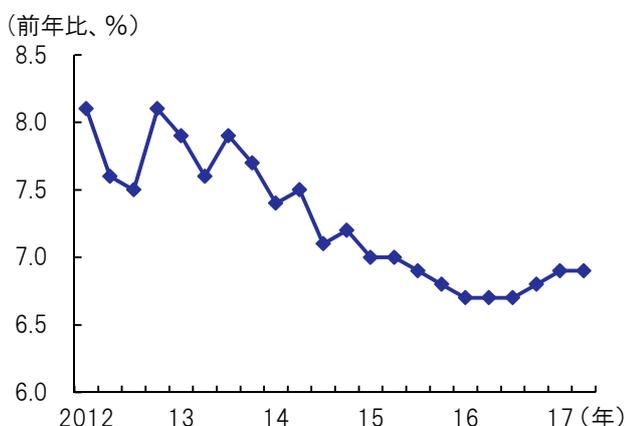
kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp

- 長らく減速基調をたどってきた中国の実質GDP成長率は、2016年後半以降に下げ止まり、小幅ながらも成長率が高まっている
- しかし今後は在庫調整が予想されることに加えて、過剰生産能力や過剰在庫、過剰債務の調整により投資の下押しが続く見通し
- 昨年末以降、金融政策がより「中立的」に変更されたことで企業の資金調達環境はタイト化。7月の金融工作会議では金融リスク防止のため監督強化の方針が示されたことも、投資下押し要因に

1. 2016年以降続く回復局面はピークアウトの可能性

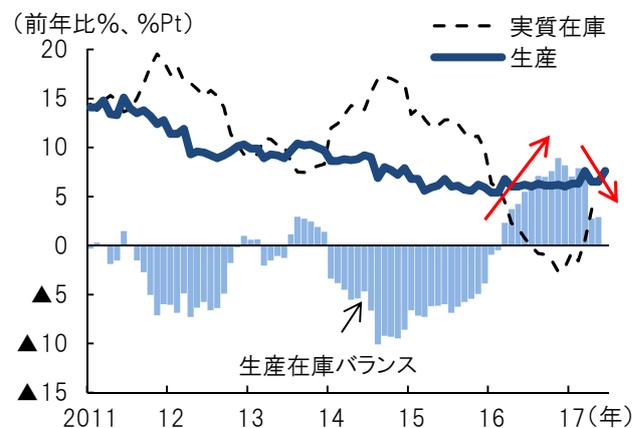
中国経済は、2011年4～6月期（実質GDP成長率前年比+10.0%）を最後に2桁成長に終わりを告げ、長らく減速基調をたどってきたが、2016年後半以降は成長率が下げ止まり、小幅ながらも成長率が高まっている。2017年1～3月期は同+6.9%と2四半期連続で成長率が上昇し、4～6月期も同水準を維持した（図表1）。2016年後半以降、世界的なITサイクルの持ち直しにより輸出が堅調に推移したこと、その一方で鉄鋼など素材部門を中心に生産抑制が進められたことにより生産在庫バランスが好転し、鉱工業部門の在庫復元の動きが強まったこと（図表2）、製品需給の改善に伴い企業収益が上向き雇用所得環境が改善し、個人消費が堅調を維持したことなどが、景気押し上げにつながった。2016年後半以降の業種別の生産をみると、過剰生産能力の調整圧力にさらされる石炭採掘や鉄鋼の生産調

図表1 中国実質GDP成長率



（資料）中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

図表2 生産在庫バランス



（注）生産在庫バランス＝生産前年比－在庫前年比。
在庫はPPIで実質化。

（資料）中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

整が続いているものの、軽工業（服飾等）や一般・特殊機械、電子・通信（主に電子部品）で増産テンポが強まっていたことがわかる。

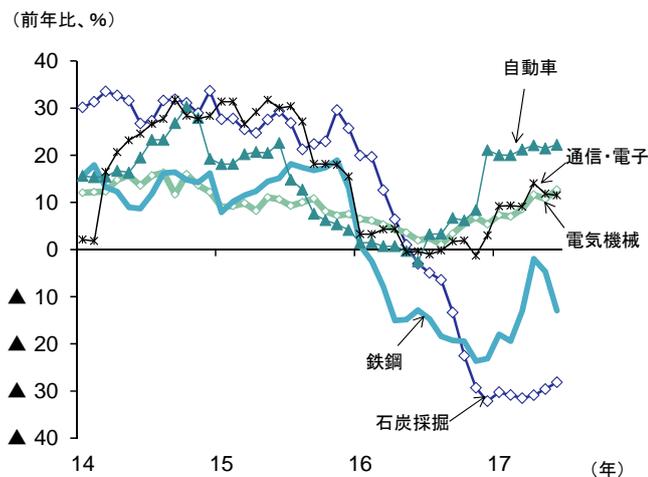
ただし、2017年4～6月期に高めの成長を維持できたのは、在庫増による影響が大きいと推察される。総資本形成（投資＋在庫）の実質GDP成長率に対する寄与度が高まった（1～3月期：+1.3%PT→4～6月期：+3.1%PT）一方で、固定資産投資（みずほ総合研究所試算）の伸び率は低下（1～3月期：前年比+4.5%→4～6月期：同+3.4%）していたからである。しかも、年初の小型車減税縮小に伴う自動車販売の減速や、新機種待ちによる買い控えが生じている携帯電話（通信）など耐久財を中心に意図せざる在庫増が生じていた（図表3）。市況回復を受け鉱物資源や素材分野の生産調整がやや緩んだこともあり、製造業全体の生産在庫バランスはプラス幅が急速に縮小している（前頁図表2）。そうした状況から判断して、今後は在庫調整による国内需要の下押しが予想される。

また、循環的な動きを除けば、中国経済は過剰生産能力や中小都市における住宅在庫の積み上がり、過剰債務問題といった構造調整圧力にさらされており、それが成長の下押し圧力として働いている。加えて地方政府債務問題などを考慮すると、インフラ投資を野放図に拡大するわけにもいかない。実際、実質固定資産投資の伸びは、現在も過剰生産能力や過剰債務問題を抱える製造部門を中心に減速基調が続いている。住宅価格の高騰がみられた大都市を中心とする不動産投機抑制策の影響や、依然高めとはいえインフラ投資の伸びが抑制されていることも重なり、2017年入り後は、固定資産投資の伸びは1桁台前半まで縮小している（図表4）

2. 金融規制の強化が投資下押し要因に

昨年末に金融政策が「穏健」から「穏健中立」に変更されて以降、市場金利の高め誘導が続いているほか、金融規制の強化などにより金融環境がタイト化していることも、今後の投資抑制要因となるとみられる。

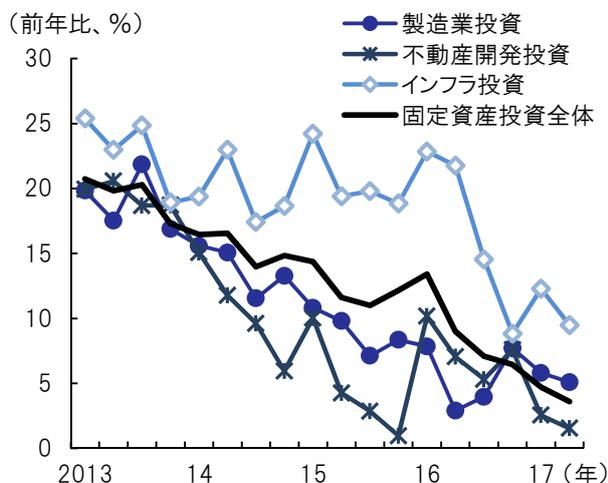
図表3 業種別実質在庫



(注) 業種に対応するPPIで実質化。

(資料) 中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

図表4 実質固定資産投資



(注) 固定資産投資価格指数で実質化。

(資料) 中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

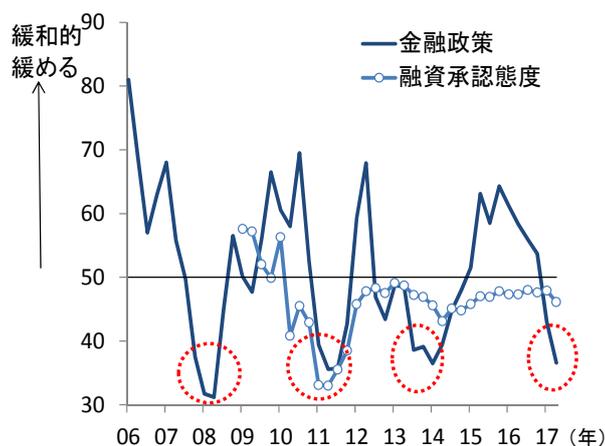
人民銀行の調査によれば、金融政策に対する銀行の見方は2017年入り後急速に引き締め方向に転換しており、4～6月期には既に過去の引き締め局面（リーマンショック前、2011年、2013年）並みの金融環境と認識されていることが確認できる（図表5）。融資承認態度についても、足元でやや厳格化に向かっていることがうかがえる。短期金利が上昇傾向にあるとはいえ、生産者物価（PPI）の上昇に伴い実質貸出金利（加重平均）は1～3月期に▲1.9%と2008年以降で最低水準となるなど、金利だけをみれば緩和的な状況が続いている。しかし、シャドーバンキング等を通じた不正資金の広がりなど金融リスク防止に向け、インターバンク取引規制の強化やMPA（マクロプルーデンス評価システム）に基づく懸念先への貸出規制、地方政府債務の厳格管理などを実施した結果、企業の資金調達環境がタイト化していると考えられる。

7月14・15日に開催された全国金融工作会議では、実体経済に資する金融を目指すとともに、金融リスク防止に向けた監督管理の強化が改めて示された（図表6）。具体的には、国有企業のデレバレッジを最重要課題としてゾンビ企業を着実に処理し、地方政府の債務拡大に歯止めをかけるために終身問責など地方政府の責任を強化するほか、銀行・証券・保険の縦割り是正に向け国務院に「金融安定発展委員会」を設置し、人民銀行のマクロプルーデンス管理とシステミックリスク防止に対する任務を強化することなどが挙げられている。

もともと、政府はデレバレッジ、住宅バブル抑制を図りつつも、急速な引き締めにより実体経済や金融システムに悪影響を及ぼすことにも警戒的だ。引き続き過剰投資・過剰債務セクターへの貸し出しを抑制する一方で、新産業育成など必要な分野への資金供給を強化することで、景気下押し圧力を緩和する方針である。こうした政府の目論見が順調に進めば、投資と在庫の調整を主因に、今後の景気は緩やかに減速するとみられる。ただし不動産市場などで再過熱が生じれば、一層の金融引き締めに踏み切る可能性もある。今後の動向を注視する必要がある。

図表5 金融業景気指数

図表6 全国金融工作会議における4つの重要原則



(注) 金融政策は「緩和」を100、「中立」を50、融資承認態度は「緩める」を100、「変化なし」を50として加重平均。

(資料) 中国人民銀行より、みずほ総合研究所作成

① 本源回帰
・金融は経済社会の発展に貢献させる

② 構造最適化
・金融市場・商品等を改善する

③ 監督管理強化
・国有企業のデレバレッジは最重要課題
・地方政府の債務増加抑制、リスク対応責任強化
・国務院に金融安定発展委員会を設立
・人民銀行のマクロプルーデンス管理とシステミックリスク防止任務を強化

④ 市場指向
・金融の対外開放拡大、人民元国際化、資本取引自由化など

(資料) 新華社ウェブサイト「習近平：深化金融改革 促進経済和金融良性循環健康发展」(2017年7月15日)より、みずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。