

中国リスク 1 経済減速

景気回復感なく問題も先送り 無理して成長率7.5%維持

日本の外需を左右する中国は、景気減速を容認しながら安定成長への移行を模索中。経済は当面、力を欠く。

さいとう 齋藤 尚登 (大和総研経済調査部シニアエコノミスト)

中

国の景気減速を示す指標が相次いでいる。2014年1〜2月の社会資金調達額は前年同期比2・5%減と前年割れとなった。

社会資金調達額とは、銀行やいわゆるシャドーバンキング(影の銀行)を通じて金融システムから経済に供給された資金の純増減額である。前年の13年1〜2月は同79・1%増と急増していたので、金額の水準としては低くないとの見方もできるが、問題はその中身だ。

銀行貸し出し(人民元貸出増加額+外貨貸出増加額)と銀行貸し出し以外という括りでは、前者が同13・4%増だったのに対して、後者は同22・3%減と対照的な動きとなった。

企業の債券発行による資金調達や、1月の信託商品のデフォルト(債務不履行)騒動を嫌気した信託貸し出しが大きく落ち込んでいる。銀行との関係が密接な国有大企業などは早めに銀行借入れを手当てした一方、銀行貸し出しへのアクセスが限定的で銀行以外からの借入れに頼っていた中小企業などは、資金調達難に直面している可能性が高い。

指標は軒並み鈍化

英HSBC(香港上海銀行)が集計する製造業購買担当者景気指数(製造業PMI)をみると、2月の同指数は48・5と一段と低下した。同

指数は50が景気の拡大・縮小の分岐点で、50割れは2カ月連続となる。

HSBC集計の製造業PMIは、同社が融資先としている中小企業もカバーしており、国有大企業に偏っていると考えられる国家統計局集計のPMI以上に、景気の実態を把握しているとみられる。2月の指数のさらなる悪化は、資金調達難を含めた中小企業の苦境を示唆している可能性がある。ちなみに国家統計局の2月の製造業PMIは50・2と、辛うじて50を上回った。

製造業の生産活動状況を示す鉱工業生産指数は、1〜2月が前年同期比8・6%増(13年12月は前年同期比9・7%増)と09年4月以来の低水準にとどまった。小売り売り上げは同11・8%増(同13・6%増)、公共投資や企業の設備投資の動向を示す固定資産投資は同17・9%増(13年は前年比19・6%増)と、軒並み伸びが鈍化している。

2月の中国の輸出はドルベースで前年同月比18・1%減と5カ月ぶりに減少した。市場からすると予想外の減少で、減少幅が09年8月以来の大きかったこともあり、ネガティブなニュースと受け取られた。1〜2月でも輸出は同1・6%減と前年割れだ。ただ、この減少は前年同期が「偽輸出」(貿易の実体がなく投機資金だけが中国に流入)で水増

しされたとみられることが主因である。問題はやはり内需にある。

3月5日から13日まで開催された第12期全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）では、李克強氏が首相に就任して初となる政府活動報告を行った。

注目された14年の政府経済目標は、実質GDP成長率が7・5%前後、消費者物価上昇率は3・5%前後に抑制、都市就業者新規増加数は1000万人以上、都市登録失業率は4・6%以内、貨幣供給量（M₂）の増加率は13%前後と設定された。都市就業者新規増加数以外は、13年

の目標が踏襲された。都市就業者新規増加数が13年の900万人から引き上げられたのは、都市化進展による都市での雇用増加、さらには雇用吸収力の大きいサービス業の発展促進などが想定されているのだろう。

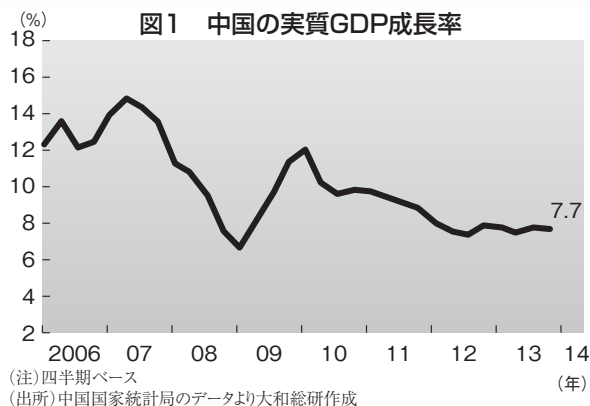
改革の期待は裏切られた

実質GDP成長率の7・5%目標は12年から3年連続で変わっていない。潜在成長率の低下が指摘されるなか、マーケットは目標が引き下げられなかったことに安堵しているかもしれない。無理をすれば7・5%成長は可能だろう。それでも日本や世界にとつては、今年も中国の景気に明確な回復感が出ない状況が続くということだ。また、この7・5%という目標自体が先行きのリスク要因になりかねない点には注意が必要である。

そもそも13年11月の3中全会（第18期中央委員会第3回全体会議）では、地方政府の「政績」（政治的な成績）表評価項目の重点として、過剰生産能力の抑制と新規債務の増加抑制が新たに加えられ、翌12月の中央経済工作会議（党幹部が経済政策の方向性を決定する年に1度の重要会議）では、14年の経済運営の

重点の一つに「債務リスクのコントロール」が掲げられていた。これらとともに、無駄な投資と借金を増やさず、潜在的な不良債権を増やさないと、さらにはすでに限界に達している、投資に過度に依存した経済発展パターンと決別し、消費主導の持続的安定成長へとかじを切ることを意味していた。であれば、成長率目標はやや低めの方が、債務の急膨張を抑制し、構造改革を推進するには好都合であったはずである。しかし、こうした期待は裏切られた。

安定成長のためといいつつも、実態は問題が先送りされるにすぎないのではないか。13年は地方政府債務やシャドーバンキングが急膨張する



なか、従来型の投資主導で7・7%成長を維持した。14年も形は多少変わるとしても、やはり「無理」をして成長率を維持することを（不幸にも）選んでしまった。

投資家が理財商品や信託商品を敬遠し、シャドーバンキングへの資金流入が細る動きが続けば、銀行貸し出しがそれを一部補わざるを得ない。銀行がバランスシートから外したリスクを再び銀行が負うのである。銀行の潜在的不良債権の増加懸念も高まる。冒頭に示した社会資金調達額に占める人民元貸し出しのウエートは13年の51・4%から14年1～2月は55・7%に上昇した。こうした動きがすでに始まっているのかもしれない。