

2017年6月21日 全10頁

中国：金利上昇の景気引き締め効果に要注意

重点は「金融リスクの防止」から「経済成長の安定化」に移行か

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

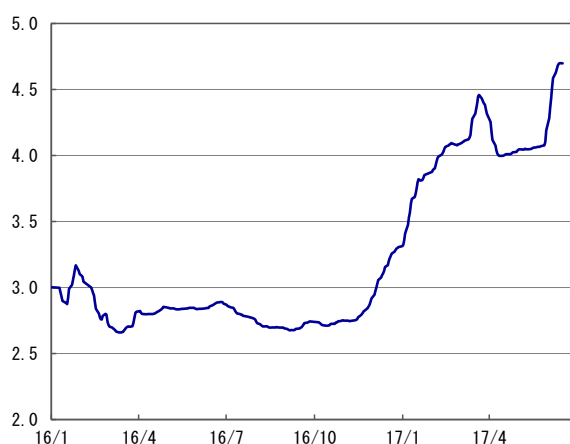
- 市場金利が大きく上昇している。2017年春以降、中国銀行業監督管理委員会（CBRC）は、金融リスクの防止を目的に銀行に対してデレバレッジを指示し、2017年7月20日までに2017年上半期の、2018年1月20日までに2017年年間の進捗状況をCBRCに報告することを求めた。こうした中で銀行間市場での資金供給が縮小し、金利は大きく上昇した。最上級の格付けを有する企業の1年物債券利回りは、4月中旬以降、1年物貸出基準金利の4.35%を上回る状態が続いており、発行体の起債インセンティブは大きく損なわれている。そもそも企業債の発行は、大型国有企業が中心であり、こうした企業の銀行貸出への依存が一段と高まれば、そのあおりを受けて民間中小企業の資金調達が一段と困難になりかねない。
- 4月下旬に開催された中央政治局会議では、金融リスクの防止が当面の重点であることを確認した。同会議では、より多くの資金が、非実体経済（金融投資）ではなく、実体経済（実物投資）に向かうようにする方針が示されたが、金融リスクの防止を目的としたデレバレッジの影響によって、実体経済に対する金融面のサポートはむしろ低下しているのが現状である。今後、景気減速が鮮明化していけば、政策運営の重点は「金融リスクの防止」から「経済成長の安定化」に軸足が移っていくことになろう。
- 足元の景気について、小売売上は底堅い一方で、固定資産投資は減速している。今後は、インフラ投資と不動産開発投資の減速による固定資産投資の鈍化が想定されるが、サービス消費を牽引役に消費が景気を下支えることで、大きく下振れするリスクは低い。中国の実質GDP成長率は2017年1月～3月の前年同期比6.9%を当面のピークに緩やかに減速しよう。

金利上昇による景気引き締め効果に要注意

大和総研は2017年年初に、中国経済の当面のリスク要因として、金利上昇による景気への悪影響と、米国の保護貿易主義による米中通商関係の悪化を挙げた。しかし、後者について、中国からの全ての輸入製品に高関税はかけられていないし、4月の米財務省為替報告で中国の為替操作国認定は見送られるなど、米トランプ大統領就任で懸念された米中通商関係の悪化は回避されている。

一方で、金利上昇による景気への悪影響は現実のものとなりつつある。中国の1年物貸出基準金利は2015年10月24日に4.60%から4.35%に引き下げられて以降、据え置きが続く一方で、市場金利は2016年11月以降、大きく上昇している。上海銀行間取引金利（SHIBOR）1ヵ月物は2016年10月末の2.75%から2017年6月19日には4.70%に上昇し、同様に5年物国債の利回りは、2.48%から3.51%（直近のピークは5月23日の3.73%）に上昇した。SHIBOR1ヵ月物は3月下旬に一旦ピークを付けて低下したが、6月に入って再び上昇傾向を強め、昨年10月末からは2%ポイント弱の上昇となった。

上海銀行間金利1ヵ月物（単位：％）



(出所) CEICより大和総研作成

5年物国債利回り（単位：％）



(出所) CEICより大和総研作成

市場金利上昇の背景として、当初は、金融政策の「穏健」から「穏健中立」への変更、具体的には、政策運営の重点が景気下支えから不動産バブル抑制に転換したことが挙げられた。

さらに、2017年春以降は「金融リスクの防止」に重点が置かれ、金融当局は特に中小銀行の金融リスクの高まりを警戒し、資金調達・運用に対する監督管理を強化する通達を相次いで発表した。金融当局は、中小銀行が銀行間市場で短期・低コストの資金調達を増やし、それをより期間が長く高金利の債券や理財商品等で運用し、その理財商品等の銀行間の持ち合いが行われていることなどを問題視したのである（理財商品のデフォルトが発生した場合、その影響が連鎖的に波及するリスクが高まる）。このため、中国銀行業監督管理委員会（CBRC）は、金融リスクの防止を目的に銀行に対してデレバレッジを指示し、2017年7月20日までに2017年上

半期の、2018年1月20日までに2017年年間の進捗状況をCBRCに報告することを求めた。こうした中で銀行間市場での資金供給が縮小し、金利は大きく上昇したのである¹。

貸出基準金利は据え置きが続いているが、当然のことながら市場金利上昇の影響は無視できない。銀行の資金調達には預金が大半（大手行は8割弱、中小行は7割弱）を占めるとはいえ、貸出の限界コストを決めるのは市場金利だからである。

企業債利回りも大きく上昇している。最上級の格付けを有する企業の1年物債券利回りは、4月中旬以降、1年物貸出基準金利の4.35%を上回る状態が続いており、発行体の起債インセンティブは大きく損なわれている。そもそも企業債の発行は、大型国有企業が中心であり、こうした企業の銀行貸出への依存が一段と高まれば、そのあおりを受けて民間中小企業の資金調達が一段と困難になりかねないのである。

4月下旬に開催された中央政治局会議では、「金融リスクの防止・コントロールを高度に重視し、金融監督管理の協調を強化し、より多くの資金が非実体経済（金融投資）ではなく、実体経済（実物投資）に向かうようにし、法律に違反した行為に対する懲罰・処分を強化しなければならない」として、金融リスクの防止が当面の重点であることを確認した。しかし、金融リスクの防止を目的としたデレバレッジの影響によって、実体経済に対する金融面のサポートはむしろ低下しているのが現状である。

今後、景気減速が鮮明化していけば、政策運営の重点は「金融リスクの防止」から「経済成長の安定化」に軸足が移っていくことになるだろう。

1年物企業債（最上級）利回りと1年物貸出基準金利の推移（単位：％）



（出所）中国人民銀行、中国中央国債登記決済有限責任会社より大和総研作成

¹ 詳しくは「中国：『脱実向虚』に対する対策を強化」（2017年6月1日大和総研レポート、矢作大祐）を参照のこと。

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170601_012033.html

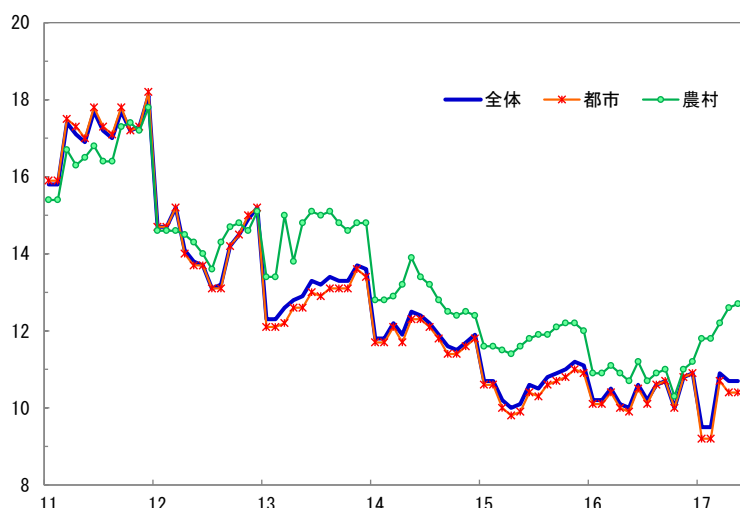
消費は堅調

小売売上は2017年1月～3月の前年同期比10.0%増（以下、変化率は断りのない限り、前年比、もしくは前年同期（月）比）から、4月と5月はともに10.7%増に加速した。

5月の都市農村別には全体の86.1%を占める都市が10.4%増、同様に13.9%を占める農村が12.7%増と、農村の消費が堅調である。エアコンなど家電の普及が一巡していない農村の新規需要がモノの消費を後押ししている可能性が高い。

一方で、都市では、教育・医療、文化・娯楽、金融・保険といったサービスへの需要が相対的に高くなっていると考えられる。これを月次統計で把握するのは難しいが、ネット販売の統計はその手掛かりとなり得る。ネット販売は、モノとサービスの統計が発表されるが、小売統計に含まれるのはモノに限定される。次頁の表でネット販売の動向を見ると、2017年1月～5月は、モノが26.5%増、サービスは69.7%増と、サービスの増加ペースは加速が続き、ネット

小売売上（全国、都市、農村）の推移（前年同月比、%）



（注）旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

都市・農村100世帯あたり家電保有台数（単位：台）

	2011年		2012年		2013年		2014年		2015年		2016年	
	都市	農村	都市	農村	都市	農村	都市	農村	都市	農村	都市	農村
パソコン	81.9	18.0	87.0	21.4	71.5	20.0	76.2	23.5	78.5	25.7	80.0	27.9
エアコン	122.0	22.6	126.8	25.4	102.2	29.8	107.4	34.2	114.6	38.8	123.7	47.6
洗濯機	97.1	62.6	98.0	67.2	88.4	71.2	90.7	74.8	92.3	78.8	94.2	84.0
冷蔵庫	97.2	61.5	98.5	67.3	89.2	72.9	91.7	77.6	94.0	82.6	96.4	89.5
カラーテレビ	135.2	115.5	136.1	116.9	118.6	112.9	122.0	115.6	122.3	116.9	122.3	118.8
携帯電話	205.3	179.7	212.6	197.8	206.1	199.5	216.6	215.0	223.8	226.1	231.4	240.7

（注）2016年時点で都市と農村の普及格差の大きい順に並べている
（出所）中国統計年鑑、CEICより大和総研作成

販売に占めるウエイトも急拡大していることが分かる。小売統計には含まれない、旅行、教育、文化、娯楽（ゲームなど）といったネットサービスの急拡大は、サービス消費の堅調ぶりをあえる程度示唆しているといえるだろう。

モノとサービスのネット販売

	モノのネット販売			サービスのネット販売		
	金額 (億円)	前年比 (%)	ウエイト (%)	金額 (億円)	前年比 (%)	ウエイト (%)
2015年	32,424	31.6	83.6	6,349	42.4	16.4
2016年	41,944	25.6	81.4	9,612	51.4	18.6
2017年1月～5月	18,798	26.5	76.2	5,865	69.7	23.8

(出所) 国家統計局より大和総研作成

不動産開発投資も減速に転じた可能性

固定資産投資は2017年1月～3月の9.2%増から2ヵ月連続で減速し、1月～5月は8.6%増となった。

固定資産投資の伸び率を所有形態別に見ると、全体の6割強を占める民間部門は昨年夏場をボトムに2017年1月～3月までは回復していたが、その後はやや減速している。この春までの回復は、①民間資本によるインフラ投資増加を目指したPPP（官民連携投資）が増加したこと、②政府が主導する「大衆創業・万衆創新（イノベーション）」や規制緩和に刺激された民間企業の起業が増加していること、が主因と見ていたが、ここもとの金利上昇と大型国有企業への貸出優先が、民間中小企業の資金調達難の深刻化を招き、減速につながっている可能性がある。

一方、全体の4割弱を占める国有部門については、2016年1月～6月をピークに大きく減速している。短期・高金利の地方政府債務の中長期・低金利の地方債への置き換えの効果が低下したことが背景の一つであろう。

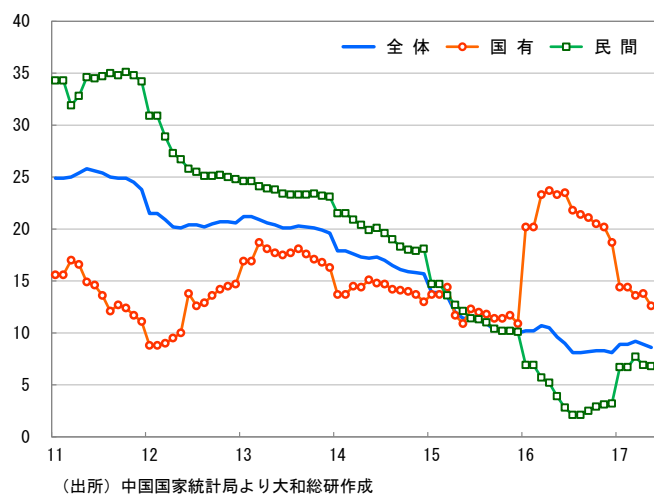
分野別には、これまで20%増前後の高水準の伸び率が続いてきたインフラ投資は、1月～5月は16.6%増とやや息切れした。不動産開発投資は2016年夏場以降の改善傾向に終止符が打たれた可能性がある。全国70都市平均の新築住宅価格は2016年11月と12月に+10.8%のピークを付けた後に、2017年5月には+9.7%に上昇ペースが鈍化した。こうした住宅価格の変動が、時間差を経て不動産開発投資に影響し始めているのかもしれない。2016年9月～10月、そして2017年3月に住宅価格抑制策を発表・強化した都市が相次いだことから、住宅価格上昇ペースの鈍化は続く見通しであり、不動産開発投資も減速傾向が続こう。

1月～5月の製造業投資は5.1%増と低水準の伸び率が続いている。国家統計局によると、製造業の中では、高技術製造業の投資は22.5%増と高い伸び率となった一方で、鉄鋼・非鉄などエネルギーを多く消費する製造業の投資は前年割れとなるなど、投資構造の改善が進んでいるとしている。

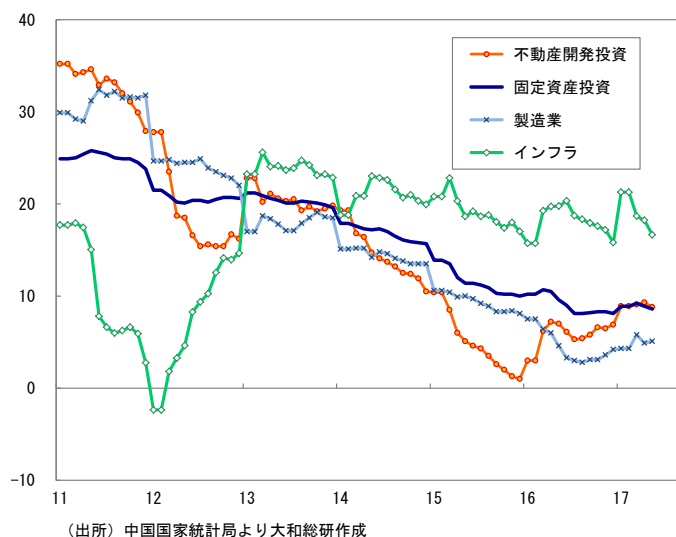
製造業投資の高度化は当然、プラスに評価されるが、全体の伸びは抑制されており、今後、インフラ投資と不動産開発投資の減速により、固定資産投資の伸び率は緩やかに低下していくと見ている。

このように、足元の内需は、小売売上は堅調である一方で、固定資産投資は減速している。今後について、インフラ投資と不動産開発投資の減速による固定資産投資の鈍化が想定されるが、サービス消費を牽引役に消費が景気を下支えることで、大きく下振れするリスクは低い。中国の実質 GDP 成長率は 2017 年 1 月～3 月の前年同期比 6.9% を当面のピークに緩やかに減速しよう。

固定資産投資全体、民間部門、国有部門の伸び率の推移（単位：％）



分野別固定資産投資の伸び率の推移（単位：％）



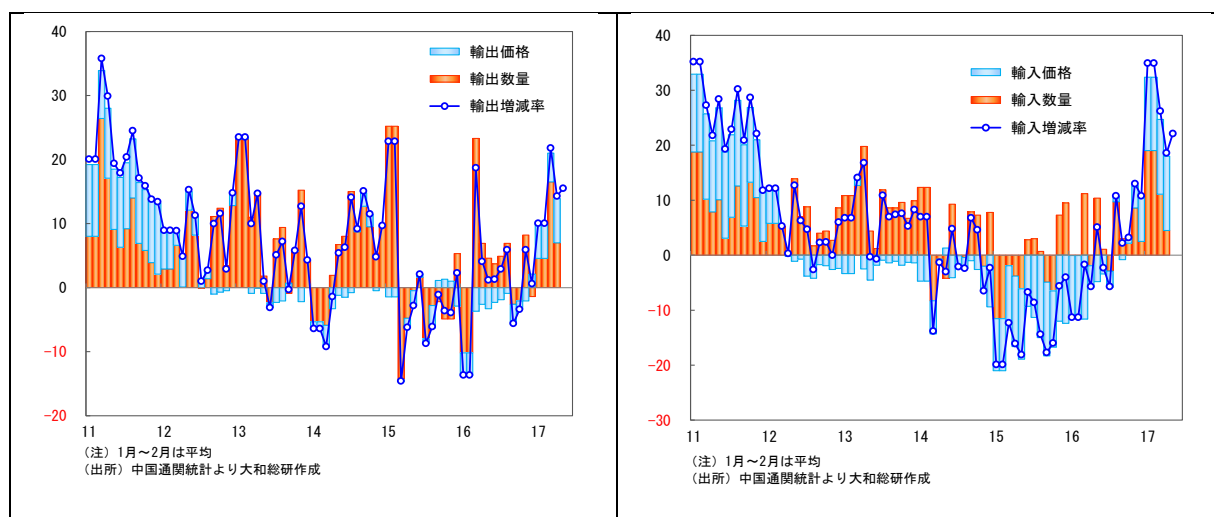
輸出は堅調持続、輸入の増加ペースは鈍化へ

中国通関統計によると、2017年1月～5月の輸出(米ドル建て)は8.2%増(5月は8.7%増)、輸入は19.5%増(同14.8%増)、貿易収支は26.1%減の1,438億米ドルであった。

年初からの輸入急増の主因の一つであった、前年比で見た原油価格の急騰は1月～2月をピークに急速に沈静化し、5月末には前年割れとなった。輸入の増加ペースは抑制されつつある。

一方で、輸出は米国を中心とした主要先進国の景気拡大を背景に、当面は順調な増加が期待できる。今後、輸出と輸入の伸び率の差はさらに縮小に向かい、貿易黒字の減少幅はより小さくなるだろう。

輸出入増減率(価格、数量)の推移(前年同月比、%)

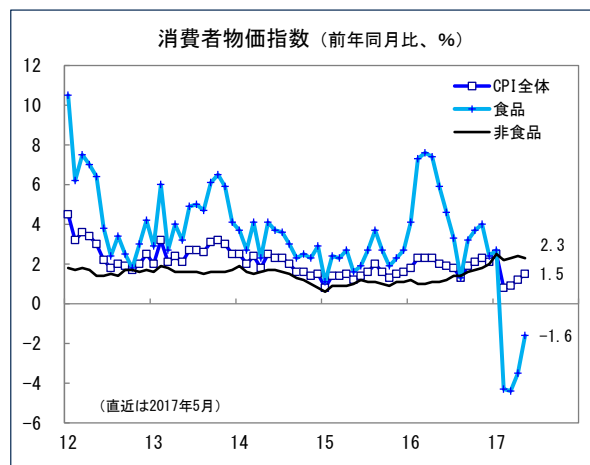
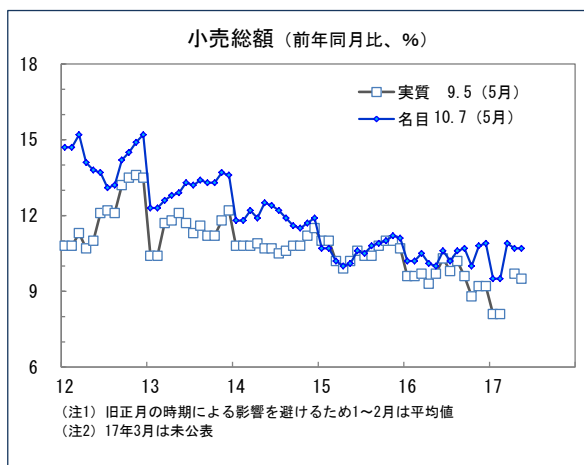
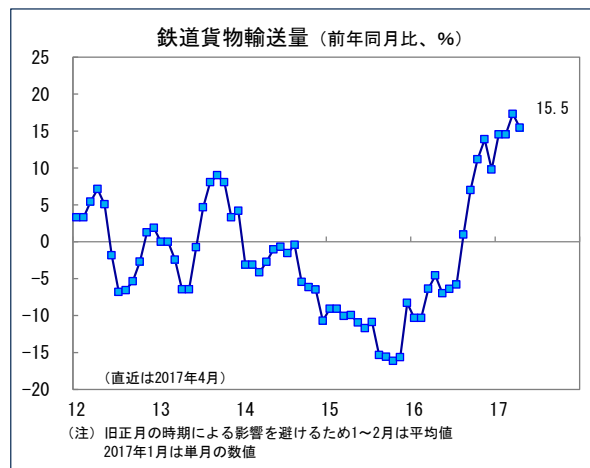
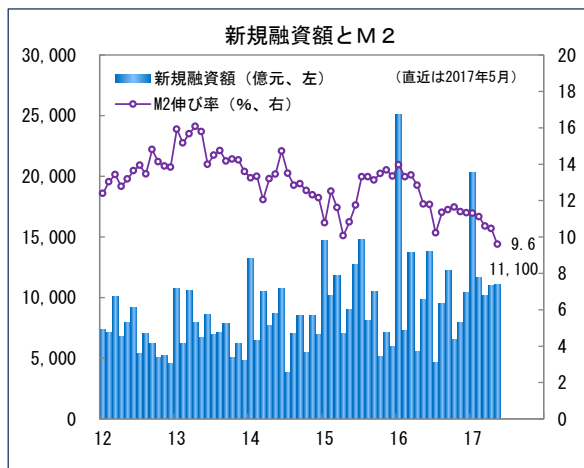
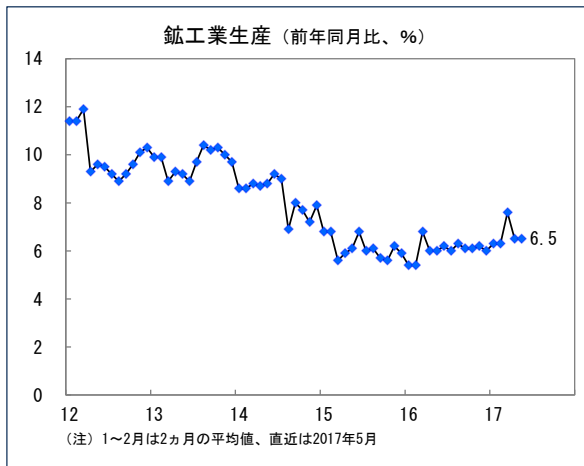


主要経済指標一覧

	12月	2017年1月	2月	3月	4月	5月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	6.8	-	-	6.9	-	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.0	6.3		7.6	6.5	6.5
電力消費量（前年累計比、%）	5.0	6.3		6.9	6.7	6.4
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	9.8	10.4	19.4	17.3	15.5	-
固定資産投資（前年累計比、%）	8.1	8.9		9.2	8.9	8.6
不動産開発投資（前年累計比、%）	6.9	8.9		9.1	9.3	8.8
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.9	9.5		10.9	10.7	10.7
実質（前年同月比、%）	9.2	8.1		-	9.7	9.5
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5
食品（前年同月比、%）	2.4	2.7	-4.3	-4.4	-3.5	-1.6
非食品（前年同月比、%）	2.0	2.5	2.2	2.3	2.4	2.3
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	6.3	8.4	9.9	10.0	9.0	8.0
新規融資額（億元）	10,400	20,300	11,700	10,200	11,000	11,100
M2伸び率（%）	11.3	11.3	11.1	10.6	10.5	9.6
輸出（前年同月比、%）	-6.3	7.6	-1.5	16.4	8.0	8.7
輸入（前年同月比、%）	3.6	16.8	38.0	20.3	11.9	14.8
貿易収支（億米ドル）	396.8	509.1	-92.5	239.2	380.5	408.1
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	28.4	27.0	24.1	20.6	17.4	14.6
上海（前年同月比、%）	31.7	28.3	25.0	19.8	15.4	12.9
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	8.1	10.4		11.6	11.1	9.5
完工面積（前年累計比、%）	6.1	15.8		15.1	10.6	5.9
不動産販売 面積（前年累計比、%）	22.5	25.1		19.5	15.7	14.3
金額（前年累計比、%）	34.8	26.0		25.1	20.1	18.6

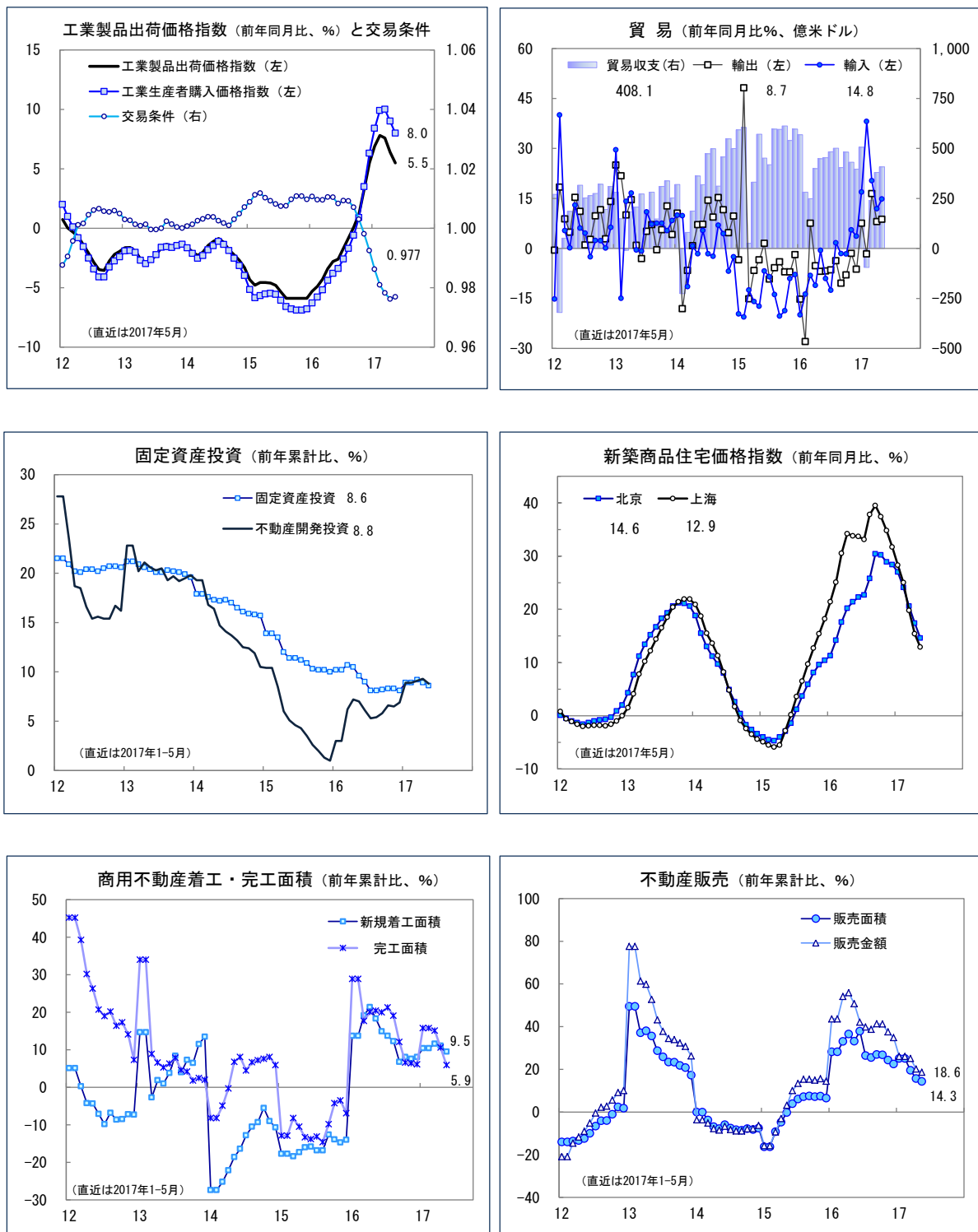
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



(出所) 中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成