

## 景気の勢いは弱いが、底堅さを維持する中国経済

～今後の金利高騰リスクに留意～

王 雷軒

### 要旨

10月分の経済指標が弱い内容となったことから、景気は力強さに欠けた状態となっている。しかしながら、堅調な個人消費や輸出が経済成長をけん引する格好となっており、成長率は緩やかに減速しつつも底堅さを維持しよう。

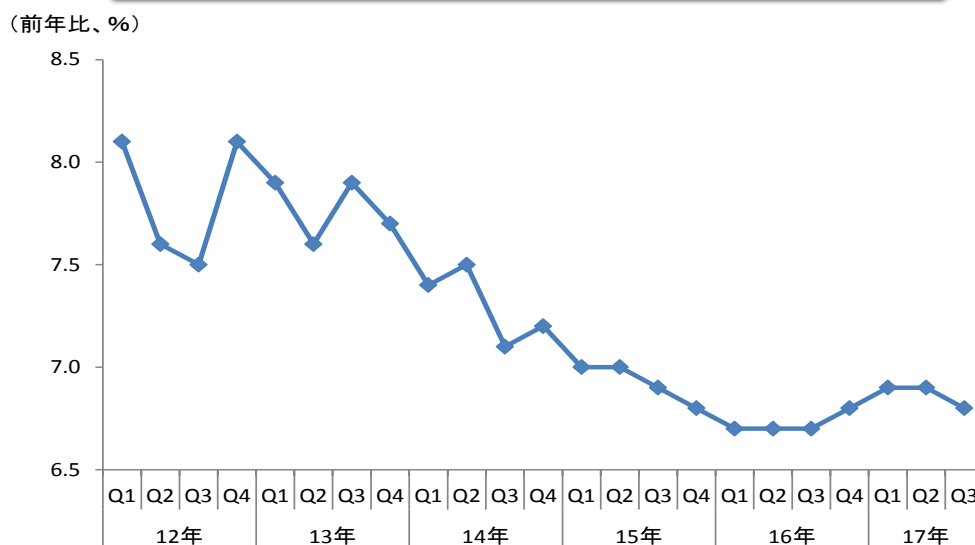
こうしたなか、金融当局が金融リスクの解消に力を入れつつあることを背景に、長期金利は3年ぶりの水準まで上昇した。今のところ、緩やかな上昇に留まっているものの、金融リスクの解消に向けた動きが加速すれば、金利高騰のリスク等に留意しておく必要がある。

### 景気は力強さに欠ける展開

個人消費が堅調に推移したほか、輸出の底堅さも続いたものの、17年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.8%と、4～6月期（同6.9%）から小幅鈍化した（図表1）。天候不順に見舞われたほか、環境保全活動への監督検査が強まったことなどを受けて、関連企業（鉄鋼・セメント・石炭など）の生産抑制や操業停止が目立ったことが成長率を押し下げた要因であろう。

その後も、天候要因が剥落したものの、環境保全のための施策が継続していることなどから、景気は力強さに欠けた状態となっている。以下、10月分の経済指標や当面の見通しを考えてみたい。

図表1 中国の実質GDP成長率の推移(四半期ベース)



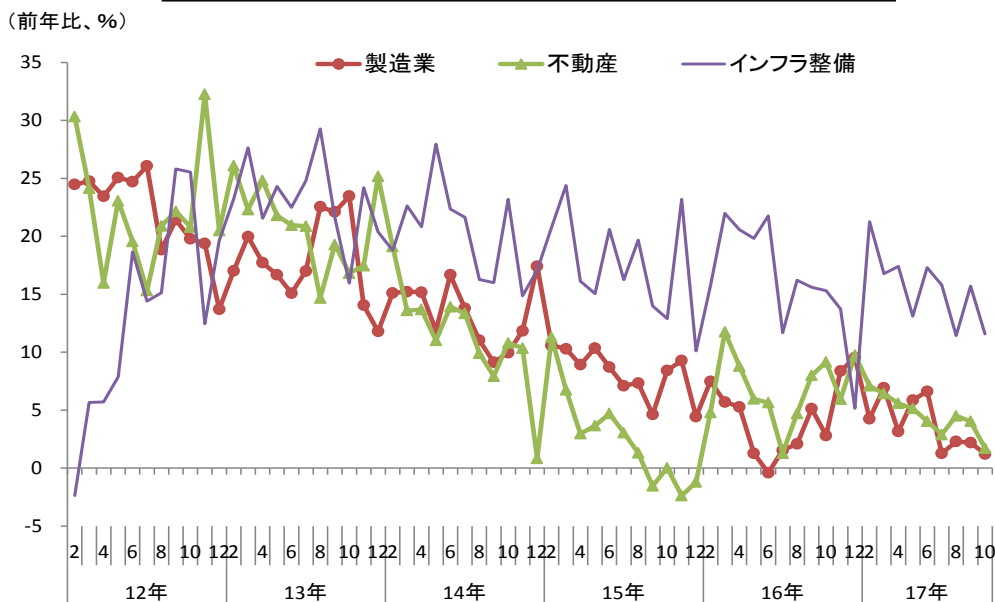
(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

## 投資は軟調、先行きも低水準の推移

まず、固定資産投資は軟調に推移している。インフラ整備への投資が固定資産投資全体の下支えとなっているものの、環境規制の強化や過剰な生産能力の削減などを受けて、製造業における設備投資が鈍化したほか、住宅規制の強化や金利上昇によって不動産向けの投資も鈍化した（図表2）。これらが投資全体の重石となっている。

先行きについても、過剰な生産能力の削減が継続するほか、11月に入り、山東省や河北省などでは、18年3月下旬まで生産抑制や操業停止を行わせる企業リストも公表されるなど、冬季を迎え環境保全のための施策にさらに取り組むことから、投資全体は大幅な改善が見込めず、低水準での推移が予想される。

**図表2 中国の固定資産投資内訳（主要項目）の推移**



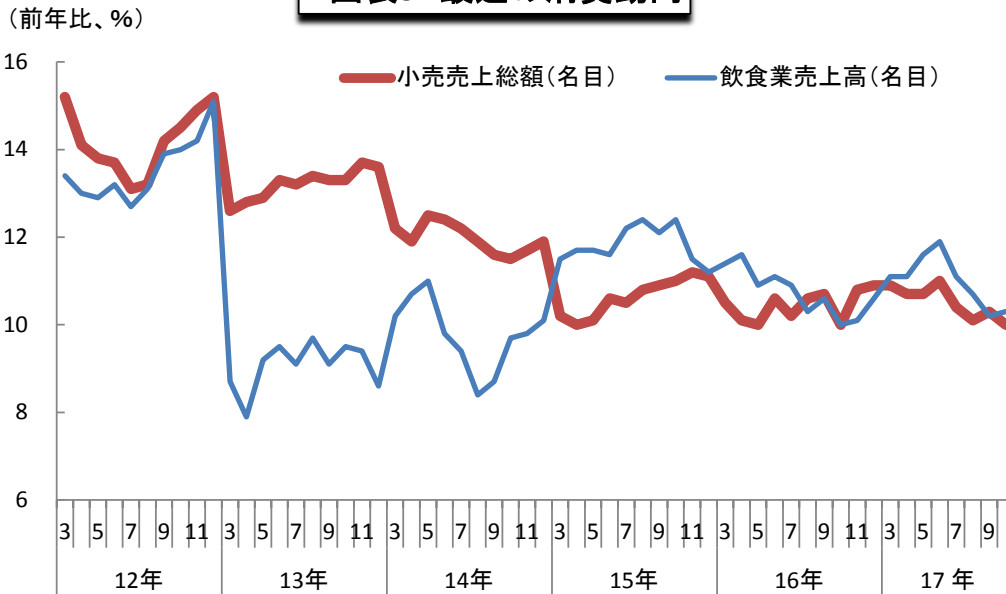
(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

## 消費は一時的に鈍化したものの、先行きは堅調推移

一方、小売売上総額はやや鈍化したものの、一時的な現象であると見られる。（図表3）。天候不順による影響のほか、住宅規制の強化から家具関連の販売が鈍化したことや、電子商取引（EC）大手が実施する「独身の日」（11月11日）セール前に個人消費を控える動きが見られたことが要因であると考えられる。

なお、アリババの11日の取引額は前年比39%の1,683億元（約2.9兆円）、京東商城（JDドットコム）も1～11日までの累計販売額で前年比50%の1,271億元（2.2兆円）に達したとされる。この動きからも中国の消費者に旺盛な消費意欲があり、先行きの個人消費は堅調な推移と見込まれる。

**図表3 最近の消費動向**

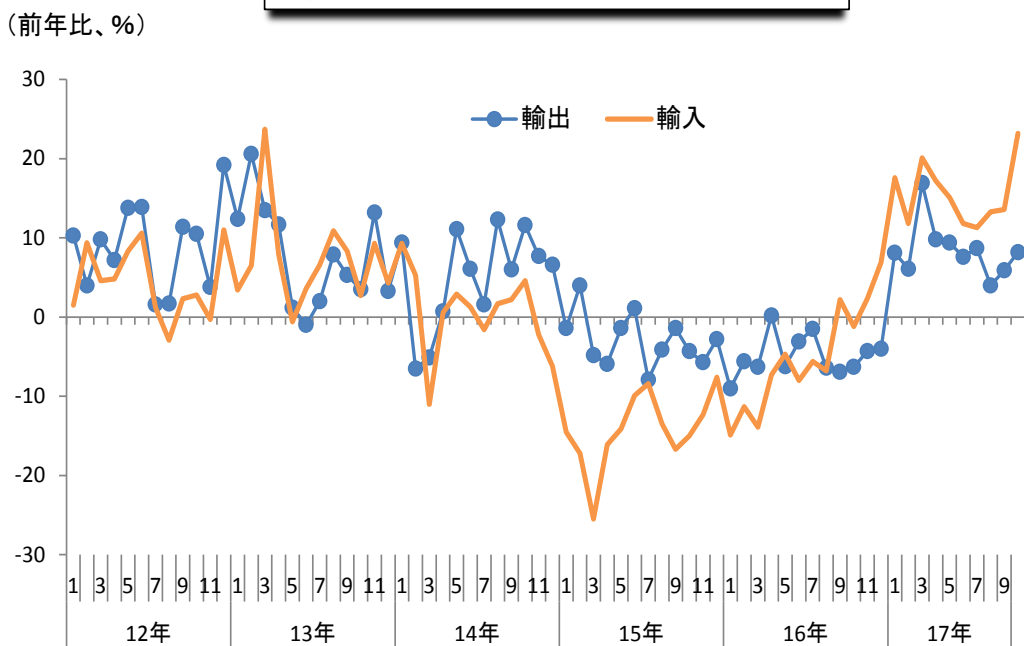


(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

**輸出は堅調推移**

加えて、世界経済の回復基調が続くなか、人民元相場の安定などにより、中国の輸出は再び持ち直しており、堅調に推移している(図表4)。17年10月15日から11月4日まで開催された広州交易会の輸出状況を確認すると、前年比8.2%と16年(同3.2%)から伸びた。先行きも底堅い動きが予想される。

**図表4 中国の輸出入の動向(ドルベース)**



(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成

## 先行きの成長率は 小幅減速も、底堅 さは維持されよう

## 米中間の通商摩擦 を巡る懸念は一旦 後退

## 長期金利は3年ぶ りの水準

## 金融リスクとは

以上の通り、軟調な投資を主因に、10～12月期の経済成長率は7～9月期（同6.8%）から小幅ながらもさらに減速する可能性が高い。ただし、堅調な個人消費や輸出は経済成長をけん引する格好となっており、先行きの景気への大きな懸念はないと思われる。

注目された米国のトランプ大統領の訪中（11月8日～10日）について振り返ってみよう。中国は、世界文化遺産である故宫博物館を事実上貸し切り、国賓以上の待遇で歓迎した。また、米国産の液化天然ガス（LNG）や農産物、映画輸入を増やすほか、米ボーイング社製航空機300機（約370億ドル）を購入する契約を結ぶなど米中企業による総額2,535億ドルの大型商談が成立したと報道されている。ただし、覚書や協議書なども多く、必ずしも取引成立を保証するものではないとされている。

とはいえ、米国の対中貿易赤字（年間2,600億ドル）にほぼ匹敵する金額となったことで、トランプ大統領にとって大きな「成果」になったのは事実であろう。「米国と中国の貿易関係が一方的で不公正」と語ったものの、それ以上の非難は見られなかった。習近平国家主席との首脳会談でも、米中関係の安定的な改善に取り組む姿勢を示したことで、米中間の通商摩擦をめぐる懸念は一旦後退したと思われる。

さて、成長率は緩やかに減速しているにもかかわらず、足元の10年国債利回りは、3年ぶりの水準まで上昇した（図表5）。長期金利が上昇した背景には、19回共産党大会後、政策の重心が金融リスクの解消に移っており、引き締め気味な金融政策の継続とインターバンク市場の貸出に対する締め付けを強めつつあること、また、米国、英国が政策金利を引き上げ、欧州大陸でも量的金融緩和の縮小を決定したことなど、世界的に金融環境が引き締め気味になるとの思惑も浮上したことがあると考えられる。

とりわけ、金融リスクを解消するための取り組みが急ピッチに進められている。その取り組みを紹介する前に、金融リスクの中身についてみてみよう。中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁（19回共産党大会報告の指導読本、摘要、11月4日公表）によれば、具体的な金融リスクとして、企業部門の高い負債比率、ゾンビ企業の退出の遅れ、地方政府の隠れ債務増加、金融機関・債券市場の信用リスク増加、市場・業態を跨ぐシャドーバンキングや違法行為、金融持株会社が広まるなかで事業会社が金融機関の株主になることによるインサイダー取引などの弊害、一部のインタ

ーネット金融のポンジ・スキーム化、金融機関による監督管理幹部の買収、等が挙げられている。

これらリスクが生じた背景について、周総裁はマクロ経済的には、市場参加者のプロシクリカルな行動による金融リスクの累積、監督管理面では、新たな業態や商品に対応できない業態別縦割りの監督管理体制、金融機関の統治の問題や金融部門の開放不足と競争不足もあったと分析している。

**図表5 中国の10年国債利回りの推移**



(資料)CEICデータより作成、直近値は17年11月23日。

### 金融体制改革の深化・監督管理制度づくりが進行

これらの金融リスクを解消するために、17年7月に開催された全国金融工作会议では、金融資本市場の管理強化を図る方針が示されており、国務院直属の機関として、新たな金融行政組織である「国務院金融穩定發展委員会」（国務院金融安定發展委員会）を設置することが決まった。

19回党大会（10月下旬）でも、「金融体制改革を深化させ、金融が実体経済に貢献する能力を增強し、直接金融の比率を引き上げ、多層的な資本市場の健全な發展を促進する。金融政策とマクロプルーデンス政策の二本柱による調整・コントロールの枠組みを完備し、金利と為替レートの自由化改革を深化させる。金融監督システムを完備し、金融市場のシステムリスクを発生させないとのボトムラインを守る」との内容が示されている。

これらを受けて、11月初めに国務院金融安定發展委員会が発足

**今後は金利高騰の  
リスク等に留意が  
必要**

**今後、年末に開催  
予定の「中央経済  
工作会議」に注目**

した。同委員会の主任に馬凱（副首相）の就任が決まっており、中国人民銀行の権限強化や銀行・証券・保険と業界ごとに存在する監督管理委員会（銀监会・証监会・保监会）の連携強化に向けて同委員会に監督権限を付与した。第1回の全体会議では、金融商品・サービスの機能に基づいた統一的な規制の制定や、金融商品・サービスの総合的な統計の作成といった金融インフラの整備も進められることが決まっている。

このように、金融行政体制の整備を進めるなか、金融当局は、「銀行の株主の行動に関する新規定」、「金融機関の資産管理業務に関する指導意見」（草稿）を公表するなど、相次いで金融リスクを抑えるための監督管理関連の制度づくりに取り組んでいる。

以上の通り、金融リスクの解消に向けた取り組みが進められており、市場流動性がややタイト化しつつあると見られるため、長期金利の上昇傾向は強まっている。11月23日には一時的に4%台まで上昇し、3年1ヶ月ぶりの水準を突破した。

加えて、年末も意識されるなか、年越えの資金ニーズは相応に強く、金融当局が金融リスクの解消を図った金融政策のさらなる引き締め動き出す可能性も予想されるなか、年末にかけて金利上昇圧力は強まるであろう。今のところ、相対的に緩やかな上昇に留まっているものの、金融リスク解消に向けた動きが加速すれば、一時的な金利高騰も予想される。

こうした流れのなか、株式市場もやや神経質な展開となっている。上海総合指数は監督管理強化への警戒感が強まったほか、年末を控えて流動性のひっ迫に対する懸念も広がり、11月23日には2ヶ月ぶりの安値である3,352ポイントを付け、前日比2.3%安と今年最大の下落幅を記録した。

金融リスクの解消への取り組みは18年に本格化する見込みで、短期的には流動性がひっ迫する可能性があるほか、金融機関の業務の見直しを伴うことも予想され、今後の動きから目が離せない。

詳細日程は不明であるが、共産党中央・国務院共催による「中央経済工作会議」が年末に開催される予定。この会議では、当面の内外経済情勢を分析し、17年の経済政策の運営状況を総括したうえで18年の経済運営方針を示すことが見込まれ、注目が集まるだろう。

(17. 11. 27 現在)