

中国の投資急減速の要因は何か 政策の不確実性の高まりが影響した可能性あり

アジア調査部中国室主任エコノミスト

玉井芳野

03-3591-1367

yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp

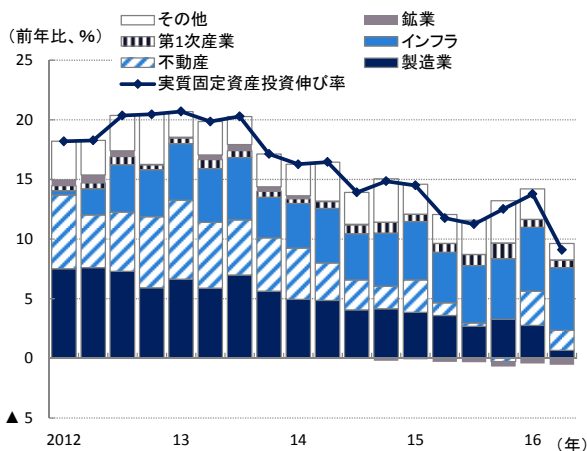
- 足元で中国の投資は製造業を中心に減速している。中国政府も、各地方に調査団を派遣したり民間投資喚起策を発表したりするなど、投資減速に対して懸念を強めている模様
- 中期的には民間企業を中心としたデレバレッジ進行が製造業投資の抑制につながっている。それに加えて、短期的には「経済政策の不確実性」が製造業投資を下振れさせた可能性も
- 今後の投資全体はインフラ等の下支えもあり緩やかな減速にとどまる見込みだが、過剰生産能力の解消を巡る政策の不確実性などがさらに高まった場合には製造業投資が下振れるリスクがある

1. 中国の投資は製造業・民間企業中心に足元で減速

中国の投資の減速感が足元で強まっている。2016年4～6月期の固定資産投資の実質伸び率は前年比+9.1%と、前期（同+13.8%）から大きく減速した（図表1）。業種別の内訳をみると、不動産投資の寄与度が縮小したのに加え、特に製造業投資の落ち込みが目立っている。また、投資主体別にみると、民間投資が急激に弱含んだことがうかがえる（図表2）。中国政府も、投資の落ち込みを受けて、今年5月末と7月末に各地方に調査団を派遣したり、7月4日に民間投資喚起策¹を発表したりといった対応を取っており、投資の急減速に対して中国政府が懸念を強めている様子がみてとれる。

このように製造業・民間企業を中心に投資が急減速した背景には、どのような要因があるのだろうか。本稿では、その要因を探るとともに、今後の投資の見通しについての見方も提示する。

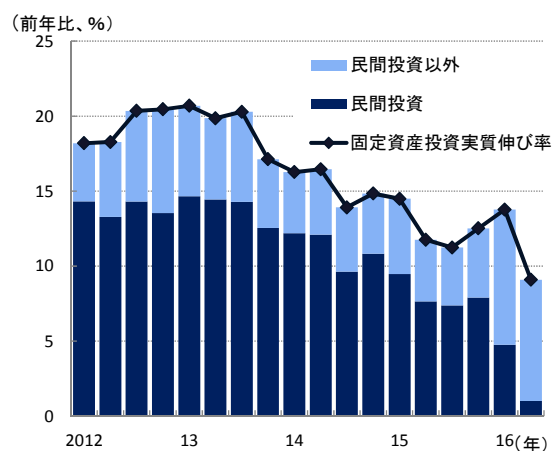
図表1 固定資産投資（業種別）



(注) 固定資産価格指数で実質化。

(資料) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

図表2 固定資産投資（投資主体別）



(注) 固定資産価格指数で実質化。民間投資は、集体企業、私营企业、個人経営者による投資の合計。

(資料) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

2. デレバレッジが製造業投資を押し下げた可能性あり

そもそも中国の製造業投資は、これまで積み上がった過剰債務の調整を受けて、ここ数年、減速傾向をたどっていた。その背景には、2014年以來、習近平政権が、すでに経済は「ニューノーマル（新常态）」に移行しつつあるとの認識を示し、成長率を緩やかに鈍化させつつ経済構造の転換を図る方針を示してきたことがある。実際に、鉱工業企業の総資産負債比率をみると2014年頃から低下傾向で推移している（図表3）。今回の投資の落ち込みも、こうしたデレバレッジ（債務圧縮）の流れを受けたものと考えられる。

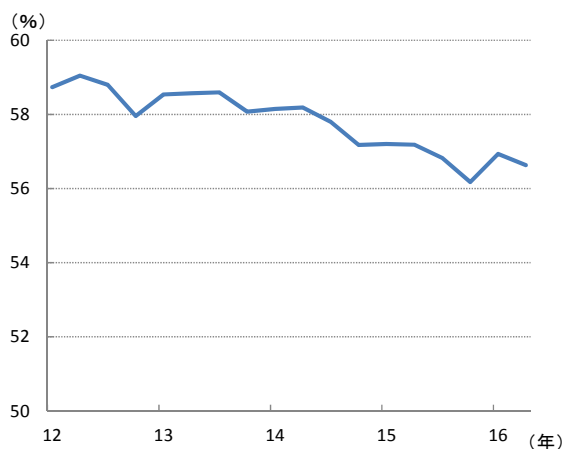
さらに、今回投資が減速した業種を詳細にみると、国有企業比率の高い自動車・非鉄金属以外の業種では昨年に比べて負債比率が低下していた（図表4）。このことから、民間企業を主としたデレバレッジの進行が投資を抑制しているとみられる。

ただし、中期的な投資下押し要因であるデレバレッジのみで、足元の投資の急減速を説明することは難しい。また、中国政府は、デレバレッジ以外の投資減速の要因として、①一部産業（飛行場、通信インフラ、医療、教育など）における民間企業に対する参入障壁、②中小・民間企業の資金調達コスト高、③行政手続きの煩雑さなども挙げているが、これらも以前から存在している問題である。投資を抑制する要因となっていることは確かだが、これらの問題が足元で急激に悪化したという状況はみられず²、短期的な投資の動向を説明するのには不十分だ。

3. 「経済政策の不確実性」の高まりが製造業投資を短期的に押し下げた可能性も

そこで、短期的な投資減速の要因を探るために、製造業投資とその関連指標とのグレンジャー因果検定を行った（次頁図表5）³。関連指標としては、①製造業企業収益、②（投資コストの代表的な指標である）貸出基準金利、③経済政策の不確実性指数（次頁図表6）、の3つを採用した。その結果、貸出金利や企業収益から投資への直接的な影響は確認されなかった一方で、「経済政策の不確実性指数」

図表3 鉱工業企業の総資産負債比率



(注) 総資産負債比率=負債÷総資産。

(資料) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

図表4 製造業の投資減少業種と総資産負債比率・国有企業比率

	固定資産投資 製造業内訳寄与 16/Q1→16/Q2 (%Pt)	負債比率 変化 15/Q1→16/Q1 (%Pt)	国有企業 比率 2014 (%)
製造業	▲ 4.6		
自動車	▲ 1.5	0.5	43.6
一般機械	▲ 0.7	▲ 1.6	10.6
専門機械	▲ 0.7	▲ 0.9	14.2
コンピュータ・通信・電子製品	▲ 0.6	▲ 1.4	8.5
非金属鉱物品	▲ 0.4	▲ 0.4	8.7
ゴム・プラスチック	▲ 0.4	▲ 1.7	4.2
電気製品	▲ 0.3	▲ 0.2	8.3
化学	▲ 0.3	▲ 1.0	16.0
木材	▲ 0.3	▲ 0.6	1.6
アパレル・服飾	▲ 0.2	▲ 0.5	0.9
酒・飲料	▲ 0.2	▲ 0.8	16.0
非鉄金属	▲ 0.2	1.4	32.5
印刷・記録媒体	▲ 0.2	▲ 1.3	7.5

(注) 製造業のうち、2016年Q1からQ2で、製造業投資に対する寄与度が0.2%Pt以上低下した業種。国有企業比率は主管業務収入に占める比率。

(資料) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

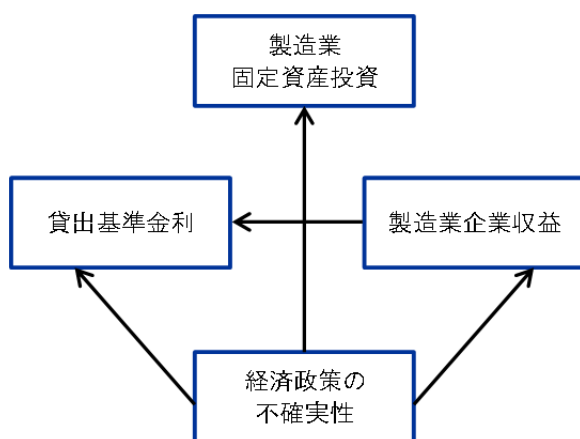
が製造業投資に対してグレンジャーの意味での因果性を持っているという関係が確認できた。すなわち、経済政策を巡る不確実性の高まりが、足元で投資の抑制要因となった可能性があるということだ。中国国内でも、構造改革を進めつつ安定成長を保つという政策方針のもとで、景気下支えがどの程度行われるのか、改革がどの程度進むのかといった見通しが立てにくくなり、投資が控えられているのではという意見が聞かれる⁴。もっとも、インパルス応答分析によると、不確実性が投資を下押しする影響が持続するのは2四半期程度と短期的との推計結果となった。つまり、中期的には前述のデレバレッジの進行や中国政府が挙げる諸要因が投資を下押ししている一方、短期的には経済政策をめぐる不確実性の高まりにより投資が下振れた可能性が指摘できる。

なお、金利や収益などの投資関連指標と製造業投資との関係性が明確に示されなかった理由の一つとして、主に政府主導のプロジェクトを引き受ける国有企業が、政府からの「暗黙の保証」を背景に、金利の高低や収益の増減にかかわらず投資を行っている可能性などが考えられる⁵。他には、低金利・高収益といった投資に有利な環境にある企業でも、先述した経済政策を巡る不確実性の高まりを受けて、投資に対するマインドが悪化し、新たな投資を控えている可能性もある。最近、中国人民銀行の調査統計局の盛松成局長も、資金供給が増え金利が低下しても、企業の投資マインドが弱いために投資が回復していないと指摘している⁶。

4. 過剰生産能力の解消ペースを巡る不確実性などが高まった場合には投資下振れも

では、製造業投資に影響を与える不確実性として、具体的には何が考えられるだろうか。まず、上海株や人民元が急落した2015年半ばや2016年初に不確実性指数が上昇していたことを踏まえると、金

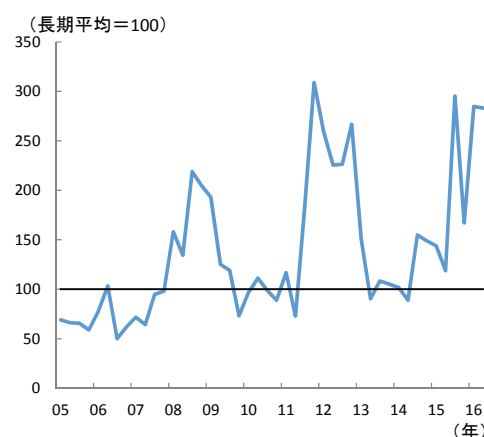
図表5 製造業投資と関連指標の
グレンジャー因果関係



- (注) 1. 推計期間は2005年第1四半期～2016年第2四半期。ラグ次数は1四半期。矢印は少なくとも10%の有意水準でグレンジャー因果性が検出される関係を示す。
2. 製造業固定資産投資は前年比の1期差、製造業企業収益は前年比、貸出基準金利と経済政策の不確実性は原数値を使用。

(資料) 中国人民銀行、中国国家統計局、Economic Policy Uncertainty より、みずほ総合研究所作成

図表6 経済政策の不確実性指数



- (注) South China Morning Post紙の記事に占める、「中国」「経済政策」「不確実性」を示すキーワードが同時に含まれる記事の割合を、1995年1月～2011年12月平均を100として指数化したもの。

(資料) Economic Policy Uncertaintyより、みずほ総合研究所作成

融市場の動揺が経済政策の不透明性を高め、投資に影響するリスクがある。今後、米国の利上げや米国大統領選、Brexitの行方など世界の金融市場全体に影響を与えるようなイベントが続くため、中国金融市場の変動も大きくなりやすいだろう。予想以上に市場の動揺が大きくなった場合には、金融・財政政策に調整が加えられることも考えられ、その方針を見定めようとする企業が投資をいったん控える可能性がある。

さらに、過剰生産能力の解消を巡る不確実性も存在する。現在、中国政府は鉄鋼・石炭業の過剰生産能力の淘汰に関して、2016年通年の目標と今後3～5年間の中期的な目標を発表しているが(図表7)、非金属鉱物製品(セメント、ガラス)や船舶など、他の生産能力過剰業種の調整ペースに関しては現時点では不透明なところが多い。鉄鋼・石炭業は、2016年1～7月まで淘汰目標対比の淘汰実績がそれぞれ47%、38%と遅れており、目標達成に向けて今後は投資抑制が強まるとみられるが、当該2業種の投資が全体に占める割合は1%と僅かであり、投資全体に与えるインパクトは限定的だろう。しかし、生産能力過剰業種とされる業種の投資額を合計すると2015年時点で固定資産投資額全体の1割強を占めると推計されるため(図表8)、政策の不確実性が高まった場合には、企業の投資マインドを通じた投資全体への影響も無視できないものとなるだろう。

今後、中国の投資全体は、デレバレッジのもと減速傾向をたどるも、インフラ投資や新産業分野などの投資に支えられ、減速ペースは緩やかなものにとどまるとみられる。ただし、金融市場の動揺や過剰生産能力の解消などをめぐり、経済政策の不確実性がさらに高まった場合には、製造業投資が下

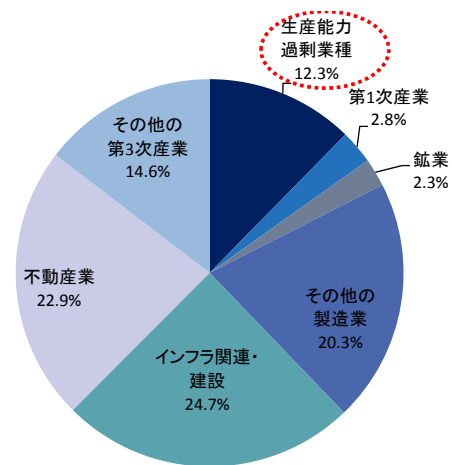
**図表7 鉄鋼・石炭業の過剰生産能力
淘汰実績・目標**

	鉄鋼	石炭
生産能力	12億トン	57億トン
生産量	8億トン	37億トン
過剰生産能力	4億トン	20億トン
稼働率	67%	65%
中期的な淘汰目標	2016年から5年間で 1～1.5億トン (生産能力の 約8～13%)	2016年から3～5年間で 5億トン以上 (生産能力の 約12%)
2016年の淘汰目標	4,500万トン	2.5億トン以上
2016年1～7月の 淘汰実績	2,100万トン (通年目標対比約47%)	9,500万トン (通年目標対比約38%)

(注) 鉄鋼の生産能力は、中国鋼鉄工業協会による。石炭の生産能力は、国家発展改革委員会の連維良主任による。生産量は国家統計局による。過剰生産能力=(生産能力)-(生産量)。稼働率=生産量÷生産能力。

(資料) 中国鋼鉄工業協会、国家発展改革委員会、中国国家統計局、各種報道より、みずほ総合研究所作成

**図表8 固定資産投資の業種別シェア
(2015年)**



(注) 生産能力過剰業種は、石炭・石油加工、鉄鋼、非鉄金属、非金属鉱物製品、化学原料・製品、製紙、皮革製品、アパレル・服飾、電機・電器、鉄道・船舶・航空など輸送機器。

生産能力過剰業種ごとの淘汰目標を定めた「工业和信息化部关于下达2015年重点行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知」(2015)を基に分類。「その他の製造業」は生産能力過剰業種を除く製造業。「その他の第3次産業」はインフラ関連・不動産を除く第3次産業。

(資料) 工业和信息化部、中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

振れるリスクもあることには注視が必要だ。

-
- ¹ 国务院办公厅「国务院办公厅关于进一步做好民间投资有关工作的通知」（2016年7月1日制定、7月4日発表）。
 - ² 例えば資金調達コストの最近の状況を見ると、中国人民銀行が発表している一般貸出加重平均金利は2016年6月末で5.58%と、3月末（5.67%）から低下している。国有企業向けの貸出金利（貸出基準金利の0.9倍と仮定）と貸出残高に占める国有企業向け貸出残高の割合を用いて、国有企業以外の企業向けの貸出金利を推計しても、2016年6月末の数値は3月末よりも低下しており、足元の資金調達コストの上昇を示すような結果とはならなかった。
 - ³ 製造業投資が投資関連指標によってどのように変化するかを明らかにするため、①製造業企業収益、②貸出基準金利、③経済政策の不確実性指数、④製造業固定資産投資の4変数からなるVAR（ベクトル自己回帰）モデルを推計。モデルの推計に先立って、変数間の関係性を確認するため、グレンジャー因果の検定を実施。ある変数Xと他の変数Yに関して、Yの過去の値を用いることによりXの予測パフォーマンスが改善する場合、グレンジャーの意味での因果関係が認められるとする。さらに、外生的なショックを与え、VARモデルを構成する変数がショックがなかった場合と比べてどのように変化するかを明らかにするため、インパルス応答関数を推計。
 - ⁴ 例えば「政策不確実性、产权歧视和杠杆率国进民退」『財新网』（2016年7月22日）、「流动性陷阱还是不确定性陷阱：为何M1增速还在攀升」『財新网』（2016年7月25日）など。
 - ⁵ こうした可能性の有無を検証するためには、国有企業と民間企業の投資それぞれについて、関連指標とのグレンジャー因果関係を確認することが必要となる。採用すべき関連指標の精査も含めて、今後の課題としたい。
 - ⁶ 「专访央行调统司司长盛松成：降税优于降息」『第一财经』（2016年8月21日）。

●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。