

政策効果で底入れの動きが見られる中国経済

～ただし、過剰な生産能力の調整等で依然弱い～

王 雷軒

要旨

政策効果の顕在化により、足元の中国経済は底入れの動きが見られた。先行きの消費は底堅く推移することや、投資もやや加速が予想されるため、当面中国は緩やかな回復が続く可能性が高い。一方、輸出の不振や過剰な生産能力の調整は景気下押し要因となるため、今後も安定成長に向けて積極財政と金融緩和の動きを強めるだろう。

中国景気：現状と展望

1～9 月期の中国の実質 GDP は前年比 6.9%と発表されたが、その後、各地方の GDP 数値も出揃ったため、まず省別の成長率を紹介したい。

全国の成長率を下回った地方は上海市 (6.8%)、北京市 (6.7%)、河北省 (6.5%)、吉林省 (6.3%)、黒竜江省 (5.5%)、遼寧省 (2.7%)、山西省 (2.8%) の 7 つであった。それ以外の地方は全国の成長率を超えており、8%の成長を達成した地方が多いなかで、重慶市・貴州省では二桁の成長を維持していることが目立つ。このように、中国国内では成長率が二極化する状態となっている。

さて、足元の景気の現状について述べてみよう。これまで政府が打ち出した金

融・財政政策の効果は出始めており、図表 1 に示す通り、消費は引続き堅調に推移したほか、投資も下げ止まりの兆しが見られ、足元の景気は底入れしつつある。

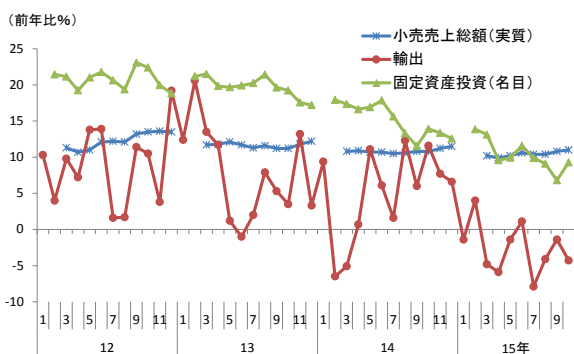
実際、個人消費の代表的な指標である社会消費財小売売上総額の伸び率(実質)は小幅ながら高まった。生産年齢人口が減少するなか、最低賃金の引上げや公務員の賃上げなどを背景に国民可処分所得の伸びが経済成長率を超えたことが消費の底堅さにつながっている。

年前半に不振だった国内乗用車販売台数は 10 月には二桁の伸びを記録するなど回復が進んだ。さらに、ネット販売も好調に推移した。ネット最大手のアリババによれば、独身の日 (11 月 11 日) に約 1.7 兆円 (前年比 54%) の売上を記録するなど、11 月に入っても個人消費の好調さが続いている。

先行きについても、雇用の改善傾向を受けて消費は底堅さを増していくと予想される。これは 10～12 月期の成長率の押し上げ要因となる。

また、これまで減速傾向にあった投資も下げ止まりの動きが見られた。10 月分の固定資産投資は前年比 9.3%と 9 月 (同 6.8%) から伸びを高め、ひとまず減速に

図表1. 消費・輸出・投資の伸び率の推移



(資料) 中国国家统计局、海関総署、CEICデータより作成 (注)1月の固定資産投資と1～2月小売売上総額の数値は発表されていない。

歯止めがかかった。

その背景として以下のことが挙げられる。地方政府では、サボタージュが緩和されつつあるほか、借換え債の発行が進んだ結果、財投資金の余裕が出現している。実際、7月以降は財政支出（中央政府＋地方政府）の伸びが加速、10月には前年比36%となるなど、積極財政が功を奏した格好となっている。

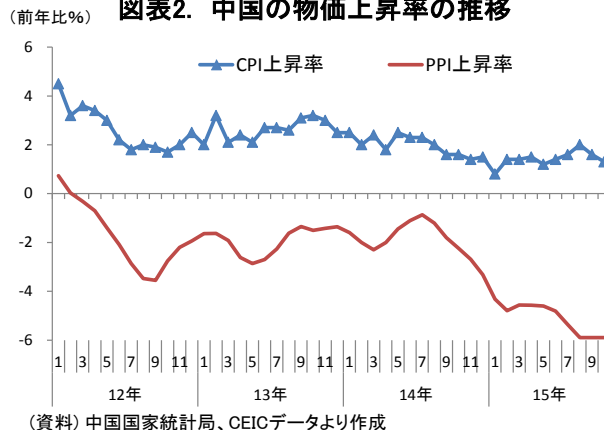
その結果、公共投資が持ち直したほか、製造業投資もハイテク関連や装備産業を中心に持ち直し、底入れの動きを見せた。また、卸売・小売業・倉庫や教育のサービス業の投資も好調に推移した。ただし、不動産向け投資は在庫調整のため、依然鈍化傾向が続いた。波及効果が大きな不動産向け投資が改善に向かえば、景気下振れリスクは大きく低下するだろう。

先行きは、ここ数か月にわたって政府が公共事業の投資計画を認可する動きが続いており、これらは投資に移されていると見られることから、年末にかけて投資は底堅いと期待される。ただし、過剰生産能力の調整を進めるなか、投資の増勢が大きく加速することは見込めない。

一方、人民元高に加え、賃金上昇により一部の労働集約型産業が東南アジアなどへ生産移転する動きもあり、輸出の低調さは続いている。輸出額は8月以降減少幅が縮小してきたが、10月は前年比▲6.9%と再び拡大した。これは景気下押し圧力となっている。なお、輸入額は同▲18.8%と9月から減少幅が縮小した。輸入量について、10月に石炭や鉄鉱石が大幅減少したものの、原油や銅類が二桁増となるなど、底堅さが続いている。

以上から、10～12月期は小幅ながら成

図表2. 中国の物価上昇率の推移



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

長率が高まり、7%台に戻る可能性がある。1～9月期の成長がすでに6.9%に達していることから、15年通年で政府の成長目標である「7%前後」は達成される見込みである。16年についても、7%前後の成長を達成するために、政府は景気下支え策を打ち出すことになるだろう。

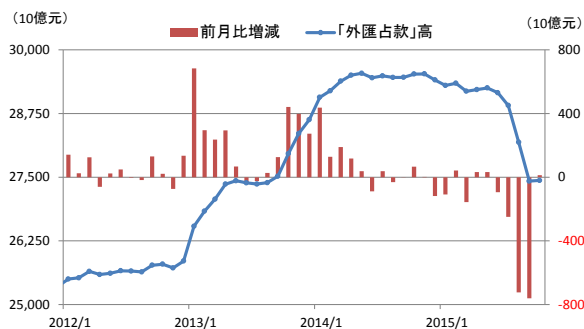
このように、景気底入れの動きが見られたものの、原油など資源価格の大幅な下落もあり、物価の鈍化状態が強まっている。10月の消費者物価指数（CPI）は前年比1.3%と、食品価格の大幅な下落を受けて上昇率が鈍化しており、政府が掲げる物価目標（3%）を大きく下回った。生産者物価指数（PPI）も過剰生産の調整の遅れもあり、前年比▲5.9%と44ヶ月連続の下落となっている（図表2）。

目先は、12月に開催される予定の「中央経済工作会議」に注目が集まるだろう。ここで、来年の金融・財政政策などが決定されるが、財政赤字額対GDPの比率が15年の2.3%から3%に引き上げられるかどうかなどの内容が注目される。

金融政策：現状と見通し

中国人民銀行（中央銀行）は10月23日に追加金融緩和（政策金利と預金準備率の引き下げ）を発表した。8～9月に中

図表3. 中国の金融機関の「外匯占款」の推移



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成。(注) 直近は2015年10月、「外匯占款」とは、中国人民銀行を含む金融機関の外貨保有残高である。

国から資本流出の動きが強まったことを受けて流動性を供給すること（⇒預金準備率の引き下げ）、また物価下落を受けて銀行の実質貸出金利の上昇を抑えること（⇒利下げ）がその動機として挙げられる。

これまでの断続的な金融緩和は、景気を強力に刺激するというよりは、流動性を供給することに目的があったと見られる。中国の金融機関（主に中国人民銀行）による外貨純買入れ額（外匯占款）は14年半ばから緩やかに減少し始め、15年7～9月に急激な減少を記録した(図表3)。外貨買入の減少は、国内流動性の減少をもたらし、預金準備率の引き下げにつながった。

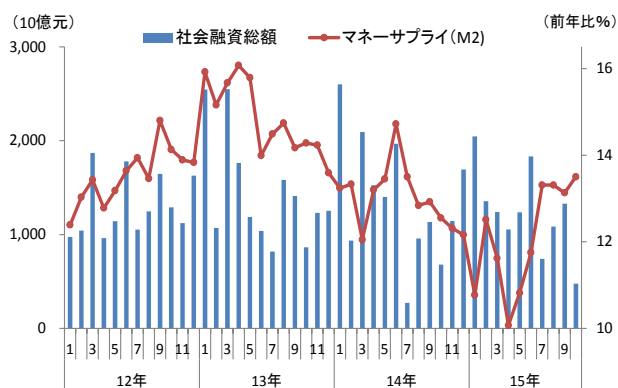
預金準備率の引き下げを受けて資金供給の拡大ペースは幾分加速した。M2の伸びは15年4月を底に上昇基調で推移している(図表4)。10月は前年比13.5%と加速し、政府目標13%を上回った。

一方、10月の社会融資総額は大きく減少したが、その背景について以下のことが挙げられる。まず、過剰な生産能力の調整が行われているほか、物価下落の強まりもあり、企業の資金需要が低調となった可能性がある。また、株価の乱高下があったため、新規株式公開（IPO）を暫

定的に停止したことも影響を及ぼした可能性もある。さらには、経済が減速するなか、銀行全体の不良債権比率が上昇傾向を辿っていることから、銀行の貸し渋りも考えられる。

金融緩和策が十分機能していない影響を打破するために、11月19日に中国人民銀行はSLF（臨時貸出ファシリティ）の金利の引き下げを発表した。前述した物価下落の強まりによる実質金利の上昇を受けて企業の資金調達コストを低下させるための決定だと思われる。中国経済への懸念がやや後退したことなどから、外貨純買入れ額は小幅ながらようやく純

図表4. 中国のマネーサプライ(M2)と社会融資総額



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成

流入に転じた。

これらの動きから、金融政策は当面現状維持となる可能性が高いと見られる。ただし、短期的な経済下押し圧力が強いなか、物価下落圧力が強まったほか、米国が年内にも利上げを行うことが確実視されるため、中国から資本流出の動きがさらに強まれば、流動性供給のためにも、追加金融緩和を継続する可能性もある。

一方、英国などの欧州勢に加え、米国も支持する姿勢を示したことや、IMFの実務担当者が人民元のSDR組み入れの2つの基準を満たした提案を発表するなど人民元のSDR組み入れはほぼ確実視され

ている。以下ではその影響について考えてみたい。

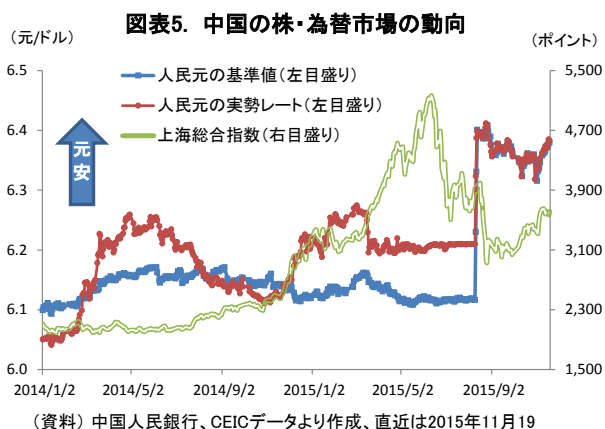
準備通貨として人民元保有ニーズの高まりが予想されるほか、人民元建ての決済や金融商品の拡大につながる利点がある。中国政府や企業にとって、人民元建ての取引が増えることが想定され、為替リスクのヘッジが可能となる。さらには、中国が進める新シルクロード「一带一路」やアジアインフラ投資銀行（AIIB）の追い風になることも見込まれ、経済が活性化することにつながると期待される。

ただし、11月30日のIMF理事会で正式に決定されても、SDR構成通貨として正式に運用が開始するのは、16年10月の構成比率の見直し以降となるため、目先の影響は限定的だと見ている。なお、SDR構成通貨の比率は現行のドル（41.9%）、ユーロ（37.4%）、英ポンド（11.3%）、円（9.4%）となっているが、人民元を15%前後にする公算が高いと思われる。

金融市場：現状と見通し

代表的な株価指標である上海総合指数は10月の追加金融緩和（23日）や五中全会で習主席が年平均6.5%以上の成長が必要だと明言したことのほか、香港証券取引所と深セン証券取引所との間で相互に売買注文を取り次ぐ「深港通」の年内導入の噂も浮上したことを受けて回復傾向が強まり、約2ヶ月半ぶりに節目の3,600ポイントを回復した（図表5）。

しかし、その後、新規株式公開（IPO）の再開による需給悪化懸念が浮上したほか、米国の年内利上げ観測の高まりや南沙諸島への米軍軍艦派遣など地政学的なリスクも浮上したことなどから、3,600ポイントのボックス圏から脱していない。



当面は経済政策への期待があるため、株価は回復傾向が継続すると予想する。ただし、米国の利上げを受けて中国からの資金流出に対する懸念の高まりが株価抑制に働く可能性があり、上値の重い動きが続くと見られる。

為替については、14年後半から資本流出傾向が強まったことや、株価の乱高下や景気減速懸念などを背景に元安が進んだ。そのため、中国人民銀行は元買いドル売りの為替介入を実施してきた。（図表5）。

この為替介入などを受けて10月中旬以降、元安には一旦歯止めがかかったが、11月に入ってから、米国の年内利上げ観測の強まりを受けて元安が再び進行した。ただし、人民元のSDR組み入れが確実視されていることを受けて、当局は為替介入に踏み切ったと見られ、人民元高に振れる場面もあった。

先行きは、米利上げが迫るなか、元安圧力は当面継続すると見られる。ただし、元安が大きく進行する場合には、当局によるドル売り介入もあるだろう。

(15. 11. 20 現在)