中国経済金融

政策総動員で経済への過度な悲観は後退

王　雷軒

要旨

習近平政権が推進する腐敗撲滅運動への警戒から、地方政府が積極的に仕事をしないサボタージュなどで投資が鈍化していることや、人民元高などを受けた輸出の低調さが続いたため、7～9 月期の経済成長率は前年比 7%割れとなった。しかし、先行きについては、経済構造の調整を進めながらも安定成長を目指す政府が打ち出した金融･財政政策の総動員の効果が見込まれることから、過度な悲観的見方は不要であろう。

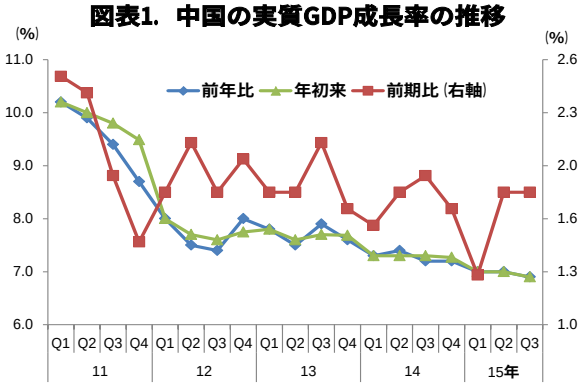
中国景気：現状と展望

中国政府は、2015 年度の成長目標である「前年比 7%前後」を達成するため、預金準備率や政策金利の引き下げといった金融緩和に加え、財政政策による下支えも行ってきた。これらの経済政策の総動員を受けて、成長率は目標範囲に留まることができている。

実際、7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%と 4～6 月期（同 7.0%）から小幅減速したものの、前期比では、1.8%と 4～6 月期（同 1.8%）から横ばいだった（図表１）。

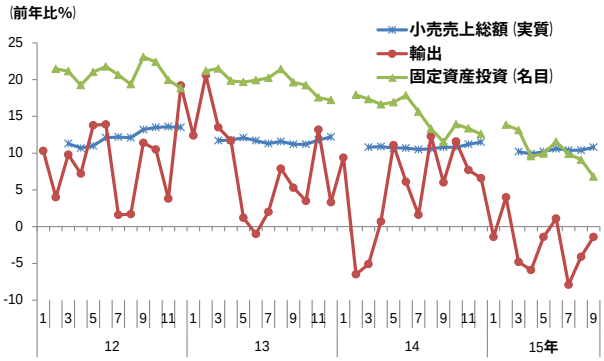
このように、景気が当総研の見通しよりやや弱かった背景には、習近平政権が推進する腐敗撲滅運動への警戒から、想定以上に積極的に仕事をしない地方政府のサボタージュや不動産開発投資の低迷を受けて投資全体の鈍化が続いたほか、

図表1. 中国の実質GDP成長率の推移



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

図表2. 中国のGDP需要項目の伸び率の推移



（資料） 中国国家統計局、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。

人民元高や人件費上昇などによる中国製品の国際競争力の低下を受けて輸出も弱かったことが挙げられる（図表 2）。加えて 7 月以降の中国株式市場の混乱に加え、天津港で発生した大爆発事故（8 月）や、世界陸上競技選手権大会の開催（8 月 22～30 日）のための周辺工場の一時的な操業停止などの一時的な要因による影響も否めない。

一方、景気を下支えしたのは底堅く推移する消費である。生産年齢人口が減少するなか、最低賃金の引き上げや公務員の賃金アップなどを背景に 7～9 月期の国民可処分所得の伸びも経済成長率を超えたことは消費の底堅さにつながっている。

さて、中国経済の先行きについて考えてみたい。足元の景気は依然下振れリス

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

クがあるものの、以下の要因で 10～12 月期にかけて下げ止まるとの見方を変える必要はないと判断している。

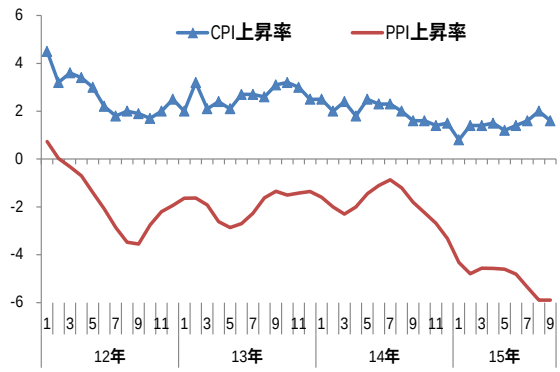
12年末の倹約令から始まった汚職腐敗の摘発を受けて地方政府では保身のためのサボタージュが蔓延したように見える。このため、中央政府の政策が地方政府の政策運営に反映しておらず、経済対策による景気下支えの顕在化が遅れがちになっていた。

こうした実態を受けて中央政府は地方政府の未利用資金の回収や第三者によるチェックなどを行っている。そのため、サボタージュがある程度緩和されていると見られることから、これまでの財政政策による景気押し上げの効果が遅れがちになっていた分を少しずつ顕在化する動きが出ている。

そのため、7 月以降の財政支出（中央政府＋地方政府）の伸びも高まっている。これを受けて先行きの公共投資も緩やかに持ち直すと見られる。

一方、短期的な景気の安定を維持するため、過剰投資や過剰債務がさらに深刻化する恐れは残る。ただし、リーマンショック後の大胆な景気刺激策の規模や内容とは異なることから、それほど懸念すべきではないだ。また、中長期的には財政余力が徐々に低下すると見られるものの、当面は景気対策を打てるだけの必要な財政余力がある。

図表3. 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

加えて、国慶節連休（10 月 1～7 日）中、個人消費は初めて 1 兆元（約 20 兆円）を超えるなど、好調さが続いている。衣料品・宝飾品・家電製品の売れ行きが良かったほか、通信機器も好調だった。また、排気量 1,600cc 以下の小型乗用車を対象に、自動車取得税の減税措置を実施したことを受けて国内乗用車販売台数（9 月分）も半年ぶりのプラスに転じるなど、底打ち感も出ている。

なお、9 月の輸入額は市場予想を下回ったものの、国内景気の影響というよりは資源価格の下落によるところが大きいと見られる。輸出がこのままのペースで改善すれば、輸入物価の下げ止まりとともに輸入もいずれ下げ止まる可能性もある。

これらを受けて、10～12 月期の経済成長率は 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。ただし、景気が大きく好転する可能性は低く、また米国の利上げなどで中国からの資金流出の加速するリスク、さらには地方政府がどこまで安定成長の維持に専念できるかといった点においては不透明性も漂う。

一方、需要の弱さが続くなか、原油など資源価格の大幅な下落もあり、物価は鈍化状態が続いている。9 月の消費者物価指数（CPI）は食品価格の下落を受けて上昇率が鈍化したほか、生産者物価指数（PPI）も前年比▲5.9%と 43 ヶ月連続の下落となっている（図表 3）。少なくとも今後数ヶ月間は物価下落が続くものと予想される。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

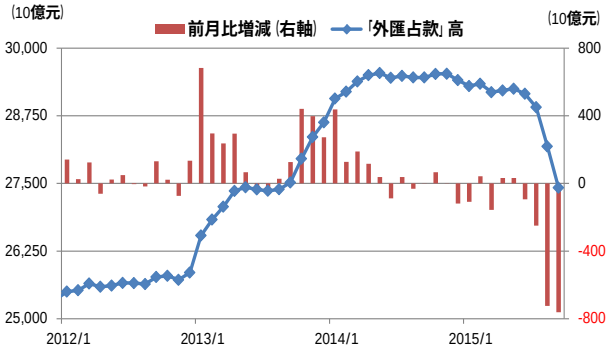
ひと頃に比べ、中国経済の減速に対する過度な悲観的見方はやや一服してきている。目先は、10 月 26 日から開催されている「五中全会」に注目が集まっている。ここで、国民経済・社会発展第 13 次五カ年計画（2016 年～2020 年）で打ち出される成長率の目標設定や政策対応などの内容が注目される。

金融政策：現状と見通し

前述したように、財政政策が景気下支えするほか、中国人民銀行（中国の中央銀行）は断続的な金融緩和を実施してきた。具体的には、14 月 11 月、15 年 3 月、5 月、6 月、8 月に利下げ（1 年物貸出基準金利は 6%⇒4.6%）を実施したほか、15 年 2 月、4 月、9 月には預金準備率の引き下げ（大手銀行の預金準備率は 20%⇒18%）も行った。

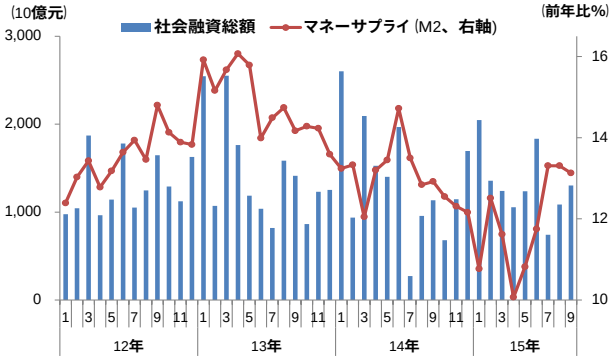
これらの断続的な追加金融緩和を考えてみると、景気を強力に刺激するというよりは、流動性を供給する目的があったと見られる。中国の金融機関（主に中国人民銀行）による外貨純買入れ額（外匯占款）は 14 年半ばから緩やかに減少し始め、15 年 7～9 月に急激な減少を記録した（図表 4）。外貨買入の減少は、国内流動性の減少をもたらし、預金準備率の引き下げにつながった。最近の外貨買入額

図表4. 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9月、「外匯占款」とは、中国人民銀行を中心とする金融機関が外貨を買入れて相応の人民元を放出して積み上がった外国為替資金残高である。

図表5. 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

が大きく減少した背景には、米国の利上げ観測が高まったことを受けて人民元安圧力が増大したため、当局が人民元買い・ドル売りの介入を実施したことが挙げられる。

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ほか、社会融資総額もやや持ち直しの動きも見られる（図表 5）。このように、預金準備率の引き下げによる流動性の緩和、利下げによる不動産販売市場の持ち直しや企業の資金調達コストの軽減などを通じて、景気下振れリスクは軽減している。

ただし、これらはいずれも小刻みだったことに加え、鉄鋼などの過剰生産能力が存在し、伝統的産業の資金ニーズが弱く、投資への誘発効果は以前より弱まっていることは否めない。

足元では、10 月 1 日に預貸比率 75%の上限が撤廃されたほか、10 月 10 日に中国人民銀行が山東省と広東省で試験的に行った「貸出担保再融資」を上海や北京など 9 省市に導入する内容も発表した。「貸出担保再融資」とは、商業銀行が自身の正常な貸出資産を担保に中央銀行から資金を借り入れることができるものである。これらについて事実上の金融緩和との受け止め方もある。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

さらに、中国人民銀行は 10 月 23 日に追加緩和（政策金利と預金準備率の引き下げ）を発表した。その背景には、8～9 月において中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、前述し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）が挙げられる。

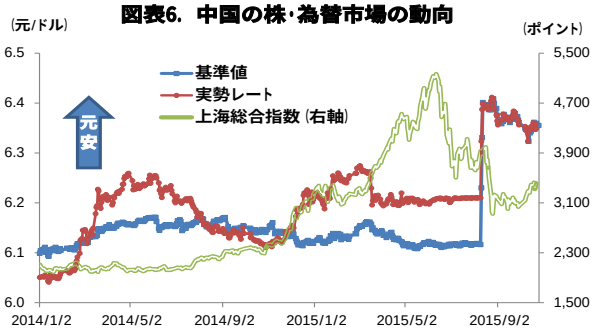
なお、23 日の追加緩和では、政策金利と預金準備率が引き下げられたほか、市中銀行の預金金利の上限規制が撤廃されることも発表された。貸出金利は既に自由化しており、今回の預金金利の上限撤廃を受けて、銀行の裁量で自由に金利水準を決めることができるようになる。

金融政策の先行きについては、当面は現状維持の可能性が高いと見られる。ただし、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、預金準備率をさらに引き下げる必要が出てくる。また、中国政府は地方政府に 3 兆元の借換え債発行を承認したなか、銀行が最大の引き受け先として想定されることも、預金準備率を一層引き下げる要因となる。

金融市場：現状と見通し

中国の代表的な株価指標である上海総合指数は 15 年 3 月から急ピッチに上昇したが、6 月 12 日の 5,178 ポイントをピークに急落に転じた。続く 8 月中旬には人民元の切り下げが行われるなど、金融市場の波乱が生じた。中国政府は株価の底割れを防ぐため、中国証券金融会社などを使った株価維持策（PKO）に加え、証券や保険会社などへの株式購入促進策や、大株主などへの売却禁止措置などのなりふり構わぬ対策を実施した。これらを受

図表6. 中国の株・為替市場の動向



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成、直近は2015年10月23日。

けて中国の代表的株価指数である上海総合指数は 3,000 ポイント付近で持ちこたえており、やや落ち着きを取り戻している（図表 6）。

当面は経済政策への期待があるほか、中国経済への懸念も幾分和らいだこともあり、株価は底打ち傾向が継続すると予想する。ただし、米国の利上げ観測を背景に中国からの資金流出に対する懸念が株価抑制に働く可能性があり、目先は上値の重い動きも見られるだろう。

為替については、14 年後半から資本流出傾向が強まり、人民元安圧力が高まるようになった。その結果、人民元対ドルの実勢レートは変動幅の下限（対基準値＋2%）に近い元安水準で推移するようになった。この状態を解消するため、中国人民銀行は 8 月 11 日に基準値を切り下げたため、実勢レートは 13 日にかけて 10 日比で約 5%の下落となった。それに加えて株式市場の変動や景気減速懸念などを背景にさらなる元安期待が進んだ。そのため、同行は人民元買いドル売りの為替介入により人民元レートの安定を図っている。この介入を受けて人民元安圧力は軽減されている（図表 6）。

先行きは、景気が下げ止まる可能性が高い上、そもそも中国政府には人民元の大幅な切り下げによる輸出下支えの思惑もなく、さらに株式市場が安定化などの下支えもあり、人民元高傾向が再び強まると見ている。（15.10.26 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます