

## ひとまず安定化に向かう中国経済

### ～懸念される人民元安・資本流出の加速～

王 雷軒

#### 要旨

これまでの経済対策を受けて、中国経済は安定化に向かいつつあると見られる。しかし、輸出の不振や鉱工業生産の低迷が依然景気の足かせとなっているため、景気が大きく好転する可能性は低い。短期的なリスク要因として人民元安・資本流出に注意が必要だ。

#### 景気は安定化に向かいつつある

景気減速を食い止めるため、政府は断続的な金融緩和に加え、15年後半には財政支出を大幅に拡大させた。これらの経済対策を受けて、景気はようやく安定化に向かいつつある。図表1に示したように、消費の底堅さが続いているほか、財政支出の拡大などを受けて固定資産投資も上向いてきた。

とはいえ、輸出は依然鈍化が続いているほか、鉱工業生産も市場予想をやや上回ったものの、低迷の状況は変わらず、景気が好転したわけではない。

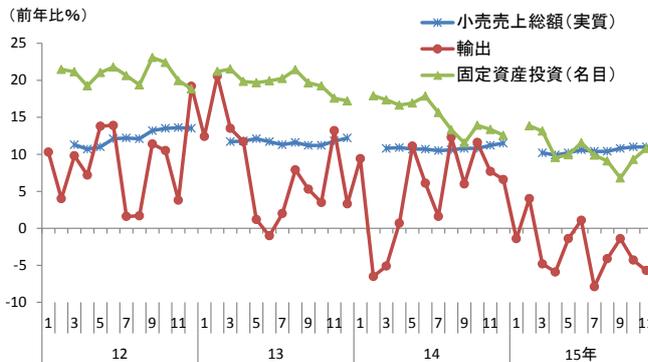
先行きについては、これまでの金融・財政政策による景気押し上げ効果が顕在化しつつあることから、10～12月期は小幅ながら成長率が高まり、7%台前半に戻る可能性がある。1～9月期の成長がすで

に6.9%に達しているため、15年通年で7%成長は達成できると予想する。16年については、今後も安定成長に向けた積極財政と金融緩和の動きを強めると見られるものの、輸出の不振や鉱工業生産の低迷といった下振れリスクが引続き存在すると思われるため、6%台後半の成長に減速するだろう。

このように、景気安定化の動きが見られるものの、原油など資源価格の大幅下落などを背景に、物価の鈍化状態が続いている。11月の消費者物価指数(CPI)は前年比1.5%と先月から上昇率がやや拡大したものの、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)もエネルギー価格の大幅下落に加え、過剰生産能力の調整の遅れもあり、前年比▲5.9%と45ヶ月連続の下落となっている。

目先は、12月中旬に開催される予定の「中央経済工作会議」に注目が集まっている。ここで、16年の財政・金融政策などが決定されるが、積極的財政および穏健(やや緩和気味)な金融政策は継続する可能性が高いと見られる。積極的財政については、法人税の実効税率の引下げや、財政赤字比率の拡大が決定されるかどうか

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。

かなどの内容が注目される。

### 懸念される元安・資本流出の加速

前述のように、景気が安定化に向かいつつあると見られるが、様々な景気下押しリスク要因も抱えている。短期的に懸念されるのは、人民元安・資本流出の加速である。11月に入ってから、人民元のSDRバスケットへの採用を控え、中国人民銀行が大規模なドル売り介入を行ったにもかかわらず、米利上げ観測を背景に人民元安が進行した。さらに人民元のSDR採用が決定された後、当局が介入を取りやめるとの観測から、急激な人民元安となっている（図表2）。

このような急落に対して、市場では、輸出不振が続いたことを受けて、当局がドル売り介入の規模を縮小し、人民元安を誘導する思惑があるとの見方が浮上した。特に、12月11日に中国外貨交易中心（CFETS）が新たな人民元指数を発表したことから、市場では当局は人民元安を容認したと受け止めた。

しかし、実際は当局が資本流出の加速を危惧しており、人民元の対ドルの大幅な下落圧力を弱めるため、新指数の発表を行ったと見られる。資本流出の要因は、

図表3. 金融機関の外貨保有残高の推移



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成、（注）直近は2015年11月。

図表2. 人民元対米ドルレートの動向



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成、直近は2015年12月15日。

米国の利上げ観測が主因であるが、中国国内の要因も挙げられる。中国経済への過度な懸念は一巡したものの、景気先行きの不透明感が依然残るため、人民元安圧力は強い。

これに加え、中国経済が高成長から中成長に向かうなか、人民元預金金利の引下げや国債利回りの低下などによる人民元建て資産の収益率も低下（内外金利差縮小）してきた。先行きも追加金融緩和期待もあることから、従来の人民元高期待は大きく変化した。資本の自由な移動が制限されているにもかかわらず、これまで偽装貿易などを利用して中国に流入してきたホットマネーは引き上げられつつある。

その結果、中国の金融機関（主に中国人民銀行）による外貨保有残高（外匯占款）は14年半ばから緩やかに減少し始め、15年7～9月期に急激な減少を記録した（図表3）。10月に少額ながら資本純流入となったが、11月には再び純流出に転じたことが見て取れる（図表3）。

人民元安は中国の輸出を押し上げるメリットがあるが、過度に進行すると、資本流出を加速させてしまうため、中国国内の投資活動に支障を来すデメリットも持つ。当局は難しい舵取りを迫られている。（15. 12. 16 現在）