

2015年12月18日 全11頁

# 中国：波乱の1年の終わりに

## 中国悲観論が台頭するのは何故か？

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

### [要約]

- 中国の景気が数字以上に悪く感じられるのは何故であろうか？大きな要因の一つは株価急騰・暴落に対する政策対応の拙さ、さらには、人民元の対米ドル中間レートの算出方法の変更にまつわる当局の説明不足やその後の人民元買い支えに伴う外貨準備の「浪費」などが、中国経済もしくは政府の政策遂行能力への様々な思惑や疑心暗鬼を生み、中国悲観論が台頭したことではないかと考えている。
- 今後、中国の政策対応が早急に洗練されていくとは考え難く、折に触れて「中国ショック」が特にマーケットの波乱要因になるリスクは残り続けよう。しかし、同時にそれが単なる思惑や疑心暗鬼ではなく、本当に中国経済の変調（失速）を意味しているのかを冷静に吟味する必要性も高まっているのではないかと。住宅市場テコ入れや地方政府関連債務の地方債への置き換え、乗用車販売刺激策など、中国政府が繰り出した政策は効いている。少なくともマクロ経済に対する中国政府のコントロール能力は失われていない。
- 2015年12月14日に開催された中国共産党中央政治局会議は、2016年の経済運営を議論し、①イノベーション駆動戦略の深化、②企業の優勝劣敗の積極的で適切な推進、③企業のコスト低減の支援、④不動産過剰在庫の解消、⑤有効供給の拡大、などの重要性を指摘した。
- 2016年の経済運営で特に注目されるのは、④の不動産過剰在庫の解消であろう。政治局会議では、農民工（農村からの出稼ぎ労働者）の市民化など「新しい市民」のニーズを満たすことを出発点とする住宅制度改革を推進するとしている。これまで住宅購入層として蚊帳の外に置かれていた農民工が住宅購入支援策の対象となることは、実需増加の面でも注目されよう。住宅の在庫調整が地方都市でも進展すれば、大都市で先行するであろう不動産開発投資の回復に力強さが増していくことが期待される。不動産開発投資は、鉄鋼、セメントなど裾野産業も広く、その反転は景気持ち直しをサポートしよう。

## 中国悲観論が台頭するのは何故か？

2015年の中国の実質GDP成長率は前年比6.9%程度と、政府目標の7%前後を若干下回るとみている。2010年の同10.6%をピークに5年にわたり減速傾向が続いていることになる。ただし、2014年の同7.3%からの減速幅は限定的であり、2015年に入って景気が急速に悪化したわけではない。

とは言いながらも、中国の景気が数字以上に悪く感じられるのは何故であろうか？大きな要因の一つは株価急騰・暴落に対する政策対応の拙さ、さらには、人民元の対米ドル中間レートの算出方法の変更まつわる当局の説明不足やその後の人民元買い支えに伴う外貨準備の「浪費」などが、中国经济もしくは政府の政策遂行能力への様々な思惑や疑心暗鬼を生み、中国悲観論が台頭したことではないかと考えている。

株式市場にとって2015年はまさに波乱の年であった。信用取引や場外配资と呼ばれる資金融通会社を経由した高レバレッジの資金流入を背景に、上海総合株価指数は6月12日に5,166ポイント、年初来59.7%高を記録した。この間、中国共産党機関紙である人民日報が、4月21日付けで「4,000ポイントが強気相場のスタート」と題する論説を掲載するなど、株式投資・投機を煽ったこともある。しかし、相場がバブル的な様相を呈したのを警戒した証券当局はこうした資金流入を厳しく抑制し、市場は一転して売りが売りを呼ぶ展開となった。指数は8月26日に2,927ポイント、年初来9.5%安(高値比43.3%)へ急落した。

中国政府は株価暴落に手をこまねいていたわけではない。6月下旬以降は、追加金融緩和や、証券会社・機関投資家・政府系機関・国有企業による株式購入など株価維持策を矢継ぎ早に発表したほか、①「悪意」のある空売りを禁止し、違反者に対して公安部が捜査を実施、②一時全上場会社の半分以上が株価急落回避を目的に取引を停止、といった「なりふり構わない」株価対策を打ち出した。特に、②は異常な事態であり、売ることも買うこともできないというのは、流動性の喪失を意味し、投資家の意向やマーケット機能を完全に無視したやり方であった。

### 上海総合株価指数の推移（単位：ポイント）



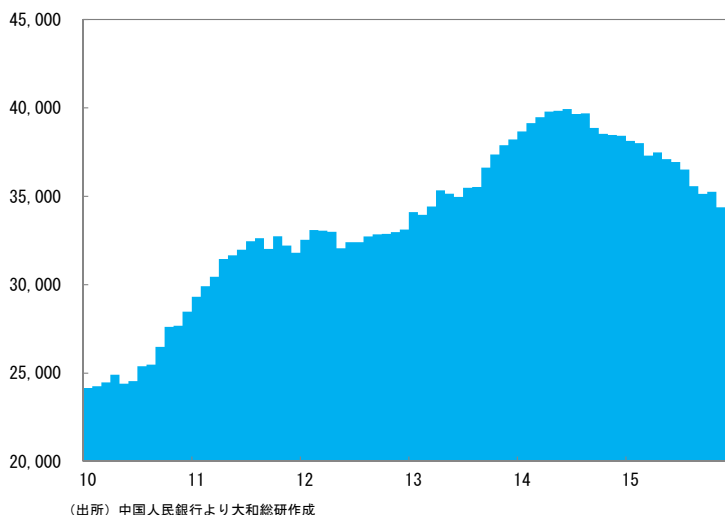
日本でも中国国内株を組み入れた投資信託の購入・解約停止が相次ぐなど、直接的な影響が出た。それでも8月下旬まで株価が下げ止まらなかったのは既述の通りである。

中国政府は資産価格上昇をテコとした消費主導の景気回復を狙い株価を上げようとしたら相場が過熱し、それを抑制しようとしたら今度は株価が暴落、相場を下支えしようとしてもそれが効かなかった、という具合に、政策対応の稚拙さが露呈したのである。こうしたなかで、株価対策のみならず「これまでの景気下支え策さえも効かないのではないか」との懸念が高まり、日本株が急落するなど世界の株式市場が大きく動揺した。

次に、中国人民銀行（中央銀行）が8月11日に、人民元の対米ドル中間レートの算出方法の変更を発表したのは、人民元のSDR採用を巡り国際通貨基金（IMF）が問題視していたマーケットレートと中間レートの乖離を是正することが目的であった。しかし、これは少なくとも当時、広く認識されていたわけではなかった。このため、中国政府が輸出テコ入れのため人民元安誘導に踏み切り、通貨安戦争が始まるといった疑心暗鬼が生まれ、アジアの新興国通貨が対米ドルで大きく下落した。さらに、元安誘導をせざるを得ないほど中国の景気は悪化しているとの思惑から日本株が大幅安になるなど、これもまた世界の為替・株式市場の動揺を招いたのである。

8月11日の人民元の対米ドル中間レートは1米ドル=6.2298元と発表され、10日の中間レート6.1162元からは1.9%の元安となった。8月13日は1米ドル=6.4010元で、3日間累計の下げ幅は4.7%に達した。こうしたなか、8月13日に開催された中国人民銀行による記者会見では、「従来、人民元の中間レートと市場レートには3%程度の乖離があった」とし、「この乖離の是正は既に基本的に完了した」とされた。景気減速などを背景に元安に振れようとする為替市場に対して、「当面はこれ以上の人民元安は望まない」と宣言したに等しい中国人民銀行は、「元買い（ドル売り）介入」でこれに対応せざるを得なかった。中国の外貨準備は2014年6月末の3兆9,932億米ドルをピークに減少傾向にあるが、2015年8月は過去最大となる939億米ドル

#### 中国の外貨準備の推移（単位：億米ドル）



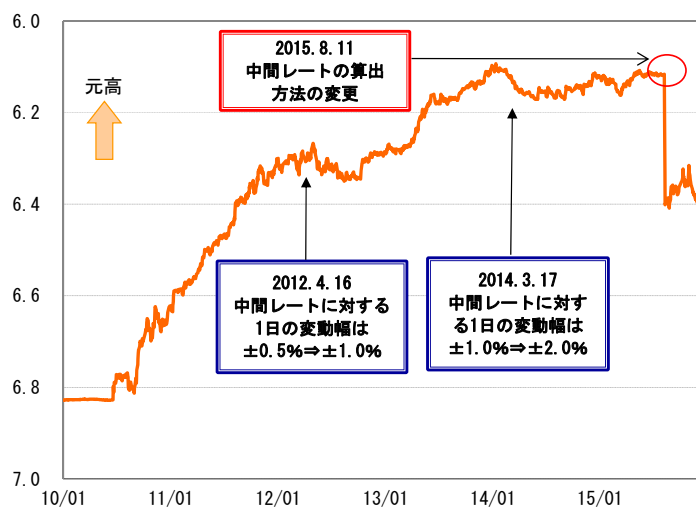
の減少を記録し、8月～11月の4ヵ月では2,130億米ドルの減少となった。この間貿易黒字が大きく増加していたことを考えると、為替市場で相当大規模な元買い・ドル売り介入が実施されたとみられる。元安阻止のコストは極めて大きいと言わざるを得ない。

IMFは2015年11月30日に、SDR(特別引出権)に人民元を採用することを正式に決定し、2016年10月1日以降はSDR構成通貨に人民元が加わり、構成比は米ドル41.73%、ユーロ30.93%、人民元10.92%、円8.33%、ポンド8.07%となることになった。

足元で元安が再び進展している。12月18日の対米ドル中間レートは1米ドル=6.4814元となり4年6ヵ月ぶりの元安となった。算出方法変更前の8月10日の6.1162元からは6.0%の元安である。これが、当局が為替介入を減らした結果であれば、高く評価されよう。中国では景気テコ入れのための金融緩和が続く一方で、米国は利上げ局面に入った。元安(ドル高)圧力が高まる可能性があるなか、それを通貨当局が元買い(ドル売り)介入で阻止しようとするればするほど、外貨準備は減り、さらなる元安観測や資本逃避懸念が高まるというスパイラルに陥る可能性が否定できなくなる。人民元暴落シナリオである。通貨当局が為替介入を減らした結果、元安となっているのであれば、外貨準備の「浪費」は抑えられ、こうしたリスクシナリオ発生の可能性を低めることができるのである。今後発表される外貨準備の増減は要注目であろう。

このように中国の景気が数字以上に悪く感じられ、中国悲観論が台頭したのは、政策対応の拙さや説明不足(不透明性)などに起因する「中国ショック」によるところが大きかったのではないか。今後、中国の政策対応が早急に洗練されていくとは考え難く、折に触れて「中国ショック」が特にマーケットの波乱要因になるリスクは残り続けるとみている。しかし、同時にそれが単なる思惑や疑心暗鬼ではなく、本当に中国経済の変調(失速)を意味しているのかを冷静に吟味する必要性も高まっているのではないか。少なくとも2015年の景気は緩やかな減速にとどまった。

#### 人民元の対米ドルレートの推移(単位:元)



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

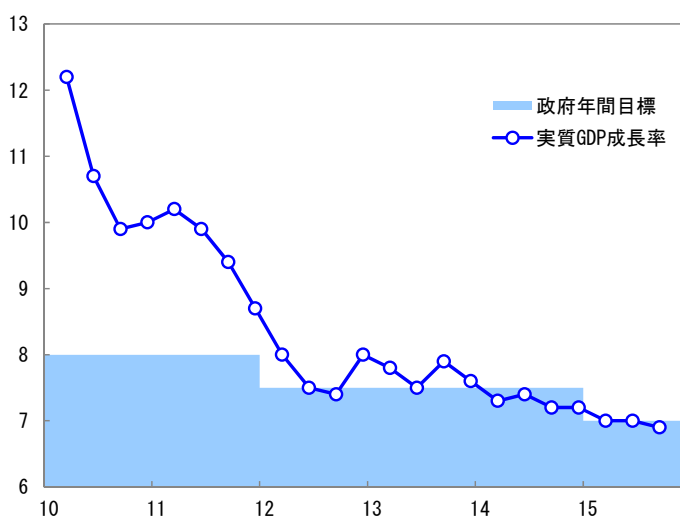
## 下支え策の奏功で景気下げ止まりの兆しも

「ニューノーマル（新常态）」を掲げる中国政府にとって、成長率低下は想定内のはずであるが、景気が下げ止まらず、政府目標の達成ができなくなっていることには危機感を持っているよう。2014年は政府目標「7.5%前後」に対して実績は7.3%、2015年は同様に「7.0%前後」に対して1月～9月期は6.9%だった。「前後」に注目すれば許容範囲内との見方は可能だが、政府目標そのものが強く意識されていることに変わりはない。このため、2015年春以降は①二重ローンや短期売買の容認など投機を助長しかねない住宅市場テコ入れ策の発動、②2015年に返済期限を迎える地方政府関連債務を中心に3.2兆元分を中長期・低金利の地方債に置き換え、など中国経済が抱える問題を先送りにしてでも景気を下げ止めようとする政策が打ち出された。

政策はある程度奏功している。特に、住宅販売金額は、2014年は前年比7.8%減、2015年1月～2月は前年同期比16.7%減と不振であったが、その後は大きく回復し、1月～11月は同18.0%増となった。10月の全国70都市新築住宅価格は同0.1%上昇と、14ヵ月ぶりにプラスに転じ、11月は同0.9%上昇となった。

2014年末の地方政府債務・偶発債務残高は24兆元と発表され、2013年6月末の17.9兆元からは34.1%もの増加となった。地方債に置き換えられる3.2兆元は、2015年の返済分にほぼ等しいとされる。銀行貸出は年7%～9%程度、シャドーバンキング経由であればそれ以上の金利負担であったが、地方債の発行利回りの上限は国債利回り（12月16日時点で1年物は2.40%、10年物は3.00%）の1.3倍に規制され、1年物貸出基準金利である4.35%よりも低く抑えられる。金利負担は以前の1/2～1/3程度となるプロジェクトも多い<sup>1</sup>。

### 実質 GDP 成長率(四半期)と政府年間目標の推移 (%)



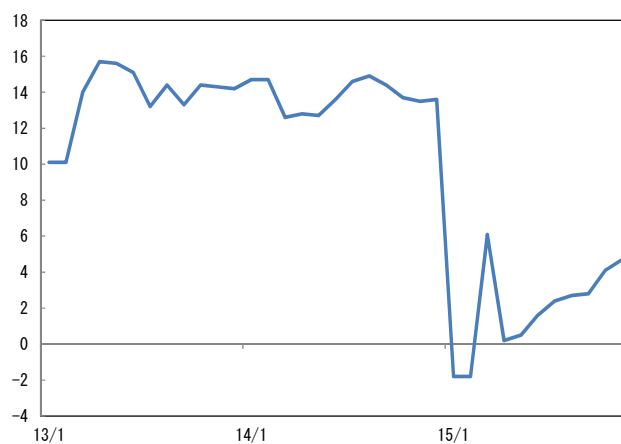
(出所) 国家統計局、各年の政府活動報告により大和総研作成

<sup>1</sup> 地方債の多くは政府の影響下にある銀行が保有している。

2015年の返済が猶予され、金利負担も大幅に削減されたことで、地方政府の資金繰りがある程度改善し、新たな投資プロジェクトも動き出している。固定資産投資の先行指標となる、新規着工プロジェクトの総投資計画額は、1月～11月は前年同期比5.6%増と、1月～4月(同0.2%増)を直近のボトムに緩やかに回復している。5月以降のインフラ投資プロジェクトの認可加速や、生産低迷に喘ぐ重工業分野が集積する東北三省(遼寧省、黒竜江省、吉林省)における第13次5ヵ年計画(2016年～2020年)の前倒し執行などの政策を債務の地方債への置き換えが資金面でサポートしているのであろう。

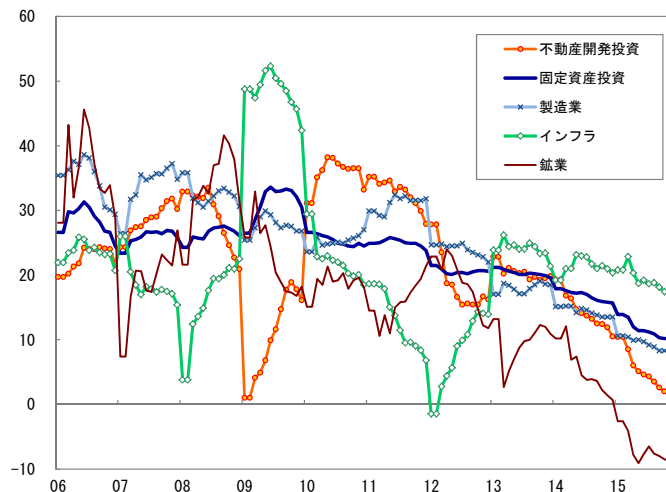
減速が続いていた固定資産投資には、下げ止まりの兆しが見える。1月～11月の固定資産投資は前年同期比10.2%増と、1月～10月と変わらずであった。住宅販売の好調を受けて底打ちも期待された不動産開発投資は、1月～10月の同2.0%増⇒1月～11月は同1.3%増と減速が続いた一方で、全体の1/3を占める製造業投資は同8.3%増⇒同8.4%増へ、同様に1/4を占めるインフラ投資は同17.4%増⇒同18.1%増と伸びはやや加速している。

#### 新規着工総投資計画額(1月からの累積の前年同期比)の推移(単位:%)



(出所) 国家統計局より大和総研作成

#### 固定資産投資(1月からの累積の前年同期比、%)



(出所) 国家統計局より大和総研作成

消費は堅調である。1月～11月の実質小売売上は前年同期比10.6%増だった。特に、9月は前年同月比10.8%増、10月、11月は同11.0%増と伸びは高まっている。特に、乗用車販売が好調であり、10月は同13.3%増、11月は23.7%増を記録した。鉱工業生産は10月の同5.6%増から、11月は同6.2%増へ改善し、うち0.4%ポイント分は自動車生産増加の寄与である。

この背景には、中国政府が2015年10月1日～2016年12月31日の期間限定で、市場シェアの65%を占める排気量1.6L以下の乗用車の車両購入税を車両価格の10%から5%へ半減し、購入意欲が刺激されたことがある。

もちろん、こうした政策は「需要の先食い」にすぎないとの批判はあろう。2008年のリーマン・ショック後の景気低迷への対応として、中国政府は既に始まっていた「家電下乡」（農民に補助金を支給して家電普及を促進）の品目を拡大し、家電や自動車の「以旧換新」、「省エネ製品販売促進キャンペーン」などの補助金政策を開始するなどの消費刺激策を講じた。監督官庁である商務部へのヒアリングでは、「効果は大きかったが、需要の先食いによる反動減の影響も大きかった」と総括していた。

にもかかわらず今回の車両購入税の半減措置が打ち出されたのは、裾野産業が広く、消費への影響も大きい乗用車生産・販売をテコ入れしなければ、経済成長率が大きく下振れしかねないとの危機感の表れであろう。しかし、その一方でこうした政策に素直に反応する消費者が存在することは中国の強みである。

住宅市場テコ入れ策にしる、地方政府関連債務の地方債への置き換えにしる、乗用車販売刺激策にしる、中国政府が繰り出した政策は効いている。前章で触れた「中国政府はマクロ経済へのコントロール能力を失っているのではないか」との懸念は杞憂である。

#### 中国の自動車販売と乗用車販売（単位：万台、%）

	自動車販売台数 万台	前年比 %	乗用車販売台数 万台	前年比 %
2006	718.4	24.8	514.9	29.6
2007	878.5	22.3	629.8	22.3
2008	936.3	6.6	674.7	7.1
2009	1,362.2	45.5	1,031.5	52.9
2010	1,804.2	32.5	1,374.9	33.3
2011	1,853.3	2.7	1,449.8	5.4
2012	1,930.3	4.2	1,549.4	6.9
2013	2,199.3	13.9	1,792.8	15.7
2014	2,348.9	6.8	1,970.0	9.9
2015.1-3	615.3	3.9	530.5	9.0
2015.4	199.5	-0.5	166.9	3.7
2015.5	190.4	-0.4	160.9	1.2
2015.6	180.3	-2.3	151.1	-3.4
2015.7	150.3	-7.1	126.9	-6.6
2015.8	166.4	-3.0	141.8	-3.4
2015.9	202.5	2.1	175.1	3.3
2015.10	222.2	11.8	193.7	13.3
2015.11	250.9	20.0	219.7	23.7

（注）自動車は乗用車にトラックなど商用車を加えたもの  
（出所）中国汽車工業協会より大和総研作成

## 2016 年の注目点

2016 年 3 月の全国人民代表大会（全人代）では、2016 年の政府成長率目標は 2015 年と同じ 7.0%前後に設定される可能性が高い。足元の成長率が 7%割れとなる中、容認できる下振れ余地は限定的であり、追加金融緩和やある程度の財政政策などの景気下支え策が強化されるとみている。2016 年の中国経済は大きな景気下振れは回避されよう。大和総研は 2016 年の実質 GDP 成長率を 6.8%と予想している。

2015 年 12 月 14 日に開催された中国共産党中央政治局会議は、第 13 次 5 ヶ年計画のスタートの年となる 2016 年の経済運営を議論し、①イノベーション駆動戦略の深化、②企業の優勝劣敗の積極的で適切な推進、③企業のコスト低減の支援（税金・費用負担、社会保険料、財務コスト、電力料金、物流コストなどの低減）、④不動産過剰在庫の解消、⑤有効供給の拡大、⑥金融リスクの防止、⑦改革・開放の深化（特に、国有企業改革、財政・税制改革、金融改革、社会保障改革）、⑧民生改善、⑨一帯一路（海と陸のシルクロード構想）建設の推進、⑩国内投資環境の改善（外資企業の合法的権益の保護、知的財産権の保護）、の重要性を指摘した。

第 13 次 5 ヶ年計画の 5 つの発展理念<sup>2</sup>の筆頭に掲げられた「イノベーション」に加え、2016 年の経済運営で特に注目されるのは、④の不動産過剰在庫の解消であろう。

上海易居房地產（不動産）研究院によると、2015 年 9 月の住宅在庫は月間販売の 12.8 ヶ月分と適正水準とされる 10 ヶ月分を上回っている。1 級都市と言われる大都市（北京、上海、広州、深圳）は 10 ヶ月分と適正水準まで下がったが、3 級都市（地方都市）は 19.5 ヶ月分と在庫の圧縮は進んでいないのが現状である。政治局会議では、農民工（農村からの出稼ぎ労働者）の市民化など「新しい市民」のニーズを満たすことを出発点とする住宅制度改革を推進するとしている。具体策は提示されていないが、現地報道では、住宅ローン減税の実施や国家住宅銀行の設立などが取り沙汰されている。これまで住宅購入層として蚊帳の外に置かれていた農民工が住宅購入支援策の対象となることは、実需増加の面でも注目されよう。

ちなみに、⑤の有効「供給」とは聞きなれない言葉であるが、これは、11 月以降、突如としてキーワード化した「サプライサイド改革」に由来する。爆買いに代表されるように中国の消費者の需要はますます高度化する一方で、供給側がそれに応えることができていないのが問題であり、改革の重点を供給側に置くべきだ、という意味合いである。規制緩和や減税などで起業とイノベーションを促進し、「インターネット+（プラス）」<sup>3</sup>や「中国製造 2025」（製造業のアップグレード）を推進する一方で、企業の優勝劣敗や過剰生産能力の削減を進めるという<sup>4</sup>。

<sup>2</sup> 2015 年 10 月に開催された中国共産党第 18 期中央委員会第 5 回全体会議（五中全会）では、第 13 次 5 ヶ年計画の発展理念として、イノベーション、協調、グリーン、開放、共有（成果を人々が分かち合う）、の 5 つを提示した。イノベーションが筆頭とされたのは、労働コストの上昇などで労働集約的産業が衰退する一方で、それに代わる新たな牽引役の台頭が遅れていることが、景気減速が続く要因の一つとの判断がある。

<sup>3</sup> インターネット+（プラス）とは、ネット販売はインターネット+小売業、ネット金融はインターネット+金融という具合に、既存産業とインターネットの融合により、新たなビジネス分野を開拓することを指す。

<sup>4</sup> 12 月 9 日に開催された國務院常務会議では、国家のエネルギー消費・環境保護・品質・安全基準を満たさないか、3 年以上赤字が続く生産能力過剰業種の企業（いわゆるゾンビ企業）について、資産再編・財産権譲渡・転業・閉鎖破産などの方法によって処分し、2017 年末までに企業の赤字額の著しい減少を目指すとした。



ただし、こうしてみると、「サプライサイド改革」は以前から言われていることとあまり変わり映えがしない気がする。

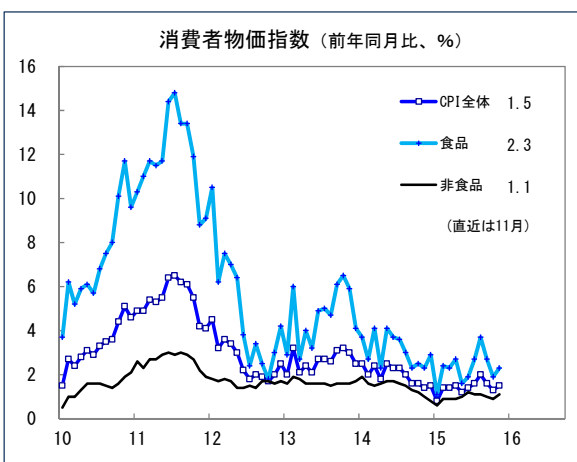
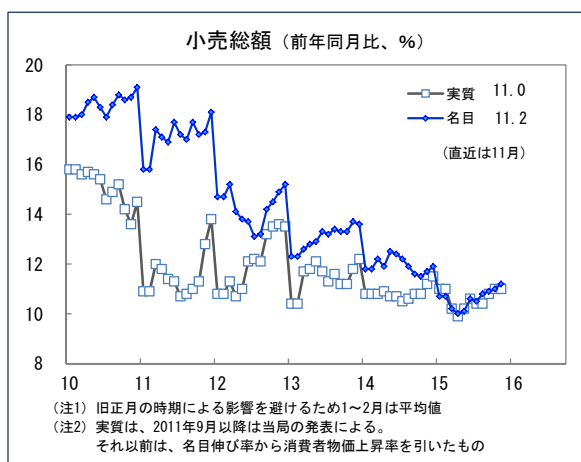
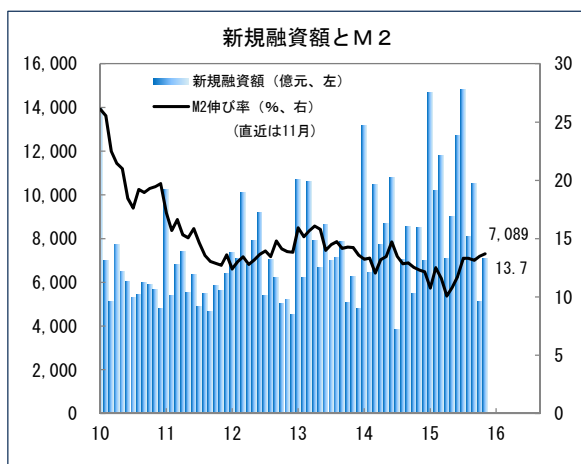
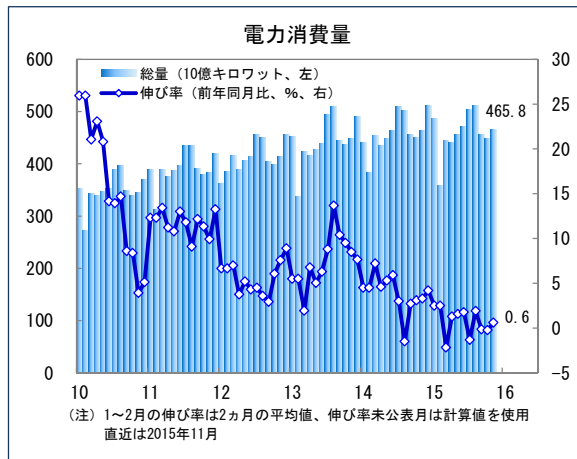
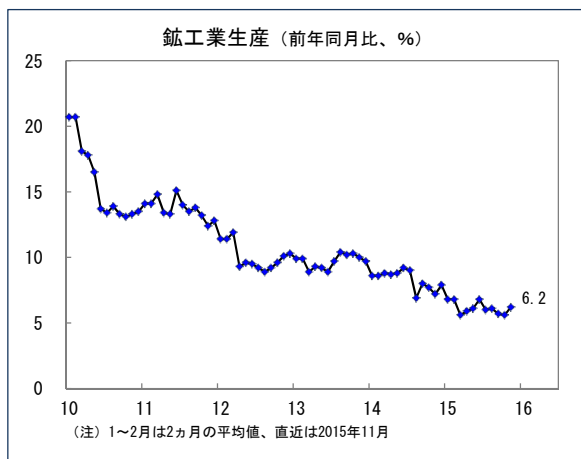
やはり、2016年の最大のポイントは過剰住宅在庫の行方である。これが地方都市でもある程度進展すれば、大都市で先行するであろう不動産開発投資の回復に力強さが増していくことが期待される。不動産開発投資は、鉄鋼、セメントなど裾野産業も広く、その反転は景気持ち直しをサポートしよう。

### 主要経済指標一覧

	2015年6月	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	7.0	-	-	6.9	-	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.8	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2
電力消費量（前年同月比、%）	1.8	-1.3	1.9	-0.2	-0.2	0.6
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-10.1	-10.2	-10.9	-11.4	-11.9	-11.4
固定資産投資（前年累計比、%）	11.4	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2
不動産開発投資（前年累計比、%）	4.6	4.3	3.5	2.6	2.0	1.3
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.6	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2
実質（前年同月比、%）	10.6	10.4	10.4	10.8	11.0	11.0
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.4	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5
食品（前年同月比、%）	1.9	2.7	3.7	2.7	1.9	2.3
非食品（前年同月比、%）	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-4.8	-5.4	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-5.6	-6.1	-6.6	-6.8	-6.9	-6.9
新規融資額（億元）	12,713	14,800	8,096	10,500	5,136	7,089
M2伸び率（%）	11.8	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7
輸出（前年同月比、%）	1.5	-9.1	-5.7	-3.8	-7.0	-6.8
輸入（前年同月比、%）	-7.0	-8.4	-13.8	-20.5	-18.8	-8.7
貿易収支（億米ドル）	465.4	430.2	602.4	603.4	616.4	541.0
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-1.1	1.0	3.0	4.7	6.5	7.7
上海（前年同月比、%）	0.3	3.1	5.6	8.3	10.9	13.1
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-15.8	-16.8	-16.8	-12.6	-13.9	-14.7
完工面積（前年累計比、%）	-13.8	-13.1	-14.6	-9.8	-4.2	-3.5
不動産販売 面積（前年累計比、%）	3.9	6.1	7.2	7.5	7.2	7.4
金額（前年累計比、%）	10.0	13.4	15.3	15.3	14.9	15.6

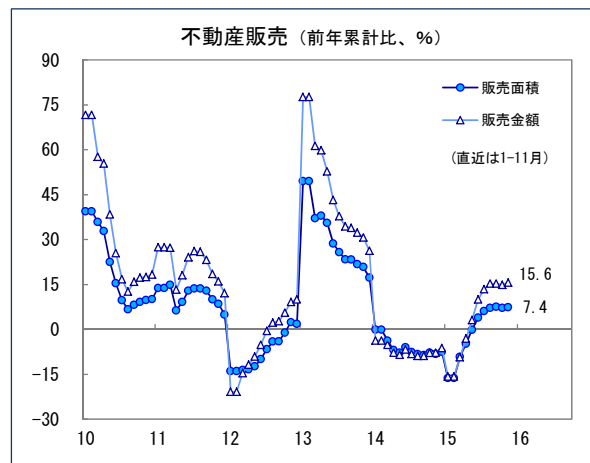
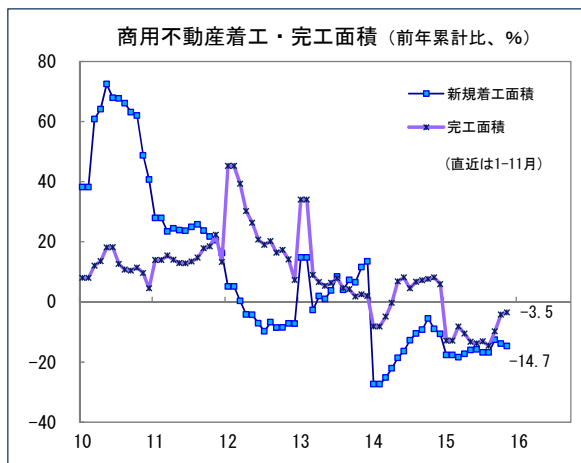
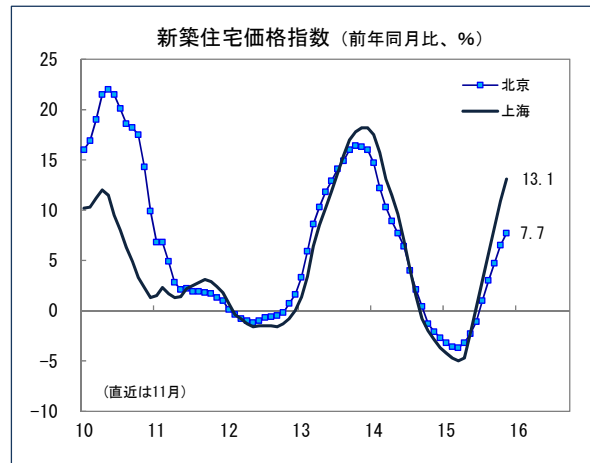
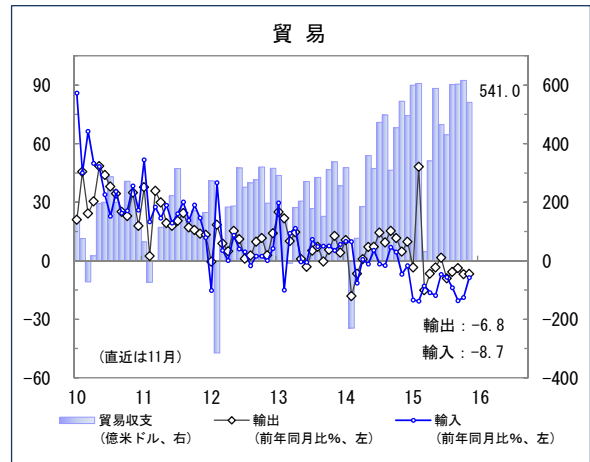
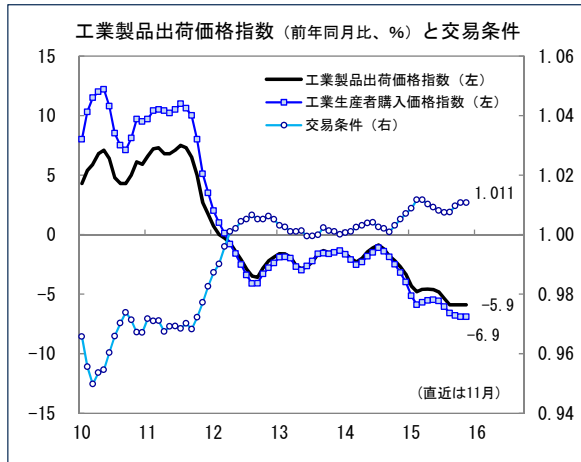
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成