

中国経済は窮地を脱したのか？

Topics

- ▶ 中国経済に回復の兆しがみられ始め、景気の安定化を見込む向きが強まっています。製造業の生産が回復している点と、中国当局による景気刺激策の公表が背景とみられます
- ▶ 筆者も短期的に中国経済が安定化するとの見方に同意しますが、投資効率の悪化や人口減少など中期的な不安要素は残っており、再び低成長に直面する可能性があると考えます。
- ▶ 中国人民銀行による金融緩和と、中央政府による財政拡大に余地が残っていると考えられます。人口減にともない、経済への下押し圧力が長期的に続くと思われる中、当局は一段の景気刺激を余儀なくされる見通しです。

エコノミスト 須賀田 進成

中国経済の安定化見通しが強まる

7-9月期以降、年内と来年の中国経済成長率について、市場のコンセンサスおよび国際機関による見通しの上方修正が相次いでいます。

夏場までは中国経済のバランスシート不況入りの可能性と、地方政府の隠れ債務問題が取りざたされ、今年の成長率については政府の成長目標である前年比+5%を割り込むとの見方もありました。来年に関しても4%台前半まで落ち込むとの見方が強まりました。しかし、その後、製造業の在庫調整が終了に向かい、生産が改善したことや、不動産の需要側のテコ入れ策が公表されたことなどを受けて、徐々に景気の回復を見込む見方が増えました。

10月下旬に行われた全人代常務委員会にて追加財政政策の決定を受け、市場コンセンサスや主要な国際機関は中国経済の成長見通しについて、上方修正しています（図表1）。

また、懸念されていた地方政府の債務問題についても、当局が借り換えによる債務負担の軽減に動いたことから、金融システムリスク発生への懸念が後退しています。

7月の中央政治局会議以降は、景気に配慮した経済政策の公表が相次いでおり、当局が景気支援に本腰を入れ始めたともみることができます（図表2）。

こうした政策の中で、重要な政策の変化は、追加財政と不動産開発業者への支援です。財政については、規模は小さいものの、異例の年内の追加財政が行われた点からは、当局の経済政策スタンスの変化がうかがえます。不動産開発業者に対する支援としては、資金調達的大幅緩和が挙げられます。銀行に対して民間部門への融資目標を設定した上、融資対象になる不動産開発業者をリストアップしているとの報道もあるなど、不動産デベロッパーに対する引き締めスタンスも大きく緩和されたと考えられます。

中国経済は窮地を脱したのか？

筆者も、生産の循環的な回復に加えて、当局の経済政策が景気支援方向に転換し、幅広く景気支援が行われている点から、中国景気は一旦底打ちしたと考えています。

しかし、この回復局面は2025年頃には終わり、再び低成長に直面する可能性があるとも考えています。

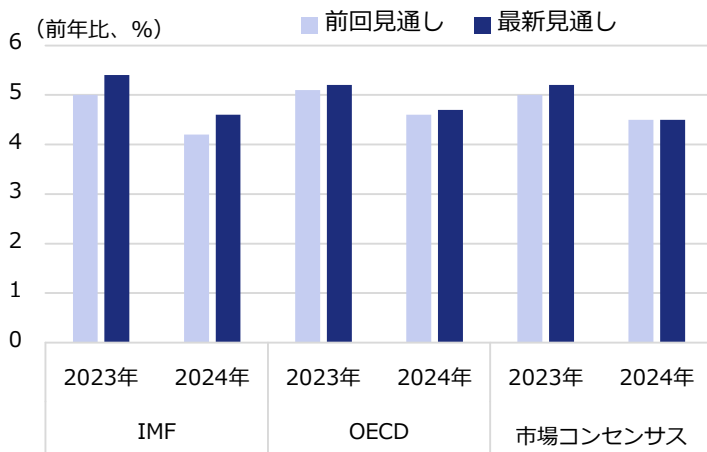
以下で、中国経済の先行きを考える上で、現行の主要な景気刺激策であるインフラ投資の投資効率悪化と、人口面での問題についてまとめ、中期的な低成長化の懸念が薄れたわけではない点を指摘します。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 市場と主要国際機関の中国経済見通し



注：前回見通しは、IMFが10月時点、OECDが9月時点、市場コンセンサスはブルームバーグ調査のうち見通しが最も悪化した9月時点を使用。最新見通しは、すべて11月時点。
出所：OECD、IMF、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 年後半の主要な経済政策

景気刺激	<ul style="list-style-type: none"> ・1兆元の追加財政決定。対象はインフラ投資。 ・都市部の不動産再開発計画を表明。1兆元規模とも報道される。
債務処理	<ul style="list-style-type: none"> ・地方政府債務リスク予防を表明。 ・地方政府債務の借り換えが拡大。
不動産政策	<ul style="list-style-type: none"> ・既存の住宅ローン金利と頭金比率を引き下げ。 ・2軒目購入時の規制を緩和。 ・デベロッパーの資金調達緩和。
金融政策	<ul style="list-style-type: none"> ・預金準備率を引き下げ。 ・短期市場向けと中期資金供給を拡大。 ・民間部門向けの融資目標を設定。

出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

インフラ投資の効果が薄れている

当局はインフラ投資による景気刺激に動いています。

しかし、GDPを1%押し上げるために必要な固定資本形成の増加分を示す限界資本係数は2010年代前半に比べて上昇しており、投資効率の悪化が起きています(図表3)。2010年代後半には、景気の下支えにインフラ投資が多用されたことが影響している可能性があります。

当局は1兆元の追加財政を決定し、報道では更に1兆元規模の都市部の不動産再開発計画を策定しているとされます。計2兆元(2022年の名目GDP比約1.6%)が来年までに支出される可能性があるものの、投資効率の悪化から、その効果は過去対比で小さい可能性があります。

来年から再来年にかけてはある程度景気は支えられるとみられるものの、その後は継続的に財政支援が行われな限り、再び低成長に直面する可能性が高いと考えます。

金融緩和余地があるのではないか

景気下支えの手法として、投資以外のもの、例えば家計向けの直接給付などが採られる可能性はあるものの、当面当局はインフラと不動産の再開発を続けると考えます。

しかし、固定資産投資による投資効率が悪化しているため、景気刺激効果を維持するには、財政規模を拡大し、支出を増やす必要があります。

中央政府に限って言えば、財政拡大余地があるとみられる一方、地方政府は隠れ債務を多く抱え、財政難に陥っています。広義の政府で財政余力を維持するには、地方政府の債務処理をある程度進める必要があるとみられます。来年以降は、地方政府による野放図な支出を抑え、財政の健全化を図りつつ、中央政府が財政支出を増やして景気を支える、というのが当局の財政政策方針になると筆者は考えています。

筆者は、この過程で、PBOC(中国人民銀行)による一段の金融緩和も必要になるとも考えます。地方政府債務の借り換えや財政支出に伴う国債の増発に対しては、PBOCは資金供給を増やすと見込みます。また、債務負担の軽減に向けて、利下げも視野に入ると考えられます。現状、中国の実質政策金利は高く、金融緩和余地が残っていると考えられます(図表5)。

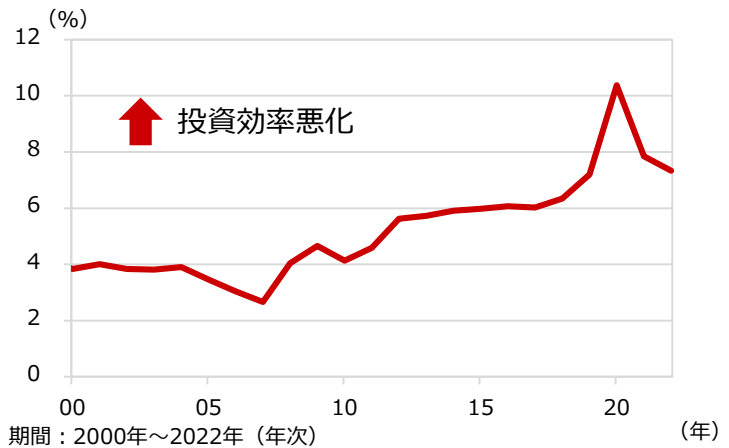
2028年以降は生産年齢人口減少が続く

中国の生産年齢人口(15-64歳)は、2016年頃に減少に転じています。国連による中位推計によれば、人口動態上、2024年から27年にかけて一時的に前年比で増加するものの、2028年以降は同年齢層の減少が続くと試算されます。

生産年齢人口の従属年齢人口(生産年齢以外の人口)比率は、人口ボーナス値として知られます。生産年齢人口の増加は労働力の増加を意味し、人口ボーナス値の上昇は経済の成長率を高めると考えられます。しかし、国連の人口推計を基に計算した中国の人口ボーナス値は、2028年以降は低下に転じることとなります(図表4)。従って、長期的にみれば、総人口の減少と少子高齢化が中国経済の成長率を押し下げると考えられます。

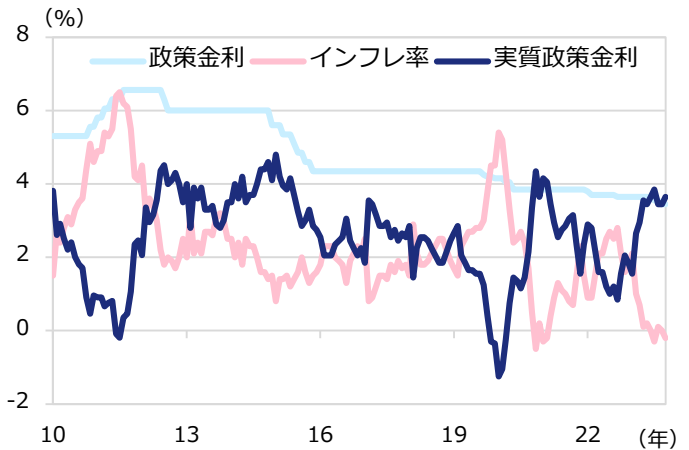
足元で中国経済は安定化に向かってはいるものの、それは一時的なもののみと考えられます。筆者は、人口減という長期的な経済への下押し圧力と、投資効率の悪化という環境下、当局が経済成長の維持に向けて、一段の金融緩和と財政政策の発動を余儀なくされると考えています。

図表3 中国の限界資本係数の推移



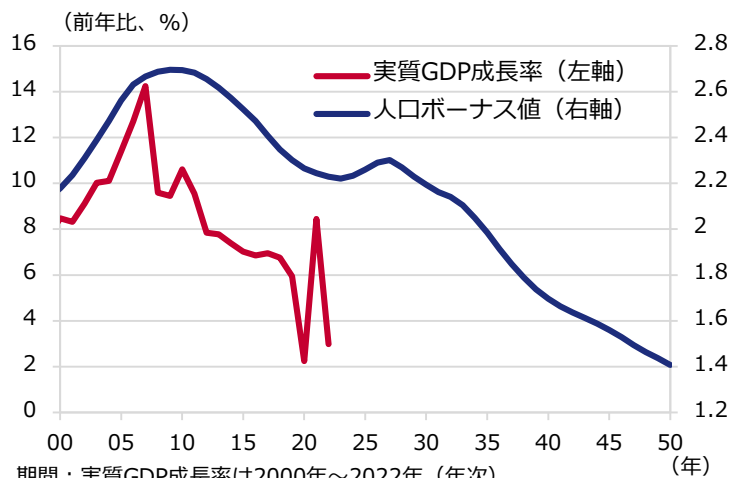
注: 本来は資本ストックの増減を用いるが、中国では公表されていないため、総資本形成の名目GDP比を、実質成長率で割り、簡易的に計算
2020年以降はコロナ禍によりGDP成長率が振れるため、成長率の2年平均値を用いた
出所: リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 中国の実質政策金利の推移



出所: リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 中国の実質GDP成長率と人口ボーナス値の推移



注: 人口ボーナス値の計算には国連「World Population Prospects 2022」を使用。2022年以降は中位推計値を利用して計算

出所: リフィニティブ、国連のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

【ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。】

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。