

中央経済工作会议で占う2016年の中国経済

～改革の方向性は正しいのか、今後は具体的な取り組みに注目～

発表日：2015年12月24日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

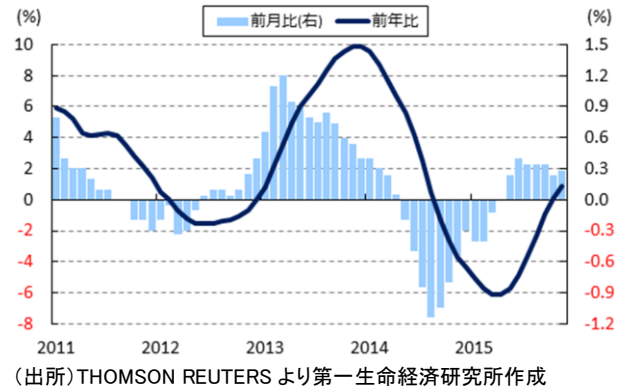
- 共産党と政府が来年の経済政策の方針を討議する中央経済工作会议が開催された。同会議では、政策の方向性として「積極的な財政政策」の強化と「穏健な金融政策」の一段の柔軟化を通じ、財政出動や金融緩和により景気下支えを図る一方、構造改革を前進させる方針が示された。同国経済が抱える様々な過剰問題や高コスト体質の改善に向け、党及び政府は構造改革や自由化などを進める姿勢を堅持したと言える。
- 足下の不動産を巡っては、昨年末以降の金融緩和により大都市部で回復が進む一方、地方では価格が下げ止まらない二極化が進んでいる。これは社会不安や地方政府の債務問題を通じて金融市場のリスクを増幅させる懸念があり、今後は金融の深化や自由化などを通じて事態打開を図ることが求められよう。
- 今回は新たな概念として「サプライサイド改革」の必要性が示された。生産年齢人口が減少局面に突入するなか、持続可能な経済成長を目指す意味でこの種の改革の実現の有用性は言を待たない。他方、性急な改革実現が景気の腰を折れば社会不安を増幅させる懸念もあり、実際は一進一退の展開が続くであろう。
- 穏健な金融政策の一段の柔軟化は、実質的な金融緩和を通じて景気下支えを図ることを意味する。他方、人民元改革をはじめとする金融改革は過剰債務の解消に不可欠であり、世界経済の安定にも重要である。今後はこれらの姿勢の前進に向けて、その具体策や取り組みの動向に注目が集まることになるだろう。

《持続可能な経済成長の実現へ構造改革を推進する方向性は正しい。今後は具体策を含む実現性に注目が集まる》

- 中国共産党及び政府が来年の経済政策の運営方針を討議する「中央経済工作会议」が、今月 18～21 日の日程で開催された。今年は例年に比べて開催時期が大きく後ろ倒しされたことに加え、このところの中国経済を巡り不透明感がくすぶっていることもあり、否が上にも国内外からの注目が高まっていた。大まかな政策の方向性として「積極的な財政政策を強化させるとともに、穏健な金融政策を一段と柔軟にすることが必要」との考えが示されており、引き続き積極財政と金融緩和を通じて同国経済を下支えする方針が確認されたと言える。具体的には、財政赤字のGDP比の緩やかな拡大を容認することを受け、インフラ投資の促進に向けて財政出動を図るほか、いわゆる「ゾンビ企業」の淘汰などを通じた構造転換を促すべく負担軽減に向けた減税を実施するなどの取り組みが進むとみられる。さらに、地方を中心に低迷が続くなどデフレ懸念を惹起させる要因となっている不動産市場を下支えするため、住宅購入に対する様々な規制を緩和するといった方策も出される見通しとなっている。また、財政支出の機動性をより高める観点から、中国経済の「弾薬庫」と考えられている債務問題の負担軽減に向けて債務借り換えのほか、資産の証券化の促進、インフラ投資などに対する官民協力(PPP)導入などを進めるとみられる。同国では、持続可能で安定的な経済成長を目指すことで「新常態(ニューノーマル)」に対応すべく、今年に入って以降様々なレベルで構造改革を進める取り組みが確認されている(詳細は9月18日付レポート「[中国の「改革」は本当に進むのか](#)」をご参照ください)。足下の中国経済を巡っては、製造業を中心とする企業部門の過剰設備や過剰在庫のほか、地方を中心とする不動産セクターでの過剰在庫、地方政府やその傘下の金融会社による過剰債務などの「過剰問題」を抱えるなか、ここ数年の賃金上昇や通貨人民元高などを背景とするコスト上昇が経済の下押し要因となっている。

- 不動産セクターの過剰在庫と地方政府などの過剰債務の問題は表裏一体の関係にあるため、今回の会議では不動産問題が主要議題の一つに挙げられ、習政権は一段の都市化を進めていることと併せて農民の都市部での定住を促すことで需要喚起を図る一方、安価な住宅供給を通じて市況安定を図る考えをみせている。11月の不動産価格（新築住宅価格）は前年同月比+0.9%と2ヶ月連続で前年を上回る伸びとなるなど、昨年末以降の金融緩和策などの効果に伴い市況の底入れが進んでいるが、調査対象の70都市中30都市弱で下げ止まらない状況が続くなど二極化が進んでいる。

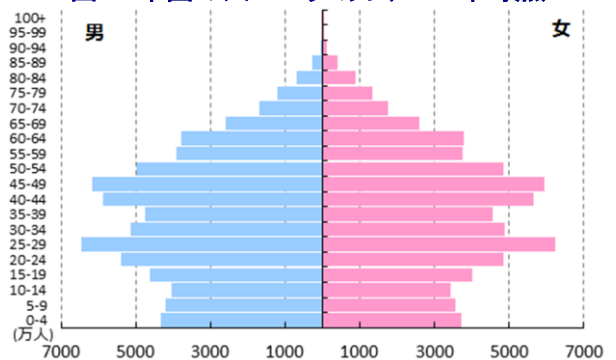
図1 不動産市況(新築住宅価格)の推移



深圳市の11月の不動産価格は前年同月比+43.9%ととんでもない水準になったほか、上海市や広州市、北京市など大都市で軒並み上昇基調が強まっているが、三級都市や四級都市などでは前年比で大幅マイナスが続くなど、依然として底のみえない状況にある。結果、都市部では価格高騰に伴い庶民にとって「高嶺の花」となっている一方、地方では資産デフレによって地方政府などの債務を圧迫し、バランスシート調整圧力が高まる事態を招いており、ともに金融市場、ひいては中国経済のリスク要因となることが懸念されている。こうした事情を反映して当局は不動産問題を主要議題に挙げたと考えられる。ただし、これまで地方部などでは経済成長のけん引役であった投資の大半を不動産投資が占めてきたほか、地方政府などは不動産投資によって生じる収益を歳入面での「打ち出の小槌」にしてきたことが事態を一層複雑にしている。習政権が進める反汚職・反腐敗運動によって地方政府の債務問題は拡大こそ免れているものの、住宅在庫問題は一朝一夕に解決する問題ではなく、金融市場の自由化などで「市場の原理」の浸透を図ることで解決させることが肝要である。金融政策を柔軟にする方針はもう一段の金融緩和の可能性を示唆したものと見えようが、今後は人民元改革のみならず、金融セクターに対する自由化などに伴い海外金融機関の活躍の場が拡大し、不良債権処理の能力向上を図ることも不可欠になると見えよう。

- なお、今回の会議においては「サプライサイド（供給側）改革」といった新たな概念が打ち出され、製造業を中心とする過剰設備や過剰在庫の解消を図るべく、規制緩和や減税などを通じて企業活動の自由度を高めることにより事態改善を進める姿勢をみせている。こうした動きは、党及び政府が進めようとしている国有企業改革が依然遅々として前進していない状況にあるなか、これを後押しする効果が期待されるほか、民間企業の育成など新規産業を醸成することにも資すると期待される。なお、党や政府はこれまで国有企業改革の「方針」や「指導意見」を発表しているほか、これまで同国政府が進めてきた改革・開放路線についても「新常态」に向けた取り組みを進める考えこそ示しているものの、具体的な対応及び措置に乏しい状況が続いている。今回も「サプライサイド改革」という言葉が独り歩きしている一方、具体的な方策などについては言及がまったくなされておらず、その実現性については不透明なところが少なくない。他方、中国ではここ数年の経済成長を背景に大幅な賃金上昇が続いた結果、「世界の工場」などと呼ばれたこれまでの製造業を中心とする経済成長モデルが立ち行かなくなっており、これまでのように需要喚起による景気下支えの効

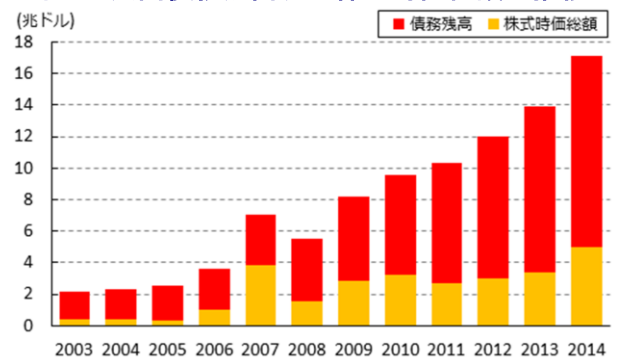
図2 中国の人口ピラミッド(2015年時点)



果は低下を余儀なくされている。したがって、供給側の改革などを通じて様々な過剰状態の解消を図るとともに、構造転換によって需給双方の体質を大きく変化させるほか、インフラ投資などを通じて効率性を向上させる取り組みは不可欠である。折しも、同国はすでに生産年齢人口が減少局面に突入するなど向こう数年のうちに労働面での供給制約に直面することが懸念されている。10月末に開催された5中全会（共産党第18期中央委員会第5回全体会議）においていわゆる「一人っ子政策」の廃止が決定されたものの（詳細は11月11日付レポート「[5中全会の概要と現下の中国経済](#)」をご参照ください）、その効果が不透明であることを勘案すれば、資本の効率性向上が不可欠になるとの認識に至ったことは正しい。しかしながら、党及び政府は景気動向を無視した過度な改革の推進などにより社会不安が増大することを警戒し、改革実現には「一定程度の成長率の維持」が必要との認識も示しており、実際の改革は一進一退の展開が続く可能性が高いと予想される。

- 足下の同国経済を巡っては、景気が一段と減速基調を強めることで失速状態に陥る懸念は後退したと考えられるものの、依然として先行きに対する不透明感がくすぶるなか、穏健な金融政策の一層の柔軟化による事実上の金融緩和を通じて景気下支えを図る姿勢が続くと予想される。今年には人民銀をはじめとする政策当局が金融の自由化に向けて様々な方策を打ち出したものの、8月に行われた人民元改革では対応の稚拙さが際立ったことで国際金融市場に混乱をもたらすなど、その手腕に対する疑問符がつく事態を招いた。他方、先月にはIMF（国際通貨基金）が来年10月より人民元をSDR（特別引出権）の構成通貨に組み入れる方針を決定しており、文字通り人民元は「国際通貨」としてのお墨付きを得ることとなった。これは世界経済における中国経済の存在感を勘案すれば不可逆的に進むものと思われ、今後は人民元が名実ともに国際通貨として利用可能な通貨となるべく、当局側が様々な改革や自由化を進めることが必要になる。それとともに、同国金融市場においては企業部門や地方政府などの過剰債務がシステミックリスク、ないし国際金融市場に動揺をもたらし得るリスク要因となっていることから、金融市場改革の前進が不可欠である。地方政府の

図3 民間債務残高及び株式時価総額の推移



（出所）IMF「Global Financial Stability Report Oct. 2015」より作成

債務問題は主に国内債務であるため、これが直接的に国際金融市場に影響を与える可能性は高くない一方、企業部門ではここ数年の世界的な「カネ余り」も追い風に海外で資金調達を活発化させる動きをみせてきたこともあり、レバレッジ比率の上昇に繋がってきた。来年の経済政策運営を巡っては、デレバレッジを重視する姿勢をみせており、債務過剰状態にある企業部門のスリム化を通じて金融市場の安定を図るとともに、実体の乏しい「ゾンビ企業」の淘汰などを通じて企業部門の生産性及び競争力の向上を目指す意図がうかがえる。こうした点においても、今回の会議及び方向性については正しいと判断出来る一方、今後はこれらの実現に向けた具体策の内容及び着実な実現への取り組みが不可欠になっていると言えよう。

以 上