

中 国

1 経済情勢

(1) 中国経済概観

中国では1978年の「経済改革・対外開放政策（改革開放政策）」への移行後、経済が急速に発展した。農村では生産責任制が導入されたことにより生産性が向上したほか、1980年には、経済特区を創設し積極的に外資の導入を図った。これらの政策の効果もあり、実質GDP成長率は1978年から1980年代にかけて年平均9.7%増と高成長が続いた（図表1）。

1989年には天安門事件をきっかけに実質GDP成長率が一時期5%を下回る状況に陥ったものの、1992年には、鄧小平が「南巡講話」を実施し、同年10月の中国共産党第14回全国大会において、「社会主義市場経済体制の確立」が決定された。これにより、計画経済から決別し、民営化、価格の自由化等の市場経済システムが導入された結果、成長は再び加速に転じた。

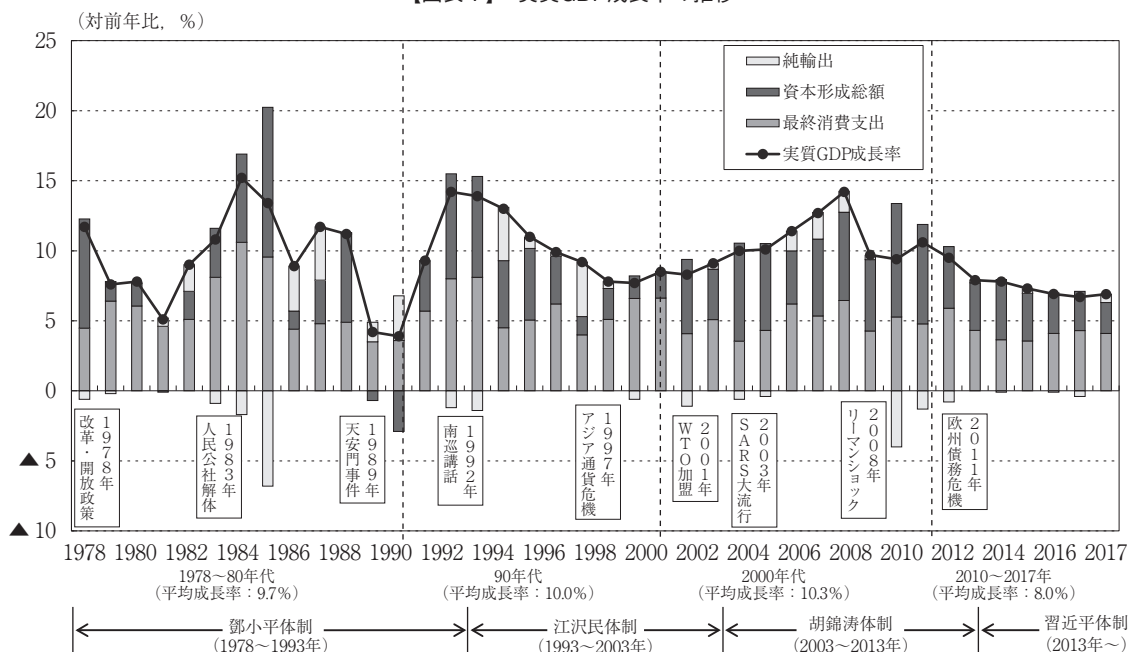
1997年のアジア通貨危機時には、成長が減速したが、2001年12月のWTO加盟により、貿易が活発化するとともに対中直接投資も増加し、成長は再び加速した。

2003年にはSARS（重症急性呼吸器症候群）が発生したにもかかわらず、輸出や投資が経済を牽引し、実質GDP成長率は10.0%増となった後、2007年まで5年連続で二桁台の高い伸びを記録した。

そうした中、2008年秋にリーマンショックが起こり、外需の冷え込みから成長が急速に鈍化し、2008年の実質GDP成長率は9.6%増となった。このため、政府は2008年秋以降、インフラ投資や消費拡大等を中心とする4兆元（事業規模）の大型景気刺激策を実施するとともに、数次にわたる政策金利や預金準備率の引下げを実施した。こうした各種政策の効果もあり、2010年の実質GDP成長率は10.6%増と、3年ぶりの二桁成長を達成した。

しかし、大型景気刺激策の結果、過剰設備や過剰信用といった問題が深刻化したことなどを背景に、2011年以降の成長は鈍化傾向にある。政府も持続可能な経済成長に向けた構造改革を推進するため、景気の一定程度の減速は許容しており、実質GDP成長率は2015年が6.9%増、2016年が6.7%増と緩やかな減速が続いていたが、2017年はインフラ投資の拡大や堅調な個人消費を受けた内需の好調に加え、世界経済の緩やかな回復に伴う輸出の持ち直しにより6.9%増となり、2010年以来7年ぶりに前年を上回った。

【図表1】 実質GDP成長率の推移



(2) 経済目標

2017年10月の中国共産党第19回全国代表大会の中央委員会報告において、習近平総書記は、中国経済は、高速成長から質の高い発展の段階にあると指摘し、経済成長のスピードではなく質の重要性を強調した。

2018年3月の全国人民代表大会（以下、全人代：国会に相当）において公表された「政府活動報告」において、2018年の経済成長の目標は6.5%前後と、2017年の目標（6.5%前後）から据え置きとなった。ただし、2017年の「実際の取り組みにおいてより良い結果を得るよう努める」との文言が削除された。

2018年の政府活動について、2017年に続き習近平総書記が強調している「サプライサイド構造改革」が掲げられ、サプライサイド構造改革の中心となる「三去（過剰生産能力の解消、不動産在庫の解消、過剰債務の解消）一降（企業コストの低減）一補（経済・社会の脆弱な部分の補強）」にとどまらず、デジタル中国の建設、製造強国の建設、規制緩和や企業の税負担の軽減等が追加された。

また、2017年12月の中央経済工作会議で強調された金融リスク防止・解消、貧困脱却、環境汚染対策の「3大堅塁攻略戦」も追加された。

3大堅塁攻略戦のうち、金融リスク防止・解消については、

違法な資金調達、金融詐欺等の厳格な取り締まりやシャドールバンキング・インターネット金融・金融持株会社等に対する金融監督管理のさらなる強化などを掲げている。

貧困脱却については、今年は農村貧困人口をさらに1,000万人以上減少させ、うち280万人は移住転居による貧困救済を行うとしている。

環境汚染対策では、「青空防衛戦の成果を強固にする」とし、二酸化炭素及び窒素酸化物の排出量の3%削減、重点地区のPM2.5の濃度低下などの目標を掲げている。

財政・金融政策については、引き続き積極的な財政政策と穏健な金融政策を維持するとした。財政政策は、「積極的な財政政策の方向性を維持しつつ、より重点化する」とし、2018年の財政赤字対GDP比目標を昨年3%から2.6%に引き下げた。

金融政策については「穏健中性な金融政策の方向性を維持しつつ、適度に緩和と引き締めを行う」としている。2018年においては、M2の伸びの数値目標は定めなかった。また、マネーサプライの総量を管理しつつ、零細企業や貧困地域に対してより多くの資金が向かうよう、差別化した政策を行うとしている。

(3) 足元の経済情勢及び今後の見通し

2018年第1四半期の実質GDP成長率は、前年比6.8%増と

【図表2】 主要経済指標

実質GDP成長率	2015年	2016年	2017年	2017年				2018年	2018年 通年の 政府目標
				1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
(前年同期比、%)	6.9	6.7	6.9	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.5%前後
(季調済前期比、%)	-	-	-	1.5	1.9	1.8	1.6	1.4	-

(出典) 中国国家統計局

主要経済指標 (前年同期比：%)	2015年	2016年	2017年	2017年				2018年	2018年 通年の 政府目標
				1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
都市部固定資産投資 ※対象期間末における年 初来累計前年同期比	10.0	8.1	7.2	9.2	8.6	7.5	7.2	7.5	-
社会消費品小売総額	10.7	10.4	10.2	10.2	10.8	10.3	9.9	9.9	10%前後
鉱工業生産付加価値額	6.1	6.0	6.6	7.0	6.9	6.3	6.2	6.6	-
消費者物価上昇率	1.4	2.0	1.6	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	3%前後
マネーサプライM2 ※対象期間の最終月にお ける残高の変化率	13.3	11.3	8.2	10.4	9.3	8.8	8.7	8.5	-

(出典) 中国国家統計局・中国人民銀行

貿易統計	2015年	2016年	2017年	2017年				2018年
				1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
貿易収支(名目、億ドル)	5,939	5,097	4,225	603	1,175	1,128	1,303	484
輸出 (前年同期比：%)	▲2.9	▲7.7	7.9	7.2	8.2	6.4	9.6	14.1
輸入 (前年同期比：%)	▲14.1	▲5.5	15.9	24.3	14.1	14.8	12.6	18.9

(出典) 中国海関総署

前期（同6.8%増）から伸びが横ばいとなった。当局は、第1四半期の経済運営状況について、中国経済は良好なスタートをきったと評価した。

1-3月期の個別の経済指標をみると、内需関連では、都市部固定資産投資が前年比7.5%増（2017年通年：同7.2%増）と持ち直し、鉱工業生産付加価値額も同6.8%増と小幅に伸びが拡大した（2017年通年：同6.6%増）。また、社会消費品小売総額については同9.8%増と伸びが鈍化した（2017年通年：同10.2%増）、引き続き堅調に推移している。

外需関連では、1-3月期の輸出が同13.9%増（2017年通年：同7.9%増）、輸入が同19.2%増（2017年通年：同16.1%増）と、ともにプラスに転じている（図表2）。

中国経済の今後の見通しについては、2018年4月に公表されたIMFの見通しによると、中国の2018年実質GDP成長率は6.6%、2019年実質GDP成長率は6.4%と予想されている。

(4) 中国経済の課題

①住宅価格の上昇

2014年後半より下落していた住宅価格は、金融緩和や住宅購入規制の緩和などにより、2015年半ばより一線都市（大都市）を中心に上昇に転じた（図表3）。他方で、地方の中小都市は過剰在庫を抱え住宅市況が低迷するという二極化が鮮明になった。

中小都市の過剰在庫を解消するため、2016年2月に住宅

ローンの最低頭金比率が引き下げられた（注）。他方で、同年3月には、価格が高騰している上海、深圳など一部大都市において、住宅ローンの最低頭金比率の引上げや非戸籍者の購入制限を強化するなどの住宅価格抑制策が打ち出された。

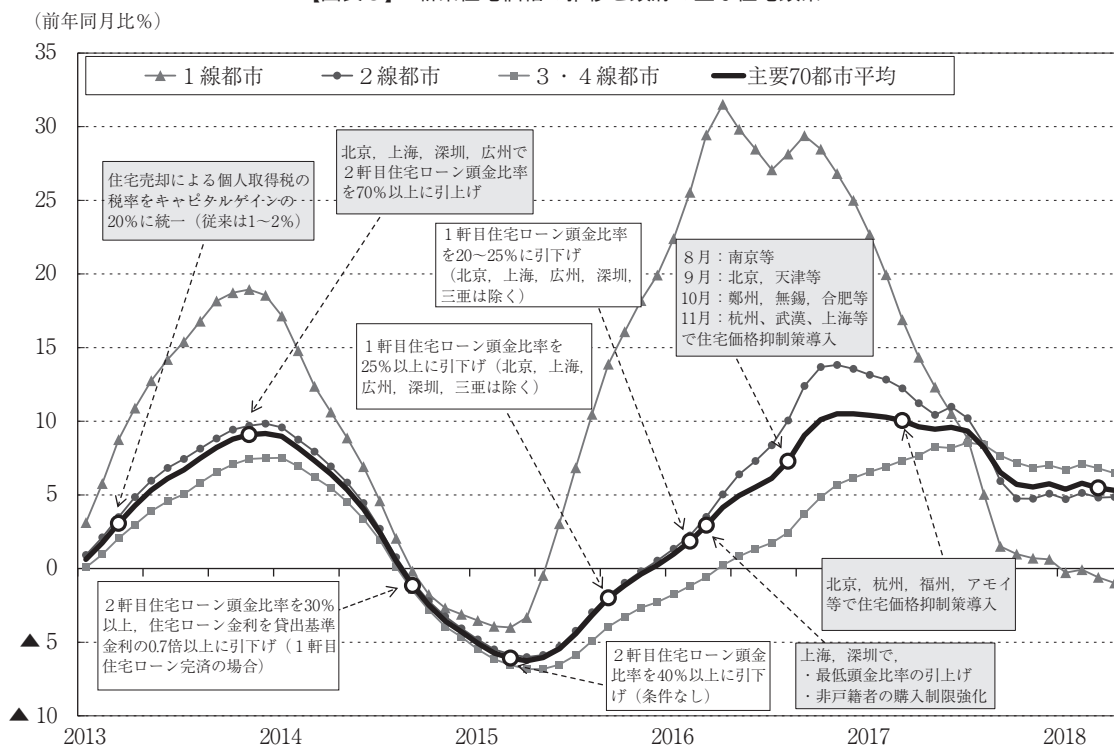
大都市において規制が強化されると、住宅需要が周辺の中堅中小都市でも高まり、広範囲で住宅価格が上昇するようになった。このため、同年夏以降は、南京、鄭州、合肥など相対的に規模の小さい二線・三線都市においても住宅価格抑制策が相次いで導入された。

2017年以降も多くの都市で住宅価格が高止まりしていたため、再び中国各地で住宅購入制限を導入・強化する動きが広がった。足元では、一線都市の住宅価格は低下傾向にあるものの、投機資金が一線都市から二線・三線都市に移ってきている影響で、二線・三線都市における住宅価格は高止まりしている。

中国の住宅価格上昇の背景には、農村から都市への人口流入等による、潜在的に底堅い実需があるものの、金融市場が未成熟で資金運用のための金融商品が限られていることから、住宅が投機対象とされていることがあると指摘されている。不動産バブルに警戒する必要がある一方で、引締めが行き過ぎれば景気の急速な冷え込みを招くおそれもあり、中国政府には慎重な対応が求められている。

（注）北京、上海、深圳、広州、三亜を除く。

【図表3】 新築住宅価格の推移と政府の主な住宅政策



（注1）低所得者向け住宅を含む。

（注2）一線都市は北京、上海、広州、深圳の4都市。二線都市は、省の行政府所在地等に位置する31都市、三線都市は一線都市、二線都市を除く35都市。

（出典）中国国家統計局

②過剰債務

近年中国では企業債務が急拡大している。BIS（国際決済銀行）によると、中国の企業債務残高は2017年9月末時点で対GDP比162.5%となり、足元では低下しているものの、日本のバブル後のピーク（1993年末：148.9%）を上回っている（図表4）。

このように中国の企業債務が拡大した要因として、まず、高水準の投資の継続が挙げられる。中国のGDPに占める総固定資本形成の割合をみると、2009年以降42%を上回っており、他のアジア諸国と比較しても高い水準となっている（図表5）。リーマンショック後に打ち出された4兆元の景気対策を受けて、金融機関の十分な審査を経ずに調達された資金が非効率な投資へと回り、債務の膨張につながったと考えられる。

次に、企業の財テクの拡大が挙げられる。近年、企業が銀行を介して他の企業に資金を貸付ける「委託融資」が増加しており、その残高は2017年末には前年比5.8%増の14.0兆元に達している（図表6）。この背景には、大手国有企業が中小民間企業等に高利の貸付けを行い、利ざやを稼いでいることや、銀行からの資金調達が困難な企業が、委託貸付などのシャドーバンキングに頼らざるを得なくなっていることがあるとみられる。

中国政府もこれらの課題を重視しており、2018年の全人代では、「3大堅塁攻略戦」の一つである金融リスク防止・解消について、以下を挙げている。

- ① 違法な資金調達、金融詐欺等の厳格な取り締まり。
- ② 市場化・法治化された債務の株式転換と企業の合併再編の加速。
- ③ 金融機関のリスクの内部統制強化。
- ④ シャドーバンキング・インターネット金融・金融持株会社等に対する金融監督管理のさらなる強化。

③生産年齢人口の減少

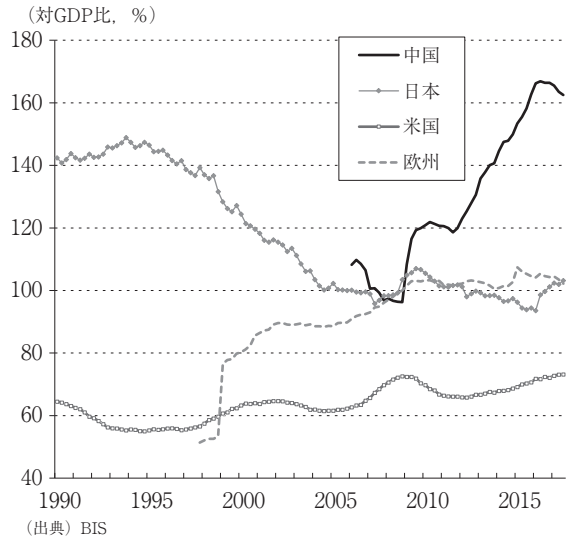
国連統計によれば、中国では1979年以降実施されている一人っ子政策等の影響もあり、2015年以降、生産年齢人口の減少と急激な高齢化の進行が見込まれている。さらに国家統計局によると、これまでの高成長の原動力の一つとされていた生産年齢人口（15～59歳）が2012年より減少に転じており（図表7）、潜在成長率を押し下げる要因となると言われている。

このような背景から、第13次5か年計画（2016～20年）では、現行の一人っ子政策を見直して、1組の夫婦が2人の子供を育てることができる政策の全面実施も決定された。また、2017年に国务院は「国家人口発展計画（2016～30年）」を発表し、今後の目標として、2020年までに「二人っ子政策」の効果により出生率を適度に上昇させ、2030年時点で総人口を14.5億人前後まで増加させることなどを掲げた。

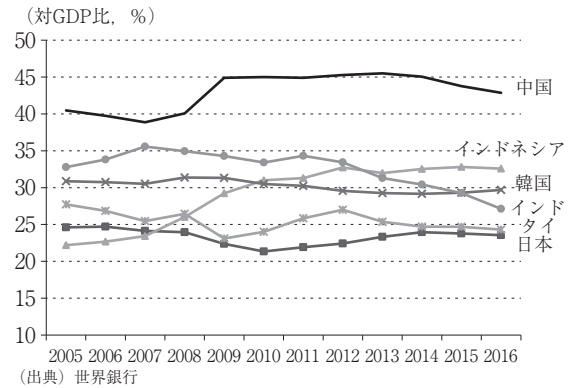
④環境問題

PM2.5による大気汚染が問題化している中、環境を犠牲にしたままで成長を追い求めることはできないという認識が政府内外に広まっている。こうした中、2015年1月には、環境

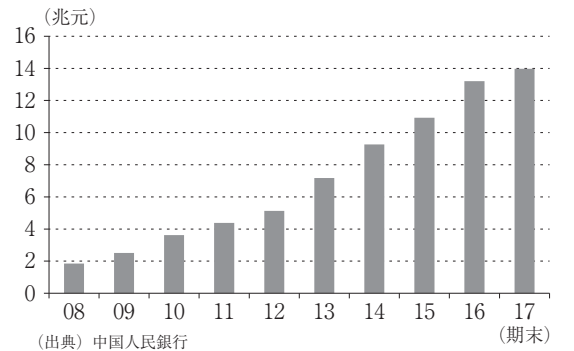
【図表4】 非金融企業債務残高の推移



【図表5】 総固定資本形成の国際比較



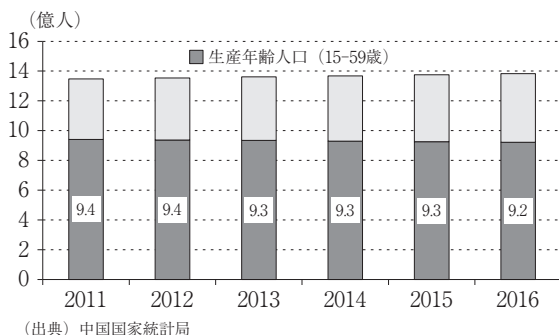
【図表6】 委託融資残高の推移



汚染行為への罰則強化などが盛り込まれた改正環境保護法が施行された。

2016年7月から2017年9月にかけて、31の省・直轄市・自治区すべてに対し中央環境保護査察チームによる環境保護法

【図表7】 総人口と生産年齢人口



の実施状況に関する調査が実施され、また、2017年8月には、冬季の暖房による大気汚染対策として、北京市、天津市及びその周辺26都市を対象とした大気汚染防止行動計画が発表された。

2018年の全人代においても、3大堅塁攻略戦の一つである環境汚染対策の強化が示され、二酸化炭素硫黄及び窒素酸化物の排出量の3%削減、重点地区のPM2.5の濃度低下などの目標が掲げられた。

2 金融政策

(1) 金融危機以降の金融政策

リーマンショックを背景に経済成長に陰りが見えた2008年後半に、人民銀行はそれまでの金融引締め局面から、一時的に「適度な緩和」に舵を切った(図表8)。ただ、4兆元(事業規模)の大型景気刺激策を契機として、2010年以降インフレが昂進し、消費者物価上昇率が2011年には前年比5.4%増まで上昇した。これを受け、人民銀行はインフレ抑制のため、政策金利(注1)と預金準備率(注2)の引締め政策を実施し、2012年に前年比26%増にまで低下した。

2014年11月、人民銀行は、中小企業の資金調達コストの高まりやインフレ率の低下に伴う実質金利の上昇を問題視し

て、政策金利を2年4ヵ月ぶりに引き下げた。それ以降、2015年10月までに計6回にわたり利下げを実施し、1年物貸出基準金利は4.35%、1年物預金基準金利は1.5%の水準となっている。

また、2015年10月には預金金利の上限規制が撤廃され(貸出金利の上限は2013年7月に撤廃)、金利は原則自由化された。

預金準備率については、2015年2月、約2年9ヵ月ぶりに引下げられて以降、2016年3月までに計5回にわたり引下げが実施された。

(2) 最近の金融政策の動向

2018年3月の全人代においては、金融政策は「穏健中性な金融政策の方向性を維持しつつ、適度に緩和と引き締めを行う」とされた。

人民銀行も2018年第1四半期以降の金融政策の方針について、「穏健で中立的な金融政策を実施」し、「重大な金融リスクを防止・解消する」としている。こうした中、2018年4月に預金準備率の2年ぶりの引き下げを実施し、四大銀行など大手銀行を対象とした標準的な預金準備率は2018年4月時点で16.0%となっている。また、2017年以降、人民銀行は、公開市場操作のリバースレポや、SLF(常設貸出制度)、MLF(中期貸出制度)(注3)の金利を数次にわたり引き上げている。

(注1) 人民銀行は、金融機関の貸出・預金の基準金利を貸出・預入期間毎に設定している。

(注2) 預金準備率は、金融機関が預金残高の一定割合を中央銀行に預け入れる比率。金融機関の貸出資金供給に影響を及ぼし、貨幣供給量を調節する手段。

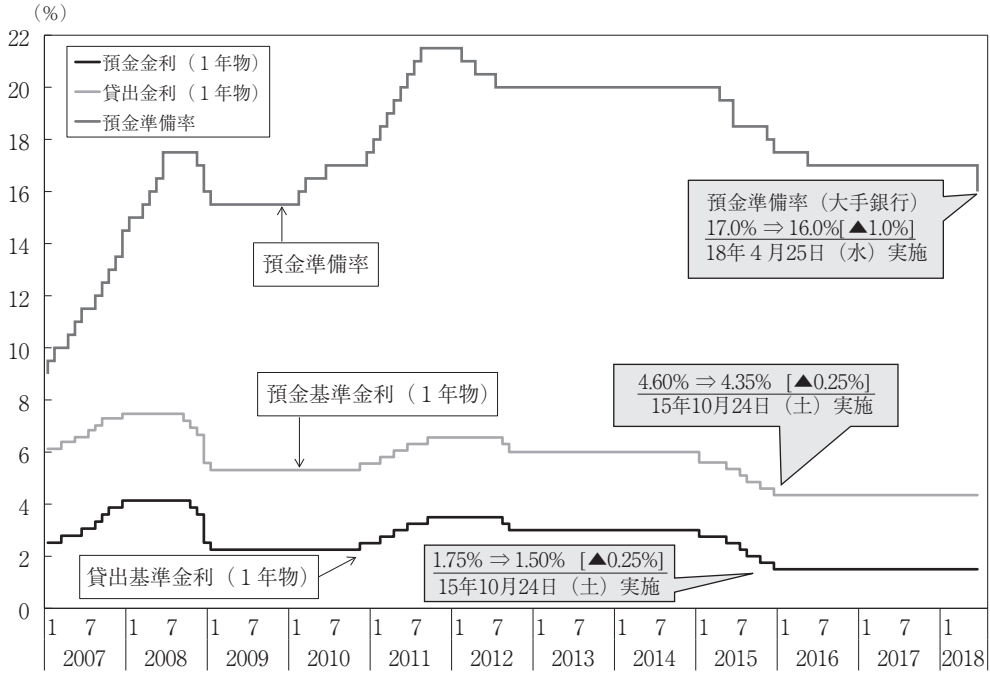
(注3)

・SLF: 2013年に導入。金融機関からの要請に応じ資金を有担保で貸し出す(日本の補完貸付制度に相当)。当初は大手商業銀行や政策銀行に対し1か月~3か月の貸出しを行っていたが、2014年以降は、中小金融機関への短期貸出も行い、現在は主に翌日、7日、1か月物の貸出を実施している。

・MLF: 2014年に導入。健全性の高い商業銀行や政策銀行などに対して中期(3か月~12か月)の資金を有担保で貸し出す。現在は主に6か月、1年物の貸出を実施している。

(伊藤秀則, 中島賢作, 池田昌平)

【図表8】 政策金利・預金準備率の推移



(出典) 中国人民銀行