

# BTMU CHINA WEEKLY



## 今週の記事

### ■ トピックス

- ・「新常态」に置かれている中国経済とマクロコントロール  
～経済・金融の市場化改革の加速が鍵～

### ■ WEEKLY DIGEST

#### 【産 業】

- ・8月の70大中都市住宅価格 68都市で前月比下落

#### 【貿易・投資】

- ・8月の対内直接投資 前年同月比▲14.0% 2ヶ月連続で前年割れ

#### 【金融・為替】

- ・上海市政府 資本市場の発展促進について意見発表

### ■ 人民元レビュー

- ・経済指標を受けて弱含むも下値は限定的



本邦におけるご照会先:

三菱東京UFJ銀行国際業務部 東京:03-6259-6695 (代表) 大阪:06-6206-8434 (代表) 名古屋:052-211-0544 (代表)

- ・本資料は情報提供を唯一の目的としたものであり、金融商品の売買や投資などの勧誘を目的としたものではありません。本資料の中に銀行取引や同取引に関連する記載がある場合、弊行がそれらの取引を応諾したこと、またそれらの取引の実行を推奨することを意味するものではなく、それらの取引の妥当性や、適法性等について保証するものでもありません。
- ・本資料の記述は弊行内で作成したものを含め弊行の統一された考えを表明したものではありません。
- ・本資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。最終判断はご自身で行っていただきますようお願いいたします。本資料に基づく投資決定、経営上の判断、その他全ての行為によって如何なる損害を受けた場合にも、弊行ならびに原資料提供者は一切の責任を負いません。実際の適用につきましては、別途、公認会計士、税理士、弁護士にご確認いただきますようお願いいたします。
- ・本資料の知的財産権は全て原資料提供者または株式会社三菱東京UFJ銀行に帰属します。本資料の本文の一部または全部について、第三者への開示および、複製、販売、その他如何なる方法においても、第三者への提供を禁じます。
- ・本資料の内容は予告なく変更される場合があります。

# CHINA WEEKLY

## トピックス

### 「新常态」に置かれている中国経済とマクロコントロール～経済・金融の市場化改革の加速が鍵

#### I. 「新常态」とは何か

「新常态」(New Normal)という言葉は、米 PIMCO のモハメド・エル-エリアンとビル・グロス(Mohamed El-Erian と Bill Gross)の二人が 2008 年の金融危機の後、世界経済が新たな局面を迎えた様子を表すために用い注目を浴びた言葉で、特に先進諸国での成長鈍化、規制強化、公共部門(政府)と家計部門(企業と家庭)でのデレバレッジ、世界経済の不透明感とリスクの顕在化等を意味している。

中国において、2010 年以降、経済成長は鈍化傾向が続き、2012 年からは 2 年連続で 8%を割り込んだ。一部のエコノミストは、中国経済が 30 年の高度成長を経て、人口、資源、環境等の要素が変化し、潜在的な経済成長率の低下に伴い、これまでの高度成長から安定成長へと成長ステージが転換し、「新常态」に入りつつあるとみている。他方、足元の経済減速は周期的な経済変動であり、世界的金融危機の影響が長引き、景気刺激策が必要であるとの見方もあるなど、中国経済の現状の捉え方について、意見が分かれている。

今年 5 月に、習近平総書記が河南省を視察した際、「中国経済は依然として戦略的な発展期にあり、自信を強め、足元の経済発展状況に立脚し、「新常态」に適応し、冷静に対応する」ことを強調した。この時、中央トップとして初めて「新常态」という言葉を使い、成長ステージが転換期に入りつつある中国経済の現状に対する中央のスタンスを明確に示唆し注目を集めた。

また、8 月 4 日-7 日に、中央の機関紙である「人民日報」は、「新常态下の中国経済」等の評論を連載し、著名エコノミストに対するインタビューなどを通じ、「新常态」の内容や特徴について説明したほか、中央テレビ局がニュース番組で「新常态、新征途(新たな道のり)」のシリーズを放送するなど、国営のメディアが「新常态」について集中して宣伝している。これらは中央の方針を明示していると見られている。

「人民日報」などによると、「新」はこれまでと異なること、「常態」は平時の、正常な状態であり、「新常态」とは、以前と異なる、正常な状態であり、趨勢的で且つ逆転できない発展状態のことである。即ち、中国でいう「新常态」とは、中国経済が既に過去 30 年間の高度成長とは違う新しい発展段階に入りつつあることを意味しており、これに伴い、経済運営において GDP 成長率の重視という成長至上主義から脱却し、成長の質に着目し、経済構造改革の推進を通じ新しい成長エンジンを育成し、持続可能な成長を実現しなければならないとしている。これは、2014 年 3 月の全人代閉幕時における李克強総理の記者会見においても強調されていたことであり、「7.5%成長」に一喜一憂するよりも、「7.5%前後」を目指し、構造改革をより積極的に進めるという方針と一致しており、現政権の施政方針として一段と明確に示されたこととなる。

#### II. 「新常态」に置かれている中国経済、どのような特徴を示しているか

「新常态」に置かれている中国経済はどのような特徴を有しているかについて、「人民日報」などは国内の著名エコノミストに対するインタビューを通じ、以下の 4 点を示唆した。

##### 1. 経済成長率の鈍化(図表 1)

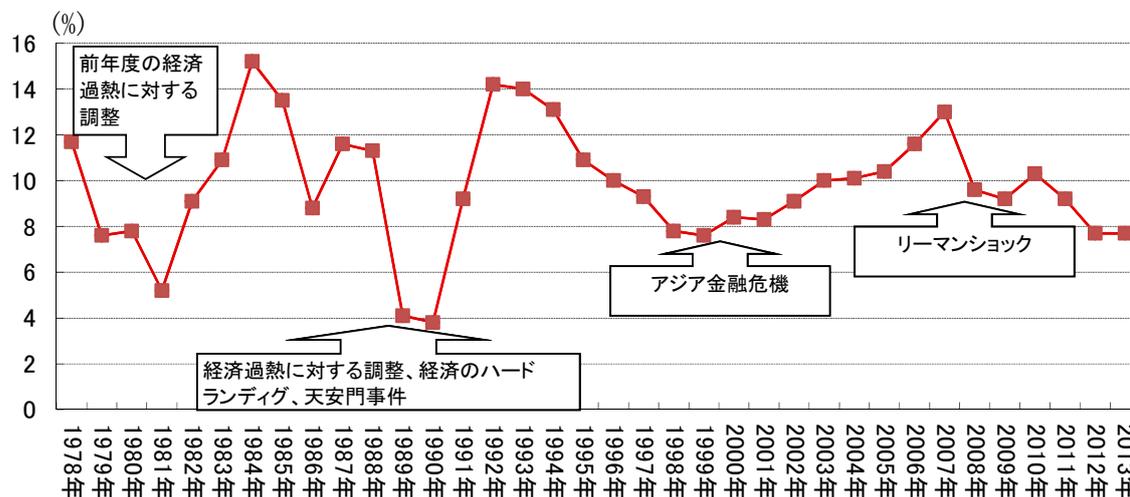
過去の 10%前後の高度成長から 7-8%の安定成長に減速するという経済成長ペースの鈍化は「新常态」に置かれている中国経済の最も基本的な特徴であるといえる。

過去 30 年余りの間、中国経済の年間成長率の平均は 9.8%で、連続して 8%を下回ったのは 1979-1981 年、1989-1990 年、1998-1999 年の 3 回のみである。リーマンショックの影響で 2008-2009 年の経済成長が 2007 年の 13%から大幅に落ち込んだが、それでも 9%以上を維持した。この他の過去 3 回の成長鈍化は主にマクロ

コントロールやアジア金融危機などの外部要因によるもので、その外部要因が弱まると景気は直ぐに回復し、再び8%以上の成長軌道に乗った。

2012年から2013年にかけて、中国の経済成長は既に2年連続で8%を割り、2014年以降も7-8%に止まることを見込まれるなど、今回の経済減速は周期的な経済変動ではなく、過去の「常態」である高度成長時代が既に終焉し、安定成長の「新常态」に変わりつつあると言えよう。

図表 1 1978年以降の中国の経済成長率の推移



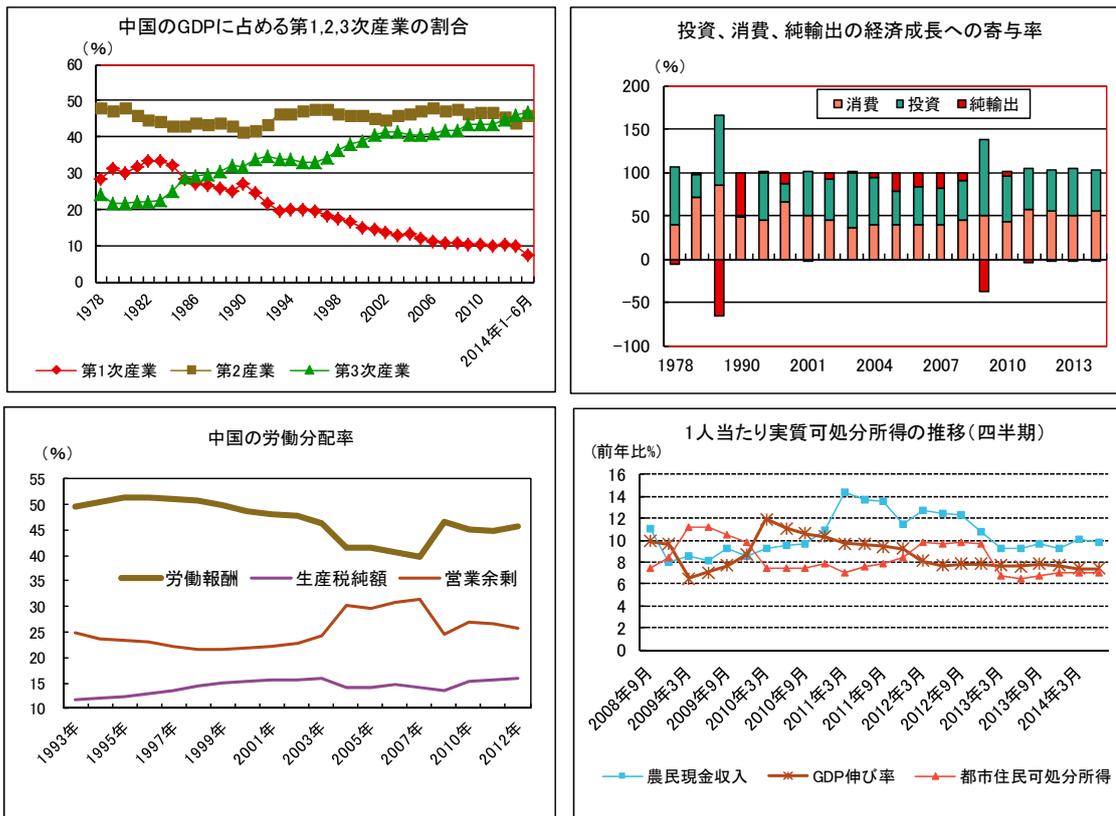
出所: 中国統計年鑑のデータをもとに中国調査室作成

## 2. 経済構造の調整が進展(図表 2)

「新常态」に置かれている中国経済では構造調整が主要課題となっている。

- (1) 産業構造について、2013年中国のGDP総額に占める第3次産業(サービス業)の比率が46.1%に達し、初めて第2次産業の比率を超えた。今年上期には46.6%に上昇した。先進国の同比率に照らしてみると、中国のサービス業の比率は今後も長期間にわたって上昇傾向を保ち、雇用の拡大に寄与することが期待される。現在、第2次産業において1億元のGDP産出により980人の雇用を創出できるが、サービス業での雇用創出は1,200人となると試算されている。
- (2) 需要面では、投資に代わり消費が経済成長の主な牽引力になりつつある。2012年の経済成長に対する消費寄与率は2006年以降初めて投資を上回った。今年の上期では、消費の寄与率が+54.4%、投資が+48.5%、純輸出は▲2.9%となった。
- (3) 都市と農村、地域間の格差が縮小傾向にある。2011年末、中国における都市の常住人口は総人口の51.3%に達し、初めて農村人口を超えた。今後、新型都市化の推進に伴い、都市と農村の二元構造が崩れ、都市と農村の格差は更に縮まる。また、産業移転や地域間の均衡の取れた発展戦略の推進に伴い、地域間の格差も縮小すると予想される。
- (4) 所得分配について、労働分配率が上昇している。改革開放以降の30年間、中国のGDP年間平均成長率が9.8%、財政収入の伸びが14.6%となったのに対し、都市住民の可処分所得および農民の純収入の年間伸び率はそれぞれ7.4%、7.5%に止まっており、労働分配率から見て、個人の所得よりも政府や企業部門が経済発展の恩恵をより多く受けてきた。しかし2010年以降、経済の減速にも係わらず、都市の個人所得は安定的な増加傾向を保ち、また、農民収入も高いペースで増加していることから、労働分配率は小幅ながら上昇傾向にあると言える。

図表 2 構造調整の進展



出所: 中国統計年鑑のデータをもとに中国調査室作成

### 3. イノベーションによる発展動力への転換

「新常态」に置かれている中国経済にとって、これまでの粗放型、ローエンド分野から集約型、ハイエンド分野へと産業高度化の速やかな転換が喫緊の課題となっている。過去において、中国は資金、資源、安価な労働力などの大量投入によって、「世界の工場」として急速に成長し、高度成長を牽引していた。1998 年から 2008 年までに、中国の一定の規模以上の工業企業の年間平均利益伸び率は 35.6%に達したが、2009 年から 2013 年までは 14.0%、今年 1-7 月は 11.7%に止まっている。賃金や地価、エネルギー価格の上昇、環境保護の強化などにより、これまでの高度成長を支えてきた要因が変わり、製造業においてイノベーションの加速による成長パターンへの転換が迫られている。

こうした中、新技術や新たなビジネス業態が相次いで創出育成され、新しい動力として経済成長を牽引している一方、老朽設備の淘汰・更新や技術革新が遅れている企業は市場撤退の窮地に追い込まれる。今年上期、鉄鋼、石炭、化工、非鉄金属などの重工業業種の収益の伸びが大幅に減速しているのに対し、医薬、輸送設備、電子デバイスなどのハイテク製造業は堅調な成長態勢を保っている。

### 4. リスクの顕在化

経済の減速に伴い、過去から積み重ねてきた生産過剰リスク、不動産リスク、地方政府の債務リスク、金融リスクなど様々なリスクが顕在化しつつある。経済減速、金融環境の変化を背景に、投資のための住宅需要が減少し、不動産市況の下落リスクが注視されている。住宅取引の低迷が続く中、ディベロッパーの土地購入意欲が減退し、地方政府の主な財源である土地譲渡収入が減っており、地方政府債務のデフォルトリスクが増加している。鉄鋼貿易、造船、太陽光発電などの過剰産業、不動産や地方政府債務と絡む銀行の不良債権が増加し、金融リスクの拡大が懸念されている。このようにリスクが織り交ざっており、絶えず注意を払い、適切に対応しなければ、システムリスクを引き起こしかねない。

### Ⅲ. 「新常态」に置かれている中国のマクロ経済政策、どう変わるか

「新常态」に置かれている中国にとって、マクロコントロールの方針や手段の革新が求められており、2013 年以降、穏健な財政・金融政策を維持しながら、以下の通り対応措置が講じられている。

#### 1. 政策対応の「下限」、「上限」の明確化

2013 年に入って以降、中国経済が減速する中、シャドーバンキングリスクの高まり、短期金融市場の混乱、人民元安などが相俟って発生し、海外で「中国経済崩壊論」が広がり、中国経済に対する信頼感に動揺が見られる。斯かる中で、7 月に李克強総理は複雑な経済情勢に対し、「経済指標の一時的変動で経済政策方針を変え、貴重な構造調整のチャンスや成果に影響する様なことをすべきではない」と強調しながらも、「経済成長率や雇用水準が下限を割り込んではいならない」、「インフレが上限を超えてはいならない」など経済運営が合理的レンジから乖離し、大きな変動が生じる場合には、対応策を用意するとマクロコントロール方針を示唆した。即ち、改革に伴い多少の成長減速は容認するものの、景気失速や経済社会の混乱を避けるスタンスを明確に示したことで、マクロ経済政策の不透明感を解消し、市場の期待誘導、中国経済への信頼回復に効果を発揮したと見られている。

因みに、2014 年の政府経済運営の目標としては、経済成長率が 7.5%、CPI が 3.5%、新規雇用が 1,000 万人以上と設定されている。

#### 2. 「微調整」、「特定分野向け金融緩和」など「対象限定のコントロール」手法の導入

李克強総理は 4 月のボアオ・アジア・フォーラムで今年のマクロ経済政策について、大規模な刺激策はとらない、財政赤字を拡大しない、金融緩和を実施しないと明確に表明しながらも、構造転換の推進、民生改善には、経済の安定成長の維持が必須であることから、4 月以降、鉄道、バラック改造、公共インフラ投資に民間資本の参加拡大などの微調整策を次々と打ち出した。市場流動性が全体として潤沢な中、「三農（農業、農村、農民）」、小型零細企業向け融資を支援するため、一部金融機関に対し預金準備率の引き下げなどの「特定分野向け金融緩和」を実施している。今後もこのような「対象限定のコントロール」という手段を用い、インフレや資産バブルに配慮しながら景気の挺入れを図ると予想される。

#### 3. マクロ経済政策の目標を雇用確保とするか

このほど、人民銀行の馬駿チーフエコノミストは「中国金融」誌に「新常态とマクロコントロールの方法」を寄稿し、マクロ経済政策の目標設定について説明した。

馬氏によれば、政府のマクロ経済政策の目標設定が GDP 伸び率の維持であれば、最も効果的なマクロコントロール手段はインフラ投資である。その乗数効果<sup>1</sup>が大きく、財政資金を出動し、インフラ投資を拡大すれば、GDP の押し上げ効果が大きくなる。但し、政府による大規模な公共投資は政府債務拡大や金融リスクの増大をもたらす。他方、マクロ経済政策の目標を雇用の安定と設定すれば、その財政資金は主に消費や中小企業、サービス業の促進に投入すべきである。消費の乗数効果が低く、GDP の押し上げ効果が薄い、より多くの雇用を創出する効果があるとしている。

今年の全人代閉幕時の記者会見で李克強総理は、「今年の成長率目標はあくまで 7.5%『前後』と設定されており、これは弾力性のある目標で、多少高くても低くても容認できる。容認できる GDP 成長率の下限は、十分な雇用や収入の増加を確保できるかどうかが目安となる。GDP の成長率をひたすら追求することはないが、民衆生活の改善のため、経済の効率化、省エネ、環境保護を図るうえで、雇用が確保できる適正成長率を保つ必要がある」と述べ、雇用の確保を優先する方針を示した。

<sup>1</sup> マクロ経済学で用いられる経済効果で、政府や企業が投資することで得られる効果が、さらなる経済効果へと波及していき、初めの投資から何倍もの経済効果を得られること。

これらのことから、今後、中国はマクロ経済政策の決定に当たり、雇用の安定を重視することが考えられる。当面、7%の成長率を確保できれば、大幅な雇用悪化は回避できると試算されており、現政権は更なる成長率の低下を容認すると予想する。

#### IV. 「新常态」に置かれている中国経済への対応

このように「新常态」に置かれている中国経済について、「旧常态」における成長エンジンが弱まっており、新たな成長エンジンが育成されつつあるものの、安定的な経済成長を牽引するまでには力不足であり、経済発展の先行き不透明感が依然として払拭されていない。「新常态」下で経済成長率が底を打ち、新たに安定的な成長軌道に乗るには、2-3年かかると見られている。中国政府は足元の経済成長の安定に対策を講じながら、中長期的な安定運営に向け、内需拡大、産業構造の調整、生産性の向上などを進めなければならず、難しい舵取りが迫られている。

他方、中国では、地域発展の格差が大きく、地方部では都市化や工業化などを推進する余地が大きく、経済発展の潜在力も依然として大きい。この地域では経済成長が急に失速することは避けられ、「新常态」の下、向こう10年間は7%前後の成長を維持できると見込まれているものの、資源、エネルギー、労働力、金利・為替などの経済・金融の市場化改革の加速により、効率化や産業の高度化を進められるかが鍵を握っている。

2013年11月の三中全会では「資源配分を市場で決定する」という方針を明示しており、足元、行政許認可の削減、工商登録手続きの簡素化、国有企業の混合所有制改革、民営銀行の設立、医療分野の外資開放拡大など、改革は着実に進められているが、通信、鉄道、石油などの国有独占分野の打開、金融、教育、医療、文化、体育などサービス業の民営企業や外資への更なる開放が求められている。

企業にとっては、イノベーションの強化、製品付加価値の向上、経営方式の転換、新しい収益力の掘り起こしなど中国経済の「新常态」に対応することが求められる。

一方で、7-8月の経済指標から見て、景気の先行きに依然として不透明感が漂う中、特定分野向けの預金準備率引下げなどの支援策では限界があると判断された場合、金融機関全体に対する預金準備率引下げや利下げなども視野に入れられることが予想され、その動向に引き続き注目する必要がある。

三菱東京UFJ銀行(中国)トランザクションバンキング部  
中国調査室 張文芳

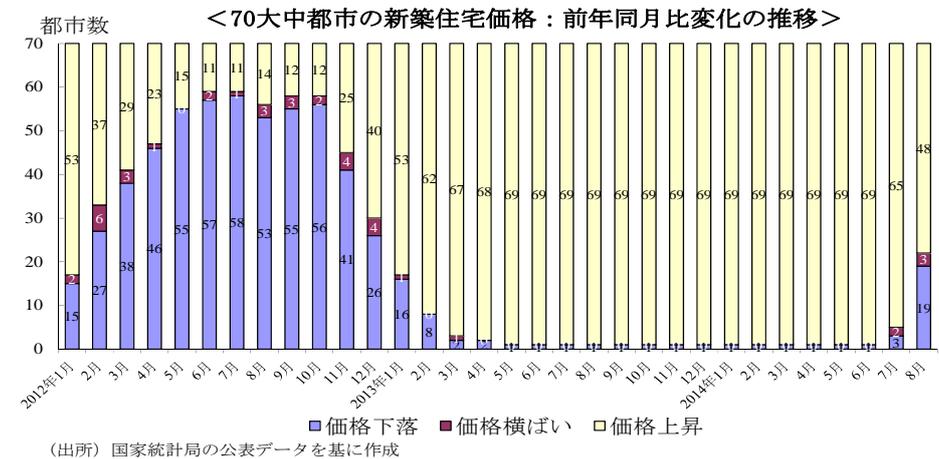
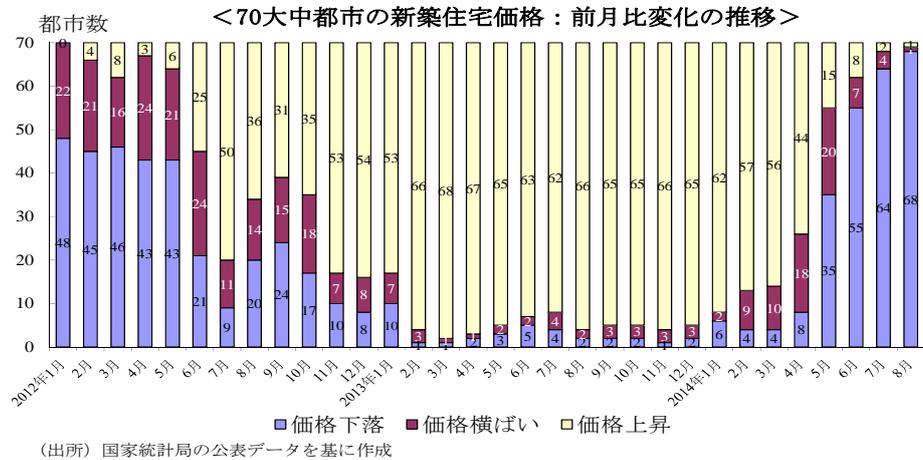
# CHINA WEEKLY

## WEEKLY DIGEST

### 【産業】

#### ◆8月の70大中都市住宅価格 68都市で前月比下落

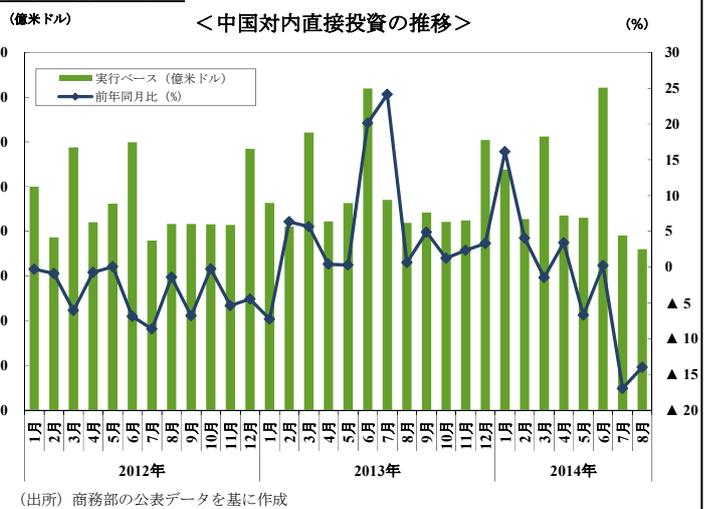
国家统计局は18日、8月の70大中都市の不動産価格指数を発表した。新築商品住宅の価格が前月比下落した都市数は前月の64都市から68都市に増加し、5ヶ月連続の増加となった。うち、価格の下落幅が最も大きかった都市は杭州(浙江省)で前月比▲2.1%、続いてフフホト、包頭(共に内モンゴル自治区)、瀋陽(遼寧省)、武漢(湖北省)、金華(浙江省)、惠州(広東省)が何れも同▲1.7%となった。また、対前年同月比で価格が下落した都市数も前月の3都市から19都市と大幅に増加し、杭州は前年同月比▲5.6%と下落幅の最も大きい都市となった。なお、中古住宅価格で前月比下落した都市数は前月の65都市から67都市に増加、対前年同月比で下落した都市数は前月の15都市から32都市に増加した。



### 【貿易・投資】

#### ◆8月の対内直接投資 前年同月比▲14.0% 2ヶ月連続で前年割れ

商務部の16日の記者会見によると、8月の新規設立の外資企業数は前年同月比+5.2%の1,951社、対内直接投資額(実行ベース)は、同▲14.0%の72.0億米ドルとなった。1-8月の累計では、外資企業数は前年同期比+5.0%の15,200社、対内直接投資額は同▲1.8%の783.4億米ドルとなった。同部は対内直接投資額の減少要因について、世界経済の回復の弱さ、土地供給減や人件費上昇等といった中国ビジネス環境の変化を挙げた他、新たな資本登記制度の実施に伴う資本金払込期限の緩和、人民元相場の変動を受け、投資家が出資ペースを遅らせたことも一因と指摘した。なお、1-8月の累計を国・地域別で見ると、日本からは前年同期比



▲43.3%の31.6億米ドルと、1-7月の同▲45.4%より減少幅は縮小した。その他については、EUが同▲17.9%の42億米ドル、米国が同▲16.9%の20.8億米ドル、ASEANが同▲9.7%の45.9億米ドルとマイナスとなったのに対し、韓国は同+31.3%の30.2億米ドル、英国は同+18.9%の8.5億米ドルと高い伸びとなった。

【金融・為替】

◆上海市政府 資本市場の発展促進について意見発表

上海市政府は15日、「上海市資本市場の健全な発展の促進に対する実施意見」を発表した。中国(上海)自由貿易試験区(上海自貿区)における資本市場の更なる開放、多様化する資本市場の形成、証券先物サービス機関の強化、企業の革新・発展の促進、行政サービスの改善を骨子とするもので、上海市の資本市場の発展に向けた措置を示している。具体的には、上海自貿区において、区内企業の域外親会社及び域外機構による域内での人民元債券発行、自由貿易口座を通じたクロスボーダー資金移動、一定の条件を満たした個人投資家による対外・対内投資等を促進するとし、区内で証券会社、ファンド管理会社、先物取引会社を新設する際の外国投資家の出資上限を緩和する。また、上海と香港の証券取引所の間での株式取引相互乗り入れ制度(滬港通)の試行推進、新たなデリバティブ商品の開発等も盛り込まれている。なお、本意見の実施期間は2014年10月1日から2019年9月30日までの5年間となっている。

人民元レビュー

◆経済指標を受けて弱含むも下値は限定的

今週の人民元は6.13台後半で寄り付いた。8月の経済指標の大幅鈍化が嫌気されて人民元は軟調に推移。16日には6.15台後半まで下落した。ただ、中国人民銀行の資金供給に関する報道が好感されて反発しており、本稿執筆時点では6.13台後半での推移となっている。

13日に発表された8月の経済指標は総じて弱い内容となった。小売売上高は前年比11.9%と4ヶ月ぶり低水準へ落ち込んだほか、固定資産投資(除く農村部)も前年比16.5%と市場予想(同+16.9%)以上に鈍化した。加えて、鉱工業生産は前年比+6.9%と5年8ヶ月ぶり低成長となり、市場は中国景気に対する懸念を強めることとなった。これを受けて中国人民銀行が5大銀行へ資金供給を実施と報じられた。本件について中国人民銀行による正式な発表は19日現在出ていないが、市場では好意的に受け止められた。また、18日には公開市場操作において14日物レポの利回りを3.5%と前回(16日)から0.2%引き下げて100億元を供給しており、中国人民銀行による更なる金融緩和姿勢が示された。李首相は17日に小規模企業への支援拡大を表明。大規模な景気刺激策を講じないとの姿勢を維持した格好だが、今後大きく改善しなければ2014年の経済成長目標である7.5%の達成は危うい。今後の景気動向次第では景気に軸足を移す可能性が高いため、注意が必要だ。

足許では、経済指標を受けた上海主要株式指数の下落が一服している。また、対ドル基準値も安定的に推移しており、当局による元安誘導姿勢も伺えない。来週の人民元も現水準を中心とした推移となろう。

(9月19日作成) (市場企画部市場ソリューション室 グローバルマーケットリサーチ)

日付	USD				JPY(100JPY)		HKD		EUR		金利 (1wk)	上海A株 指数	
	Open	Range	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比		指数	前日比
2014.09.15	6.1387	6.1384~6.1444	6.1420	0.0074	5.7224	-0.0015	0.79234	0.0007	7.9402	0.0121	3.8000	2448.77	7.50
2014.09.16	6.1501	6.1457~6.1572	6.1462	0.0042	5.7377	0.0153	0.79324	0.0009	7.9555	0.0153	3.8200	2404.18	-44.59
2014.09.17	6.1450	6.1385~6.1450	6.1401	-0.0061	5.7252	-0.0125	0.79207	-0.0012	7.9584	0.0029	3.2800	2416.01	11.83
2014.09.18	6.1439	6.1406~6.1461	6.1406	0.0005	5.6545	-0.0707	0.79224	0.0002	7.9121	-0.0463	3.3800	2424.44	8.43
2014.09.19	6.1370	6.1304~6.1415	6.1405	-0.0001	5.6249	-0.0296	0.79221	-0.0000	7.9063	-0.0058	3.3400	2438.64	14.20

(資料) 中国外貨取引センター、中国人民銀行、上海証券取引所資料より三菱東京UFJ銀行国際業務部作成