

TOPICS

中央経済工作会議:2016 年の経済運営方針を決定 ～「供給側」の構造改革に注力～

2016 年の経済運営方針を決定する中央経済工作会議(以下、「会議」という)が 12 月 18 日から 21 日にかけて北京で開催された。2016 年は「第 13 次五ヵ年計画」を実施する初年度であると同時に構造改革を進める上で最も重要な一年でもある。中国経済の「新常态」へ如何にして対応していくかが、短期的な経済の安定成長だけでなく、中長期的な中国経済の発展の持続および社会の安定につながるポイントである。「会議」では、「供給側」の構造改革推進は「新常态」に適応し、「新常态」の舵取りをするための重要な「革新」であり、経済の「新常态」に関する必然的な要求であると強調し、2016 年は「供給側」の構造改革に注力し、「難題」を解決する決意を示した。

本稿は新華社が 12 月 21 日に発表した中央経済工作会議に関するプレスリリース(以下、「リリース」という)に基づき、2016 年における経済運営の基本方針を中心に「会議」の要旨をまとめたうえで、「供給側」の構造改革について簡単に説明したい。

I. 中国経済の「新常态」について

1. 「新常态」が中国経済発展の新たな基調

2014 年の「会議」で、中国の経済発展はこれまでの高度成長から安定成長への移行、規模やスピード重視の「粗放型」から質と効率重視の「集約型」への転換、量的拡大から質的向上への構造調整、伝統的な成長エンジンから新たな成長エンジンへの切り替えなど、「新常态」に入ったことを明確に示した。

2015 年の「会議」では、経済発展における「新常态」の認識・適応・舵取りをすることは、足元、または今後の一定期間の経済発展における道筋であり、これは世界経済の長期的周期および中国経済の発展段階やその相互の影響を総合的に分析したうえで判断したものであるとの見方を示し、「新常态」は今後の中国経済発展の長期的な基調になると読み取られている。

2. 「新常态」下における経済運営の新要求

「会議」では、「新常态」においても、中国経済のファンダメンタルズは依然として良好であり、経済発展の潜在力は大きく、政策運営の余地もあると強調した一方、様々な困難や挑戦にも直面し、特に構造的な過剰生産力問題が深刻化し、避けては通れない関門に差し掛かっており、困難を克服し、必ず解決しなければならないと言うなど、「新常态」下における経済運営の課題を示した。

「会議」では、「供給側」の構造改革推進が、「新常态」に適応し、「新常态」の舵取りをするための重要な「革新」であり、経済の「新常态」の必然的な要求であると指摘したうえで、「新常态」を舵取りするには、以下のような経済運営方式の転換が求められているとの見方を示した。

- ◆ 経済発展に関しては、発展の質と効率の向上をより重視すること。
- ◆ 経済の安定化のために、供給側の構造改革に注力すること。
- ◆ マクロ経済政策の運営に関し、市場行為と社会からの期待(見通し)の誘導に一段と取り組むこと。
- ◆ 産業構造の調整について、足し算、引き算、掛け算と割り算を併用すること(過剰生産能力の削減と新興産業育成や脆弱分野の強固などを同時に進めるという意味)。
- ◆ 都市化について、流入人口の「市民化」(居住地の住民と同等の社会保障等を享受できること)を中心に推進すること。

CHINA WEEKLY

- ◆ 地域発展について、人口、経済と資源や環境受容力の均衡により配慮すること。
- ◆ 環境保全に関し、グリーン生産方式および環境に配慮した消費習慣の形成を促進すること。
- ◆ 民生事業について、特定の階層や特別な課題に絞りこみ、的確に扶助すること。
- ◆ 対外開放の拡大について、ハイレベルでの対外開放と中国企業の海外進出を推進すること。

当室コメント

- ◆ 2014 年の中央経済工作会议において、中国経済が「新常态」に入ったことが確認された。「新常态」にいかに対応するかについて、1 年間の模索を経て、現政権は「供給側」の構造改革に取り組む方針を明確に打ち出した。「供給側」の構造改革は 2016 年、または今後長期間にわたり取り組む課題となり、マクロ経済政策も「供給側」の改革をめぐって展開すると見られる。

Ⅱ. 2016 年における経済運営の政策基調ポイント

「リリース」によれば、会議では、2016 年の経済運営の政策基調として、以下の方針が示された。

1. 2016 年における経済運営の基調

～「稳中求進」を継続も、構造改革に注力

- ◆ 全体要求として、2015 年の「稳中求進（経済運営や社会の安定を維持した上で前進）」の政策基調を継続し、改革開放、経済成長の安定、構造調整、民生改善、リスク防止の基本方針を堅持しながら、経済成長率を適切なレンジ内で安定させる上で、構造調整に一層注力することを強調。
- ◆ 総需要を適切に拡大すると同時に過剰生産能力の削減、在庫の解消、デレバレッジ、コストダウン、脆弱分野への支援を進め、供給体系の質と効率を向上し、投資の有効性を高める。
- ◆ 新たな発展動力の育成を加速すると同時に、伝統的な産業の比較優位性を引き上げ、中国の生産力水準全体の向上を促進する。

当室コメント

- ◆ 2016 年は「稳中求進」の政策基調を継続するも、「供給側」の構造改革推進などにより、新たな成長力を掘り起こし、経済の持続的発展を保つことが喫緊の課題となっており、「供給側」の構造改革にブレークスルーが期待されている。
- ◆ 「経済成長率を適切なレンジ内で安定させる」ことを改めて強調し、中国経済の急速な減速を回避する姿勢を明確に示した。成長率目標については、2015 年の 7.0%前後から 6.5%以上に引き下げるかどうかを検討された模様である。具体的な数字は 2016 年 3 月の全人代（日本の国会に相当）で公表されるが、ほとんどの機関が 2016 年の中国の経済成長率は 6.5%～7.0%となる見通しを示した。

2. マクロ経済政策方針

～「積極的な財政政策と穏健な金融政策」を継続も、積極財政の更なる強化、金融政策の弾力性を向上

「会議」では、2016 年、または今後一定期間にわたり、総需要を適切に拡大すると同時に「供給側」の構造改革が重要な課題となっており、この課題への取り組みに向けて、相互補完し合う 5 つの政策を実施する方針を明らかにした。

- ◆ 第一に、マクロ経済政策の安定性を保ち、構造改革に安定的なマクロ環境を作り出す。
- (1)「積極的な財政政策」をさらに強化し、減税を行い、段階的に財政赤字率を引き上げ、必要な財政支出および政府投資を適切に増やすほか、減税に伴う財政収入の減少を補い、政府が負うべき支出を保証する。

CHINA WEEKLY

(2)「穏健な金融政策」について、度合いを適切にコントロールするほか、弾力性を高め、構造改革に適した通貨、金融環境を創出する。融資コストの低減、合理的且つ充足された流動性供給と適切な社会融資総量の増加を維持し、直接金融の比率を引き上げ、融資構造を最適化し、為替形成メカニズムを改善する。

◆ 第二に、的確な産業政策を実施し、構造改革の方向を精確に定める。

- (1) 農業の現代化、製造業強国の建設、サービス業発展の加速、インフラのネット化レベルの向上などを推進し、新たな成長力を育成する。
- (2) イノベーションによる経済発展方針を堅持し、既存産業や部門に活力を与えるとともに、脆弱分野を強固にし、グリーン発展を速め、実体経済を発展させる。

◆ 第三に、ミクロ経済政策の柔軟性を高め、市場環境の健全化、企業の活力、消費の潜在力の掘り起こしに力を入れる。

- (1) 市場経営および投資に有利な制度や政策環境を提供し、あらゆる所有制形態の企業の発展を推奨し、あらゆる所有制形態の企業の財産権と合法的權益を保護し、企業の市場に対する期待を改善し、企業による投資意欲を高める。
- (2) 地方保護主義などを排除し、商品が自由に流通、平等に交換できる市場環境を作る。
- (3) 有効供給能力を高め、供給の革新、商品の質の向上を通じ、消費需要を拡大する。

◆ 第四に、改革政策を徹底的に実施する。

- (1) 改革政策の実行体制を健全化し、難しい改革課題にも取り組み、大衆が改革の成果を実感できるようにする。
- (2) 地方の積極性を引き出し、地域によって差異のある改革の試行を認める。

◆ 第五に、社会政策のセーフティーネット機能を発揮し、基本的な公共サービスを保障する。

当室コメント

- ◆ 上記の5つの政策措置は経済、産業、社会保障をカバーし、改革、経済と社会の安定、経済の持続的な発展に配慮した総合的な方策であると評価されよう。
- ◆ 経済の下振れリスク、構造改革に対応するため、中央財政支出の拡大など財政出動の強化が求められている。2015年の中国における財政赤字の規模は1.62兆円で2014年より2,700億元引き上がり、対GDP比率では2.3%と同2.1%より0.2%引き上がったが、2016年の財政赤字規模および財政赤字の対GDP比率はさらに拡大する見込みである。
- ◆ また、小型零細企業に対する構造的減税措置の継続、建設業、金融業、不動産業および生活サービス業における「営改増」（営業税から増値税への税制改革）の完成に伴い、減税効果が4,000-5,000億元に上ると推算される。このほか、製造業企業の増値税率の引下げ、資源税や消費税の改革、環境保全税の導入、個人所得税の調整など財政・税制改革も視野に入れている。

CHINA WEEKLY

- ◆ 金融政策については、穏健な基調を堅持するも、内外の金融、経済の先行きが依然として不安定な中において、特に米国の追加利上げの国際金融市場への影響に対応するため、中国の金融政策運営の主体性および弾力性の向上が一段と要求されている。資本流出への対応や人民元の国際化推進により人民元為替相場形成メカニズムの健全化が早急に行われると予想される。
- ◆ 流動性について、安定成長の維持や構造改革、融資コストダウンに重点を置き、短期流動性オペ(SLO)、短期流動性ファシリティ(SLF)、中期流動性ファシリティ(MLF)、担保付き補完貸出(PSL)などを通じ、充足された流動性供給は継続される。足元、外貨ポジションが持続的に減少する背景において、預金準備率の追加引き下げも予想される。

3. 構造改革のキーポイント

～過剰生産能力の削減、企業のコストダウン、不動産在庫の処理、デレバレッジ、脆弱分野の強化

「会議」では、構造改革は最も煩雑で骨の折れる作業となるが、戦略において「稳中求進」を堅持し、改革の時機と度合いをしっかりとらえる必要がある一方、戦術として、2016年は、以下の5つの任務に取り組む方針を示した。

- ◆ 第一に、過剰生産能力の削減を積極的、且つ穏当に進め、法に従って、市場化手段と行政指導の併用により、社会の安定と構造調整に適切に対応する。
- (1) 市場化の破産清算の法制度を整備し、清算案件の処理を速める。
- (2) 財制・税制、不良資産処理、失業者対応、および撤退企業への補助などに関する政策措置を講じ、資本市場も企業の合併吸収に有利な条件を提供する。
- (3) 過剰生産能力の削減について、合併吸収を主とし、破産清算を回避し、レイオフ者の雇用に対応する。
- (4) 新たな生産能力の拡大を抑制し、過剰生産となっている産業の問題の更なる深刻化を防止する。

当室コメント

- ◆ 構造改革は短期的な経済の安定成長だけでなく、中長期的な中国経済発展の持続および社会の安定につながるポイントであり、過剰生産能力の削減、企業のコストダウン、不動産在庫の処理、デレバレッジなど、いずれも中国経済の持続可能な発展に影響する問題となっており、構造改革が本格的に進むかどうか、中国経済減速が底を打ち、自律的な回復を実現するキーポイントとなっている。
- ◆ 足元、過剰生産となっている業界は鉄鋼、石炭、セメント、非鉄金属、電解アルミ、建材、造船などの重化学工業から、太陽光発電などの新興産業にまで拡大し、過剰生産能力の削減は地方経済の安定、財政収入の減少、失業の増加などに大きな影響を与えることから、過去数年間、実質的に進展しなかった。今後、環境や安全基準の強化、競争などの市場化手段による優勝劣敗のほか、地方政府に対する業績評価の見直し、財制・税制上の支援、失業対応など行政指導も必要となる。
- ◆ 過剰生産能力の削減について、イノベーションが不可欠となっており、技術革新や技術改造により、伝統的な産業のレベルアップや高度化を図らなければならない。

- ◆ 第二に、様々な措置を講じ、企業のコストダウンを図る。

- (1) 政府機能の転換、行政許認可権限の委譲や緩和、仲介サービスの整理整頓などを通じ、企業取引の行政コストを軽減する。

CHINA WEEKLY

- (2) 不合理な費用徴収を撤廃し、社会保険料負担を低減し、「五险一金（公的年金保険、医療保険、失業保険、労災保険、出産保険、住宅積立金）」の統合と簡素化、製造業企業の増値税税率の引下げなどを検討する。
- (3) 企業の財務コスト、電力価格、物流コストの低減を進める。

中国の社会保険料

項目	保険料率	負担割合	
		企業負担	個人負担
1 公的年金保険	28%	20%	8%
2 医療保険	8%	6%	2%
3 失業保険	2%	省、市によってことなる	
4 労災保険平均	0.75%	企業全額負担	
5 出産保険平均	0.50%	企業全額負担	
6 住宅積立金	8%-12%	8%-12%	8%-12%

注：社会保険料徴収額には上限と下限があり、それぞれの額は地域ごとに設定されており、一般的に昨年の当地域の平均賃金をベースに算出される。例えば、北京の場合、2015年の月別社会保険料徴収額の上限は2014年の平均賃金(6,463元)の300%である19,389元、下限額は2014年の平均賃金の40%である2,585元とされている。すなわち、毎月の賃金が19,389元を超えた人からは一律19,389元を保険料として徴収し、賃金が2,585元未満の人からは一律2,585元を徴収することとなる。

出所：公開資料を基に三菱東京UFJ銀行(中国)中国調査室作成

当室コメント

- ◆ 企業コストの低減に関し、社会保険料の低減や製造業企業の増値税率の引き下げが現実味を帯びてきている。当面、中国の社会保険は上表のように「五险一金」から構成され、企業は賃金総額の40～44%を納付することとなっており、経済が減速し、企業収益が減少する中、企業負担が重くなっている。
- ◆ かかる中、2015年に入って以降、政府は相次いで労災保険、失業保険および出産保険の保険料率を引き下げたが、引下げ幅は合わせて2%に至らず、効果が非常に限定されている。年金保険料率の引下げが期待されているが、高齢化が深刻化し、年金保険収支圧力が高まる中、年金保険料率を引下げざるをえない場合、年金保険制度の抜本的な改革も不可欠であるという。

◆ 第三に、不動産在庫の処理を進め、不動産市場を安定化する。

- (1) 農民工(農村からの労働者)の「市民化」を加速し、住宅に対する有効需要を拡大する。
- (2) 住宅制度改革の方針を明確にし、新市民の住宅ニーズを満たすことに重点を置き、戸籍を持っていない人でも就職地で公営賃貸住宅を賃借できるようにする。
- (3) 住宅賃貸市場を発展させ、個人と機関投資家が分譲住宅を購入し、賃貸市場のサプライヤーになることを認め、住宅賃貸をメイン業務とする専門会社の発展を奨励する。
- (4) 不動産業の吸収合併を促進し、不動産開発業者が適切に分譲住宅の価格を引き下げることが推奨される。
- (5) 不動産市場に対する制限措置を撤廃する。

CHINA WEEKLY

当室コメント

- ◆ 2015 年 11 月末時点、中国の「商品房（販売用物件、住宅、オフィス、商業物件を含む）」在庫面積は 6.96 億平米となっており、この内、分譲住宅の在庫面積は 4.4 億平米になった。建設中物件の面積を含むと、潜在的な「商品房」在庫は 90 億平米にも上り、深刻な過剰在庫を抱えており、長引く不動産投資の減速の要因となった。不動産在庫の解消は不動産市場の安定だけでなく、中国経済にも影響する重要な課題となっており、今後、住宅購入奨励、住宅ローンの規制緩和、大都市以外の都市での不動産市場抑制措置の撤廃、政府買取（保障住宅建設の代替）など、不動産市場を後押しする措置が相次いで打ち出されると見られる。
- ◆ 1998 年の住宅制度改革以降、中国の不動産市場は急速な発展を遂げ、2013 年の「商品房」の販売面積は 13 億平米とピークを迎え、都市住民の住宅実需がほぼ満たされた。かかる背景下、今回の会議で農民工の都市部定住の支援を中心に、不動産在庫の処理を進める方針を打ち出した。
- ◆ 国家統計局によると、2014 年末時点、農民工は 2.7 億人で、このうち、都市で住宅を購入した人数は 1%のみであり、今後、約 3 億人の農民工の都市における定住に伴う住宅需要が不動産市場を下支えする柱となる。
- ◆ 一方で、住宅在庫は主に地方の中小都市に集中しており、大都市と比べ、これらの都市における就職チャンス、教育、医療などの公共サービスはさほど魅力的ではなく、政府の方針と農民工の期待にミスマッチが生じている。なお、農民工の収入から見れば、当面の住宅価格は依然として高止まりしており、農民工の購買力を高めるには、農村での土地改革を着実に進め、農民の財産収入を増やすことが必要である。

◆ 第四に、デレバレッジを進め、金融リスクを防止する。

- (1) 信用デフォルトに対して法に基づき対応する。
- (2) 地方政府の既存債務の置換を進め、地方政府債券の発行方式を改善し、地方政府の債務管理を健全化する。
- (3) 監督管理を強化し、違法な資金集めを取り締まり、各種ファイナンス行為を規範化する。
- (4) システミックリスクと地域的な金融リスクを断固として発生させない。

当室コメント

- ◆ デレバレッジに関しては、主に地方政府債務の置換および企業のレバレッジ率の低減を中心に進められる。
- ◆ 2014 年末時点、地方政府の債務残高は 24 兆円で、その内の政府返済債務は 15.4 兆元と見られる。2015 年より、財政部は地方政府の既存債務を予算に組み入れ、残高管理を実施。また、地方政府の高利債務を低利の債券へ置換することを実施し、2015 年は計 3.2 兆元が置換され、地方政府の債務返済負担の軽減、デフォルトリスクの防止に寄与した。2016 年の置換規模は さらに拡大すると見られる。

CHINA WEEKLY

- ◆ 中国社会科学院が 2015 年 8 月に発表した「中国国家資産負債表 2015」によると、2014 年末時点、中国全体の負債総額は 150 兆元に達し、対 GDP 比は 2008 年の 170%から 236%に上昇した。金融部門などを除く企業部門の債務総額は 138 兆元で対 GDP 比は 2008 年の 157%から 217%に上昇し、レバレッジ率は米国、ドイツ、日本などの先進国の企業を大きく上回っており、企業のデレバレッジが喫緊の課題となっている。企業経営コストや財務負担の軽減、直接金融の拡大など総合的対策が必要である。
- ◆ 金融リスクは商業銀行の信用リスク、金融システム間のクロスリスク、民間の違法融資リスクなどが注目されており、監督管理の強化が必要で、現行の分業監督管理体制の見直しが行われる可能性もあると見られる。

◆ 第五に、脆弱分野の強化を通じ、有効な供給の拡大を図る。

- (1) 貧困脱却行動を徹底的に実施する。
- (2) 企業の技術改造と設備更新をサポートし、新興産業を育成し、発展させる。
- (3) ハードとソフトの両面からインフラにおける脆弱部分を補強し、投資の有効性と的確性を高める。
- (4) 人材育成に力を入れ、労働力が市場環境の変化に適応できるようにする。
- (5) 農業の総合生産力を向上し、農産品の有効供給を保証すると同時に農民収入の安定的な増加を確保する。

4. 構造改革の推進に全面的な改革の深化が不可欠

～国有企業、財政・税制、金融体制、年金保険制度および医療衛生体制の改革を重点に

「会議」では、構造改革の推進には、改革の全面的な深化が不可欠で、国有企業、財税制、金融体制、年金保険制度および医療衛生体制などの重点分野およびキーポイントの改革を強化し、他分野の改革に影響が大きく、促進できる改革措置を打ち出すことを示した。

1. 国有企業改革について、国有資本投資公司、国有資本運営会社の設立を加速し、独占業界の改革を速める。
2. 財政・税制体制改革について、中央と地方の責任および財政支出を明確にし、地方発展能力の増強、企業負担軽減などの重要課題に取り組む。
3. 金融体制改革に関し、融資機能が改善され、基礎制度が確固たるものに整備され、市場の監督・管理が有効で、投資者の権益が保護される株式市場を構築し、金融監督管理体制改革案を提出する(CBRC, CSRC, CIRC の統合という議論もある模様)。国有商業銀行の改革を更に深化し、グリーン・ファイナンスを発展させる。
4. 年金保険制度改革を加速し、個人年金口座管理の改善、年金統括管理レベルを引き上げる。
5. 医療衛生体制改革を速め、基本医療および末端医療部門の機能を強化するうえで、新しい医療体系を構築し、「看病難、看病貴(診察を受けるのが困難で、薬品が高い)」の問題を解決する。

当室コメント

- ◆ 国有企業改革は「供給側」構造改革の最大課題で、過剰生産能力の削減、デレバレッジ、有効供給の向上などにも関連しており、新常态下における中国経済成長の鍵を握っているといえる。現時点で中国における国有企業は約16万社あり、この内、中央政府傘下が約5.2万社、地方政府傘下が10.8万社である。国有企業はほとんどが鉄鋼、石炭、石油化学、非鉄金属などの重化工分野に集中し、深刻な過剰生産能力、債務超過問題を抱えている。2015年に入ってから、収益悪化が目立ち、一部は「ゾンビ企業」になり、政府の保護下で延命されており、資金などの資源配分を歪めている。
- ◆ 2016年において、国有企業改革は主に新たな国有資本管理体制の構築、混合所有制の推進、合併吸収、賃金とイニシアチブ体系の改善などの面で進められるという。国有企業の合併吸収について、資産再編、財産権譲渡、破産清算などを通じ、3年かけて「ゾンビ企業」を処理し、国有企業の効率と体質の改善を目指す。同時にグローバル化や海外進出の加速という現状を踏まえれば、国有企業間の大型合併も引き続き実施されると予想する。
- ◆ 資本市場について、株式発行の審査制から登録制への転換、OTC市場の拡大など多層的な資本市場の構築を進展させ、直接金融を拡大させることにより、デレバレッジや企業の資金調達困難の軽減、新興企業の育成に寄与することが期待されている。

5. 対外開放の拡大

～外資導入と中国企業の海外進出を同時に促進

会議では、対外開放の拡大について、ハイレベルでの対外開放と中国企業の海外進出を推進し、知的財産権保護の強化など外資投資環境を引き続き改善する方針を示した。

1. 貿易の最適化、国際的な生産や設備製造の提携、自由貿易区と投資協定交渉の加速、国際経済の構造改革への寄与などを引き続き推進する。
2. 外資の投資環境を改善し、外資企業の権益保護を高度に重視し、知的財産権の保護を強化し、外資企業と中資系企業を平等に取り扱う。
3. 「一带一路」建設を着実に進め、アジア投資開発銀行(AIIB)、シルクロード基金の融資機能を生かし、重要プロジェクトを着工させる。

Ⅲ. 「供給側」の構造改革について

「供給側」の構造改革という発想は、マクロ経済学にある1つの学派であるサプライサイド経済学(Supply-side economics)に起源するものと思われる。サプライサイド経済学は1970年代に米国で誕生し、供給側の活動に着目し、供給力を向上することで経済成長を促すという考え方である。この学派は「セイの法則」を前提に「供給が自ら需要を作り出す」と主張し、「供給学派」と名づけられた。サプライサイド経済学の主要な経済政策として、減税、行政関与の削減、イノベーションなどが挙げられる。

サプライサイド経済学と対照的なのはケインズにより提唱された有効需要という概念である。ケインズは価格メカニズムが働かない短期においては、総供給と国民所得を決定するのは総需要の大きさであり、大恐慌により縮小した民間部門の需要は政府が補うべきであると主張したもので、主な政策手段は財政支出の拡大や金融緩和などである。

最近、中国で「供給側」の構造改革が最もホットな話題となっている。11月10日に行われた中央財經小組会議で習近平氏は今後の経済政策について、「総需要を適切に拡大するとともに、供給側の構造改革を推進し、供給システムの効率向上に注力する」と述べ、現政権として初めて「供給側の構造改革」の方針を打出した。11月11日に国务院常務委員会で「新たな供給動力を育成し、内需を拡大する」と改めて強調した。

CHINA WEEKLY

さらに11月18日にAPECサミット会議において、習近平氏は「世界経済の深層問題を解決するには、単なる金融面の刺激では限界があり、経済構造の改革に一段と努力が必要であり、供給体系が需要の変化に適応するようにしなければならない」と発言した。また、李克強総理は第13次五年計画制定に関する会議においても、「供給側と需要側の両面に力を入れ、産業の高度化を促進する」と述べ、「供給側」の構造改革は一段と注目を集めている。その背景には以下の原因がある。

過去十数年間、中国のマクロ経済政策は総需要管理に関するものが圧倒的に多かった。最も典型的なのは、世界金融危機発生後の2009年における「4兆元の大型刺激策」であり、大規模な景気刺激により中国はいち早く金融危機から脱出できた。

しかし、総需要管理は短期的な景気対策に着眼するものであり、刺激策の連発は経済の構造調整を遅らせ、近年来、そのマイナスの影響が顕在化しつつある一方、総需要管理の効果が薄まっており、「供給側」に目を向けることとなった。

足元、中国の「供給側」には多くの問題が存在している。例えば、既存の供給システムが消費構造の変化、消費ニーズの多様化・個性化・高度化に対応できず、国内の消費需要が低迷する一方、海外で中国観光客が「爆買い」することは、国内の需要が足りないわけではなく、供給がそのニーズに追いつかないことを意味するといえよう。また、鉄鋼などの業界で深刻な過剰生産能力を抱えているにもかかわらず、ハイレベルの自動車用鋼材などは輸入に頼らざるを得ないことなどがその典型例である。

このほか、サービス業への進出規制により、教育、医療、金融、観光などの分野における供給の同質化や、サービスの質の低下などの問題が顕在化し、消費者が満足できるサービスを受けられず、大量の消費が海外へ流出している。近年、中国経済に占めるサービス業の比率は上昇しており、サービス業は経済成長の安定維持だけでなく、雇用創出、社会の安定にも寄与することから、サービス業の規制を緩和し、供給を大幅に増加することが期待されている。

今回の中央経済工作会议で明らかにされたように、「供給側」の構造改革は今後長期間にわたり取り組む課題となっており、2016年は過剰生産能力の削減、企業のコストダウン、不動産在庫の処理、デレバレッジなどを中心に「供給側」の構造改革が展開されることから、その実施細則や進捗状況、中国経済への影響などに引き続き注目することが必要である。

CHINA WEEKLY

添付資料:

2000 年以降の中央経済工作会議で示されたマクロ経済政策基調

開催時期	財政・金融政策	政策目標
2015年 12月18日-21日	積極的な財政政策を強化 穏健な金融政策の柔軟性を向上	「新常态」への適応・舵取りをし、「供給側」の構造調整に注力
2014年 12月15日-16日	積極的な財政政策 穏健な金融政策	「新常态」に適応、稳中求進、改革の深化、経済成長の質と効率の向上
2013年 12月10-13日	積極的な財政政策 穏健な金融政策	稳中求進、改革と革新の推進、経済成長の質と効率の向上
2012年 12月15-16日	積極的な財政政策 穏健な金融政策	稳中求進、経済成長の質と効率の向上、都市化の推進
2011年 12月12-14日	積極的な財政政策 穏健な金融政策	経済の安定成長、経済構造の調整、インフレ予想の管理を重要視
2010年 12月10-12日	積極的な財政政策 穏健な金融政策	経済構造調整の加速、物価の安定化を重要視
2009年 12月5-7日	積極的な財政政策 適度緩和の金融政策	政策の連続性と安定性を保つ
2008年 12月8-10日	積極的な財政政策 適度緩和の金融政策	内需拡大、経済の安定的でやや速い成長を保つ
2007年 12月3-5日	穏健な財政政策 引締め金融政策	経済の過熱化を防止
2006年 12月5-7日	穏健な財政政策 穏健な金融政策	消費、投資、輸出の協調的な発展を図る
2005年 11月29日-12月1日	穏健な財政政策 穏健な金融政策	政策の連続性と安定性を保つ
2004年 12月3-5日	穏健な財政政策 穏健な金融政策	マクロコントロールの成果を強化、全面、協調かつ持続可能な発展を図る
2003年 11月27-29日	積極的な財政政策 穏健な金融政策	経済成長の質と効率を向上させる
2002年 12月9-10日	積極的な財政政策 穏健な金融政策	経済成長のスピード、構造、質、効率の統一を図る
2001年 11月27-29日	積極的な財政政策 穏健な金融政策	内需拡大、経済成長の質と効率の向上を図る
2000年 11月28-30日	積極的な財政政策 穏健な金融政策	堅調な経済成長態勢を維持
公開資料を基に三菱東京UFJ銀行(中国)有限公司中国調査室整理		

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

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては全てお客様御自身でご判断くださいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当店はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

三菱東京 UFJ 銀行(中国)有限公司中国トランザクションバンキング部 中国調査室
北京市朝陽区東三環北路 5 号北京發展大廈 4 階 照会先:石洪 TEL 010-6590-8888ext. 214

CHINA WEEKLY

WEEKLY DIGEST

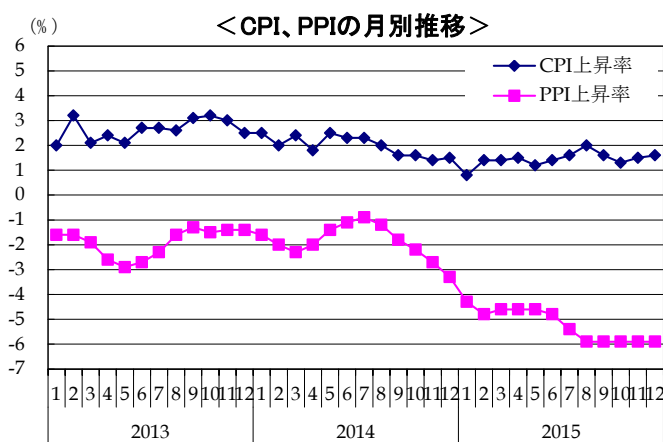
【経済】

◆12月のCPI 前年同月比+1.6% 2015年通年で前年比+1.4%

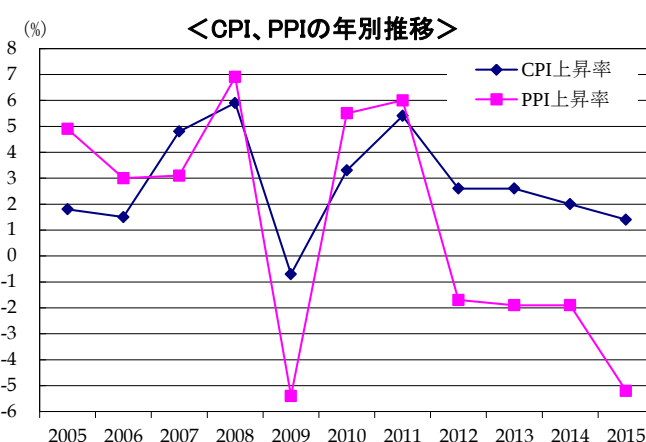
国家統計局の9日の発表によると、2015年12月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比+1.6%となり、上昇幅は前月より0.1ポイント拡大した。2015年通年では前年比+1.4%と、上昇幅は前年より0.6ポイント縮小し、3.0%前後とする政府の通年目標を大きく下回った。

12月の品目別では、食品が前年同月比+2.7%、非食品が同+1.1%。食品のうち、豚肉は同+14.0%、野菜は同+11.8%と上昇幅が大きかったのに対し、卵は同▲11.1%、果物は同▲6.9%と下落した。

2015年12月の工業生産者出荷価格指数(PPI)は前年同月比▲5.9%と前月比横ばいで、46ヶ月連続のマイナスとなった。2015年通年では前年比▲5.2%と、前年の▲1.9%より更に大きく下落した。



(出所) 国家統計局の公表データを基に作成



(出所) 国家統計局の公表データを基に作成

◆世銀 中国の2015年成長率予測を7.1%から6.9%に下方修正

世銀は6日、「世界経済見通し」を発表し、中国の2015年GDP成長率予測を前回2015年6月時点での7.1%から6.9%に下方修正した。

持続可能でバランスのとれた経済成長を促進する政策を反映して、経済成長は減速傾向にあり、地方政府の債務問題、シャドーバンキングの抑制、過剰生産能力の解消に向けた対策が続けば投資や工業生産を圧迫することになると指摘。一方、原油安がこうした下押し圧力を緩和するとも分析し、的を絞った政策措置により経済成長の減速が緩やかなものになることが期待されるとした。また、2016年についても、前回の7.0%から6.7%に下方修正した。

なお、2015年の世界経済の成長率については、前回の2.8%から2.4%に、2016年については3.3%から2.9%にそれぞれ下方修正した。

＜世界銀行による中国・世界経済のGDP成長率予測＞ (%)

		2015年	2016年	2017年
中国	2015年6月発表	7.1	7.0	6.9
	2016年1月発表	6.9	6.7	6.5
世界	2015年6月発表	2.8	3.3	3.2
	2016年1月発表	2.4	2.9	3.1

(出所) 世界銀行「世界経済見通し」(2016年1月)を基に作成

【金融・為替】

◆株式市場の「サーキットブレーカー」制度 1月8日から一時停止

中国证券监督管理委员会(証監会)と上海証券取引所・深圳証券取引所・中国金融先物取引所(上海)の3取引所は7日、今年から新たに導入した株式取引の「サーキットブレーカー」制度を8日から一時停止することを発表した。

「サーキットブレーカー」制度は、株価の変動が一定幅に達すると株式取引を停止させる制度で、中国は2015年夏の株価急落を受け、2015年12月4日に同制度の導入を決定した。具体的には、上海・深圳証券取引所に上場している代表性の高い300銘柄で構成する「CSI300」指数の変動幅が±5%となった場合、全ての株式と先物の売買を15分間停止し、変動幅が±7%となった場合は、売買を終日停止するもの。

2016年最初の取引日となる1月4日に初めて発動され、続いて7日にも発動されたが、7日の取引終了後、同制度の一時停止が決まった。

<「サーキットブレーカー」制度に関する動き>

1月4日	午後	・「CSI300」の下落が5%超に達したため同制度発動、15分間取引停止 ・再開後、「CSI300」の下落が7%超に達したため、終日取引停止
1月7日	取引開始直後	・「CSI300」の下落が7%超に達したため同制度発動、終日取引停止
	取引終了後	・8日から同制度を一時停止することを発表

(出所) 各種報道を基に作成

証監会が7日夜に発表した声明で、「サーキットブレーカー」制度の導入と一時停止について、本来は市場に冷却期間を提供することで、株価の大幅な変動を回避して、中小投資家の権益を保護すること、また、システム・トレードによる乱高下を抑制するための技術的対応時間を確保することを目的とした緊急対策で、「サーキットブレーカー」制度が株価急落の主因となったのではないと強調。但し、発動条件とする変動幅の限界に近づくと投資家の狼狽売りが起り、結果として限界への到達を早める「磁気作用」を起こし、株価下落を助長する一因ともなったことを認めた。先般の2回に亘る発動状況を見ると、所期の効果は上がっておらず、マイナス効果がプラス効果を上回ったことを考慮し、同制度を一時停止する決断に至ったと説明した。「サーキットブレーカー」制度はこれまでに経験したことのないもので、市場が適応するには時間を要するとし、今回の経験等を生かして関連制度を改善していくと表明した。

また、今回の株価急落に繋がったもう一つの要因としては、昨年7月8日に導入された上場企業の大株主を対象とした6ヶ月間の株式売却の全面禁止措置(証監会公告[2015]18号)の解禁を控え、解禁後の株式市場の需給関係の悪化を懸念して、1月8日の解禁日前に個人投資家による株式売却が殺到したことがあると見られている。

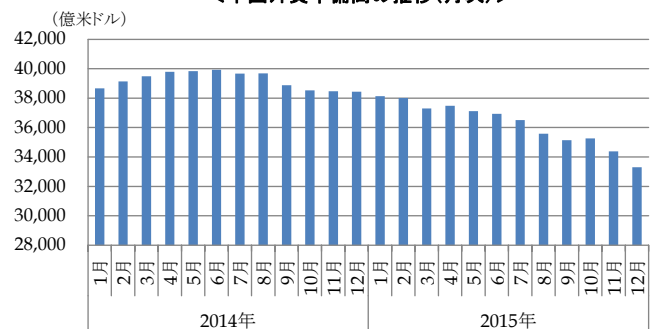
なお、証監会は7日、新たな株式売却規制(「上場企業の大株主、取締役・監査役・経営層の持分売却の若干規定」)を発表し、1月9日より上場企業の5%以上の株式を保有する大株主が3ヶ月間に売却できる株式数を発行済み株式数の1%に制限することとした。従来より条件が緩和されたが、株式売却の制限措置は実質延期されることになった。

◆12月の外貨準備高 前月比1,079億米ドル減

中国人民銀行の7日の発表によると、12月の外貨準備高は3兆3,303.6億米ドルと、前月比▲1,079.2億米ドルの大幅な減少となった。

一方、国家外貨管理局は9日に北京で開催した「2016年外貨管理工作会議」において、経済のファンダメンタルズは良好で、国際収支は基本的に均衡しているとし、中国の外貨準備は潤沢であることを強調した。

<中国外貨準備高の推移(月次)>



(出所) 中国人民銀行の公表データを基に作成

CHINA WEEKLY

RMB REVIEW

◆元安が一服し安値圏での揉み合いを予想

今週の人民元相場は、オンショア(中国国内市場、CNY)、オフショア(中国国外市場、CNH)共に、週を通して軟調に推移した。CNY は 6.51 台前半で寄り付いた後、対ドル基準値の前週末比元安水準への設定を受けて下落。5 日には大手国有銀行と見られる大口の人民元買いを受けて下げ渋ったが、6 日以降は基準値が連日元安水準へ引き下げられたことを受けて下げ幅を拡大し、約 4 年半ぶり安値水準となる 6.59 台半ばを示現した。ただ、8 日には基準値が前日から小幅に元高水準へ設定されたことから、実勢相場の下げも一服。本稿執筆時点では 6.58 台後半での推移となっている。CNH は 6.57 台前半で寄り付いた後、ほぼ一貫して下落し一時は 6.7 台後半を示現。本稿執筆時点では 6.6 台後半での推移となっている。

市場予想を下回った財新製造業 PMI が嫌気された他、基準値の引き下げが当局による意図的な人民元安の容認とそれに伴う資本流出を想起させたことで、中国景気への懸念が強まった。この為、上海主要株価指数が軟調に推移。中国では、1 月より CSI300 指数が 5% 上下した場合に全ての株価指数、株価指数先物を 15 分間取引停止とするサーキットブレーカー制度が導入されたが 4 日、7 日の発動後、制度の暫定停止を発表する等かえって市場の混乱を招いた。

一方、7 日に CFETS(中国外国為替取引システム)は、ウェブサイト上に掲載したコメントで、人民元の下落が継続する根拠は見当たらないとの見方を示した。加えて、中国人民銀行は 8 日の基準値をわずかながら前日比元高水準に設定しており、当局による人民元相場を安定させたいとの意向も窺える。このため人民元安は、来週一旦落ち着くと見られる。もっとも、中国の外貨準備の大幅な減少や物価上昇圧力の弱さなど、人民元相場の下押し材料が多くあるなか、元の先安観が燦々の中戻りは弱いと見られる。このため、人民元は安値圏での揉み合い推移となろう。

(1 月 8 日作成) 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
2016.01.04	6.5120	6.5070~ 6.5365	6.5329	0.0393	5.4911	0.0980	0.84245	0.0047	7.1323	0.0410	2.5000	3450.34	-254.39
2016.01.05	6.5250	6.5178~ 6.5268	6.5199	-0.0130	5.4714	-0.0197	0.84164	-0.0008	7.0274	-0.1049	2.3200	3440.79	-9.55
2016.01.06	6.5272	6.5272~ 6.5619	6.5575	0.0376	5.5321	0.0607	0.84561	0.0040	7.0370	0.0096	2.1000	3519.01	78.22
2016.01.07	6.5750	6.5710~ 6.5956	6.5939	0.0364	5.6058	0.0737	0.84992	0.0043	7.1515	0.1145	2.4300	3261.18	-257.83
2016.01.08	6.5700	6.5640~ 6.5929	6.5888	-0.0051	5.5653	-0.0405	0.84896	-0.0010	7.1650	0.0135	2.3100	3335.32	74.14

(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

～アンケート実施中～

(回答時間: 10 秒。回答期限: 2016 年 2 月 13 日)

<https://s.bk.mufig.jp/cgi-bin/5/5.pl?uri=M6AnfD>