

2022年10月27日

---

## 中国：経済政策の不透明感について

---

### レポート要旨

#### 中国の経済政策についての不透明感が強まる

中国共産党大会が終了し、習政権は新しい陣容の下で3期目に入りました。新人事発表直後の10月24日には、香港市場ではハンセン指数が前営業日比で6.4%下落、中国本土の代表的な株価指数であるCSI300指数は2.9%下落しました。市場における反応は、新体制下での経済政策についての不透明感を反映していた可能性があります。

#### 実際には経済政策の方針が大きく変更される可能性は低い

金融市場における経済政策についてのこうした不透明感は、来年3月に国務院（中国政府）の新しい陣容が決まり、経済政策が遂行され始めるまでは残る可能性があります。もっとも、私はこれまでの経済政策方針が大きく変更される可能性は低いとみています。

#### 財政政策の行方には要注意

2023年は中国景気が弱めとなることが想定される状況下、来年3月に公表される予定の財政政策では2022年よりも財政刺激規模が縮小されるものの、ある程度の規模の積極財政政策が実施される可能性が高いと予想されます。しかし、2022年並みの財政刺激規模を有する財政政策が実施される場合は、金融市場において財政の健全性についての懸念が強まるとみられます。

※次号の発行は11月4日（金）を予定しています。



木下 智夫  
グローバル・マーケット・  
ストラテジスト

## 中国の経済政策についての不透明感が強まる

中国共産党大会が閉幕した後の第20期中央委員会第1回総会（1中総会）において習近平総書記を含む政治局常務委員の7名が選出され、習政権は新しい陣容の下で3期目に入りました。李克強首相はこの7名の中には入らなかったことから、2023年3月までの任期満了をもって首相の座を退く見通しです。また、これまで経済政策を遂行する上での要とみられてきた劉鶴副首相も中央政治局委員に再任されなかったことから、同じく来年3月の任期をもって退任することが確実視されます。来年春に新たに首相に就任するとみられているのが、政治局常務委員中で習近平総書記に次いで序列2位となった李強氏（現・上海市党委員会書記）、劉鶴氏の後を継いで経済担当の副首相に就くとみられるのが、何立峰氏（現・国家発展改革委員会主任）です。今年前半に上海市が広範囲のロックダウンを実施した際の上海市トップが李強氏でした。

新人事発表後の10月24日における香港市場ではハンセン指数が前営業日比で6.4%下落、中国本土の代表的な株価指数であるCSI300指数は2.9%下落しました。10月24～25日の2日間におけるハンセン指数の下落幅は6.4%となりましたが、これは、同じ期間にS&P500種指数が2.8%上昇したのとは対照的な動きとなりました。中国本土・香港株式市場におけるこの反応は、新体制下での経済政策についての不透明感を反映していた可能性があります（台湾問題の解決にあたって武力行使の権利を放棄しない、と習近平総書記が言及したのは10月16日のことでしたが、仮にこの発言が株価に影響していたとしても、それは先週のうちに織り込まれていたと考えられます）。

（図表1）中国：中国共産党政治局常務委員会のメンバー

序列	第19期 (2017～22年)		第20期 (2022～27年)
	氏名	主な役職	氏名
1	習近平	党総書記、国家主席、 中央軍事委員会主席	習近平
2	李克強	国務院総理（首相）	李強
3	栗戦書	全人代常務委員長	趙楽際
4	汪洋	全国政治協商会議主席	王滬寧
5	王滬寧	党中央書記処書記	蔡奇
6	趙楽際	党中央規律検査委員会書記	丁薛祥
7	韓正	国務院副総理	李希

（出所）新華社などの各種報道よりインベスコ作成

## 実際には経済政策の方針が大きく変更される可能性は低い

金融市場における経済政策についてのこうした不透明感は、来年3月に国務院（中国政府）の新しい陣容が決まり、経済政策が遂行され始めるまでは残る可能性があります。もっとも、私はこれまでの経済政策方針が大きく変更される可能性は低いとみています。金融市場で関心の高いテーマは、「共同富裕」の方針の下で、企業や経済活動に対する政府の規制が強まる可能性がある点ですが、これは以前から中国当局の重点政策であり、それが今回の党大会で改めて強調されたに過ぎません。共同富裕についてのこれまでの方針が踏襲されたことで、不動産企業への大幅な規制緩和など、不動産価格の高騰をもたらす可能性が高い政策は、これまで通り実施されない可能性が高いと見込まれます。テクノロジー企業に対する規制はここ数年で強化されましたが、これについてもこれまでの方針通りの政策運営が続くと見込まれます。

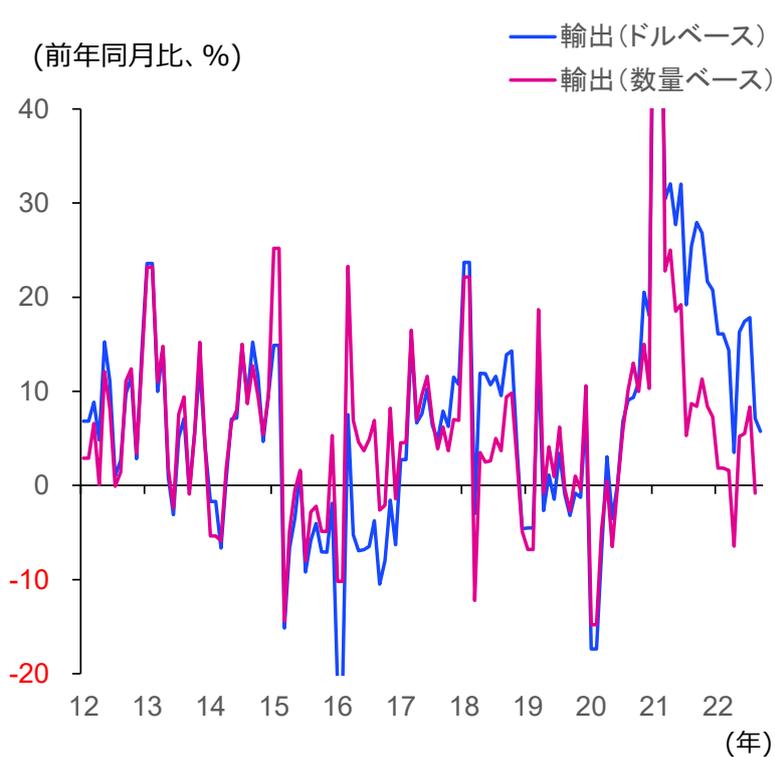
来年以降の経済政策方針に大きな変化がないとすれば、当レポート先週号「3つの減速圧力に直面する中国経済」でご紹介した中国経済の見通しにも変更はありません。党大会・1中総会後に公表された9月分の各種経済指標と7-9月期のGDP指標は、中国経済がロックダウンの悪影響を被った4-6月期から着実にリバウンドしていることを表すと同時に、民間消費や不動産投資、輸出には弱さが目立つことを示す内容でした。モノ消費の指標である小売売上は9月に前年同月比で2.5%増加しましたが、8月の5.4%からは減速しました。この結果、実質ベースでみた9月の小売売上は同-0.7%と前年同期の水準を割り込みました。モノ消費だけでなくサービス消費を含めた消費全体の動きを示す実質家計消費は、7-9月期に前年同期比で2.7%にとどまり、コロナ禍に伴う悪影響が残っていることが明らかです。特に都市部の家計消費は同1.4%と、コロナ前と比べるとかなり低い伸びにとどまりました（図表2）。輸出についても、9月のドルベースでの前年同月比伸び率は5.7%と、8月の7.1%から減速しました。数量ベースでの、いわゆる実質ベースでの輸出伸び率については、9月分の計数は未公表ですが、8月の伸び率が-0.8%であったことを踏まえると、9月の伸び率もマイナス圏に沈んだ可能性が高いと考えられます（図表3）。先進国における財消費の落ち込みの影響が中国の輸出に下押し圧力をもたらしています。

（図表2）中国：家計消費支出の伸び率（実質ベース）



（出所）CEICよりインベスコ作成

（図表3）中国：輸出の伸び率



（出所）CEICよりインベスコ作成

## 財政政策の行方には要注意

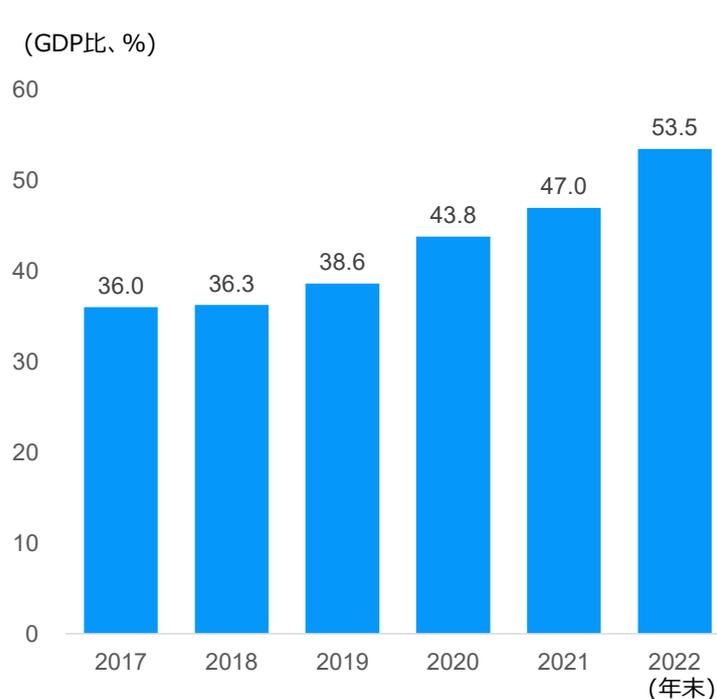
他方、首相や経済担当の副首相が交代することで気をつけねばならないのは、財政政策の行き過ぎた積極化です。党大会が開催される重要な年となった2022年においては、公表ベースの財政赤字こそGDPベースで2.8%にとどまる（計画ベース、以下同様）ものの、地方政府の基金収支を含めた広義の政府部門財政赤字はGDP比で7.8%と高水準でした（図表4）。中央・地方政府の基金収支を含めた2022年末の政府債務残高のGDP比は53.5%にまで上昇する見通しであることから、これまでのような積極財政を中期的に継続する場合には政府債務への格付けの低下につながるようなリスクが高まります（図表5）。

2023年は中国景気が弱めとなることが想定される状況下、来年3月に公表される予定の財政政策では2022年よりも財政刺激規模が縮小されるものの、ある程度の規模の積極財政政策が実施される可能性が高いと予想されます。しかし、財政赤字を大きく拡大させるような政策が公表される場合には、中国財政の維持可能性（サステナビリティ）の問題が意識されるでしょうし、逆に過度に保守的な財政政策が実施される場合には、2023年の実質GDP成長率は現在金融市場が想定する水準（5%程度）を下回る公算が大きくなります。新首相の下での2023年の中国財政政策が注目されます。

（図表4）中国：財政収支の推移

	(単位：兆元)					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
政府部門歳入	18.3	19.8	21.3	20.9	21.4	23.3
政府部門歳出	20.7	22.2	24.0	24.7	25.0	26.7
政府部門収支 (A)	-2.4	-2.4	-2.8	-3.8	-3.6	-3.4
<b>政府部門収支、GDP比 (公表値)</b>	<b>-2.9%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>-2.8%</b>
政府部門収支（予算安定化基金などからの繰入金および前年度の繰越・剰余金を除く分）(B)	-3.4	-3.9	-5.0	-6.4	-5.7	-5.7
地方政府性基金収入	5.8	7.1	8.0	9.0	9.4	9.4
地方政府性基金支出	5.8	7.7	8.8	11.5	11.0	13.2
地方政府性基金収支 (C)	-0.0	-0.6	-0.8	-2.5	-1.7	-3.7
広義の政府部門収支 (B+C)	-3.4	-4.5	-5.8	-8.9	-7.4	-9.4
<b>広義の政府部門収支、GDP比</b>	<b>-4.1%</b>	<b>-4.9%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>-8.8%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>-7.8%</b>

（図表5）中国：政府部門債務残高の推移



（注）2021年までは実績値、2022年は予算ベース（予算作成後に公表された政策を勘案してインベスコが一部修正）。

（出所）中国財政部や新華社資料よりインベスコ作成、一部インベスコ推計

（注）中央政府と地方政府の債務を含む。地方政府の債務には地方政府性基金の債務を含むが、地方政府融資平台（LGFV）の債務は含まない。

（出所）CEICよりインベスコ作成

## 「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
10月27日	3つの減速圧力に直面する中国経済
10月13日	ASEAN・インド市場になお注目
10月6日	世界的株安局面で抵抗力をみせる日本株
9月29日	世界同時株・債券安の実相
9月22日	FOMC 9月会合と今後の注目ポイント
9月8日	ECBのタカ派化も米長期金利を押し上げ
9月1日	ジャクソンホール会議を受けた金融市場のポイント
8月25日	グローバルな生産停滞・在庫調整リスクが高まる
8月18日	年内のグローバル株式市場を見通す
8月10日	1970年代型スタグフレーションは起きるか？
8月4日	グローバル消費の減速とその意味合い
7月28日	7月FOMCの評価と金融市場の行方
7月14日	米国：長期金利の低下は続くか？
7月7日	日本：2%のインフレ目標達成に向けた胎動？
6月30日	米国：賃金・インフレ指標への注目度がさらに高まる
6月23日	中国：今後の追加策が景気加速ペースを左右しよう

## 当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

---

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号  
加入協会 一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会