

## KAMIYAMA Reports vol. 98

# 中国：成長率の高さではなく 改革進展に期待

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹

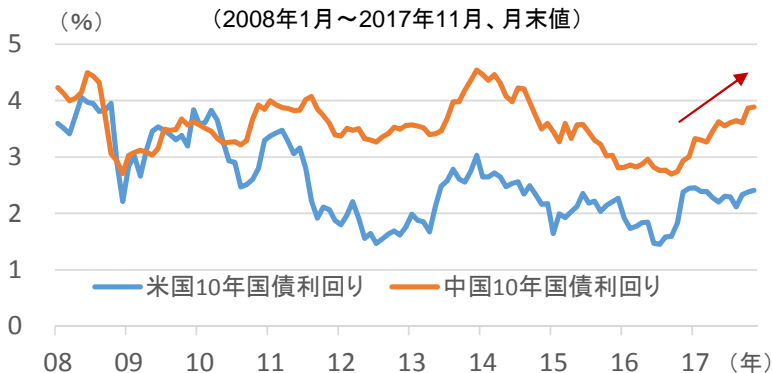


- ・ 改革優先で成長率が鈍化しても、金融システムは健全化に向かうだろう
- ・ 安定志向で人民元ショックの可能性は低い
- ・ 北京の改革と深センの成長の両輪に期待

## 改革優先で成長率が鈍化しても、金融システムは健全化に向かうだろう

2017年10月の共産党大会後、習近平政権の体制強化が明確になった。その後、金融引き締めバイアスが一段と鮮明になったことから、2018年の中国経済の成長率は減速するという見方が強まっている。この可能性は確かにある。2017年を通して6.8%程度の成長率が期待されているが、2018年の成長率は6.5%程度と、「高い成長率だが加速はしない(やや減速する)」ことを想定しておく必要がある。さらに、金融引き締めと理財商品に対する規制が、世界の金融市場にも悪影響を与えるのではないかと、との懸念も投資家の間に広まっているようだ。しかし、その懸念が実現する可能性は高くないと考えている。理財商品を利用した地方政府の過剰投資からの脱却は、中国経済の体質改善と金融システムの健全化に不可欠な改革であり、長期的に世界経済に良い影響を与えることになるからだと考えるからだ。目先の経済成長率のスローダウンは、改革の進展の兆しと受け取ることもできるのだ。

### 米中の長期金利



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

\* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

中国の長期金利の推移をみると、2017年は年を通じて上昇傾向にあったが、共産党大会前に中国政府が景気悪化を防ぐだろうとの期待と、実際の経済成長率が当初予想を上回って推移したことなどから、金利上昇はそれほどリスクだと思われていなかった。

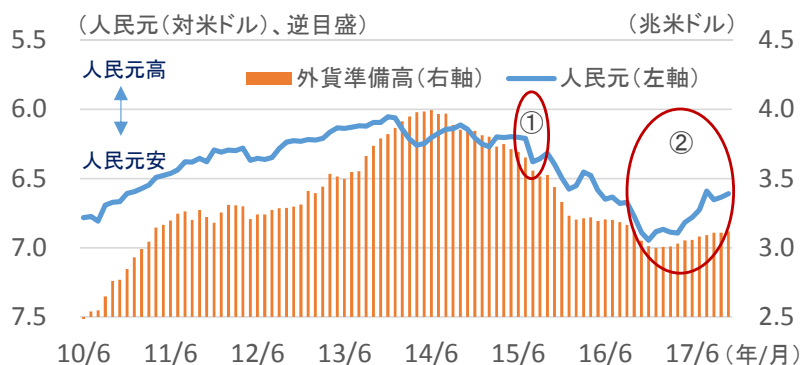
しかし、今後も中国政府が建設プロジェクトなどの過熱感への懸念から、利上げと過剰資産や不良債権の削減を同時に行うならば、2018年に思わぬ景気減速に見舞われるのではないかと、との懸念もある。さらに、最近の資本規制強化は、政府が為替管理に自信がないからでは、との懸念もあった。

## 安定志向で人民元ショックの可能性は低い

しかし、その懸念の実現の可能性は高くないと考えている。まず、地方銀行などが理財商品などで調達した資金を、株式買い付けなどの資金運用につぎ込むような一種のモラルハザード(低金利を利用して本来期待される業務ではないことに資金をつぎ込む)を、調達金利の引き上げで改善することは間違った政策ではない。レバレッジの無秩序な拡大をけん制し、過剰生産や資産バブルを抑制する姿勢を意味しているからだ。短期的には、債務残高は増やしにくいし、理財商品などを含めた資産の減少は、経済成長を抑制する要因となる。しかし、本来の目的は、経済の質を改善することなのだ。

## 人民元と外貨準備高

(2010年6月～2017年11月、月末値)



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

\* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

2015年の「人民元ショック」(左図①)再来を懸念する声もある。当時は、中国国内の不良債権(つまり稼げない資産)の積み上がりが問題であった一方、世界の需要総量の伸びが大変弱かった。つまり、生産と加工を請け負う中国の経済は、リーマン・ショック後の供給力拡大を需要拡大でカバーできていなかった。しかも、2014年前半まで順調に増えていた外貨準備高も減少傾向にあり、人民元を引き下げて調整しようという中国政府のインセンティブがあった。しかし、現在は、政府の資本流動化の制限強化と外貨準備の安定、過剰負債の削減、さらに2016年後半からの世界需要の回復などで、追い風にある(左図②)。

また、資本流動化のための制限強化を打ち出したことで、中国政府が市場改革を進めないことが、長期的な発展の妨げになるという懸念もあり、一帯一路構想での直接投資促進との齟齬が問題にもみえる。しかし、2018年の中国政府の目標の一つに「リスク管理の強化」があることも念頭に入れておく必要がある。外貨準備高を安定させ、金融リスクを低下させるために、資本市場の自由化のスピードが速すぎては困るということだろう。また、米国の政策金利引き上げが人民元安をもたらすとの考えもあるが、長期金利は中国のほうが高くなっている。さらに、これまでの米国利上げの時期においても人民元は強くなっているの、当面の懸念材料とは考えていない。

## 北京の改革と深センの成長の両輪に期待

2018年以降の中国に対する期待は、成長率の水準ではなく、北京的な問題の改革と深セン的な成長への期待の二つにある。これまで述べたように、北京的な改革とは、理財商品などを通じた過剰投資の削減、不動産や建設プロジェクトの行き過ぎへのブレーキを含んでおり、金利の引き上げもその中で考えてよいだろう。国有企業改革は、これまでは単なる統合による規模拡大に映る例もあったが、真の改革は地方のプロジェクトにかかわるものだ。習政権の腐敗撲滅運動で、地方は中央政府を向く傾向が強まっている。また、利益が上がりにくかった産業である石炭や鉄鋼業は、政策的な生産引き締め効果が価格上昇に表れるようになり、体質改善が進み始めた。仮に経済の成長率が質の改善を前にして多少低下したとしても、適切な政策が進む限り金融市場が混乱するとは考えにくい。理財商品などのシャドーバンキングを減らす改革や無秩序な建設・開発プロジェクトを減らす政策は、銀行の健全化と経済の過剰生産体質の改善につながる。

では、さまざまな過剰を縮小した時に、人々はどこに希望を見いだすのだろうか。不動産や建設プロジェクトに対して投入した“エネルギー”は、当面、製造業の生産性改善に向かうだろう。IoT(モノのインターネット化)などを活用した製造手順の改善、高性能の半導体生産などへの投資が活発化してくれば、産業構造の改善に役立つ。ここに、電気自動車産業の国策によるけん引を含めても良い。大気汚染の改善など、人々の暮らしを良くする政策と産業政策をマッチさせることもさらに進むだろう。さらに、深センに象徴されるAI(人工知能)やソフトウェア、フィンテックなどの成長期待は続く。

このように考えると、中国は成長機会に乏しく、単に人民元リスクをもたらすに過ぎない、との見方は偏りすぎといえる。人民元ショックが起こった時期の経済環境よりも、現状の経済は十分改善している。さらに、政策的にもリスクを避けつつ質的な改善を目指している。2018年以降の改革進展に期待したい。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter <https://twitter.com/NikkoAMofficial>