

2015.8.10

中国経済情勢／現地出張レポート

**中国経済は安定を持続、株暴落の影響は軽微**  
**～日中関係改善を背景に日本企業の対中投資は一部に積極化の動き～**  
＜北京・武漢・上海出張報告（2015年7月20日～7月31日）＞

キャノングローバル戦略研究所  
瀬口清之

＜主なポイント＞

- 第2四半期の実質成長率は前年比+7.0%と、前期比横ばいだったが、成長率に寄与した要因は、プラス要因、マイナス要因とも、昨年第4四半期以降大きく変動した。
- 昨秋発表された地方政府債務の管理強化に関する行政命令により、地方政府の資金調達に突然困難となり、大半の地方政府が財源調達難に陥ったことから、多くの地方プロジェクトが一斉に停滞した。
- 中央政府はこの状況を深刻に受け止め、4月以降、習近平主席、李克強総理等も地方を訪問し、金融機関貸出の促進、地方政府に対する財政支出実行の働きかけなど、過度に慎重化した地方政府および金融機関のマインドの解きほぐしに注力している。
- 地方プロジェクトの落ち込みをカバーするため、中央政府は昨年11月以降、4回にわたる利下げ、高速鉄道建設の前倒しなど金融財政両面から景気テコ入れ策を実施した。しかし、これらはいずれも小粒の施策であり、小幅の景気刺激効果しか持っていなかった。この間、最も大きなプラス要因として成長率の押し上げに寄与したのは、昨年11月以降の株価の急騰だった。
- 先行きの見通しについては、6月半ば以降の株価の大幅下落により、金融面の寄与度が低下する一方、地方プロジェクトの回復がプラスに寄与する。それに加えて、不動産開発投資もわずかながら回復方向に向かうことから、下半期の成長率は上半期を若干上回り、7.1～7.2%、通年では7.1%前後との見方が一般的。ただし、一部には地方プロジェクトの回復の遅れによる下振れリスクを懸念する見方もある。
- 上海株急騰の背景は、昨秋以降不動産も理財商品も投資対象としての魅力を失ったため、行き場を失った大量の余剰資金が株式市場に向かったことによるものと見られている。マクロ経済情勢や企業収益の低下を考慮すれば明らかに異常な急騰だった。
- 6月中旬以降の株価暴落に対して政府が介入して買い支えているため、足許の株式市場は表面的には安定を回復している。しかし、市場本来の機能は失われてしまっている。中国の株式市場が元の正常な状態を回復するには2～3年を要するとの見方もある。なお、実体経済への影響は軽微なものにとどまるとの見方が大勢である。
- 日本企業の対中投資について、上海現地のメガバンク幹部によれば、4月の日中首脳会談以降、日本企業の対中ビジネスに対する姿勢が徐々に積極化している手応えを感じるようになった由。上海周辺、武漢、重慶等で具体的な動きが見られている。

## 1. 足許のマクロ経済と先行きの見通し

### (1) 第1四半期成長率7.0%の評価

7月15日に国家統計局が公表した第2四半期の実質成長率は前年比+7.0%と、前期比横ばいだった(図表1参照)。

6月15日以降、上海株が暴落したため、日本では実質成長率は前期を下回るとの予想が多かったが、中国現地の政府関係者、経済専門家は株価下落の実体経済への影響は軽微と見ていたことから、概ね予想通りとの受け止め方をしている。

【図表1】主要経済指標(前年比%)

	実質 成長率	輸出 (USD)	輸入 (USD)	固定資産投資 (年初来累計)	消費財 売上総額 (年初来累計)	消費者 物価	不動産 販売価格 (年初来累計)
14年1Q	7.4	-3.5	2.0	17.6	12.0	2.3	-1.5
2Q	7.5	4.9	1.3	17.3	12.1	2.2	-0.8
3Q	7.3	12.9	1.2	16.1	12.0	2.0	-0.3
4Q	7.3	8.5	-1.6	15.7	12.0	1.5	1.4
15年1Q	7.0	4.6	-17.8	13.5	10.6	1.2	-0.1
2Q	7.0	-2.2	-13.6	11.4	10.4	1.4	5.9

(資料：国家統計局、CEIC)

### (2) 成長率に寄与した主なプラス・マイナス要因

数字の上では引き続き安定的な中高速成長を保持したが、成長率に寄与した要因は、プラス要因、マイナス要因とも、昨年第4四半期以降大きく変動した。

#### ① マイナス要因

大きなマイナス要因となったのは、地方プロジェクトの大幅減少であり、それを引き起こしたのは、昨年9月21日に発表された、「地方政府の債務管理の強化に関する国务院の意見」だった。名称は「意見」となっているが、行政命令である。

主な内容は、地方政府債務に関する財政・金融両面におけるリスク管理の強化である。具体的には、以下の通り。

- ◇ PPP (public private partnership 公民連携、公設民営) 方式の奨励
- ◇ 新規の地方プロジェクト案件に関する融資プラットフォーム<sup>1</sup>を通じた資金調達の禁止(既存案件の継続についてのみ認める)
- ◇ 地方政府の資金源となる地方債発行に関する発行額規制および資金用途管理の厳格化
- ◇ 地方政府の違法な資金調達に対する懲罰実施

<sup>1</sup> 中国語では融資平台。地方政府がインフラ整備等に必要な資金調達のために設立した金融会社。地方政府の保証を背景に金融機関等からの融資を受け、これを工業用地造成、不動産開発等インフラ整備資金に振り向けている。2010年にはこれを通じた地方関連投資が急増し、不動産投資を中心に不良債権化が懸念されたことから、同年以降、人民銀行が管理強化に乗り出した。2013年以降、その管理は一段と強化されていた。

◇金融機関が地方政府に対して違法な担保提供を要求することの禁止（金融機関による融資に関するリスク審査とリスク管理の強化徹底＝政府保証の禁止）

これらの新ルールの実施により、従来地方政府が金融機関に対する借金の返済を保証し、その保証を前提に融資プラットフォーム向けに実施されていた融資は認められなくなった。金融機関は地方政府が実施する不動産開発プロジェクト等の収益性を見極め、自らのリスク審査責任に基づいて貸出を実行することが求められるようになった。このため、プロジェクトの採算が悪化した場合には貸出の回収が困難となるリスクが高まったことから、融資姿勢は一気に慎重化した。

それを補うために認められた地方債発行についても、国务院（中央政府）による発行額の規制と資金使途の厳格な審査が行われるため、安易な起債は認められない。

以上から地方政府の資金調達に突然困難となり、大半の地方政府が財源調達難に陥ったことから、多くの地方プロジェクトが一斉に停滞した。

これらの資金調達難に加えて、昨年3月に徐才厚元中央軍事委員会副主席が拘束され、同7月には周永康元政治局常務委員が重大な規律違反で立件されたため、地方政府のトップリーダーが一斉に慎重化し、新たなプロジェクトに取り組む意欲を喪失していた。

ちょうどこれらの資金調達難と新規プロジェクトに対する意欲低下が相俟って、昨年10月以降、中国各地の地方プロジェクトに急ブレーキがかかり、これが成長率を引き下げるマイナス要因となった。

中央政府はこうした状況を深刻に受け止め、4月以降、習近平主席、李克強総理を含む国家指導者層を始めとして、中枢幹部が全国各地の地方政府を訪問し、停滞している地方プロジェクトを動かすよう強力に働きかけている。

具体的には、PPPの活用方法の説明・指導、金融機関貸出の促進、地方政府に対する財政支出実行の働きかけなど、過度に慎重化した地方政府および金融機関のマインドの解きほぐしに注力している。

同時に、地方債の起債促進に関しても、リスク管理強化よりとりあえずは起債および消化（金融機関等による引受け）の促進に重点を置いている。

昨年4月、江蘇省が初の地方債の起債を行ったが、金融機関は政府保証がついていないことを懸念して引受けに慎重となり、殆ど消化されず、起債は失敗に終わった。その後、中央政府は金融機関に対して実質上の政府保証を約束したと見られており、5月には金融機関に対して従来通りの資金供給が行われるよう、地方債引き受けを義務付けた。これによって各地方は国債の発行金利とほぼ同等の低金利での地方債発行が可能となり、資金繰りのめどが立った。

以上の様々な緊急措置により、地方プロジェクトが徐々に回復傾向を辿り始めており、工業生産の伸び率も上昇してきている（一定規模以上工業生産増加額年初来累計前年比1～3月+5.6%、1～4月+5.9%、1～5月+6.1%、1～6月+6.8%）。8月前後からは成長率へのプラス寄与も加速すると予想されている。

ただし、こうした一連の中央政府による半ば強制的な資金割り当て措置が行われ

たことから、昨年 9 月の行政命令が企図していた、地方政府および金融機関の自主的判断によるリスク管理強化は当面後回しにせざるを得ない状況に陥っている。

筆者自身は、昨年 9 月以降、中央政府が目指した地方債務に関するリスク管理強化政策の方向は、ニューノーマル＝「新常态」<sup>2</sup>の方針に沿ったものであり、基本的には正しかったと評価している。

しかし、それを実際に実施するに際して、地方政府および金融機関の側に準備ができていなかったことから、その政策意図は実現しなかった。

今回の厳しい経験を踏まえ、今後徐々に時間をかけて、リスク管理のあるべき姿を地方政府と金融機関に理解・習得させ、少しずつ所期の政策目標の実現に近づけていくことを目指すものと予想している。

## ②プラス要因

上記の地方プロジェクトの落ち込みをカバーするため、中央政府は昨年 11 月以降、4 回にわたって利下げを行った<sup>3</sup>ほか、預金準備率も 2 度引き下げた<sup>4</sup>（金利および預金準備率の推移は下表のとおり）。

【図表 2】 1 年物基準金利の推移

（単位・％）

政策変更日	預金金利	預金金利上限	貸出金利	預金準備率
14 年 11 月 21 日以前	3.0	3.3	6.0	
14 年 11 月 22 日	2.75	3.3	5.6	
15 年 2 月 5 日				19.5→19.0
15 年 3 月 1 日	2.5	3.25	5.35	
15 年 4 月 22 日				19.0→18.0
15 年 5 月 11 日	2.25	3.375	5.10	
15 年 6 月 28 日	2.0	3.0	4.85	

（注）預金準備率は大手行等に適用されているもの。

（資料 中国人民銀行）

また、高速鉄道建設を中心に中央政府が実施主体となっているインフラ建設を前倒し実施するなど、金融財政両面から景気テコ入れ策を実施した。しかし、これらはいずれも小粒の施策であり、小幅の景気刺激効果しか持っていなかった。

この間、最も大きなプラス要因として成長率の押し上げに寄与したのは、昨年 11 月以降の株価の急騰だった。

<sup>2</sup> 「新常态」の政策の中味については、当研究所 HP の筆者コラムに掲載されている「中国の『新常态：ニューノーマル』の本質は何か～習近平政権が目指す 2 つのアブノーマルからの脱却～」を参照。

URL : [http://www.canon-igs.org/column/network/20150422\\_3080.html](http://www.canon-igs.org/column/network/20150422_3080.html)

<sup>3</sup> 利下げを実施した時期は、昨年 11 月 22 日（1 年もの定期預金 3.0%→2.75%）、本年 3 月 1 日（同 2.75%→2.5%）、5 月 11 日（同 2.5%→2.25%）、6 月 28 日（同 2.25%→2.0%）。

<sup>4</sup> 預金準備率を引き下げた時期は、2 月 5 日（19.5%→19.0%）、4 月 22 日（19.0%→18.0%）。

昨年 10 月末に 2,420 だった上海総合指数(終値)は昨年末には 3,234 まで上昇。その後、3 月末に 3,747、4 月末 4,441、5 月末 4,611 と急上昇を続け、6 月 12 日には 5,166 のピークに達した(その後の暴落、株価変動の背景等については後段で詳しく述べる)。

この株価急騰に伴って株式市場取引が急増。とくに中国の株式市場の取引は個人投資家、機関投資家とも短期回転売買が大半を占めるため、取引手数料は大幅増加となった。これが第 3 次産業の GDP 成長率への寄与度を押し上げ、地方プロジェクトの大幅減少によるマイナス要因を相殺する効果を持った。

以上のように、本年入り後の GDP 成長率は表面上第 1 四半期、第 2 四半期とも 7.0%で横ばいの推移を示したが、その中味は不安定な要素を含んでいた。

### (3) 第 2 四半期のコンポーネント別動向：足許と先行き

#### ①輸出(米ドルベース)

輸出は、2010 年に前年の急落の反動から 30%を超える伸びを示したのち、年々伸び率が低下していた。昨年上期をボトムに下期は伸び率が回復していたが、本年入り後再び伸び率が低下し、第 2 四半期は-2.2%と前年割れとなった(図表 1 参照)。昨年の第 1 四半期もマイナスを記録しているが、これは前年同期の特殊要因<sup>5</sup>の反動であったため、実質的には前年を上回っていたと見られている。この点を考慮すれば、2010 年以降の中長期的な輸出の伸び率鈍化の局面において今回初めて前年割れとなったと評価すべきである。

この輸出の伸び率低下について、多くの政府関係者やエコノミストが予想以上の低下と受け止めている。年初時点では本年も前年並みの 6~7%の伸びは確保できると予想する見方が多く、四半期ベースで前年比マイナスに転じることを予想する見方はなかった。

ただし、先行きについては、このままマイナス幅が拡大するとの見方は皆無で、ある程度ばらつきはあるものの、本年通年で 3~5%の伸びを確保すると予測する見方が大勢。

#### ②固定資産投資

表面上の成長率は前期比横ばいだったが、中味を見ると地方プロジェクトの落ち込みが大きなインパクトをもたらしたため、固定資産投資の伸びは鈍化した(14 年通年の前年比+15.7%→本年 1Q 同+13.5%→上半期同+11.4%)。

製造業の設備投資は、鉄鋼、造船、セメント、石油化学等の主要産業において依然として過剰設備の削減が続いていることから、伸び率が低下した(14 年通年の前年比+12.6%→本年 1Q 同+11.0%→上半期同+9.3%)。先行きも過剰設備の廃棄

<sup>5</sup> この点に関する詳しい背景については、当研究所 HP 筆者コラムの「中国経済は安定を維持、シャドーバンキングのリスクはコントロールの範囲内<北京・武漢・上海出張報告(2013 年 7 月 22 日~8 月 2 日)>」 p.3 を参照。

が続くことから引き続き緩やかな低下傾向を辿ると見られている。

不動産開発投資は、3～4 級都市が不動産の過剰在庫を抱えていることに加え、地方プロジェクトの停滞もあって、伸び率が顕著に低下した（14 年通年の前年比 +10.5%→本年 1Q 同 +8.5%→上半期同 +4.6%）。先行きについては、販売面積が回復傾向を辿り（同 -7.6%→同 -9.2%→同 +3.9%）、販売価格も第 2 四半期から上昇に転じている（図表 1 参照）ことから、不動産開発投資も下期には底入れすると予想する見方が多い。ただし、その回復テンポは緩やかなことから、成長率を押し上げる寄与度は小幅なものにとどまると見られている。

第 3 次産業の固定資産投資は 2 ケタの伸びは確保したが、伸び率は低下傾向にある（14 年通年の前年比 +16.8%→本年 1Q 同 +14.7%→上半期同 +12.4%）。このうち、インフラ建設は政府の景気テコ入れ策実施の影響から比較的堅調に推移（同 +21.5%→同 +23.1%→同 +19.1%）。

固定資産投資全体の先行きについては、下期に入ると地方プロジェクトの回復に不動産投資の小幅回復も加わることから、上期を上回る伸びを示すことが予想されており、一部には通年で前年比 +14%程度にまで達するとの見方もある。

### ③消費、消費者物価

第 2 四半期の消費（消費財売上総額）は、工業生産が緩やかながら回復傾向を辿り、所得の伸びが確保されたことから、堅調に推移した（図表 1 参照）。月別の推移を見ても、工業生産の回復を映じ、持ち直し傾向を示した（消費財売上総額年初来累計前年比 1～4 月 +10.0%、1～5 月 +10.1%、1～6 月 +10.6%）。

その背景には、上半期の都市部における新規効用者数の増加幅が前年比 -2.6%と前年を若干下回ったが、年率では 1,288 万人と、政府の年間目標の 1,000 万人を引き続き大幅に上回って推移していることが寄与している。

今後も都市化の持続や地方プロジェクトの回復を背景に雇用確保の面では懸念材料が少ないことから、消費は引き続き堅調を維持すると見られている。

この間、消費者物価上昇率は第 2 四半期前年比 +1.4%と前期（同 +1.2%）を若干上回ったが、引き続き安定的に推移している。この物価安定には原油、鉄鉱石等輸入原材料の価格下落が大きく寄与しており、デフレの心配をする状況ではない。

### （4）先行きの見通し

以上のようなコンポーネント別の先行き見通しを踏まえ、下半期の GDP 成長率は若干回復方向に向かうとの見方が大勢。

すなわち、6 月半ば以降の株価の大幅下落により、金融面の寄与度が低下する一方、地方プロジェクトの回復がプラスに寄与する。それに加えて、不動産開発投資もわずかながら回復方向に向かうことから、下半期の成長率は上半期を若干上回り、7.1～7.2%、通年で 7.1%前後との見方が一般的。

しかし、一部には下半期は良くて 7.0%、場合によっては 7%を割るリスクもあ

るとの慎重な見方もある。その見方の根拠としては、地方プロジェクトの回復の遅れを指摘している。下期になれば、株価下落の影響から金融取引の寄与度は確実に低下する。一方の地方プロジェクトを支えるファイナンスについては、金融機関の資金供給姿勢が依然として慎重であることから、中央政府が企図した通りに順調な資金供給が継続する保証はないと見ている。

その先の2016年の見通しについては、ほぼ一様に本年並みまたは本年を若干上回る見方が大勢。その根拠は以下の通り。

第1に、本年上半期に大幅な落ち込みを示した地方プロジェクトが下半期に回復した後、来年は年間を通じて回復後の伸びを保つ可能性が高いと考えられること（本年上半期の大幅な落ち込みがない分だけ来年の成長率は押し上げられる）。

第2に、本年下期のどこかで回復に転じると予想されている不動産投資が、来年は年間を通じて緩やかな回復傾向を持続する可能性が高いと予想されること。

第3に、来年は第13次5か年計画（2016～2020年）の初年度にあたる。通例初年度は大型国家プロジェクト関係のインフラ建設が加速することから、成長率押し上げ効果が期待されること。

具体的な主要国家級プロジェクトは、北京・天津・河北省（京津冀）一体化＜新首都経済圏構築＞、長江経済ベルト、新シルクロード構想＜一带一路＝海と陸のシルクロード構想＞の3つである。

とくに新シルクロード構想は第13次5か年計画の最大の目玉プロジェクトになると期待されており、このプロジェクトを大義名分として、全国各地で様々な経済開発・インフラ整備プロジェクトの準備が進められている。経済政策全体としてはニューノーマルの基本方針の下、地方政府のプロジェクトは厳しく抑制される方向にある。その中であって、新シルクロード構想は新規案件をスタートすることが認められる唯一の免罪符と考えている地方政府も多い模様。ただし、現時点では新シルクロード構想の具体的なプロジェクトの内容が発表されていないため、各地方政府が勝手に構想を膨らましている段階である。

一部には、来年以降、新シルクロード構想を謳い文句に地方プロジェクトが乱立し、ニューノーマルの方針に基づく政策運営に風穴を開けてしまうことになる可能性も懸念されている。

## 2. 上海株暴落の経緯とその影響

昨年11月以降、突然急騰した上海株が本年6月15日以降暴落した。その急速な上昇と下落の背景、政府介入の影響等について、中国現地の金融関係者の見方を紹介する。

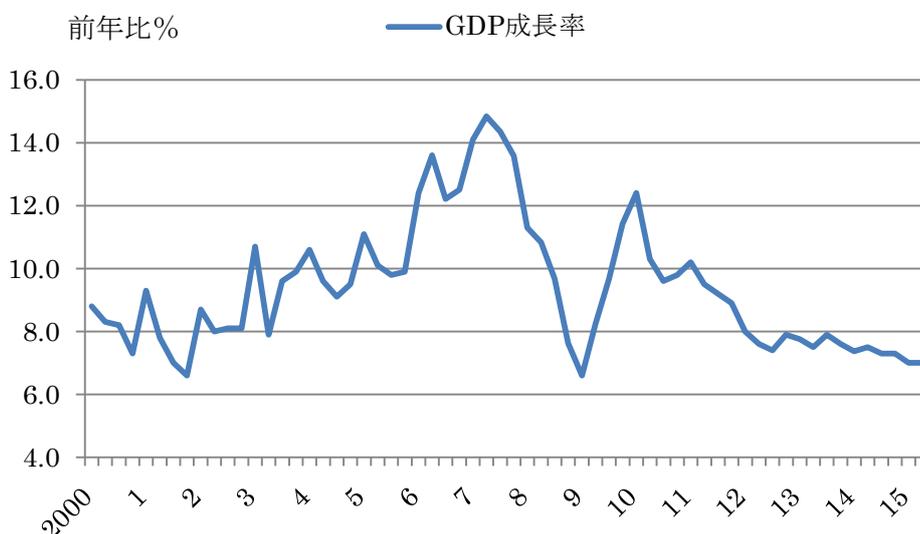
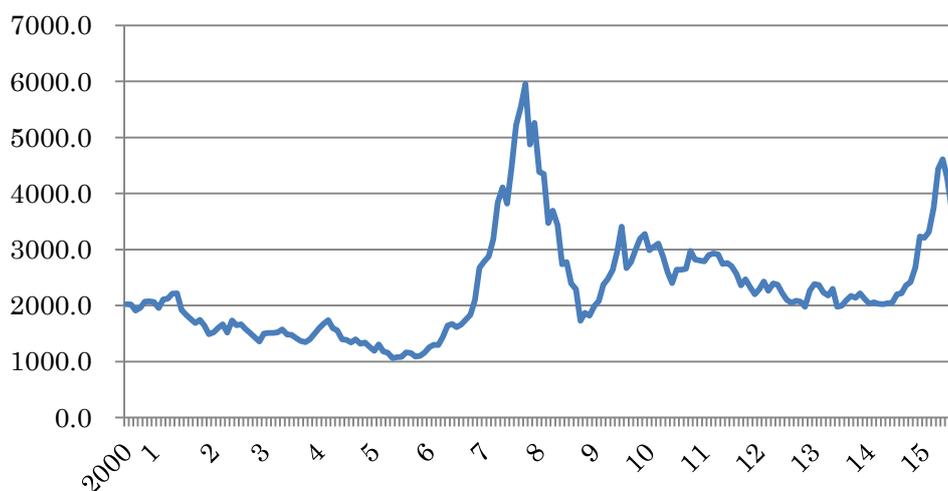
### (1) 株価上昇要因

#### ① 株価の偶発的上昇とマネーゲーム

上海総合指数の中長期的な推移を見ると、中国の株価は経済情勢との連動性が低

いことがわかる（図表 3 参照）。2003 年から 2007 年までの 2 ケタ成長が 5 年も続いた高度成長の絶頂期でも、2003～06 年の 4 年間は、株価があまり上昇せず、2006 年末以降突然急騰し、2007 年 10 月 16 日に過去最高の 6,092（終値）に達した。その直後に金融引き締め政策が発動されたことから急落した。その後、リーマンショック後の大量の流動性供給と目覚ましい経済回復を背景に 2009 年末頃に 3,000 台を回復するが、国有企業の民営化に際しての株式売却圧力に対する懸念を主な背景に株価は再び停滞し、昨年 10 月末まで下落傾向が続いた。

【図表 3】 上海総合指数の推移（月末値）



（資料 CEIC）

2010 年以降の長期に及ぶ株価低迷の主因は、株式より魅力的な投資対象が常に存在していたためと見られている。中国政府はリーマンショックが引き起こした深刻な景気停滞に対して、2008 年 11 月にいわゆる 4 兆元の景気刺激策を発動し、なりふり構わず投資を奨励した。このため、2010 年以降、不動産市場に大量の余剰

資金が流入し、不動産価格が急騰した。

その後、不動産価格が上昇し過ぎたと判断した中央政府は不動産購入を制限すると、余剰資金は地方の融資プラットフォームを通じてインフラ整備プロジェクトや企業の設備投資に向かった。2013 年以降、これを運用対象とした高利回りの理財商品がブームとなった。

2014 年秋以降、融資プラットフォーム向けの貸出が大幅に抑制されたほか、過剰設備を抱える企業向け貸出および不動産開発関連の貸出に対する規制が一段と強化された。その結果、不動産も理財商品も投資対象としての魅力を失った。

こうして行き場を失った大量の余剰資金が向かったのが株式市場だった。株価は 2010 年以降ずっと停滞していたが、余剰資金の一部が流入すると上昇し始めた。それを見た国内投資家は一斉に株式市場に投資を振り向けたため、株価は急騰した。

中国の株式市場参加者は、冷静かつ的確な分析力を持っていない個人投資家の比率が高いのも問題であるが、機関投資家も個人投資家のように行動することに問題があると言われている。個人も機関投資家も殆どの取引は短期回転売買で、長期保有は少なく、株価が上がり始めた株式を大勢が一斉に買い、短期のキャピタルゲインの獲得を狙う。このため多くの市場参加者は冷静な企業財務分析や投資戦略を考慮せず、子供のサッカーのように目先上昇しそうな株式に群がる傾向が強い。

昨年 10 月末に 2,420 だった株価が年末には 3,234、本年 3 月末に 3,747、6 月 12 日に 5,166 と急騰したが、これはマクロ経済情勢や企業収益を考慮すれば明らかに異常な相場展開である。GDP 成長率前年比は、昨年 4Q+7.3%、本年 1Q+7.0%、本年 2Q+7.0%とむしろ低下傾向にあった。企業収益（工業企業利潤総額）前年比も昨年 3Q+9.9%、4Q+5.1%、本年 1Q-3.7%、本年 2Q-0.9%と停滞が続いていた。これらの指標から見て、上海総合指数が急騰する合理的な理由は考えにくい。

以上から明らかのように、今回の急騰は行き場を失った余剰資金が偶発的に上昇し始めた株式市場に流入し、マネーゲーム的に上昇したものと見られている。

## ②人民日報の記事が株価上昇を加速させた

上海総合指数は 4 月 10 日に 4,034（終値）と、今回の上昇局面で初めて 4,000 の大台に乗せた。株式市場関係者の間では、そろそろ頭打ちではないかとの相場観が広がりつつあった。もし市場の流れに委ねていれば、この頃に株価は下落していたはずであると見られている。

ところが、その不安感を打ち消すような記事が 4 月 20 日の人民日報に掲載された。それは「4,000 はブル市場（上昇相場）の始まりに過ぎない」という題名の記事で、現在の中国経済の勢いから見れば、この相場水準は正常だと断言した。

人民日報は中国共産党の機関紙であり、掲載される記事の内容は政府の意向や方針を反映している。このため上記の記事は政府がさらなる株価上昇にお墨付きを与えたものと理解され、これを機に株価は再び勢いを取り戻し、上昇を続けた。

以下は筆者の個人的な見解であるが、こうした政府の株式相場への口先介入の背

景には、足元の景気に対する不安があったものと推察している。4月の時点では、前述のように地方財政プロジェクトの急減に歯止めがかかっていなかった。その時に景気下押し圧力を打ち消して景気を支えていたのは株価上昇だった。もし株価の上昇が止まれば、足許の景気を支える重要な材料がなくなるのは明らかだった。

この点を懸念した中央政府上層部が、景気下支えの対策として株価上昇を促進しようとしたと理解することが可能である。

ちなみに6月に入ると、すでに地方債の消化や金融機関貸出の回復にも目処がつき、地方プロジェクトの急減に歯止めがかかる見通しがある程度立ち始めていた。このため景気下押し圧力への不安も緩和されていたはずである。そのように推察すれば、6月中旬に政府の株式市場に対する姿勢が変化したことも理解しやすい。

## (2) 株価暴落の背景

政府のお墨付きが与えられたとはいえ、合理的な理由が存在しないまま急騰した株価であったため、6月5日（終値）に5,000の大台を超えると政府内部にも根拠なきミニバブル相場への懸念が生じ始めた。バブル経済は巨大化する前に抑制する方が崩壊した時の傷は浅いという点は中国政府も十分理解している。

上海総合指数の直近最高値5,166（終値）を記録した6月12日（金）の翌日、証券監督管理委員会は証券会社に対して場外信用取引を規制する命令を出した。この発表を受け、週明けの6月15日、株価は急落した。当時信用取引によって株式投資を行っていた投資家は、株価の下落により追加保証金（いわゆる追証）の積み増しが必要になる。その資金手当てのために手元の株式売却を迫られ、それが株価の下落に拍車をかけ、再び追証が必要となるという悪循環が止まらなくなった。

株価が急騰して市場参加者が不安を抱いている時に信用取引を規制すれば上記のような悪循環が始まり、株価の暴落を招く可能性が高いということは、先進国の株式市場関係者であれば想像がつく。しかし、中国で信用取引が導入されたのは2010年以降の株式市場停滞局面だったことから、中国政府関係者は自由な株価変動が認められている状況下で信用取引規制を行った経験がなかった。このため、事前に株価の急落を予想することができなかったと中国の金融関係者は見ている。

## (3) 政府の市場介入による株価下支えと後遺症

6月15日以降、予想外の株価暴落に直面した政府上層部は以下のようななりふり構わぬ市場介入によって暴落を食い止めようとした。

- ◇中国人民銀行による利下げ
- ◇中国人民銀行による証券金融会社への大量資金供給
- ◇証券監督管理委員会による空売り規制
- ◇公安当局による悪意の空売りを行った投資家を拘束する方針の発表
- ◇個別の上場企業の判断で急落の恐れのある株価の売買を停止（約半数が停止）
- ◇国有企業が株を売らない、発行しないとの広告を発表

◇証券会社、国有企業等による、政府命令に基づいた株式買い支え

以上の緊急対策のうち、人民銀行の政策措置以外の措置は株式市場の自由な売買取引を否定する行政措置であり、成熟した株式市場をもつ先進国の常識では考えられない介入手段である。

中国政府のこうした決然たる介入姿勢により、株価の下落は 3,500～3,600 前後を底値として買い支えられている。しかし、政府が大量介入してやっと維持できている相場であるため、もし政府が手を引こうとすれば再び急落のリスクが高まる。このため政府は当面、市場への介入をやめられない状況に陥っている。

これらの措置により表面的には株式市場は安定を回復している。しかし、自由な市場メカニズムに基づく株価決定機能がほぼ麻痺しており、株式市場本来の機能は失われてしまっている。市場関係者によれば、中国の株式市場が元の正常な状態を回復するには 2～3 年を要するとの見方もあり、当面は株式市場を通じた正常な資金調達には困難となると予想されている。

#### (4) 実体経済への影響

株式市場の本来の市場機能はほぼ麻痺しているが、上海総合指数の株価自体は、昨年 11 月の 2,500 前後から上昇し始め、5,166 まで達した後、足許は 3,500～4,000 の間で推移している。このため、昨年 11 月の 2,500 前後、あるいは昨年末の 3,200 前後に比べて、現在の株価は高い水準にある。とくに機関投資家は政府の命令もあって 3,500 前後で大量の買いを入れたため、その後の株価の回復によって含み損を解消することができた。

一部の個人投資家は信用取引への過度な依存の結果、巨額の負債を抱えており、自殺者まで出た。しかし、相場水準が下げ止まっていることから、消費へのマイナスインパクトは限定的と見られている。個人資産に占める株式のウェイトも数%程度であると見られているため、株価下落による逆資産効果も限定的なものにとどまっている。

以上から、実体経済への影響は軽微なものにとどまるとの見方が大勢である。若干影響が懸念されているのは、高級車、高級住宅、高額海外旅行などの贅沢消費財である。日本企業の多くが中国人訪日旅行者の爆買いが大きく減少することを懸念しているが、その可能性は低いと見られている。日本旅行は総じて低価格であるため(爆買いによって中国国内で購入するより生活費を節約できる経済的メリットも生じる)、株価下落である程度損失を被っても、日本旅行を諦めざるを得なくなるような中国人はほんの一握りに過ぎないと見られている。

### 3. 日中関係改善を背景とする日本企業の対中投資積極化の動き

#### (1) 日中関係の改善

昨年 11 月の日中首脳会談の実現以降、4 月には 2 度目の首脳会談が実現、5 月には自民党の二階総務会長が 3,000 人の大訪中団を率いて北京を訪問し、習近平主席

に歓待を受け、その模様が中国国内の主要な新聞・テレビのトップニュースとして大々的に報じられた。6月には日中財務対話が行われ、7月の谷内国家安全保障局長訪中では李克強総理が会見するなど異例の厚遇を受けた。この間、日本の国会において安保法制整備に絡んで中国側を刺激する内容の答弁が行われた際にも、中国政府の反応は冷静だった。このように日中関係は中国側の対日外交姿勢の変化を背景に、明確な改善の動きを示している。

これを受けて、中国各地の地方政府や中国企業は日本企業との提携に対する積極的な姿勢を表立って示すことがようやく可能となった。昨年までは周囲の反応を気にして日本との交流を控えていた地方政府や中国企業が日本企業の投資誘致や提携模索に動き出している。

中国側の変化については4月下旬の前回出張時でも見られていたが、日本企業の対中ビジネス姿勢には変化が見られていなかった。しかし、今回は日本企業にも変化が見られ始めていた。

## (2) 上海周辺の動き

上海現地のメガバンク幹部によれば、4月の日中首脳会談以降、日本企業の対中ビジネスに対する姿勢が徐々に積極化している手応えを感じるようになった由。積極化している業種は設備投資資金需要の小さいサービス産業が中心であるほか、中国ビジネスで得た収益による内部留保を原資とする再投資の形で設備投資を行うケースも増えてきているため、メガバンクの資金需要は総じて伸び悩んでいる。

なお、積極的なビジネスマインドが回復しているのはサービス産業に留まっており、製造業については依然として二極分化構造にあまり変化が見られていない。すなわち、1~2割の業績好調企業は引き続き積極的であるのに対して、それ以外の企業は慎重な姿勢を崩していない。

## (3) 武漢周辺の動き

### ①主要都市の中でも最も旺盛な活力

一方、武漢周辺では日本企業の対中投資姿勢はより積極的である。武漢の成長率は昨年が+9.7%、本年上半期は+8.7%と全国を大きく上回る成長率を保っている。数字上は重慶（昨年+10.9%、本年上半期+11.0%）を下回っているが、広域の市街地および周辺の経済開発区の住宅・商業施設等の建設ラッシュ、地下鉄工事、外資系企業の進出状況などから見ると、中国の主要都市の中で、今は武漢が最も活力に溢れているとの見方が多い。

武漢市政府の幹部も、全国各地は経済成長の減速を実感しているようであるが、武漢では減速感がなく、住民の旺盛な消費意欲を肌で感じていると語っていた。その背景には、今も続々と建設ラッシュが続いている地下鉄、最近完成したばかりの市内の幹線高速道路等、急速に効率化が進む交通インフラの活用により利便性が格段に向上しつつある市街地および周辺開発区での投資拡大がある。

## ②交通インフラ整備による移動効率の大幅改善

実際に今回の出張での武漢滞在中に、市街地中心部から車で武漢経済技術開発区、さらに東湖国家高新技术開発区へと足を延ばし、再び元の市街地中心部に戻ってきた。筆者は毎年武漢を訪問しており、昨年も同じコースで市内の様子を見ようとしたが、武漢経済技術開発区に行く途中、ひどい交通渋滞に巻き込まれ、ちょうど市街地と開発区の間点あたりまでで1時間を要したため、やむなく見学を断念して市街地に引き返した。3~4年前に市街地とその開発区を往復した時もやはり交通渋滞がひどく、片道1時間半以上かかった。このため、武漢出張時は午後の時間帯に武漢経済技術開発区での面談を一つ入れると、それ以外の日程を入れることはできないというのが武漢の特徴だった。

ところが、今年は途中、写真を撮るために時々車を止めながらも1時間以内で武漢経済技術開発区中心部の政府機関周辺に到着した。その後、もう一つの東湖国家高新技术開発区を回って市街地中心部に戻るまでに要した時間は2時間強だった。以前であれば、半日かけてやっと回れるコースであり、2時間強で戻ってくるなど考えられないことである。高速道路の開通による移動効率の大幅改善を実感した。

## ③市内各所の住宅・商業施設建設ラッシュ、日本企業の進出状況など

その市内視察の間、市街地、開発区、その中間地域など、市内のあらゆるところで住宅の建設ラッシュが確認された。また、数年前には更地で何もなかった経済開発区周辺地域には大規模なショッピングセンターがいくつもできていた。武漢経済技術開発区の中心部では、イオンの中国国内最大規模となるショッピングモール武漢2号店が本年末の営業開始に向けて準備中だった。すでに建物は完成が近づいており、その巨大な規模に驚かされた。イオンの武漢進出（1号店は昨年12月に開業）に伴って、ニトリ、吉野家<イオンモール1号店内の吉野家は2時間待ちの行列も珍しくない由>等の多くの日系のサービス業も進出しており、今後イオンモールの増大等に合わせてさらに店舗網を拡大していく見通し。

サービス業のみならず、製造業の投資動向を見ても武漢では他地域に見られないほど続々と日本企業の進出が続いている。今後完成するホンダの第3工場、新規に進出するGM、ルノー等の新工場からの受注増に備え、日本を代表する自動車部品メーカーが武漢周辺都市に進出してきている。このほか、IT関連企業も新規進出を決めるなど、武漢への日本企業の進出は積極的である。

こうした状況を眺め、今はまだ武漢には日本人学校がないが、近々日本人学校の設立を検討することになると予想されている。イオンの進出や武漢の消費水準の向上もあって、日本料理店の出店も急増している。現地駐在の日本人幹部社員も、「半年ほど前から武漢でもようやくマグロの刺身がおいしく食べられるようになった」と喜んでいる。

## 4. 構造改革の展望

### (1) 国有企業改革

国有企業改革の進捗が遅れている。元々国有企業改革に関する主要政策の政府案が昨年末に発表される予定だったが、5、6月頃に延期された。しかし、5、6月になっても政府内の調整がつかず、今は8月に公表されるのではないかと予想されているが、それも確証はない由。

これほど政府案の発表が遅れている主因は、中央政府内で国有企業改革の推進を担う、国有資産管理委員会、財政部、国家発展改革委員会の3者間での調整が難航していることによるものと見られている。3者はそれぞれ国有企業を管轄する権限を有するが、その権限に絡む改革の進め方に関して相互調整が難航している模様。

本来であれば、朱鎔基副総理時代の経済体制改革委員会のように、改革が実行され、プロジェクトが終了すれば一切の権限を放棄し、担当チームは速やかに解散するという方式が理想的である。しかし、すでに政府内で組織規程に基づく仕組みが出来上がっている現状では、当時のような方式を採用することが難しい。このままでは国有企業改革が中途半端なものになることが懸念されている。

以下は筆者の個人的見解であるが、減速しつつあるとはいえ、まだ高度成長時代が続いており、多少経営効率が低い国有企業でも収益は黒字であるため、今は改革実行の切実な必要性が感じられていない。2020年代前半に安定成長期に入り、多くの国有企業赤字に転じ、その赤字を補填するための財政負担の増大が問題視されるようになるまで、本格的な改革には着手されない可能性が懸念される。その頃から改革に着手する場合、国有企業が中国経済全体に占めるウェイトが高いだけに、産業競争力の低下などマクロ経済に深刻な悪影響が及ぶ可能性が高い。これは今後も引き続き注視すべき重要課題である。

### (2) 金融自由化

金融自由化の3本柱は、預金金利の自由化、為替レートの自由化、資本移動の自由化である。信頼できる金融関係者によれば、このうち、預金金利の自由化については、現時点でもほぼ実現の目処がついているとの見方が一般的である。

すでに中国人民銀行が上限金利を定める定期預金に預金する人は少なく、大半の人々は理財商品を購入している由。その金利水準は4~6%と定期預金の法定金利の上限(1年もの3%)をはるかに上回っている。この間、主要金融機関の貸出金利の平均は6.5~7.0%と言われていることから、以前3%を確保できていた預貸金利ざやはかなり縮小している。このため金融機関収益は伸び悩んでいる。

他方、為替レートと資本移動の自由化の時期はもう少し先になるが、遅くとも2020年までには全て自由化しているとの見方が大勢である。ただし、今回の上海株暴落のような不測の事態が生じると、政府関係者が金融自由化推進に慎重になることも考えられることから、多少前後する可能性も指摘されている。

以上