

中国経済は窮地を脱したのか？

Topics

- ▶ 中国経済に回復の兆しがみられ始め、景気の安定化を見込む向きが強まっています。製造業の生産が回復している点と、中国当局による景気刺激策の公表が背景とみられます
- ▶ 筆者も短期的に中国経済が安定化するとの見方に同意しますが、投資効率の悪化や人口減少など中期的な不安要素は残っており、再び低成長に直面する可能性があると考えます。
- ▶ 中国人民銀行による金融緩和と、中央政府による財政拡大に余地が残っていると考えられます。人口減にともない、経済への下押し圧力が長期的に続くと思われる中、当局は一段の景気刺激を余儀なくされる見通しです。

エコノミスト 須賀田 進成

中国経済の安定化見通しが強まる

7-9月期以降、年内と来年の中国経済成長率について、市場のコンセンサスおよび国際機関による見通しの上方修正が相次いでいます。

夏場までは中国経済のバランスシート不況入りの可能性と、地方政府の隠れ債務問題が取りざたされ、今年の成長率については政府の成長目標である前年比+5%を割り込むとの見方もありました。来年に関しても4%台前半まで落ち込むとの見方が強まりました。しかし、その後、製造業の在庫調整が終了に向かい、生産が改善したことや、不動産の需要側のテコ入れ策が公表されたことなどを受けて、徐々に景気の回復を見込む見方が増えました。

10月下旬に行われた全人代常務委員会にて追加財政政策の決定を受け、市場コンセンサスや主要な国際機関は中国経済の成長見通しについて、上方修正しています（図表1）。

また、懸念されていた地方政府の債務問題についても、当局が借り換えによる債務負担の軽減に動いたことから、金融システムリスク発生への懸念が後退しています。

7月の中央政治局会議以降は、景気に配慮した経済政策の公表が相次いでおり、当局が景気支援に本腰を入れ始めたともみることができます（図表2）。

こうした政策の中で、重要な政策の変化は、追加財政と不動産開発業者への支援です。財政については、規模は小さいものの、異例の年内の追加財政が行われた点からは、当局の経済政策スタンスの変化がうかがえます。不動産開発業者に対する支援としては、資金調達的大幅緩和が挙げられます。銀行に対して民間部門への融資目標を設定した上、融資対象になる不動産開発業者をリストアップしているとの報道もあるなど、不動産デベロッパーに対する引き締めスタンスも大きく緩和されたと考えられます。

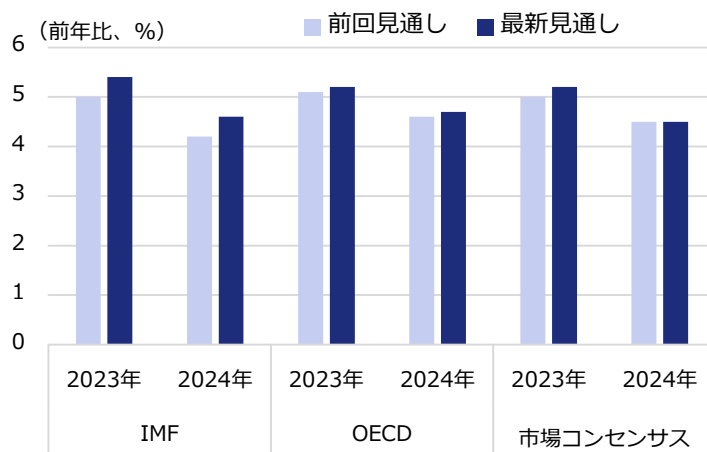
中国経済は窮地を脱したのか？

筆者も、生産の循環的な回復に加えて、当局の経済政策が景気支援方向に転換し、幅広く景気支援が行われている点から、中国景気は一旦底打ちしたと考えています。

しかし、この回復局面は2025年頃には終わり、再び低成長に直面する可能性があるとも考えています。

以下で、中国経済の先行きを考える上で、現行の主要な景気刺激策であるインフラ投資の投資効率悪化と、人口面での問題についてまとめ、中期的な低成長化の懸念が薄れたわけではない点を指摘します。

図表1 市場と主要国際機関の中国経済見通し



注：前回見通しは、IMFが10月時点、OECDが9月時点、市場コンセンサスはブルームバーグ調査のうち見通しが最も悪化した9月時点を使用。

最新見通しは、すべて11月時点。

出所：OECD、IMF、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 年後半の主要な経済政策

景気刺激	・1兆元の追加財政決定。対象はインフラ投資。 ・都市部の不動産再開発計画を表明。1兆元規模とも報道される。
債務処理	・地方政府債務リスク予防を表明。 ・地方政府債務の借り換えが拡大。
不動産政策	・既存の住宅ローン金利と頭金比率を引き下げ。 ・2軒目購入時の規制を緩和。 ・デベロッパーの資金調達緩和。
金融政策	・預金準備率を引き下げ。 ・短期市場向けと中期資金供給を拡大。 ・民間部門向けの融資目標を設定。

出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

[次ページへ続く](#)

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

インフラ投資の効果が薄れている

当局はインフラ投資による景気刺激に動いています。

しかし、GDPを1%押し上げるために必要な固定資本形成の増加分を示す限界資本係数は2010年代前半に比べて上昇しており、投資効率の悪化が起きています（図表3）。2010年代後半には、景気の下支えにインフラ投資が多用されたことが影響している可能性があります。

当局は1兆元の追加財政を決定し、報道では更に1兆元規模の都市部の不動産再開発計画を策定しているとされます。計2兆元（2022年の名目GDP比約1.6%）が来年末までに支出される可能性があるものの、投資効率の悪化から、その効果は過去対比で小さい可能性があります。

来年から再来年にかけてはある程度景気は支えられるとみられるものの、その後は継続的に財政支援が行われな限り、再び低成長に直面する可能性が高いと考えます。

金融緩和余地があるのではないか

景気下支えの手法として、投資以外のもの、例えば家計向けの直接給付などが採られる可能性はあるものの、当面当局はインフラと不動産の再開発を続けると考えます。

しかし、固定資産投資による投資効率が悪化しているため、景気刺激効果を維持するには、財政規模を拡大し、支出を増やす必要があります。

中央政府に限って言えば、財政拡大余地があるとみられる一方、地方政府は隠れ債務を多く抱え、財政難に陥っています。広義の政府で財政余力を維持するには、地方政府の債務処理をある程度進める必要があるとみられます。来年以降は、地方政府による野放図な支出を抑え、財政の健全化を図りつつ、中央政府が財政支出を増やして景気を支える、というのが当局の財政政策方針になると筆者は考えています。

筆者は、この過程で、PBOC（中国人民銀行）による一段の金融緩和も必要になると考えます。地方政府債務の借り換えや財政支出に伴う国債の増発に対しては、PBOCは資金供給を増やすと見込みます。また、債務負担の軽減に向けて、利下げも視野に入るとでしょう。現状、中国の実質政策金利は高く、金融緩和余地が残っていると考えられます（図表5）。

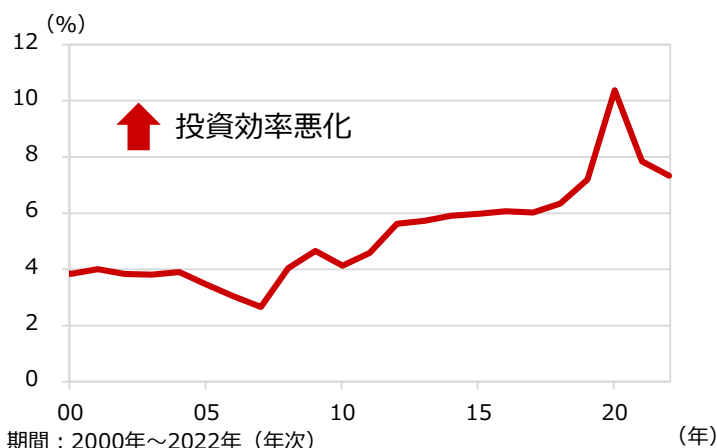
2028年以降は生産年齢人口減少が続く

中国の生産年齢人口（15-64歳）は、2016年頃に減少に転じています。国連による中位推計によれば、人口動態上、2024年から27年にかけて一時的に前年比で増加するものの、2028年以降は同年齢層の減少が続くと試算されます。

生産年齢人口の従属年齢人口（生産年齢以外の人口）比率は、人口ボーナス値として知られます。生産年齢人口の増加は労働力の増加を意味し、人口ボーナス値の上昇は経済の成長率を高めると考えられます。しかし、国連の人口推計を基に計算した中国の人口ボーナス値は、2028年以降は低下に転じることになります（図表4）。従って、長期的にみれば、総人口の減少と少子高齢化が中国経済の成長率を押し下げると考えられます。

足元で中国経済は安定化に向かってはいるものの、それは一時的なものとみられます。筆者は、人口減という長期的な経済への下押し圧力と、投資効率の悪化という環境下、当局が経済成長の維持に向けて、一段の金融緩和と財政政策の発動を余儀なくされると考えています。

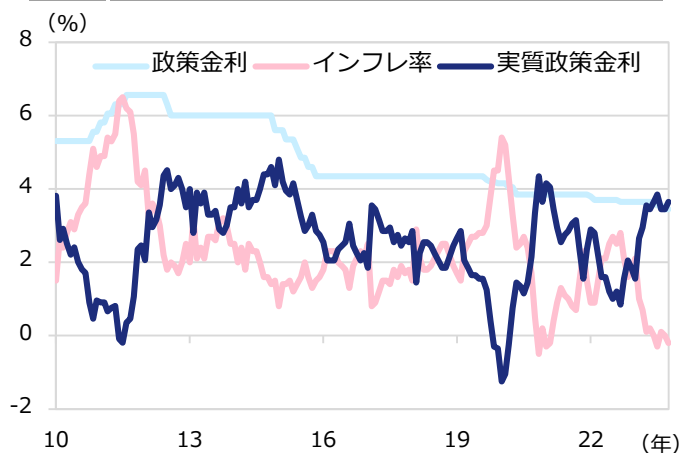
図表3 中国の限界資本係数の推移



注：本来は資本ストックの増減を用いるが、中国では公表されていないため、総資本形成の名目GDP比を、実質成長率で割り、簡易的に計算
2020年以降はコロナ禍によりGDP成長率が振れるため、成長率の2年平均値を用いた

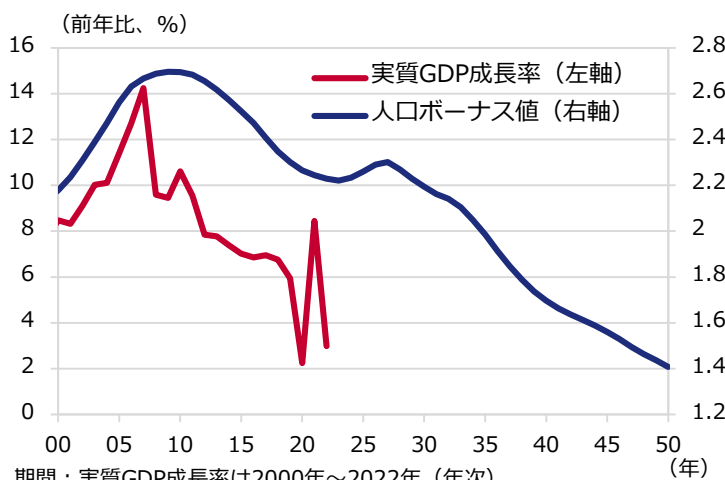
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 中国の実質政策金利の推移



出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 中国の実質GDP成長率と人口ボーナス値の推移



注：人口ボーナス値の計算には国連「World Population Prospects 2022」を使用。2022年以降は中位推計値を利用して計算

出所：リフィニティブ、国連のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号等:岡三証券株式会社 岡三オンライン証券カンパニー/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

●加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引、先物取引、オプション取引、株価指数証拠金取引(以下、「株価指数CFD」)および暗号資産関連店頭デリバティブ取引(以下、「暗号資産CFD」)では、投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX等)等、先物取引、オプション取引、株価指数CFDおよび暗号資産CFDは対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場投資信託(ETF)および指数連動証券(ETN)のうち、レバレッジ型・インバース型の価格の上昇率・下落率は、2営業日以上の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資効果が得られないおそれがあります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数CFDでは建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【暗号資産CFD】暗号資産は法定通貨(本邦通貨又は外国通貨)ではなく、特定の者によりその価値を保証されているものではなく、代価の弁済を受ける者の同意がある場合に限り代価の弁済に使用することができます。暗号資産CFDは、暗号資産の価格変動によって、元本損失が生じることがあります。また、預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象銘柄の相場変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金30万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の30%以上の委託保証金が必要です。【先物・オプション】発注必要証拠金および最低維持証拠金は、「(SPAN 証拠金額×当社が定める掛け目)ーネットオプション価値の総額」とし、選択取引コース・取引時間によって掛け目は異なります。当社のWebサイトをご確認ください。また、変更の都度、当社のWebサイトに掲載いたします。【株価指数CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1取引単位(1万又は10万通貨)、店頭FXでは、1取引単位(1,000通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【暗号資産CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、取引金額(銘柄レート×取引数量)×50%以上の額とします。発注証拠金・取引単位は銘柄ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には1注文の約定代金に応じたワンショットと1日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で3,300円、信用取引で1,320円。定額プランの手数料は現物取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,430円、以降約定代金100万円ごとに550円加算、また、信用取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,100円、以降約定代金100万円ごとに330円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品賃料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の1.1%(最低手数料5,500円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用等の諸費用が必要です。売買に当たり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【先物】取引手数料は、通常取引コースの場合、日経225先物が1枚につき330円(取引枚数により段階的減額あり)、日経225mini、ミニTOPIX先物、東証REIT指数先物、TOPIX Core30先物、東証マザーズ指数先物、JPX日経インデックス400先物が1枚につき44円、TOPIX先物、日経平均VI先物が1枚につき330円、NYダウ先物が1枚につき880円。アクティブ先物取引コースの場合、日経225先物が1枚につき275円、日経225miniが1枚につき27円です。【オプション】取引手数料は、日経225オプションが約定代金に対して0.176%(最低手数料220円)、TOPIXオプションが約定代金に対して0.22%(最低手数料220円)です。【株価指数CFD】取引手数料は、セルフコースは1枚につき330円、サポートコースは1枚につき3,300円です。【投資信託】換金時には株式投信の場合、基準価額に対して最大0.50%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。公社債投信の場合、換金手数料として1万円につき最大110円をご負担いただく場合があります。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書でご確認ください。【FX】取引所FXの取引手数料は、セルフコースはくりっく365が無料、くりっく365ラージが1枚につき1,018円、サポートコースはくりっく365が1枚につき1,100円、くりっく365ラージが1枚につき11,000円です。店頭FXの取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。【暗号資産CFD】取引手数料は無料ですが、建玉を翌営業日に繰り越した場合に建玉金額の0.04%をご負担いただきます。スプレッドは、銘柄ごとに異なり、対象暗号資産の相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等およびWebサイト上の説明事項をお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。