

第516回: 良薬か劇薬か

20年近く前のことだが、深圳市で開かれた金融フォーラムに講師として呼ばれ、日本の銀行が不良債権処理で苦労した経験を話したことがある。

そのとき筆者は中国経済を評して、「中国は伸び盛りの少年期にある。元気が良すぎて、転んで骨折することもあろうが、チョット入院すればすぐ治る。でも、日本はそうはいかない。メタボ予備軍の中高年が、腰が痛い痛いと言ってアスピリンばかり服用しても効果は少なく、むしろ体質改善が必要である。ひょっとすると西洋医学よりも漢方の処方箋が有効かもしれない」、こんなことを中国語で喋った記憶がある。

その中国も改革開放政策を始めて早や40年、伸び盛りの少年期はとっくに過ぎ去り、体質改善が必要な時期に差し掛かっている。膨大な若年労働者と、外資を成長ドライバーに据えた労働集約産業の時代は終わり、産業構造の高度化や、生産年齢人口の減少などに対する処方箋が必要となりつつある。

4月17日に発表された中国の2019年1~3月期(1Q)のGDPは、物価の変動を除いた実質で前年同期比6.4%と、市場予想の6.3%を上回った。17年以降の四半期ベースのGDP成長率は、6.9%(17年1Q)、6.9%(2Q)、6.8%(3Q)、6.8%(4Q)、6.8%(18年1Q)、6.7%(2Q)、6.5%(3Q)、6.4%(4Q)と続いてきた。

最後にGDPが上昇したのが16年4Qの6.8%から、17年1Qの6.9%だから、2年の長きに亘った実質成長率の鈍化傾向に、ようやく歯止めが掛かったように見える。

潜在成長率の低下、景気の減速、米中貿易摩擦による制裁関税賦課などの諸要因が、さまざまな形で、中国に影を落としており、加えて世界経済の先行きに対する懸念が高まりつつあるなか、中国経済に改善の兆しが見られるか否かが注目されたわけである。

17日の発表で、筆者が最も評価したのは、国家統計局の報道官の「中国経済について、依然多くの外的不確実性に直面しているが、より前向きな要素がみられる」というコメントである。

中国の経済専門家が中国経済を過大評価するのは、彼らが社会主義国に奉仕するエリートである以上、やむを得ない一面もあると同情するが、(中国の公務員でもない)海外の市場関係者が、中国の工業データやPMI等のチョットした変動を根拠にして、鬼の首でも取ったように狂喜乱舞したり、予定調和的なコメントを出したりするのは、専門家として如何なものかと思う。

今回の中国報道官のコメントを筆者は、「これが現時点で披露できる最もoptimisticな所見です。これ以上アップサイドの予測はリスクがあるから控えます」と解釈した。中国政府のプライドを保ちつつ、正鵠を射た好感の持てるコメントであったと思う。

同時に発表された1Qの経済指標を見ると、固定資産投資は6.3%増となり18年通年の前年比5.9%増から0.4pt加速しており、中国政府が景気支援のカンフル剤として公約した道路・鉄道・港湾などのPJ建設を加速させたことが寄与しているようだ。不動産開発投資も11.8%増加し、伸び率は2.3pt拡大。

政府の投資活動や金融緩和により、固定資産投資や不動産開発投資が伸びるのは、当たり前のことで

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

1/3

あり、案の定、セメントや粗鋼など重厚長大産業(=オールド・エコノミー)が伸びる一方、デジタル経済時代の牽引役として期待される携帯電話や、半導体等のニュー・エコノミーが冴えない。

消費も力強さに欠けており、中国政府は個人消費主導の成長を目指しているにも拘わらず、小売売上高の伸び率は18年通年より0.7pt低下してしまった。

といった訳で手放しでは喜べない1Qデータだが、政府主導の景気策である以上、誰も文句は云えない。

中国では昨年から激化した米中貿易摩擦や、シャドーバンキング制御を目的とする金融規制の強化等により、企業の経営環境が悪化し、経済環境の悪化に拍車を掛けてきた。

政府が急ぐ規制緩和や、闇金融の規制、過剰生産設備の解消などの施策は、多少の痛みや、成長率の鈍化は耐え忍んでも推進すべき政策だが、そうは云っても、極端に景気が悪化すれば、社会不安の火種が拡大することになるので、神の見えざる手に全権を委任する訳にもいかない。

このように微妙かつ精緻な経済の舵取りが要求されるなか、中国政府は昨年「景気回復を優先し、改革はひとまず先送りする」と決めた。そして景気刺激策を矢継ぎ早に発表し、実行に移したことから、景気には持ち直しの動きが見られ始め、市場でも楽観的な見方が強まり、株式相場は回復の勢いを示している。

しかし問題も多い。金融緩和で企業の資金繰りは改善に向かっているが、再び住宅市場に投機マネーが流れ込む動きもあり、良薬か劇薬か不詳だが、クスリ頼りの経済運営には、細心の注意が必要だ。

不良債権も気掛かりだ。中国大型商業銀行の不良債権(18年4Q)を見ると、不良債権比率1.41%、準備金によるカバレッジ220.08%と極めて健全に見えるが、中国の不良債権評価が甘すぎるのは中国当局者も密かに認めており、中国経済最大の不確定要素は不良債権であると云っても差支はない。

結論として、今年の成長目標6~6.5%は間違いなく達成できようが、李克強首相は砂を噛む思いだろう。成長目標は中国政府が、「2020年までにGDPと国民1人当たりの収入を2010年の2倍にする」という公約を達成するために、6.2%程度の成長率が必要となるため、数値に少し余裕を持たせ、「6~6.5%」と設定し、それに見合うだけのクスリを処方したわけだから、目標達成はハナから分かりきったことなのだ。

中国政府もクスリの副作用は十分認識しており、成長率が6.8%~7.0%といった高いパフォーマンスだと、後遺症が深刻化する虞があるので、(ホンネでは)ギリギリ6.2%程度を狙っているのである。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

平成31年4月19日

筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行(現三菱UFJ信託銀行)入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識(時事通信社)、中国ビジネス笑劇場(光文社)等

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第121号

日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 加入
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040

ご投資にあたっての注意事項

手数料等およびリスクについて

① 株式の手数料等およびリスクについて

- ・ 国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2420% (税込み)、最低 3,240 円 (税込み) (売却約定代金が 3,240 円未満の場合、約定代金相当額) の手数料をいただきます。国内株式を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。
- ・ 外国株式等の売買取引には、売買金額 (現地における約定代金に現地委託手数料と税金等を買の場合には加え、売りの場合には差し引いた額) に対して最大 0.8640% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。外国株式は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

② 債券の手数料等およびリスクについて

- ・ 非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスク及び為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

③ 投資信託の手数料等およびリスクについて

- ・ 投資信託のお取引にあたっては、申込 (一部の投資信託は換金) 手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なるため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該金融商品市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価格が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

④ 株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

- ・ 株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0864% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。
- ・ 株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.320% (税込み)、最低 2,700 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

3/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第 121 号
日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 加入
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040