

## 第736回: 風向きと潜在成長率

昨年 2 月のことだから既に旧聞に属するニュースではあるが、中国人民銀行(=中央銀行)の易綱総裁は「さまざまな経済的困難があり、『支援的な金融政策』を維持する必要があるものの、2022 年の中国経済は、『潜在成長率<sup>注</sup>』の水準を回復する」との見通しを明らかにした。

<sup>注</sup>潜在成長率とは中期的に持続可能な成長率。短期的変動要因以外の労働投入、資本投入及び全要素生産性の、3 つの生産要素の平均的投入水準から得られる実質 GDP の伸びを指す。

中国人民銀行は 20 年以降に、「中国の潜在成長率は+5.0%~+6.0%を維持する見込み」などと述べ、また中国政治協商会議(=国会)幹部も昨年 11 月、潜在成長率を「+5.0%~+5.5%」と発言している。

中国の公式統計に強い疑念を抱く海外の研究者が、それを上回る Bullish(強気)な予測値を出すわけがないので、中国当局が提示する「+5.0%~+6.0%」あたりが中国の潜在成長率の上限と見て間違いないだろう。だが、結果的に中銀総裁の予測は以下の通り大きく外れてしまった。

1 月 17 日に中国国家统计局が発表した実質 GDP 成長率は、前年比+3.0%(以下、変化率は前年同期比、前年比)となり、コロナ禍が拡大し始めた 20 年の実績(+2.2%)を除き、過去半世紀で最低となり、政府目標(+5.5%前後)を大幅に割り込み、潜在成長率にも大きく及ばぬ結果となった。

中国のエンジン・上海市が昨年 4 月から 2 か月間もロックダウンされ、昨年 2Q の中国の成長率は+0.4%まで低下した。上海のへっぽこ指導者の失策を取り戻そうと全国が懸命に動き、3Q は+3.9%まで回復し、政府は 4Q に最後の望みを託していた。だが昨年末に惹起した「ゼロコロナ」墨守/解除を巡る中央政府の“右往左往”ぶりが、4Q の経済を直撃し、減速傾向の成長を後押しするどころか、逆に足を引っ張る結果に終わってしまった。これにより、昨年の四半期ベース及び通年の GDP 成長率は以下の通りとなった。

(出所: 中国国家统计局)	1Q	2Q	3Q	4Q
期毎の成長率	+4.8%	+0.4%	+3.9%	+2.9%
年初来の成長率	同上	+2.5%	+3.0%	+3.0%=22 年の通年成長率

さて、これを踏まえた今年の経済予測だが、昨年 12 月に開催された党・政府の重要会議「中央経済工作会议」で、「中国経済の回復の基礎は依然脆弱で需要収縮、供給ショック、期待低下の『三大圧力』は依然強い。外部環境が混乱し中国経済にも悪影響が出ているが、中国経済は強靱で潜在力が高く、活力も十分あることから、政策効果が持続的に顕在化していることに注意すべき」との認識が示された。

この認識の下、会議では「23 年の中国は積極的な財政政策と穏健な金融政策で内需を拡大し、安定成長を目指す」との方針が打ち出された。因みに、この場では 23 年の成長率目標も討議されたはずであるが、目標値は 3 月 5 日に北京で開かれる「全国人民代表大会(=国会)」までは公表されない慣行となっている。

そんなわけで、中央の基本方針は既に定まり、いま中国各地では 3 月の全人代に向け、“地方版全人代”が開催され、地方の成長目標が算出されている。中国共産党系メディアの中国網日本語版(1 月 9 日付)によると、既に済南市、青島市、長沙市などの 6 都市が 23 年の経済成長率目標を発表し、数値は「+5.5%~+7.0%」の間に集中しているという。中国政府が、潜在成長率の上限をベースにして「意欲目標」を定めていることは、ここからも明らかだ。

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。

今年度の中国の GDP 成長率を探るにあたり押さえておくべきは、①まずは(信用できるか否かは別として)中国政府の見解、次に②世銀、IMF など公的機関の予測だ。

中国政府系シンクタンクである中国社会科学院は、昨年 12 月に「経済青書」を発表、23 年の実質成長率が「5.1%前後」になるとの見通しを示している。①世界経済の成長鈍化により輸出への下押し圧力が増すマイナス要因と、②コロナ防疫対策の最適化に伴い国内消費が大幅増となるプラス要因等を総合勘案し、「23 年の中国経済は回復基調で好転する」と予測した上で、「積極的な財政政策と穏健な金融政策を継続」するよう建議し、財政赤字を GDP 比で 3%前後まで容認するよう提起した。

海外の公的機関の予測だが、世界銀行は 1 月 10 日、23 年の成長率を(昨年 9 月の予測値よりも)0.9pt 引き下げ+4.3%とした。アジア開発銀行は+4.3%(昨年 12 月)、IMF は+4.4%(同 9 月)と見ており、近々修正が行われる見通しだが、このあたりが妥当なレベル感であろう。

1 月 17 日、国家統計局は 22 年度の GDP 等と同時に人口推計値も公表し、これにより中国経済の抱える短期的課題(コロナ禍、不動産不況)と長期的課題(人口減少)が浮き彫りとなった。短期的課題は克服可能だが、人口問題は深刻だ。

中国の人口減は 61 年ぶり、総人口はインドに抜かれ、出生者が初の 1000 万人割れとなり、中国で予てより懸念されていた「未富先老」(豊かになる前に老いる)社会は目前に迫っている。

今年の成長率と市況だが「楽観シナリオ」として、コロナが劇的に収束し、中国経済が爆発的なリベンジ消費に後押しされて、一気に潜在成長率を凌駕するパフォーマンス(例えば+7%超)を達成、それに釣られて相場も急上昇する可能性もあり得るだろう。だがコロナと不動産不況等々で、成長率が+2.9%(22 年 4Q)に失速した中国の現状を横目に、景気回復を大前提にした相場分析を広げるのはゴリ押しと云うものだ。

ここは(中国の専門家と同じ手法で)潜在成長率との対比で消費や投資動向を分析し、相場にアプローチするのが本筋である。マクロ経済には多々課題の残る中国経済だが、中国経済のベクトルは右肩上がりに変わりつつある…この“風向き”の変化が資本市場にとっては最大のプラス材料と云えるだろう。

最後に統計データ問題で一言。本土のコロナ死者数が「1 月 4 日は 1 名」だったのが、「この 1 か月余りで 6 万人」に修正される椿事がつい最近あった。17 日公表の経済データでは「小売売上高」が、市場予想値の▲9.0%に対し実績は▲1.8%という驚天動地のサプライズがあった。前代未聞の統計データが多発するようでは、まっとうな調査・分析なんてできっこない。「中国の統計は信頼できない…人民日報で信用できるのは『日付』のみだ！」と云うジョークが本土で流行っているが、状況の改善を切に期待する。新旧首相の李さんの内、「克強」氏は理解してくれるだろうが、上海上がりの「強」氏はどうだろうか？(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

2023 年(令和 5 年)1 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<sup>の</sup>常識は中国<sup>の</sup>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**

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

### 外国証券等について

・外国証券等は、日本国内の取引所に上場されている銘柄や日本国内で募集または売出しがあった銘柄等の場合を除き、日本国の金融商品取引法に基づく企業内容等の開示が行われておりません。

### 手数料等およびリスクについて

#### ①国内株式等の手数料等およびリスクについて

・国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2650% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 1.2650% (税込み) に相当する額が 3,300 円 (税込み) に満たない場合は 3,300 円 (税込み)、売却約定代金が 3,300 円未満の場合は別途、当社が定めた方法により算出した金額をお支払いいただきます。国内株式等を募集、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。国内株式等は、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。

#### ②外国株式等の手数料等およびリスクについて

・委託取引については、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いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対して最大 1.1000% (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。

・国内店頭取引については、お客さまに提示する売り・買い店頭取引価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で基準価格を算出し、基準価格と売り・買い店頭取引価格との差がそれぞれ原則として 2.50% となるように設定したものです。

・外国株式等は、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。

#### ③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。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。

#### ④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額が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ⑤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 0.0880% (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 4.400% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 4.400% (税込み) に相当する額が 2,750 円 (税込み) に満たない場合は 2,750 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、等をご覧ください。

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