

KAMIYAMA Reports vol. 56

漠然と懸念を抱かれる中国 一体、何が問題か

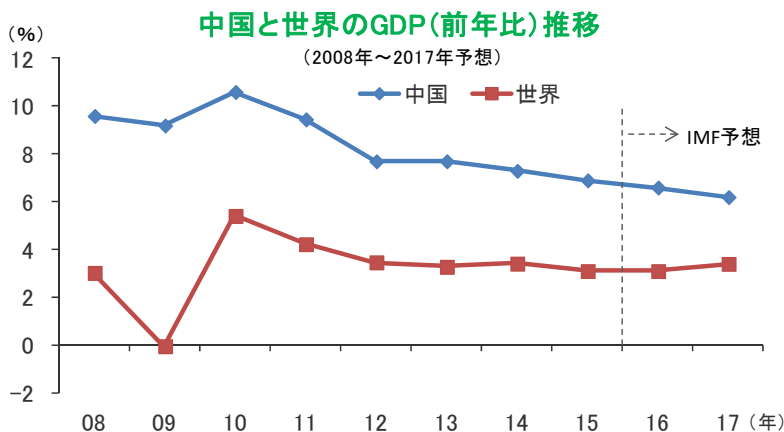
チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- 低成長は過剰供給削減と世界需要低迷の結果
- リスクは不良債権増大と政策の予見が難しいこと
- 中国が本当の重要な消費地となるためには、改革の進展が待たれる

低成長は過剰供給削減と世界需要低迷の結果

国内外・プロアマを問わずリスク資産に投資する人は、しばしば漠然と中国についての懸念を漏らす。しかし、何が懸念・不安なのかを明示してくれる人は意外に少ない。明確ではないから懸念・不安があるのだろう。ここでは、最近、中国に携わった中で重要と考えるいくつかのポイントを提示し、投資の観点から考察、評価することにする。



まずは、いわゆるハードランディングの恐れについて。中国が先進国経済に近づくほど分母(経済規模)が大きくなるのだから、分子(経済規模の増加分)が大きくなっても成長率は低くなりやすい。そもそも、ハードランディングとは、例えば8%の成長率が突然2%などに低下することを言い、このようになる可能性は低い。

中国は、リーマン・ショック後に世界需要が低迷しているにもかかわらず、政策的に鉄鋼など素材を含む生産能力を拡大するような固定資産投資を行なった。しかし、世界需要の回復が予想ほど進まぬままに年月が経ってしまった。結果として、

上記は過去のものおよび予想であり、将来の運用成果等を約束するものではありません。(IMF(国際通貨基金)のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

中国の生産能力は過剰となり、2016年初頭には李克強首相の指導で過剰供給の削減を進めなければならなくなった。中国は社会保障強化などで消費を拡大させることが望ましかったと思われるが、後に述べるようにそれは難しく、結局は従来型の投資で過剰な生産能力を作り出してしまった。当面は、世界経済がリーマン・ショック時に想定したよりも緩やかな回復(これは米国の雇用・賃金の正常化が非常にゆっくりと進んだことに示される)過程にある中で、このような過剰供給の削減政策は適切な対応であり、結果として低成長はやむを得ないと見る。ましてや、政府が主導する限り、資本主義国で起こった恐慌のような状態を想定する必要はないだろう。

言い換えると、中国の低成長は基本的に世界経済の需要が大変緩やかにしか回復していないことの結果であって、原因ではない。先進国の貿易相手国としての中国の位置づけを見ても、いまだ中国は世界の生産拠点であって消費の中心地ではない。日本から中国向けの輸出品目は、以前に述べた(8月2日付 KAMIYAMA Reports Vol.54)ように、中国需要の大きな部分を占めている、生産拠点向けの部品や機械などであることを確認しておきたい。サイクルとして

の中国の低成長は世界の最終需要との関係から当然の結果であり、(無論、中国独自の理由はあるが)トレンドとして世界経済の正常化に与える影響は、メディアが伝えている印象ほど大きいとは思えない。

リスクは不良債権増大と政策の予見が難しいこと

中国の構造問題として、しばしば不良債権の規模の大きさが問題視されるが、これは供給過剰の整理段階では当然のことである。概念として中国は失業はないはずだから、政府が主導して鉄鋼などの供給過剰を整理する際に大量の失業者を出すことは難しいし、それに備えたセーフティーネットが十分でもない。そこで、生産を減らして十分な利益を上げることのできない「ゾンビ企業」を生みだし失業者の増加を防げたとしても、結果として金利が支払えない不良債権企業が増えてしまう。日本では、小泉政権下で多額の不良債権がマクロ経済を悪化させているとの判断から、政府による銀行等への資本注入で不良債権処理が行なわれた。しかし、中国では共産党や政府、中央銀行の指導で、成長産業(例えば、ネット通販と宅配便などのサービス業が伸びるかもしれない)へ人を移動させるために時間をかせぐことになるだろう。このような異なる環境において、国営銀行が多い中国で不良債権が増加する意味は、日本などと異なる。基本的に、不良債権処理も政府などのコントロール下にある限り、混乱のきっかけになるとは考えにくい。

ただし、中国でしばしば起こる政策の予見の難しさゆえに、不良債権問題がリスクとなる可能性はある。2015年夏、突然人民元が実質的に切り下がったのは、後付けの理屈として、当時期待されていた世界経済の回復が中国の生産面にはプラスの効果を与えていなかったことを、市場に認識させるきっかけとなった。しかし、「普通」はもっと早めいろいろな(この例では低成長に関わる)情報が報道され、徐々に市場に織り込まれると市場参加者は期待している。また、16年7月下旬の理財商品への規制強化も、本来は適切な政策と思われるが、唐突であり、ややもすると大幅な信用引き締めと成長率の低下につながりかねず、詳細が良くわからないままにさまざまな憶測を呼んだ。銀行の不良債権についても、何らかの突然の政策変更には驚かされるリスクはある。政策の予見が難しいと言うリスクは、本来は世界経済のトレンドを変えるほどではないはずだが、世界的な低成長時期に不確実性を高め、例えば米国の金融政策や円相場の水準に影響を与えかねない。

中国が本当の重要な消費地となるためには、改革の進展が待たれる

これまで見てきたように、中国経済が原因で世界経済を低迷させる恐れはそれほど大きくない。逆にいえば、中国が本当に世界の消費地として重要になるためには、政治改革の進展が必要だということを知っておきたい。

中国の改革の例

種類	方法	目的
労働改革	戸籍制度改革	労働の流動性強化
	最低賃金の引き上げ	消費の安定・成長
税制	間接税へのシフト	社会保障制度の安定
農業改革	農地使用権の転売自由化	農業効率化、地方活性化
	会社や農業法人参入	食糧自給強化
都市インフラ	環境汚染緩和、 下水道などのインフラ充実	行政、ビジネス環境効率化
	民間銀行設立追加認可	金融機関の活性化・強化
金融改革	融資プラットフォームと 地方政府のデットエクイティスワップ	不良債権問題への対応
	預金・融資金利の自由化	金融機関の競争強化
市場の自由化	香港・上海、香港・深セン ストックコネクト	効率的な資金配分

(信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)

すでにやるべきことは適切にリストアップされている。金融市場の自由化について、ある程度の進展が見られるが、無駄な貯蓄を押さえ消費にお金が回るようにするための改革はあまり進んでいない。具体的には、戸籍制度を改革し、どこに住んでも教育や社会保障を受けられるようにすることや、農地の使用権譲渡を認め、移動の自由を強めることなどだ。

このような改革は、国内の保守派に阻まれているのかもしれない。今後、習政権が消費を拡大できるような改革に成功すれば、中国は世界経済にとって、本当に重要な消費地に飛躍するだろう。

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/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。