

2017年の中国の経済政策方針

中央経済工作会議で示された「安定の中での前進」

アジア調査部中国室主任エコノミスト

玉井芳野

03-3591-1367

yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp

- 中国指導部は中央経済工作会議を開催し、2017年の経済政策方針について討議。「安定の中での前進」を重大原則として強調し、改革を進める前提として経済・社会の安定を重視する方針
- 2017年の財政政策は「さらに積極的かつ効果的」とされ、財政赤字拡大の可能性も。一方、金融政策は不動産バブルへの警戒などから、これまでの緩和姿勢を幾分修正する見通し
- 構造改革を深化させるとして、過剰生産能力・債務削減の継続などに加え、不動産市場安定に向けた措置も発表。改革の実行力を高める方針は示すも、その実現可能性は「安定」確保の可否次第

1. 「安定の中での前進」を強調、党大会開催年ゆえに経済・社会の安定を志向

中国指導部は2016年12月14～16日、中央経済工作会議を開催し、2017年の経済政策方針や成長目標などについて討議した。具体的な経済政策や数値目標の決定については2017年3月の全国人民代表大会を待たねばならないが、大まかな方針は中央経済工作会議で策定・発表される。このため、翌年の経済政策方針の特徴をいち早く把握する上で中央経済工作会議は注目度が高い。本稿では、会議の議事概要を手掛かりに、昨年の議事概要との比較も交えながら2017年の中国の経済政策方針の要点を明らかにしたい¹。

今回の中央経済工作会議では、2017年を「サプライサイドの構造改革を深化させる年」と位置付けている。前回は、2016年を「サプライサイド構造改革の推進に取り組む年」としていたが、2017年は改革をさらに進展させるという意味が示されている。

また、2017年は中国共産党大会が5年ぶりに開催され、党の人事や重要方針が議論されるという点でも重要な年である。12月9日に開催された中央政治局会議では、「2017年は第19回共産党大会が開催されるため（中略）経済運営にしっかり取り組むことに重大な意義がある」として、党大会開催年の経済運営の重要性を強調している²。中央経済工作会議では、「『安定の中で前進を図る（中国語では「稳中求進」）』という基調は国のガバナンスにおける重要な原則であり、経済運営に取り組む方法論でもあり、来年はこの（『安定の中で前進を図る』という）基調を徹底的に実行することが特に重要な意味を持つ」とされている。このことから、党大会を成功させるために、経済・社会の「安定」を前提として改革を進めるという方針が示唆される。

成長率目標については議事概要では具体的な言及はなかったが、この「安定の中での前進」という原則を踏まえると、バブルにつながる成長率の上振れと金融危機や社会の不安定化につながる大きな下振れのいずれも許容しない方針とみられる。この方針や、2016年3月に採択された第13次五カ年計画

で2020年までにGDPを2010年対比で倍増させるという中期目標のため、2016～2020年の成長率目標が「年平均+6.5%以上」と定められていることを考慮すると、2017年は、2016年(前年比+6.5～7.0%)から成長目標が引き下げられたとしても、前年比+6.5%程度の成長を目指した経済運営が行われると考えられる。

2. 2017年の財政・金融政策の方針

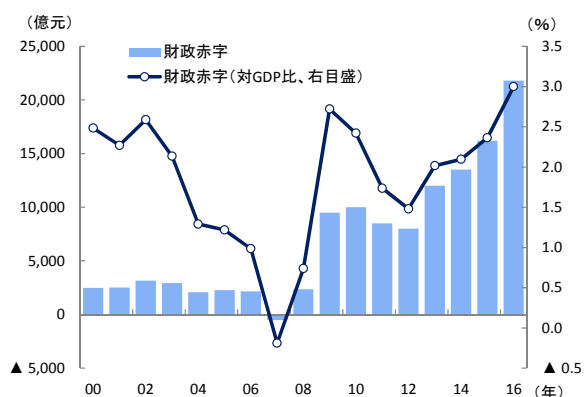
(1) 「さらに積極的かつ効果的」な財政政策へ

財政政策に関しては、2017年は「積極的財政政策」という基本方針を継続するとしつつも、その程度について「さらに積極的かつ効果的」なものにするという新たな表現が加わっており、財政赤字が拡大される可能性がある。企業の税負担軽減や国民生活の保障ニーズに応えるとの文言もある。中国国内では、2016年予算で対GDP比3.0%とされていた財政赤字(図表1)が、2017年には3.0%以上となるのではないかとの見方が多い³。後述するように、2017年は金融政策の緩和姿勢が2016年よりも幾分弱まるとみられるため、財政政策による景気下支えへの依存がさらに高まる模様だ。

(2) 金融政策はバブル抑制を意識した運営に

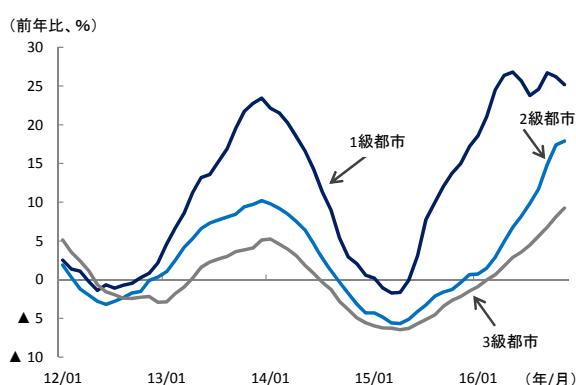
金融政策の基本方針に関しては「穏健的金融政策」を継続するとしているが、より具体的な運営方針について、前回は「より柔軟な」金融政策とされていたところ、今回は「穏健で中立的な」金融政策という表現になっている。やや分かりにくい変化ではあるが、2016年に緩和的な金融環境のもとで不動産価格が急上昇したことへの反省などから(図表2)、景気安定のために必要な流動性供給を継続しつつも資産バブルの抑制に力を入れるという方針が定められたものとみられる⁴。議事概要の中にも「資産バブルの防止に力を入れ、管理監督能力を引き上げ改善し、金融のシステミックリスクが起きないことを確実にする」とあり、資産バブルを契機とした金融リスクへの警戒度を高めていることが

図表1 財政赤字(対GDP比)



(注) 2016年の数値は予算ベース。
(資料) 中国財政部、中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

図表2 不動産価格指数



(注) 1級都市：北京、上海、広州、深圳の4都市。
2級都市：天津、重慶、杭州、南京、武漢、瀋陽、成都、西安、大連、青島、寧波、蘇州、長沙、濟南、厦門、長春、ハルビン、太原、鄭州、合肥、南昌、福州の22都市。
3級都市：上記以外の74都市。
(資料) Windより、みずほ総合研究所作成

分かる。

加えて注目すべきなのは、「マネーの供給方法の新たな変化に対応し、マネーのバルブをしっかりと調節し、金融政策の波及経路・メカニズムをスムーズにする」と、金融政策の仕組みについて新たに言及されていることだ。「マネーの供給方法の新たな変化」とは、資本が流入超から流出超となったことを受け、流入した外貨を人民元に換えることによるマネーの供給が難しくなり、公開市場操作や、S L F・M L F・P S L⁵などの新しい政策ツールを主に用いて資金供給を行っていることを指しているとみられる。また、「金融政策の波及経路・メカニズムをスムーズにする」ことに関しては、上述の流動性供給ツールなどを活用して金利を誘導し、金利の変化を経済全体に波及させることを指していると考えられる。中国では2015年10月に商業銀行の預金基準金利の上限が撤廃されたことをもって、貸出・預金金利が自由に設定できるようになったが、参照金利となる政策金利やその伝達メカニズムはまだ形成途上にある。中国人民銀行は、短期の金利はレポ金利やS L F金利、中長期の金利はM L FやP S Lの金利を使って誘導するという方針を示しており⁶、2015年11月にはチーフエコノミストの馬駿氏らが金利コリドーの導入について検討したレポートを発表している⁷。2017年には、こうした政策金利形成やその波及メカニズムについての制度改革が進展する可能性もある。

なお、米国のトランプ次期大統領の発言などで注目を集めている為替政策に関しては、「為替レートの弾力性を高めると同時に、合理的で均衡のとれた水準で安定させる」との表現にとどめられている。「為替レート形成メカニズムを改善する」とされていた前回と比べると為替水準に関する言及が新たに加わっているが、2016年中に人民銀行が示してきた見解と同じ内容で、目立った変更はなかった。

3. サプライサイド構造改革の深化

冒頭でも述べたように、2017年はサプライサイドの構造改革を深化させる年と位置付けられている。今回の中央経済工作会議の議事概要では、中国経済が直面している問題の根源は構造の不均衡だとの認識が示された上で、サプライサイドの構造改革を実施し、新たな需給関係のバランスを実現させることが課題として言及されており、改めてサプライサイド構造改革の必要性が強調されている。

今回は、サプライサイドの構造改革の中でも、以下4点に注力するとしている（図表3）。

図表3 2017年のサプライサイド構造改革の重点

1. 「5大任務」の推進
過剰生産能力の解消、不動産在庫の解消、デレバレッジ、企業のコスト軽減、有効供給の拡大
2. 農業のサプライサイド改革の深化
良質な農産品の供給拡大、土地の「三権分離」の実施、農村の財産権制度改革の推進など
3. 実体経済の活性化
イノベーションの推進、高品質の製品・サービスの供給拡大、外資導入など
4. 不動産市場の安定的で健全な発展の促進
投機的資金の流入抑制、住宅用地の供給拡大、賃貸市場の育成など

（資料）「中央経済工作会議在北京举行 习近平李克强作重要讲话」（2016年12月16日）より、みずほ総合研究所作成

（１）「5大任務」の推進

前回の中央経済工作会議では、サプライサイド構造改革の重要任務として、①過剰生産能力の解消、②不動産在庫の解消、③デレバレッジ（債務の圧縮）、④企業コスト軽減、⑤有効供給の拡大の5点が定められた。今回の中央経済工作会議では、この5大任務を引き続き推進するとしている。

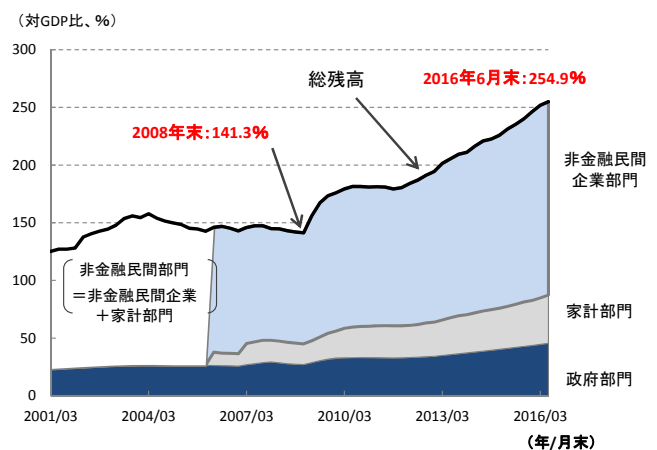
このうち、前回と比べて内容の変化が大きいのが、デレバレッジに関する部分だ。前は法に則ったデフォルトの処理や地方政府債務リスクの解消が主に取り上げられていたが、今回は企業のレバレッジ率の引き下げを重点としている。このような変化がみられた背景には、デレバレッジの重要性が強調されているにもかかわらず取り組みが遅れているという当局の認識があると考えられる⁸。債務残高の対GDP比率をみても、企業部門を中心に増加傾向が続いていることが明らかで（図表4）、2017年こそはこの状況を変えようとしていることがうかがえる。債務削減の具体的な対策としては、デットエクイティスワップ（以下、DES）や株式による資金調達などが挙げられている。これは、2016年10月に中国政府が発表した「企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引き下げに関する意見」の内容と一致している⁹。DESに関しては、同「意見」でも述べられているとおり、「市場原理に基づき、法に従ったDES」の実施を強調している。これは、DESの対象となる企業の選定基準が適切に定められず地方政府主導で安易にDESが行われるといった事態が生じれば、国有企業に多いとされるゾンビ企業の温存につながりうる懸念に対応した方針だとみられる。一方、株式による資金調達に関しては中央経済工作会議の中では詳しい言及がなく、上述の「意見」の中でも多層的な株式市場の発展や株式による資金調達手段の充実などに取り組むとの内容にとどまっており、単に債務を株式に付け替えるだけではとの懸念に十分には対応できていない可能性があることに注意が必要だ。

過剰生産能力の解消に関しては、鉄鋼や石炭業の生産能力過剰の解消を継続するとともに、「他の生産能力過剰が深刻な業種の生産能力削減にしっかり取り組む」ともあり、生産能力削減の動きが鉄鋼・石炭以外の業種でも本格化することが示唆される。具体的な業種には触れられていないが、中国政府によって生産能力過剰が深刻な業種との指摘を受けている¹⁰、非鉄金属（アルミ）、非金属製品（板ガラス、セメント）、造船などの動向には注視する必要があるだろう。また、「すでに解消した過剰生産能力の復活を防ぐ」との文言にも注目したい。一部の製鉄所が、鉄鋼の価格上昇に反応して生産を加速させたとの報道¹¹もあったため、生産能力の淘汰に向けて改めて手綱を締めようとしている模様だ。

不動産在庫の解消については、「第3・4級都市の不動産在庫が多すぎるという問題を解決する」として、具体的なエリアに言及していなかった前回と比べ、「第3・4級都市」に問題が存在することを明らかにしている。

企業のコスト軽減に関しては、減税や諸費用の引き下げ、行政手続きコストの引き下げの継続が示さ

図表4 債務残高（対GDP比）



(資料) BIS より、みずほ総合研究所作成

れた。加えて、今回新たに「労働市場の柔軟性を高め、企業が内部コスト削減と効率改善に注目するようにする」との方針が加わったことから、生産性の低い企業の人員整理を容易にするための取り組みが進展する可能性がある。

有効供給の拡大については、主に貧困支援に関する内容となっており、前回の中央経済工作会議で述べられていた内容は一部後述の（3）に引き継がれているようだ。

（2）農業のサプライサイド改革の深化

2点目に挙げられているのが、農業のサプライサイド構造改革の深化だ。前回も農産品の有効供給を拡大するとの方針は示されていたが、今回は良質な農産品の供給を増やすという内容だけではなく、土地に関する「三権分離」（所有権、請負権、経営権）を通じた新たな農業経営主体の育成や、農村の集団財産制度改革を通じた農民への十分な財産権の付与など、土地や財産の権利にかかわる改革への言及が加わっている。

前回と比べて農業セクターの改革がクローズアップされているのは、やはり経済・社会の「安定」という原則が重視されているためではないだろうか。都市と農村の格差が残存する中で、農業従事者や農村常住者の不満を解消するためには、土地や財産権をめぐる制度改革に着手し、農地の流動性を高めて農業の現代化を推進したり、農地に関する権利を明確化することで都市部への移動を促したりする必要があるとの判断があったと考えられる。

（3）実体経済の活性化に向けた取り組み

3点目に「実体経済の活性化に向けた取り組み」に力を入れるとしている。イノベーションの推進、高品質の製品・サービスの供給拡大などについて述べられていることから、前回の5大任務の「有効供給の拡大」に近いが、「工匠精神（職人魂）の発揚」「百年の老舗の育成」などのキーワードが入っていることから、特に製造業のイノベーションを推進しようとしていることが分かる。さらに、「外資導入を強化する」とあり、新たな技術・産業の育成において外資企業との協働の機会を探っていることもうかがえる。

（4）不動産市場の安定的で健全な発展の促進

「不動産市場の安定的で健全な発展の促進」も重点として挙げられた。この項目は前回にはなかったものであり、一部都市での不動産価格高騰を受けて定められたものと考えられる。「『住宅は住むためのもので、投機対象ではない』との原則を維持し、金融、土地、財政・租税、投資、立法などの手段を総合的に用いて、国情や市場原理に合った基礎的な制度と長期的に有効なメカニズムの検討・構築を急ぎ、不動産バブルを抑制するだけでなく価格の大幅な上昇や下落を防ぐ」との方針が明らかになった。より具体的には、投機的資金の抑制、住宅価格上昇圧力が強い都市での住宅用地の供給拡大、賃貸市場の発展加速など様々な手段を通じて、不動産市場を安定化させようとしている（次頁図表5）。

以上の4点が2017年のサプライサイド構造改革の重点であるが、他にも、①国有企業改革を深化させ、電力、石油、天然ガス、鉄道、民間航空、通信、軍事工業などの分野で混合所有制改革を進めること、

②財産権保護制度を強化し、民法典の編さんを急ぐこと、③財政租税改革を推進し、中央と地方の財政権限と支出責任の区分改革を実行すること、④年金保険制度改革を推進し、年金保険制度改革プランの発表を急ぐことなど、重要分野の改革を進展させることが示された。

4. 改革の実行力を高める方針を示すも、その実現可能性は「安定」確保の可否次第

今回の中央経済工作会議では、改革をどう実行に移すかという部分について、昨年よりも焦点を当てているようだ。例えば、部門の枠を超えて改革のプランを策定し実行に移すこと、改革のトップダウン設計に力を入れるとともに、地方や末端政府の改革推進の積極性・自発性を引き出すことが強調されている。これは、一部の地方政府が改革に対して後ろ向きであるとされる「不作為」の問題に対して、党中央が危機感を示しているとも解釈できる。さらに、共産党幹部に対しても、「全面的に厳格な党の統治」という六中全会の方針に基づき、党中央が定めた経済政策や改革の履行を強く求めている。

2017年は党大会を控え党内政治に注力せざるを得ないため、改革のペースが遅れるのではという見方も根強いが、今回の中央経済工作会議の議事概要を見る限り、構造改革を深化させその実行力を高めるという方針は明らかだ。「サプライサイド構造改革深化の年」という位置づけに見合うだけの改革進展がみられるかどうかは、まず改革推進の前提となっている経済・社会の「安定」を確保できるどうかにかかっている。特に、金融政策がこれまでの緩和基調から「中立」に移行するとみられる中で、どのように資産バブルを抑制しつつ景気や雇用の安定を図っていくのかが経済政策運営上の課題となろう。

図表5 「不動産市場の安定的で健全な発展の促進」のための政策

1. 投機的資金の流入抑制
マクロレベルではマネーの供給をしっかりと管理し、ミクロレベルでは貸出政策によって合理的な自用住宅の購入を支援し、貸出資金が投資・投機目的の住宅購入に流れることを厳しく制限する
2. 人口移動状況に基づいた建設用地の配分
人と土地をリンクさせた政策を実施し、人口の移動状況に基づいて建設用地の指標を配分する
3. 土地供給拡大、土地の有効活用
地方政府の責任を徹底し、住宅価格の上昇圧力が大きな都市は合理的に土地供給を増やし、住宅用地の比率を高め、都市の遊休用地や使用効率の低い土地を活用する
4. 大型都市の一部機能移転
大型都市の一部都市機能の移転を急ぎ、周辺の中小都市の発展をけん引する
5. 賃貸市場の発展
住宅賃貸市場に関する立法を加速し、賃貸企業の発展を加速する
6. 住宅市場の監督管理強化
住宅市場の監督管理と整理を強化し、開発、販売、仲介などを規範化する

(資料)「中央経済工作会議在北京举行 习近平李克强作重要讲话」(2016年12月16日)より、みずほ総合研究所作成

-
- ¹ 2015年の中央経済工作会議の概要については、玉井芳野「難度高まる中国の経済政策運営～『サプライサイドの構造改革』を推進できるか～」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年1月26日）を参照。
 - ² 「中共中央政治局召开会议 分析研究2017年经济工作审议《关于加强国家安全工作的意见》中共中央总书记习近平主持会议」『新华网』2016年12月9日。
 - ³ 中国人民銀行参事官の盛松成氏は、2017年の財政赤字の対GDP比は3～4%となり、必要があれば5%まで引き上げられるとの見方を示している。また上海財経大学高等研究院は、複数のシナリオに基づく経済予測を発表し、想定しうる財政赤字の対GDP比は3～5.75%としている（「盛松成：考虑到汇率等因素 明年货币政策不会放松」『财经网』2016年12月19日）。
 - ⁴ 金融政策の現状と今後の展望については、三浦祐介「中国人民銀行の政策運営の展望～「緩和」から「中立」に移行しつつ安定維持に腐心～」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年12月22日）を参照。
 - ⁵ S L F（常設貸出ファシリティ）は、2013年から導入された流動性供給手段で、中国人民銀行が金融機関からの要請を受け、最大3カ月物の資金を有担保で供給。M L F（中期貸出ファシリティ）は2014年9月に導入され、中国人民銀行が商業銀行や政策性銀行に対して、国債・中央銀行手形・政策性金融債・高格付債券などを担保として、中期の資金を貸し出す仕組み。P S L（担保補完貸出）は、中国人民銀行が、長期の安定資金を低利で金融機関に提供するための貸出で、バラック地区の改造などインフラ投資への融資が想定されている。
 - ⁶ 中国人民銀行「央行有关负责人就降息降准以及放开存款利率上限答记者问」2015年10月23日。
 - ⁷ 具体的には、超過準備金利を下限、S L F金利を上限とする金利コリドーを形成し、その域内で政策金利を誘導することを提案している。（牛慕鴻、張黎娜、張翔、宋雪濤、馬駿「利率走廊、穩定性和調控成本」『中国人民銀行工作論文』No. 2015/12、2015年11月17日）。
 - ⁸ 政府系シンクタンクである国家信息中心經濟預測部マクロ經濟研究所の牛犁主任は、「5大任務の中で、過剰生産能力と過剰在庫の解消の効果が最も明らかだった一方、デレバレッジとコスト軽減の進展度は相対的に遅い」と評価している（「中央經濟工作会议：推动五大任务有实质性进展」『财新网』2016年12月16日）。
 - ⁹ 中国中央人民政府「国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见」2016年10月10日、劉家敏「企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引き下げに関する意見」（みずほ総合研究所『みずほ中国政策ブリーフィング』2016年11月15日）。
 - ¹⁰ 中国中央人民政府「国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见」2013年10月6日。
 - ¹¹ 例えば、「中国钢铁去产能遇上复产潮」『FT 中文网』2016年5月18日など。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。