

今回のテーマ

## 重要会議で足りなかったもの

日興アセットマネジメント  
中国・アジア マーケットスペシャリスト  
山内裕也

- ポイント**
- 中央経済工作会議は、中国の投資家の想像力を刺激するには力不足だった
  - 米トランプ次期政権を視野に、必要となれば更なる支援策はあるか

12月初旬の中央経済工作会議の開催から1週間余りが過ぎた。中国本土株式市場では、同会議までは緩やかに上昇する場面が見られたが、その後は一旦下落し、足元では横ばいが続く状況だ（2024年12月20日時点）。情報出尽くしとはいえ、事前の期待を考えると、盛り上がっているとは言いにくい。詳細な数字が出ない会議の読み解きは、投資家の想像力に委ねられる部分が多い。そうした意味では、今回の会議は中国の投資家が更に強気となるには力不足だったようだ。

### 中央経済工作会議の主な内容(2024年)

マクロ政策	大方針	成長、雇用、物価、国際収支安定。家計収入引き上げ。
	財政政策	より積極的な財政政策。
	金融政策	適度に緩和的な金融政策。
個別政策	内需拡大	中低所得層の負担軽減、年金引き上げ。企業設備更新と消費者の買替支援政策を拡大。
	科学技術によるイノベーション	「AI+」活動展開。企業と地方政府による消耗戦を抑制。
	経済制度改革	民営企業促進法を制定、プラットフォーム支援。地方政府の財政強化。
	対外開放	対外貿易、対内投資の安定化を図る。
	リスク管理	不動産市場の価格を底打ちさせ、旧市街開発を推進、不動産在庫処理も進める。
その他	農業政策、都市開発、環境保護、民生問題。中小企業や非正規就業者の雇用支援。	

(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)

### 内需拡大が最重要視される内容に

足りなかったものを考える前に、まずは今回の会議の内容を振り返ってみたい。

会議の目玉と言えるものは2つ。①財政政策と金融政策の強化による景気支援、②消費支援に重点を置いた経済政策、だ。①では、「より積極的な財政政策」、「適度に緩和的な金融政策」とし、後者はリーマンショック以来15年ぶりの記載を復活させる形となった。少なくとも近年にない大型の景気支援を期待させる記述だろう。②は個別政策の順序が鍵だ。会議ではこれを9つほど並べるのが恒例だが、2023年は1番目が科学技術によるイノベーション、2番目は内需拡大だったものが、今年は逆となった。

科学技術の項目では「AI+（プラス）」という新しい概念を打ち出し、2023年来のAI（人工知能）の強化は残した一方で、自動車等を念頭に、過当競争の抑制を打ち出したことも、方向性の調整をうかがわせる。いずれも、長期にわたる景気減速を食い止めようと「守り」を意識した内容であり、2024年9月以降の政策転換も良く反映されている。

他方で、投資家に足りない、と思わせたであろう点もいくつかある。

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、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。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証す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(交付目録見書)をご覧ください。

第一に、中央経済工作会議の直前に行なわれた、中央政治局会議の内容からの変化だ。ここでは「伝統的ではない景気支援策」というこれまでにない新しい文言が入っていたが、これは中央経済工作会議の内容からは消えていた。本番の会議の段階で、やや後退したようにも映る。

第二に、消費支援策を打ち出す一方で、その方法はほぼ従来どおりだったことだ。市場では現在実施されている補助金政策の拡充が語られるが、それ以外の新しい政策は聞こえてこない。中低所得層の収入を増やす、と言う点は新しく入ったが、それがどのように実現されるのかという肝心な点は、わからない。

第三に不動産についてだ。2024年9月以降、様々なツールを投入しているが、今回は新しい施策に踏み込まなかった。最も注目される不動産の買い取りについての目に見えた進展は伝わってきておらず、不動産価格の下落を止めるという決意が語られるにとどまっている。

好意的にとれば、抜本的な政策を打ち出さないつもりではなく、来るべき米国の制裁関税に向けて、備えをとってあるとの見方もできる。いわば「隠し玉」だ。それらしき施策は金融政策部分にも見える。「中央銀行の機能拡充を図る」という新しい文言がそれだ。過去には中央銀行がバランスシートを拡大し、市中銀行への資金融通を通じて地方の不動産市況を回復させた事例が思い起こされる。2025年の中国政府の成長目標は今年と同じく5%前後に置かれるとの見方が多く、これは概ね市場のコンセンサス予想よりも楽観的と言えるが、その自信の裏には、少なくともこの2つの「隠し玉」がある、と見ることは可能だろう。もちろん、中国政府にしてみれば、まだ殴り合いも始まっていないのに、相手のファイティングポーズを見ただけで成長率目標を控えめにするというわけにはいかない、という発想もあるかもしれない。いずれにしても、今後この「足りなかった部分」を補うような新政策が動員されることで、横ばいから上昇に株式市場が導かれる可能性はありそうだ。

## 「隠し玉」の発動は、中国景気次第の部分も

中国政府がこのような「隠し玉」を使うか否かは、一義的には、トランプ次期政権による対中関税（トランプ関税）の威力によるが、同時に足元の中国経済への認識も影響するかもしれない。今回の中央経済工作会議では、「雇用や収入の拡大が困難になっている」「社会の安全に関わる事件を防がなければならない」等、雇用と社会の安定への懸念を示す記載が目立って増えた。このあたりは、日本での中国に関する報道からも「やっぱりそうか」と頷けるところだ。トランプ関税が課される前からこのような懸念が表明されているなら、より景気減速に敏感になっている可能性もあり、「隠し玉」を使うハードルも下がるかもしれない。投資家としては頭の隅に置いてよい情報だろう。

なお小稿も今回で第100号となった。2018年に第1回を始めた当時と比較すると、中国経済を取り巻く環境も政府の市場に対する扱いも大きく変化した。しかし、市場が発する、経済の「本音」とも言えるシグナルとしての性格は変わらず、現地情報が見えにくくなる中では本稿の意義は減ることはないと思う。2025年も、中国市場への注目は欠かせない。

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。  
[www.nikkoam.com/products/column/china-insight](http://www.nikkoam.com/products/column/china-insight)