

国内外経済の動向

景気重視の政策へと転換する中国

【ポイント】

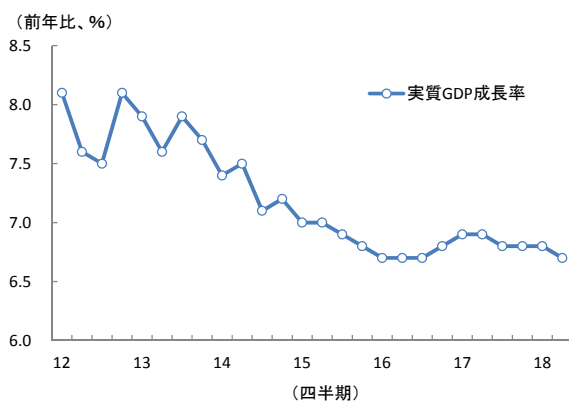
1. 中国経済の固定資産投資の減速を主因とした足元の成長ペース鈍化は概ね予定通りといえるが、米国との貿易摩擦により景気下振れリスクが高まっている。
2. これまで中国政府は金融システミックリスク抑制のためデレバレッジを進める動きを強めてきたが、貿易摩擦の深刻化を受け、景気重視の政策へとスタンスを変化させている。
3. 景気重視の方針への転換により、目先の景気について急減速は回避できるとみられる。一方、デレバレッジを棚上げすることは将来における過剰債務問題の解決を一層困難なものにしかねず、中長期的なリスクは高まったといえる。

昨年以降、中国経済は安定した成長が続いていたものの足元では成長ペースがやや鈍化している。米国との貿易摩擦問題の深刻化も加って、先行きの景気減速懸念が強まり、大幅な株安・人民元安が進行するなど中国金融資本市場は不安定な動きとなっている。本稿では、中国経済の現状を踏まえつつ、米中貿易摩擦問題や足元で変化がみられる中国政府の経済運営スタンスなどを確認したい。

1. 成長ペースが鈍化する中国経済と先行き不透明感を映す中国金融資本市場

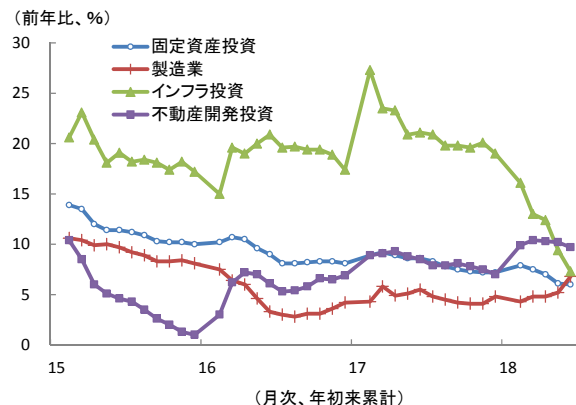
昨年の中国経済の動向を振り返ると、2017年の実質GDP成長率は前年比+6.9%と7年ぶりに前年を上回る成長を遂げた。旺盛なインフラ投資や底堅い個人消費など好調な内需が支えとなるなか、堅調な世界経済を背景とした輸出の増加も成長率を押し上げる要因となった。2018年入り後も安定した成長が続いていたが、4~6月期の実質GDP成長率は同+6.7%と、政府目標である6.5%前後こそ上回るものの、1~3月期の同+6.8%から伸びが低下し、足元では成長ペースがやや鈍化している（図表1）。鈍化の主因は固定資産投資の減速であり、とりわけインフラ投資の伸びが大きく低下していることが影響している（図表2）。5年に一度の共産党大会の開催年であった昨年のインフラ投資は前年比20%程度の高い伸びが続いていたが、今年に入ると急減速し1~6月期の伸びは前年比7.3%増にとどまっている。中央政府が膨張する地方政府債務を抑制するため、一段と地方政府債

図表1. 実質GDP成長率の推移



(資料) 中国国家统计局より富国生命作成

図表2. 固定資産投資の推移

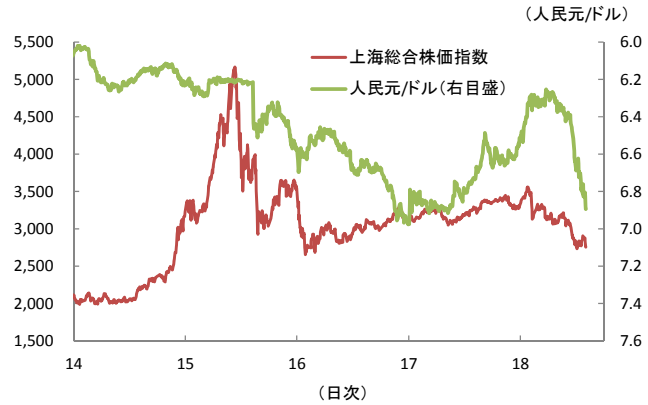


(資料) 中国国家统计局より富国生命作成

務を急増させかねない官民連携プロジェクトの一部停止や見直しを行ったことが影響しており、その意味では予見された減速といえる。他方、製造業の投資は足元にかけて伸び率が持ち直しているほか、個人消費についても昨年末に減税が終了した自動車販売に一時的な停滞がみられるものの、それ以外の財やサービスについては概ね底堅く推移している。このように足元の実体経済については、政府によるインフラ投資の抑制に起因する概ね想定通りの成長ペースの減速であると評価できる。

一方、中国の金融資本市場に目を向けると、大幅な株安と人民元安に見舞われている（図表3）。2016年以降上昇基調にあった上海株価総合指数は今年に入って下落に転じ、特に6月以降は下げ足が強まり、8月3日時点では2,740.443と1月下旬の直近ピークから2割超の大幅下落となっている。また、今年3月下旬には1ドル6.25元の水準にあった人民元/ドルレートについても急速に人民元安が進み、足元では1ドル6.83元と直近高値から1割ほどの人民元安水準となっている。こうした中国金融資本市場の動向の背景には、後述する米中貿易摩擦によって強まる先行き不透明感、および足元の経済情勢を受けた金融政策スタンスの変化が影響している。

図表3. 株価指数と人民元レートの推移

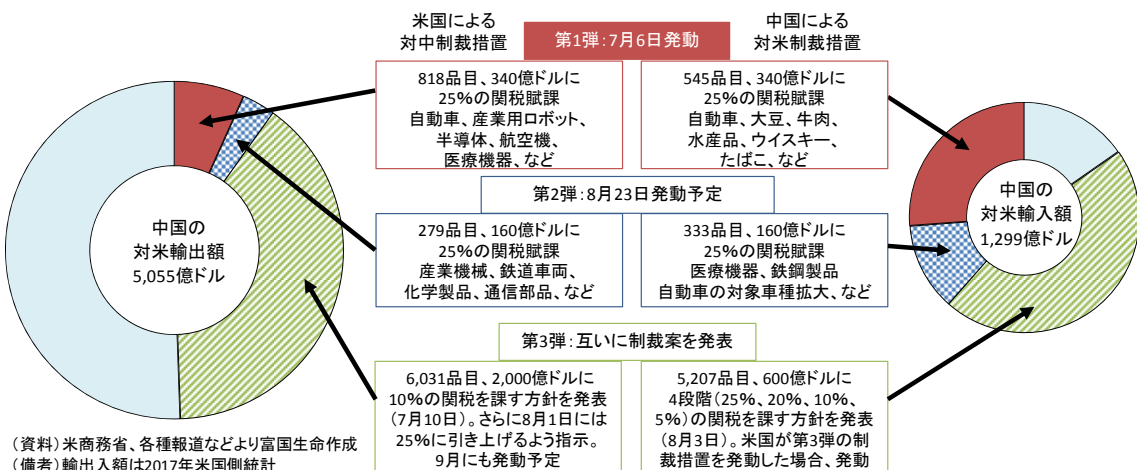


(資料) Bloombergより富国生命作成

2. エスカレートする米中貿易摩擦と懸念される経済への悪影響

米中貿易摩擦のこれまでの主な動きを整理すると、3月23日に米国が通商拡大法232条に基づき鉄鋼製品に25%、アルミ製品に10%の追加関税を賦課した。この措置は中国を念頭においているものの、中国だけに課したものではなかったが、これに対して、中国は米国からの豚肉、ワイン、ナッツ類など30億ドル相当、128品目の輸入に最大25%の関税を課す報復措置を実施した。続いて米政権が、通商法301条に基づき中国による知的財産権侵害への制裁措置を表明・発動したことで米中貿易摩擦はエスカレートしていった（図表4）。5月29日に米政権は中国からの輸入品500億ドル相当に追加関税を課すと表明し、このうち第1弾として自動車、産業用ロボット、半導体など818品目、340億ドル相当に対する25%の関税賦課が7月6日に発動された。これに対し、中国側も同規模の報復措置

図表4. 米中貿易摩擦の主な動き



を発動し、米国からの輸入品のうち自動車、大豆、牛肉、水産品など 545 品目に追加関税を課すこととした。米政権は第 2 弾の 160 億ドル相当（産業機械、鉄道車両など 279 品目）についても関税賦課の準備を進め、8 月 7 日には 25% の追加関税を 8 月 23 日より適用することが発表された。これに対しても中国は米国の追加関税適用と同時に、鉄鋼製品、医療機器、自動車など 333 品目、160 億ドル相当に 25% の追加関税を課すと発表した。さらに米国は 7 月 10 日に、家具、生鮮食品、たばこ、など中国からの輸入品 6,031 品目、2,000 億ドル相当の追加関税リストを公表した。中国の対米輸入額は 2017 年実績で約 1,300 億ドルにとどまるため、これまでのような同規模の対抗措置をとることはできない。そのため、2,000 億ドルに対応する具体的な措置の発表は、量と質を組み合わせた総合措置を講ずるとするだけで留保されていたが、8 月 3 日には 600 億ドル相当に最大 25% の追加関税を課す方針が示された。このように貿易摩擦問題はエスカレートしており、現状では問題解決の道筋は見えない状況が続いている。

対米貿易摩擦が中国経済に与える影響を定量的に測ることは、関税引上げに直面した企業の行動に左右される面も大きく困難であるため、ここでは米国の対中関税引上げの規模について確認しておきたい（図表 5）。現段階で発動予定の第 2 弾（160 億ドル相当）の関税賦課まで含めると、合計で 500 億ドル相当の対米輸出品に高関税がかかることになるが、その規模は中国の輸出総額対比でみると

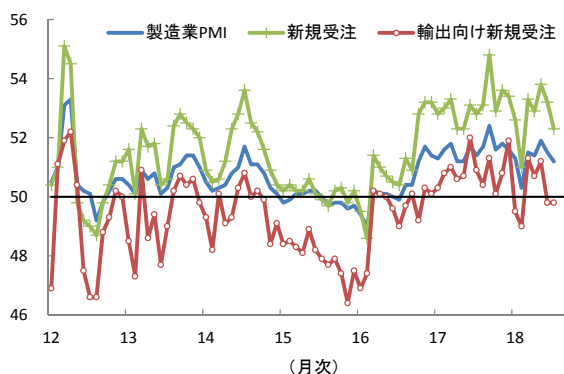
図表 5. 米国の対中関税引上げの規模

	中国の輸出 総額対比、%	中国の名目 GDP比、%
340億ドル（第1弾）	1.5	0.3
160億ドル（第2弾）	0.7	0.1
2,000億ドル（第3弾）	8.8	1.7
500億ドル	2.2	0.4
2,500億ドル	11.0	2.1

（資料）中国国家统计局、各種報道より富国生命作成

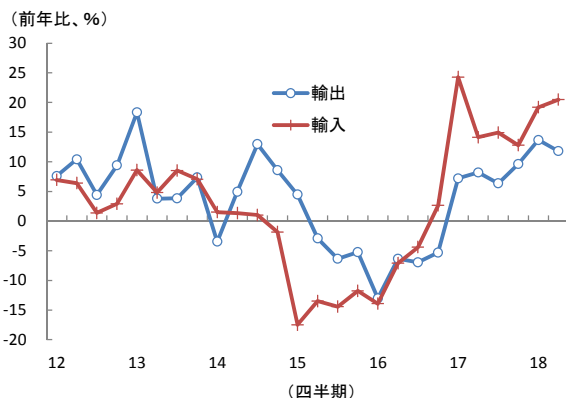
2.2%、名目 GDP 比では 0.4% を占めるに過ぎず、対象製品の対米輸出の多くが失われたとしても影響は限定的といえる。第 3 弾（2,000 億ドル相当）まで発動するに至った場合、その規模は中国の輸出総額の 11.0%、名目 GDP 比 2.1% に相当し、仮に対象品目の半分程度の輸出が失われれば、GDP は 1% 程度押し下げられることになり、影響は決して小さくない。もっとも、後述の通り中国政府は景気下支えに舵を切っており財政政策などによりその影響は吸収できるものと考えている。ただし、企業のセンチメント悪化やそれにとまなう設備投資意欲の減退など間接的な波及効果は未知数であり、想定以上に影響が大きくなる可能性もあり留意が必要であろう。7 月の製造業 PMI の推移をみると、依然として好不調の目安となる 50 を上回る水準を維持しているものの、輸出向け新規受注については 2 ヶ月連続で 50 を下回っており、輸出を取り巻く環境変化が中国の輸出企業のマインドに影響を与え始めている（図表 6）。足元までの輸出額（ドルベース）の推移をみると、2017 年以降は前年を上回る推移が続いており、4~6 月期も前年比 11.8% 増と高い伸びを維持している（図表 7）。これまでの堅調な輸出による企業業績の改善は、家計の可処分所得の

図表 6. 製造業 PMI の推移



（資料）Bloombergより富国生命作成

図表 7. 輸出入額（ドルベース）の推移



（資料）中国国家统计局より富国生命作成

増加を通じた個人消費の増加や企業による投資の増加といった好循環を生んできた。米中貿易摩擦問題はこうした好循環を負の循環へと転じさせ得る点に留意する必要がある。

3. 景気重視の政策スタンスにシフトする中国政府

これまで中国政府は、過去の過剰投資に起因する過剰債務問題が金融システミックリスクの顕在化につながる懸念があり、デレバレッジを進める動きを強めてきた。しかし、デレバレッジの進展による内需への下押し圧力に加えて、米中貿易摩擦による影響への懸念が強まるなか、内需を下支えし景気重視へと政策スタンスを変化させている。7月31日の中共中央政治局会議において、足元の中国経済は「安定の中に変化が見られ、いくつかの新しい問題や課題に直面し、外部環境に明らかな変化が現れている」と、デレバレッジや貿易摩擦がもたらす影響を念頭に景気の下振れリスクが高まっているとの認識のもとで、今年後半は経済の安定を重要視する方針が示された。経済政策の重点としては、①積極的な財政政策と穏健な金融政策、②インフラ分野やイノベーション分野などの弱点の補強に注力、③金融システミックリスクの軽減、④改革開放の促進、⑤不動産市場の問題解決、住宅価格の上昇抑制、⑥社会保障の拡充、の6項目が掲げられた。具体的な施策としては7月23日に開催された国務院常務会議で内需拡大に向けた政策パッケージが示されている。R&D（研究開発）支出のある企業向けに650億元規模の追加減税を実施するほか、地方政府のインフラ資金調達を支援するため予算枠外での特別債発行を促進することで、足元で急減速しているインフラ投資を再度後押しする内容などが盛り込まれた（図表8）。金融政策については、これまでの「穏健中立」から「中立」を削除し、やや引き締めに傾いていた政策姿勢を緩和方向へと変更した。米中貿易摩擦が強まる過程で既に政策スタンスの変化は始まっており、人民銀行は預金準備率を4月25日に1.0ポイント、さらに7月5日にも0.5ポイント引き下げて大手金融機関向けで15.5%とし、小型・零細企業向けの貸出増加をサポートしている。また、7月23日には人民銀行が大手銀行向けに5,020億元という大量の資金供給を行うなど金融緩和色の強い政策がとられており、目先の景気安定を重視する姿勢が明確に現れている。

図表8. 内需拡大に向けた政策パッケージ

- ・R&D支出のある企業向けに650億元規模の追加減税
- ・地方政府のインフラ資金調達を支援するため、
予算枠外での特別債発行促進
- ・中小企業向けの銀行の金融債発行に関する規制の緩和
- ・運輸・ガス・通信分野のプロジェクト導入を通じた
民間投資活性化
- ・外国企業の再投資を促すための開放措置と政策の改善
- ・基礎研究と中核テクノロジーの飛躍を加速させる

（資料）各種報道より富国生命作成

4. 目先の景気急減速は回避も、中長期的にはリスクが高まる

中国政府による景気重視の政策への方針転換により、目先の景気急減速は回避できるとみられる。ただし、米中貿易摩擦問題は解決の道筋は全くみえていない。米国が中国に対して保護主義的な政策を推し進める背景には、貿易不均衡の問題だけでなく、先端分野における覇権争いという面も強く、今後、一層問題が深刻化していく可能性もある。一方、中国政府がデレバレッジを棚上げし財政政策を積極化することは過剰債務のリスクを増大させ、将来における問題解決を一層困難なものにしかねず、中長期的なリスクは高まったといえる。また、人民元安は輸出にとっては追い風となり貿易摩擦の影響を緩和させる効果がある反面、中国からの資金流出や中国企業の外貨建債務の返済能力の低下といったリスクも高める。人民銀行は8月6日から為替フォワード取引の準備金要件を20%に引き上げることで人民元相場の安定化を図っており、今後、一段と人民元安が進行していくことは考えにくいものの、中国が抱える貿易摩擦と過剰債務というリスクに大きな影響を与える人民元の動向にも、これまで以上に注意する必要がある。

（財務企画部 大野 俊明）