

内外経済の下振れリスク要因を意識した経済運営へ

～今後はやや緩和気味な金融政策に転換する見込み～

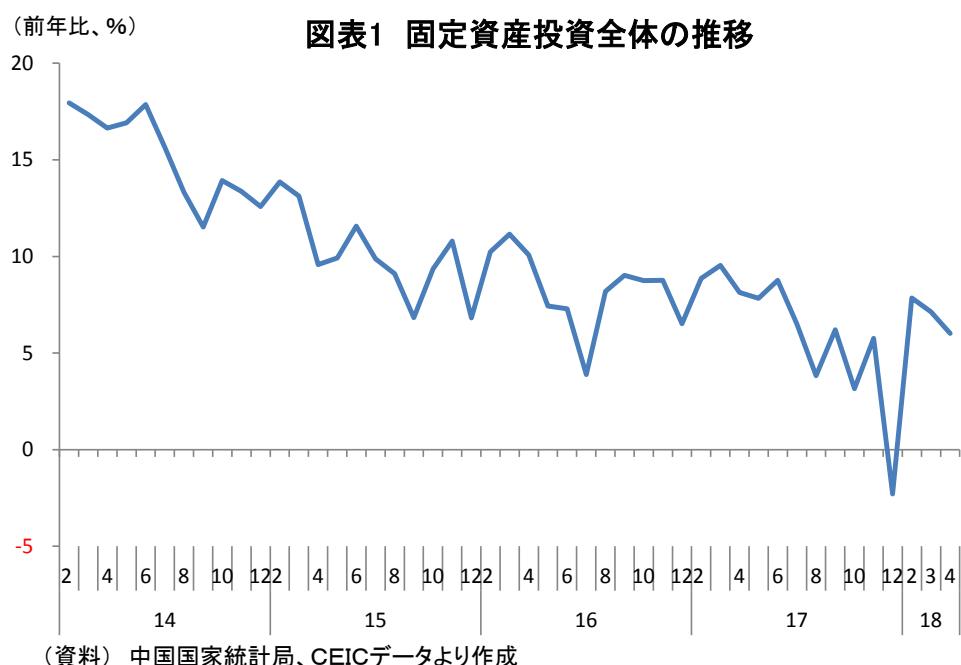
王 雷軒

要旨

4月分の固定資産投資が再び減速に転じたほか、米中経済協議をめぐる不確実性も大きい。これらの経済下振れリスクを十分に意識した経済運営が求められるなか、中国当局は18年の経済運営方針を従来の「構造調整」から「構造調整」+「内需拡大」に変更したと考えられる。そのため、今後はやや緩和気味な金融政策が実施される可能性が高い。

足元の景気はやや弱含み

世界経済の回復基調に伴って輸出が底堅く推移したことに加え、不動産開発投資が持ち直しの動きを見せたこと、ネット販売の好調さが維持されるなど個人消費も堅調に推移したことで、18年1～3月期の実質GDP成長率は3四半期連続で前年比6.8%となった。しかし、4月に入ってからは、固定資産投資が再び減速に転じたほか、堅調に推移していた個人消費もやや弱含みで、足元の景気に加速する動きは見られなかった。



固定資産投資は再び減速に転じる

固定資産投資は年初には持ち直しの動きが見られたものの、足元では再び減速に転じた（図表1）。この固定資産投資の軟調さは国内経済の下振れリスク要因として挙げられる。

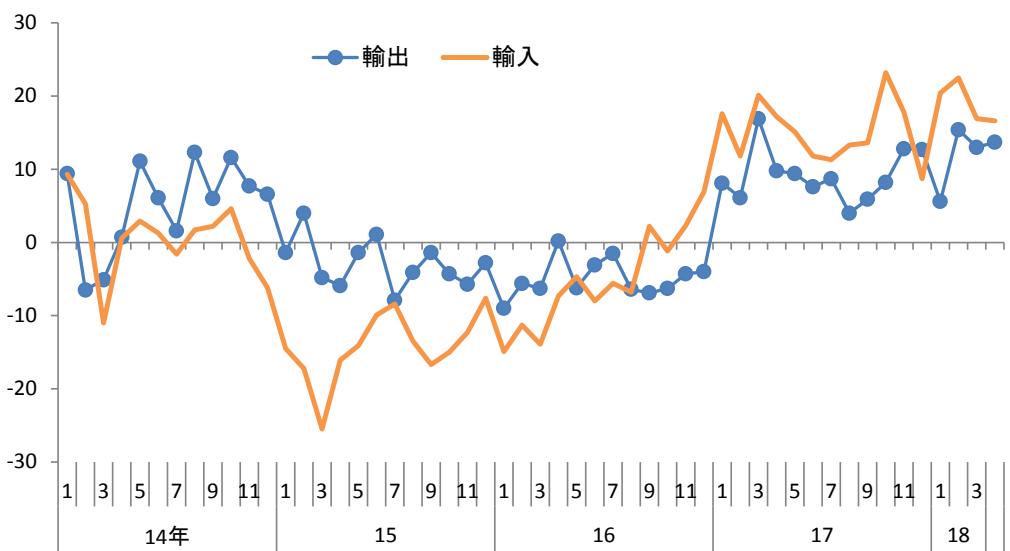
背景には、製造業全体の設備投資の軟調さに加え、インフラ整備向けの投資も減少傾向にあることが挙げられる。コンピューター・通信・電子設備や IC (集積回路) などの分野への投資は底堅く推移したものの、過剰生産能力が残る鉄鋼や化学などの分野への投資が抑制されていることが設備投資の軟調さにつながっている。

インフラ整備向け投資の減速は、国有企業を中心に債務削減への取組みが行われていることに加え、地方政府にとって資金調達の重要な手段である PPP (パブリック・プライベート・パートナーシップ、官民連携) を活用したインフラ整備への投資が減少したことが背景だ。

ただし、不動産開発投資は中小都市の住宅在庫の調整が進んだこともあり、持ち直しの動きを見せている。

固定資産投資の先行きについては、後述のように「構造調整」を進めていくが、「内需拡大」という目標も経済運営方針に新たに加えられており、インフラ整備向けの投資を中心に徐々に持ち直してくると見込まれるもの、金融リスク防止策、企業や地方政府が抱える過剰な債務問題の解消が引き続き行われることから、大幅に改善する可能性は低い。

図表2 中国の輸出入の動向(ドルベース)
(前年比%)



(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成

輸出は底堅く推移
も、先行きは楽観

4月分の輸出は拡大基調が続いた(図表2)。輸出の伸びを高めた背景には、世界経済が底堅く推移したほか、米中貿易摩擦激化

視できない

米中経済協議は今後も継続、不確実性は大きい

経済運営方針を「構造調整」から「構造調整」+「内需拡大」へ

への懸念で前倒し輸出が強まったことも考えられる。ただし、駆け込み的な輸出増の反動が今後予想されるほか、米中経済協議に係る不確実性も大きく、年後半の輸出をめぐる情勢は楽観視できない。

4月上旬に開催されたボアオ・アジアフォーラムで習近平国家主席が輸入拡大のための対策も発表したにもかかわらず、米国が17日に中国の大手通信機器、中興通訊（ZTE）に対する部品輸出の禁止を発表するなど、4月は米中経済摩擦激化への懸念が一段と強まった。中国当局はこうした動きを経済下振れリスク要因として強く意識するようになったと思われる。

なお、このような状況が続くと、中国輸出の低迷や約8万人を雇用するZTEなどの経営危機が予想されるなど、「安定成長の維持」に重大な支障を来たす事態となる可能性は高くなる。

米中貿易摩擦のさらなる激化を回避するため、5月3日～4日に第1回の米中経済協議が北京で行われた。しかし、両国の見解や主張に隔たりがあり大きく、不調で終わった。

その後の米中首脳は電話会談などを通じて、引き続き経済協議を続けて問題を解決することに合意し、5月17～18日に第2回の米中経済協議がワシントンで行われた。この協議でも米中貿易戦争をしないことに合意はしたもの、発表された共同声明の内容を詳しく見ると、具体的な数値目標は盛り込まれておらず、今後もこの種の経済協議が継続され、その不確実性を十分に意識した経済運営が求められることになる。

こうしたなか、習国家主席は、4月23日に党中央政治局会議（常務委員7名のほか、18名の委員で構成する）を招集し、当面の経済情勢と経済政策を検討した。17年12月8日の前回会議に比べ、今回の会議では、当局の経済情勢に対する認識と経済運営方針がやや変化しているように見える。以下では、変化したと見られる点を取り上げて紹介しよう。

まず、経済情勢の基本認識についてである。足元の景況感について18年1～3月期の経済成長が良好なスタートを切ったことから17年の経済持ち直し基調が続いているとの認識が示された。しかし、18年通年の経済情勢についての判断が「年間目標や任務の達成には、大きな努力が必要である」と強調され、やや慎重となっている。

このようなトーンの変化を受けて、経済運営方針の調整とも見

先行きの金融政策：現行の引き締め気味な金融政策をやや緩和気味な金融政策へ

られるような内容も発表されている。前回会議では「需要」に関する記述は盛り込まれなかつたが、今回の会議では、経済運営方針に再び「内需拡大」という文言が登場した。しかも、「需要」に関する記述は、これまで用いられた「総需要を適切に拡大する」から「内需を持続的に拡大する」というものに変わつた。党中央政治局会議で、内需拡大の必要性に触れたのは15年以來で、構造調整の重要性を強調しつつも、内需拡大策が再び打ち出された。

また、この会議では「企業の資金調達コストの引き下げ」という内容も再び登場した。現在中国では、表面上、稳健中立的貨幣政策（中立的な金融政策）が実施されることとなつているものの、実質的には金融リスクの防止や解消に向けて引き締め気味な金融政策が行われている。そのため、企業の資金調達コストが上昇しており、これが企業の設備投資を抑制し、経済下押し圧力となつている可能性は高い。

今後、預金準備率の引き下げなど金融政策の微調整（やや緩和気味にシフトする）も予想される。実際、中国人民銀行（中央銀行）が5月11日に発表した金融政策運営の現状や先行きをまとめた「中国貨幣政策執行報告2018年第1季度」には、金融政策スタンスの変更とみられる記述がある。すなわち、当面の主要政策についての考え方「下一階段主要政策思路」では、先行きの金融政策運営には、「安定成長の維持」と「構造調整」とのバランスを保つ必要があるとの内容が書かれている。

具体的には、適切な流動性の供給を通じて、デレバレッジと金融リスク防止を進めていく一方で、マクロ経済運営の変化を総合的に考慮したうえで、金融政策とほかの経済政策との協調を強化するといった内容が挙げられている。

言い換えれば、金融当局はこれまで金融リスクの解消や防止への取組みを強調してきたが、今後の金融政策は構造調整のみならず、安定成長の維持にも配慮しなければならないことを示したと思われる。

以上のように、18年の経済運営方針に「内需拡大」が新たに加えられたことで、金融政策の微調整が予想されるため、中国経済の成長率は下半期にやや減速するものの、底堅く推移すると見られ、18年の経済見通しを前年比6.6%から6.7%に若干上方修正した。

（18.5.22現在）

18年の経済見通しは若干上方修正