

中国経済は小幅減速したが、安定成長続く

～景気下振れリスクへの対応で今後も想定される金融緩和～

王 雷軒

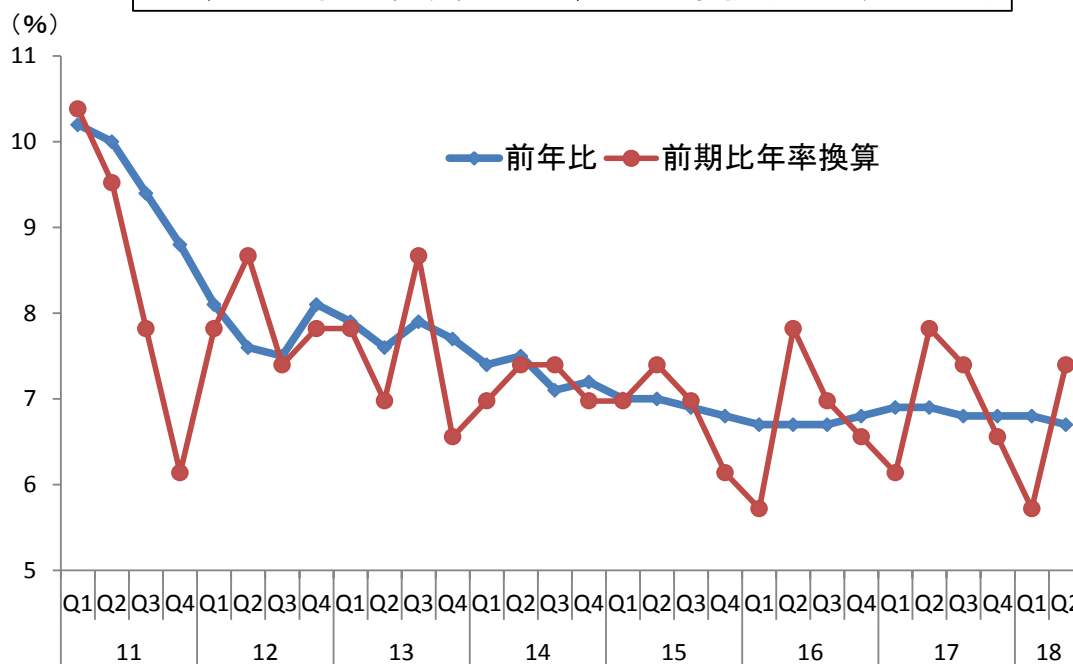
要旨

固定資産投資の減速などを受けて、2018年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と1～3月期(同6.8%)から小幅減速したが、12四半期連続で6.7～6.9%というレンジでの推移と、安定成長が続いている。こうしたなか、中国人民銀行(中央銀行)は預金準備率を4月に続き7月にも0.5%引き下げ、資金供給を強化している。経済金融情勢の変化に応じ、今後も高い水準にある預金準備率の引き下げが行われる可能性もある。

予想範囲内での小幅減速

7月16日に発表された18年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と1～3月期(同6.8%)から小幅減速した(図表1)。しかし、成長率は予想範囲内の緩やかな減速に留まり、18年の政府目標である「6.5%前後」を上回ったことから、堅調に推移したと評価できる。3四半期ぶりの減速とはなったものの、12四半期連続で6.7～6.9%というレンジ内に収まっており、安定成長を維持している。

図表1 中国の実質GDP成長率の推移(四半期ベース)

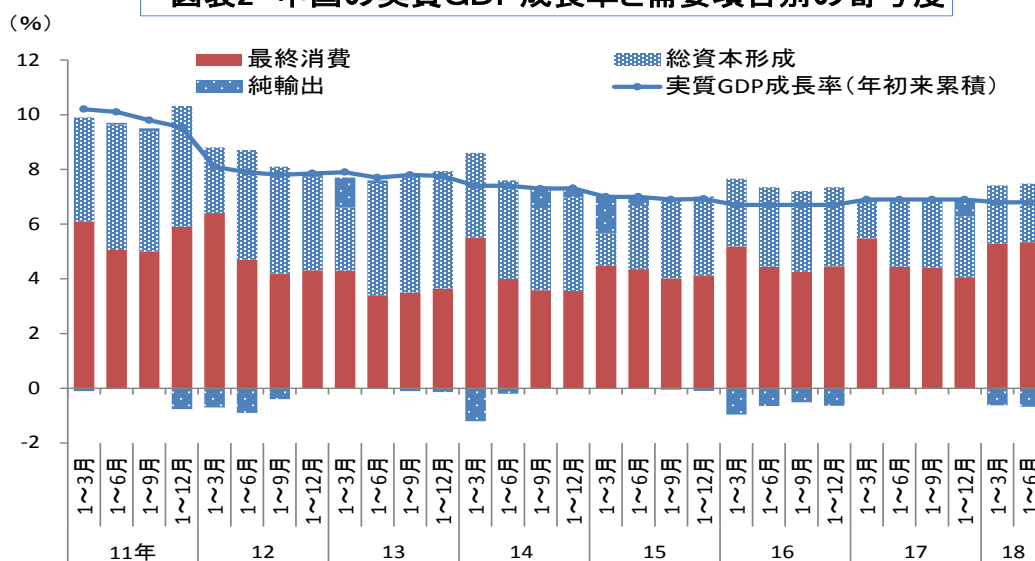


(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

内需（消費＋投資）は成長を支えている

1～6月期の6.8%成長に対する需要項目別寄与度を確認すると、最終消費は5.34%、総資本形成は2.14%、純輸出は▲0.67%であった（図表2）。内需（消費＋投資）が景気を支えているが、14年以降、最終消費は成長を牽引する最大のエンジンとなり、総資本形成の寄与度の低下をある程度カバーしている。なお、前期比の伸びは1.8%と1～3月期から加速しており、前期比年率換算では7.4%成長と堅調さを維持している。

図表2 中国の実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料）中国国家统计局、CEICデータより作成

固定資産投資の減速は続いた

年初の固定資産投資は持ち直しの動きが見られたものの、その後減速に転じている（図表3）。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・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抑制が設備投資の軟調さにつながっている。

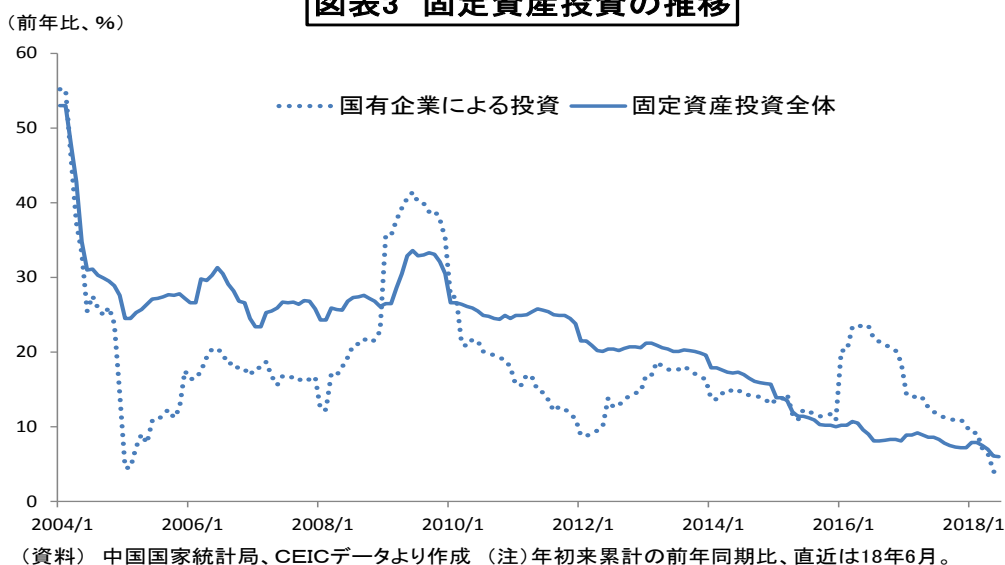
インフラ整備向け投資の減速は、国有企業を中心に債務削減への取組みが行われていることに加え、地方政府にとって資金調達の重要な手段であるPPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ、官民連携）を活用した投資が減少したことが背景だ。

固定資産投資の先行きについては、「構造調整」を進めていく一方で、「内需拡大」という目標も経済運営方針に新たに加えられたことから、年後半にかけては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。実際、中国国家统计局の記者会見（7月16日）では、中央政府による地方政府債務の抑制は継続するものの、インフラ整備向け投資のうち承認されたプロジェクトへの実行ペースを加速させることが可能との発言もあった。

ただし、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3 固定資産投資の推移

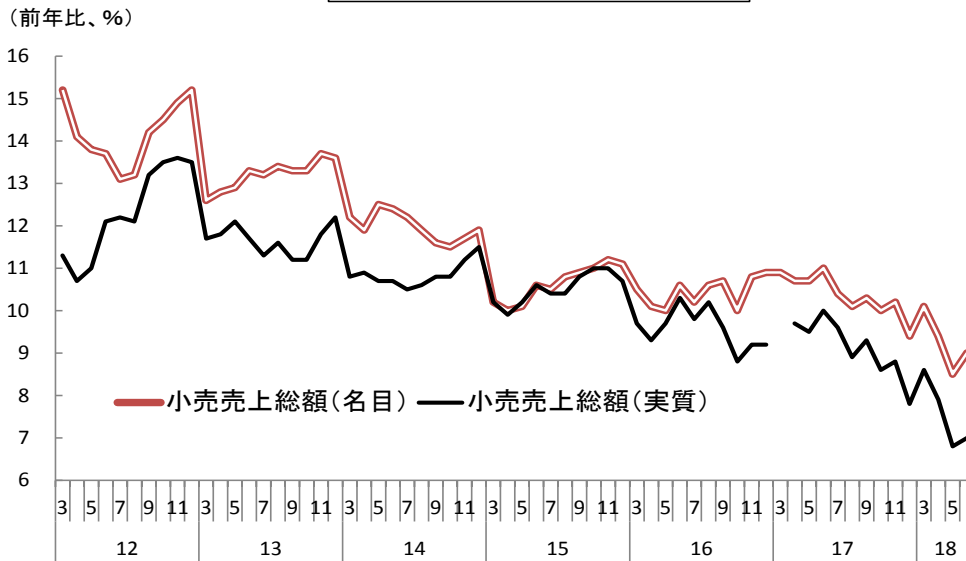


一時的な要因で5月の小売売上総額の伸び率は大きく鈍化した
が、足元では戻している

一方、自動車などの販売伸び悩みを背景に、小売売上総額の伸び率は大きく鈍化したものの、個人消費は底堅さを維持していると思われる(図表4)。国家统计局は、①7月1日からの輸入関税引き下げ(25%→15%)を控えて対象となる自動車や日用品の購入時期が先送りされたことと、②季節的要因(端午節が前年の5月から6月にずれたこと)を挙げている。このように小売売上総額は一時的な要因で鈍化したと見られるが、賃金が高い伸び率を続けていることもあり、過度に懸念する必要はないと思われる。

足元では、6月の小売売上総額は5月よりやや戻している。また、消費の弱含みに対する対策も講じられている。6月29日に発表された「個人所得税法」の改正案のなかで、課税最低限を3,500元から5,000元へと引き上げることが決定され、18年10月1日より実施することとなったが、これによりある程度消費の増加につながると考えられる。

図表4 小売売上総額の推移

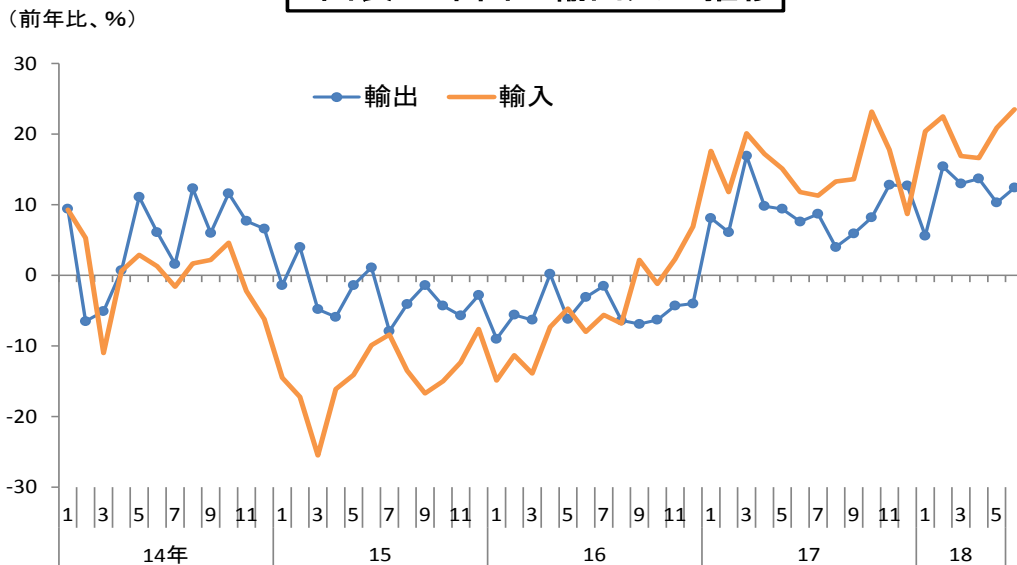


(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成
 (注) 月次の前年同期比、17年3月の実質伸びが発表されず。

**輸出は底堅く推移も、
先行きは楽観視でき
ない**

また、足元の輸出の拡大基調も続いている(図表5)。輸出が伸びを高めた背景には、世界経済が底堅く推移したほか、米中経済摩擦激化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は今後反動が予想されるほか、後述の通り、米中経済摩擦がさらに激化するおそれもあり、年後半の輸出をめぐる情勢は楽観できない。

図表5 中国の輸出入の推移



(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成
 (注) 金額はドルベースで前年同期比。

米トランプ大統領は 対中制裁姿勢を強め ている

さて、米国側の貿易制裁に対する中国の対抗措置に米トランプ大統領は反発し、6月18日に2,000億ドルの新たな追加関税（10%の上乗せ）を検討するようUSTR（米通商代表部）に指示した。これに対しても、中国政府は米国製品に関税引き上げのみならず、質的な制裁も打ち出す方針を示している。

7月に入り、米トランプ大統領は対中制裁姿勢を強めている。米政府は7月10日（米国時間）に上記追加関税の対象品目リスト案を発表、その内容は食料品や衣服類、スポーツ用品、カバン、家具、テレビなどの一般消費者向けを含む商品6,031品目となっている。米政府の発表によると、8月末までは公聴会の開催やパブリックコメントの聴取を行うとしているので、発動は9月以降になる模様だ。

これに対して、中国商務部は、同日昼過ぎに「国家の核心的利益と人民の利益を守るために必要な反撃をせざるをえない」との報道官談話を発表した。報復措置の検討を発表しているものの、具体的な対抗策についての言及はなかった。今回の米国による制裁措置は中国の米製品輸入額（海関総署、17年実績1,539億ドル）を上回るため、どういった対応をとるかに注目が集まっている。米製品1,000億ドルに対して20%の追加関税を課すことで米と同規模の対応をすることのほか、米国製品の不買運動や中国国内で活動する米国企業への規制強化なども考えられる。

さらに、米トランプ大統領は7月20日に中国から輸入する製品（5,000億ドル相当）すべてに制裁関税を課す可能性を示唆した。

一方、中国政府の反応が想定より強硬ではなかったことで、第4回の米中経済協議の開催に幾分か期待が浮上した。実際、ムニューシン財務長官は中国が産業政策の見直しを進展させることを約束するのであれば、対話再開の可能性はあると述べている。

4月に続き7月も預金 準備率を0.5%引き下 げた

こうしたなか、中国人民銀行（中央銀行、PBOC）は預金準備率を4月に続き7月5日にも0.5%引き下げ、資金供給を強化した。このようにやや緩和気味な金融政策に転じた理由は、米中経済摩擦に対する懸念というよりも景気下振れリスクへの対応と見られる。

PBOCの発表によれば、引き下げ後の大手銀行の預金準備率は

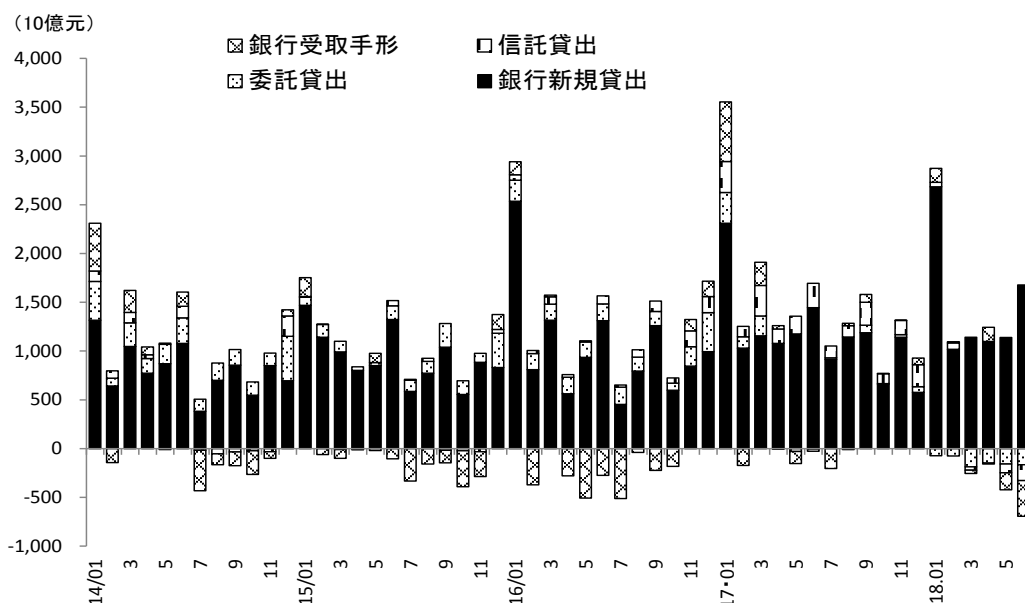
15.5%、中小銀行は13.5%となる。今回の引き下げに伴って、7,000億元の流動性が生じるが、うち5,000億元分は5大国有商業銀行・12の株式商業銀行が債務の株式化（DES、デット・エクイティ・スワップ）の推進に使い、2,000億元分は中小銀行による中小・零細企業向け貸出の増加に振り向けられることになる。

4月25日に預金準備率が1%引き下げられた際には1.3兆元の流動性をもたらした。このうち、9,000億元分はPBOCから商業銀行への貸出であるMLF（中期貸出ファシリティ）の返済に充てられ、4,000億元分は中小・零細企業向け貸出の増加に向けられた。

17年以降、中国では金融リスクの解消や防止が重視されるようになり、シャドバンキング（委託貸出、信託貸出、銀行受取手形）への規制が強化された。国有企業は銀行貸出を利用できるが、中小・零細企業の資金調達難はさらに深刻化した。

さらに、18年4月27日に発表された「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」で、理財商品について事実上の元本保証を可能にしていた資金プール運用を禁止し、資産運用商品の規範化を図るなどの規制が強化されている。この規制強化の結果、18年に入ってから社会融資規模のフローは委託貸出、信託貸出、銀行受取手形がともに減少に転じた（図表6）。

図表6 中国の社会融資規模(フローの増減額)の内訳(主要項目)



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成、直近値は6月。

このような規制強化が続けば、中小・零細企業が資金繰りの悪化から倒産が増える可能性がある。これを回避するために4月、7月に預金準備率が引き下げられ、生じる流動性により中小・零細企業向け貸出の増加につながることを期待されている。しかし、シャドーバンキングの減少分を補うには至っていない。今後もシャドーバンキングに対する規制を引き続き維持すると見込まれることから、さらなる預金準備率の引き下げが予想される。

図表7 人民元・ドル中間レートの推移



急速な人民元安が進行

最後に、急速に進行した人民元安について見てみよう。4月以降、人民元対米ドルレートは下落に転じ、6月以降は下落ペースが加速している（図表7）。このように人民元安が急速に進行したことに對して、7月4日にPBOC総裁（易綱氏）が「人民元相場を合理的かつ均衡のある水準で基本的に安定させる」と発言したほか、副総裁（潘功勝氏）も「人民元を合理的なレンジ内で安定させることに自信を持っている」との発言などにより一方的な人民元安は一旦収束した。

しかし、その後、米政府は中国に対する2,000億ドル相当の追加関税制裁の対象品目リスト案を発表し、米中経済摩擦への懸念が再び高まったことで、人民元対ドルレートは6.70超の水準まで人民元安・ドル高が進行した。

このように、米中経済摩擦の行方をめぐる不透明性がくすぶるなか、国際金融市場では中国政府が米国の追加関税制裁への対抗措置として人民元安に向けた為替介入を行い、輸出支援をするとの思惑が強まった。7月20日にはPBOCは人民元対米ド

人民元安・ドル高の要因は米中経済動向・金融政策の相違および米中経済摩擦への警戒感

今後の注目ポイント：党中央政治局会議、北戴河会議

ルの中間レートを 6.77 元と、約 1 年ぶりとなる人民元安水準に設定すると、下落基調が強まった。15 年に株安と人民元安が進行した中国金融市場がパニック状態に陥ったチャイナ・ショックの再来を彷彿させるような動きが一時広がった。

今回、人民元安が急速に進行した背景には、まず、米国要因が挙げられる。パウエル米 FRB 議長の議会証言(7 月 17～18 日)では経済の強気な見方が示されたことを受けてドル高の流れが強まった。ECB(欧州中央銀行)や日銀が緩和的な金融政策を維持するなか、FRB が利上げを行うことでドル高が進行している。加えて、6 月 24 日の預金準備率の引き下げ発表(7 月 5 日実施)などやや緩和気味な金融政策の実施も要因として挙げられる。

先行きについては、中国国内の金融・財政政策の調整や米中経済摩擦の行方を睨み、人民元下落リスクのくすぶる展開となる。ただし、人民元は対ドルレートで 7 元超の水準まで人民元安・ドル高が進む可能性は低いであろう。米中経済協議の着地点を目指す動きとなれば、人民元下落リスクも後退するが、9 月までに水面下の交渉でどのような進展があるかが注目される。

なお、今回の急速な人民元安の進行に対し、PBOC は口先介入に留め、実際の為替介入は行っていないと見られる。前述のように、PBOC 総裁らが 7 月 4 日に人民元の基本的安定を志向すること、貿易戦争の武器として人民元安を利用しないことなどのコメントを発表したことから、当局が人為的に人民元安誘導を実施していないことが改めて確認された。内外の景気動向や金融政策の相違などを反映した人民元安については、当局が自然体で結果的に容認しているのではないかとと思われる。

こうしたなか、近々開催予定の党中央政治局会議で、下半期の経済運営方針の見直しがあるかどうかを注目したい。また、毎年 8 月ごろに最高指導部やその経験者らが集まる河北省北戴河会議は、重要な問題や党関連事項が議論される非公式な会合である。非公式ということもあり、会議の詳細は明らかにされないが、内外の注目度は高い。今年の会議では、米中経済摩擦への対応策を練るほか、景気下振れリスクへの対応で、経済政策運営の方針も議論すると見られる。

(18. 7. 23 現在)