

下振れ圧力が再び強まる中国経済

～米中通商協議・追加経済対策に注目～

王 雷軒

要旨

2019年4~6月期の中国経済は再び減速したが、その後も減速には歯止めがかからず、むしろ下振れ圧力が強まっていると見られる。ただし、追加利下げや財政拡大によって、年末にかけては小幅持ち直すと予測する。引き続き、米中通商協議や追加経済対策に注目したい。

米中摩擦が再び激化

5月に一旦は暗礁に乗り上げた米中通商協議であったが、6月末の首脳会談を受けて解決への期待感が幾分高まるなか、7月末に第12回の米中通商協議は上海で開催された。しかし、9月初めにワシントンで次回の協議を行うことで合意したもの、大きな進展が見られなかったこともあり、8月1日、トランプ米大統領は中国からの輸入品3,000億ドル相当に対して、9月1日から10%の追加関税を賦課する（第4弾）と発表した。これに対して、中国は対抗措置として米国産農産物の輸入を一時停止することを発表するなど、貿易戦争が再び繰り広げられた。

さらに、8月5日には、人民元の急落を受けて米国が中国を25年ぶりに為替操作国に認定したほか、8日には、中国通信大手ファーウェイ（HUAWEI）との取引再開を先送りとするなど、米中摩擦激化への警戒感が一段と強まった。

その後、8月13日、米中閣僚級の電話会談が行われ、2週間以内に再度電話会談を行うことで合意した。また、トランプ米大統領が年末商戦への影響を軽減するため、追加関税第4弾に盛り込まれた携帯電話、パソコン、衣料品、台所用品、スポーツ用品、子供用品、ガラス製品、家具など年間輸入額1,500億ドル相当の対象について実施を12月15日に延期することを表明、制裁緩和に向けた動きも見られた。

一方、8月15日には、中国が追加関税第4弾への対抗措置をとる方針を表明するなど、事態の収束には程遠い状況であることが改めて認識される。

今のところ、人民元安の進行と対中追加関税第4弾の規模縮

香港情勢にも留意

小により、中国への影響は当初よりは小さくなると推測されるものの、米中通商協議の先行きは決して楽観視できず、不透明感の高い状況が続き、下振れ圧力が強まることに引き続き注視しておくべきである。

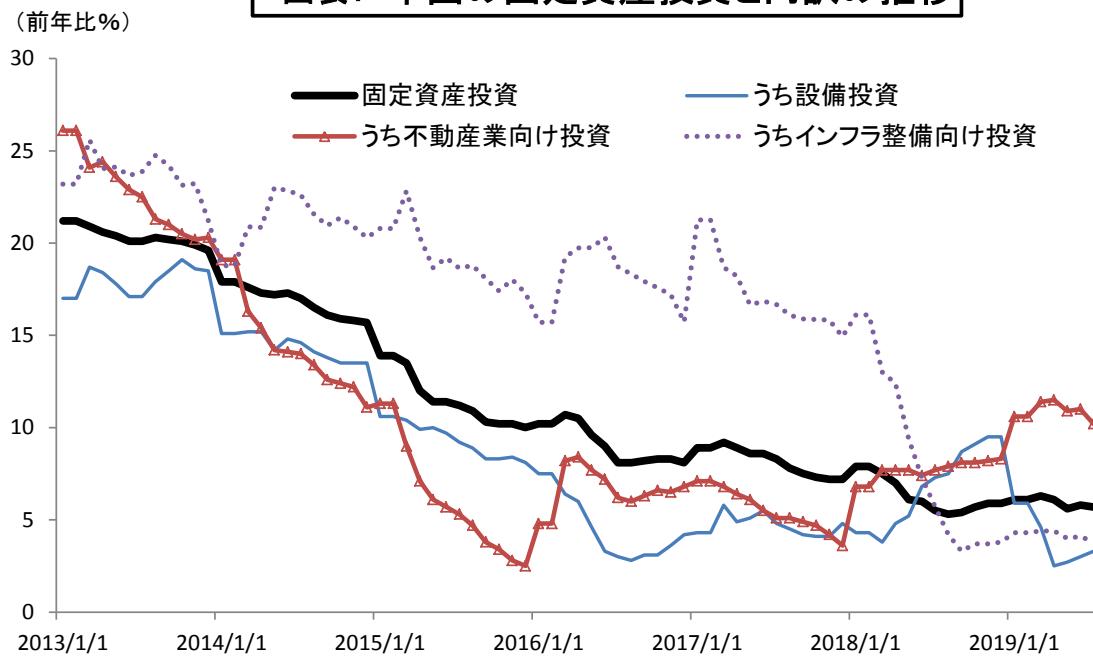
一方、香港では、香港政府による「逃亡犯条例」の改正をきっかけにした抗議活動（デモ）が続いている。6月9日に103万人デモが行われて以降、毎週各地で大規模なデモが発生している。7月は警察との衝突による催涙弾が使用されたほか、8月5日にはゼネストが発動され、鉄道・バスの運休に加え、一部のデモ隊が香港空港を占拠するなど、デモは過激化の様相を呈しており、観光や小売りが急減するなど、香港経済への悪影響も現れている。

今のところ、中国経済全体への影響は限定的とみられるが、米中摩擦が香港や台湾情勢をめぐる新たな段階に移行すれば、国際金融資本市場に波及するリスクもある。

7月分の経済指標は総じて弱かった

さて、4~6月期の実質GDP成長率は前年比6.2%と、1~3月期（同6.4%）から減速したが、7月分の経済指標からは、その後も、減速には歯止めがかかっていない模様だ。

図表1 中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成、（注）年初来累積、直近は19年7月。

投資は小幅鈍化

まず、投資については、1~7月期の固定資産投資は前年比

5.7%と1~6月期（同5.8%）から小幅鈍化した（図表1）。このうち、不動産業向け投資は底堅く推移したもの、伸び率は頭打ち気味である。また、設備投資も小幅ながら上向いたものの、低調であることに変わりはない。さらに、地方債発行が進んだものの、インフラ整備向け投資の伸びは高まっておらず、弱い動きが続いた。

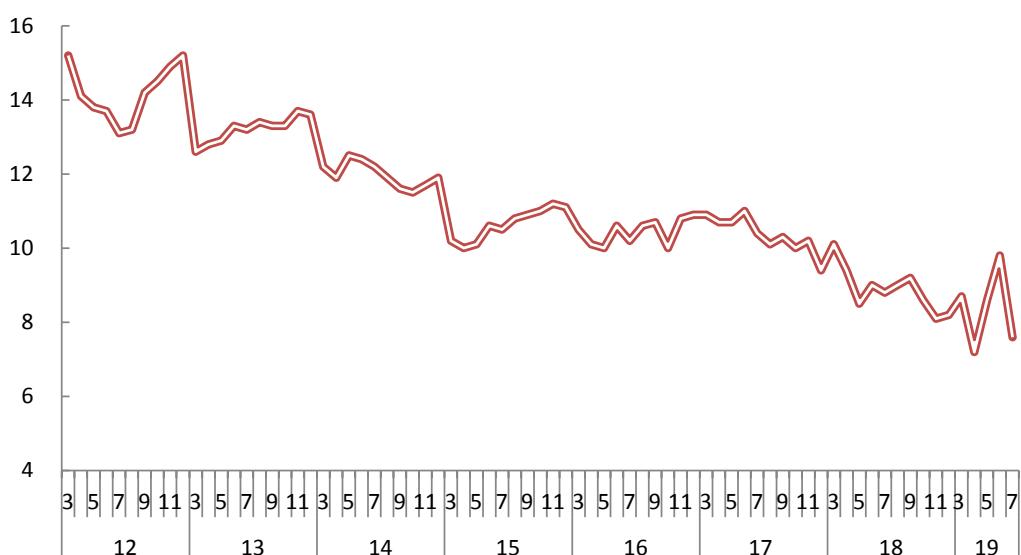
19年3月の全人代でインフラ整備向け地方債券（専項）は18年の1.35兆元から19年の2.15兆元に拡大することが決まっており、6月までに年間枠の72%は発行済みであったが、期待された投資押し上げ効果は、今のところ十分とはいえない。

なお、6月の1ヶ月間で年間枠の約3割が発行されたが、実際にインフラ整備向け投資として現われるまでには時間がかかる。一方、米国の追加関税などによる経済の影響を踏まえ、10月以降に最大1兆元超の地方債券発行（専項）が追加されるのではないかとの見方も浮上している。

これらを踏まえると、先行きについては、中国経済の構造改革として過剰な生産能力の削減を進めるなか、米中摩擦に対する悲観的な見方も強く、設備投資が低調な状態は続くだろう。ただ、インフラ整備向け投資が年末にかけて持ち直すと見込まれるほか、国有企業による投資も固定資産投資を一定程度下支えすることとなろう。

図表2 中国の小売売上総額の推移

（前年比%）



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成

個人消費も大きく鈍化

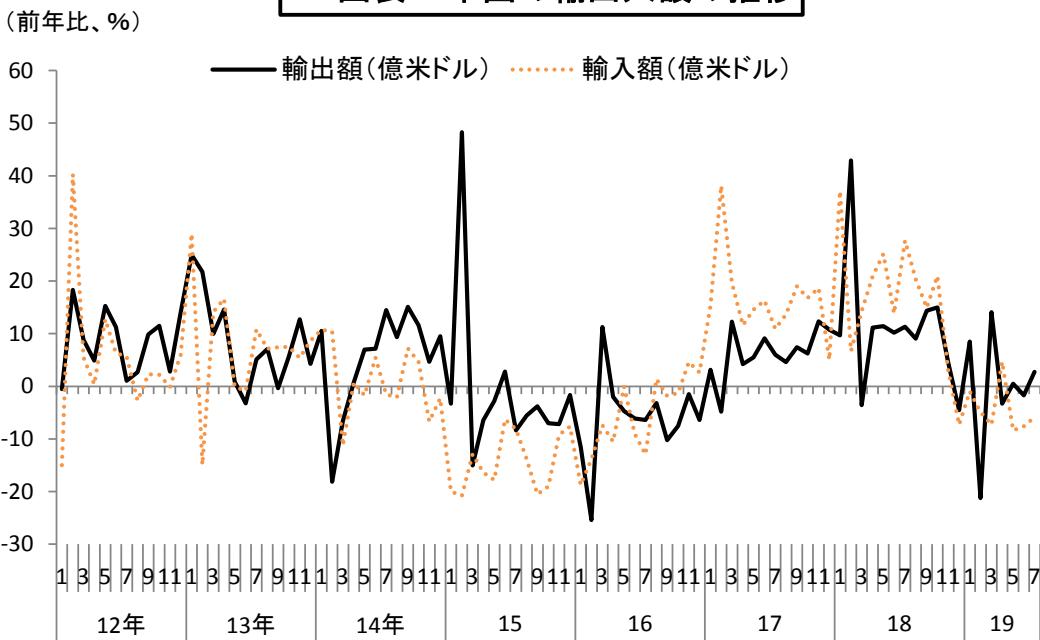
消費についても、7月の小売売上総額は前年比7.6%と6月(同9.8%)から伸び率が大きく鈍化した(図表2)。物価変動を除いた実質ベースでも、前年比5.7%と5月(同6.4%)から鈍化した。6月に見られた大幅加速は一時的要因であったことが改めて確認された。

このうち、ネット販売を通じた小売売上総額は二桁の伸びが続いたものの、大きく鈍化したことは否めず、さらに、自動車販売額が前年比▲2.6%と減少したことが小売売上総額全体を押し下げたと考えられる。

この一時的要因の背景として、7月1日からの一部地域での新しい排気ガス基準施行を前に在庫解消(値引き販売)が行われたほか、新エネルギー車購入に対する補助金引き下げを控えた駆け込み需要もあり、6月の自動車販売が大きく伸びたことが挙げられる。7月には早くもその反動が出ている。

先行きについては、家電などの買い替え需要刺激策の効果が期待されるが、住宅ローンなど家計の債務負担は依然として重く、低調な状態が続く可能性は高い。

図表3 中国の輸出入額の推移



(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。

輸出はプラスに転じ、 輸入は前年割れ継続

7月の輸出額(米ドルベース)は前年比2.8%と6月(同▲1.7%)からプラスに転じたものの、依然として軟調に推移している(図表3)。地域別に輸出をみると、日本向けは減少に

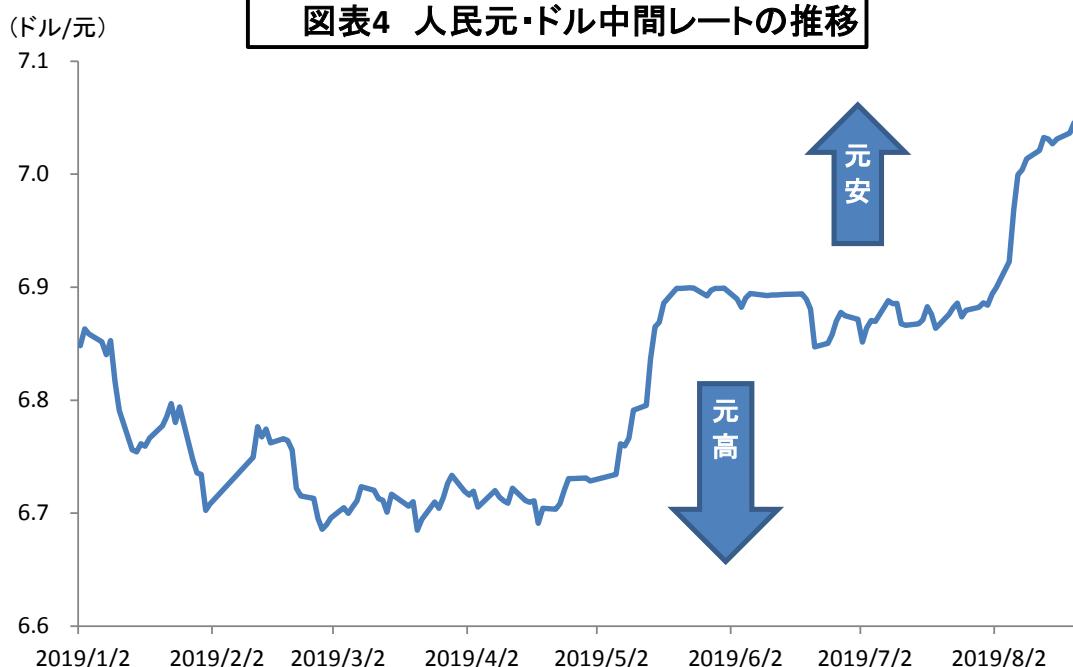
転じたほか、米国向けも引き続き大きく減少したものの、減少幅が縮小した。一方、EU 向けがプラスに転じたことに加えて、アセアン向けも引き続き拡大した。

また、輸入は同▲5.9%と 6 月（同▲7.6%）から減少幅が縮小したものの、前年割れの状況が続いている。地域別に輸入をみると、日本からの輸入は減少幅が拡大したほか、EU からの輸入もマイナスに転じたものの、米国からの輸入は前年比▲19.1%と 6 月（同▲31.4%）から減少幅が縮小したが、アセアンからの輸入は同 0.4%と 6 月から横ばいであった。

先行きについては、世界経済の鈍化に加えて米中通商協議をめぐる不確実性もあり、輸出全体の低調さは続くと思われる。ただ、9 月からの米国の追加関税第 4 弾の発動を見据えた駆け込みが生じる可能性もあり、年末にかけては大きな落ち込みは回避されるだろう。

なお、追加関税第 1～3 弾の直接的な影響は 20 年に一巡するものの、第 4 弾による下押しが発生することなどから、20 年の経済見通しについて、6.2%成長と前回（5 月）から 0.1 ポイント下方修正した。

図表4 人民元・ドル中間レートの推移



(資料) CEICデータより作成 直近値は19年8月20日。

1 ドル=7 元割れ、当面は人民元安基調

冒頭に述べたとおり、トランプ米大統領が中国製品に第 4 弾の追加関税を課す方針を示したことで、米中摩擦激化への警戒

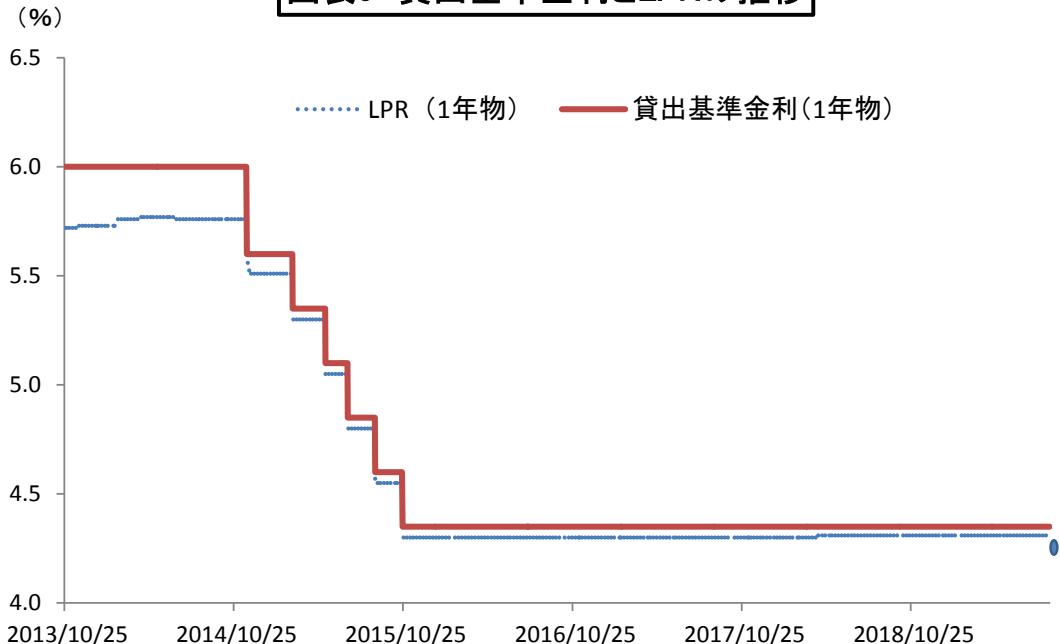
感から人民元安圧力が高まり、人民元相場は8月5日には1ドル=7.044元台まで下落、11年ぶりの人民元安水準となった。

8日以降は中間レート（中値）が7.0を上回る水準に、8月20日には1ドル=7.0454元と10営業日連続で人民元安方向に設定されている（図表4）。こうした動きを受けて当局が元安をある程度容認しているとの見方が強まった。

一方、中国人民銀行（中央銀行、PBOC）の易綱総裁は8月5日に「中国は責任ある大国として競争力を意識した通貨の切り下げはしないし、為替相場を外部の騒動に対応するツールに使わない」と発表するなど、当局から人民元安定化に向けた発表が相次いだこと、中値が予想より人民元高に設定されたことから、過度な人民元安進行は一服したようにみえる。

過度な人民元安は資本流出を招きかねないため、当面は7.05人民元前後の水準にとどまり、当局がコントロール可能なレンジでの値動きが続くと思われる。

図表5 貸出基準金利とLPRの推移



（資料）中国人民銀行（中央銀行）、CEICデータより作成

新金利指標を通じて 中国も実質的な利下げに踏み切った

前述のとおり、期待された経済対策の効果は、今のところ十分に出ているとはいえない。こうしたなか、当局は7月23日に、MLF（中期貸出ファシリティー）とTMLF（一部市中銀行を対象とするMLF）を通じて4,977億元（約7.8兆円）の流動性を市

中銀行に供給したほか、8月20日に実質的な利下げに踏み切った。

今回の金融緩和はPBOCの貸出基準金利の引き下げではなく、銀行の貸出プライムレート（LPR）を見直したことを通じた利下げとなった。銀行の新たな1年物と5年物のLPRはそれぞれ4.25%、4.85%とされ、8月20日に発表された。これらは貸出基準金利に比べて、それぞれ10ベーシスポイント、5ベーシスポイントの引き下げである。

13年に、PBOCは市中銀行が最優良顧客に適用可能の金利として1年物LPRを導入したが、15年10月から現在に至るまで4.30%か4.31%であったことから、市場需給に反応しているとはいえない（図表5）。そのため、市中銀行は1年貸出基準金利（4.35%）を貸出金利の設定時にベンチマークとして利用していた。

こうした背景で、PBOCが第2四半期の貨幣政策執行報告（8月9日公表）で人民元金利市場改革の一環として、現状の貸出基準金利とLPRを一つにすることを検討すると明示した。また、PBOCは8月17日に企業の借入金利の低下につながる金利改革を発表した。PBOCのウェブサイトに掲載された声明文によると、市場に基づく金利改革を深化させ、金利波及の効率を改善し、実体経済の資金調達コストを低下させるため、LPRの形成メカニズムを改善するとした。詳細は以下のとおりである。

①パネル銀行は公開市場操作金利（主にMLF）をもとに、算出するLPRを全国銀行間資金調達センターに提示する、②これまでのLPR算出のための金利提示を認められている10行に民営銀行の網商銀行（アリババ系）、微衆銀行（テンセント系）と農村商業銀行（2行）、都市商業銀行（2行）、外資銀行（2行）、計8行を加える、③LPRの公表について毎日をとりやめ、毎月20日に公表する、④これまでの加重平均を改め、最高値と最低値を除いた後、算術平均にする、⑤現在ある1年物LPRに、5年以上LPRを追加する、こととした。

さらに、PBOCは市中銀行にLPRをベンチマークとして新たな貸出金利を設定するほか、貸出金利に暗黙の下限を設定してはならないと強調した。また、市中銀行にLPR利用を促すため、LPRの利用状況をマクロプルーデンス評価（MPA）に取り入れることも決まった。

7月末の政治局会議

年後半にかけて景気は小幅持ち直す見通し

このように、新たなメカニズムに基づく LPR は市中銀行が個人や企業向けの貸出金利を設定する際に、これまでの PBOC の貸出基準金利に代わるベンチマークになると期待される。

LPR の見直しは実質的な利下げに等しいが、下げる幅は比較的小幅であったことから、今のところ、景気下支え効果は限定的である。景気押し上げのためには、企業の借入金利をさらに低下させる必要があり、今後もこういった「利下げ」が行われる見込みである。

一方、7月30日に開催された共産党中央政治局会議（年4回）では、19年後半の経済運営について積極的財政政策と健全な金融政策を実施するなど、これまでと変更はなかった。しかし、構造改革の推進が強調されていることから、現在は無理に成長を押し上げる局面ではないとの判断と見受けられ、大規模な経済対策は今のところ必要ないと見られる。

このように、4～6月期の成長率は減速したが、その後も減速には歯止めがかかっていない模様だ。米中摩擦の長期化が予想されるなか、米国の追加関税に対する覚悟が出来ている中国は今後、成長を支えるための追加経済対策、具体的には追加利下げ、預金準備率の引き下げ、財政出動の拡大を行うことが想定され、年末にかけてはそれらの効果によって小幅持ち直すと予測する。

（19.8.21現在）