

経済政策の微調整で安定成長を目指す中国

～地方政府の債券発行加速等で景気を下支え～

王 雷軒

要旨

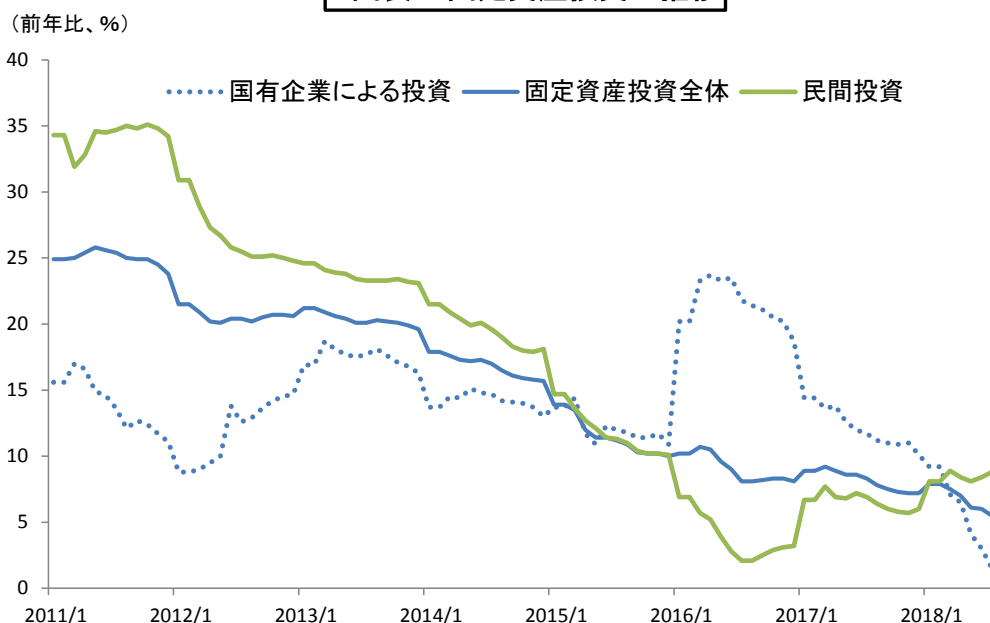
固定資産投資の減速などを受けて、2018年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と1～3月期(同6.8%)から小幅減速したが、その後も景気減速が続いていると見られる。また、米中経済摩擦などをめぐる不確実性は引き続きくすぶっている。

こうしたなか、当局は安定成長を維持するため、金融財政政策の微調整を行ったと考えられる。これを受けて、地方政府の債券発行が加速し、それを財源に公共投資が活性化し、景気の下支えに貢献するだろう。

7月分の経済指標からは緩やかな景気減速が継続

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。その後も、7月分の経済指標を確認すれば、消費と輸出は比較的底堅く推移したものの、固定資産投資は鈍化が続いていることから、緩やかながらも景気減速が続いていると見られる。

図表1 固定資産投資の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成 (注) 年初来累計、直近は18年7月。

国有企業による投資の鈍化は鮮明

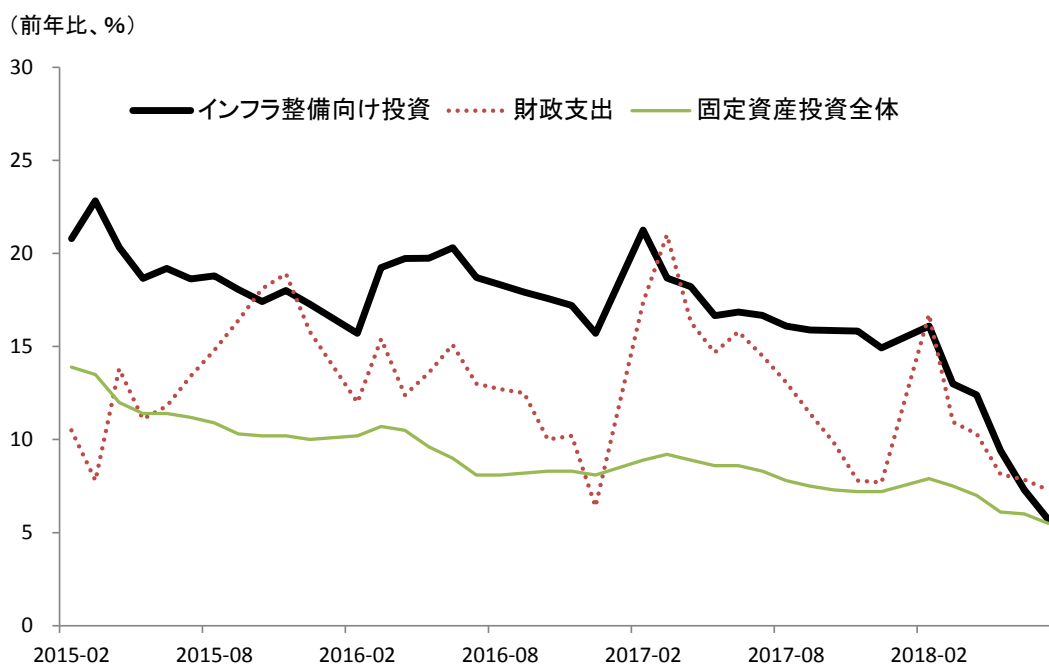
投資主体別で固定資産投資の動きをみると、固定資産投資全体の6割を占める民間投資は下げ止まった一方、インフラ整備

財政支出の鈍化もあって、インフラ整備向け投資は大きく鈍化

向け投資の担い手となる国有企業の投資は鈍化が目立つ（図表 1）。

分野別に見ても、固定資産投資全体の約 3 割を占めるインフラ整備向け投資の伸びは足元で大きく鈍化しており、この影響で、固定資産投資全体も鈍化が続いている。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、財政支出が抑制的になっていたことが背景にあると見られる（図表 2）。

図表2 インフラ整備向け投資と財政支出の推移



(資料) 中国国家统计局、財政部、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は18年7月。

**米中経済摩擦をめぐ
る協議再開に期待も
不確実性くすぶる**

投資減速を受けて国内景気の減速懸念が高まったことに加え、米中経済摩擦をめぐり追加関税の応酬も続いている。

第 1 弾として、米中両国は 7 月 6 日にそれぞれ 340 億ドルの相手国の製品に 25%の追加関税を発動した。

米国は 8 月 7 日、中国の知的財産権侵害に対する制裁関税の第 2 弾を 23 日に発動すると発表した。具体的には、中国からの輸入品 160 億ドル、279 品目に 25%の関税を上乗せする。これに対して、中国も報復措置として、米国からの輸入品 160 億ドルに 23 日から 25%の追加関税を課すことを発表した。

さらに、米国が第 3 弾として 2,000 億ドルの中国製品に 25%の追加関税を検討しているが、その後対中制裁姿勢をさらに強

経済政策の微調整 ① 国務院常務会議開催

めた米国に対抗するため、中国は8月4日に600億ドルの米国製品に5～25%の4段階の追加関税という対抗措置を発表した。これを回避することができるかどうかは重要となるが、8月22～23日に米中経済摩擦をめぐる協議が2ヶ月ぶりに再開される。

ただし、その協議は次官級レベルであり、具体的な合意に至る可能性は高くないと思われる。市場ではこの協議再開に期待はあるものの、米中経済摩擦をめぐる不確実性は引き続きくすぶるだろう。

こうしたなか、政府と共産党指導部が相次いで重要な会議を開催した。

まず、7月23日に開催された国務院常務会議（内閣に相当）で、積極的な財政政策と穏健な金融政策を推し進めていく方針が改めて表明された。特に、「先を見越した積極的な財政政策は今後一段と活発となる」としたうえで、法人税減税や地方債発行を加速させることなどが決定された。

具体的な財政政策パッケージの主な内容として、①研究開発支出のある企業に650億元の追加減税、②インフラ投資に向けた地方債発行の促進、③国家融資担保基金の立ち上げ、中小・零細企業向け銀行の金融債発行に関する規制緩和、④ガス・運輸・通信などの分野のプロジェクト導入を通じた民間投資の活性化、⑤外国企業の再投資を促進する政策の改善、⑥基礎研究と中核テクノロジーの加速、などが挙げられる。

加えて、穏健な金融政策の下、潤沢な流動性や社会融資規模を維持する方針も示された。

② 党中央政治局会議開催

また、7月31日に共産党は党中央政治局会議を開催し、年前半の経済情勢について、「安定成長が続いたものの、新たな問題や挑戦に直面したほか、外部環境も明らかに変化している」との認識を示した。

そのうえで、年後半の経済運営について、「安定成長を維持しながら供給側の構造改革を深化させること、金融リスクの軽減、貧困対策、環境汚染対策という3つの戦いへの対応を着実に行う」との姿勢を示した。

具体的な施策として、①安定成長に向けた積極的な財政政策と穏健な金融政策を実施し、雇用・金融・貿易・投資（内外を含む）の安定を図ること、②供給側の構造改革をさらに深化さ

**緩和気味な金融政策
に加え、積極的な財政
政策の着実な実施を
再確認**

**特別地方債発行の遅
れがインフラ整備向
け投資鈍化の一因、今
後は発行加速へ**

せること（過剰生産能力の削減、企業経営コストの削減、弱い分野の補強など）、③金融リスク軽減に取り組みながらも実体経済への支援を行うこと、④上海輸入博覧会の開催や一帯一路などを通じた改革開放を促進すること、⑤需給改善により住宅価格の安定を図るなど、不動産市場を巡る問題を解決すること、⑥民生の保障や社会安定への取り組みを着実に推し進めること、が発表されている。

上記のように、両会議の内容はほぼ同じである。金融政策については、従来の「穏健中立」の金融政策から「穏健」な金融政策という表現に変更され、緩和気味なスタンスを示したことが変更点だ。

振り返ってみると、17年初から18年春先までは引き締め気味な金融政策が実施されていたが、18年4月に預金準備率の引き下げ、続いて7月にも再び引き下げが行われたことなどから、景気下支えのため、事実上緩和政策に転換したと思われる。

財政政策についても「内需拡大と構造調整の促進に向けてより大きな役割を果たすべき」と強調された。次に述べるように、まず、地方政府の債券発行を加速させることが実行されるだろう。

近年の新規地方債（一般地方債＋特別地方債）発行の動きを確認すると、特別地方債（専項債、地方政府の特別予算における収益性のある公共事業の投資に用いられるものである）の発行が拡大していることが分かる。18年予算では、その新規発行限度枠が17年に比べて5,500億元増の1兆3,500億元に設定されている。

特別地方債の新規発行急増の背景には、プロジェクトの収益から返済する仕組みであるため、債務不履行が発生しても、それが地方財政の信用を揺るがす可能性は低いほか、地方政府によるインフラ整備向け投資の資金が不足していたことが挙げられる。

しかし、地方債発行で得た資金の一部はその発行目的に基づいた支出に充てられなかったケースもあり、16年以降、中央政府は地方債管理業務の規範化を図る対策に取り組んできた。その影響もあり、特別地方債の新規発行済額は18年7月末現在5,632億元に留まり、約6割が未発行となっている。

こうしたなか、8月14日に財政部が地方政府の財政局に10

**経済見通し：7～9 月期
も減速、10～12 月期は
持ち直しへ**

月末までに 1 兆 3,500 億元の新規特別地方債の発行を完了させ、調達された資金を重要分野および建設中のプロジェクトに使うよう通達した。

また、中国政府は中国経済を下支えする鉄道建設投資額の積み増しも決定した。18 年に当初予算の 1 割増に相当する 680 億元超を上積みし、投資額を前年並みの 8,000 億元超にまで引き上げた。

これらの内容を踏まえ、中国経済は 7～9 月期（前年比 6.6%）も減速となるものの、経済政策の微調整による効果が出ると見られる 10～12 月期には持ち直し（同 6.7%）が見込まれる。ただし、18 年通年の成長率は 6.7%と 17 年（6.9%）から減速するというシナリオは変わらない。

図表3 人民元・ドル中間レートの推移



**人民元安抑制策として
外貨リスク準備金
制度を再開**

最後に、人民元安抑制策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 4）。8 月 3 日には PBOC が人民元対米ドルの中間レートを 6.83 元と、1 年 2 ヶ月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。

これを受けて、PBOC は 8 月 3 日に人民元の過度の変動を抑制

**当面人民元安圧力は
あるものの、急速な人
民元安の流れは是正
へ**

する策として外貨リスク準備金制度を再開し、同準備金の比率を0%から20%に引き上げることを発表した。

15年8月のPBOC中間レート算出方法の改定後、オフショアとオンショア市場で急速に進んでいた人民元安期待を抑制するために15年9月に導入された同制度は、今回も足元の急速な人民元安の進行を受けて、人民元安期待を抑制する目的で再開されたと推測される。

ちなみに、同制度は人民元先物取引の20%に相当する準備金を無利息、ドルで1年間PBOCに預け入れることを市中銀行に義務付けるものであったが、その後人民元高に転じたため17年9月に準備金比率を20%から0%に引き下げ、事実上撤廃していた。

同制度の再開に加え、当局は市中銀行に対して売りに売りを呼ぶような群集行動や為替相場のモメンタムを追従する動きを回避するよう注意を促している。

これらの人民元安抑制策より、一旦小幅な人民元高に振れたものの、米国とトルコの関係悪化によるトルコ・リラの急落もあり、中国も含むほかの新興国に飛び火する警戒感が高まり、さらに人民元安・ドル高が進行した。

こうしたなか、PBOCの上海本部は8月16日に上海自由貿易試験区内の各銀行拠点に対して、当座勘定を用いて海外との人民元建ての預金や貸出を行わないよう通達した。これを受けて人民元安がようやく一服した。

先行きについては、米中経済摩擦の不確実性が引き続きくすぶるほか、しばらく景気減速も続くと思われることで、人民元安がさらに進む場面も想定しうる。

ただし、こうした場面では17年5月に導入、18年1月に停止された「反循環的調整要素」（人民元の間接レート算出の際の手法であり、人民元レートの過度な変動を防止し、人民元の安定を図るもの）の利用再開のほか、巨額の外貨準備高を利用した為替介入や資本移動規制の強化といった選択肢もあるので、急速な人民元安の流れは是正されるだろう。

(18.8.22 現在)