中国経済金融

政策効果により19年6.5%成長は可能

～引き続き米中通商協議の動きを注視～

王　雷軒

要旨

米国による追加関税発動を控えた駆け込み的な輸出の反動から、足元の輸出が減少したほか、環境保全活動の強化や資金調達の制約を受けてインフラ整備向けの投資が想定より遅れたことで、足元の下振れ圧力は強まった。

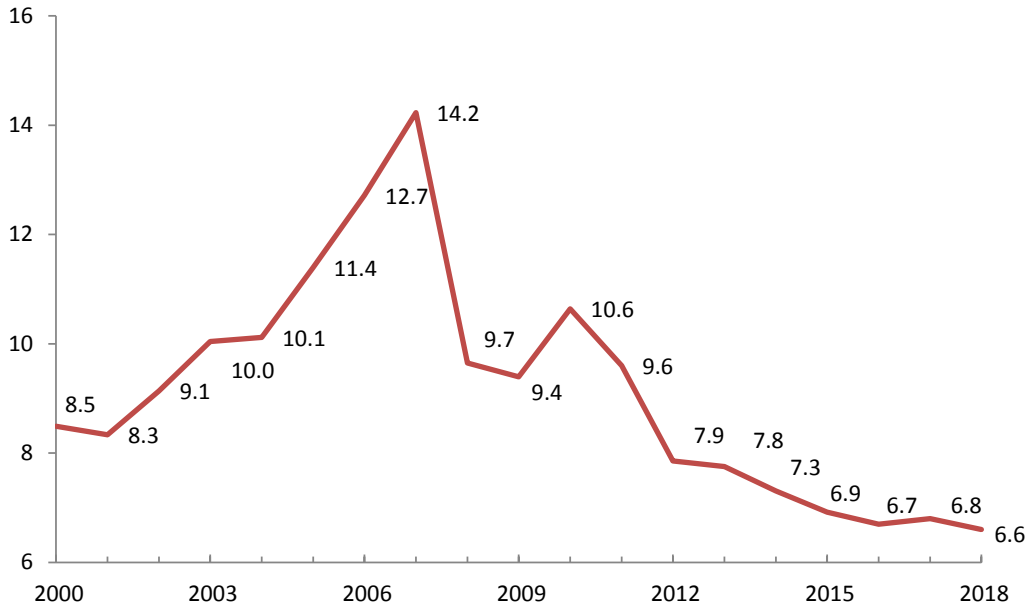
こうしたなか、当局が進めている拡張的財政政策と緩和気味な金融政策のもとで、経済対策の効果が今後期待されるほか、米中通商協議にも一定の進展があると見込まれ、2019年は減速が続くも、6.5%の成長は達成可能と予測する。

18年の成長率は6.6%と再び減速

10年をピークに鈍化傾向にあった中国経済の成長率（実質、前年比）は、17年に一旦下げ止まったものの、18年は6.6%（速報値）と再び減速に転じた（図表1）。

米国による追加関税発動を控えた駆け込み的な輸出の反動から、足元の輸出が減少したほか、環境保全活動の強化や資金調達の制約を受けてインフラ整備向けの投資が想定より遅れたことで、足元の下振れ圧力は強まった。

図表1　中国の実質GDP成長率の推移



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成

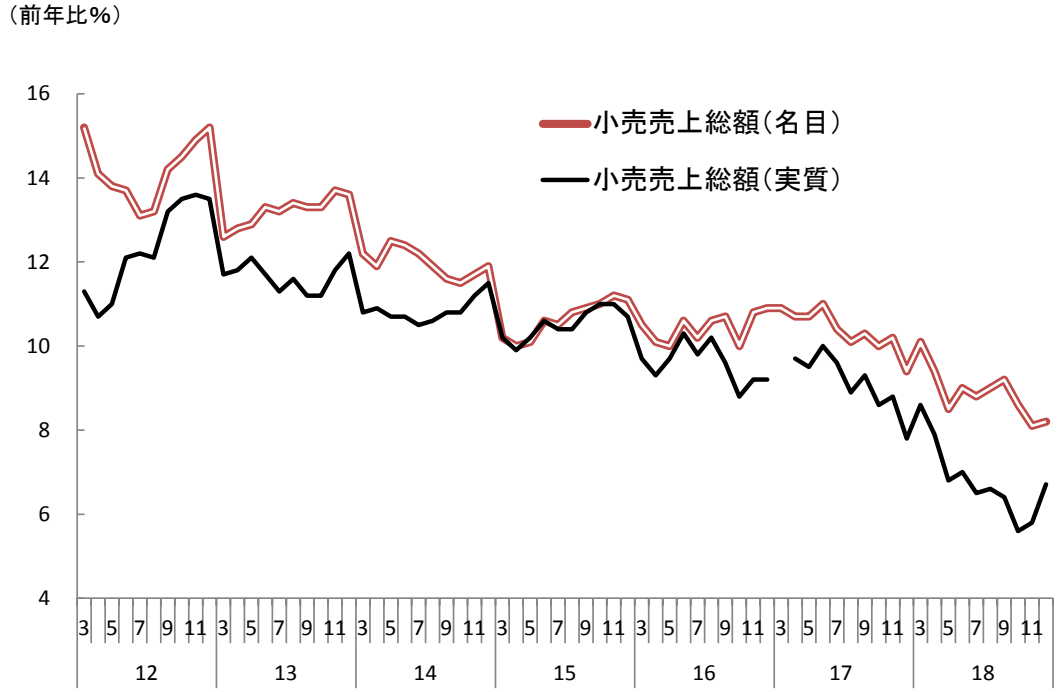
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

12 月の個人消費の伸びはやや高まる

まず、個人消費について見てみよう。12 月分の小売売上総額は前年比 8.2%と 11 月（同 8.1%）から伸び率をやや高めた（図表 2）。このうち、ネット販売を通じた小売売上総額は二桁を上回る伸びが続いた一方、自動車販売台数は同▲13%と 6 ヶ月連続で前年割れとなった。加えて、事務用品やスマートフォンなどの通信機器販売も落ち込んだことが、消費全体を押し下げた。

先行きについては、個人所得税の減税効果や消費刺激策の実施により多少改善すると見込まれる。ただし、住宅ローン返済など家計負担が依然として重く、賃上げペースが鈍化しているほか、米中摩擦への警戒感から消費マインドを大きく向上させることは容易ではないため、大幅な回復は期待しにくい。

図表2 中国の小売売上総額の推移



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成、（注）17年3月の実質伸びが発表されず。

12 月の固定資産投資は想定より回復せず足踏み

投資については、1～12 月期の固定資産投資は前年比 5.9%と 1～11 月期（同 5.9%）から横ばいで推移、下げ止ったものの、足踏み状態に陥っている（図表 3）。

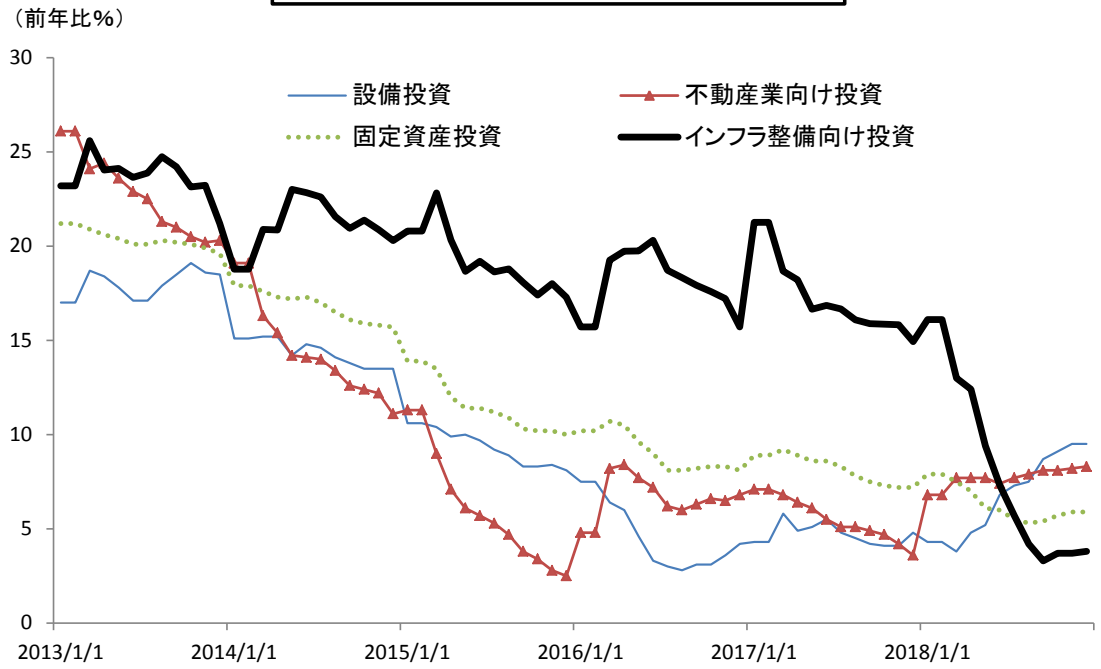
内訳を確認すると、設備投資は引き続き持ち直し基調にあるほか、不動産業向け投資も底堅く推移した。一方、地方政府および国有企業が抱える過剰な債務の削減によって 18 年入り後急ブレーキがかかったインフラ整備向け投資にもようやく底

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

入れの動きが出始めていたが、環境保全活動の強化や資金調達の制約から想定した効果は今のところ顕著には現れていない。

先行きについては、企業減税や地方債の前倒し発行などが決まったほか、地方政府および国有企業のみならず、社債発行支援や借り換え金利の優遇などを通じて中小企業や民間企業への支援を強化していることもあり、固定資産投資全体の足踏み状態は打開されると見込まれる。

図表3 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18年12月。

12 月の輸出・輸入はいずれも減少に転じた

他方、12 月分の輸出入額はいずれも減少に転じた。輸出は前年比▲4.4%と 11 月（同 5.7%）から減少したほか、輸入も▲7.6%と 11 月（同 2.7%）から失速した（図表 4）。駆け込み的な輸出の反動に加えて、単月でスマートフォンなどの通信機器の輸出が大きく落ち込んだことも背景にあると報道されている。

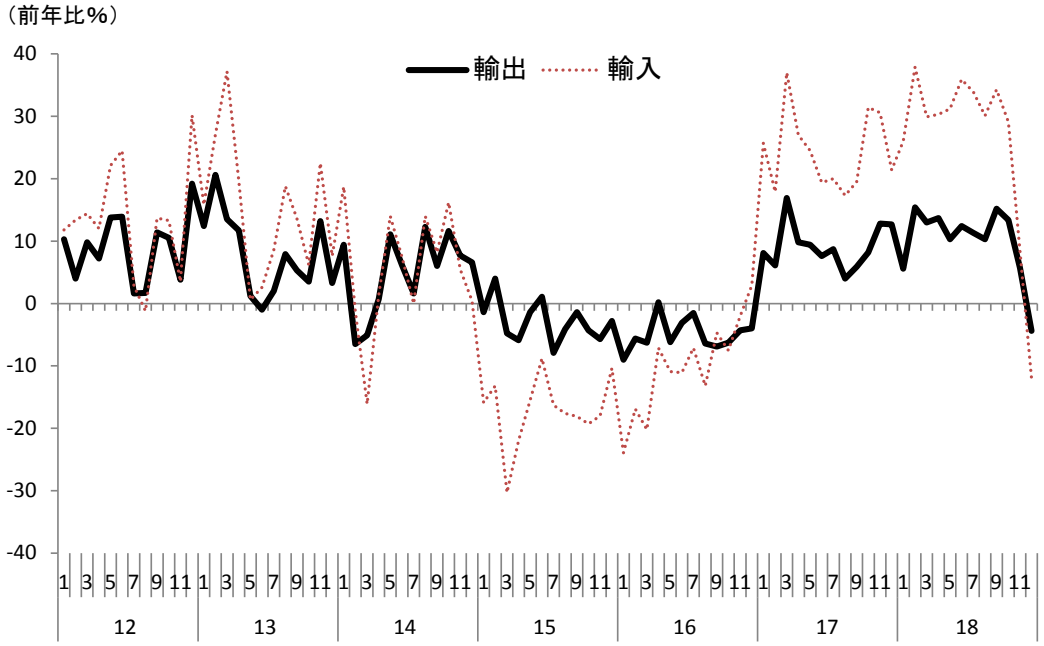
対米貿易についても、12 月分の輸出額は前年比▲3.5%と 9 月（同 14.0%）、10 月（同 13.2%）、11 月（同 9.8%）から大きく減少した。米中摩擦の影響で対米輸出が減少しただけでなく、欧州、アセアン向けなどの輸出も下押しとなった。

米中通商協議については、今のところ期日の 3 月 1 日までに一定程度の合意がまとまると見ているが、世界経済の拡大テン

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ボが弱まるほか、対米輸出については、前倒し輸出の反動が続くと想定されることから、19 年の輸出は軟調な推移が予想される。

図表4　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）ドルベース。

米中次官級通商協議開催と今後の予定

1 月 7～9 日、米中次官級通商協議が北京で開催された。当初の予定は 7～8 日だったものの、1 日延長となったほか、予定になかった劉鶴副首相の協議会場訪問が報道されるなど、協議は穏やかな雰囲気で進行し、詳細な内容まで話し合われ、一定の進展があったと推測される。

ただ、協議終了後、両国ともに詳細な内容を発表せず、いずれも引き続き協議することで合意したとの内容となった。なお、中国国内では、この件についての報道は少ないが、米国では、トランプ大統領が中国との協議が順調であったと言及している。

今後、1 月 30～31 日に劉氏が訪米し、閣僚級協議を行うことが発表され、この協議結果に注目が集まる。期日の 3 月 1 日には一定の合意がまとまると見ている。ただし、知的財産権の保護や技術移転の強要などの難題も多いため、一部については継続協議となる可能性は否めない。

とくに、米国政権内で意見の相違があると見られるほか、一

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

部の政府機関閉鎖の長期化に加えて、中国ファーウェイ CFO がカナダから米国に引き渡されるとみられることなどから、難航する場面もあると予想される。

「中央経済工作会議」開催

一方、国内に目を向けると、18 年 12 月 19～21 日、19 年の経済運営方針を決める「中央経済工作会議」が開催された。

この会議では、18 年の経済運営の状況について、「当初の想定より変化が生じ、こういった変化には懸念される面があるほか、外部環境も複雑で厳しく、経済の下振れ圧力に直面している」との認識を示した。

経済運営の基本方針については、19 年が建国 70 周年の節目にあたることを強調したうえで、安定を保ちつつ前進をはかる、いわゆる「穏中求進」を堅持し、新しい発展理念・質の高い発展を推進すること、サプライサイドの構造改革を主軸とし、高水準の開放を拡大すること、重大リスクの防止・解消、貧困対策、環境汚染保全という 3 大攻略戦を引き続き進めること、雇用・金融・貿易・外資・投資・期待形成という 6 つの面に安定を図るための対策をより進めること、経済成長を合理的なレンジ内に保持することなどが挙げられた。

18 年の同会議（17 年 12 月に開催）では、当時経済が持ち直していたこともあり、構造改革の深化がうたわれたが、19 年は安定を意味する「穏」の文字を多用したことなどから、一転して成長下支え（経済建設が中心）に重点が置かれることとなった。構造改革と安定成長のバランスが不安定化しているため、債務削減、金融リスクの解消に向けた取組みがやや弱められる可能性がある。

この基本方針の下、マクロ経済政策については、積極的な財政政策と穏健な金融政策を継続することが示された。積極的な財政政策については、減税とインフラ投資拡充が図られる模様だ。具体的には、大規模な減税、行政費用などの削減、特別債券の発行規模の拡大や前倒し発行などが強調された。

18 年は少なくとも 1.3 兆元規模の減税が行われた模様だが、19 年の減税規模は 18 年を上回ると見られ、19 年の財政赤字比率を 18 年の 2.6%から 3%以上にするかどうかが注目される。

また、19 年の穏健な金融政策については、「適度な緩和と引き締めを行い、適度に余裕のある流動性を維持し、政策の波及効果を改善する」との方針を打ち出した。また、直接融資の比

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

率を高め、民間企業や中小企業が抱える資金調達難という課題を解決するとした。

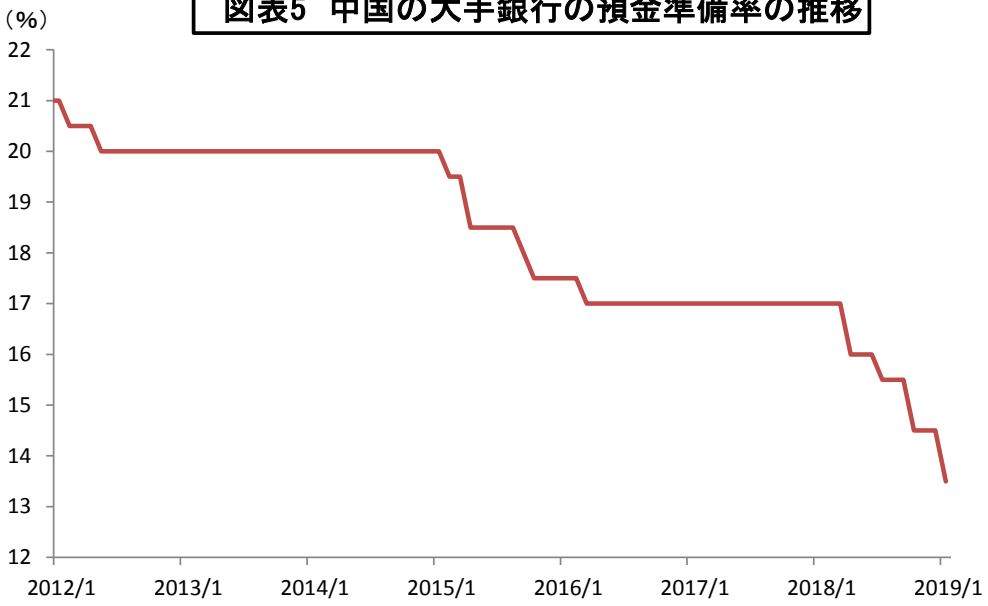
このように、18 年の「穏健な金融政策は中立を保つ」との表現から、今回は「中立」の文言を削除したことで、大胆な金融緩和は望ましくないが、緩和気味な政策の運営が行われる可能性は高いとみられる。

最後に、19 年の重要任務には、次の 7 つの項目、①製造業の質の高い発展を推進する、②強大な国内市場の形成を促進する、③農村振興戦略を着実に推進する、④地域間の均衡のある成長を促す、⑤経済体制の改革を加速する、⑥全方位的な対外開放を推進する、⑦社会保障と民生の改善を強化する、が掲げられた。

これらの重要任務では、製造強国をめざす国の戦略である「中国製造 2025」については、直接は言及されなかったものの、18 年にはなかった項目①には、製造業強国を建設するとの方針が示された。また、②は初めて登場したもので、国内市場の育成が重要な課題に位置付けられているなどの内容が特徴的である。

なお、経済成長率目標や財政赤字比率などの数字が公表されるのは、19 年 3 月に開催予定の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）となる。

図表5　中国の大手銀行の預金準備率の推移



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成　（注）月次データ、直近は19年1月。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

預金準備率引き下げ

また、1 月 4 日、中国人民銀行（PBOC）は預金準備率の引き下げを発表した。その詳細な内容は次の通りである。

「実体経済の発展に対する支援を強化し、金融市場の流動性を改善し、金融機関の与信コストを低減させるため、PBOC は金融機関の預金準備率を 1%引き下げる。1 月 15 日と 1 月 25 日にそれぞれ 0.5%の引き下げを実施する。これによって、19 年 1～3 月期に満期を迎える中期貸出ファシリティ（MLF）は継続しないこととする。今回の引き下げによって、春節（2 月 5 日）前の流動性を安定させ、金融機関による零細企業や民間企業への融資を拡大させることができる。

足元の中国経済は健全な成長を保持し、合理的な成長水準内で運営されている。PBOC は引き続き穏健な金融政策を継続し、引き締めでも緩和でもなく、対象金融機関を限定した金融調節を重視し、大規模な金融緩和をせずに合理的な流動性を維持する。質の高い成長の実現とサプライサイドの構造改革の促進のため、マネーサプライと社会融資規模を適切に伸ばすことでレバレッジ率を安定させるとともに、内外均衡も保つような金融環境を整備する。」

また、PBOC の記者会見によると、今回の引き下げによる流動性供給の規模は 1.5 兆元程度である。ただし、18 年 12 月 19 日に創設された民間企業や零細企業への融資支援を目的とする対象金融機関限定の中期貸出ファシリティ（TMLF）の実施（筆者推測で流動性供給規模が 0.5 兆元）、19 年 1～3 月期の MLF 償還（流動性回収規模は 1.2 兆元）から、流動性の純供給規模は 0.8 兆元程度である。

金融機関の規模や種類によって異なる預金準備率が要求されているが、大型商業銀行（国有商業銀行ほか）の場合、預金準備率は 14.5%から 13.5%に引き下げられることとなる（図表 5）。

PBOC の『中国貨幣政策執行報告』（四半期）によると、18 年 1 月に、金融包摂の推進のため、預金準備率の引き下げ幅は不明だが（金融機関によって異なるが、全体の平均 0.5%に相当）、流動性の純供給 0.45 兆元が実施された。以降、4 月に MLF 償還と零細企業への資金支援強化で 1%、0.4 兆元、7 月に債務の株式化と零細企業への資金支援強化で 0.5%、0.7 兆元、10 月に MLF 償還対応と零細企業や民営企業への資金支援強化で

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

1%、0.75 兆元と、計 4 回の預金準備率引き下げが行われた。

これらの引き下げは、金融機関の零細企業や民間企業への資金支援を強化することが主な目的であった。その背景には、内需の弱さと輸出拡大テンポの鈍化を受けて、零細企業や民間企業をめぐる経営環境が厳しくなるなか、金融面での支援強化が求められていることがある。

つまり、昨年と同様の春節前の流動性不足への対応の必要性に加え、景気拡大テンポの鈍化を受けた金融面での景気下支えという目的があると見られる。先行きについても、当面中国経済の下振れ圧力が強まると見込まれることから、さらに預金準備率の引き下げが行われる可能性もあるだろう。

19 年は減速続くも 6.5%成長は達成可能

以上の内外情勢を踏まえつつ 19 年の経済を展望すると、輸出が低調に推移するほか、民間需要の弱さもあり、足踏みが続く可能性は高い。とはいえ、当局による経済対策の効果が今後期待されるほか、米中通商協議にも一定の進展があると見込まれ、6.5%の成長は達成可能と予測する。

前述の通り、「中央経済工作会議」では、構造改革の深化よりも成長下支えに重点が置かれ、拡張的な財政政策と穏健な金融政策を継続することが示された。これを受けて、年明けには金融機関全体を対象にした預金準備率の引き下げや、公開市場操作による大規模な資金供給も再開されるなど、すでに緩和気味な金融政策が行われていると見られる。

財政政策についても、減税、地方債の前倒し発行や拡大が決まったほか、財政赤字（対 GDP 比率）も拡大が予想されるなど、拡張的な財政政策を進めている。

いずれにしても、当局が進めている拡張的な財政政策と金融緩和の効果が年後半には顕著に現われ、インフラ整備向けの投資の改善につながるほか、消費についても個人所得税の減税や消費刺激策を講じていることから、19 年は前低後高の成長となろう

引き続き、米中通商協議の動きに加え、1～2 月に相次いで開催される地方版の全人代の動向や、3 月 5 日に開催予定の全人代に注目が集まるだろう。

（19.1.23 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます