

2019年5月15日 全4頁

中国：米中摩擦の再激化で遠のく景気底入れ

それでも利下げを封印せざるを得ない理由

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 米中摩擦の再激化を受けて、中国の景気底入れ期待は遠のくことになろう。こうした中で、今後中国はどのような景気サポート策を打ち出すことができるのであろうか。金融政策では預金準備率の引き下げ余地は大きい。しかし、利下げには少なくとも2つの高いハードルがある。1つは元安が進展する中での利下げは難しいことである。景気の先行き不透明感が強い中での元安加速は、元安→資本逃避→景気悪化→一段の元安、という2015年夏や2016年1月のような人民元ショックの再演を招きかねない。もう1つは今後、豚肉価格の高騰を背景に消費者物価の上振れが懸念されることである。消費者物価上昇率は早晩、2019年の政府抑制目標である3%を上回る可能性がある。物価上昇は実質消費の押し下げ要因となるだけでなく、利下げという政策手段を封印する要因となろう。
- 結局のところ、中国は量的な金融緩和をテコとした投資の増加に頼らざるを得ず、中でも政府主導のインフラ投資や、住宅価格のさらなる上昇を容認した不動産開発投資への依存を一段と高めることになろう。

米中摩擦は再び激化

米中摩擦が再び激化し、米国政府は5月10日、中国からの輸入品2,000億ドル分に対する追加関税を10%から25%に引き上げ、13日には残りの3,000億ドル分に対する25%を上限とする追加関税リストを発表した。過去分と合わせ、米国は対中輸入のほぼ全額に対して25%の追加関税を賦課する方針を示したことになる。一方、中国はこれまで対米輸入500億ドル分に25%、600億ドル分に5%、10%の追加関税を賦課し、2019年6月1日以降は同600億ドル分に5%、10%、20%、25%の4段階で追加関税を賦課するとしている。中国の通関統計では2018年の対米輸出は4,784億ドル（米国側統計では対中輸入は5,395億ドル）、対米輸入は1,551億ドル（同対中輸出は1,203億ドル）であり、中国は米国と同じ規模の報復を行うことはできない。

高関税率の掛け合いにより、輸出企業には輸出数量の減少や生産の縮小、業績悪化という悪影響があり、代替が利かない輸入品を購入する企業・消費者の負担は増大することになる。さらに、米中摩擦が長期化の様相を呈する中で、中国でモノを作って米国に輸出する企業にとって、中国で製造する優位性は大きく損なわれ、設備投資や外国からの直接投資が減少することになる。

遠のく景気底入れ期待と想定される景気テコ入れ策

米中摩擦の再激化を受けて、中国の景気底入れ期待は遠のくことになろう。

国家統計局が5月15日に発表した4月の主要経済統計は1月～3月から悪化した。4月の鉱工業生産は前年同月比5.4%増（以下、変化率は前年同月比、前年同期比）と、1月～3月の6.5%増から減速し、小売売上は1月～3月の8.3%増⇒4月は7.2%増、固定資産投資は1月～3月の6.3%増⇒1月～4月は6.1%増に鈍化した。通関統計によると4月の輸出（ドル建て）は2.7%減と、1月～3月の1.3%増から前年割れに転じた。いずれも高関税の掛け合いが実施される以前のデータであり、この悪影響は今後顕在化することになる。

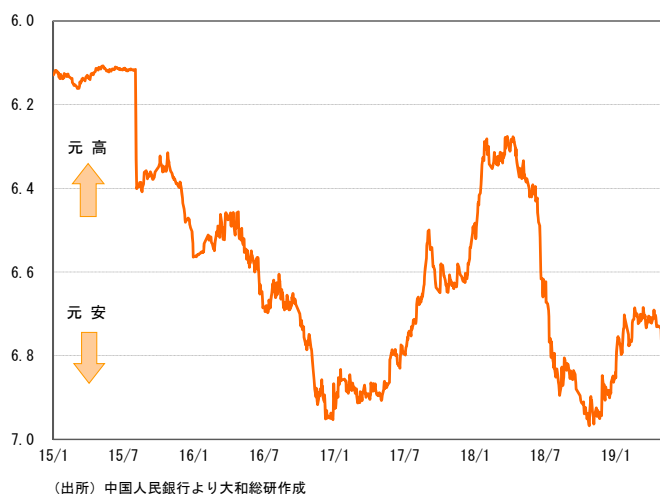
こうした中で、今後中国はどのような景気サポート策を打ち出すことができるのであろうか。財政政策について、3月の全人代では、インフラ投資の資金調達手段である地方政府特別債券の発行枠を前年度予算比8,000億元増の2兆1,500億元とし、4月1日より付加価値税減税（製造業は16%⇒13%、交通運輸・建築業は10%⇒9%）を実施した。2019年予算では財政赤字のGDP比は2.8%とされたが、中国政府が財政健全性の観点から意識するのは3.0%である。短期的であればそれをやや上回る赤字は許容範囲と考えられ、もう一段の財政出動の余地はある。

金融政策では預金準備率の引き下げ余地は大きい。大手行の預金準備率は現行13.5%と高水準で、1%の引き下げにより、1.5兆元程度の預金準備が「解凍」され貸出増加等に用いることが可能である。

利下げを阻む 2 つの高いハードル

それでは利下げの可能性はどうだろうか。利下げには少なくとも 2 つの高いハードルがある。1 つは元安が進展する中での利下げは難しいことである。景気の先行き不透明感が強い中での元安加速は、元安→資本逃避→景気悪化→一段の元安、という 2015 年夏や 2016 年 1 月のような人民元ショックの再演を招きかねない。

人民元の対米ドル基準レートの推移（単位：元）



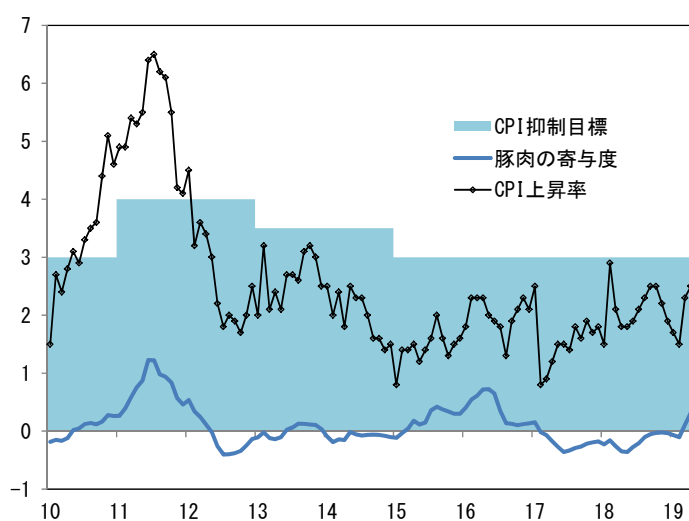
もう 1 つは今後、消費者物価の上振れが懸念されることである。主因は豚肉価格の高騰である。豚肉の消費者物価構成ウエイトは 2.2%程度にすぎないが、価格変動が極めて大きく、物価全体への影響は無視できない。豚肉価格は 2019 年 3 月に 26 ヶ月ぶりに上昇に転じた後、4 月には 14.4%の上昇となり、同月の消費者物価上昇率 2.5%に対する寄与度は 0.3%pt となった。11 年の高騰局面では 6 月に 57.1%の上昇を記録し、CPI 上昇率 6.4%に対する寄与度は 1.3%pt に達した。

今回は 11 年の価格高騰を上回る可能性が高い。中国農業農村部は「豚肉価格は今年後半にはさらに値上がりし、上昇率は 70%を超え、過去最高になる」との見通しを示した。これはアフリカ豚コレラの蔓延が養豚業者の飼育意欲を大きく損なっていることが主因である。アフリカ豚コレラは昨年 8 月に発生が確認されてから急速に全土に拡大し、2019 年に入ると繁殖用母豚の飼育頭数は急減し、3 月は 21.0%減となった。繁殖用母豚の補充から交配・出産・肥育には 12 ヶ月程度が必要とされる。このため来年春にかけて国内の豚肉供給は大きく減少する可能性が高く、供給不足（懸念）が豚肉の価格を押し上げていこう。当然、豚肉の輸入を増やすことも考え得るが、2018 年の豚肉の国内生産量は 5,404 万トンであったのに対して、輸入は 120 万トンにとどまっていた。輸入を短期間のうちに急速に増やすことは難しい。

豚肉価格の高騰を背景に、消費者物価上昇率は早晩、2019年の政府抑制目標である3%を上回る可能性がある。こうした中で利下げを実施することは難しい。物価上昇は実質消費の押し下げ要因となるだけでなく、利下げという政策手段を封印する要因となろう。

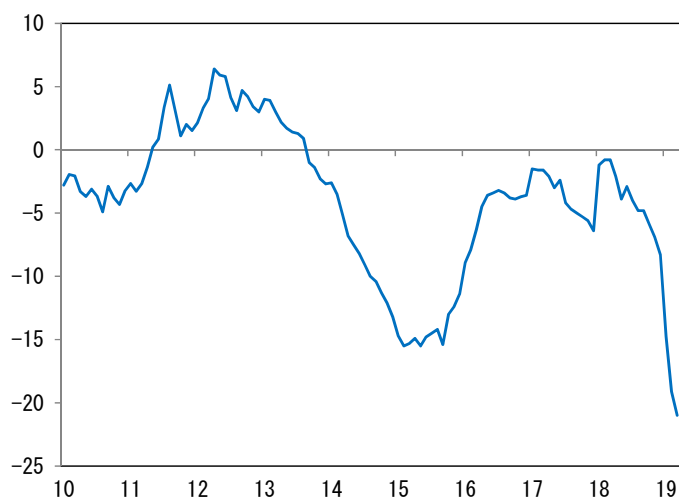
結局のところ、中国は量的な金融緩和をテコとした投資の増加に頼らざるを得ず、中でも政府主導のインフラ投資や、住宅価格のさらなる上昇を容認した不動産開発投資への依存を一段と高めることになろう。

CPI 上昇率と豚肉の上昇率寄与度、CPI 年間抑制目標（単位：％、％pt）



(注) 豚肉のウエイトは2.2%と固定して試算
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

繁殖用母豚の飼育頭数（前年比、％）



(出所) 中国農業農村部より大和総研作成