

2019年4月19日 全9頁

「中国経済回復」の虚実

中国経済が向かう先は失速か、バブル再来か

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

研究員 廣野 洋太

[要約]

- 「全人代」開幕期間に当たる3月11日から15日にかけて「北京」・「雄安新区」・「青島」を視察し、現地の有識者たちと意見交換を行った。今回のリサーチトリップで得られた知見は以下の通りである。
- まず2018年の中国経済失速の主因は米中摩擦ではない。中国独自の政策変更によって内需が失速している最中に、関税の打撃が加わった、とみるべきだ。内需失速の背景は①理財商品への規制強化、②インフラ事業の絞り込み、③個人間消費者金融への規制導入、④自動車購入税の減免停止、などに求められる。このうち①②については、政治的な事情もあり、2019年に入って緩和方向へと大きく転換され、中国経済は回復に転じた。
- ただし、中国国内の在庫水準が高いことから、中国経済の回復が日本企業に恩恵を及ぼすまでには相応のタイムラグを必要とするだろう。また、上述した③④が残存することから、消費の回復が遅れる公算が大きい。従って、日本企業の中でも、中国の消費に依存する分野での回復は当面、相対的に鈍いペースにとどまる可能性が高い。
- 他方で、朗報もある。日本企業の中でも在庫調整が進展している業種も、少なくない。たとえば電子部品・デバイス工業は2018年の中頃にかけて在庫水準が高まっていたが、2018年後半以降は調整が進められている模様である。また、2018年の前半に既に在庫水準が高まっていた輸送機械工業や電気・情報通信機械工業においては過剰在庫の調整は既に概ね終了している可能性が高そうだ。生産用機械工業に至っては在庫調整の削減が著しい。これらの業種においては、中国経済の持ち直しが日本企業の業績底入れにつながる可能性が、相対的に高いと言えるだろう。

「北京」・「雄安新区」・「青島」を視察

中国経済回復の確度が、日本経済の先行きを左右する最大の鍵の一つとなっている¹。そこで筆者は全人代開幕期間に当たる3月11日から15日にかけて、北京・雄安新区・青島を視察し、現地の有識者と意見交換を行った。今回の訪問から得られた結論を端的にまとめると以下となる。まず、米中通商協議は想定より難航する可能性がある。しかし、財政金融政策による景気テコ入れへの覚悟は強く、足下の中国経済の回復は、政府の対策を反映した金融市場の活況、企業金融の改善、インフラ受注の拡大により支えられている。そしてこの構図は「ニューエコノミー」バブル崩壊の打撃を政策対応が相殺するものであり、中国は再度、「オールドチャイナ」復権の時代へと回帰するのではないかとの印象を強めた。

米中通商協議は案外難航する可能性

今回のリサーチトリップを通じた発見のうち、まずネガティブサプライズに相当するものは米中通商協議に関する知見だ。端的に言えば、中国国内の期待値が高すぎる。いわく、「中国は多くの点で既に米国に譲歩している。これ以上の要求は内政干渉だ。また、トランプ大統領はビジネスパーソンであり、経済合理性を考えれば合意に至って然るべきだろう。昨年発動された関税の撤廃さえ、十分ありうる」。こうしたコンセンサスが形成されている印象である。

図表1：『米中首脳会談』、米国側の叩き台

Statement from the Press Secretary Regarding the President's Working Dinner with China

1st, Dec 2018

The President of the United States, Donald J. Trump, and President Xi Jinping of China, have just concluded what both have said was a “highly successful meeting” between themselves and their most senior representatives in Buenos Aires, Argentina. Very importantly, President Xi, in a wonderful humanitarian gesture, **(1) has agreed to designate Fentanyl as a Controlled Substance, meaning that people selling Fentanyl to the United States will be subject to China’s maximum penalty under the law.**

On Trade, President Trump has agreed that **on January 1, 2019, he will leave the tariffs on \$200 billion worth of product at the 10% rate, and not raise it to 25% at this time. (2) China will agree to purchase a not yet agreed upon, but very substantial, amount of agricultural, energy, industrial, and other product from the United States** to reduce the trade imbalance between our two countries. China has agreed to start purchasing agricultural product from our farmers immediately.

President Trump and President Xi have agreed to **(3) immediately begin negotiations on structural changes with respect to forced technology transfer, intellectual property protection, non-tariff barriers, cyber intrusions and cyber theft, services and agriculture. Both parties agree that they will endeavor to have this transaction completed within the next 90 days. If at the end of this period of time, the parties are unable to reach an agreement, the 10% tariffs will be raised to 25%.**

(4) It was also agreed that great progress has been made with respect to North Korea and that President Trump, together with President Xi, will strive, along with Chairman Kim Jong Un, to see a nuclear free Korean Peninsula. President Trump expressed his friendship and respect for Chairman Kim.

(5) President Xi also stated that he is open to approving the previously unapproved Qualcomm-NXP deal should it again be presented to him.

President Trump stated: “This was an amazing and productive meeting with unlimited possibilities for both the United States and China. It is my great honor to be working with President Xi.”

(出所) <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/statement-press-secretary-regarding-presidents-working-dinner-china/>

(着色、下線、番号は筆者)

¹ 詳細は下記レポート参照。小林俊介・廣野洋太「[日本経済見通し：2019年3月 日本経済を取り巻く5つの『通説』を疑う](#)」(大和総研レポート、2019年3月19日)

確かに、12月の米中首脳会談で米国が中国に要求した5つの条項のうち、既に4つ（中毒性の高い薬物の輸出抑制、農産物等の購入拡大、北朝鮮問題における協力、米国通信企業への妨害停止）については、譲歩が行われている（**図表 1**）。残された問題は知財権保護等を巡る構造改革だが、中国は「外商投資法」の制定により、既に解決済みとの主張を強めている。

しかしながら、「外商投資法」はあくまでガイドラインを示すものにすぎない。過去20年に亘って中国が玉虫色の改善策で米国の非難をかわしてきたことを踏まえると、あるいは現在の米国世論・政治における中国脅威論の高まりを踏まえると、具体的な改善行程へのコミットメントなしに、米国が妥結を選択することもまた、考えがたい。

しかし中国世論の期待値が高い中、さらなる譲歩を示すことは中国政府の沽券にかかわってくる。他方で米国は現時点で中国が提示してきている条件で譲歩することはできない。従って、米中通商協議は、難航する懸念が残る。

もちろん、「破談」を現時点で選択する誘因が、米中ともに薄いという点は安心材料たりうるだろう。後述するように中国は景気テコ入れに躍起となっている。米国も、現在は中間選挙と大統領選挙の端境期にあり、「炎上商法」を採択する理由には乏しい。むしろ、経済・金融市場の回復と、それに支えられた政権支持を高めるべき政治的局面にある。となれば、米中協議は難航するものの、破談には至らず、延長され、長期化する可能性が見えてくる。そして協議が長引き、2020年から始まる大統領選挙の予備選の時期までもつれ込んだ場合、そこで「破談」⇒「炎上商法」の選択が取られる可能性が浮上するという時間軸が想定されるのだろう。

図表 2：『米中首脳会談』中国側の公表成果

Xi, Trump hold 'very successful' meeting on ties, trade

2nd, Dec 2018

President Xi Jinping and his US counterpart Donald Trump held a "very successful" meeting in Buenos Aires, Argentina on Dec 1 and agreed to continue to maintain close contact.

At the working dinner after the conclusion of the 13th Group of 20 summit, Xi and Trump had an in-depth exchange of views on China-US relations and international affairs of mutual concern in a friendly and candid atmosphere. **reaching important consensus and agreeing not to impose new additional tariffs.**

The two sides agreed to expand cooperation based on reciprocity and mutual benefit and manage differences based on mutual respect so as to jointly advance China-US relations with coordination, cooperation and stability as the defining features.

Xi pointed out that China and the United States shoulder important responsibilities in promoting world peace and prosperity.

Sound China-US relations, Xi said, are in line with the fundamental interests of the two peoples and the general expectation of the international community.

Cooperation is the best option for the two countries, Xi said.

Xi called on both China and the United States to handle the development of bilateral relations from an overall perspective and push for long-term, healthy and stable development, delivering more and better benefits to the two nations and people around the world.

Trump said he agrees with Xi on his evaluation of bilateral relations.

US-China relations are very special and important, Trump said, adding that it is in the interest of the two countries as well as the world that the United States and China, both countries of significant influence, maintain a good cooperative relationship.

The US side, he added, is ready to increase cooperation with China through consultations and actively seek mutually beneficial solutions to their problems.

The two heads of state are willing to maintain close exchanges in various forms to jointly chart the course of the development of China-US relations.

(出所) http://english.gov.cn/news/top_news/2018/12/02/content_281476415821808.htm (着色、下線は筆者)

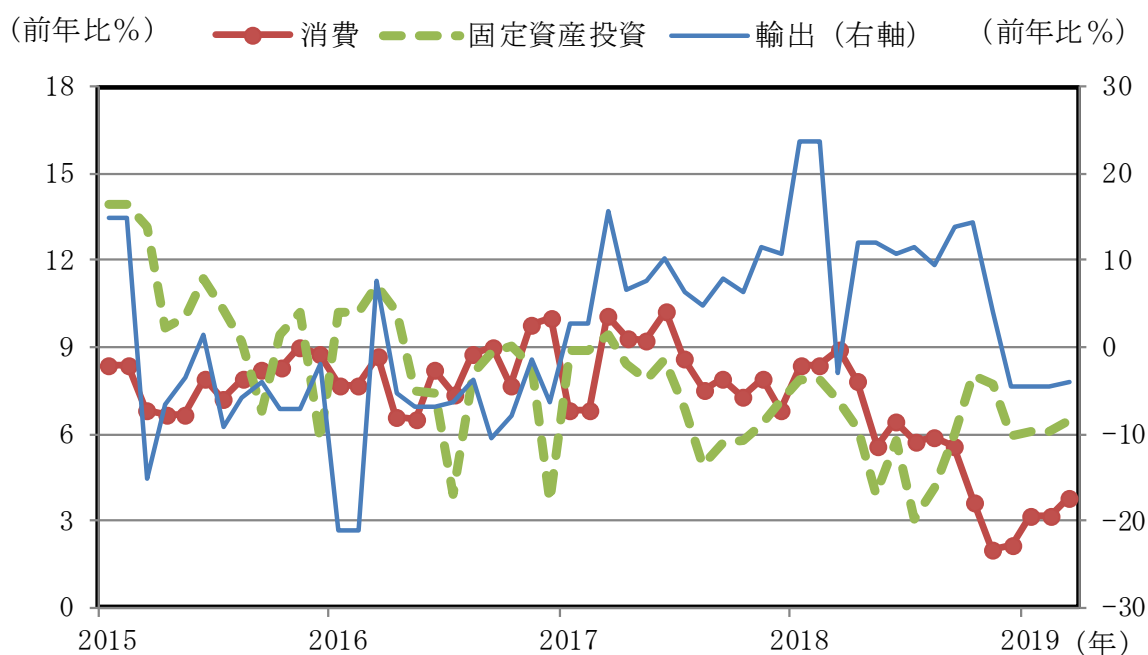
2018年中国失速の真因と、2019年景気テコ入れ政策の本気度

米中通商協議が難航する可能性が高いことは、当然のことながら、日本経済・世界経済にとって決してありがたい話ではない。しかし今回のリサーチトリップを通じて、このネガティブサプライズをおそらく相殺して余りあるポジティブサプライズを得られたこともまた事実だ。中国政府は、並々ならぬ覚悟で景気テコ入れ策に臨んでいる。

詳細を紹介する前に、まず簡単に過去を振り返りたい。**図表3**に示す通り、中国からの輸出が激減し始めたのは2018年11月以降である。それに対して、消費と固定資産投資の失速が始まったのは2018年初から（消費がもう一段失速したのは同年10月から）である。すなわち、外需よりも内需が先に屈折している。そして、この内需の失速を、米中摩擦で説明することは難しいだろう。実際、家電の輸出拠点である青島でも、海外向け需要の減退よりも国内需要の減退を懸念する声の方が強かった。

内需失速の背景はむしろ、中国独自の政策変更求められる。すなわち、①理財商品への規制強化、②インフラ事業の絞り込み、③個人間消費者金融への規制導入、④自動車購入税の減免停止、などによるところが大きい。

図表3：中国 主要経済統計の推移



(出所) 国家統計局、中国税関より大和総研作成

「デレバレッジ（理財商品への規制強化）」の本質とその猛威

まず理財商品への規制強化について振り返る。2017年11月に「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見」が当局から発表され、2018年4月に発効した²。同措置は「剛性兌付」と「資金プール運用」を禁止するものである。

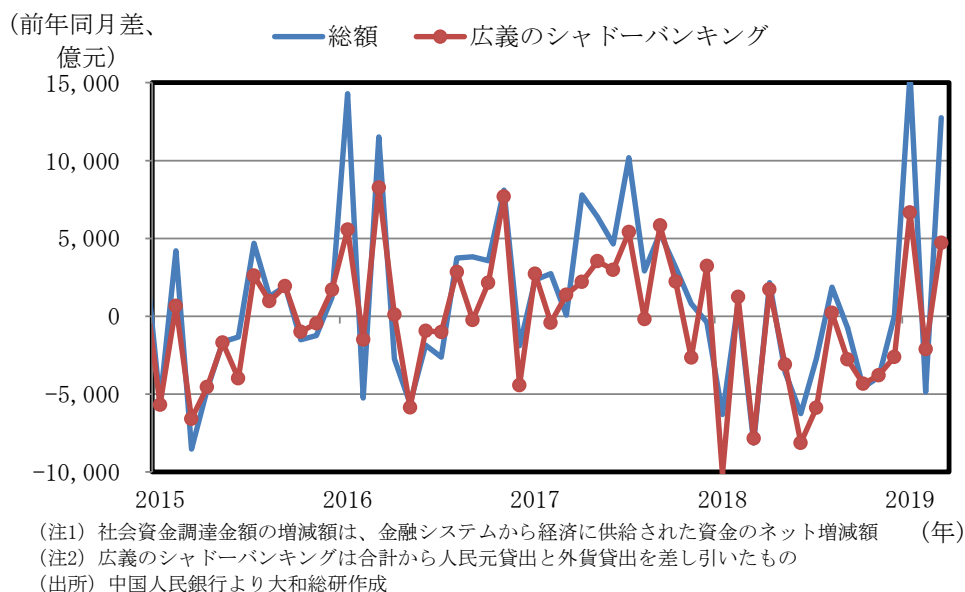
いずれも理財商品、いわゆるシャドーバンキングを規制するものだ。剛性兌付とは、元本保証を指す。資金プール運用とは、複数の資産運用商品がどんぶり勘定で一括管理されている状況を指し、この運用手法では個別商品の収益とリスクが不明瞭となる。

図表4に示す通り、2016年から2017年にかけてこうした理財商品への投資が膨らみ、金融システムのリスクを肥大化させていたことは疑いの余地の小さいところだ。これに対して危機感を募らせた当局は規制を強化し、損失補てんを行った金融機関を処罰し、資産運用商品の運用に一対一対応を求める運びとなった。

結果として2018年の理財商品投資、ひいては社会融資総量の増加速度は大きく鈍化することになる。これが金融市場における資産価格の下落を生む。そして資産価格の下落がプライベートエクイティ等を通じたカネ回りを悪化させ、資金繰りに窮する民間企業が増加する。また、運用損失を背景とした銀行のデレバレッジが進展する。これが2018年の中国経済を失速させた、一つの重要な要因だったわけである。

また、金融規制の強化とインフラ投資の減速は無関係ではないだろう。リスク許容量が減少した銀行システムが地方政府への与信を拡大できる状況ではなかったことは想像に難くない。また、債務削減や環境対策を中央政府が求める中、2018年前半にインフラ投資プロジェクトの承認が下りにくいという事情もあったようだ。

図表4：中国 社会融資総量の増減額



² 詳細は下記レポートを参照。齋藤尚登「中国：影の銀行の過度の抑制もリスク要因に—米中摩擦の本質はハイテク覇権争い」(大和総研レポート、2018年6月20日)を参照。

消費を失速させた伏兵、「P2P 消費者金融規制強化」と「車両購入税減免停止」

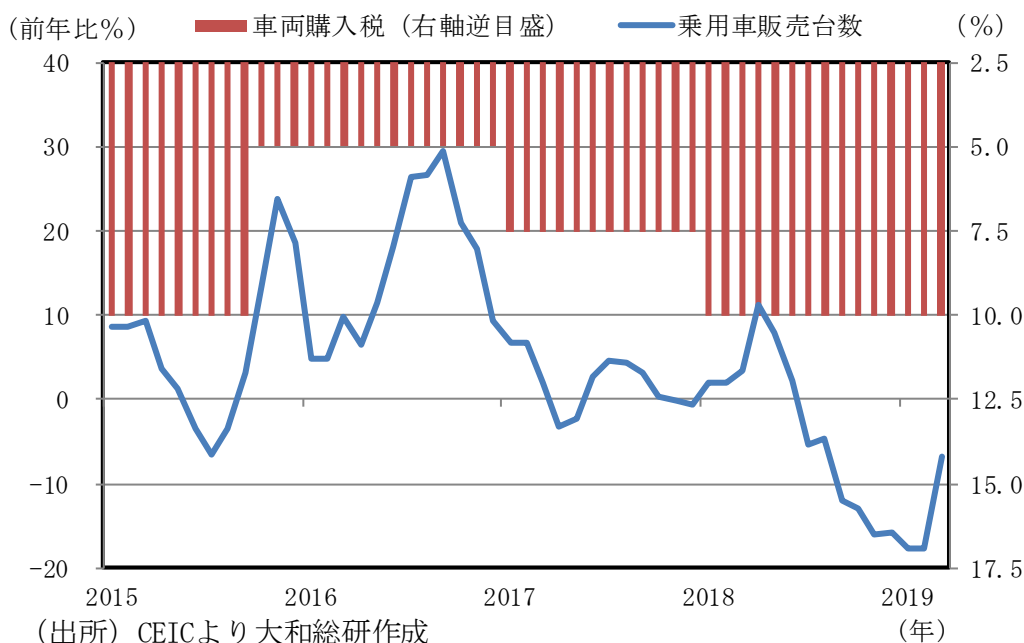
もちろんこれらは、どちらかと言えば固定資産投資の減速や、金融市場の不振の背景である。これらが間接的に雇用・賃金の改善ペースの減速や、負の資産効果を通じて消費を抑制した効果も発生していたことは事実だろう。

しかしより直接的に消費を抑制した要因として、「P2P 消費者金融への規制」が存在していたことは、あまり知られていない事実だろう。P2P 消費者金融とは、個人間で貸借を行うものであり、貸借のマッチングを行うプラットフォームを提供するビジネスが、中国には多く存在していた。同市場は既に 20 兆円規模にまで拡大していたようであるが、野放図な拡大を中国政府は警戒し、規制を強化した。規制方針自体は 2016 年 8 月に公表されていたが、その具体的な規制内容が示されたのは 2018 年 8 月である。そして 2018 年末までに業者は対応を迫られた。

結果として多くの悪徳業者が市場から退出したが、残された事業者ですら、貸借総量が壊滅的な打撃を回避できなかつた模様だ。これにより借金を当てにした借り手の消費ができなくなったことはもちろんのこと、焦げ付きによる貸し手の消費抑制も発生していた可能性がある。

これに加えて、2015 年後半から 2017 年にかけて減免措置が取られていた車両購入税が従来水準に戻されたこともまた、2018 年の自動車販売の不振に一役買っていたことも指摘できるだろう（**図表 5**）。

図表 5：中国 自動車販売概況



規制強化から一転、なりふり構わぬ「融資」拡大

このように景気減速要因が山積していた 2018 年とは打って変わって、2019 年の中国政府は景気テコ入れ政策を矢継ぎ早に打ち出している。

まず、先に確認した**図表 4**でも顕著のように、2019 年に入ってすぐに、社会融資総量を大幅に拡大させ、その多くがシャドーバンキングに流れることも厭わない姿勢を中国政府は示している。これが金融市場の回復を後押ししているわけだが、このことは間接的に資産効果を回復させるのみならず、プライベートエクイティの低迷に伴う、スタートアップ企業の従業員たち（若年高学歴ホワイトカラー）の失業を止める意味合いもあるようだ。

とは言え、前述した「指導意見」の施行が撤廃されたわけではない。同措置の期限は 2021 年 1 月 1 日が予定されている。従って、2019 年になりふり構わぬ「融資拡大」を行えば行うほど、2020 年の調整は厳しいものとなることには留意しておく必要がある。

2019 年、政治的に重要な二つの日程

それでも目先の景気テコ入れに中国政府がこだわる理由は、「2019 年に二つの重要な政治日程が存在しているから」だとされている。

一つは 10 月 1 日であり、建国記念 70 周年だ。この日に大規模なパレードやセレモニーが予定されているわけだが、この時点で「景気が悪い」状況を打破している必要がある。

もう一つは、6 月頃とされている、「科创板（高い科学技術を有する、スタートアップ企業を上場するための株式市場）」の新設である。この時点で株価が低迷しており、資金調達に滞るようならば指導部の面子は丸潰れだ。

こうした政治的配慮から、中国政府が目先の景気テコ入れに躍起になっているとすれば、2019 年に入ってから政策の大転換ぶりも頷ける。

回復・拡大するインフラ投資、発動する減税政策

金融緩和に加えて、インフラ投資も動き出した。2019 年の地方政府特別債券のネット発行額は 2 兆 1,500 億元とされ、前年から 8,000 億元積み増された。確かに、主要都市における空港および高速鉄道の新設や、南部における長江デルタ開発や珠江デルタ開発、そして雄安新区の建設など、大規模なインフラ開発プロジェクトが動き始めているという話は各所で聞かれるようになってきた。

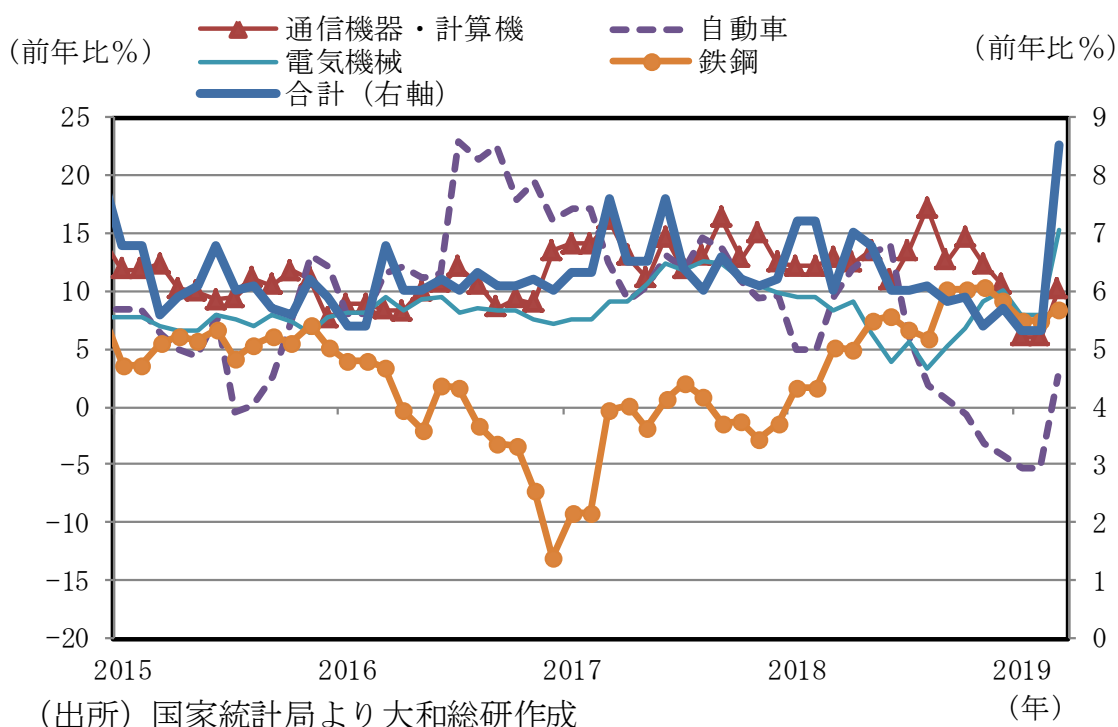
加えて、減税の規模も相応に大きい。2019 年の軽減額は 2.0 兆元（約 33.4 兆円）程度とされ、その内訳は付加価値税（「増値税」）の減税（製造業は 16%⇒13%、交通運輸・建築業は 10%⇒9%）や、企業の社会保険料負担の大幅軽減などとなった。

日本企業への恩恵発現までにはタイムラグ

ただし一点、注意しておきたいのは、こうしたインフラ分野等における中国経済の回復が、日本企業に恩恵を及ぼすまでのタイムラグは相応に必要とされるだろうということだ。理由は単純で、「中国国内の在庫水準が高い」ためだ。たとえば**図表 6**に示すように、昨年後半の景気減速を受け、中国政府は「鉄鋼生産」を加速させて景気テコ入れを行っている。結果として、当時生産された素材の在庫が積み上がっている可能性が高い。日本企業に恩恵が染み出してくるのは、こうした在庫がある程度解消されてから、ということになるだろう。

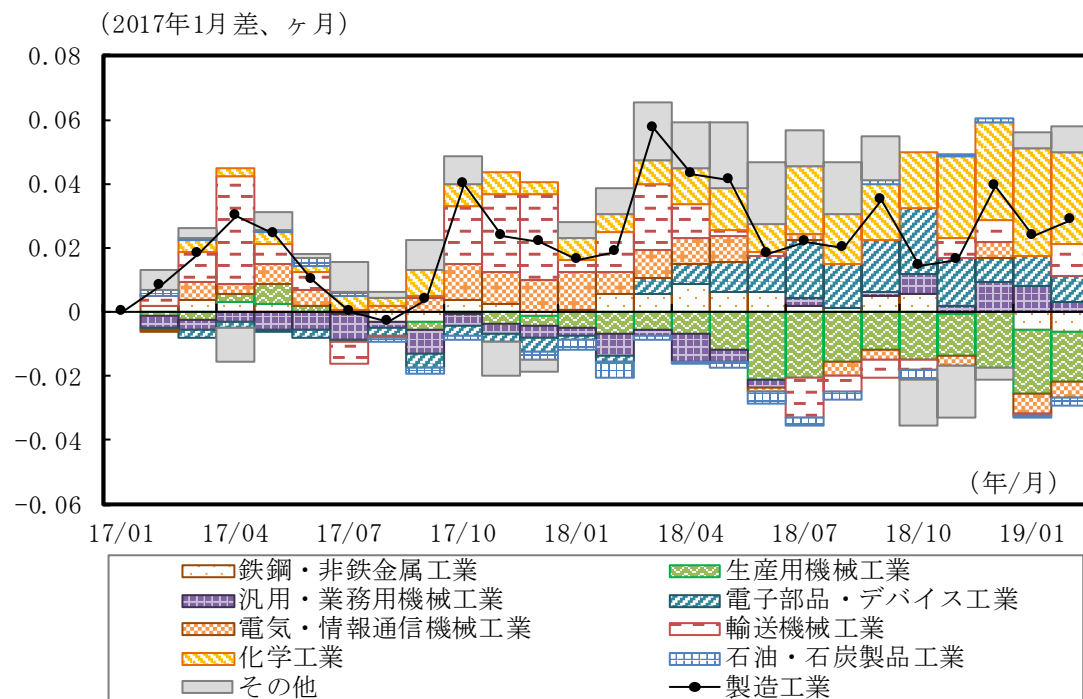
加えて、前頁までの論考から導かれる結論の一つとして、消費の回復が遅れる公算が大きいこともまた、中国における最終消費需要に依存してきた日本企業にとっては重い事実となるだろう。デレバレッジ政策の転換に伴い先行回復が期待される株式市場の回復やインフラ需要と比較すれば、2018年の失速要因であった消費者金融規制や減税停止などが残る消費の回復は、当面鈍いものにとどまる可能性が高い。中国の消費と密接にリンクしている品目の代表格が化粧品であるが、需要の想定外の鈍化に伴い、**図表 7**にも示す通り、日本国内においても、2018年から化粧品を含む「化学工業」の在庫が積み上がり続けていることが確認される。そしてその需要回復があくまでも緩やかなものにとどまるという前提に立つと、同産業における在庫調整は当面の間、厳しい状況が続く可能性が高いと考えられるだろう。

図表 6 : 中国 鋳工業生産概況



他方で、朗報もある。化学工業とは対照的に、在庫調整が進展している業種も少なくない。たとえば電子部品・デバイス工業は2018年の中頃にかけて在庫水準が高まっていたが、2018年後半以降は調整が進められている模様である。また、2018年前半に既に在庫水準が高まっていた輸送機械工業や電気・情報通信機械工業においては過剰在庫の調整は既に概ね終了している可能性が高そうだ。生産用機械工業に至っては在庫調整の削減が著しい。これらの業種においては、中国経済の持ち直しが日本企業の業績底入れにつながる可能性が、相対的に高いと言えるだろう。

図表7：日本 在庫月数の産業別分解



(注1) 在庫月数 = 実質在庫額 (月末残高) / 実質出荷額 (月額、12ヶ月後方移動平均)

(注2) 実質在庫額と実質出荷額は、工業統計調査 (2015年) の値を鉱工業指数で延長して計算。

(出所) 経済産業省統計より大和総研作成