

安定重視に舵を切り始めた中国 改革先送りにより不安定化リスク長期化の可能性も

アジア調査部中国室主任研究員

三浦 祐介

03-3591-1378

yusuke.miura@mizuho-ri.co.jp

- 中国では、金融リスク対策と対米貿易摩擦による経済への下押し圧力が無視できないものとなりつつある。とくに対米貿易摩擦の動向は不確実性が高く、中国指導部の先行き懸念を高めた模様
- こうした情勢認識のもと、中国指導部は経済政策運営の軸足を安定重視に移す方針を表明。減税拡大や財政支出のペース加速、十分な流動性供給等の財政・金融政策により景気の下支えを強化へ
- 安定重視の結果、デレバレッジや金融制度改革の遅れ、不動産市場の過熱化等の副作用が生じ、中国経済が抱える目下の不健全性が温存され、経済不安定化のリスクが長期化する可能性には要警戒

1. 中国経済不安定化のリスクをもたらす内憂外患

中国の2018年4～6月期の実質GDP成長率は、前年比+6.7%と、前期の+6.8%から小幅な減速にとどまり、安定成長が維持できているようにみえる。しかし、実際には経済不安定のリスクが根強く存在しており、それによる下押し圧力は無視できないものになっているとみられる。このリスクをもたらす主な要因は、国内における金融リスク対策（内憂）と、対米貿易摩擦（外患）の2つだ。

（1）内憂：金融リスク対策 ～实体经济への下押し圧力として既に顕在化

1点目の金融リスク対策は、①銀行貸出以外の資金供給チャネルとなっているシャドーバンキングの規範化と、②デレバレッジの2つが主な取り組みだ。①は、2016年8月頃から短期金利を従来よりも高めの水準に誘導する形で徐々に始められ、翌2017年には、銀行業監督管理委員会（当時）による商業銀行の集中検査の実施や、人民銀行によるマクロプルーデンス評価システム（MPA）の枠組みによる監督管理の強化など、取り組みが本格化した¹。その後、2017年12月に開催された経済工作会議において、今後2020年までの3年間における重点政策課題の筆頭に掲げられた。これを受け、2018年に入ってから制度整備等の取り組みが進められている。とくに、同年4月に公表された「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」は、シャドーバンキングを構成する商業銀行の理財商品や非銀行金融機関の資産運用業務など広範な業務を対象としており、強い影響力を持つ政策となっている。

また、②の取り組みは、過剰生産能力淘汰等と合わせて2016年に主要経済政策として掲げられて以降本格化し、同年10月には企業部門のデレバレッジに向けた基本方針（「企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引き下げに関する意見」）も公表された。その後、中国の非金融部門全体のレバレッジ比率の上昇に歯止めがかかったことを受け（次頁図表1）、2018年に入ると「構造的デレバレッジ」の方針のもと、国有企業と地方政府のデレバレッジに重点的に取り組む姿勢が示された。このうち、地方政府の債務については、2015年から発行が認められている地方債以外に、PPPや公共サービスの

民間調達等の形式での「隠れ債務」の増大が問題となっており、2017年半ばから規範化の取り組みや実態の把握などが進められるようになった。

このように継続的に実施、強化されてきた金融リスク対策は、徐々に実体経済への下押し圧力となっている。例えば、貸出金利が緩やかに上昇しているほか、シャドーバンキングを通じた資金供給が細りつつある（図表2）。これにより、銀行からの借入金利や資金調達面でのシャドーバンキングへの依存度合いが国有企業に比べて高いとされる民間企業や小規模零細企業の資金調達に難が生じ、民間企業のデフォルトも引き起こされている。また、地方政府融資平台によるシャドーバンキングを通じた資金調達に支障が生じたり、全国規模でのPPP案件の精査の結果、問題のある案件が多く見つかかり、財政部が取りまとめている案件リストから除外されたりした。これにより、景気下支えの役割を果たしてきたインフラ投資が2018年4～6月期に実質ベースで前年比マイナスに陥った²。

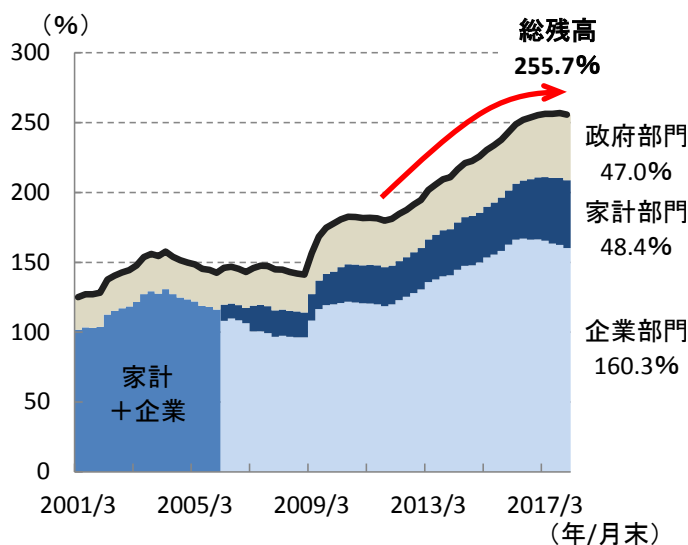
（2）外患：対米貿易摩擦 ～今後のリスク要因として大きな懸念材料に

2点目の対米貿易摩擦については、2016年10月に米国でトランプ政権が発足してから2017年にかけては、米中間で首脳会談や閣僚級会談が相次ぎ実施されるなか、経済運営上の大きな不安要因とはなっていないが、米国が2018年2月に、中国を含む主要貿易相手国・地域に対して発動した鉄鋼・アルミへの追加関税措置を発端に、リスクとして急浮上した（次頁図表3）。

その後米国は、翌3月に中国からの輸入品約500億ドルを対象とした追加関税措置の検討を開始し、中国への圧力を強め始めた。これら米国の強硬姿勢に対して、中国は、対外開放や輸入拡大の措置を公表しつつ、協議を通じた解決を目指す一方で、「貿易戦争は望まないが、決して恐れない」との姿勢も表明し、実際に対米報復関税を課す輸入品リストも公表した。

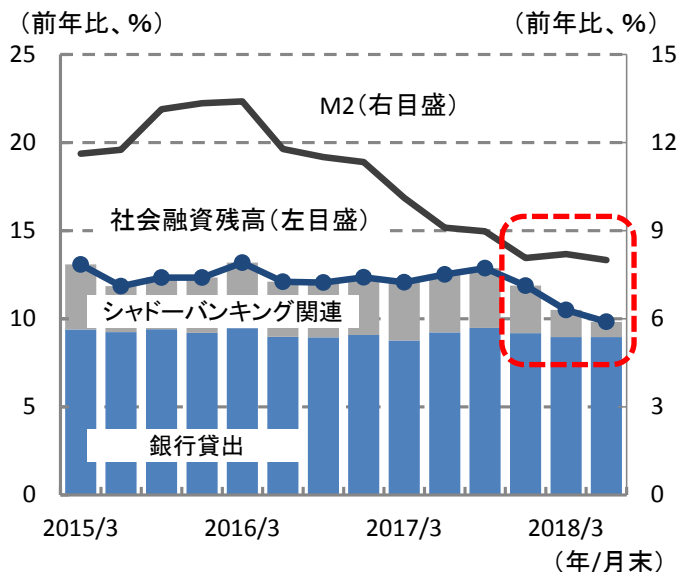
こうした硬軟両面の対応を経て、5月から6月初旬にかけては米中通商協議が3回にわたり開催され、協議による解決への期待も高まった。しかし、結局目立った成果はあがらず、米国の対中追加関税と、

図表1 非金融部門の債務残高の対GDP比



(注) 直近は、2017年12月末時点。
 (資料) BISより、みずほ総合研究所作成

図表2 社会融資残高およびM2



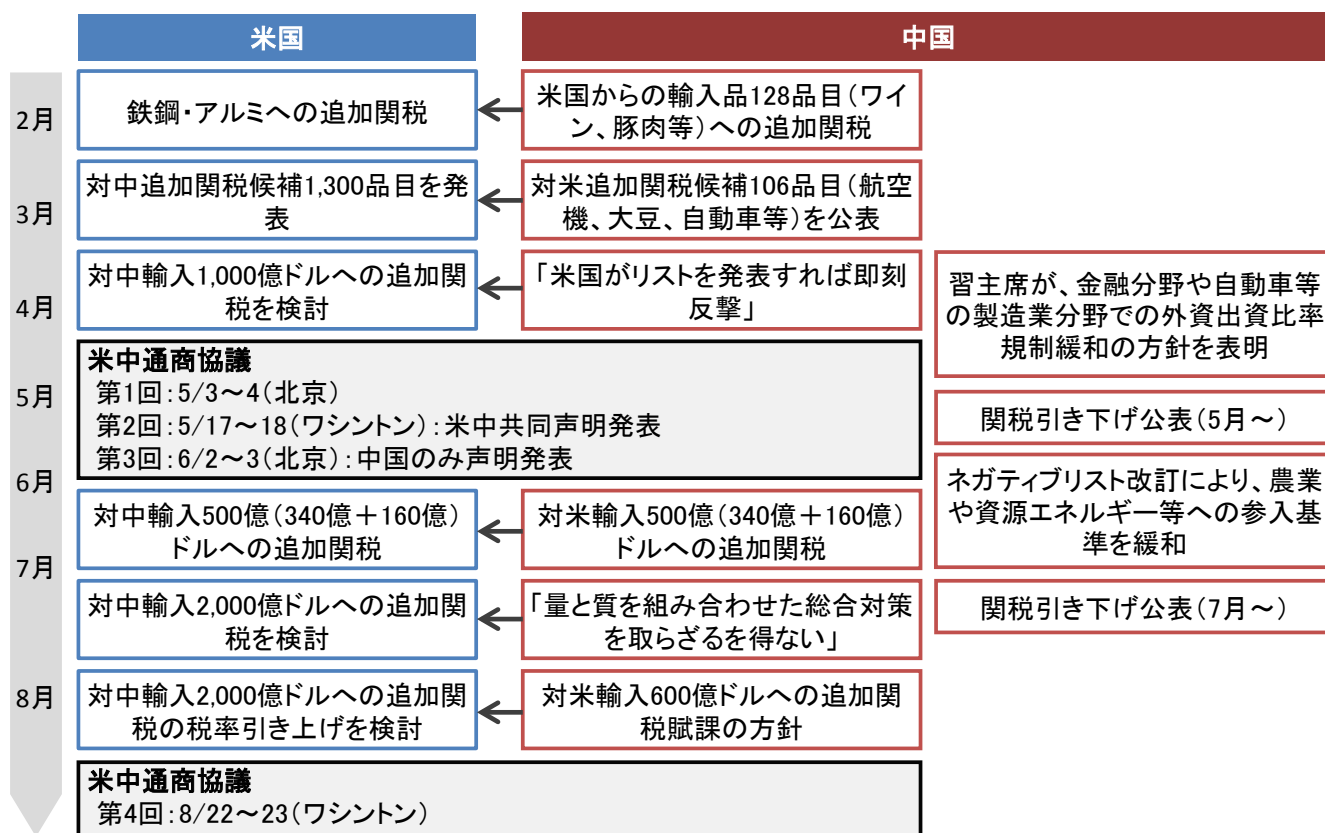
(注) 直近は、2018年6月末時点。「シャドーバンキング関連」は、委託貸出、信託貸出、銀行引受手形、企業債の合計。エクイティファイナンスは含まない。
 (資料) 中国人民銀行、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

これに対する中国の対米報復関税が発動されるに至った。その後、7月から8月にかけても、米国は中国からの輸入品約2,000億ドルへの追加関税措置（関税率10%）やその税率引き上げ（関税率25%）の方針を相次いで明らかにし、中国も報復措置を公表するなど、米中間の応酬は収束する気配をみせていない。

このように米中貿易摩擦の落ち着き所がみえないことへの不安から、金融市場が不安定化している。6月19日には、米国による対中輸入500億ドルへの追加関税措置の発動決定（同15日）を受けた先行きへの懸念から、上海株式市場で株価終値が前日比▲3.8%と急落し、人民元の対ドルレートについても元安が進展した（次頁図表4）。その後、中国人民銀行の易綱総裁などが良好なファンダメンタルズを強調して理性的な対応を呼びかけるとともに、為替への介入も行うことで、一段の株安と際限のない元安には現状歯止めがかかっているものの、市場参加者の不安はまだ拭いきれておらず、株安・元安圧力がくすぶっているとみられる。

今後は、輸出の減速や物価の上昇など、実体経済への下押し圧力も徐々に顕在化することが予想される。米中両国が現在既に発動している500億ドル相当の輸入関税に限れば、輸出の押し下げは限定的とみられるが、関税賦課対象が2,000億ドルまで拡大した場合には、輸出下押し圧力が増大するほか、マインドの悪化により設備投資等が下押しされる可能性もあり、今後のリスク要因として大きな懸念材料となっている³。

図表3 米中貿易摩擦を巡る主な動き（2018年2月以降）



（資料）各種資料より、みずほ総合研究所作成

2. 中国指導部は経済運営の軸足を徐々に安定重視へと移行

経済不安定化に対する懸念の高まりを背景に、中国指導部は、2018年7月に入ってから開催された重要会議（7月23日開催の国務院常務会議および7月31日開催の中央政治局会議）において「合理的な区間内での経済の運行を維持する」考えを強調し、安定維持に軸足を置いた経済運営を進める姿勢を明らかにした。そのうえで、中央政治局会議では「経済の安定的で健全な発展の維持」が政策方針の筆頭に掲げられ、「雇用、金融、貿易、外資、投資、期待の安定」を重視する方針が示された。

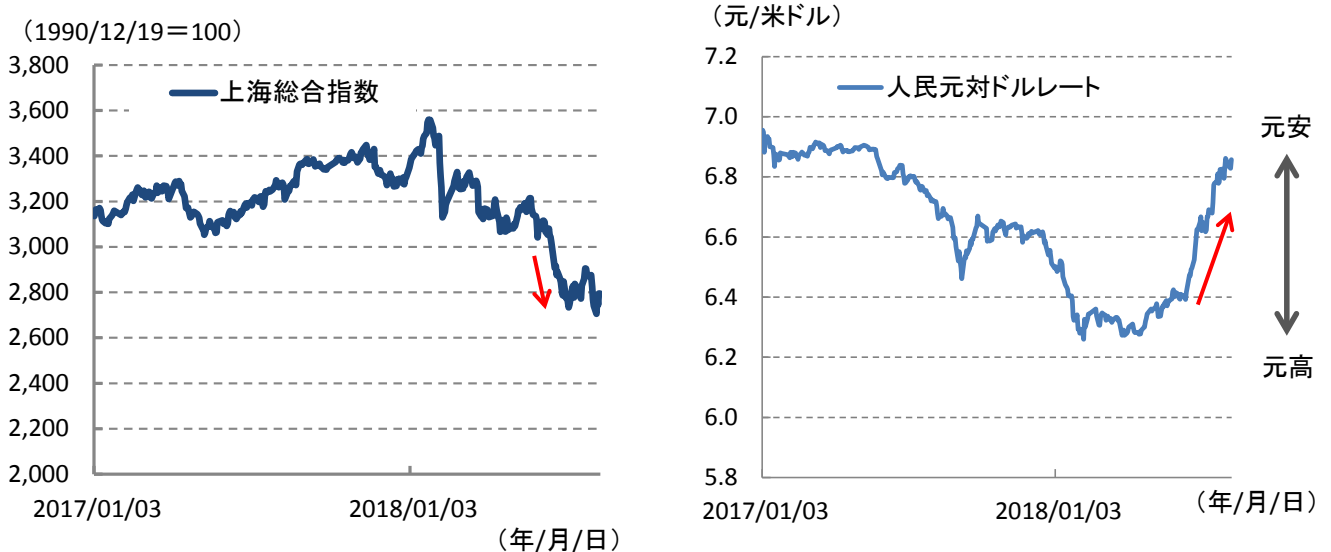
とくに警戒しているのは、対米貿易摩擦の影響だろう。中国指導部は、金融リスク対策に関しては国内の政策であるため、それ単独であれば、景気の下押し圧力とはなりうるものの、ペースの調整等を通じてコントロール可能なリスク要因と認識していたとみられる。これに対して対米貿易摩擦に関しては、米国の出方に応じた対応をせざるを得ず、不確実性が高いことから、コントロールの難しいリスク要因といえる。その事態が好転をしないことが、中国指導部の先行きに対する懸念を高めたものと思われる。実際、中央政治局会議では「目下の経済には安定の中に変化がみられ、いくつかの新たな問題と課題に直面しており、外部環境には明らかな変化が起こっている」との情勢認識を示し、外部環境の変化を強調している。

安定維持のうえで重要な役割を果たす財政政策と金融政策について、会議で示された政策方針と今後の見通しは、それぞれ以下の通りだ。

（1）財政政策 ～減税と既存プロジェクトの加速に加え、予算外資金の活用拡大の可能性も

財政政策については、今年の基本方針である「積極的な財政政策」のもと、国務院常務会議では「より積極的にする」、政治局常務会議では「内需拡大と構造調整において、より大きな役割を果たす」方針が示され、財政赤字の幅を年初の予算案で示された対GDP比2.6%から拡大する可能性が示唆された。財政部副部長が7月26日に開いた記者会見でも、「より積極的にする」との方針について「新たな情勢判断に応じて微調整を行い、政策措置の割り当てをさらに増やすことができる」等の解釈が述

図表4 上海総合指数および人民元対ドルレート



(注) 直近は、2018年8月10日時点。

(資料) CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

べられている。

具体的な政策措置としては、今年の財政政策における重点とされている減税措置拡大と、財政支出のペース加速および支出額の拡大が見込まれる。このうち減税措置に関しては、3月開催の全人代で示された予算案で1.1兆元規模の減税および行政手数料等削減（それぞれ8,000億元、3,000億元）の方針が掲げられており、個別の措置が順次実行に移されているが、上述の国務院常務会議では、これに加えて研究開発減税の減税幅拡大（およそ650億元）の措置が決定された。

また、財政支出に関しては、主に「内需拡大」を念頭に、既に予定または着手されているインフラ建設の加速が主な取り組みとなる見込みだ。具体的には、地方政府専項債券（年間発行予定額1.35兆元）の発行および調達資金使用ペースの加速や、地方政府融資平台が建設中のインフラに必要な資金の供給の方針が、国務院常務会議では示されている。

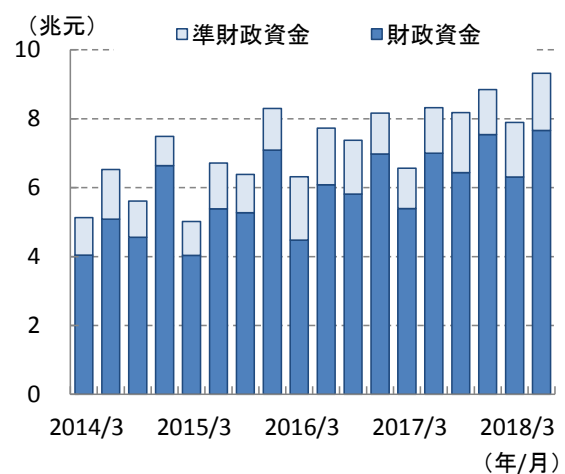
このほか、中国政府は財政政策に資する資金調達的手段として、予算上の財政赤字を賄うための国債と地方債に加え、その他の手段も有している。具体的には、発展改革委員会が特定の産業の振興等を目的に発行を主管している各種の企業専項債券や中国鉄路総会社が発行する鉄路建設債券（鉄道債）、上述の地方政府融資平台が発行する各種企業債（城投債）、政策金融機関による債券などが挙げられ、政府が発行主体ではないものの、実質的に「準財政」資金としての役割を果たしている（図表5）。今後は、こうした予算外の資金調達を増やしてインフラ投資等を拡大する可能性がある⁴。

（2）金融政策 ～「穏健中立」から「穏健」に見直し、緩和の余地を拡大

金融政策については、「穏健な金融政策は、中立を維持し、適度に緩和と引き締めをする」という年初に掲げられた基本方針に対して、国務院常務会議では「穏健な金融政策は、適度に緩和と引き締めをする」、中央政治局会議では「穏健な金融政策の実施を堅持する」とされ、2017年から採用された「中立」的な金融政策の方針が見直された。このほかにも、資金供給の方針が従来の「しっかりと管理する（管好）」から「しっかりと見張る（把好）」へ、（金融機関向けの）流動性供給の方針が従来の「合理的で安定な」水準から「合理的で十分に足りる」水準へと見直された。

中国政府は、先述の通り2016年後半から、金融リスク防止のために短期金利を高め水準で誘導するなど金融政策を引き締め気味に運営するとともに、2017年から「穏健中立」的な金融政策の方針がとられてきたが、2018年に入ってから金融政策運営には緩和的な措置が目立つようになっていた。それが、金融政策の方針も見直されたことで追認された形だ。具体的には、貸出基準金利やリバースレポ金利が一定水準で維持された一方で、預金準備率が3回（1月、4月、7月）にわたり引き下げられたほか（次頁図表6）、6月にはMLF（中期貸出ファシリティ）実施時に必要な担保となる債券につき、AA格付

図表5 財政資金と準財政資金



（注）財政資金は予算内支出と政府性基金支出の合計。準財政資金は、政策金融債・城投債・鉄道債・発展改革委員主管の企業債の新規発行額の合計。

（資料）中国財政部、CEIC Data、Wind より、みずほ総合研究所作成

けやAA+格付けの企業債（従来はAAA格付けのみ）等が加えられ、これら企業への資金供給に対する金融機関の動機付けが図られた。また、7月に入るとSHIBOR（上海銀行間取引金利）が低下したり、国務院常務会議開催と同日の7月23日にMLFによる大規模な資金供給が実施されたりしている。

今後も、実体経済や金融システムの安定維持のため、同様の金融政策運営が行われることになるだろう。具体的には、預金準備率のさらなる引き下げやMLF等のツールを通じた実体経済への資金供給の促進や、金融機関の流動性により配慮した金融調節が続けられることが予想される。他方、もうひとつの金融政策の手段である貸出基準金利に関しては、マーケットへのシグナル効果が大きいいため、現時点では据え置きとされる可能性が高い。

なお、金融リスク対策は引き続き重点施策となると考えられるが、安定を損なうほどの大胆な施策は打ち出されないだろう。中央政治局会議でも「リスク防止の取り組みを、実体経済への貢献とより良く結びつけ（中略）度合いとペースをしっかりと把握する」と述べられており、制度設計や改革のペース調整に際して経済への悪影響に配慮する姿勢が示唆されている⁵。

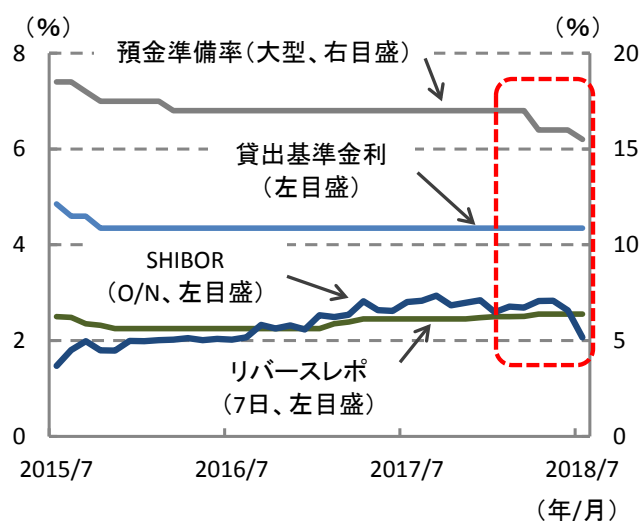
3. 改革先送りによる経済不安定化リスク長期化の可能性には警戒が必要

以上みたように、中国では今後、主に対米貿易摩擦による経済不安定化のリスクを抑制するために、安定維持を重視した経済政策運営が進められる見込みだ。国務院常務会議では「『ばらまき』型の強い刺激策はとらない」とされ、景気を押し上げるほどの過度な景気対策は実施しない方針が示されているものの、安定重視の経済政策が副作用をもたらさないかには注視が必要だ。

例えば、現在進めているデレバレッジの取り組みに遅れが生じないかが今後の懸念材料のひとつだ。先述の通り、レバレッジの状況をみる代表的な指標のひとつである中国の非金融部門債務の対GDP比の上昇には歯止めがかかっている。ただし、その主因は2017年中、好調な外需を背景にGDPが高めの伸びを実現したことであり、債務残高の減少ではない。今後、インフラ投資による景気下支えのために金融政策を緩和気味に運営することで、もし国有企業や地方政府の債務残高の拡大が必要以上に進めば、デレバレッジのペースが鈍る恐れもある。

また、人民元の為替レートや資本取引の改革などの金融制度改革への影響も懸念される。中国は、習政権1期目発足後、為替レートの市場化に向けた取り組みを進めてきたが、2015年8月11日に行われた市場化を志向した中間値算定メカニズムの算出方法変更を契機に人民元の対ドルレートが急落して以降、外貨リスク準備金の導入や、一方向の為替変動を抑制する「逆周期因子」の導入、資本流出規制の強化など、市場化に逆行するような施策が打ち出されるようにな

図表6 預金準備率および主要金利



(注) 預金準備率は、全金融機関を対象としたもの。2018年1月の準備率引き下げは、対象機関を絞った措置であるため、グラフ上には反映されていない。

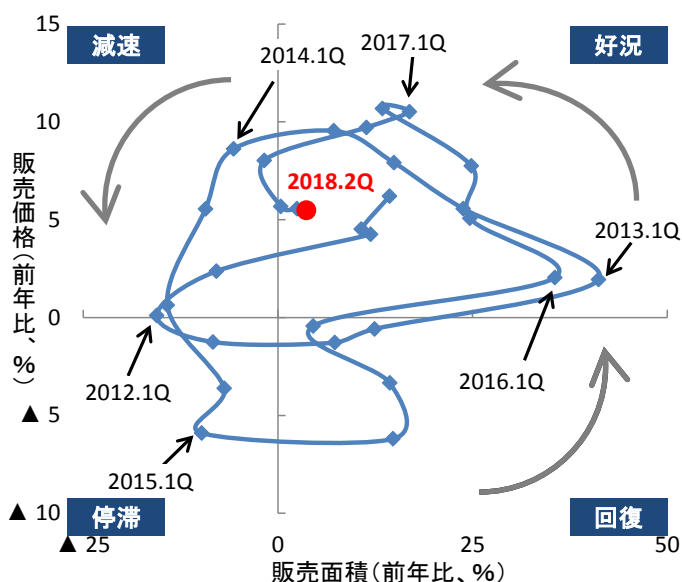
(資料) 中国人民銀行、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

った。その後、人民元安圧力が弱まり人民元高が進んだことで、これらの措置は段階的に停止または緩和されるに至ったが、足元で人民元安が再び進展するなか、中国人民銀行は、2018年8月10日に外貨リスク準備金を再び導入した。今後、人民元安が中国政府の許容範囲を超えるペースで進展した場合に、その他の安定化措置が再び実施されるか否か、改革に対する姿勢を量るうえで注視が必要だろう。

このほか、地方都市での好調な住宅販売を主因に2017年終盤から再び活況を呈しつつある住宅市場への影響にも警戒が必要だ（図表7）。最近では、販売回復の要因のひとつであるバラック地区再開発における補償金支給政策が既に見直されつつあるほか、中央政治局会議では「不動産市場の問題解決の決心を固める」との方針のもと「住宅価格の上昇を断固として抑制する」考えが示されており、住宅購入制限措置等の対象が今後地方都市まで拡大するとみられる。しかし、金融政策の方針調整に伴う資金供給拡大の後、資金使途が十分にコントロールできないと、住宅市場に資金が流入し、それが住宅市場の過熱化を引き起こす可能性も否定はできない。

景気の減速を容認して構造改革に重点を置こうとした2期目の習政権は、対米貿易摩擦の先鋭化により出鼻をくじかれた形だが、そのまま改革が停滞してしまえば、上述のような副作用によって中国経済が目下抱えている不健全性が温存され、将来のリスクを増大させることになりかねない。このため、改革と安定のバランス維持は、引き続き重要な課題となるが、今回中国が直面している対米貿易摩擦の問題は、既に述べたとおり、習政権が1期目に経験してきた問題とは異なり、自国内でのコントロールが困難で、大きな景気かく乱要因だ。それだけに、習政権が当面の景気安定を優先して改革を先送りにすることで、中国経済不安定化のリスクが長期化する可能性にも警戒しておく必要があるだろう。

図表7 住宅販売面積および価格



(注) 新築商品住宅の販売動向。販売価格は70都市平均値、販売面積は全国値。

(資料) 中国国家统计局、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

¹ 詳細は、三浦祐介「中国における金融リスクの動向」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2017年6月5日）参照。

² 詳細は、みずほ総合研究所『みずほ中国経済情報（2018年7月号）』参照。

³ 影響の試算は、みずほ総合研究所『2018・19年度内外経済見通し』（2018年8月13日）参照。

⁴ 8月上旬には、鉄道建設の投資額が当初年間計画の7,320億元から8,000億元超まで拡大される可能性もメディアにより報じられている。ただし、これが政府予算により賄われるか鉄道債により賄われるかは現時点では不明である。

⁵ 「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」の策定プロセスでも、経済への悪影響に配慮した痕跡がみられる。例えば、同規制適用までの移行期間は、草案で示された2019年6月30日から1年半延長されて2020年末とされた。また、同意見で規定が不十分だった箇所を明確にするために、7月23日に公表された補足規定では、投資対象の資産やその評価方法、移行期間中の金融機関に対するマクロプルーデンス評価に関する事項について、取り組みのペースを緩和する形で詳細が規定されている（「资管新規配套细则“靴子”落地 去杠杆方向不改节奏放缓」（『经济参考网』2018年7月23日））。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償のみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。