

中国、再び「いつか来た道」に戻るか

～ 共産党は景気下支えに舵を切るが、金融市場の動向がかく乱要因となる可能性も～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年以降の中国経済は内・外需双方で持ち直しの動きがみられ、年明け以降も同様の動きが続いた。しかし、米中貿易摩擦は外需の鈍化を招く懸念がある上、当局によるデレバレッジ促進策は内需の頭打ちに繋がりがつつある。政府(国務院)は先月末に景気下支え姿勢を示したものの、その後も人民元相場を巡る混乱などに伴い金融市場は半信半疑の姿勢を崩さず、株式相場も底打ち後の勢いを取り戻せない状況が続いた。
- こうしたなか、31 日に共産党は中共中央政治局会議を開催し、年後半の経済運営について「安定成長の維持」に向けて景気下支えに動く方針を決定した。金融引き締めスタンスの後退に加え、財政政策も内需拡大と構造調整促進を目指す姿勢を強調した。短期的には中国景気の下支えに繋がる期待がある一方、過剰債務問題解消が道半ばでの債務増大は「いつか来た道」に戻るリスクがあり、中長期的にみた懸念はくすぶろう。
- 7 月の財新製造業 PMI は 50.8 と 50 超を維持したが、輸出向け新規受注は 4 ヶ月連続で 50 を下回るなど米中貿易摩擦の影響が顕在化している。世界経済との連動性が高い財新 PMI の鈍化は世界経済の下押し圧力となり得る一方、共産党の決定はプラスに転じる期待はある。ただし、米中貿易摩擦の一段の激化に加え、人民元相場の動向はかく乱要因となり得るため、これまで以上に中国金融市場を注視する必要がある。

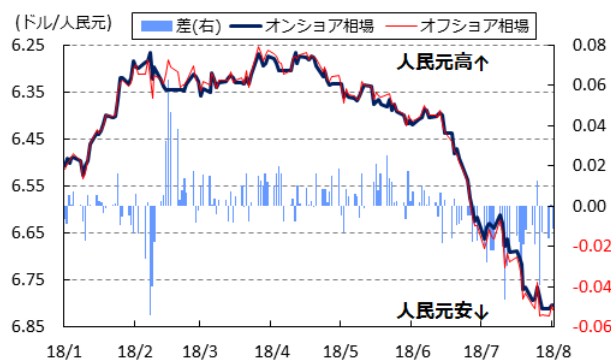
昨年以降の中国経済を巡っては、インフラ関連をはじめとする公共投資の拡充や底堅い個人消費など内需による景気下支えに加え、世界経済の自律回復を背景とする外需底入れも追い風に持ち直しの動きを強めた。結果、昨年の経済成長率は 7 年ぶりに伸びが加速したほか、年明け以降は緩やかに減速しつつも堅調な景気模様が続き、中国経済に対する依存度が高い新興国や資源国経済を下支えしている。ただし、足下では米中貿易摩擦が激化するなか、先行きの外需に対する下押し圧力が強まる懸念から、製造業を中心とする企業マインドには輸出向けの新規受注に下押し圧力が掛かる動きが出ている(詳細は 7 月 31 日付レポート「[中国、弱気な金融市場と底堅い景況感のアンバランス](#)」をご参照下さい)。他方、中国経済を巡っては過去の過剰投資に伴う過剰債務が金融市場のシステミックリスクに繋がる懸念があり、当局が主導する形で実質的な金融引き締めによるデレバレッジを進める動きを強めてきた。こうした動きを反映して、足下の内需は息切れする様相をみせており、持ち直しの動きを強めてきた中国景気は幅広い分野で減速する可能性が高まっている。こうしたなか、中国政府(国務院)は先週以降、投資促進に向けた法人税減税のほか、地方政府による特別債発行を通じたインフラ拡充を後押しすべく「積極的な財政政策の推進」を図る姿勢を示したほか、銀行保険管理監督委員会(中国銀保監会)も銀行に対して中小企業向け貸出金利の大幅引き下げを求める通達を出すなど、内需の下支えに向

けて大きく舵を切る姿勢を示している。他方、こうした動きは中国当局がこれまで進めてきたデレバレッジによる金融市場のシステミックリスク縮小に向けた動きに逆行する上、具体的な支援規模などに関する情報が示されなかったため、金融市場は半信半疑の様相をみせてきた。中国金融市場においては年明け以降、企業業績への悪材料の山積を受けて株式相場は下落基調を強めてきたが、上述の中国政府の発表を受けて底打ちする動きをみせている。ただし、その後の株式相場は

回復感に乏しい動きが続いていることは、市場が依然として半信半疑の状態にあると考えられる。さらに、金融市場では米中貿易摩擦が激化するなかで中国当局が人民元安に動くとの見方が根強く、足下では当局（国家外為管理局）が営業日前に発表する「基準値」が前日終値に対して割安水準で設定される展開が続き、それに伴い外国人投資家が自由に取引可能なオフショア市場で人民元安が加速する傾向がみられる。このように株安が進むなかでの人民元安の進展については、2015年に発生したいわゆる「チャイナ・ショック」への連想に繋がる可能性があり、当局は大手国有銀行を通じて為替介入による人民元安圧力の沈静化を図る動きをみせるなど、金融市場が当局の意図を測りあぐねたことも半信半疑の一端に繋がっていると考えられる。

こうしたなか、共産党は31日に党中央政治局会議を開催し、足下の同国経済について「新たな問題及び課題に直面している上、外部環境も大きく変化している」との認識を示すとともに、年後半の経済運営について「安定成長を維持しつつ、構造改革の深化を通じて3つの戦い（金融システミックリスクの抑制、貧困克服、環境汚染防止及び対策強化）への対応、現代化された経済システムの構築、高品質成長の実現を目指す」との姿勢を示した。具体的な方策として、①安定成長実現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、投資の安定を図る、②供給側改革のさらなる深化（インフラ強化、イノベーション、再エネ、過剰生産能力削減、企業コスト削減）、③金融システミックリスクの軽減（デレバレッジ）、④改革開放の促進（『一帯一路』、上海輸入博覧会）、⑤不動産市場を巡る問題解決（需給改善、価格安定）、⑥社会保障の拡充、を挙げている。金融政策を巡っては従来の「穏健中立」から「穏健」に引き締め姿勢が後退したほか、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」と指摘するなど、政策転換に向け

図1 人民元相場(対ドル)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

図2 株式指数(CSI300 指数)の推移



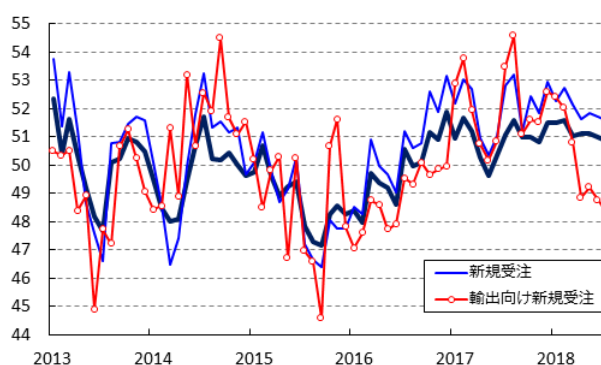
(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

て大きく舵を切る方針が正式に決まったと捉えられる。ただし、世界金融危機後に実施した財政出動が地方政府や企業部門の過剰債務問題の発端となったことを勘案すれば、これらの解消に向けた取り組みが道半ばの状況で再び財政出動に舵を切ることは、問題先送りに繋がる上、その後の問題解決を一段と困難なものにするリスクがある。その意味では、中国経済が「いつか来た道」に戻っていく可能性を高めることにも繋がる。他方、短期的にみれば「政策に売りなし」というアノマリーに沿う形で株式相場にとっては押し上げ圧力に繋がると期待される一方、中長期的には上述のように異なるリスクが表面化する可能性に注意する必要がある。

英調査会社の IHS Markit 社が発表した 7 月の財新製造業 PMI（購買担当者景況感）は 50.8 と 14 ヶ月連続で好不況の別れ目となる 50 を上回る水準を維持したものの、前月（51.0）から▲0.2pt 低下しており、頭打ちの様相を強めている。足下の生産動向を示す「生産（51.8）」は前月比▲0.3pt 低下するも引き続き 50 を上回る水準を維持するなど生産拡大の動きが続いているが、先行きの生産に影響を与える「新規受注（51.6）」は同▲0.1pt の低下に留まる一方、「輸出向け新規受注（48.4）」は同▲0.4pt 低下して 4 ヶ月連続で 50 を下回る水準となるなど、急速に下押し圧力が掛かっている。米中貿易摩擦に伴い輸出への下押し圧力が強まっているほか、先月初めには米中双方による貿易制裁措置が一部発動されたことも影響して、「購入（50.8）」も 50 を上回る水準は維持するも前月比▲0.5pt 低下するなど、先行きにおける輸出の下振れを意識した動きもみられる。なお、ここ数ヶ月に亘って生産拡大ペースが鈍化する一方、現時点では米中双方による貿易制裁措置の発動が一部に留まり、輸出などに大きな下押し圧力が掛かっていないことを反映して「完成品在庫（48.9）」は前月比▲0.7pt 低下するなど在庫の積み上がりには繋がっていない。ただし、先行きの輸出鈍化を通じた生産への悪影響を懸念する形で「雇用（48.4）」は前月比+0.2pt とわずかに上昇するも、依然 50 を大きく下回る水準で推移しており、製造業を巡る雇用環境は厳しさを増している。中国の PMI を巡っては、政府（国家統計局及び物流購買連合会）が発表する統計に比べて、財新 PMI の方が世界経済との連動性が高いことを勘案すれば、足下における調整の動きは世界経済全体にとって下押し圧力となることは避けられない。他方、上述のように共産党が景気下支えに舵を切ったことは内需の押し上げを通じて過度な景気悪化を食い止めると期待される。その一方、米トランプ政権による対中制裁関税を巡っては一段と前進する可能性も高まっており、企業業績などの悪化要因となりつつあるこのところの人民元安の動きなど、新たな要素が金融市場のかく乱要因となるリスクもくすぶる。その意味では、これまで以上に中国金融市場の動向に注意する必要性が高まっている。

以 上

図 3 財新製造業 PMI の推移



（出所）IHS Markit より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。