

# 中国経済

## インフラ主導の景気刺激に逆戻り

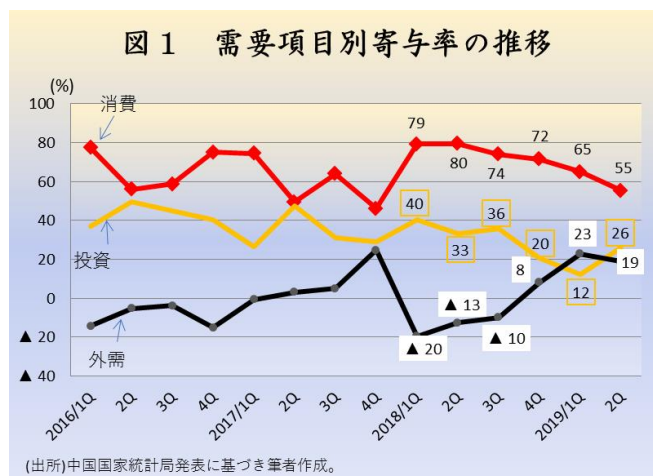
### アキレス腱は外貨準備の減少

米中貿易摩擦は消費、投資の減退だけでなく、中国経済の根幹を揺さぶり始めている。

株式会社日本総合研究所 理事 呉 軍華

1989年の天安門事件によって一時的に失速した時期を除くと、中国経済は79年の改革開放以来の低迷にまで成長が鈍化している。

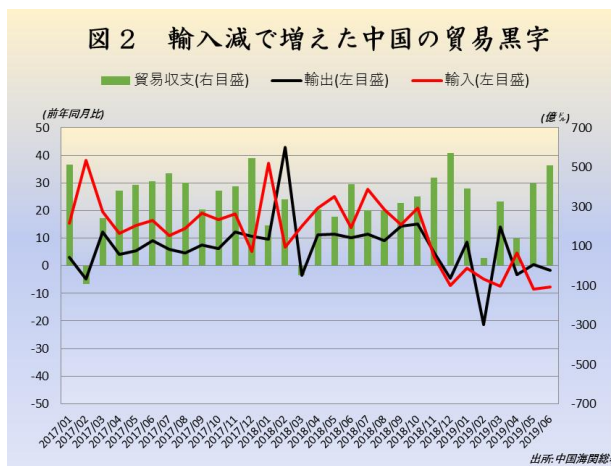
政府統計ベースでも、要注意シグナルが多い。たとえば需要項目別 GDP をみると、消費の寄与率が大きく低下している（図1）。6月は、排ガス基準を厳しくするという政策要因によって、消費財の約10%強を占める自動車関連支出の伸びが17.2%にも上昇したという特殊要因がなかったら、消費の寄与率は一層低いものになっていただろう。



下期も6.2%

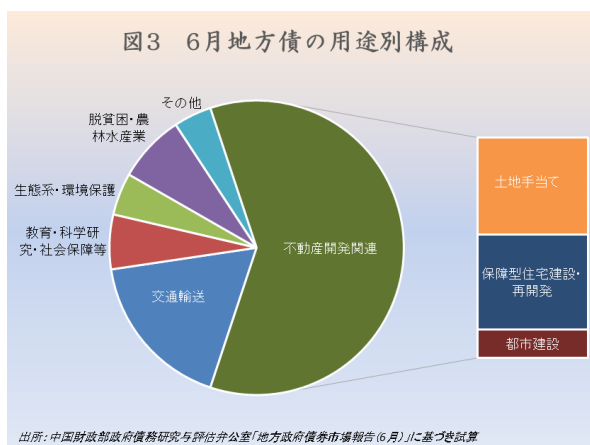
足元の景気の実態と今年目標値（6.0～6.5%）を勘案すると、下期の中国経済の成長率は6.2%という数値が発表される可能性が高い。しかし、政府の成長目標値が毎年発表されるようになった2003年以降を振り返ると、景気減速が加速した12年以降の実績値はほぼ目標値の上下5%以下に収れんしている。この意味で、GDP成長値の予測はほとんど意味がない。

むしろ不安なのは、輸出増よりも輸入減による貿易黒字が足元の景気を下支えている点である（図 2）。これを見ると、18 年末頃から輸出も輸入も前年同月比を下回り始めていたが、今年 4 月に底打ちして 5 月、6 月持ち直したかに見える貿易収支は、輸出の減少を輸入の減少が大きく上回ることで実現している「衰退型」の貿易黒字なのだ。



外需と消費需要のけん引に大きく期待できない状態のもとで、中国経済はすでに政府主導のインフラ投資を中心とする景気刺激のサイクルに戻っている。

従来型の景気刺激策に戻ろうとしていることを示す経済データがある。地方債の項目別用途だ。今年度の地方債の年間枠の 71% が 6 月までに発行済みだが、このうち、6 月の地方債の構成を見ると、6 割が不動産開発関連で占められている（図 3）。これを商機拡大とみて、鉄鋼やセメントなどの産業部門への投資が加速すると、今後、過剰生産の問題が一層深刻化しかねない。



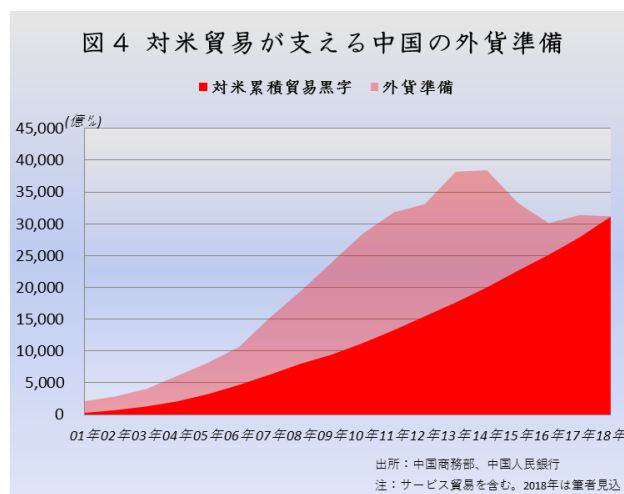
国際金融協会（IIF）によると、今年 1 ～ 3 月期における中国の企業、家計、政府の総負債は 40 兆ドルをすでに上回り、対 GDP 比で 303% に達したという。これに中国の基準でも異常とい

えるほど急ピッチに発行した上期の地方債（2兆8400億円）だけを足しても、過剰債務の問題はさらに深刻化しているとみてよからう。

中国の不動産の時価総額が日米欧の合計よりも大きいといわれ、いわゆるバブル化が相当進んでいるのは確かだ。

### 「一帯一路」の金庫が減少

世界が注視する対米貿易戦争の中国経済への影響は、すでに輸出や民間企業の投資意欲などを中心に出ているが、より深刻な問題は、対米貿易黒字が減少することによる中国の外貨準備への影響である。中国の外貨準備は過去20年にわたり急増してきたが、そのベースとなってきたのが対米貿易黒字だ（図4）。その外貨準備は14年の3兆8000億円をピークに減少しはじめ、足もとでは3兆元を割りそうな勢いである。



中国の外貨準備は中国経済への信用だけでなく、対外経済関係の拡大と国内の地域振興を達成する「一帯一路」の主要な財源でもある。この中国経済の土台を支える対米黒字が大きく減少するような状況になると、中国経済の先行きに大きな影を落としてしまう可能性がある。

こうした懸念があったからこそ、中国はいま金融市場の対外開放のテンポを加速しようとしているのだろう。折しも、5月以降、モルガン・スタンレーの世界的な株価指数であるMSCIや、英FTSEラッセル、ブルームバーグなどの指数算出の世界大手が軒並み中国株・債券の組み入れ比率を高めるプロセスに入っている。

これらに加え、ロンドン、香港との株式の直接取引、日中双方の証券市場における上場投資信託（ETF）の上場など、中国と世界の主要金融市場の「カップリング」が進められている。

このカップリングが今後の米中協議はもとより、中国経済の根幹を揺るがしかねない外貨準備の減少にどれだけ歯止めをかけるかは注目に値しよう。

（週刊エコノミスト 2019.8.13,20 合併号発売日 8/5 に掲載されたものをもとに作成）

中国経済 インフラ主導の景気刺激に逆戻り アキレス腱は外貨準備の減少  
株式会社 日本総合研究所 理事 呉 軍華