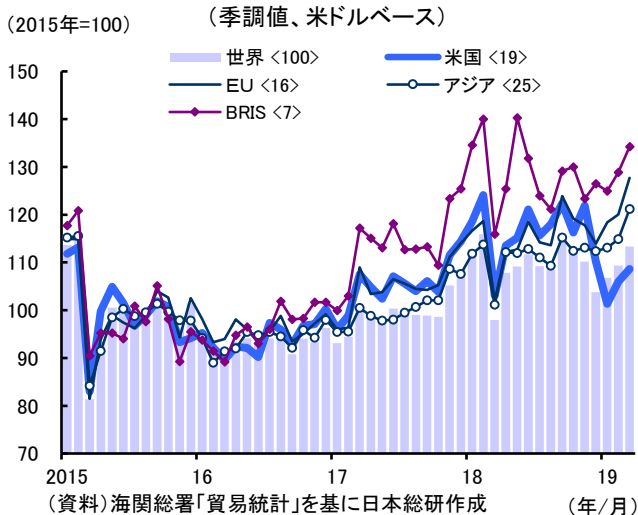


中国景気は関税引き上げで失速するか？

— 本当の景気失速リスクは、貿易戦争が一段落したときに浮上 —

- (1) 米トランプ大統領は、2,000億ドル規模の中国製品に対する輸入関税率を10%から25%へ引き上げると表明。このタイミングでの関税引き上げ表明は、楽観ムードが広がっていたマーケットに大きなサプライズ。当然ではあるが、輸入関税引き上げは、中国の対米輸出、中国景気、ひいては世界経済にとってマイナス材料。
- (2) もっとも、中国政府が景気重視の政策スタンスをとるなか、関税引き上げによって、中国景気が失速すると考えるのは早計。中国の対米輸出額は輸出総額の19%。しかも高率関税の対象はその半分で、起こりうる輸出減少はさらにその一部。実際、発動済みの2,500億ドル規模の高率関税を受けて、対米輸出は大幅減少したものの、輸出総額はやや持ち直し（図表1）。
- (3) この程度の輸出鈍化であれば、内需拡大によって景気を下支えすることは十分に可能。実際、習近平政権がデレバレッジ（与信や債務の抑制）政策を見直し、景気重視の政策スタンスに転じたため、内需は回復（図表2）。実質GDP成長率の低下が今年1～3月期に歯止めがかかったのも、中国政府の金融・財政政策による景気てこ入れが米国の輸入関税引き上げによるマイナス影響を相殺したため。
- (4) そもそも、2018年後半に中国景気が下振れた主因は、米国による関税引き上げではなく、習近平政権による性急なデレバレッジ政策。2017年末から、習近平政権は構造調整のため、デレバレッジ政策を本格化。銀行に対しては、簿外取引（いわゆるシャドーバンキング）の縮小を指導するなど金融規制・監督を強化。これにより、シャドーバンキングが縮小に転じた一方、地方政府などが資金繰り難に直面。その結果、内需が急速に弱まり、景気は冷え込み。
- (5) むしろ、本当のリスクは、米中貿易戦争が一段落し、中国政府がデレバレッジ（与信や債務の抑制）政策を再開したときに顕在化する恐れ。米国が対中輸入関税を引き下げ・撤廃すれば、中国政府は拡張的な金融・財政政策を終了させ、再び投資抑制やシャドーバンキング抑制などのデレバレッジ政策を強める見通し。性急なデレバレッジ政策で景気を冷え込ませた「2018年の再来」こそ、最も留意すべきリスク。

(図表1) 中国の地域別輸出額



(図表2) 中国の固定資産投資と実質小売売上高

