

2019年の世界経済の変調を捉える場合、着目すべき最も大きな要因として中国経済の低迷の動向を挙げる識者が多い。実際、2018年度第一四半期以降の四半期ごとの中国の実質経済成長率（年率）は6.7%⇒6.5%⇒6.4%と低下が続いている。中国の経済指標は、入手が難しく、また、かならずしも正確性が高くないため、むしろ李克強指数の方が経済の実勢を表しているとの意見も強い。その李克強指数を見ても、このところの低迷気味の状況は明らかである（図表1）。こうした中、中国政府は2019年には財政サイドからの減税、公共投資、金融サイドから量的拡大、預金準備率の引き下げに踏み切り、景気の下支えに努める姿勢であるが、日本経済新聞の経済教室は2月13日、14日に、広く関心の的になっている中国経済の着目点について、それぞれ中国経済に詳しい経産省出身の津上俊哉氏及び日本銀行出身の露口洋介氏及びポートランド州立大学教授で国際金融論が専門の伊藤宏之氏の見解を掲載しているのでご主張のポイントを図表にて紹介しておきたい（図表2）。

（図表1）

李克強指数の推移
2005年1月～2018年9月



(注) 1. 「ファイナンシャルスター」資料による
2. 李克強指数は中長期貸出残高、電力消費量、鉄道貨物輸送量の3カ月移動平均値の前年比伸び率をそれぞれ1/3のウェイトで合成した指数。

(図表 2) 黄色信号の中国経済

	津上俊哉氏	露口洋介氏	伊藤宏之氏
低迷の原因	<ul style="list-style-type: none"> ・投資効率の低下によるバランスシート調整の開始(不良債権の増加) ⇒負債総額(除:金融機関)はGDP比261% ・国営企業優先による民営企業の苦境(生産性の低迷) ・米中貿易戦争 	<ul style="list-style-type: none"> ・債務拡大抑制政策(デレバレッジ) ・米中貿易戦争による輸出、国内投資の低迷 ・所得格差の拡大 	<ul style="list-style-type: none"> ・政府の融資抑制により景来が軟化。そこに米中貿易戦争が加わり製造業を中心とした経済減速が招来。 ・中国で元が下落基調となり、ドルで調達した資金の返済負担が自国通貨換算で膨らみ、企業のバランスシートを圧迫。
米中貿易戦争の見通し	<ul style="list-style-type: none"> ・3月初めに輸入拡大等纏めやすい分野で部分合意 ・知的財産権など難しい問題は継続交渉で妥協 	<ul style="list-style-type: none"> ・知的財産権保護や「中国製造2025」に向けられた米中間の確執は長期に継続 	<ul style="list-style-type: none"> ・元高時に拡大した債務の返済負担がその後の元安で企業の負担になり、これがさらなる株式市場の不調と為替下落を引き起こす負のサイクルに。貿易戦争下でドル高基調が続く限り中国にとって悩みの種となる。
抱える構造問題	<ul style="list-style-type: none"> ・成長が頭打ちになる中進国の畏 ・世界貿易活動を委縮させるハイテク冷戦 ・無理をして短期の成長を追い求めるとバランスシートの悪化が進行し潜在的な財政負担を重くし、中国の将来を先食いする 	<ul style="list-style-type: none"> ・一帯一路による輸出市場の開拓 ・消費中心の内需主導の経済成長の確立 ・都市化する農民層の所得格差の縮小(拡大した所得格差の再分配政策) 	<ul style="list-style-type: none"> ・生産性が比較的低い製造業などに国有企業・銀行を通じて資源が配分され、中国経済の構造変化と長期的な成長が阻害される
総括	<ul style="list-style-type: none"> ・中国経済の低迷で高成長を享受してきた世界経済に逆方向きのギアが入る 	<ul style="list-style-type: none"> ・デレバレッジの行過ぎ修正、財政拡大等により、当面の安定成長は可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・政府が積極的なマクロ政策や金融機関の救済などを進めるので、金融危機のリスクは低い ・中国経済がドルなどの海外通貨の動向に債務負担や経済全体が影響されにくくなる人民元の国際化が不可欠。

以上のように、三氏ともに、中国経済の低迷要因に過剰債務問題を挙げており、そのマネージメントの巧拙が中国経済の再生を左右すると考えているようだ。2月15日の日経新聞朝刊は、「中国（を）むしばむ灰色のサイ」と題する日経新聞社、高橋哲史中国支局長のレポートを掲載し、その中で習近平氏が1月21日に中央・地方の官庁幹部を集めた学習会で「黒い白鳥」だけでなく、「灰色のサイ」も防がなければならない」と訴えたことが報道されている。同氏によれば「黒い白鳥」とはリーマンショックのようなめったに起こらない危機を、「灰色のサイ」は高い確率で現れるが何もできずに見ているしかないリスクを意味し、中国の金融界では広く使われる言葉だそうだ。上記レポートは「中国の習指導部は「灰色のサイ」が暴れるのを抑えながら景気対策を軌道に乗せるといふ微妙なかじ取りを迫られる」と結ばれており、中国の過剰債務問題が景気対策の重荷・足かせとして大きくのしかかっている状況を推測させる。

また、2月17日の日経朝刊一面はトップ記事で「中国企業、ドル調達苦戦、社債金利1年で2%上昇」を伝え、国内で多発する債務不履行や、景気減速に伴う業績低迷を背景に、中国企業がドル資金の調達のために発行するドル建て社債の発行金利は直近3カ月の平均で7.8%と、1年前（5.6%）に比べ2%も上昇、満期までの期間も0.7年ほど短くなり、調達環境の悪化が鮮明だとした。調達コストの上昇が続けば業績や資金繰りを圧迫し、中国経済の新たな重荷になりかねない。

さらに、景気低迷の影響は住宅市場にも影響を与え始めているようだ。2月16日の日経新聞朝刊は、「中国、住宅市場に変調」の見出し記事を報道し、中国のマンションを中心とした住宅販売が変調をきたし、住宅大手4社の2019年1月の販売額が前年同月に比べ3割超も減少したと報じた。上海や深圳をはじめ主要都市の住宅価格の高騰が収まり、投資資金の流入にブレーキがかかっているという。需要の頭打ちが長引けば、財政を土地売却に依存する地方政府の資金難や建設・不動産などの雇用悪化を通じて景気への悪影響は避けられない状況だ。

また、2月20日の日経新聞夕刊は2月20日に公表された財務省の貿易統計において、

日本から中国向け輸出額が前年同月比で17.4%の大幅減になったことを伝えた。米中貿易戦争の影響が時を追うごとに深刻になってきていることを感じさせる。

こうした中で経済産業研究所上席研究員（RIETI）の関志雄上席研究員は、RIETI ホームページの所論において、中国において、経済が一旦減速すると経済体制改革や構造調整、金融リスクの防止・解消が困難となり、経済・金融のみならず社会の安定も確保できなくなるとして、拡張的財政記入政策を実施すべきであるとする「景気対策優先派」と「景気対策により投資効率が低下し、物価の高騰と資産バブル膨張に伴う貧富格差が拡大するなどその弊害が大きく、また、構造問題の解決を先延ばしにすることを通じて潜在成長率が一層低下し、その代償は極めて大きいことを警告する「構造改革優先派」の対立があるとする。

関氏は中国経済が概ね完全雇用の状態にある現在の中国経済の状況下では、拡張的なマクロ経済政策が実施去れても、主に物価上昇がもたらされるだけで、生産拡大効果はあまり期待できないことに加え、企業の債務が高水準に達しており、債務圧縮を通じたバランスシート調整を迫られる中で金融緩和が行われても、企業の新規投資はそれほど増えないこと等を考慮すると、政府は中長期の成長性を高める構造改革を優先すべきであり、目先の景気対策を強行すべきではないと主張している。

（荒井 俊行）