

---

## 2019年の最大のサプライズ予想は中国景気の反転

肖敏捷

2018/12/25

「明日の事を言えば鬼が笑う」。同様、中国経済について楽観的なことを言えば必ず笑われる。現状では、株価や不動産、製造業、貿易、雇用など、これといった明るい材料が見当たらず、筆者を含めて、悲観的な方向へ傾きやすいのはやむを得ない。短期的のみでなく、長期的にも米中の経済冷戦が叫ばれる中、中国について慎重かつネガティブなスタンスを維持することは無難かもしれない。

12月5日にホテルオークラで開催された年末エコノミスト懇親会では、安倍首相はあいさつの中で「エコノミストの皆さんの予想はどうせ外れるので、せめていい方向に外してもらいたい」といったようなコメントを述べた。当然、自信に満ちた安倍首相らしいこのユーモアが会場から爆笑を誘い、効果抜群だった。安倍首相から約二、三メートルを離れたところに立っていた筆者がこのジョークに触発され、中国について悲観的な見方が飛び交っている中、本当に明るい材料がないのか、考え込んでしまった。

新年にあたり、サプライズ予想をするのはエコノミストの間で恒例となっているが、「どうせ外れるならいい方向へ外そう」という発想から、2019年のサプライズ予想として、「アメリカ経済がどこまで悪化するか、中国経済がどこまで好転するか」というシナリオを取り上げたい。アメリカ経済について筆者は素人なので専門家に任せるが、中国経済について好転するシナリオを提示したのは、決して精神論や能天気ではなく、その根拠は下記の通りだ。

### (1) 金融も財政も中国の政策担当者がフリーハンド

2008年秋のリーマンショックを契機に、グローバル規模で大規模な量的金融緩和や財政出動が行われた。中国が最初だったかどうか記憶は定かではないが、その先頭グループにいたのは確かだった。危機が去った後、欧米や日本に比べていち早く金融政策の正常化に取り組んだのも中国だった。しかも、市場と辛抱強く対話を続けながら、緩やかな金融引き締めを模索し始めた欧米の中央銀行と違い、中国は行政命令主導で一気にその正常化を進めてきた。とりわけ、2012年秋に習近平政権が発足後、その傾向が一段と鮮明化し、マネーサプライ(M2)の前年比伸び率が半分以上に低下したのはその一つの証拠だ。

過剰流動性の影響で国内では、理財商品をはじめとする財テクバブルや不動産バブルの過熱化が共産党指導部の背中を押したのも言うまでもない。周遅れの日本はとにかく、欧米がバランスシートの縮小や利上げなど金融政策の正常化に取り組み始めているのに対し、中国はすでに過

剩ともいえる金融引き締めに突入した。言い換えれば、今後、中国景気が大不況に突入することになれば、金融政策がフリーハンドとなっているため、中国は金利や預金準備率の引き下げがいつでもできる状況にある。

もう一つは財政政策だ。リーマンショック以降、拡張的スタンスを維持すると言いながら、中国の財政政策も引き締め方向に傾斜してしまったのが実情だ。例えば、財政赤字対名目 GDP 比率(予算案ベース)がリーマンショック直後に 3%という警戒ラインを突破する寸前まで上昇したが、その後、この比率が下がり続けてきた。先日開催された中央経済工作会議では、景気の下振れリスクが高まるのを受け、拡張的な財政政策の実施、とりわけより大規模な減税を実施する方針が示された。2019 年、トランプ減税効果の剥げ落ちが懸念される中、習近平減税効果が意外に目立つかもしれない。財政赤字対名目 GDP 比率が 3%を超えるかどうかが目撃点だろう。

## (2) 民間経済を襲う政治的な嵐が沈静化

2019 年 2 月末までに、中国はアメリカ側が提出した知的財産権の保護や市場開放などの課題について満足できるような対応を示さなければ、トランプ大統領は 3 月に入ってから、新たな対中制裁関税を発動するとほめかしている。トランプ氏が有言実行な大統領であることは中国側がすでに経験済みなので、筆者は経済問題なら中国が充分譲歩する可能性が高いとみている。実際、年末に近づくにつれ、①技術移転の強要を禁止するため、関連法規の修正に動き出した、②新たな市場参入ネガティブリストを発表した、③輸入関税を大幅に引き下げたなど、アメリカからのさらなる制裁を避けるために中国側が対応を急いでいる姿勢が見て取れる。

さらに、海外のメディアに見落とされているのは、米中貿易戦争を契機に中国の民間経済が危機的な状況から脱出したという意外な展開だ。いうまでもなく、輸出の減少などを通じて中国の民間企業が米中貿易戦争の最大の犠牲者となっているのがまぎれもない事実だ。しかし、2018 年に入ってから、中国の民間経済が未曾有の政治危機に見舞われたことは経済危機以上に致命的だったかもしれない。一時期、「民間経済の役割がすでに終わった」や「私有制を消滅すべき」など、文化大革命の再来を彷彿させる政府高官や学者の論調が公然とマスコミなどに登場した。そのため、生存環境の悪化を懸念する民間企業の中では、新規投資を控えたり、工場を閉鎖したりする企業が続出していた。

海外では米中貿易戦争の激化、国内では民間経済の萎縮、この内憂外患の状況を容認すれば、中国の外需と内需が総崩れという最悪な事態になりかねない。事態を深刻に受け止めている習近平政権はアメリカとの交渉を再開させると決断したほか、民間企業の生存環境の悪化阻止に躍起となるなど、両面作戦に動き出した。現在、中国当局が集中的に打ち出している政策のほとんどは中小企業や民間企業の優遇策だ。これはわずかこの数か月に起こった劇的な変化だといえる。

## (まとめ)

2018年10月半ばまで世界的な株高が謳歌される中、上海株の下落ぶりが目立っていた。しかし、気が付けば、騰落率でみるかぎり、アメリカ株も日本株も上海株と「五十歩百歩」のレベルまで急落した。米中のIT冷戦とか経済冷戦とか、あっと言わせるような表現を使うのは、評論家の皆様のご自由だが、80年代以前の冷戦と比べて、ヒト・モノ・金・サービス・情報など、中国とグローバルのリンケージが想像以上に強まっていることを念頭に置くべきであろう。

まとめて言えば、リーマンショック後に最初に金融政策の正常化を実現させた中国は景気悪化という代償を払った。程度の差こそあれ、金融政策の正常化を成し遂げるため、おそらくアメリカやEU、日本もこの「痛み」を避けることができないだろう。逆に、正常化の実現で政策余地が生まれたことは、中国にとって不幸中の幸いだろう。万策尽きならお手上げするしかないが、米中貿易戦争から危機感を覚えた共産党指導部が再びしっかりとした政策対応を行うことになれば、リーマンショック後と同様、中国景気はいち早く立ち直ることも不可能ではない。そうすれば、景気後退の足音が近づくグローバル経済には意外な転機が訪れるかもしれない。ただし、リーマンショック後の4兆元景気刺激策のような「魔法」をあまり期待しないほうがいい。

以上はサプライズ予想なので、外れるならいい方向へ外そう。

では、よいお年を。

以上

.....  
2018年11月からAIS CAPITAL 株式会社に加盟した肖敏捷は代表パートナーとしての仕事を展開しながら、独立系エコノミストという立場から、今後、このメールマガジンを通じて不定期に中国経済などに関する情報を発信いたします。微力ながらお役に立てれば幸甚です。

AIS CAPITAL 株式会社

代表パートナー 肖敏捷 TEL 03-6386-4360 HP:[www.aiscapgroup.com](http://www.aiscapgroup.com)

〒100-6510 東京都千代田区丸の内1丁目5番1号新丸の内ビル10F EGG JAPAN

.....