

# Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文  
ストラテジスト



## 中国経済対策で財政政策は真価を発揮できるか？

中国の藍仏安財政相は10月12日に財政政策の骨格を発表し、特別国債を発行して大手国有銀行に資本注入する方針を示しました。また、地方政府が特別債を活用して売れ残り住宅を買い取ることに言及しました。これにより、金融システムと不動産市場の健全性を高めることを目指しています。しかし、市場は具体的な数字が示されなかったことから評価しかねており、次の一手に注目しています。

### ■ 中国財務省、9月の経済対策に続き 財政政策について発言

中国の藍仏安財政相は10月12日の記者会見で、景気刺激策を発表しました。特別国債を発行して大手国有銀行に資本注入し、銀行の健全性を高める方針を示しました。仮に大手行への公的資金注入となれば1998年以来となります。経済を支える金融システムへの財政支援で景気を下支える構えです。また、地方政府が特別債の活用を通じ、売れ残り住宅を買い取ることを認めると説明しました。ただし、特別国債の発行額については具体的に言及しませんでした。

週明けの14日の中国株式相場は、一時マイナス圏となる局面もありましたが、結局、前週末比で反発して取引を終了しました(図表1参照)。

図表1: 中国上海総合指数と人民元(対ドル)の推移

日次、期間: 2023年10月16日～2024年10月15日(日本時間正午)



出所: ブルームバーグのデータ基にピクテ・ジャパン作成

### ■ 中国財務相の財政政策についての発言への市場の評価は分かれる

中国当局は4～5月に主に不動産市場への対策を発表しました。中国人民銀行(中央銀行)が国有企業による売れ残り住宅購入を支援するため、3000億元(約6兆5000億円)相当の低利資金を供給するなどの対策が含まれていました。

また、9月には3本柱からなる経済対策が発表されました。主な項目は、①金融緩和、②不動産問題対策、③株式市場対策、などです。

中国株式市場は4～5月にかけて、不動産市場対策への期待から上昇しましたが、発表後は失望感から株価が軟調になりました。しかし9月の経済対策は株式市場への流動性供給など想定以上の対策が盛り込まれ、株式市場は先月末急上昇

図表2: 中国財務省の主な発言(24年10月12日)

10月12日、中国財務省の主な発言
地方政府の特別債発行を通じた売れ残り住宅の買取り
国有大手銀行の資本増強に向けて特別国債を発行する方針
地方政府の隠れ債務の解消に努める
地方政府のバランスシート外の債務を交換する上限を引き上げる単発の取り組みを行う方針
中国中央政府には財政赤字を拡大する余地がある
生活に困窮する学生らへの支援に言及し、国の奨学金は年内に対象や金額を拡充
消費への直接的な後押しを限定的にしか示さず、大規模な給付金の支給を示唆することはなかった

出所: 各種報道等を基にピクテ・ジャパン作成

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

しました。ただし、①～③の経済対策には財政政策が示されませんでした。そうした中、10月12日に藍仏安財政相は財政政策について発言しました(図表2参照)。主な内容は、地方債務リスクを軽減し、国有銀の資本不足を補い、不動産セクターを下支えする、などであり、お題目としては市場の期待に概ね沿うものとみられます。ただし、規模が不明な点など、市場が満足する内容とは言い難く、15日の中国株式市場は、軟調で経済対策後の株高維持に疑問も残りました。

短期的には、給付金のような具体的な消費刺激策が示されなかったことへの不満もあるようです。

中長期的な視点からも不満は残るようです。藍仏安財政相が言及した地方債務リスクの軽減、国有銀の資本注入、不動産セクターの下支え、などの方針は、今後の解決を期待させるものです。問題解決の第1歩は何が問題なのかを見極めることであり、その点ではツボを押さえた印象です。問題は一向に具体的な解決策が示されないことであり、今回の発言は踏み込み不足の印象を市場に残したように思われます。

## ■ 中国は財政政策の使い道を定めて慎重に繰り出す構えとみる

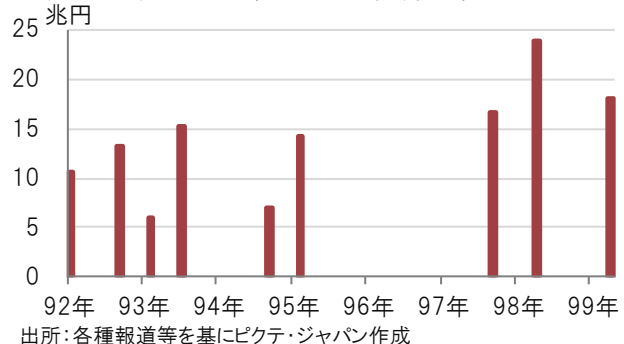
中国は地方債務の問題や、不動産問題の解決にどの程度の財政規模が必要なのか筆者には想像もできません。ただし、国際通貨基金(IMF)などの試算を目安にすると相当の規模に上ります。報道などで有名になった未完成住宅問題(購入代金を前払いしたにもかかわらず完成しないで引き渡されていない住宅の問題)についてIMFは対GDP(国内総生産)比で5.5%程度の支出が必要と試算しています。金額にすると約7兆元(150兆円超)と見積もられます。5月の不動産市場対策では国有企業による売れ残り住宅購入を支援するため、3000億元相当の低利資金の供給が発表されましたが、おそらく規模としては不十分です。中国当局が財政政策に慎重な理由を調査するこ

とは困難ですが、考えられる理由の1つに、日本の過去の経験を踏まえていることが考えられます。日本の90年代は不動産問題が深刻化し始めた時です。日本の90年代同様、足元で中国は不動産問題に直面しています。なお、日本の土地取引と異なり、中国では住宅など用途に応じて土地の使用が許可された場合、地方政府などに「土地使用権譲渡金」を支払って使用するなど制度は違うため一概に比較はできません。しかし、両国とも、不動産は(絶対に)もうかるという「土地神話」が崩壊した点は共通していると思われます。

日本では90年代に「総合経済対策」、「新総合経済対策」などの名称で、いわゆる財政政策が実施されました。これらの財政政策に効果があったかという後世の評価は一般に厳しいものとなっています。効果が不確実なばかりか、90年代後半になるほど、市場の期待などとともに、財政政策の規模が大きくなる傾向がみられました。日本の不動産問題が改善に向かうには長い道のりがありました。不良債権の透明化から買取機関の設置、痛手を負った銀行への資本注入や合併など長期にわたる取り組みがありました。

中国の不動産問題がどの程度深刻で、何をすべきかは判断が分かれるところです。難しいのは市場の期待の維持は大切ながら、市場の期待で財政政策の規模や内容を決めるのは必ずしも正解とならない可能性もあることです。中国当局には財政政策を一時的な景気対策でなく、不動産問題の解決に使うという決意が求められそうです。

図表3: 日本の1990年代の主な経済対策



## ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

### 1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様が投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 2. 投資信託に係る費用について (2024年9月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)  
※ 申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)  
※ ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。  
※ 別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。  
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

#### 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

■ 当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■ 運用による損益は、すべて投資者の皆様が帰属します。■ 当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■ 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■ 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■ 投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■ 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■ 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■ 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号  
加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会