

今回のテーマ

中国の経済対策： 財政政策は市場の期待を超えるか

ポイント

- ・ 焦点となる財政政策は規模が明らかではなく、市場の期待も高まっていない
- ・ 財政政策が、強力な経済支援策と言える規模に達するかどうか、今後の重要会議に注目

9月下旬に発表が相次いだ中国の経済対策は、中国の株式市場を大きく動かしてきた。最初の発表時点から直近まで*、国慶節の休場を挟んで3週間余りの上海総合指数の上昇率は19%、深セン創業板指数は43%となった。上昇幅と同時にその間のアップダウンも強烈で、創業板指数の上昇率は、一時67%に達した。個人投資家が多く、株価の変動が激しい、というイメージがある中国本土株式市場だが、これはその中で見てもかなり異例だ。

* 2024年9月23日～10月18日

財政、不動産分野で発表された主な経済対策 (2024年10月時点)

財政政策	地方債の債務上限を引き上げ (地方の債務問題への対応)
	特別国債で大型商業銀行に 資本注入
	インフラ債による、開発前の拓地や 在庫住宅の買取りの容認 (不動産価格下げ止まり支援)
不動産政策	国の奨学金枠の拡大による 学生支援
	都市部で老朽住宅が密集する地区 の再開発を進める方針
	優良な住宅開発案件を選定して銀行 の融資を促す制度の融資枠を年 末までに4兆元分まで拡大

(信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)

市場の焦点となっているのは 財政政策の規模

一方で、この経済対策はあまり期待できないのではないかと、との見方も多い。政府発表の経済対策は金融、財政、不動産等と進み、目先の発表は一段落の印象だが、焦点となる財政投入の規模については未だ不明だ。習近平体制において、これまで大規模な財政支出は消極的だったことに加え、「期待」の比較対象が、過去の政策の強烈な記憶になりがちなこと、評価のハードルを高くしている。振り返ると、2008年11月に4兆元の景気対策が発表された後、1,700ポイント程度だった上海総合指数は、2009年8月には3,400ポイント程度まで上昇した。

これは「4兆元」という規模が当時の中国の経済規模に比しても相当大きかったからだが、今日の中国では名目GDPの規模が当時の約4倍となっている。同様の政策を今回期待するのはどう見ても非現実的だ。ましてや足元で報じられるような2兆元というレベルなら、中国経済を大きく動かすには小さすぎる。とはいえ、ここまでの中国政府の発表からは、「だから期待できない」と決めつけるにはやや早計と思われる点もある。

その前に、財政投入の主な中身を確認してみたい。今回対策として挙げられたのは、①地方自治体の債務支援、②大型商業銀行の資本強化、③不動産価格の下げ止まり支援だが、①は既存債務の中央政府主導での借り換え、③は地方自治体による売れ残り不動産や未開発土地の取得支援だから、要は過去の穴埋めだ。②も、今後の経済悪化に備えた予備的措置と言え、大規模な固定資産投資投入とは距離があり、確かに景気対策という名で想像される「バズーカ砲」ではない。

しかしながら、全体の規模は小さくはないはずだ。①は「過去に行なった債務削減措置の中で最大の規模」としているが、過去のケースを見ると、2015年頃には4年間で12兆円の投入が行なわれたケースもある。②は1兆円程度との市場予想だから、純増部分がどれだけになるかという点はあるものの、単純にこれだけを足し合わせる限りでも規模は小さくない。参考までに中国の今年の財政運営を見ると、政府収入は低調であり、8月時点で既に前年比で1.1兆円減少している一方で、通年予算ベースでは対前年比で0.3兆円ほど増えている。成長が昨年より減速基調となる中で、この不足分は今後更に拡大する可能性が高いが、政府はこれを「やりくりして何とかするので安心してほしい」と言う。過去にも各種繰越金等でこの程度はひねり出してきているが、要は彼らにとって1兆円、2兆円というのはそういう規模感なのだ。とすれば、今回大々的に「追加的な」政策パッケージだ、と言って打ち出している以上、全体規模は小さくはないと考えられるのではないか。

そして、今後の経済成長目標についても注目したい。今回の経済対策は、一義的には「5%前後」という2024年の経済成長目標を達成するためとされているが、ここまで発表された政策を見ると、とてもそんな短期間に終わるとは思えず、2025年以降の成長目標にも関わると考えるのが自然だろう。「対策は決してこれだけにとどまるのではなく、更に検討中だ」（財政当局）、「（都市の再開発規模は）状況を見つつ現状計画から更に積み増す用意がある」（住宅当局）と、既に追加策までやる気一杯の姿勢を見せている以上、その可能性は高いと考えられる。

財政政策が、強力な経済支援策と言える規模に達するかどうか、今後の重要会議に注目

以上を踏まえると、今回の経済政策は、中国経済の長年の課題にかなりの規模の財政投入を行なうことで一旦の対処を行ない、来年以降の成長環境を整える、意外と強力な経済支援策の始まりであるかもしれない。

もちろん、習近平体制はそんなに大盤振る舞いするのか、という疑問に、やはり戻ってくる。市場においても、この先についてまだ確信がないから、一旦は利益確定が広がった。しかし、習近平体制となった2013年以降の予算を見ても、少なくとも2020年までは概ね毎年2桁成長を遂げており、伸び率は名目GDPより高かった。本場に財政支出が厳しくなったのは、比較的最近だ。今回「しっかりと新規の政策を打ち出さなくてはならない」と認識が変わった中で、これがどこまで変わるのか、予断を持たずに考えたい。12月初旬の経済工作会議、来年3月の全人代（全国人民代表大会、国会に相当）は、これらの観察点となる。

※当資料に示す各指数の著作権等の知的財産権その他一切の権利は、各指数の算出元または公表元に帰属します。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
www.nikkoam.com/products/column/china-insight