



近づく中国の財政刺激策：成長を目指す局面に



2022年7月8日



ジェンナン・リ

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
中国担当シニア・エコノミスト

中国経済は2022年上半期に、新型コロナウイルス感染拡大に伴うロックダウンが重しとなって鈍化した(以前の記事『[中国見通し: 新型コロナウイルスがGDP成長率の足かせに](#)』ご参照)。だが、現時点では最悪期が過ぎたとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は考える。広範なロックダウンが過去のものになったと想定すれば、中国当局は成長を支えるために下半期に大規模かつ効果的な措置を講じると予想される。

財政政策がけん引役だが、政策の調整が重要

金融政策が成長の安定に主たる役割を果たす西側諸国とは対照的に、中国では2022年、財政政策が重要な役割を果たすと見込まれる。財政政策はいくつかの構造的要因により、短期的に成長を安定させる上で金融政策よりも効果的である。

中国では数十年にわたり市場重視型の改革が続けられてきたにもかかわらず、依然として国営セクターの規模が大きい。それは、銀行部門、インフラ投資に関する主要機関である地方政府の資金調達組織(LGFV)、地方及び中央の国有企業(SOE)などを網羅している。

国有企業は金利の影響を受けにくく金融政策にもさほど左右されないが、中国政府は国営セクターを通じ、実体経済に大規模かつ効率的に影響を与えることができる。その結果、直接的に、または地方政府や銀行部門にインセンティブを提供することによって、インフラ投資を加速させる力を持っている。

もっとも、金融政策が役割を果たさなくなったわけではない。特にインフラ投資を中心とする中国の循環的な政策は、計画段階から実施に至るまで、多くの省庁や複数レベルの政府部門によるインプットを必要としてい

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

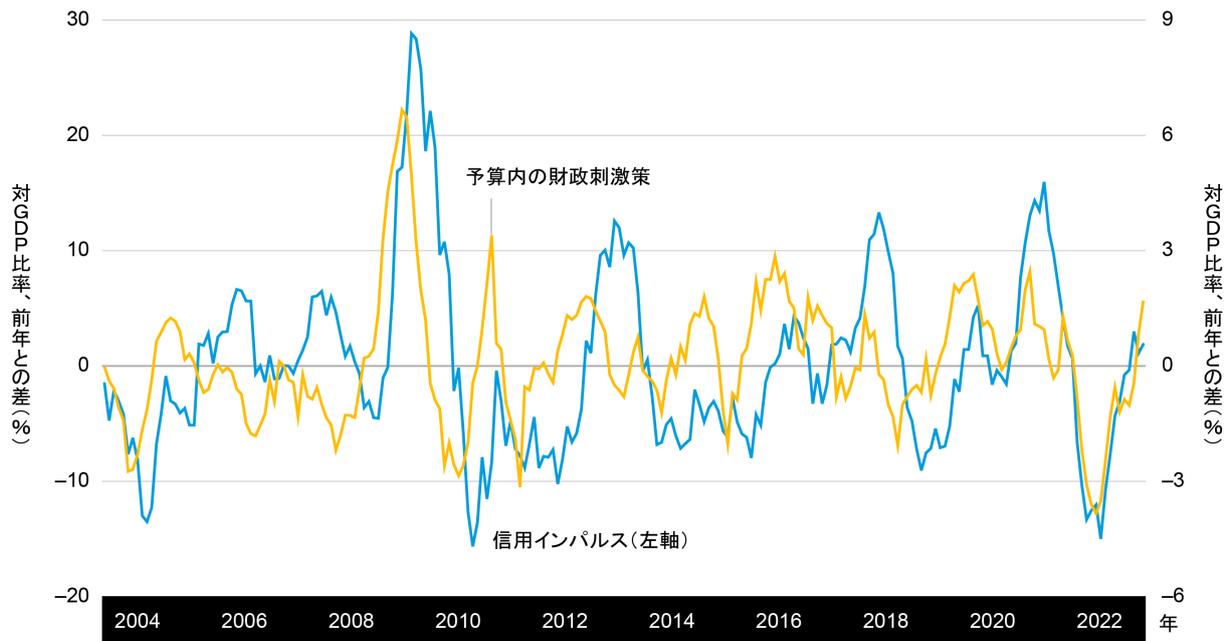
当資料は、2022年6月27日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

る。そのため、金融政策も引き続き経済対策の一翼を担っているが、現在はいくつかの要因によってその力が制限される可能性がある。例えば、現在は民間部門の投資意欲が強くないため、金融政策は効果を発揮できずに終わりがかねない。また、ここ数年は為替レート

が一段と柔軟になり、金融政策の独立性が高まっているが、対外収支は依然として重要である。

結局のところ、中国では財政政策の果たす役割が大きい(図表1)。だが、循環的な政策の効果を高めるためには、政策の協調が引き続き重要な意味を持つ。

【図表1】 中国では財政政策が信用サイクルをけん引している
信用インパルス 対 財政刺激策



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
信用インパルスと財政刺激策は6カ月移動平均値に基づいて算出。
2022年5月31日現在
出所: ウィンド、AB

望ましい成長率を達成するため十分な刺激策を実施

新型コロナウイルスのパンデミックで公式な成長目標が設定されなかった2020年を除けば、中国の中央政府が望ましい成長率と考えている年間の国内総生産(GDP)成長率目標を実現できなかった年はない。他の要因による成長への寄与が不足した場合、政府は特に財政政策をはじめとする循環的な政策でそれを埋め合わせている。

直近の新型コロナウイルス感染拡大が著しく、かつ予想外のショックをもたらしたため、2022年は中国政府にとって成長目標の達成が困難になっている。多くの市場関係者は、2022年のロックダウン前から、この目標が野心的だと考えていた。パンデミックの影響で中国政府が望ましいと考える成長率が見直される可能性が生じたことに伴い、今後数カ月間の政策支援も不透明になっている。そうした状況が起きている今は、政府が政策や成長について評価を行う重要な時期だ。共産党

政治局は7月下旬に、4-6月期のGDPデータを基に、当面の政策を決定する会議を開く。この会合は、政府の考え方を明確に把握するために大きな注目を集めそうだ。

ABは2022年の成長見通しに関する基本シナリオとして、7月にもさらなる強力な需要刺激策(特に公共投資を通じて)が公表されると想定している。政府が最近発表した景気刺激策は心強いものだが、成長率を5%近くまで押し上げるには十分ではない。中国の指導部は7月末までにABが期待するほど大規模な支援策を発表しない可能性もある。その場合、それは政府が目標とする成長率を引き下げる可能性を示唆することになるかもしれない。ABの予想では、下半期に平均で潜在成長率や年間成長率目標に近い前年比成長率を達成するための取り組みがなされると思われる。こうした低い成長率を達成するだけでも、現在想定しているよりも小さな規模ではあるが、さらなる支援策が必要となる。

ABは強力な財政支援策が講じられると予想しているが、2022年の政策措置を視野に入れておくことが重要である。中国の政策目標は成長を安定させることから、成長の安定と金融の安定のバランスを取ることにシフトしている。そのため、循環的な政策が他の政策を大きく上回る規模となる可能性は低くなり、世界金融危機時のように政府が自由に支出したり、成長率を押し上げたりすることは考えにくくなっている。世界金融危機時には、中国政府はGDPの12%に相当する4兆人民元規模の景気刺激策を実施したが、今回はABの基本シナリオとして、GDPに対する広義の赤字の比率を5%引き上げると予想している。

資金はどこから調達するのか？

中国には、一般的な国債発行、税収、これまで積み立ててきた財政預金など、多くの資金調達手段がある。さらに、地方政府や中央政府が発行する特別債、政策銀行の支援、LGFV債、シャドーバンキング融資、土地売却収入など、それぞれ異なる性格を持つ資金源を利用することもできる。

- 地方政府の特別債はここ数年、インフラ投資における重要性が一段と高まっている。2020年には、中央政府が1兆元の特別債を発行した。ABは基本シナリオとして、公共投資を支えるため、すでに計画されているもの以外に、さらに2兆元相当の特別債が発行されると見込んでいる。
- 土地売却収入も、相対的な重要度は低下しているものの重要な役割を果たすと思われる。土地売却収入の全てがインフラ投資に振り向けられるわけではなく、政府の裁量で投資できるのはその25%程度である。
- 政策銀行は中国の循環的な政策にとって重要な政府機関である。2015-2016年の景気下降局面では、中央政府が成長を安定させるため特別建設基金を創設した。政府は最近、政策銀行の2022年の融資枠を8,000億元拡大し、約2兆5,000億元とする計画を明らかにした。
- LGFV債の発行とシャドーバンクの融資は、市場環境、規制政策、リスク志向と密接に結びついている。こうした相関関係は、景気刺激策に必要な資金の調達やその実施に際し、財政、規制、金融政策を協調させることの重要性を浮き彫りにしている。
- 予算内融資もインフラ投資のツールでもあり、インフラ関連支出はその20%程度を占めている。

ABの見方では、中国にはインフラ投資に必要な資金を調達する多くの手段がある。経済成長を押し上げるためインフラ投資を拡大すると中央政府が決定すれば、そのハードルは特に高くはなさそうに見える。

支出先: 資金はどこに向かうのか？

財政投資の多くは伝統的な投資先に向かうと思われる。例えば、地方政府が特別債の発行で調達した資金の約70%は、交通、都市建設、政府支援の住宅プロジェクト、農業、林業、水の保全、エネルギー分野などに投じられている(次ページの図表2)。これらの分野は、中国の最新の政策パッケージで言及されている分野とおおむね一致する。

一方、環境、公衆衛生、都市計画、「新インフラ」(情報通信テクノロジー分野への支出)などの分野への支出も増えつつある。これらの新インフラプロジェクトは長期的な視点に立ったもので、伝統的なインフラ投資よりも急速な伸びが見込まれる。しかし、現時点ではシェアが小さいため、短期的に経済成長を安定させるための主要な循環的ツールとしては期待しにくい。

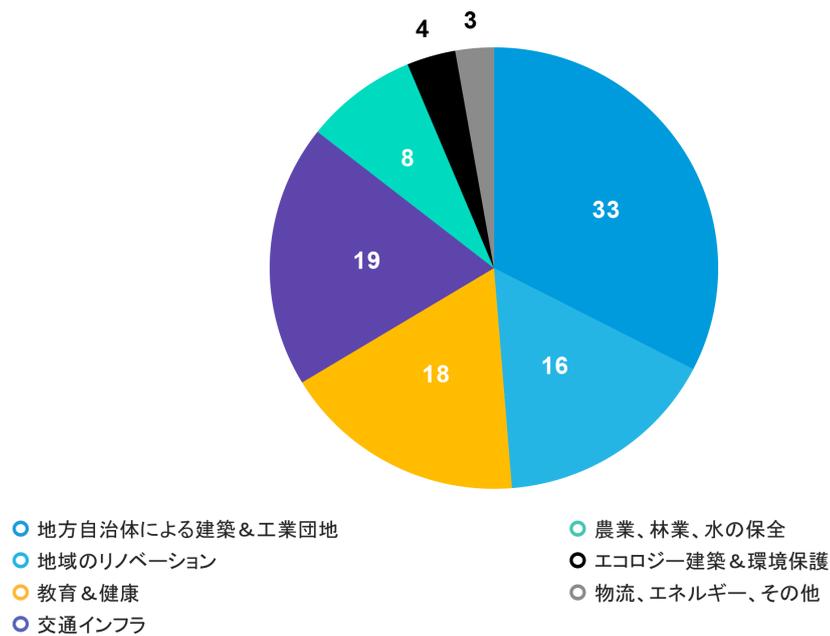
中国における公共投資の拡大と2022年下半期の成長回復は、他の国々にとって追い風となる可能性がある。中国は下半期に、4-6月期と比較した成長率が主要国の中で最も高くなる可能性がある。中国は世界の金属消費量の約50%、エネルギー消費量の約20%を占めているため、それはコモディティ輸出国にとりわけ大きな恩恵をもたらすと思われる。もっとも、今回は財政刺激策の規模が小さく、その支出対象も上述のように新しい分野に振り分けられることを踏まえれば、波及効果は世界金融危機時よりも小さなものにとどまりそうだ。

全体像: 政策当局者は柔軟性を持っており、彼らはそれを活用する見込み

中国には、インフラ支出を拡大する余地が十分にあるように見える。公式データに基づく2021年末時点の政府債務はGDPの47%程度で特に高くはなく、中央政府の対GDP債務比率(20%)は地方政府(27%)を下回っている。地方政府が抱える非公式な債務を考慮すると、対GDP債務比率は60%前後に上昇するが、それでも世界的に見て特に高いとは言えない。

そのため、ABの見方では、中国には、この異例な時期にレバレッジを効かせて短期的にインフラ支出を拡大できる柔軟性がある。財政赤字が膨らんだ現在の水準を維持すれば、GDPに対する債務比率は長期的に上昇する可能性がある。

【図表2】 中国の地方政府が特別債の発行で調達した資金の行き先
総支出に占める比率、2022年4月時点の年初来ベース(%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。端数処理の関係で合計が100%にならない場合があります。
2022年4月30日までの年初来ベース
出所: 中国財務省、AB

この問題に対する現実的なアプローチは、現在のように経済成長が重大な下方圧力に直面している時には拡張的な財政政策を取り入れ、潜在成長力に沿った水準に戻った場面では財政を健全化することかもしれ

ない。中国の政策当局者は歴史的に長期的な視点で問題に対処しており、今後数カ月は目先の成長を重視しながらも、長期的な考え方を維持していくものと思われる。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。