

～海外情報～

2011 年 10 月 20 日 全 6 頁

中国：欧州リスク顕在化でも金融財政に出動余地

経済調査部
齋藤尚登

[要約]

- 欧州財政危機の深刻化により、世界的に景況感が悪化している。世界同時不況の再来リスクが懸念されるが、リスクシナリオが実現したとしても、中国にはそれに立ち向かうだけの金融・財政政策出動余地があるという強みがある。
- 「高すぎ」との評価もなされている預金準備率の「引き下げ」は、実現に向けたハードルは低く、これは中国が内需「刺激」を重視し始めることのシグナルとなろう。物価上昇ピッチの減速が確認できれば、利下げの可能性も高まる。財政出動余地も残されている。2010 年の財政赤字は 6,772.7 億元だったが、GDP 比 3%までの赤字を許容すれば、1 兆 1,951.7 億元と、2010 年の実績でみてもおよそ 5,179 億元の財政出動余地がある計算となる。2008 年 11 月に発表された 4 兆元の景気対策における中央政府の新規公共投資額が 2 年間で 1.18 兆元であったことを考えると、財政赤字を大きく拡大させることなく、それに近い金額の財政出動を行うことが可能であることが分かる。

欧州財政危機による
リスクシナリオ実現
でも、中国には金融・
財政出動余地

欧州財政危機の深刻化により、世界的に景況感が悪化している。世界同時不況の再来リスクが懸念されるが、結論を先に言えば、リスクシナリオが実現したとしても、中国にはそれに立ち向かうだけの金融・財政政策余地があるという強みがある。以下では、まずリーマンショック後の世界同時不況から中国が如何に立ち直ったかを振り返り、今回の危機再来懸念に対して中国がどのような政策オプションを採用し得るかを検討したい。

リーマンショック後の大胆な金融緩和と積極財政

リーマンショックを契機とする世界金融危機により、日米欧が同時に不況入りするなかで、2009 年の中国の実質 GDP 成長率は 9.2%の高成長を維持した。その原動力となったのは、財政・金融を総動員した極めて「迅速」かつ「総力」を挙げた総合経済対策の発動だった。

元高誘導ストップ

先進国景気の同時不況による輸出急減が懸念されるなか、中国は 2008 年 7 月中旬以降、対米ドルでの元高誘導をストップし、これは 2010 年 6 月下旬まで続けられた。2008 年 9 月 15 日には米大手証券リーマン・ブラザーズの経営破綻が明らかになった 3 時間後に、中国人民銀行（中央銀行）が利下げを発表するなど、当局の対応は極めて迅速だった。ただし、株価はその後下げ足を速めるなど、雰囲気は根本的に改善するには至らなかった。

4兆元の景気対策の発表

引き締め策を一気に緩和

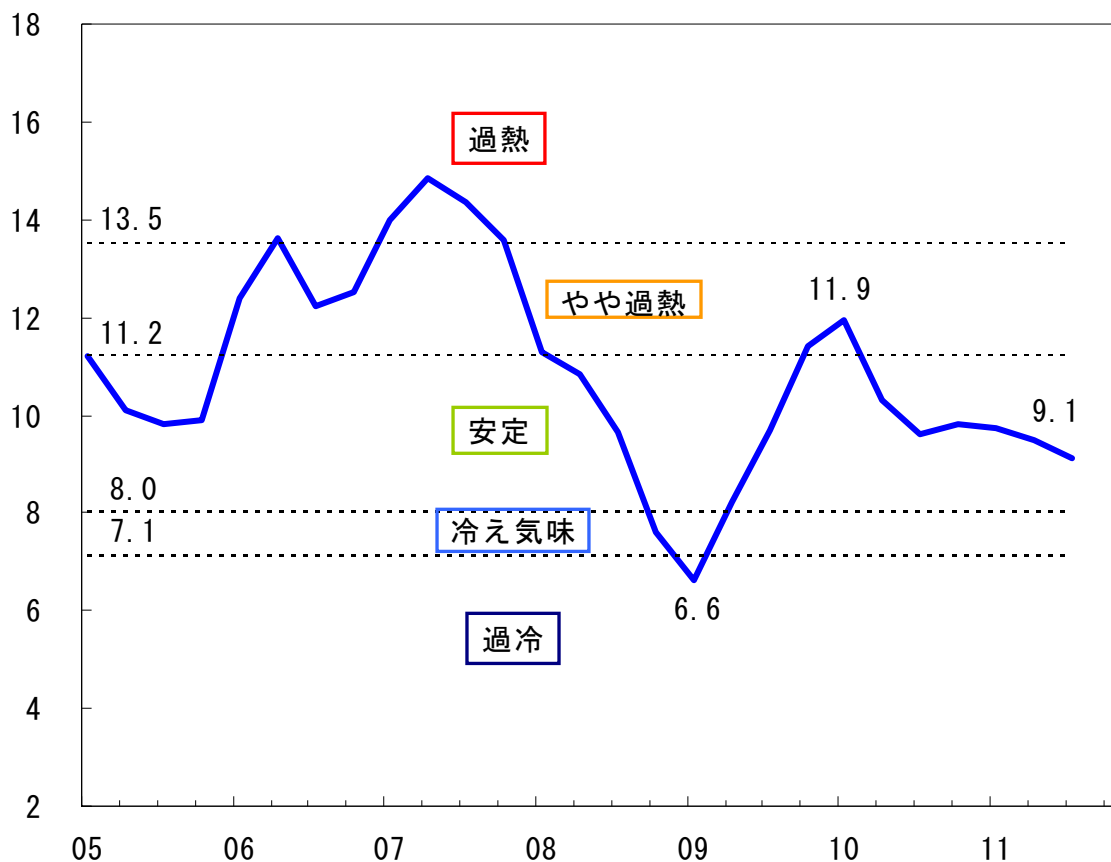
景気に対する見方が劇的に好転したのは、2008年11月9日の大型景気対策の発表による。外需不振が懸念されるなか（中国の輸出は2008年11月～2009年11月まで前年割れを余儀なくされた）、極めて大胆な内需刺激策が採られたわけだが、その骨子は、①交通を中心とするインフラ整備（1.5兆元）、民生改善（中低所得者層向けの住宅建設4,000億元、生態環境整備2,100億元、医療衛生・文化教育事業1,500億元）、農村・農業振興（3,700億元）などのために、今後2年間で総額4兆元（2008年の名目GDPの12.7%）を投資する、②財政政策を「中立」から「積極」に、金融政策は「引き締め」から「適度な緩和」に変更し、銀行融資の総量規制も撤廃するなど、従来の引き締め策を一気に緩和に転換する、というものであった。4兆元のうち、中央政府の新規公共投資額は1.18兆元とされ、2009年、2010年の実質GDP成長率を2%程度押し上げたものと見られる。

投資主導で世界に先駆けた景気回復を実現

リーマンショックからの世界に先駆けた景気回復

実質GDP成長率は2009年1～3月期の6.6%をボトムに急回復を遂げ、通年では9.2%成長を記録した。先進国経済が豪州を除き軒並みマイナス成長に陥る中で、9%成長は出色であり、中国経済は世界でいち早く回復を遂げたとの評価が可能である。

実質GDP成長率（四半期ベース）の推移（単位：％）



（注）成長率による景気判断は国家統計局による
（出所）国家統計局資料より大和総研作成

大胆な金融緩和の効果と副作用

中国の景気回復を牽引したのは、大胆な金融緩和である。中国人民銀行が 2008 年 9 月以降実施した計 5 回、2.16%の利下げ（1 年物貸出基準金利は 7.47%⇒5.31%）の効果もさることながら、決定的な効果を発揮したのは、当局の指導を受けた金融機関による貸出急増である。金融機関による貸出増加額は 2009 年 1 月～3 月で 4.6 兆元と、2008 年間の 4.9 兆元に匹敵するほどの増加を記録し、年間では 9.6 兆元と前年比でほぼ倍増した。これは、4 兆元の景気対策を資金面で支え、鉄道向け投資（2009 年は前年比 67.5%増）などインフラ投資を急増させたなど、高い評価が可能である一方で、①エネルギー消費量が大きく、環境負荷の大きい「抑制対象産業」の投資や生産までもが急増した、②資金の一部が不動産投資・投機に流れ、不動産価格が急騰した、③地方政府融資平台（中国版第三セクター）を中心に、期待収益率が低いインフラ投資向け貸出などが急増し、将来的な不良債権化のリスクが懸念された、④公共投資の増加や貸出拡大など諸政策の恩恵が国有企業に集中し、民間企業は蚊帳の外に置かれてしまった（いわゆる「国進民退」問題）といった副作用も顕在化した。中国は 2010 年以降、これらの副作用の改善・解消に取り組むことになる。

2009年は投資に無理をさせた高成長

2009 年の需要項目別成長率寄与度をみると、最終消費支出 4.4%、資本形成総額 8.4%、外需－3.6%と、外需の落ち込みを消費が補い、ほぼ投資の分だけ成長した形であった。ちなみに、投資がこれほどの寄与を果たした例はなく、投資にかなり無理をさせて高成長を遂げた感が強い。

需要項目別実質 GDP 成長率寄与度（単位：％）

	実質GDP 成長率	最終消費 支出	資本形成 総額	外需
2000	8.4	5.5	1.9	1.0
2001	8.3	4.2	4.1	0.0
2002	9.1	4.0	4.4	0.7
2003	10.0	3.6	6.3	0.1
2004	10.1	4.0	5.5	0.6
2005	11.3	4.3	4.4	2.6
2006	12.7	5.1	5.6	2.0
2007	14.2	5.6	6.1	2.5
2008	9.6	4.2	4.6	0.8
2009	9.2	4.4	8.4	-3.6
2010	10.4	3.8	5.6	0.9

（出所）中国統計年鑑、国家統計局より大和総研作成

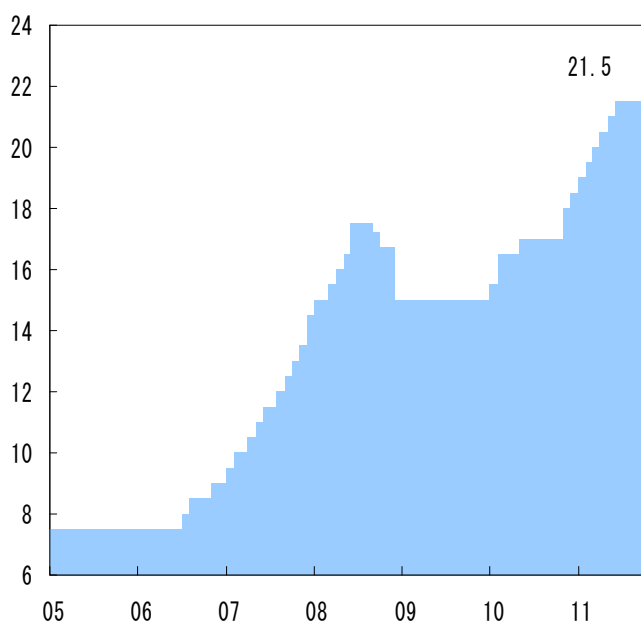
欧州財政危機のリスク顕在化でも金融・財政政策に出動余地

2010年以降、金融は引き締めへ転換

中国の実質 GDP 成長率は 2010 年 1～3 月の 11.9%をピークに緩やかに減速している。これは、大型景気対策とそれを支えた大胆な金融緩和の副作用の改善・解消への舵切りによるものであり、2010 年に入ると金融政策は引き締めへ転じた（積極財政は継続）。預金準備率は 2010 年 1 月から 2011 年 6 月にかけて断続的に引き上げられ、大手行では、2009 年年末の 15.0%から現在は 21.5%の預金準備率が適用されている。これは、前回のピーク（2008 年 6 月～8 月の 17.5%）を大きく上回る水準である。貸出基準金利は 2010 年 10 月、12 月、2011 年 2 月、4 月、7

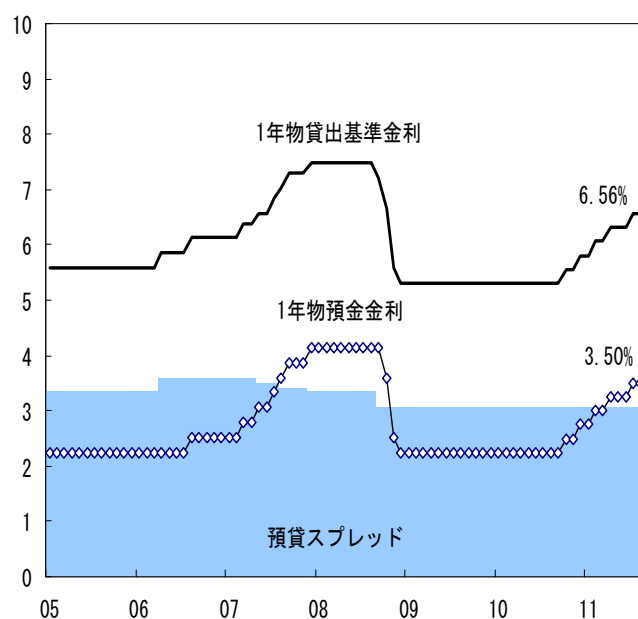
月と引き上げられ、1年物貸出基準金利は、5.31%⇒6.56%となった。こうした引き締め策の効果により、マネーサプライ（M2）増加率は、2011年4月以降、当局の年間抑制目標 16%を下回り、9月には 13.0%にまで低下するなど、金融引き締めめの「行きすぎ」が懸念されるに至っている。

公表ベースの預金準備率の推移（単位：％）



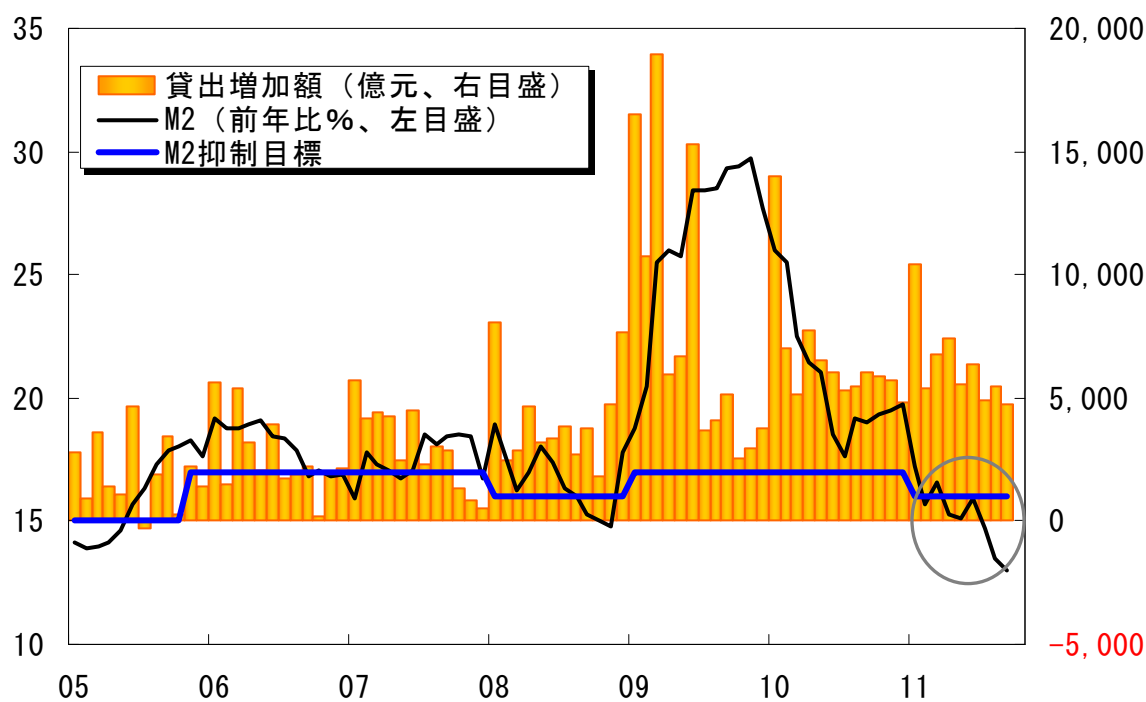
（注1）中国人民銀行公表分のみ掲載、対象・期間限定のものは除外
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

1年物貸出基準金利・預金金利の推移（単位：％）



（注）預貸スプレッドは、貸出基準金利－預金金利
（出所）中国人民銀行、国家統計局資料より大和総研作成

貸出増加額、M2 伸び率の推移（単位：億元、％）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

中国の強み＝金融・財政出動余地

こうした状況下で、欧州財政危機の深刻化による世界的な景況感悪化が生じている。世界同時不況の再来リスクが懸念されているわけだが、リスクシナリオが実現したとしても、中国にはそれに立ち向かうだけの金融・財政政策出動余地があるという強みがある。

預金準備率「引き下げ」、物価上昇ピッチ減速後の「利下げ」

まずは、「高すぎ」との評価もなされている預金準備率の「引き下げ」は、実現に向けたハードルは低く、これは中国が内需「刺激」を重視し始めることのシグナルとなろう。物価上昇ピッチの減速が確認できれば、利下げの可能性も高まる。懸案であった豚肉価格が供給増加期待により、2011年7月をピークに伸びが鈍化していること、原油など国際商品価格の下落により輸入物価も沈静化に向かうこと、などが物価安定化に寄与すると期待できる。

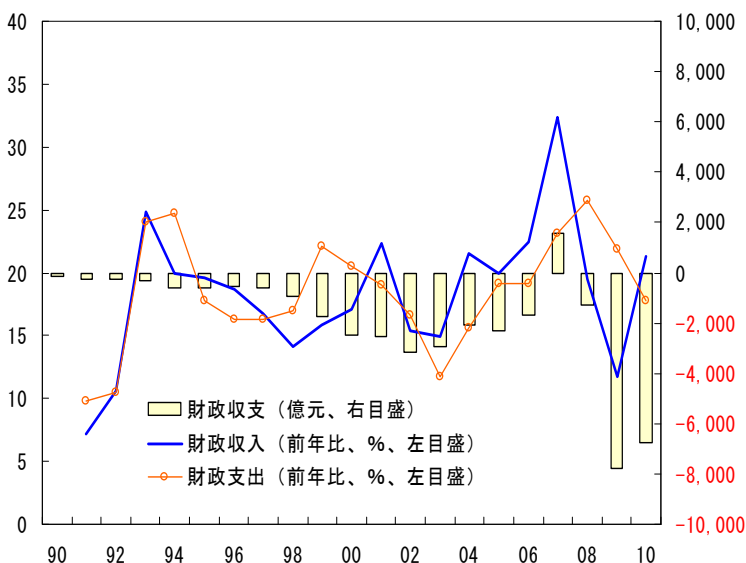
財政出動余地、2010年の財政赤字の名目GDP比は1.7%

次に、中国には財政出動余地も残されている。財政赤字の名目GDP比は世界金融危機への対応の最中の2009年でも2.3%にとどまり、2010年には1.7%へ改善した(2010年の公的債務残高の名目GDP比は16.8%)。2010年の財政赤字は6,772.7億元だったが、GDP比3%までの赤字を許容すれば、1兆1,951.7億元と、2010年の実績でみてもおよそ5,179億元の財政出動余地がある計算となる。2008年11月に発表された4兆元の景気対策における中央政府の新規公共投資額が2年間で1.18兆元であったことを考えると、財政赤字を大きく拡大させることなく、それに近い金額の財政出動を行うことが可能であることが分かる。

投資の方向性は吟味の必要性

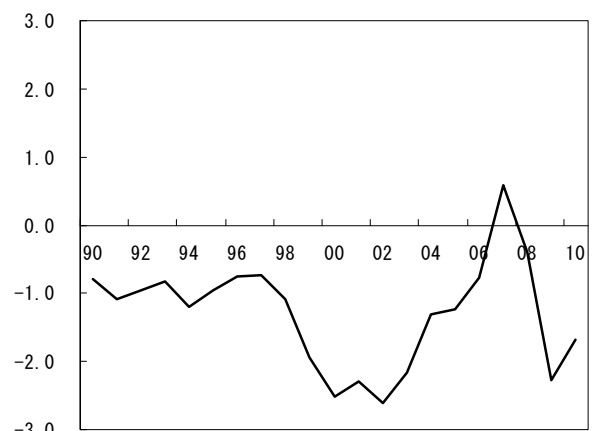
もちろん、むやみに投資を増加させることの弊害(省エネ・環境保護の棚上げ、不動産価格の高騰、地方政府融資平台向け貸出の急増など将来的な不良債権リスクの増大)を考えると、投資の方向性は十分に吟味されなければならない。具体的には、中小企業、農業(水利を含む)、中西部のインフラ、中・低所得者向けの保障性住宅、産業構造高度化に不可欠な戦略的新興産業(省エネ・環境保護、新世代情報技術、バイオ、ハイエンド装置製造、新エネルギー、新素材、新エネルギー車)などへの投資傾斜が図られる必要があろう。

中国の財政状況(単位: 億元、%)



(出所) 中国統計年鑑より大和総研作成

財政収支の名目GDP比(単位: %)



(出所) 中国統計年鑑より大和総研作成

中小企業の資金繰りの悪化

最後に、「国進民退」と呼ばれる民間企業、特に中小企業へのサポートの少なさは、改善されていないどころか、さらに悪化してしまった感がある。金融引き締めにより、貸出の伸びが抑制されるなか、大手国有商業銀行は国有企業への貸出を優先し、融資を得られない中小企業は、高利貸しへの依存を高めた。中小企業が集積する浙江省温州市では中小企業の経営難が深刻化し、これが沿海地域全体にも波及することが懸念されている。

小型・零細企業への支援策の発表

こうしたなか、2011 年 10 月 12 日に開催された国務院常務会議では、小型・零細企業と同企業向け貸出への支援策を打ち出した。具体的には、

(1) 小型・零細企業に対する金融支援の強化。

①小型・零細企業向け貸出の伸び率が貸出全体の伸び率を上回り、貸出増加額は昨年以上とする。

②小型金融機関に適用される比較的低水準の預金準備率を維持する。

③金融機関は与信額 500 万元以下の小型・零細企業向け融資を増加させる。

(2) 協調融資を除き、金融機関の小型・零細企業に対する資金管理費、貸出承諾費、財務顧問費、コンサルタント費など、不合理な費用徴収を禁止する。

(3) 債券、エクイティファンドなど小型・零細企業の資金調達手段を拡充する。

(4) 金融機関への貸出インセンティブの付与。

①小型・零細企業向け貸出額や顧客数が一定比率以上の商業銀行に対して、支店や営業拠点の増設を認めるなどの優遇策を与える。

②商業銀行が金融債を発行して、1 顧客当たり 500 万元以下の小型・零細企業向け貸出を行う場合、預貸比率（商業銀行法では 75%が上限）の算入に含めない。

③1 顧客当たり 500 万元以下の小型・零細企業向け貸出については、リスク管理上、一般貸出と同一視する。

(5) 民間貸借市場の健全な発展を促すために、高利貸し化の傾向を抑え、違法な資金集めなどを厳しく取り締まり、金融機関従業員が民間貸借に関わることを禁止する。

(6) 小型・零細企業に対する付加価値税、営業税の徴収基準を引き上げ、企業所得税の半減措置を 2015 年まで延長し、対象を拡大する。

(7) 金融機関の小型・零細企業に対する印紙税を 3 年間免税とし、金融機関の中小企業に対する貸倒損失引当金の税前控除政策を 2013 年末まで延長する、

などである。特に、上記（4）は小型・零細企業向け融資のリスク許容度を高める具体的な措置であり、国務院が中小企業対策に真剣に取り組み始めたものとして評価できよう。

以上