

2018年8月6日 全3頁

中国：景気重視への転換の先にあるリスク

構造改革棚上げで成長加速の可能性も

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 景気減速懸念が高まる中、7月23日の国務院常務会議は、①財政政策の一段の積極化、②金融政策の穏健中立から穏健への変更、③小型・零細企業へのサポート強化、④建設中のプロジェクトの資金手当て支援、といった景気サポート策を発表した。さらに、7月31日の政治局会議は、(1) 経済の安定した健全な発展を維持し、積極的な財政政策と穏健な金融政策を堅持する、(2) 「弱点の補強」をサプライサイドの構造改革の当面の重点に置き、インフラ分野の「弱点の補強」に注力する、などの方針を打ち出した。
- 今後は、金融リスク低減のためのデレバレッジ（負債率の引き下げ）を適度に継続しつつ、景気減速は緩やかなものにとどめる、というのがあるべき姿になろう。しかし、大和総研では構造改革が先送りにされ、地方政府の積極性がいたずらに刺激される可能性を懸念している。地方政府が望む「緩和」によって、景気減速に歯止めが掛かるだけでなく、加速する可能性すらある。しかし、その代わりに債務問題が一段と深刻化するのであれば、あまり質の良い話とは言えない。

中国が景気重視を鮮明化

習近平総書記が主宰する中共中央政治局会議が7月31日に開催され、下半期の重要政策の基本方針が発表された。同会議は足元の経済情勢について「安定の中に変化があり、新たな問題・挑戦に直面し、外部環境には顕著な変化が生じている」と、デレバレッジの行きすぎや米中貿易摩擦問題を念頭に景気下振れリスクが高まっているとの認識を示した上で、下半期は経済社会の安定を重要視するとした。

経済政策の重点として、(1) 経済の安定した健全な発展を維持し、積極的な財政政策と穏健な金融政策を堅持する、(2) 「弱点の補強」をサプライサイドの構造改革の当面の重点に置き、インフラ分野やイノベーション分野などの「弱点の補強」に注力する、(3) 金融リスクの低減と、実体経済のサポートをしっかりと行い、デレバレッジを堅持する、(4) 改革開放政策を推進する、(5) 不動産市場の問題を解決し、住宅価格の上昇を断固抑制する、(6) 民生の改善と社会の安定にしっかりと取り組む、という6項目が掲げられた。

政治局会議が示したのは党の重要な基本方針であり、具体的な政策は7月23日に開催された国務院常務会議（李克強首相が主宰）で既に発表されている。同会議は、①財政政策の一段の積極化、②金融政策の穏健中立から穏健への変更、③小型・零細企業へのサポート強化、④建設中のプロジェクトの資金手当て支援、といった景気サポート策を打ち出した。以下ではそれぞれの政策について解説する。

①の財政政策の一段の積極化では、従来決まっていた税金・費用を年間1.1兆元（約18兆円）軽減する他、研究開発投資を対象とした650億元規模の減税を実施する。

②の金融政策について、「穏健」とは若干の引き締めから若干の緩和までを含む幅広い概念であり、「穏健中立」から「穏健」への変更は、今回の文脈では中立から若干の緩和への変更を意味する。中国ではデレバレッジの行きすぎが懸念され、社会資金調達金額のネットの増減額は、銀行貸出を除く広義のシャドバンキングの合計が、5月、6月に大幅な純減（回収・償還超過）という異常事態となった。シャドバンキングは銀行へのアクセスが不利な小型・零細企業の命綱であり、このままでは企業は資金調達難に陥り、資金繰りの悪化から企業倒産が増加する可能性が高まっていたのである。

③の小型・零細企業へのサポート強化は既に始まっている。中国人民銀行は4月25日に預金準備率を1.0%引き下げ、7月5日にも0.5%引き下げた（引き下げ後の大手行の預金準備率は15.5%）。2回の預金準備率引き下げにより、合計2.0兆元の預金準備が「解凍」され、このうち6,000億元分は小型・零細企業向けの貸出増加に用いるとされた。さらに、今回の国務院常務会議では、1. 商業銀行が小型・零細企業向け貸出を増強するための金融債を発行することを奨励する、2. 国家による融資担保（債務保証）基金への出資を加速し、毎年新たに15万社の小型・零細企業へのサポートと1,400億元の貸出目標実現を目指す、といった措置が講じられることになっている。

④の建設中のプロジェクトの資金手当て支援に関連して、2013年から2017年前半にかけて20%前後の増加が続いたインフラ投資は昨年後半以降急減速し、2018年5月、6月は単月ベースで前年割れとなるなど、正に腰折れという状況に陥った。これは、資金調達の肩代わりや投資元本・収益の保証などにより地方政府債務を急増させかねないPPP（官民連携）プロジェクトの一部停止や見直しが広がったことが背景である。今回の政策ではこうしたプロジェクトの継続を求めたことになる。

リスクシナリオとしての景気加速と構造改革の棚上げ

今後は、金融リスク低減のためのデレバレッジを適度に継続しつつ、景気減速は緩やかなものととどめる、というのがあるべき姿になろう。政治局会議でもデレバレッジを堅持する方針は示されている。

しかし、大和総研では構造改革が先送りにされ、地方政府の積極性がいたずらに刺激される可能性を懸念している。例えば、上記④のように、資金調達が困難だったり、期待収益率が低いインフラプロジェクトを継続するのであれば、デレバレッジは棚上げされることになる。この懸念には根拠がある。サプライサイドの構造改革は、1. 過剰生産能力の解消、2. 過剰不動産在庫の削減、3. デレバレッジ、4. 企業コストの引き下げ、5. 弱点の補強（例えば、脱貧困やイノベーション重視など、中国経済が抱える問題点や弱点の改善、補強）の5つからなるのだが、今回の政治局会議では、当面は5.の「弱点の補強」、特にインフラ分野を最優先することが明示され、3.のデレバレッジの重要度は相対的に低下している。

「上に政策あれば、下に対策あり」とは、地方政府が中央政府の指示を聞かない「面従腹背」を表す言い回しであるが、習近平一強体制が確立された現在、こうした状況も大きく変化している。中央の指示を地方がよく聞くようになったのは悪いことではないが、今や政策が効きすぎるリスクにも注意が必要になっている。しかも今回は地方政府が望む「緩和」であり、景気減速に歯止めが掛かるだけでなく、加速する可能性すらある。しかし、その代わりに債務問題が一段と深刻化するのであれば、あまり質の良い話とは言えまい。