

中国景気刺激策の効果をどう見るか

<要旨>

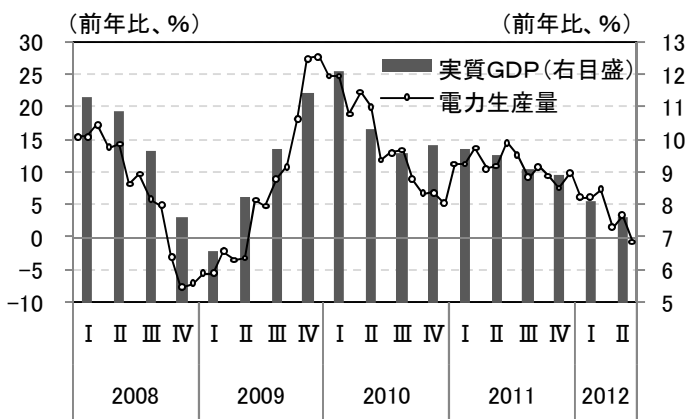
中国の景気減速を示す経済指標が相次ぎ発表される中、中国政策当局は景気刺激に舵を切り、財政政策に加え昨年末から預金準備率や政策金利の引き下げといった金融緩和策を打ち出している。2008年のリーマンショック直後の施策と比較すると、財政政策は規模と内容において即効性がないため、金融政策の効果が当面重要になる。当時の金融緩和局面では、最初に企業向けの短期・手形貸出が急増し、数か月後に中長期貸出の増加と同時に固定資産投資の伸びが高まる形で実体経済が回復していった。今回も既に企業向けの短期・手形貸出の増加までは見られているが、前回同様に中長期貸出の増加へと金融緩和が繋がるかどうか、固定資産投資の伸び率、ひいては今後の中国景気が「失速」を避けて「減速」で踏み止まるかどうかを左右することになる。

1. 減速が続く中国経済の現状

2012年4-6月期の中国実質GDP成長率は前年比7.6%増と約3年ぶりに8%を下回る水準にまで低下した(図表1)。電力生産量の動きを見ても、6月は前年比マイナスにまで落ち込んでおり、中国の景気減速が月次ベースでも確認できる。背景には世界経済の悪化による輸出減少と国内需要の低迷があり、中国の輸出入は共に落ち込んでいる。

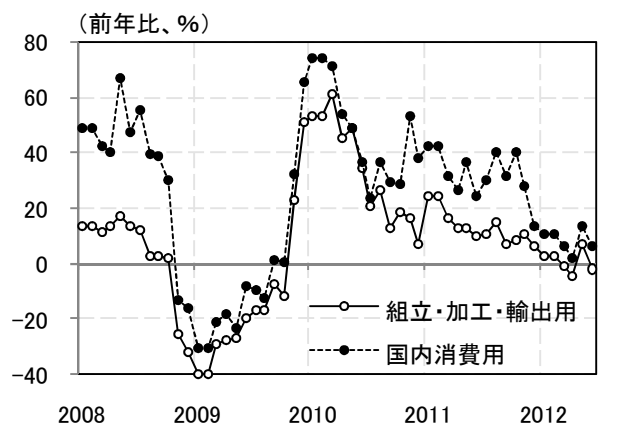
例えば、中国の輸入金額をその用途別に分けてみると、加工・組立・輸出向け輸入の落ち込みのみならず、2011年末からは国内消費用の輸入の伸びも減速していることが観察されている(図表2)。中国経済は外需ばかりでなく内需も減速していることを示唆している。

図表1 実質GDPと電力生産量 (中国)



(注)電力生産量の1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表2 中国の輸入金額 (用途別)



(注)1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

2. 財政政策の効果は薄く、金融政策が重要に

こうした中、景気刺激策に舵を切った中国政策当局の政策効果に注目が集まっている。即効性の点からも注目されるのが財政政策であり、リーマンショック後に発動された財政政策は「4兆元投資」と称され、名の通り規模は大きいものであった(図表3)。

ただし、今局面で公表されている財政政策の中身は、公共投資の前倒しや消費刺激策としての省エネ家電購入に対する補助金が主であり、その規模は総じて小さい。前回の「4兆元投資」といわれる財政政策には、四川大地震の復興費なども計上されており、財政政策の規模を単純に比較できないものの、少なくとも現時点では、今回策定されている財政政策に、2008年末からの景気急回復の時ほどのインパクトは期待できないと考えるのが妥当と見られる。

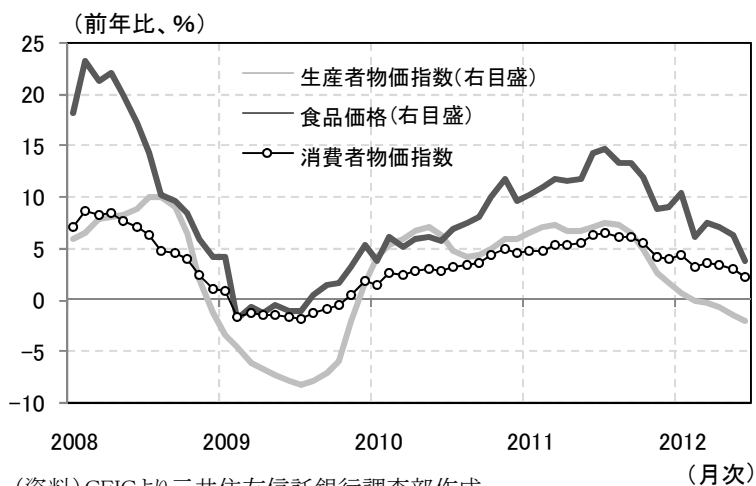
図表3 財政政策の比較(中国)

| (億元) | | (億元) | |
|-----------------------|--------|-----------------------------|------|
| 4兆元投資の内訳 | | 今回の景気刺激策 | |
| 四川大地震の復興対策費 | 10,000 | 省エネ家電補助金 | 265 |
| 道路・鉄道・電気などの インフラ整備 | 15,000 | 小型車補助金 | 60 |
| 農村部民生・インフラ | 3,700 | 省エネ照明機器補助金 | 22 |
| 低所得者向けの住宅開発 | 4,000 | 燃費効率の高い モーター補助金 | 16 |
| 技術開発・産業構造調整対策 | 3,700 | 低所得者向けの公営住宅 (保障性住宅)の建設促進 | N.A. |
| 環境保護対策 | 2,100 | インフラ建設の前倒し実施 | N.A. |
| 医療・福祉・教育対策 | 1,500 | | |

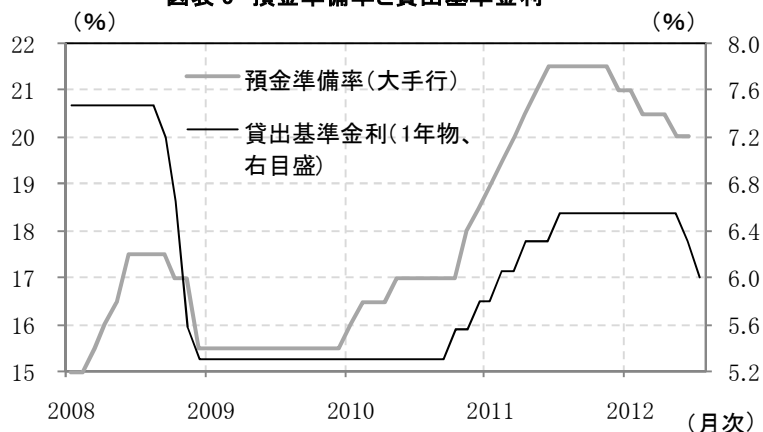
(資料) 各種資料より三井住友信託銀行調査部作成

となると期待すべきはもう一方の金融政策ということになる。半年前に比べ、中国の景気減速によって生産者物価や食品価格はピークアウトし、国内インフレ懸念が低下したことで金融緩和の余地が拡大している(図表4)。かかる環境下、中国政策当局は2011年末頃からの預金準備率の引き下げに続き、2012年には6月7月と2ヵ月連続で政策金利である貸出基準金利(1年物)を引き下げ、金融緩和により景気を下支えするスタンスを明確にしている(次頁図表5)。

図表4 消費者物価指数、食品価格、生産者物価指数



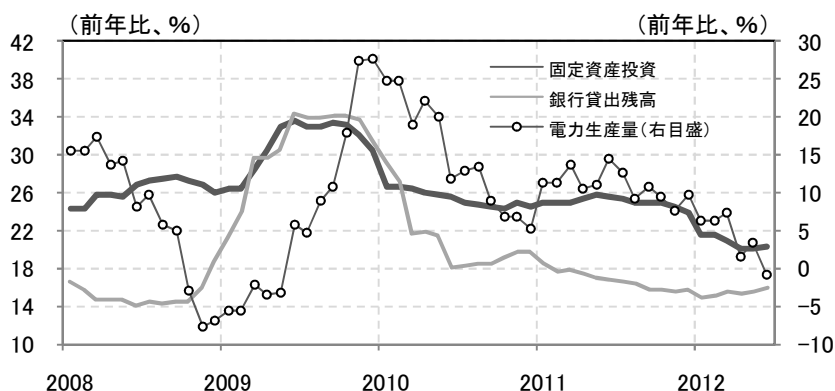
図表5 預金準備率と貸出基準金利



(注) 2008年7月以前は預金準備率全体の数値を用いて接続。
 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

リーマンショック直後の金融緩和局面では、預金準備率と政策金利の引き下げに融資制限の撤廃もあって銀行貸出が急増、その後四半期から半年後にかけて固定資産投資が伸び、電力生産量が急伸するなど、実体経済の回復へと結びついた(図表6)。今回も足元で銀行貸出残高の伸び率は僅かながら上向き始めていることから、少なくとも表面的には、年後半に向けて徐々に金融緩和効果が実体経済に波及していくことが期待できよう。

図表6 銀行貸出残高、固定資産投資、電力生産量

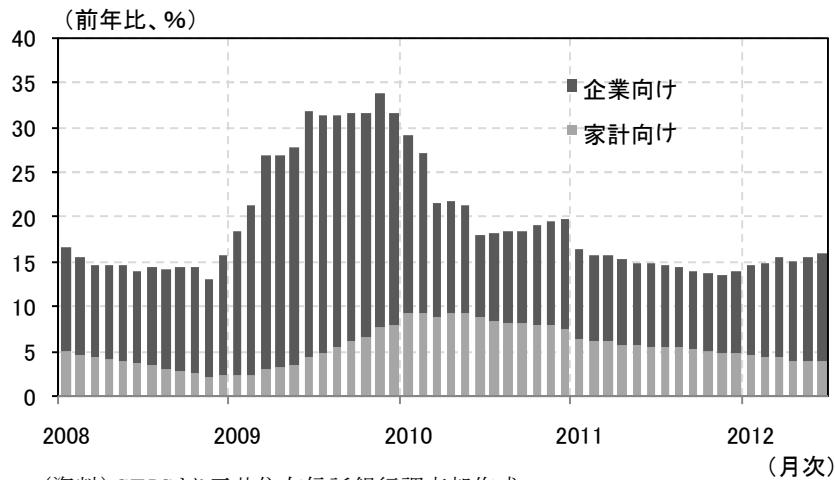


(注) 1. 電力生産量の1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
 2. 固定資産投資は1月からの累積値を使用。
 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

3. 金融緩和局面における銀行貸出増加パターン

ただし焦点となるのは、観察されている銀行貸出増の規模や中身が前回同様に期待できるかどうかという点であろう。そこで過去の銀行貸出の内訳を詳しく見てみた。次頁図表7は銀行貸出残高を企業向けと家計向けに分け、それぞれの寄与度を計算したものである。これによると、2008年当時は、まず企業向け貸出が急増、その後家計向け貸出も増加した。足元でも、前回同様に企業向け貸出が増加しているが、今のところその増加ペースは緩やかとなっている。

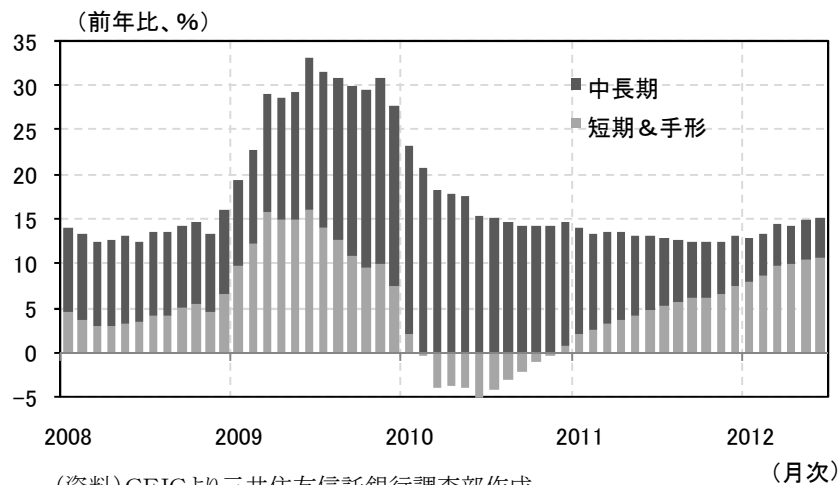
図表7 銀行貸出残高（家計企業別）



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

増えている企業向け銀行貸出の内訳を見たのが図表8である。2008年後半に伸びた企業貸出のうち、最初の多くは短期貸出と手形貸出であった。その後 2009 年後半から短期貸出と手形貸出の伸びが鈍化する中、中長期の貸出が増加ペースを高め、企業向け貸出全体の牽引役は短期・手形から中長期貸出にシフトしたというのが前回のパターンであった。

図表8 企業向け銀行貸出残高（期間別）

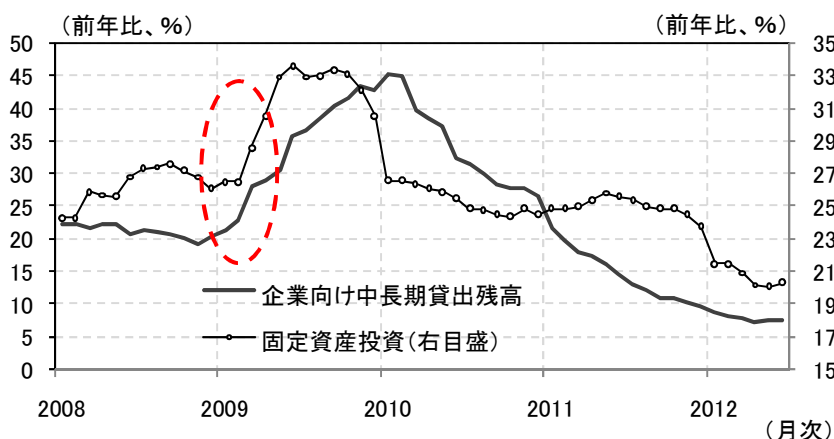


(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

加えて、図表8の長期貸出を取り出し、中国固定資産投資伸び率の動きと比較してみると、ほぼ同時に固定資産投資の伸びが高まっている(次頁図表9)。

このように、前回の金融緩和後の銀行貸出増とその中身の推移からすると、金融緩和が実体経済の回復まで効果が及ぶかどうかを見極めるべきポイントは、まず規模において過去の銀行貸出増加ピッチを上回るかどうか、さらに銀行貸出の中身が固定資産投資につながる中長期貸出にシフトしていくかどうかという点となろう。

図表9 企業向け中長期貸出と固定資産投資



(注) 固定資産投資は1月からの累計値を使用。
 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめ—中国経済政策の効果をどうみるか

以上をまとめると、今回の中国の景気刺激策の特徴は、2008年のリーマンショック直後の政策と比べて、財政政策については規模と中身において即効性に乏しく、当面は金融緩和に頼ったものと言えるだろう。その金融緩和についても、前回は大規模な財政政策に金融緩和が加わったことで、その後の不動産バブルを招き、中長期的にみた安定成長を損ねたという反省に立っているため、前回よりは抑制気味の運営となる可能性が高い。

いまのところ、前回の経験則に従えば、足元増えている銀行貸出の中身も短期から徐々に中長期貸出に移っていくとみられるが、抑制された運営のもとでは2009年に見られたようなV字回復ではなく、緩やかな回復となる可能性が高いだろう。

今年後半の中国経済の回復時期とそのピッチという点に焦点を絞れば、新規銀行貸出の中身がいつ中長期貸出にシフトするかどうか、中国経済が今のような「減速」で踏みとどまるのか、「失速」に至るのかを分ける大きなポイントとなるだろう。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介:Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。