

「百年に一度の金融危機」といわれた2008年の世界的な景気後退から1年が経過する中、先進国と新興国の経済・金融市場の立ち上がり格差が鮮明となっている。図1では先進国株式と新興国の代表である中国株を取り上げているが、年初来の騰落率は先進国株式 25%の上昇に対し、中国株は78%の上昇と3倍強の伸びを示している。この格差の背景は北京五輪後、インフレ抑制から景気刺激に転換した金融政策、11月に発表された4兆元の大規模な景気刺激策の効果と考えられる。ただ、先行き中国経済を見渡した場合、引き続き高水準な経済成長を果たしていくには、景気刺激策で持ち上げられた経済を自律的な内需主導の経済に転換することが求められよう。そこで、今般は昨年後半以降に発動された景気刺激策の内容を振り返るとともに、先行きの中国経済を見通す上での注目ポイントを抽出していく。

まず4兆元の景気対策に伴う経済効果を振り返りたい。

中国の主要需要項目 GDP 比率(08年)は家計消費 35%、固定資本投資 41%と消費と投資で GDP の76%を占める。08年11月に発動された景気刺激策はこの2大需要項目への喚起策が中心となっている。消費については、2月に農村への家電購入普及プロジェクト(家電下郷)、8月には都市部で自動車・家電の買換え促進策(以旧換新)の導入と矢継ぎ早に政策を発動しており、消費拡大に寄与している。また、固定資本投資については、インフラ整備(鉄道・道路・空港・電力網等、農村部)が中心であり、図2の固定資産投資(事業別)の推移で政策効果を確認することができる。政策効果が示現し始めた09年以降は30%を超える伸びを示している。また、事業別の内訳を見ても、輸送インフラ、電力・ガス、環境関連、公益事業の伸びが著しい。

つづいて、金融緩和効果であるが、4兆元の景気刺激策が迅速に奏功したのは金融緩和による下支え効果が大きい。景気対策の実施を金融面でサポートするため、当局は銀行へ貸出拡大の要請を行った。この結果、11月以降新規融資額が増加し始め、09年入り後は急拡大し1月からのわずか4ヶ月で08年新規融資額を上回っている(図3)。09年の新規融資額政府目標は5兆元以上となっているが、これは4月時

点で既にクリアしており、現状のペースを考慮すると09年は10兆元を上回ることが見込まれるなど、超金融緩和が景気刺激策をサポートしている。この結果、中国の実質 GDP 成長率は09年1Qに6.1%まで減速したが2Qには7.9%と政府目標の8%以上に向かって再拡大の様相を呈している。

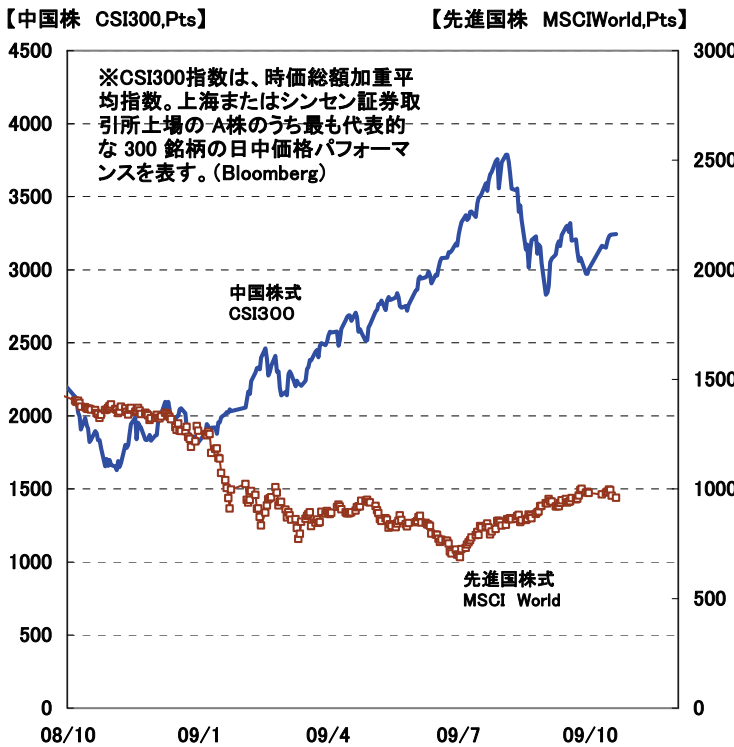
以上のように財政・金融政策により景気拡大が鮮明となる中、先行きの経済を見渡す際のポイントは、①内需主導による中長期成長への移行を確実なものとしつつ、②いつ、どのように景気刺激策を平常化させるかであろう。

そこで第一のポイントである内需主導の経済成長への移行については、高水準の家計貯蓄率を消費へ導くべく、社会保障・医療制度に対する施策が着実に打たれている。具体的には、年金制度が未整備である8億人超の農村住民に対し、2020年までの制度普及を目標とし中央政府の資金拠出が計画されている。また、医療制度についても今後3年間でGDP比3%弱の支出が見込まれ制度拡充が予定されている。ただ、内需主導の経済成長は前川レポートから20年以上経った日本でも未だ実現していないだけに政策の実効性を見極める必要がある。

次に第二のポイントである景気刺激策の平常化、つまり財政政策と金融政策の出口戦略についてみていく。財政政策については、2010年に危機対応であった4兆元の景気対策が終了し反動減が懸念される。しかしながら、翌年の11年にスタートする第12次5ヵ年計画において、今般の景気対策の中心であったインフラ整備が切れ目なく継続されれば、危機から平時に向け、スムーズな移行も不可能ではない。したがって、次回5ヵ年計画の内容に注視したい。また、金融政策については、短期的な景気動向を占う上で、最も注目すべきポイントとなろう。遅すぎる引締めは過剰投資の拡大、資産価格インフレ・バブルの再来へつながる。一方、早すぎる引き締めは足下の脆弱なグローバル経済を二番底へ導く要因となりうる。したがって、足下エネルギー価格の再高騰の動きがみられる中、05年以降の金融政策を規定してきたインフレ率の動向に注目したい(図4)。

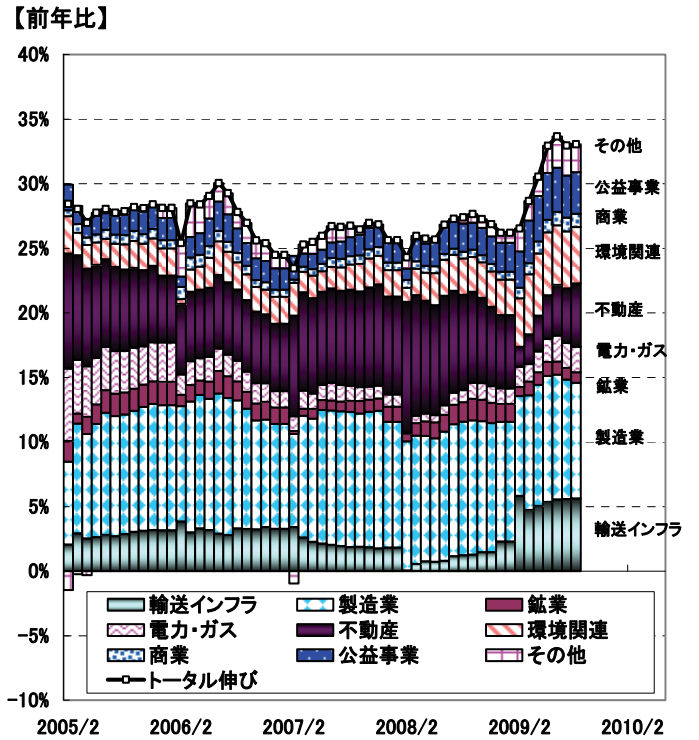
(2009年10月19日記)

図1：中国株式と先進国株式



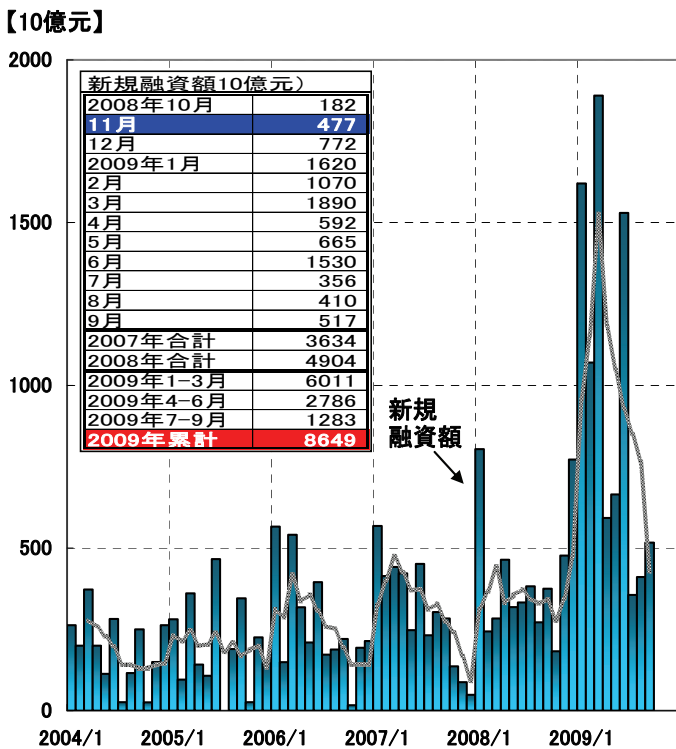
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図2：固定資産投資（事業別）



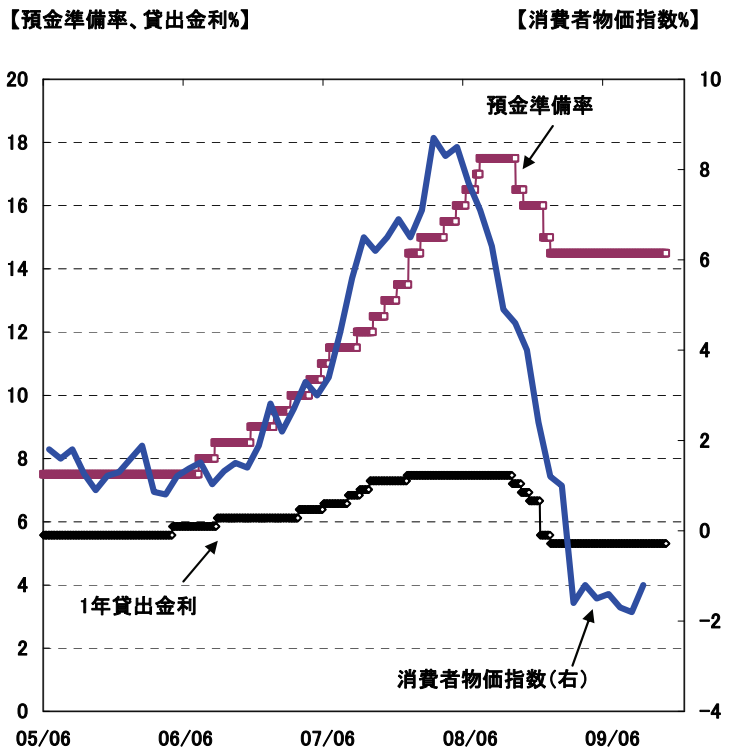
出所：Reuters EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

図3：新規融資額の推移



出所：Reuters EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

図4：金融政策と消費者物価指数



出所：Reuters EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）