

# 木下智夫の「グローバル・ビュー」

## 今年の中国は財政による成長押し上げ効果がほぼゼロに



木下 智夫  
グローバル・マーケット・  
ストラテジスト

### レポート要旨

#### 今年の中国財政は健全化を重視

3月5日から開催中の全国人民代表大会では、公表された2021年予算案では、GDP比で3.2%程度の財政赤字を見込む2021年予算案が提示されました。地方政府の基金なども含めた広義の財政赤字は同8.0%であり、昨年に大きく拡大した財政赤字の縮小が目指されます。

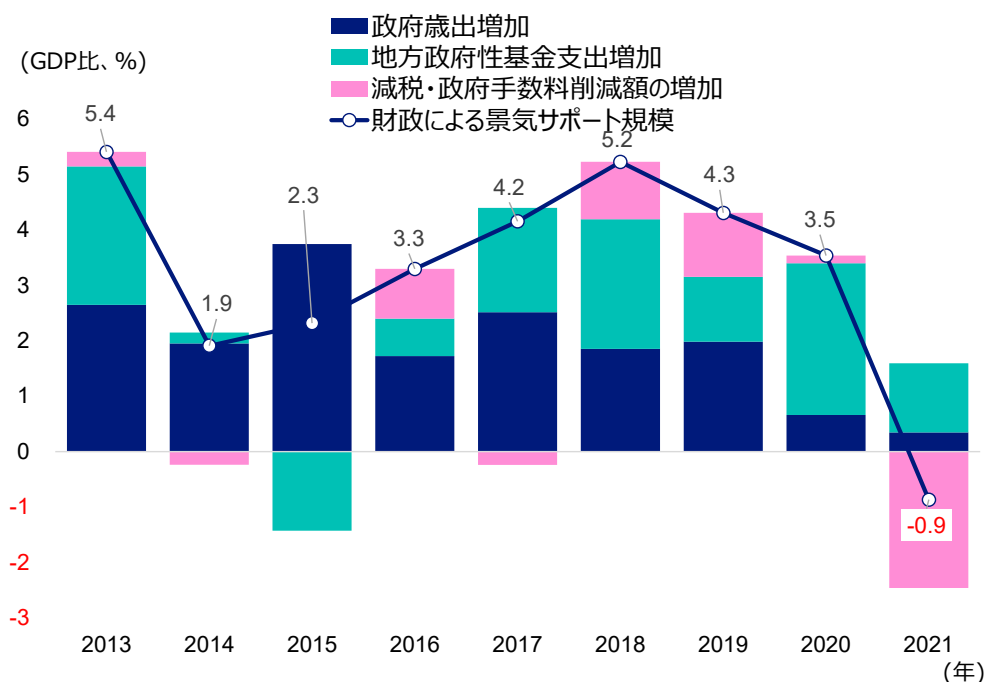
#### 財政政策による景気浮揚効果はほとんど見込めず

一方で、中国の財政政策による景気浮揚効果は極めて限定的となります。インベスコの試算では、2021年の財政政策による景気サポート規模は、GDP比でマイナス0.9%と、2020年における同プラス3.5%から大幅に減少します（図表1参照）。

#### 景気の本質が大きく損なわれる場合は追加の財政出動が見込まれる公算

輸出の減速等によって景気の本質が大きく損なわれるような場合、中国政府は速やかに追加的景気対策を実施するでしょう。その意味では、今年の中国経済が腰折れるリスクは比較的小さいと予想されます。

（図表1）中国：財政政策による景気サポート規模



（注）2020年までは実績値、2021年は予算計画を示す。減税・歳出等の前年からの増加額を示すもので、Fiscal Impulseと呼ばれる。

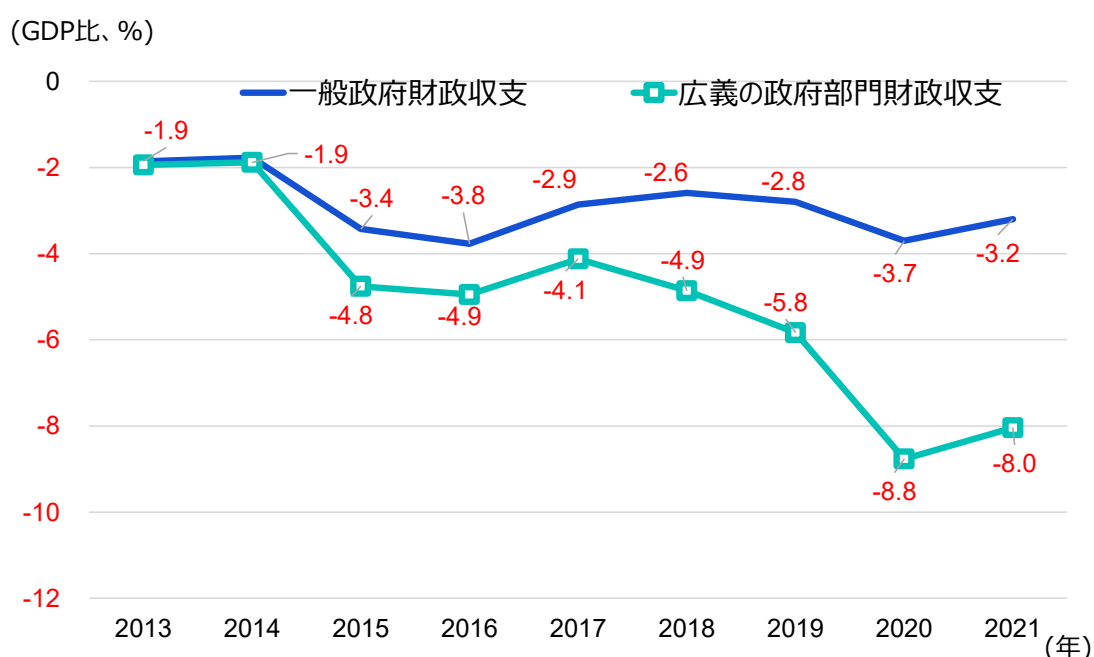
（出所）中国財政部や新華社資料を基にインベスコが試算

## 今年の中国財政 は健全化を重視

北京で3月5日から開催されている中国の全国人民代表大会では、昨年秋に要綱が公表された第14次5カ年計画（対象期間は2021～25年）がいよいよ承認される予定です。今後の中国景気を左右する材料として、5カ年計画とともに金融市場で注目されたのが、2021年予算でした。中国政府が公表した予算案では、中国政府部門（中央政府と地方政府を含む）の2021年の財政赤字として、GDP比で3.2%程度の水準が設定されました。昨年の実績は同3.7%でしたので、今年は昨年よりも保守的な財政運営が目指されることとなります。注意が必要なのは、GDP比で3.2%というこの計数はあくまで中央・地方政府の本予算についてのものであり、中国の財政政策を包括的な実態を示すものではない点です。

中国当局は、実際には、①予算外の基金である「予算安定化基金」、②土地使用权の売却資金や特別地方債の発行を通じて地方政府が調達した資金を支出することのできる「地方政府性基金」一を活用しています。2021年の場合、予算安定化基金（①）による政府への拠出金は、予算の前年度からの繰越金などを合わせてGDP比で1.5%に達する一方、地方政府性基金（②）による赤字額（インフラ投資に使われる資金から土地使用权の売却収入等を差し引いた額）はGDP比で3.3%となります。これらを含めると、中国政府の広義の財政赤字は、GDP比で8.0%となります（ $3.2+1.5+3.3=8.0$ ）（図表2、3）。2020年における広義の財政赤字はGDP比で8.8%でしたので、この点からも2021年はより保守的な財政運営が実施されることが読み取れます。もちろん、GDP比で8%の財政赤字はかなり高い水準であり、中長期的には財政を健全化していくことが中国の課題であると言えるでしょう。

（図表2）中国：財政収支の推移



(注) 2020年までは実績値、2021年は予算計画を示す。  
(出所) 中国財政部や新華社資料よりインベスコ作成、一部インベスコ推計

(図表3) 中国：財政収支の推移（詳細）

(単位：兆元)

	2017	2018	2019	2020	2021
政府部門歳入	18.3	19.8	21.3	20.9	21.4
政府部門歳出	20.7	22.2	24.0	24.7	25.0
政府部門収支 (A)	-2.4	-2.4	-2.8	-3.8	-3.6
政府部門収支、GDP比 (公表値)	-2.9%	-2.6%	-2.8%	-3.7%	-3.2%
政府部門収支 (予算安定化基金などからの繰入金 および前年度の繰越・剰余金を除く分) (B)	-3.4	-3.9	-5.0	-6.4	-5.2
地方政府性基金収入	5.8	7.1	8.0	9.0	9.1
地方政府性基金支出	5.8	7.7	8.8	11.5	12.8
地方政府性基金収支 (C)	-0.0	-0.6	-0.8	-2.5	-3.7
広義の政府部門収支 (B+C)	-3.4	-4.5	-5.8	-8.9	-9.0
広義の政府部門収支、GDP比	-4.1%	-4.9%	-5.8%	-8.8%	-8.0%
<備考>					
GDP	83.2	91.9	98.7	101.6	111.6

(注) 2020年までは実績値、2021年は予算計画を示す。  
(出所) 中国財政部や新華社資料よりインベスコ作成、一部インベスコ推計

## 財政政策による景気浮揚効果はほとんど見込めず

2021年は実態として大規模な財政赤字を計上するにもかかわらず、中国の財政政策による景気浮揚効果は極めて限定的となります。2020年においては、中国政府が前年比で大規模な減税策や歳出増加策を実施することによって、財政政策が景気に大きなプラス効果をもたらしました。しかし、2021年はこれに匹敵するような前年比での減税・歳出増加を実施しない限り、同様の景気押し上げ効果は得られません。しかし、中国政府は2020年にかなり大規模な景気対策を採用して、既に財政収支が大きく悪化していたことから、それを上回る規模の景気刺激策の実施は非現実的でした。インベスコの試算では、2021年の財政政策による景気サポート規模（これは減税・歳出増加等の前年からの増加額を示すもので、Fiscal Impulseと呼ばれます）は、GDP比でマイナス0.9%と、2020年における同プラス3.5%から大幅に減少します（図表1）。

財政による経済成長率押し上げ効果がほとんど期待できないにもかかわらず中国政府が2021年のGDP成長率目標として「6%以上」を掲げたのは、今年の成長率の「ゲタ」が6.1%ポイントに達していること、つまり、前四半期比での成長率が今年の全ての四半期にわたってゼロ%であったとしても6.1%の成長率が達成できることによります（この詳しい議論については、当レポートの2月24日「中国景気のパフォーマンスは今後減速へ」をご覧ください）。逆に言えば、成長のゲタが大きいからこそ、今年は実質的な財政赤字の縮小に取り組むことができたと判断できます。

## 景気のパラダイム が大きく損なわれる 場合は追加の財 政出動が見込ま れる公算

足元では中国景気のパラダイムが続いています。中国の1-2月の輸出増加率は前年同期比で60.6%に達しました。コロナ禍に伴うロックダウンの影響で昨年同期の輸出額が低い水準であったことが輸出の増加に大きく寄与しました。もっとも、今年1-2月の輸出額が一昨年（2019年）の同期の輸出額よりも32.7%高い水準であったことは、直近での輸出のパラダイムを物語ります。2020年10-12月期の輸出が2018年10-12月期よりも19.0%増加していた点を踏まえると、今年1-2月に輸出が加速したという判断ができるでしょう。

今後、財政面からの景気刺激が期待しにくい状況下でも、輸出のパラダイムがある程度継続すれば、今年の中国は8%台半ばの成長率を確保できると見込まれます。中国の指導部は2022年に5年毎の人事の季節を迎えます。輸出の減速等で景気のパラダイムが大きく損なわれるような場合、中国政府は速やかに追加的景気対策を実施するでしょう。その意味では、今年の中国経済が腰折れるリスクは比較的小さいと予想されます。

### **当資料ご利用上のご注意**

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

### **インベスコ・アセット・マネジメント株式会社**

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306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