

経済情報

出口を模索する中国の金融政策

中国では、グローバル危機後、金融引き締めから緩和へと急速に政策転換し、景気を強力に下支えた。しかし、金融超緩和に伴う過剰流動性は資産バブルを誘発するという弊害をもたらし、2009 年後半からは出口政策を模索する段階に入った。以下では、こうした金融政策の変化をその背景となったマクロ経済動向と合わせて概観する。

1. 経済実態に即して調整が続いた 2009 年の金融政策

(1) グローバル危機に対応した金融緩和

中国当局は、2003 年以降、過熱気味の投資拡大を抑制するために、引き締め政策を強化していったが、2008 年 9 月のリーマン・ショックで世界的な景気後退が深刻化すると、急速に金融緩和に舵を切った。2004 年から約 3 年かけて引き上げた貸出金利をわずか 4 カ月で 2004 年の引き上げ開始以前の水準に一気に引き下げ、2007 年以降の総量規制も撤廃して、強力に融資拡大を促した。

財政面では、2008 年 11 月に、中国政府は他国に先駆けてインフラ整備を中心に 4 兆元を投じる大規模な内需拡大策を打ち出した（第 1 表）。ただし、中央政府の支出額は 1.18 兆元にとどまり、残りは地方政府・企業の支出を見込むという計画で、勢い、貸出の大幅増加を前提とするものであった。

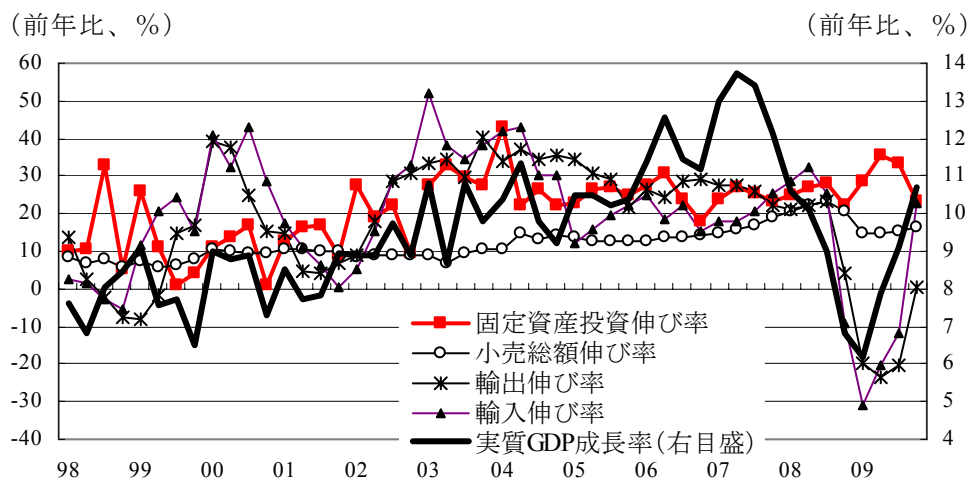
第1表：4兆元の内需拡大策の概要

項目	概要	金額(億円)	シェア
① 低所得者層向け住宅建設	低家賃住宅の建設、貧困層居住地域の改善、遊牧民定住プロジェクト、農村の倒壊の危険性がある住宅の改修	4,000	10.0%
② 農村インフラ建設	メタンガス利用拡大、安全な飲料水の確保、道路建設の加速、電力網の整備、水利事業や危険なダム修復、大型灌漑節水施設の改造、貧困扶助の強化	3,700	9.3%
③ 鉄道、道路、空港など重要インフラ整備	旅客輸送専用、石炭輸送、西部幹線鉄道の建設、高速道路網の整備、中西部における空港建設、都市電力網の改造	15,000	37.5%
④ 医療・衛生・文化・教育事業の発展	基礎医療衛生サービスシステムの構築、中西部農村の中学校校舎改築、中西部地区の特殊教育学校及び地域総合文化施設の建設	1,500	3.8%
⑤ 生態環境整備の強化	都市部汚水・ごみ処理施設建設、重点流域の水質汚染対策、森林保護事業、省エネ支援	2,100	5.3%
⑥ 自主革新と構造調整	産業高度化と技術進歩、及びサービス産業の発展を支援	3,700	9.3%
⑦ 地震被災地の復興支援	四川省大地震の被災地の復興支援を加速	10,000	25.0%
⑧ 都市・農村住民の所得引き上げ	穀物買い上げ価格ならびに農業生産関連補助金の引き上げ、低所得者など社会保障対象者向けの補助金や年金給付の引き上げ	言及なし	n.a.
⑨ 付加価値税改革	設備財支出に対する税控除などで企業の税負担を1,200億円軽減		
⑩ 金融面からの経済成長支援	銀行の貸出総量規制を撤廃し、貸出規模を合理的に拡大、重点プロジェクト・農業・中小企業、技術革新、合併・再編などへの融資を強化		
合計		40,000	100.0%

(注) 資金配分は2009年3月の変更後の数値。
 (資料) 各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中国はこれまで強い価格競争力でアジア危機、IT危機ですら軽微な打撃で乗り切ってきたが、今回の危機においては輸出の大幅減少は避けられなかった。輸出と投資を牽引役に高成長を続けてきた中国が輸出不振を補って成長を維持するためには、このような迅速かつ大規模な積極財政・金融緩和措置を通じて内需拡大を促すことが不可欠であった(第1図)。

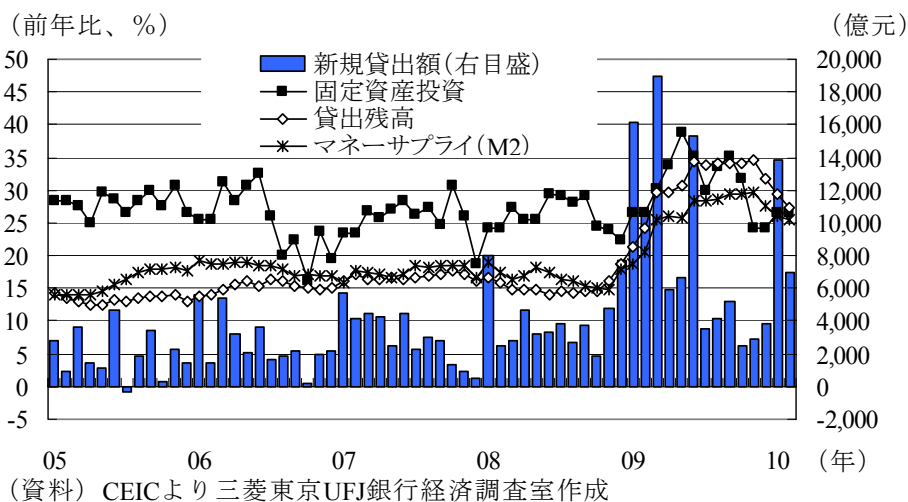
第1図：実質GDP成長率の推移



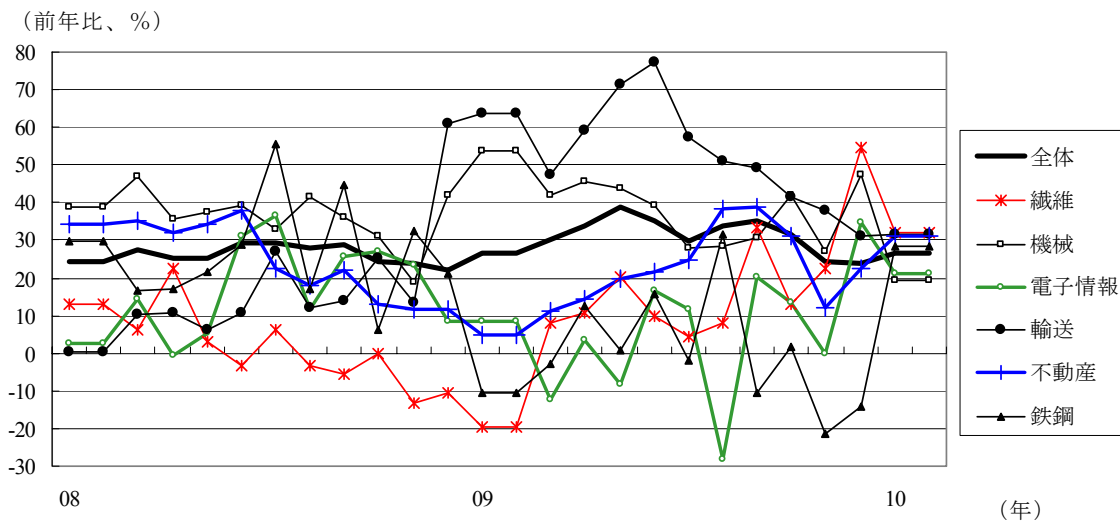
(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

この結果、それまで厳しい総量規制を課されていた反動もあって貸出は急拡大し、増加額は2009年前半で7.4兆円と通年の目標値である5兆円を大幅超過した（第2図）。これが投資を押し上げ、力強く景気を下支えたことは疑いない。業種別の内訳をみると、繊維、電子情報など輸出産業の投資が低迷する一方で、輸送、機械などインフラ整備に関連する業種が大きく伸びた（第3図）。

第2図：貸出と投資の推移

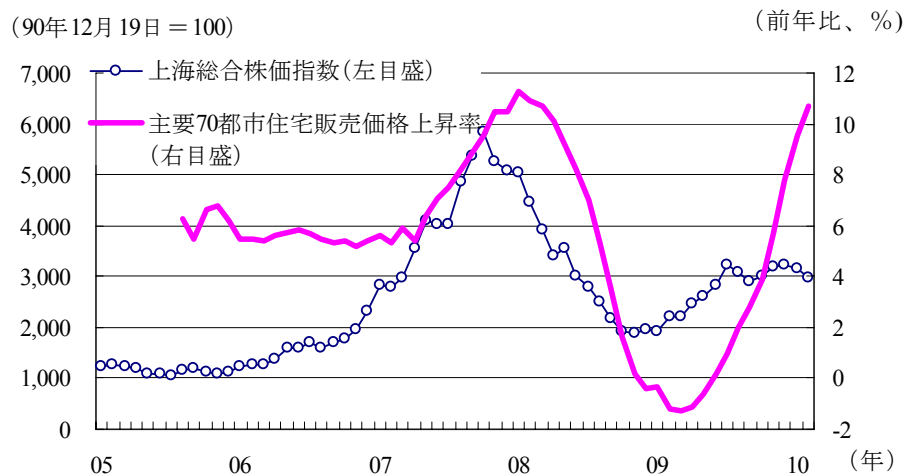


第3図：業種別投資伸び率



ただし、貸出の相当部分が資産市場に流れ、資産バブルのリスクが当局の警戒感を喚起するようになった。とくに株価は年前半で前年末6割も上昇した。また、住宅価格も若干の調整を経て再度上昇の兆しをみせ始めた（第4図）。

第4図：資産価格の推移



(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 年後半には出口政策を模索

そこで、金融当局は2009年後半に入ると、金融の超緩和状態を修正すべく出口戦略を模索するようになった。まず、7月9日には、中国人民銀行が8カ月振りに1年物中銀手形の発行を再開し、資金吸収オペレーションを強化した。次いで、銀行業監督管理委員会（銀监会）は、7月18日にプロジェクトファイナンスガイドライン、23日に固定資産貸付管理暫定規則を公布（ともに公布3カ月後施行）、30日に流動資産（運転資金）貸付管理暫定規則案を公表（8月26日まで意見公募）した。これらの規制は、貸出管理の厳格化を通じて貸倒れリスクを極小化するとともに、一定規模以上の貸出については、銀行が融資先の申請・委託を受けて融資先の取引相手に直接支払う方式で投機への流用回避を図る点で共通している。さらに、銀监会は、8月3日、他行が保有する劣後債の自己資本への参入を不可とする新たな自己資本規制案を発表し、9月15日まで意見公募を行った。

第2表：貸出管理規制

日付	規制項目	概要
7月18日	プロジェクトファイナンスガイドライン公布、公布3カ月後施行	貸出管理の厳格化を通じて貸倒れリスクを極小化、一定規模以上の貸出については、銀行が融資先の申請・委託を受けて取引先に直接支払う方式で投機への流用回避
7月23日	固定資産貸付管理暫定規則公布、公布3カ月後施行	
7月30日	流動資産貸付管理暫定規則案を公表、8月26日までの意見公募を経て、10年2月12日に同規則公布、即日施行	
10月28日	個人ローンについての管理規則案を公表、11月19日までの意見公募を経て、10年2月12日に同規則公布、即日施行	
8月3日	新自己資本規制案を公表、9月15日まで意見公募	他行が保有する劣後債の自己資本への参入不可
10月29日	銀行の流動性リスク管理規定を発表（11月1日実施）	銀行に四半期毎のストレステスト義務付け

(資料) 銀行業監督管理委員会等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

とはいえ、この時点での出口戦略は先行き不安を喚起するものであった。貸出規模上位2行である工商銀行と建設銀行が年後半には新規融資を大幅に抑制するとの報道を受けて、7月29日に株価は急落した。このため、人民銀行の蘇寧副総裁は、同日、適度に緩和的な金融政策の堅持を表明、さらに、8月7日にも、貸出総量規制の導入を否定、市場手法を用いた機動的な微調整を明言するなど、引き締めに対する懸念の払拭に追われた。しかし、11日に発表された7月の貸出増加額が3,559億元と年前半の月平均1.2兆元から大幅に減少したことが投資家の動揺を誘い、再度、株価は大幅下落した。

このため、温家宝首相や国家発展改革委員会などは、積極財政、金融緩和の堅持を明言し、金融当局の出口戦略を牽制した。輸出は引き続き、前年比2割減という低迷に変わりがないという情勢で、景気腰折れの回避が最優先されたものと考えられる。

ところが、9月29日には、政府自体が内需過熱の抑制に踏み切らざるを得なくなり、一部産業の過剰生産能力の抑制を促す通達を出した。対象業種には、鉄鋼、セメント、アルミ、石炭化学など従来から度々問題視されてきた業種に加え、風力発電、太陽電池製造用多結晶シリコンといった先進分野までもが含まれ、それだけ事態の深刻さを感じさせるものであった。通達には、新規参入に対する基準の厳格化、非効率な設備の廃棄、環境保護、土地利用、銀行融資等に関する規制強化などが盛り込まれた。

こうして、金融超緩和の修正が容認され易くなった環境の下、銀监会は、10月28日には、個人ローンについても、運転資金貸出や固定資産貸出同様、貸倒れリスクや投機への流用を回避するための管理規則案を公表し、翌29日には、銀行の流動性リスク管理規定を発表し、銀行に四半期毎のストレステストを義務付けた。

12月には、投資過剰に指定された業種のうち、鉄鋼については中小メーカーの統廃合、石炭化学については一部製品の3年間設備増強禁止など個別に規制が強化された。そうしたなかで、人民銀行、銀监会などは合同で「重点産業の調整・振興と生産能力過剰抑制に対する金融サービス指導意見」を発表し、貸出審査の厳格化等を通じ、過剰業種への投資を押しさえ込もうと図った。むろん、同意見は、表題にもある通り、重点産業に対しては金融サービスの拡充を通じたサポート強化を要請しており、奨励分野と抑制分野を明確に区別した取り扱いとなっている。

2. 2010年の金融政策の方向性

(1) 危機対応からバランスのとれた成長志向へ

2009年12月5～7日に開催された中央経済工作会議では、2010年の経済政策の基本方針として、「積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策の継続」が決定した。世界経済は持ち直してきたとはいえ、二番底リスクをはらむなかで、出口政策の明示は時期尚早との判断が窺われる。

ただし、投資過熱傾向を踏まえ、「情勢変化に伴う的確・柔軟な政策対応」や2010年が最終年に当たる第11次5カ年計画の基本スタンスに沿った形の「経済成長モデルの転換の必要性」も強調された。ここには危機対応モードが全面に押し出された前

年のスタンスとの相違が認められる。

実際、主要政策として第3表の通り、6項目が提示されたなかでも、第1項目において、経済成長、構造調整、インフレ期待の管理をバランスよく進めることが打ち出された。とくに、投資については、既存プロジェクトの完成を重視し、新規プロジェクトを厳格に管理するとして、過剰リスクに対応する方針が明示された。

第3表：中央経済工作会議で提示された主要政策

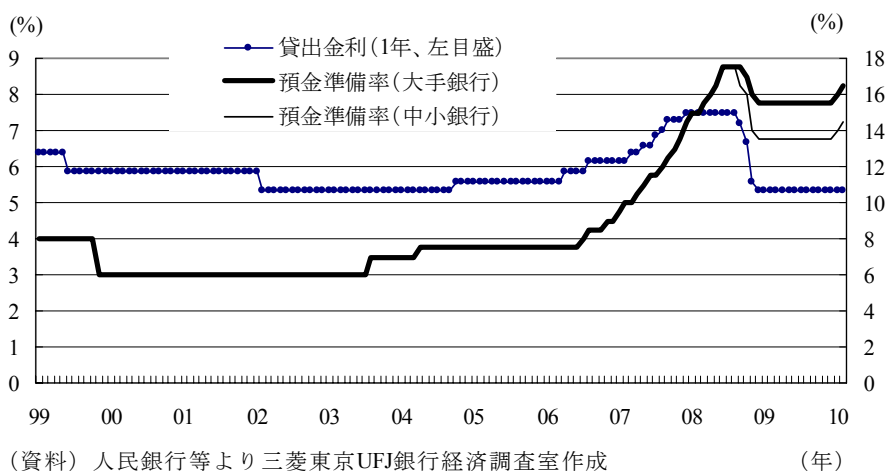
2010年	2009年
① マクロ調整の水準を高め、安定的で比較的速い経済成長を維持する。経済成長、構造調整、インフレ期待の管理をバランスよく進める。積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を継続する。	① マクロ経済運営を強化・改善し、積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を実施する。
② 経済構造調整を強化し、成長の質と効率を高める。内需、とくに個人消費の拡大に重点を置き、都市化の着実な推進を通じて、産業構造を最適化する。	② 農業と農村経済を強化・発展させ、農産品の供給を保障し、農民の増収を図る。
③ 三農（農業、農民、農村が抱える困難な状況）の発展基盤を固め、内需拡大の余地を広げる。	③ 成長パターンの転換を加速し、経済構造の戦略的な調整を進める。(a) 所得水準の向上と消費拡大、(b) 自主革新（イノベーション）能力の向上と産業間の協調、(c) 省エネと環境保護、(d) 都市化および都市・農村の経済社会の一体化——などを重視する。
④ 経済体制改革を深化させ、経済発展の活動力を増強する。①政府機能の転換、②金融改革、③所有制構造の最適化による市場競争メカニズムの強化——を推進する。	④ 改革開放を深化させ、科学的発展に有利な体制を整備する。価格改革、財政管理改革、金融改革、投資体制改革、国有企業改革、対内投資と対外投資などを推進する。
⑤ 輸出の安定的な拡大と国際収支の均衡を促進する。	⑤ 雇用や社会保障など、民衆の利益に関わる問題を解決し、社会の安定を維持する。
⑥ 民生の保障と改善に努め、社会の安定を全力で維持する。	

(資料) 各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2010年の貸出増加額の目標値は7.5兆元に設定され、前年の目標（5兆元）よりは大きいとはいえ、実績（9.6兆元）に比べれば相当に抑制された水準になった。最大の危機対策である4兆元の内需拡大策は2010年にかけてのものであり、これを支える意味からも妥当な水準といえよう。

こうしたなか、銀行は将来的な引き締め強化への警戒感から貸出を急ぎ、2010年1月第1週には早くも貸出増加額が6,000億元に達した。これが当局の対応策を誘発し、1月12日には、預金準備率の0.5%引き上げが決定した。さらに、貸出額を急増させた一部銀行に限定して貸出停止、貸出回収、預金準備率引き上げなどの措置が導入されたとの報道が相次いだ。最終的に、1月の貸出増加額は1兆3,900億元に達した。すると、この統計発表の翌日、かつ、旧正月前の銀行の最終営業日となる2月12日には預金準備率の再引き上げ（0.5%）が決定された。これにより、預金準備率は大手銀行で16.5%、中小銀行で14.5%となったが、農村金融を支える意味で農村信用社などは13.5%で据え置かれた。

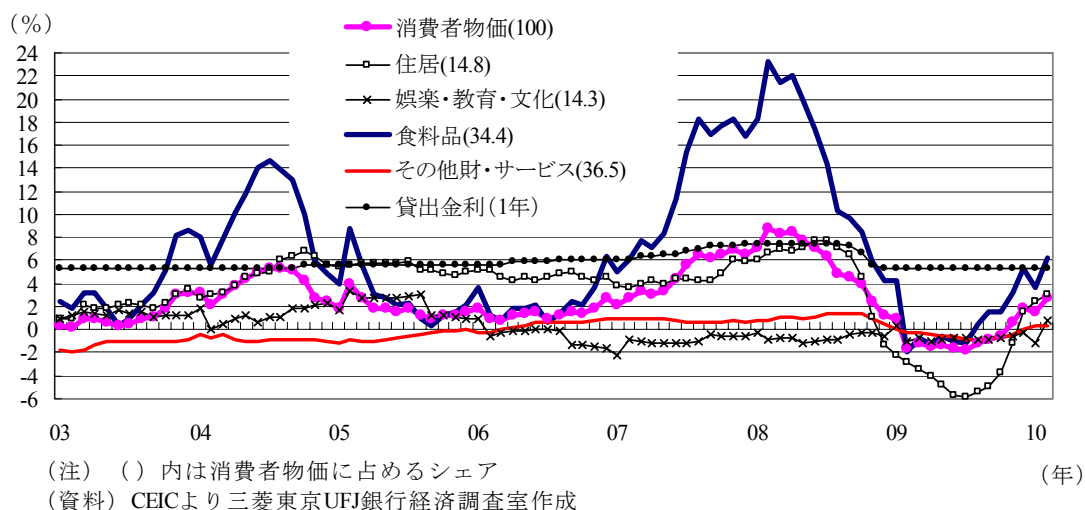
第5図：預金準備率と貸出金利



(2) 対応を要するインフレリスク

2010年3月の全国人民代表大会（全人代）でも、積極財政と適度な金融緩和の継続が再確認されたが、インフレリスクに対する当局の警戒感は強まっている。全人代では2010年の消費者物価上昇率の目標を3%に据え、調整を図っていくことになっている。むろん、製品価格については、原材料価格の上昇傾向が見込まれるなかでも、投資拡大に伴う供給過剰が上昇圧力を抑えると考えられる。しかし、2007～2008年同様、食料品価格や住居費は上昇傾向にあり、これらに主導された物価上昇のリスクは否定できない。直近の2010年2月の統計では、消費者物価は前年比2.7%まで高まっており（第6図）、当局としてはさらなる預金準備率の引き上げに加え、利上げも視野に入ってくる。米中金利差拡大に伴う資金流入のリスクを考えると米国の利上げ前には動きにくいという事情もある。

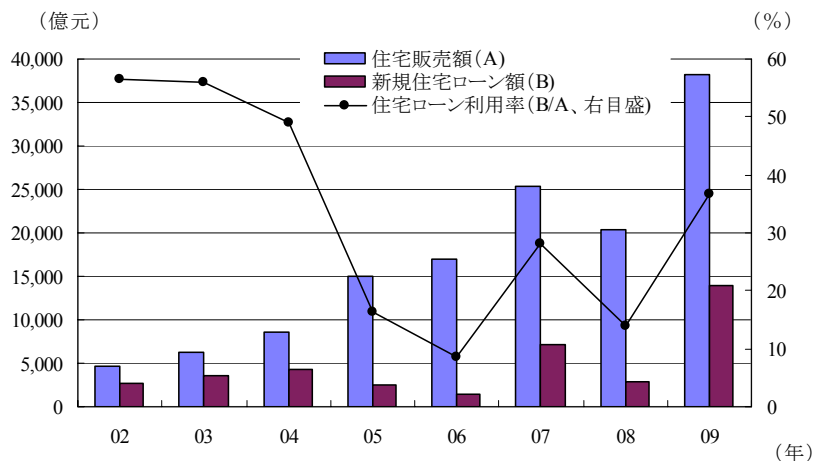
第6図：消費者物価上昇率の推移



もっとも、現時点で、より深刻なのは資産インフレである。株価については、2009年8月以降、引き締め警戒感から伸び悩み、2007年10月の史上最高値圏からみれば半分程度にとどまっている。これに対し、住宅価格は、株価ほどの落ち込みがないまま、再度上昇し、2009年後半以降は史上最高値の更新を続けている。このため、中央政府は12月から住宅投機の抑制を主眼に、個人の住宅売却時の免税条件の厳格化、不動産開発業者への金融規制強化などの対策を相次いで導入した。上海、北京など独自に対策を導入する地方政府もあるが、公有地の売却代金は地方政府の主要財源であるだけに、歳入の地方への配分増などの財政改革も同時に進めなければ、実効を挙げることは難しいとの見方もある。

ただし、一般国民にとって住宅を入手できないという不満は大きいものの、多額のローンに依存して高額物件を取得するケースは少ないことから、住宅バブル崩壊により家計がダメージを被るリスクは低いという点は不幸中の幸いというべきであろう。むしろ、不動産市況は多額の貸出資金の流入で押し上げられている以上、不良債権化のリスクは残る。一方、バブルをつぶすために極端な引き締めや不動産増税というショック療法に走れば、それもまた、大きなリスクを孕んでおり、対応策は常に実体経済の動向を確認しながらの微調整が求められる。

第7図：住宅販売とローン



(資料) 人民銀行「中国貨幣政策執行報告」等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 新たな金融サービスの導入

グローバル危機下でようやく本腰が入ったといえる重要政策に消費振興策がある。これまでの輸出・投資主導型成長は、米国の過剰なまでの消費によって支えられてきたところがある。しかし、危機を経て、その再現は期待し難い。その意味で、今後の中国の成長には中国内の潜在的な巨大市場の掘り起しが不可欠であることが改めて強く認識されたと考えられる。実際、自動車・家電に対する減税・補助金支給策は売上増加に貢献し、とくに、自動車については、米国の落ち込みもあって、2009年には

世界最大の市場に浮上し、その購買力を内外に強く印象付けた。こうした消費拡大は自国のみならず、海外の関連企業にも恩恵をもたらすほどであった。

このような中国の消費パワーを金融面から支えるために消費者金融の拡充策が導入された。8月に、消費者金融会社の設立を実験的に解禁する規則が公布されたのである。融資対象から住宅ローンと自動車ローンは除外され、過度の借入を防ぐため、貸出限度額は借り手の月収の5倍以内としている。また、消費者金融会社の最低資本金は3億元とされ、消費者金融会社の主要出資者となる金融機関には、総資産600億元以上、直近2年間の利益計上などの条件がある。北京、天津、上海、成都の4都市で各々1社を実験的に認可し、その結果を踏まえて全国展開する。

2010年1月には、中国銀行が過半出資する中銀消費金融会社（上海）、北京銀行が全額出資する北銀消費金融会社（北京）、成都銀行が過半出資する四川錦程消費金融会社（成都）が、次いで、2月には、チェコスロバキア PPF グループが全額出資する捷信消費金融会社（天津）が認可を受けた。このうち、北銀消費金融会社が3月に中国初の消費者金融会社として営業を開始した。消費拡大への貢献に期待は大きいですが、資産市場への流用や貸し倒れリスクの拡大などを危惧する声もあり、先行きには注視を要しよう。

(H22.3.23 萩原 陽子 youko_hagiwara@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1