

経済情報

グローバル金融危機下で大きく変化した中国の金融政策

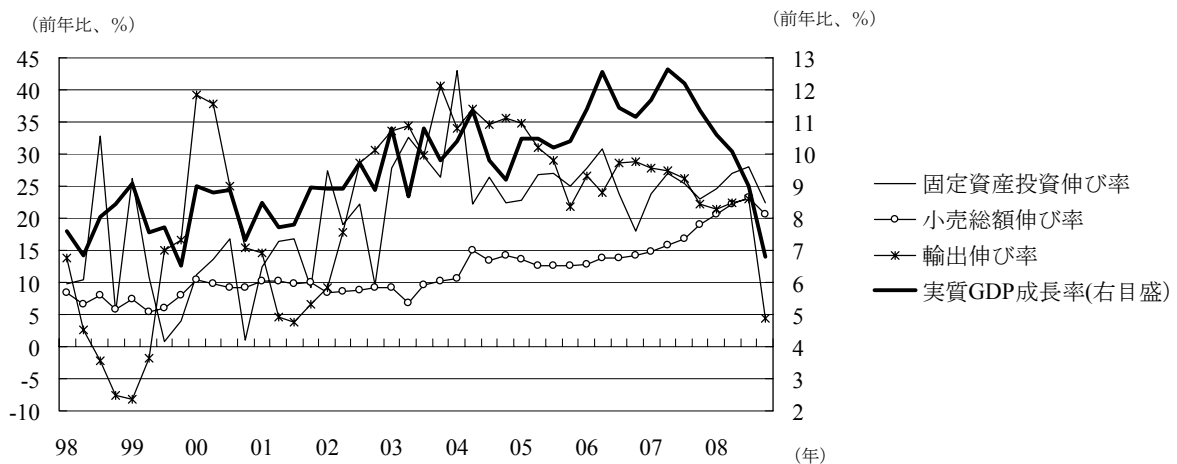
中国では、2003 年頃から金融引き締め政策が維持されてきたが、2008 年後半から、グローバル金融・経済危機が中国の実体経済へと色濃く浸透するに伴い、一気に緩和に転じた。以下では、最近の金融政策の変化をその背景となったマクロ経済動向と合わせて概観する。

1. 金融政策の変化を促すマクロ経済の激変

(1) 2008 年前半は引き締め強化

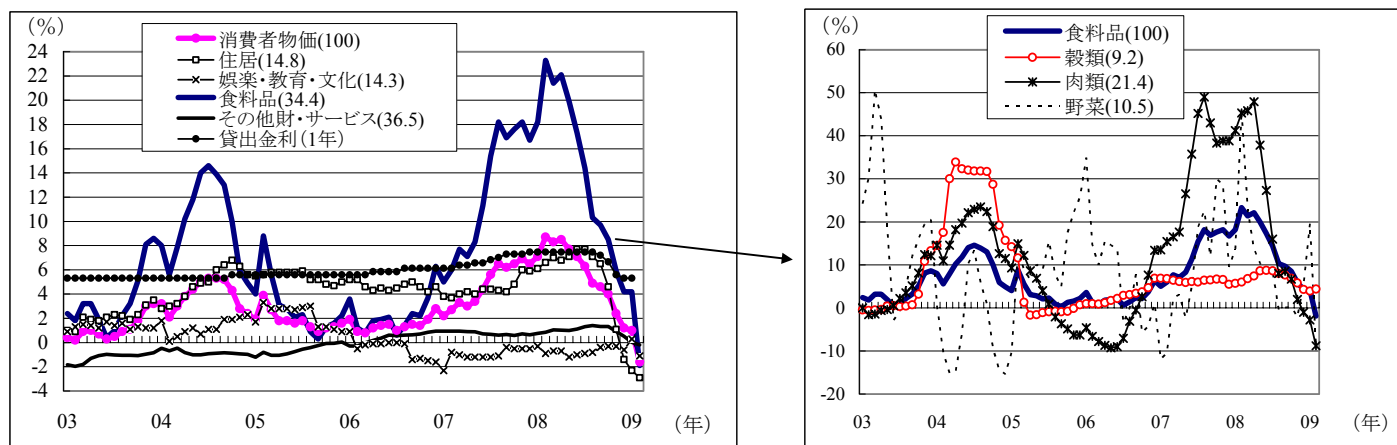
中国では、2003 年以降、投資が輸出と並ぶ高成長の原動力であった。しかし、生産能力が過剰に積み上がったため、当局は金融政策、産業政策の両面で投資抑制を図るようになった。それでも、投資の勢いは容易に収まらなかった。（第 1 図）。

第 1 図：実質 GDP 成長率の推移



加えて、2007年後半以降、食料品価格の高騰が物価を押し上げ、国民に不満が広がっていた（第2図）。国際価格を反映した穀物価格の上昇が肉・卵・食用油などの価格に波及し、とくに、豚肉については伝染病の流行などの要因も加わり、価格が跳ね上がった。また、不動産価格の高騰を反映して住居費も上昇が目立った。さらに、原材料価格の高騰は消費財価格上昇のリスクも孕んでいた。

第2図：消費者物価上昇率の推移

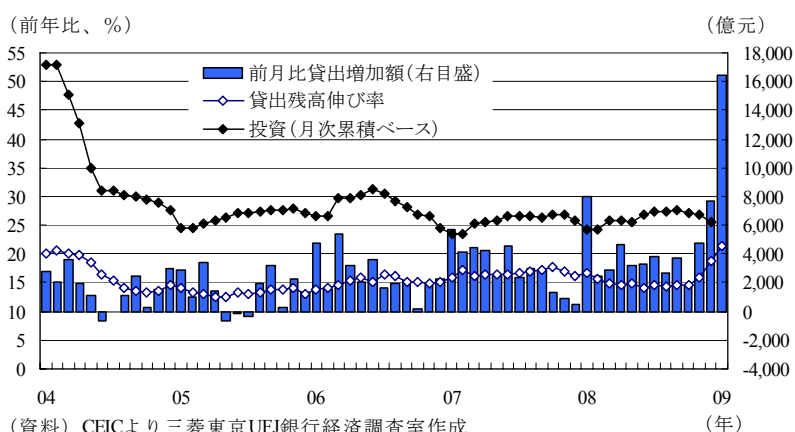


(注) 左図の（ ）内は消費者物価に占めるシェア、右図の（ ）内は食料品価格に占めるシェア
 (資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中央経済工作会議は毎年末に当年の経済情勢を総括し、翌年の経済政策を決定するための重要会議であるが、2007年12月3～5日に開催された同会議では、こうしたマクロ経済環境を踏まえ、2008年の主要政策8項目の筆頭に、景気過熱とインフレ抑制の抑制を据え、金融政策方針を10年振りに「穏健」から「引き締め気味」に変更した。

こうした状況下、2008年には金融引き締めが一段と強化された。当局は、2007年10月に、銀行に対し、以後、年末まで貸出を増やさないよう指示したのに続き、2008年には同年の貸出増加額を前年の増加額と同規模に抑えるよう指示した（第3図）。

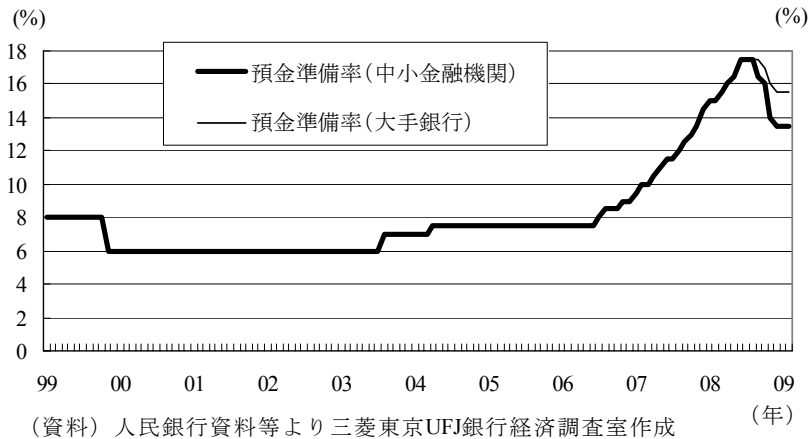
第3図：投資と貸出の推移



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

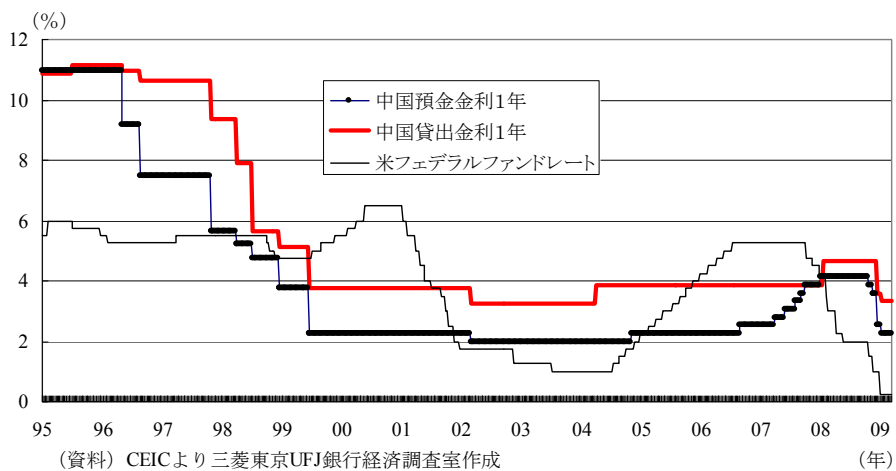
また、中国人民銀行は、預金準備率を 2007 年に 10 回引き上げたのに続き、2008 年に入ってもほぼ毎月のように引き上げた（第 4 図）。四川省大地震の後も、これを機に広がった金融緩和期待に水を差すように 3 回の引き上げを実施した。結局、2008 年前半で 6 回、合計で 3% 引き上げ、17.5% と過去最高水準を更新した。ただし、地震の被災地に関しては、預金準備率の引き上げは見合せ、16% の水準に据え置いた。

第 4 図：預金準備率の推移



一方、2008 年には利上げは見送られた。2004 年 1 回、2006 年 2 回、2007 年 6 回の利上げで、1 年物貸出金利は 7.47% と 1998 年以来の高水準に達したが、それでも、20% を超えていた 2007 年の名目 GDP 成長率に比べれば、はるかに低く、理論的には景気刺激的であったといえる。ただし、中立金利を目指して、名目 GDP 成長率に近づけていけば、世界的な金利低下局面だけに、一段の資本流入と人民元高を招きかねないというリスクは当局に十分認識されていたと考えられる（第 5 図）。

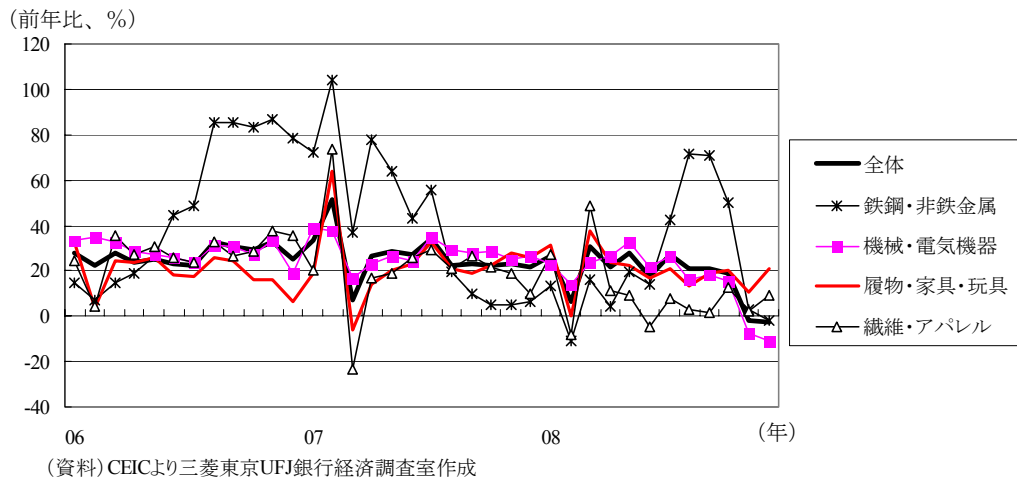
第 5 図：米中の金利差



(2) 2008 年後半からの急速な金融緩和

グローバル金融危機が世界的な景気後退へ発展するなかで、その影響は急速に中国経済に浸透してきた。前年比+20%前後の好調な伸びを維持した輸出も、繊維・アパレルなどでは鈍化が目立ち始めた（第 6 図）。引き締め政策が長期化し、しかも厳しい量的規制を含むまでに強化されたのに加えて、海外需要が減退してきたことから、中小企業では倒産も増えていった。

第 6 図：商品別輸出動向



政府はこうした情勢変化に敏感に対応した。7月25日、胡錦濤総書記主宰で開催された共産党政治局会議はマクロ政策目標として「安定的で比較的速い経済発展の維持とインフレ抑制」を掲げ、従来のインフレ抑制最優先から転換したのである。

7月下旬から、当局は、中小企業向けに限定して、銀行の貸出枠を拡大したのに続き、8月4日付けの人民銀行、財政部、人的資源社会保障部連名の通達では、小口融資制度の対象を失業者や労働集約型の小企業に拡大したうえ、融資限度額の引き上げや利子補填などの措置を盛り込んだ。

さらに、9月15日、米大手証券会社の破綻により、世界的な金融危機が深化すると、利下げに踏み切った。ただし、預金金利は据え置きで、貸出金利のみが引き下げの対象となり、しかも、利下げ幅は6カ月物の0.36%に対し、3～5年物は0.18%、5年物以上は0.09%と、期間が長いほど小さく、運転資金負担の軽減に重点が置かれた。同時に、預金準備率も1%引き下げられたが、中小企業金融が少ない大手6行は除外されたこともあり、金融緩和への方向転換というよりは、引き締め政策による打撃が大きい中小企業向けの支援策の一環という色彩が強いとみられていた。

それでも、数カ月前には、周小川人民銀行総裁が、インフレ抑制に向け利上げの可能性も排除しないとの発言をしていただけに驚きをもって迎えられた。香港紙では、利下げを決定した重要会議に周総裁が欠席したと報じたところもあり、当局内での意見対立を窺わせた。

次いで、10月8日、欧米6中銀が協調利下げに踏み切ると、人民銀行は再度利下げと預金準備率の0.5%引き下げを決定した。今回は一部の短期金利の下げ幅が小幅に

抑えられたのを除き、預金・貸出金利ともに0.27%の引き下げとなった。また、同日、預金利子にかかる所得税（税率5%）も免税となった。

その後も利下げは続き、結局、9～12月に5回の実施で、1年物貸出金利を5.31%と2004年10月の利上げ開始前の水準にまで急速に低下させた。一方、預金準備率はこの間4回の引き下げで、大手6行では15.5%、その他中小金融機関では13.5%となっている。

さらに11月には引き締め効果が最も強い貸出総量規制も撤廃された。第3図のとおり、10月には1,819億元にまで落ち込んでいた貸出増加額は、これを契機に急増し、2009年1月には1兆6,200億元に達した。

(3) 2009年も続く危機対応モード

12月8～10日に開催された中央経済工作会議では、2009年の政策方針が決定され、主要目標として「経済の安定的で比較的速い発展の維持」が掲げられた。さらに、主要政策5項目の筆頭に、財政政策は「穏健」から「積極的」、金融政策は「引き締め気味」から「適度に緩和的」に変更され、インフレ抑制が最重要課題であった昨年から一転して危機対応モードが全面に押し出された（第1表）。

第1表：中央経済工作会議で提示された2009年の主要政策

2009年	2008年
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。	① マクロ調整を完全実施する。景気過熱とインフレの抑制が最重要課題で、穏健な財政政策と引き締め気味の金融政策を実施する。
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。	② 農業と農村経済の発展を強化し、三農問題（農業、農民、農村が抱える困難な状況）対策を進める。
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。	③ 自主革新能力を高め、産業構造の高度化を推進する。
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、国有企业改革、対内投資と対外投資などを推進する。	④ 省エネと汚染物質排出削減の進展に注力する。
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。	⑤ 地域の強制的な発展を促し、積極的に都市化を推進する。
	⑥ 全面的に改革を深化させ、科学的発展と和諧（調和）社会の構築を推進する。
	⑦ 対外開放を進め、対内投資と対外投資のレベルをともに引き上げる。
	⑧ 市民の生活改善に注力し、社会調和を促進する。

（資料）各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、イノベーション能力の向上、省エネ・環境保護などは前年の単独項目から「成長パターンの転換」という項目に集約されており、前年に比べ、構造改革に類する政策の位置付けは若干低下した感がある。それだけ、経済・金融政策を総動員しての危機回避が最優先されていることを示すものと考えられる。

12月3日、中央経済工作会議に先立って開催された国务院常务会议で、経済発展のための金融政策として9項目の政策が打ち出された。さらに13日には30条に渡るその施行細則が「金融による経済発展促進についての若干の意見」と題して公表された。これが当面の金融政策の方向性を示していよう。

第2表：「金融による経済発展促進についての若干の意見」の概要

<p>① 適度な金融緩和政策を実施、マネーサプライ・貸出の安定的な伸びを促す</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 09年のマネーサプライ伸び率を17%に設定、3年物の人民銀行手形の発行を停止、1年物と3カ月物の発行頻度を減らす。 <p>② 貸出サービスを強化・改善し、合理的な資金需要を満たす</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 金融政策と産業政策を協調させ、民生、農業、インフラ等への貸出を拡大し、エネルギー多消費産業等への貸出を制限する。 ・ 銀行がリスクコントロール可能な範囲で、基本状況が良好でありながら、一時的な経営難や財務困難に陥った企業に対し、資金支援を行うことを推奨する。 ・ 当面の特別な時期のニーズに応じ、「貸出通則」等の関連規定を修正、貸出規制を緩和する。 ・ 中小企業金融：地方政府の信用担保会社への支援を奨励。多層的な中小企業融資担保基金・担保機構を設立し、中小企業金融のシェア拡大。条件に適合した中小企業信用担保機構に対し、営業税免除。 ・ 農村金融：農村融資担保メカニズムを確立し、多様な形式の担保によるローン商品を積極的に模索する。 <p>③ 多層的な資本市場システムの構築を加速し、市場の資源配分機能を発揮させる</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 株式市場の安定、先物市場の発展、多様な債券の発行規模の拡大を推進。 <p>④ 保険の保障・融資機能を発揮させ、経済社会の安定的運営を促進する</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 農村、住宅、自動車、年金等の保険業務の積極的な発展を推進。 ・ 保険会社による国債、金融債、企業債及び公司債の購入を奨励し、交通・通信・エネルギー・農村インフラプロジェクトへの投資を促す。 <p>⑤ 融資方式を革新する</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ M&A融資を解禁する。不動産信託投資基金を試験的に展開し、不動産企業の資金調達ルートを拡大する。 <p>⑥ 外貨管理を改善し、貿易投資の簡便化推進に力を入れる</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ とくに中小企業の貿易金融を簡便化。 <p>⑦ 金融サービスの近代化とレベルアップ</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 支払い手段のシステムを更に豊富にし、農業・災害復旧への国庫補助の直接支払い範囲を拡大し、輸出税還付のプロセスを改善し、中小企業・農村信用体系の建設を引き続き推進する。 <p>⑧ 財政・税制政策の支援を強化し、金融業の経済成長促進能力を高める。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 中小企業・農業向け金融に対しては不良債権処理条件を緩和する。 ・ 借入人が貸出元利を期日通りに返済できない場合、吸収合併や利息減免などを通じて返済可能と見込めれば、債務繰り延べ・金利減免が可能となる。 ・ 税務部門は金融機関の不良債権償却手続きを簡素化し、不良資産の早期処理を促進し、信用収縮を回避する。 <p>⑨ 金融改革の深化、リスク管理の強化を通じ、金融の安定を維持する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 国際金融危機への対応力、金融システムの管理の強化、銀行改革の深化

(資料) 各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

「意見」のなかで、2009年のマネーサプライは17%に設定された。「意見」発表時点で最新であったマネーサプライ実績値は2008年11月の前年比+14.8%であったことからみても、明確に金融緩和のスタンスを打ち出している。

また、信用収縮の回避を図るために貸出や不良債権に関わる規制を緩和する方針を打ち出した点も注目される。2008年11月に発表した4兆元の大型内需拡大策（2008年のGDP比13%）は景気下支えの切り札として期待されているが、中央政府支出として確定しているのは1兆1,800億元で、残りは地方政府、企業部門から投資を想定したもので、勢い、銀行融資による資金手当てが不可欠である。

中小企業ならびに農業に対してはとくに手厚い対応策が盛り込まれている。これは

輸出企業を中心とする雇用削減で出稼ぎ農民の失業が 2,000 万人にもものぼると推計されるなか、雇用吸収面での役割を重視したものと考えられる。そもそも、政府が 8% の経済成長に強く固執しているのも、これが失業を増やさないための最低水準とみなされているためである。

銀行業監督管理委員会（銀监会）は、「意見」に従い、早くも 12 月 6 日付けで、M&A 融資を解禁し、ガイドラインを公表した。M&A 融資は 96 年に公布された貸出通則で禁止されていたが、国内における産業再編や中国企業の海外進出などでニーズは高まっていた。これを受けて、上海連合財産権取引所（企業の所有権などを取引）と工商銀行上海支店・上海銀行、北京財産権取引所と工商銀行北京支店・北京銀行などが M&A 融資に関わる協力を取り決めている。

さらに 2009 年 1 月 10 日、銀监会は「意見」を反映した「経済発展促進のための貸出管理政策の調整通知」を発表した。これは、銀行に対し、中小企業金融面では専門部門の設立、農業金融面では特別な貸出管理・業績評価政策での対応を促し、また、金融危機の影響により一時的な経営困難に陥った企業に対する貸出支援を奨励している。さらに、中小銀行に対しては預貸比率（75%）の超過を認める場合もあるとのことであった。

こうしたなか、一部海外メディアは、銀监会が不良債権の比率引き下げと残高削減の目標を放棄すると報じたが、銀监会はこれを強く否定し、本年も銀行に対し、不良債権の抑制、貸倒れ引当金と自己資本の充足などリスク管理を促している旨明言した。

2. 金融改革の動き

中国では、金融政策の方向性を定めるために不定期に開かれる重要会議として金融工作会議がある。同会議は、アジア危機発生直後の 97 年 11 月、WTO 加盟直後の 2002 年 2 月、WTO 加盟に伴う銀行業の完全開放後の 2007 年 1 月と大きな節目に過去 3 回開催されている。

2007 年の会議では、重点政策として、①銀行改革の深化、②農村金融改革の加速、③資本市場と保険市場の育成、④金融サービス・コントロール機能の強化、⑤金融業の対外開放の推進、⑥金融当局の監督能力の向上——の 6 項目を挙げた。主な内容は第 3 表のとおりである。

第3表：金融工作会議の重点政策の概要

① 銀行改革の深化	<ul style="list-style-type: none"> ・すでに上場を果たしている工商銀行、中国銀行、建設銀行、交通銀行については、コーポレート・ガバナンスの整備、経営メカニズムの転換の加速を進める。 ・農業銀行については、株式制改革を推進し、「三農（農業、農村、農民）」へのサービスという位置づけと責任を強化。 ・政策銀行改革の手始めに、国家開発銀行の商業化を進め、政策的業務については透明な公開入札を導入する。他の商業銀行と資産管理会社の改革を時機を逸することなく進める。
② 農村金融改革の加速	<ul style="list-style-type: none"> ・「三農」の特徴に適した、重層的で広範囲をカバーする持続可能な農村金融システムの確立を急ぐ。 ・農村金融組織の革新を進め、農村地域への金融機関の参入を調整・緩和し、参入のハードルを引き下げ、農村の需要に適合した多様な所有制の金融組織の発展を奨励・支援し、多様な形式の小口融資機関を積極的に育成する。
③ 資本市場と保険市場の育成	<ul style="list-style-type: none"> ・資本市場：直接金融の規模拡大を念頭に、資本市場のインフラ強化、上場企業の質の向上、情報開示の厳格化と透明度の強化、債券市場の発展加速を進める。 ・保険市場：保険業の改革・発展をさらに推進、サービス分野を拡大、サービス水準を向上、リスク回避への意識・能力を強化する。
④ 金融サービス・コントロール機能の強化	<ul style="list-style-type: none"> ・金融コントロールの予見性・科学性・有効性を一層高め、通貨・信用総量を合理的にコントロールし、信用構造を最適化する。 ・中小企業、自主革新、社会事業、未発達地域への金融支援を強化する。 ・金利の市場化を着実に推進する。 ・人民元相場形成メカニズムをさらに整備し、外貨準備の運用管理を強化し、外貨準備の使用ルート及び方法を積極的に模索・拡大する。
⑤ 金融業の対外開放の推進	<ul style="list-style-type: none"> ・金融業の開放構造を最適化し、資本市場の対外開放を着実に進める。 ・内外金融機関の公平な競争を図る。
⑥ 金融当局の監督能力の向上	<ul style="list-style-type: none"> ・金融管理の分業体制を整備し、監督管理の協調を強化する。 ・管理手法の強化、法整備を通じ、短期資本移動、特に投機資金に対する監督規制の有効性を高め、マネー・ロンダリング防止を強化し、引き続き金融秩序を整理・規範化する。

(資料) 各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

過去の金融工作会議同様、ここで打ち出された方向性に沿って、2007年には、外貨準備を運用するための政府系投資ファンドの新設、農業金融改革などが進められた。2008年には、激変するマクロ経済環境への対応に迫られる面もあったが、一定の進捗があった。

まず、銀行改革の面では、4大国有商業銀行のうち唯一株式会社化も上場も果たされていなかった農業銀行の改革がある。不良債権比率の高さゆえに時間がかかったが、2008年10月、他の3行の大株主となっている国有投資会社・中央匯金公司（匯金）から190億ドルの資本注入を受けて、2009年1月に株式会社化した。

国家開発銀行は政策銀行から商業銀行への転換が金融工作会議の方針に盛り込まれていたが、2007年12月に匯金から200億ドルの資本注入を受けて、資本力を増強し、2008年12月に商業銀行となった。

金融サービス強化の面では、地下金融合法化への道を開いた。2008年5月、人民銀行と銀監会は試験的に小額貸出会社の設立を認め、資本金500万元以上、貸出金利を基準金利の0.9～4倍などと規定した。引き締め政策の下で資金繰りに苦しむ中小企業支援策として期待されているが、地下金融機関には依然ハードルが高く、また、当局の管理下に置かれることを好まないとの見方もあり、効果については即断し難い。

3. 評価と展望

中国当局は、グローバル金融・経済危機の深刻化に伴い、長期に渡った金融引き締め政策を一気に転換させた。2004年10月から3年超に渡り小刻みな利上げを9回繰り返してきたが、2008年9～12月の短期間に5回の利下げで一気に利上げ前の水準にまで巻き戻した。迅速な対応は実体経済の底割れを防ぐ意味で高く評価されよう。

もっとも、これは引き締め局面においても過度の引き締めによる景気失速を警戒する一方、世界的な景気後退による中国の景気後退リスクに敏感に反応する政府首脳のスタンスを反映していよう。高成長を維持してこそ、格差是正、社会保障の整備など、山積する問題が解決し易くなるという認識は不合理なものではない。ただ、こうした金融政策運営は必ずしも金融当局と一枚岩とは考えにくく、実際、齟齬が見受けられる場面もあった。

足元では、世界的な金融・経済危機という未曾有の難局にあって、財政・金融・産業とあらゆる側面からの政策を総動員して景気底割れを防ぐことが最優先されるなかで、金融面では、利下げや量的規制緩和のみならず、貸出管理についても緩和が求められつつある。アジア危機後の国内の不良債権問題と今日の世界的な銀行危機を踏まえれば、金融当局としてはリスク管理の強化を軽視できまい。成長支援のための貸出拡大の要請と不良債権問題の回避との両立は金融当局にとって極めて困難な課題となっている。

(H21.3.12 萩原 陽子)

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

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。