

2009 年第 1 四半期貨幣政策執行報告の概要

田中 修

はじめに

5月6日に、人民銀行から1-3月期の貨幣政策執行報告が公表された。そのポイントを紹介する。

1. 貸出の急増

新規貸出が4.6兆元と急増したことにつき、コラムを特に設けて次のように解説している。

期間構造では中長期貸出と手形割引が多く、中長期貸出は前年同期比1.9兆元増で前年同期より1.1兆元伸びが大きくなっており、各種貸出の40.7%を占める。手形割引は同1.5兆元増加し、1.6兆元伸びが大きくなっており、各種貸出の32.3%を占める。短期融資は同1.2兆元増加し、5828億元伸びが大きくなっており、各種貸出の26.3%を占め、2008年10-12月期よりウエイトが4.4ポイント上昇した。

中長期貸出は主としてインフラ施行業、リース・ビジネスサービス業、不動産業、製造業に向けられた。主要金融機関のインフラ施行業（交通運輸、倉庫・郵政業、電力・天然ガス・水の生産・供給業、水利・環境・公共施設管理業）への中長期貸出は8948億元で中長期貸出新規増の50.1%を占め（前年同期より9.9ポイント増）、リース・ビジネスサービス業への貸出は2207億元で同12.4%を占め（同7.9ポイント増）ている。不動産業¹への中長期貸出は2006億元で同11.2%を占め（同8.7ポイント増）、製造業への貸出は1414億元で同7.9%を占め（同4.3ポイント増）ている。

（1）中小企業への貸出支援はなお強化する必要がある

金融危機の影響を受け、中小企業には有効な資金需要はあるが、調達能力がある程度低下している。これに加えて、借入コスト・引き受けさせられるリスク・責任等の面で差別があり、商業銀行は貸出を大型プロジェクトあるいは大型企業に向け、中小企業向けは比較的慎重となる傾向がみられる。これらの要因は、一定程度中小企業向け貸出の伸びに悪影響を与えている。しかし、中小企業は経済成長の促進・雇用吸収・産業構造調整等の面で重要な役割を發揮しており、中小企業への貸出増も、商業銀行に新たな利益の成長スポットを提供することができる。

現在、一部の商業銀行は、すでに中小企業に対する貸出サービスを積極的に展開し、顧客資源が豊富な地域を選択して中小企業に金融サービスを提供する「専門支店」を設置し、中小企業への貸出に独自の審査指標を設け、中小企業のリスクの特色と借入需要に相応しい貸出を推進している。これらの措置の効果は、将来徐々に現われるだろう。当然、中小企業金融の問題を解決するには、金融機関のシステム・多層の融資ルート・財政税制の支

¹ これには個人住宅向け商業ローンは含まれない。

援・信用体系と担保メカニズムの建設等の面で、さらなる整備が必要である。

(2) 貸出の伸びの質はなお更に向上させる必要がある

貸出の急速の伸びと、相対的に緩慢な実体経済にはコントラストがあるが、これには一定の合理性がある。しかし、経済の波動が増幅するリスクと不良債権の反動増のリスクを防止しなければならない。

同時に、わが国の生産能力過剰という矛盾はかなり際立っており、もし「維持」するだけで「抑制」しないならば、経済構造調整の速度は緩慢となる可能性がある。「維持するものと抑制するものを区別する」という考え方を堅持すべきであり、内需拡大と構造調整を更にうまく結びつけるべきである。

このほか、最近銀行貸出は政府プロジェクトに集中している。これは投資をかなり速く牽引するには有利ではあるが、同時に地方政府の負債能力を合理的に評価し、社会投資に対する牽引効果を観察・分析しなければならない。

総体としてみると、国際金融危機の特殊環境下において、最近のわが国の貸出の適度に比較的速い伸びは、弊害よりもプラスが大きい。これは、適度に緩和した金融政策が有効に伝達されていることを示すものであり、金融市場の安定化、市場のコンフィデンスの向上、経済の平穏で比較的速い発展の促進に資するものである。また、3月の貸出の猛烈な増加は、一定程度商業銀行の四半期末の考課等の要因の影響も受けている。4月から今後数ヶ月、金融機関・企業はいずれもしばらく消化期間が必要である。

その次の段階で、もし国際金融危機が引き続き深まっているようであれば、なお貸出の伸びに力を入れる必要がある。同時に、適度に緩和した金融政策を引き続き実施していくプロセスにおいて、金融の構造調整・貸出構造の最適化への誘導を強化し、貸出構造の問題が引き起こす可能性のあるリスクを防止しなければならない。イノベーション能力が強く、産業の見通しが明るく、注文があり、雇用吸収に資する中小企業・民营企业への貸出を更に強化し、農村金融サービスを引き続き強化し、農業生産の特色に基づき貸出を強化しなければならない。

2. 公開市場操作

春節前の現金大量放出・終了後の回収という季節的特徴と、1-3月期は公開市場操作の満期が大量に到来するという現実を踏まえ、売りオペを1.1兆元行い、中央銀行手形を4800億元発行した。3月末の中央銀行手形残高は4.2兆元であり、2008年末より5000億元減少した。また、春節後、期限3ヶ月の中央銀行手形を毎週発行することを復活させた。

3. 物価動向

2009年2月から消費者物価がマイナスになったため、特に次のような解説を加えている。

物価情勢を判断するにあたっては、物価指数を正確に認識するほか、デフレーション・ディスインフレーション・インフレーション・リフレーションの区別に注意しなければな

らない。デフレについては、異なる定義がある。

単一要因論：総体物価水準が継続して下降することをデフレとする。

2 要因論：総体物価水準とマネーサプライが継続して下降することをデフレとする。

3 要因論：上記 2 要因に加え、経済成長が継続して下降してはじめてデフレと呼べるとする。

デフレのとき総体物価水準が継続して下降するのは異なり、デysinフレはインフレ率が下降することを意味し、これは通常、かなりな高インフレの後に発生する。このとき、これまで急速に上昇していた多くの商品価格が急速に反落する可能性があるが、総体物価水準はなお上昇しており、上昇速度が大幅に緩和されるだけである。

インフレのとき総体物価水準が継続して上昇するのは異なり、リフレはマネーサプライの増加等の方式を通じて経済を刺激し、デフレから脱出させることを指す。これは経済が後退し、物価総水準が継続して下降した後、経済が谷底から回復し始め、物価総水準が反転上昇を開始する間のことである。

一般的に言えば、インフレがデフレに相対し、デysinフレがリフレに相対する。

総体としてみれば、物価情勢を分析する際には、前年同期比と前期比の物価指数を総合的に分析し、物価情勢に影響を与える主要要因を抽出し、かつその他のマクロ経済指標の動向を組み合わせ、慎重に判断すべきである²。

4．業種分析

1 - 3 月期において、工業 39 業種中、33 業種の付加価値が前年同期比で増加し、6 業種が下降した。12 業種の利潤が前年同期比で増加し、23 業種が減少し、4 業種に赤字が出現した。石炭・電力・石油・運輸の需給情勢は総体として比較的緩和している。1 - 3 月期、石炭生産量は 6.0 億トンで前年同期比 6.3% 増、貨物輸送量は 57.8 億トンで同 4.4% 増、原油生産量は 4065.2 万トンで同 1.6% 増、発電量は 7797 億 kW で同 2.0% 増である。

4.1 不動産業

1 - 3 月期、各種政策の作用の下、全国分譲住宅販売面積・販売額は前年同期比で反転上昇し、不動産開発投資の前年同期比の伸びは大幅に反落したものの、1 - 2 月期よりはやや高くなった。建物販売価格は前年同期比で引き続き下降しているが、前期比では上昇した。

(1) 不動産開発投資

1 - 3 月期は 4880 億元であり、前年同期比 4.1% 増となった。伸びは前年同期より 28.2 ポイント反落しているが、1 - 2 月期より 3.1 ポイント高くなっている。このうち、住宅投資は 3422 億元であり、前年同期比 3.2% 増であり、伸びは前年同期より 31.5 ポイント反落した。

² このように強調しているのは、エコノミストの間に「経済はデフレに向かっており、更なる金融緩和が必要だ」とする意見が強いためであろう。

1 - 3 月期の全国完成土地購入面積は 4742 万㎡で前年同期比 40.1%減となり、建物新着工面積は 2.0 億㎡で同 16.2%減であった。

(2) 分譲住宅販売面積・販売額

1 - 3 月期の全国分譲住宅累計販売面積は 1.1 億㎡で、前年同期比 8.2%増となり、2008 年 4 - 6 月期以来連続 3 四半期マイナスとなった後、はじめてプラスに転じた。全国分譲住宅累計販売額は 5059 億円で、前年同期比 23.1%増となり、伸びは前年同期より 21.6 ポイント高まった。

(3) 建物販売価格

2009 年 3 月の全国 70 大中都市建物販売価格は前年同期比で 1.3%下降し、下降幅は 2 月より 0.1 ポイント拡大し、すでに 4 ヶ月連続下降している。しかし、前期比では 0.2%上昇しており、これは 2008 年 8 月以来 7 ヶ月連続のマイナスの後、はじめての上昇である。

このうち、新築住宅の販売価格は前年同期比 1.9%下降、前期比 0.1%上昇であった。1 - 3 月期全国 70 大中都市で前期比で住宅価格の下降となった都市は毎月減少しており、1 月 46、2 月 37、3 月 22 都市となっている。

(4) 分譲不動産融資残高

2009 年 3 月末、全国分譲不動産融資残高は 5.67 兆元であり、前年同期比 12.7%増、伸びは前年同期より 13 ポイント低下したが、年初よりは 2.3 ポイント高まり、2 月末より 2.6 ポイント高まった。

このうち、不動産開発融資残高は 2.17 兆元、前年同期比 16.3%増であり、伸びは前年同期より 2.8 ポイント低下した。住宅ローン残高は 3.49 兆元、前年同期比 10.6%増であったが、伸びは前年同期より 19.2 ポイント低下した。

1 - 3 月期不動産融資残高は新たに 3364 億元増加し、伸びは前年同期より 1403 億元増加した。うち、不動産開発融資の新規増は 2218 億元で、伸びは前年同期より 1257 億元増加した。住宅ローンは新たに 1149 億元増加し、伸びは前年同期より 146 億元増加した。

4.2 鉄鋼業³

(1) 鉄鋼需要は引き続き弱い

1 - 3 月期の不動産開発投資が依然低迷している等の要因の影響を受け、国内用鉄鋼の需要はまだ完全に始動していない。国際市場の鋼材需要はなお縮小状態にある。鋼材の純輸出の大幅な下降は、国内市場の需給矛盾を増大させている。

(2) 鉄鋼生産総量は過剰である

中国鉄鋼工業協会の統計によれば、2008 年末のわが国鉄鋼生産能力は 6.6 億トンに達し、1.6 億トンの過剰となっている。これは現在の市場需要に対し、中国の鉄鋼市場は少なくとも 20%近くの生産能力過剰となっていることを意味する。

³ 報告では、不動産業と鉄鋼業しか示されておらず、この 2 大産業が政府の重大関心事項となっていることが分かる。

2009年1-3月期の鋼材生産は1.4億トンであり、前年同期比2.8%増加した。1-3月期の市場需要が明らかに弱い状況下、鉄鋼生産の総量は高すぎ、供給は引き続き増大しており、国内市場の供給過多を生み出している。

(3) 鋼材価格は全面的に下降しており、低位調整の段階にある

2008年末、鋼材の社会在庫はかなり低く、2009年初、貿易商が在庫補充を行い、国内鋼材価格は上昇を回復した。しかし、2月中旬以降鋼材市場は供給過多となり、価格は明らかに反落している。

(4) 鉄鋼企業は全体として赤字である

各鉄鋼企業の生産コスト引下げ、各種コスト圧縮は初めて成果をみたが、鋼材価格が全体として低位調整の段階にあるため、鉄鋼企業は全体としてなお赤字状態にある。

1-3月期、大中型鉄鋼企業72社のうち、25社が赤字であり、赤字率は34.7%と前年同期より23.6ポイント上昇した。全体の赤字額は33.1億元であり、前年同期が441.6億元の利潤を達成したのに比べ、明らかなコントラストを成している。

5. マクロ経済の展望

(1) 全体状況

内需拡大・経済の平穏で比較的速い発展を促進する包括的措置が初めて成果を現したことにより、経済運営には積極的变化が現われ、情勢は予想よりも良い。しかし、国際金融危機はなお蔓延し、外需は引き続き縮小しており、対外貿易情勢は楽観できない。就業圧力はかなり大きく、企業利潤及び個人所得の伸びは緩慢である。これらは将来の消費需要に不利な影響を生み出す可能性がある。総じてみれば、現在の経済の反転上昇は基礎が牢固ではなく、特に民間投資の意欲がかなり低く、内生的な成長動力を強化しなければならない。

(2) 物価

将来一時期の物価は、生産能力過剰・大口製品価格の波動等多方面の要因の影響を受ける。現在、世界経済は後退中であり、潜在的な生産水準以下に経済が運行している構造に変化はない。生産能力過剰及び需要不足は、今後物価が下振れする主要な圧力を形成している。

これと同時に、国内経済の回復と貸出の比較的速い伸びは、物価の下振れを抑制するのに有利である。世界経済の下方調整にも緩和の兆しがあり、物価の継続した大幅な下落の可能性は減少している。連続して注入した大規模な流動性と経済刺激計画の影響を受け、現在、世界のマネー環境は比較的緩和されており、いったん自信が回復すると、一次産品と資産価格も比較的速く反転上昇する可能性がある。

6. 今後の金融政策の考え方

今後、引き続き国際金融危機に対応し、経済の平穏で比較的速い発展を促進することを

主軸とし、統一的に企画配慮し、重点を際立たせ、経済の平穏で比較的速い発展を促進する包括的計画を全面的に実施しなければならない。

中国人民銀行は、党中央・国务院の統一的手配に基づき、程度に緩和した金融政策を断固として実施し、政策の連続性・安定性を維持し、貸出構造の最適化を誘導する基礎の上に、柔軟で力のある措置を採用し、経済発展への金融支援を強化して、貸出総量が経済発展の需要を満足させることを保証する。

(1) 引き続き、銀行システムの流動性充足を維持し、金融機関が貸出を合理的に増加するよう誘導する

公開市場の手段の組合せ・期間構造・操作の程度を加減し、柔軟かつ適切に銀行システムの流動性を管理し、わが国銀行システムの流動性充足を引き続き維持し、マネー市場の金利の平穏な運行を維持する。経済金融情勢の発展と政策効果を更に観察し、多様な金融政策手段を柔軟に運用して、市場の資金需給を調節し、貸出総量が経済発展の需要を満足させることを保証する。

(2) 金融機関が貸出構造を最適化させるよう誘導し、経済発展に対する貸出支援の質を高める

金融機関の貸出先に対する指導を強化し、条件に符合した中央投資プロジェクトに手配された貸出が速やかに全額行われることを保証し、「三農」・就業・就学・学業助成・災害復興等民生への貸出支援を真剣にしっかり行う。消費ローンを大いに発展させ、不動産融資政策をしっかりと行い、中小企業・自主的なイノベーション・合併再編・産業移転・地域経済の協調発展に対する融資支援を増加する。エネルギー多消費・高汚染・生産能力過剰の業種・企業への貸出を厳格に抑制する。金融機関のイノベーション・金融サービスの改善を誘導し、経済発展への金融支援を強化し、同時に貸出リスクを有効に防止・コントロールする。

(3) 引き続き金利市場化改革を推進し、人民元為替レートの形成メカニズムを整備する

マネー市場の基準金利体系の建設を加速し、金融機関のリスク評価能力・水準を引き上げるよう努力する。主动性・コントロール可能性・漸進性の原則に基づき、人民元レート形成メカニズムを更に整備し、為替レートの弾力化を増強し、人民元レートが合理的な均衡水準上で基本的に安定することを維持する。引き続き外貨管理改革を深化させ、外為市場の発展を大いに推進し、企業に更に豊富な為替レートリスクの管理手段を提供する。

(4) 金融体制改革を引き続き推進し、金融機関の競争力及び金融市場の資源配分効率を高める

金融企業改革の深化⁴と金融イノベーションの強化を通じ、金融機関の競争力と金融市場

⁴ 3月末の工商銀行の自己資本比率は12.1%、不良債権比率は2.0%、中国銀行はそれぞれ12.3%、2.2%、建設銀行はそれぞれ12.4%、1.9%、交通銀行はそれぞれ12.8%、1.6%である。農業銀行のデータは記載されていないが、2009年1月16日に、中国農業銀行持株有限公司が正式に設立されたことが記述されている。

の資源配分効率を高める。多層にわたる直接金融のシステムを発展させ、債券の発行規模を拡大し、短期融資券・中期手形等の債務調達手段を大いに発展させ、資産の証券化を着実に推進・刷新する。民間融資の健全な発展を誘導する。

経済の波動を落ち着かせる需要管理政策の役割をよく発揮させると同時に、更に重要なことは、経済調整・イノベーション・改革の歩みを加速させ、経済の内在活力を増強することであることを見てとるべきである。

中国経済は、2002年以後デフレの影響を脱却し、持続的な上昇サイクルに入った。これは、アジア金融危機後、わが国が国有企業の調整・改革を加速させ、不動産・自動車等の新興消費市場を開拓し、開放拡大・WTO加盟等の一連の重大調整・改革を行ったことと密接に関係している。

発展途上国・移行経済体として、わが国が解き放つことのできる発展潜在力は巨大であり、改革・調整が待たれる余地はなお広範である。経済の平穏で比較的速い発展を維持すると同時に、内需拡大・構造調整の実現に努力し、改革と民衆への恩恵を有機的に結び付けるべきである。

(5月8日記)