

## マクロ経済政策転換への模索

田中 修

はじめに

貸出の急増、株価・不動産価格の上昇を背景に、人民銀行は金融政策の微調整のタイミングを探り始めている。本稿では、金融・財政当局の動向と、現在の経済の懸念材料を整理しておきたい。

### 1. 金融当局の動向

#### (1) 売りオペの強化

7月7日、人民銀行は1700億元の資金を回収した。この週は2600億元の資金が満期を迎えていたのである。7月は全体で8155億元の資金が満期を迎えることになっており、4-6月期の満期到来が2兆2610億元、7-9月期の満期到来が2兆1925億元とされている(中国証券報2009年7月8日)。

人民銀行は更に7月14日、1500億元の資金を回収した(新華網北京電2009年7月14日)。7月21日には150億元の1年物中央銀行手形を発行し(南方日報2009年7月22日)、7月23日にも50億元の3ヶ月物中央手形を発行している(新華網2009年7月23日)。

#### (2) 中央銀行年央工作会議(7月19・20日)

吉林省長春で開催され、下半期の重点政策が議論された。詳細は公表されていないが、南方日報2009年7月22日によれば、ここで「適度に緩和した金融政策を引き続き実行し、経済成長を維持しつつも、インフレを防がなければならない」という提起がなされたという。人民銀行の職員(匿名)は、「現在心配しなければならないのは、デフレではなくインフレだ」と語った。これは、昨年金融危機が発生して以降、中央銀行が初めてインフレ防止を強調したものである。これについて、業界関係者は、少なくとも膨大な貸出と資産バブルの顕在化等の現実の問題を、すでにマクロ経済政策決定当局が重視していることを示すものだとしている。

この人民銀行の変化に対し、国家情報センター専門家委員会の高輝清委員は、「経済情勢が安定的に回復しない限り、マクロ政策はさほど大きな転換はできないだろう」とする。社会科学院金融研究所中国経済評価センターの劉煜輝主任は、「マクロ政策にはタイム・ラグがあるので、将来の政策転換の可能性は大きくない。実質物価指数・マネー等の要素にインフレの反応が現れたときに、初めて政策の大きな調整の理由が出てくる。下半期に消費者物価がプラスに転ずれば、マクロ政策にあるいは大きな調整があるかもしれない」とし、「通常のマネー・コントロールでは、多い流動性にブレーキをかけるには不十分である。新規プロジェクトの審査許可を根本から厳格に抑制すべきである。現在、各地で大工事が行われており、もし新規プロジェクトを許可すれば、貸出を収束させることは不可能とな

る」と警告している。

### (3) 銀行業監督管理委員会

2009年第3次経済金融情勢報告会において、劉明康主席は次のように指示した(新華網北京電 2009年7月19日)。

現在、プロジェクトの資本金が虚偽あるいは不足するリスク、手形融資のリスク、貸出集中度のリスク、不動産市場のリスク等の新たなリスクを特に防止しなければならない。リスク管理を適切に強化し、更に貸出構造を最適化しなければならない。

上半期、銀行業の貸出規模が急速に拡張したことは、経済の安定化推進に重要な作用をもたらしたが、急速な貸出累積のリスク・隠れた弊害も増加している。

資本充足率の最低ラインを厳守しなければならない

貸倒引当金のカバー率の最低ラインを厳守しなければならない

年内にカバー率を150%以上に高めなければならない。

更にリスク管理を整備しなければならない

内部・外部の会計検査の監督作用を強化しなければならない

信用供与業務の顧客管理を強化しなければならない

リスクの評価原則を堅持しなければならない

奨励メカニズムを適切に調整・整備しなければならない

流動性管理をしっかりと行わなければならない

「区別して対応し、維持するものと抑制するものを区別する」ことを引き続き堅持しなければならない

国家重点プロジェクト・中小企業・「三農」・社会保障的性格の住宅・重大科学技術特別プロジェクト・省エネ・汚染物質排出削減への貸出支援を強化し、「エネルギー多消費・高汚染・資源性」・生産能力過剰業種への貸出を厳格に抑制しなければならない。国家の産業政策規定・市場参入基準に適合せず、国家の環境評価・排出要求に達しないプロジェクトに対しては、いかなる形式の新たな貸出増も厳格に制限し、経済構造調整を積極的に促進する。

不動産融資のリスクをコントロールしなければならない

「2番目の住宅」の基準を厳格に執行し、住宅担保ローンの頭金比率・貸出金利を厳格に規定どおり執行し、投資的住宅に対しては頭金比率・金利を高め、リスク評価を厳格にし、厳格な貸出審査を行うという原則を堅持しなければならない。借入者全員と面談し契約する制度を厳格に執行し、適切有効な措置を採用して「偽担保」「偽頭金」現象の発生を防止しなければならない。

## 2. 財政当局の動向

### (1) 全国財政経済建設工作会议(7月16日)

山東省威海市で開催され、財政部張少春副部長が下半期の財政政策について、次のよう

に指示した（新華網濟南電 2009 年 7 月 16 日）。

今後の財政経済建設工作は、政策のイノベーション・メカニズムの整備・経済の平穩で比較的速い発展を第一の任務とし、構造調整の推進と発展方式の転換を更に重視し、発展の質・効率の向上を更に重視し、長期的に安定し調和のとれた発展能力の向上を更に重視しなければならない。

成長維持と構造調整を結びつける

個人消費需要の拡大に力を入れ、省エネ・汚染物質排出削減を深く推進する。

危機への対応と新興産業の育成を結びつける

積極的財政政策を断固として貫徹実施すると同時に、新エネルギー・省エネ・環境保護等の戦略的リーディング産業への支援を強化する。

重点分野の改革深化と経済の中長期的安定成長を促進するメカニズムを結びつける

環境資源制度の建設加速を通じて、業種体制改革を積極的に推進する。

## （ 2 ） 財政科学研究所賈康所長

「政府購入・企業の発展チャンス座談会」において、下半期の拡張的財政政策のあり方につき、次のように述べている（新華網北京電 2009 年 7 月 16 日）。

財政政策においては、総量の拡張を実行し、経済全体の温度を高め、暖気を送り、防寒効果を提供しなければならない

今年度の財政赤字は GDP の 2.9%前後に相当する。現在のところ、最大の可能性は今年度の予算を執行することであり、これを更に上回らせる必要はない。積極的であると同時に穏当にし、総量方面で景気サイクルと逆方向のマクロ・コントロールを実施する。

財政政策の特に明白な特徴は、金融政策と組み合わせることによって、構造の最適化作用を発揮するということである

財政政策は、経済体制・社会生活において、総合的な効率・長期発展の持続力を追求し、社会の困難な大衆への支援を強化しなければならない。

構造的な減税をうまく手配しなければならない

構造的な減税と税費用改革は、内需を牽引し、経済発展を促進するプロセスにおいて、正に重要な政策の要となっている。今年下半期、タイミングをしっかりと掴み、資源の税負担を引き上げるような調整等の問題を積極的に研究しなければならない。これは、経済をテコに構造を最適化し、良好で速い発展を維持することにとって、巨大な意義を有する。

財政政策においては、政府の資金で民間資本・社会資金を牽引し、共に進み力を合わせることを重視しなければならない

補助金によって貸出資金・企業資金・民間資金を発展可能なプロジェクトに参入するよう牽引する。

## （ 3 ） 全国财政厅（局）長座談会（7 月 23 日）

謝旭人財政部長は、「下半期、積極的財政政策の各種政策措置を断固として実施し、政策の連続性・安定性を維持するが、成長を維持すると同時に構造調整の推進を更に重視し、

中国経済の転換を加速する」と宣言した。具体的には、

政府の公共投資の作用を十分に発揮し、投資の平穏な伸びを促進する

政府投資予算の配分・プロジェクト実施速度を加速し、有効な実物投資を早急に形成し、社会投資を牽引する。

引き続き、構造的減税政策を実施し、企業投資・個人消費能力を増強する

家電・自動車・オートバイの農村普及政策をしっかりと実施し、家電更新のテストを推進する。

中小企業に対する財政・税制支援を引き続き強化し、輸出を安定的に拡大する

科学技術イノベーションと省エネ・汚染物質排出削減を推進し、経済構造調整・産業構造のグレードアップを促進する

民生の保障・改善に力を入れ、就業・社会保障・医療衛生・教育への投入を強化し、社会保障的性格の住宅の建設への支援を引き続き強化する。

財政管理を適切に強化し、収入増加・支出節約をしっかりと行い、一般的支出を断固抑制する

なお、6月末までに、1.18兆元の中央新規投資増のうち5915億元がすでに手配されている（新華網北京電2009年7月23日）。

### 3. 経済の懸念材料

ここでは、メディアの論調を紹介する。

#### (1) 生産能力の過剰

工業・情報化部の朱宏任スポークスマンによれば、現在、違法な建設が行われており、一部の業種の生産能力過剰・盲目的投資現象が際立っているとみる。

1-5月期、一部の鉄鋼新規プロジェクトは、許可を受けずに或いは違法に建設を行っている。全国のセメント投資は、前年同期比78.6%増加しており、現在建設中のセメント生産ラインは200を超え、新たに増えた生産能力は2億トンを超えている。造船工業の生産能力過剰は約1600万積載トンであり、総能力の約4分の1を占めている。1-5月期の船舶工業の固定資産投資は、それでもなお55.5%増加している（経済参考報2009年7月23日）。

#### (2) 貸出

企業の投資・生産拡大の動力となる新規貸出増は、完全には実体経済に入っていない。1-6月期、非金融性会社及びその他部門への貸出は6兆3096億元新規に増加したが、同時に非金融性会社の預金が5兆8723億元増加しており、うち企業預金が5兆2934億元増加している。

銀河証券のチーフエコノミストである左小家は、「銀行貸出はまだ実体経済に大量に流入していない。上半期、貸出は増加したが、預金も増加した。これは企業の生産拡大が、それほど多くの利潤を生み出しておらず、投資の原動力が失われていることを意味する。こ

これらの貸出は預金の形式で銀行に戻っているのである」としている。貸出は、元々期待した効果を実現しておらず、金融政策の効果は大きく割り引かれている（新華網総合 2009 年 7 月 23 日<sup>1</sup>）。

### （ 3 ） 株式市場

指標株・資源株が牽引する形で、株価が急上昇している。しかし、この興奮した精神状態の背後にはかなり大きなリスクが潜んでいる。3 月末から現在（7 月 22 日）まで、上海証券市場の上昇率はすでに 35%を超えており、明らかに資本市場の上昇率は、实体经济の回復速度を上回っている。

株式市場の上昇は、かつてのダメージが覚めやらぬ投資家を再び活気づけている。中国証券登記清算有限公司の最新データによれば、7 月 13 日の週に新たに口座を開設した数は、50 万近くに及び、ここ 1 年半では最高である。同時に、A 株口座も引き続き活気を帯びており、7 月 13 日の週に取引に参加した A 株の口座は 2306.08 万に達し、前の週より 113.3 万口座増え、連続 2 週 2008 年以降最高を記録している。

投資家の高揚した熱気について、エコノミストの謝国忠は、「現在の中国の株価は、完全にバブルだ。一部の中小株の価格は常軌を逸している。一部の企業が新規株公開を行えば、株式市場は急転直下となるだろう」と心配している（新華網総合 2009 年 7 月 23 日）。

### （ 4 ） 不動産市場

中国の不動産市場はすでに狂乱状態にある。第 1 線級の都市の住宅価格はすでに抑えが効かなくなっているが、少数の第 2 線級の都市の家屋販売価格も第 1 線級に迫っている。バブルは少数の大型都市にむらがっているが、このバブルが破裂すれば、更に大きな危害をもたらすことになる。不動産市場が回復し始めた頃、易憲容は「住宅価格の上昇は、疑いなくディベロッパーの投機だ。住宅価格がこのように上昇すると、経済全体の調整が長引き遅れることになる。これが続けば、経済全体がだめになる。本当は住宅価格が徐々に下降してから、住宅を徐々に売り出すべきなのだ」としている。

また、国巨資本総裁兼チーフエコノミストの孫飛は、「もし融資が締まったら、不動産市場の資金ルートは切断され、銀行の不良債権は大幅に累積する。この結果、システムリスクが形成され、甚だしきは直接危機発生につながる」と心配している（新華網総合 2009 年 7 月 23 日）。

また、住宅・都市農村建設部政策研究センターの鐘庭軍も、不動産市場が徐々に回復するにつれ、一部のディベロッパーが経営行為を転換し、販売促進を手控え値上げを始めており、このような短期的利益を焦る行為は住宅購入者の消費需要に打撃を与え、不動産市場の回復速度を緩慢化させるものだと批判する。そして、投資性・投機性需要は容易に不動産市場の乱高下を誘発するので、現在最も警戒すべきは、投資性・投機性需要が市場に入ることを防ぐことだと強調している（中国金融 2009 年 7 月 19 日）。

---

<sup>1</sup> この記事は、国際金融報から引用する形になっている。

#### 4. 党中央政治局会議（7月23日）

当面の経済情勢と経済政策が検討されたとするが、発表文は極めて短く、もう1つの議題である党の建設問題のみに言及している。

ただ、新華網北京電 2009年7月23日は、この会議において、経済の平穏で比較的速い発展を促進することを経済政策の第1の任務とし、マクロ経済政策の連続性・安定性を維持し、引き続き積極的財政政策と適度に緩和した金融政策を実施しなければならない、との指摘があったと報じている。

また、同電は温家宝総理が、財政政策について、「財政部門は、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に関する中央の一連の方針・政策・措置を真剣に貫徹実施し、成長維持・構造調整・改革促進・国民への恩恵のために重要な貢献をなし、顕著な成果を勝ち取らなければならない。現在、わが国経済は穏やかな回復に向けたカギとなる時期にあり、財政政策が直面する情勢は依然十分峻厳である。積極的財政政策と適度に緩和した金融政策を引き続き断固として実施し、包括的計画を全面实施し、とりわけ民生の保障・改善に対する支援を強化しなければならない（この部分はゴチックになっている）。収入増と支出節約をしっかりと行い、一般的支出を断固として抑制し、限られた財力を経済社会の発展を真に促進するカギとなる分野に用い、経済の良好で速い発展の実現に努力しなければならない」と述べたとしている<sup>2</sup>。

おわりに

以上見たように、人民銀行はインフレ防止に向け金融緩和微調整のタイミングを図っているし、財政部はこれ以上の財政悪化を防ぐべく、主軸を政府投資拡大から構造調整にずらそうとしている。しかし、マクロ経済政策を全面転換するには重大プロジェクトを所管する国家発展・改革委員会の了解が必要であり、投資飢餓症とも言われる地方政府の反対を押さえ込む必要がある。それは容易ではないだろう。党中央政治局会議や温家宝総理の発言をみても、まだそこまでのコンセンサスが得られているわけではない。人民銀行としては、当面エコノミスト等を使いインフレ警戒の世論喚起<sup>3</sup>を行っていくしかないであろう。

（7月24日記）

---

<sup>2</sup> 内容・タイミング的にみて、これは全国財政庁（局）長座談会における指示ではないかと思われる。

<sup>3</sup> 3. で紹介した経済への懸念記事は、金融系のメディアから出ている。金融系は人民銀行の影響力が強いので、これも世論喚起の一環かもしれない。