

SPECIAL REPORT

中国の財政・金融政策の重点課題 ～市場メカニズム導入の重要性は変わらない～

岡崎久美子 一般財団法人キャノングローバル戦略研究所 研究主幹

中国の財政・金融政策は、2018年下期以降、景気減速への配慮を厚くしてきたが、20年はさらにその度合いを強めている。全世界を襲った危機への対応として、当面緩和的・拡張的政策が採用されるのは自然なことであるが、デレバレッジの先送りには限界があるのではないか。経済の効率を一段と向上させるためには、過剰債務の削減とともに市場メカニズムのさらなる導入を進めることがカギとなる。

改革の推進を妨げた債務問題

新型コロナウイルス感染症蔓延の影響を受け、世界経済が大きく減速する中、中国でも、20年第1四半期のGDP実質成長率（前年比）はマイナス6.8%となった。これは、四半期ベースでのデータ遡及が可能なら1992年第1四半期以降では、初めてマイナス成長であり、打撃の大きさを物語っている。

もともと2010年代の中国では、高度経済成長から安定的かつ持続可能な経済成長への円滑な移行を遂げるために、より深く踏み込んだ経済構造改革が必要と考えられていた。財政・金融制度に関しても、中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（第18期三中全会、13年11月）で採択された「改革の全面的な深化における若干の重大な問題に関する決定」や、「第13次五カ年計画（16～20年）」に基づき、「資源配分において市場が決定的な役割を果たす」メカニズムを構築するための改革がさらに進められようとしていた。

当初、市場では、そうした政策課題への取り組みは一気に進められるものと期待されたが、実際の改革の足取りは重かった。中国では当時、過剰生



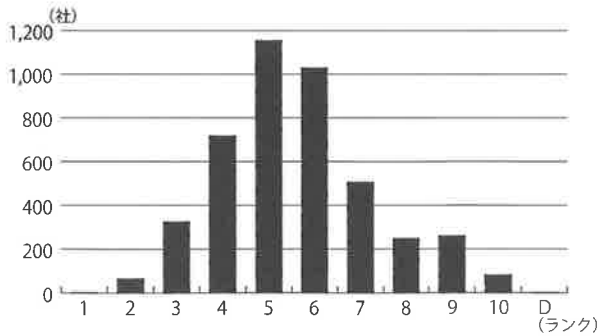
上海浦東地区の多国籍企業が集まる超高層ビル群（筆者撮影）

産能力、過剰住宅在庫、過剰債務の問題が、次第に大きな影を落とすようになっていた。このため、16年と17年には、それら問題の解消が経済政策上の最優先課題とされ、財政・金融当局、地方政府、国有企業、金融機関などの関係者は、金融リスクへの応急措置的な対応に注力せざるを得ず、痛みを伴う改革を推進する力は弱かった。

対外市場開放の効果を減ずる改革の遅れ

他方で、18年頃から、米中経済摩擦の深刻さが増し、また、国際金融市場などにおいて、中国の「一带一路」ニシアテイングに対する懸念の声が上がりに始めたこともあって、中国は金融のグローバル化に協調的なスタンスで臨む意思を示すために、同国金融市場

図1 中国人民銀行による銀行業金融機関のリスク査定状況 (2018年第4四半期)



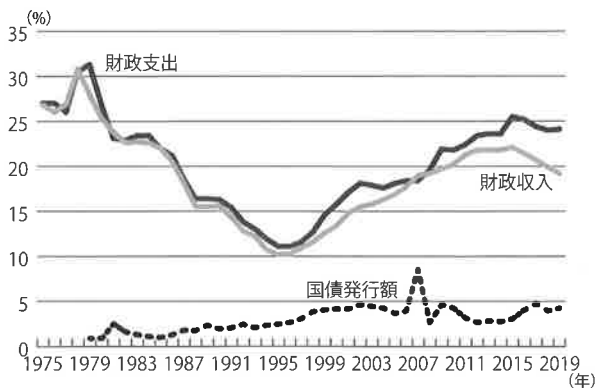
(注) ランクの数字が小さい金融機関ほど抱えるリスクが低く、またリスク管理体制が良好。人民銀行は8~10およびDランクの金融機関を「高リスク金融機関」と定義。
(出所) 中国人民銀行「中国金融安定報告 2019」

表1 中国における減税・社会保険料等減額状況 (2019年)

主な負担軽減内容	金額
減税	1兆9,300億元
うち	
製造業関連増値税減税	5,928億元
小規模・零細企業減税	2,832億元
個人所得税減税	4,604億元
社会保険料等の減額	4,300億元

(出所) 財政部「2019年中央・地方予算執行状況および2020年中央・地方予算案に関する報告」

図2 中国の財政収入・支出額及び国債発行額の対GDP比率の推移



(出所) China Premium Database、ただし2006~08年の国債発行額は中国金融年鑑

90年代半ばの税制改革を機に、財政の役割は拡大傾向を辿ったが、共産党および国務院首脳陣の間では、原則としての均衡財政が強く意識されており、財政赤字額は一般に財政健全性の目安と考えられていたGDP規模の3%以内に抑えられていた。ただ

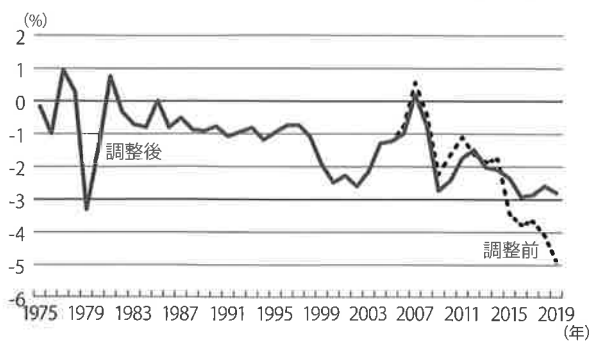
の対外開放方針を積極的にアピールするようになった。その方針を受け、従来厳しかった証券業や保険業の参入規制が大きく緩和されている。
ただし、中国政府が同国の金融市場開放に対する外資金融機関の期待に真に応えるためには、クロスボーダーの資本取引に係る規制の緩和や金利・為替レート形成メカニズムのより一層の市場化に向けた改革の進展などがカギとなる。しかしながら、中国の中央銀行や金融監督部門は、経営基盤が脆弱な国内金融機関の存在やモニタリング体制の未整備などを理由に、金融市場の自由化については総じて慎重なスタンスで臨んでいるように

みえる。
例えば、中国では現在、4千以上の銀行業金融機関が営業を行っているが、中国人民銀行(中央銀行)以下、人民銀行)はそのリスク状況を検査し、6百近い機関を「高リスク金融機関」と査定している(図1)。人民銀行は、それらの多くは農村の金融機関であり、当分の間、他の金融監督機関と協力して、その経営動向を注意して見守り、リスク管理体制の整備を促していく、と説明している。
減税措置の拡大
このように、中国の財政および金融制度改革が必ずしも速やかに進展し

ない中で、18年下期以降は中国全体の経済成長速度の鈍化が目立つようになり、同国の財政・金融当局は金融緩和的政策を実施している。
まず財政部は、18年に総額1兆3000億元の減税を行ったのに続き、19年には増値税(間接税)、企業所得税、個人所得税を中心に同1兆9300億元の減税を実施した。また、同年中に社会保険料等の減税措置も実行に移された(表1)。この結果、企業および個人の負担は2兆3600億元の減額となったと、財政部は説明している。
20年5月、例年よりも2カ月遅れ

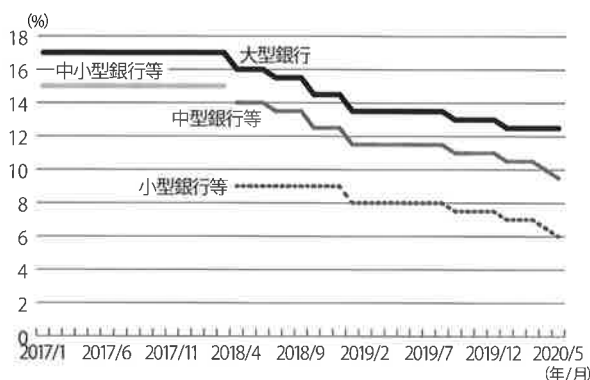
で開催された全国人民代表大会(国会)に相当。以下、全人代)において、財政部は、19年に実施した減税および社会保険料等の減税措置のうち、20年6月以前に満期を迎える措置については、同年末まで期限を延長すると公表した。財政部によれば、同年中の企業および個人の税・保険料等の負担軽減額は2兆5000億元を上回る見通しとなっている。
2020年予算の特徴
1975年以降の中国の財政収支の動きをみると、80年代後半から90年代前半にかけて、GDP規模に対する財政収入・支出額の比率は低下基調を辿っていた(図2)。その背景には、国有企業の経営自主権拡大(利潤全額上納制から納税制への段階的シフト)に伴う経済効率率の向上(GDPの増大)といったプラスの面と、徴税制度の問題に起因する税収不足というマイナスの面が混在していた。

図3 中国のネット財政収支額の対GDP比率の推移



(注) 財政安定調節基金による調整前と調整後の数値。
(出所) China Premium Database

図4 中国の金融機関規模別・預金準備率の推移



(出所) China Premium Database

し、2016年以降は、財政安定調節基金による調整金額が大きくなっており、調整前の財政赤字額は増加傾向をたどっている(図3)。

20年5月の全人代では、財政部が提出した同年の予算案が承認された。新型コロナウイルス感染症蔓延の打撃を受け、既に1~4月の財政収入は前年比14・5%の減少となっており、同年の一般会計財政収入は18兆元強と、前年比5%程度の減収が見込まれている。

一方で、防疫対策や雇用維持、景気刺激策など、財政出動への期待は大きく、一般会計支出は25兆元弱と、前年を4%近く上回る予算案が

承認された。この結果、財政赤字の対GDP比率は前年の2・8%から3・6%以上となる見込みとなっている。

20年については、一般会計予算とは別に、防疫対策資金のために、1兆元の特別国債(期間5~10年)の発行が承認された。当該特別国債は中央政府が発行するが、資金は主に地方政府が実行する医療衛生インフラ建設や防疫対策に充てられる。当該国債の利払いは全額を中央政府が負担、元金の償還については、3割を中央政府が、7割を地方政府が責任をもつ方針となっている。

緩和的金融政策の継続

中国では金融調節の手段として、人民銀行への預け金量を決める預金準備率の変更が使われることが多いが、18年以降、その引き下げが段階的に行われている。特に中小金融機関に対する配慮が大きく、20年4月と5月には、中小金融機関の預金準備率だけが引き下げられている(図4)。

08年のリーマン・ショックを契機とした国際金融危機時には、中国政府はいわゆる「4兆元の景気刺激策」を打ち上げ、預金準備率を短期間(約4カ月)のうちに2~4ポイント引き下げるなど、金融機関に対し貸出の積極化を促す政策をとった。当時は、そうした政策が経済の急速な回復を引き出したとして、高く評価されたことは事実である。

しかし、金融機関に対し、十分な準備期間を与えず、あまりにも多くのインフラ建設プロジェクトや企業の設備投資に向けた貸出の実行を急がせたことが、その後の過剰債務問題につながったとの反省から、今回は、人民銀行は企業の(特に中小企業の)資金繰り支援に重点を置くスタンスを堅持しているようにみえる。

また、この10数年の間に、金融市場

の調節手段はかなり整備されており、人民銀行は市中金融機関の状態に合わせた細やかな調節ができるようになりつつある。

デレバレッジ先送りの懸念

18年以降、中国全土に広がっていた過剰債務問題に対する金融当局の関心が後退したわけではない。しかし、国の政策として、中小企業経営に対するサポートの重要性が強調される中、企業の過度な借入依存の調整(「デレバレッジ」)は先送り傾向にあるように感じられる。

20年初来の経済に対する深刻な打撃に際しては、中国政府はまずは強力な資金支援によって企業経営と雇力を安定させ、また金融市場を落ち着かせようとしている。そうした対応自体は、多くの市場経済国でも行われていることであり、危機対応としてはむしろ当然採用すべき政策であると言えるだろう。

しかし、2010年代前半の過剰な負債の積み上げ(レバレッジの過度な拡大)は、中国経済が今後再び高度成長の道に戻ると考えられない以上、長期にわたって持続可能とは言えない。金融機関、企業、そして地方の建設プロジェクトの実質的な推進者

表2 中国の主要上場銀行の税引き前利益(前年比)の推移 (%)

	主要上場銀行 14行	大型商業 銀行5行	株式制商業 銀行9行
1998～2002年平均	7.7	10.2	2.9
2003～07年平均	68.0	73.9	49.1
2008～12年平均	21.7	19.5	31.0
2013～17年平均	4.6	3.7	7.4
2015年	1.2	0.1	4.4
2016年	-0.2	-1.4	3.2
2017年	1.7	1.4	2.6
2018年	3.4	3.1	4.0
2019年	6.7	6.1	8.5
2020年第1四半期	4.9	4.1	7.1

(注) 大型商業銀行は、中国工商、建設、農業、中国、交通銀行。株式制商業銀行は、招商、興行、浦東発展、中信、民生、光大、平安、華夏、浙商銀行。ただし、2004年以前の株式制商業銀行は浙商銀行を除く8行ベース。
(出所) 各行財務報告書

である地方政府は、構造改革によって経営効率を向上させ、過去の負債を着実に返済ないし償却していく意識を持ち続けるべきであろう。

主要銀行の経営基盤は安定を維持

先に紹介したように、中国では全国で4千以上の銀行業金融機関が業務を展開しているが、その経営基盤の盤石性についてはかなりのばらつきがある模様であり、18年下期あたりから、地方中小金融機関の経営難を取り沙汰する報道が散見されている。

実際、19年にはごく一部ではあるが、中小規模の地方商業銀行が国の管理下に置かれたり、大型商業銀行が地方商業銀行の救済に乗り出したりする事例が、公式に報道されている。中央政府としては、中小金融機関の経営破たんについては、当面は預金保険制度によるペイオフ(上限付き預金の払い戻し)を適用することは避け、大型商業銀行や、地方政府(地方商業銀行は、地方政府が間接的な出資者となっているケースが多い)の資金繰りサポートを軸に再建を図る方針を維持している模様である。

金融当局は、預金保険制度の存在が国民の間に浸透していない段階でペイオフを強行した場合の混乱が、同国の銀行業全体の動揺につながり、システムリスク(破たんの連鎖)を引き起こすことを回避したいと考えているのだろう。地方ベースの中小金融機関の多くは、かつて全国で4万社以上あった農村信用社や2500社以上あった都市信用社を、行政的手法を用いながら再編した組織であるという、これまでの制度改革の経緯に鑑みれば、また、その再編工程はなお道半ばであるという現実を鑑みれば、預金者の保護を厚くしながら、さらに再編を進めていくという手法は、現状

では理にかなっていないと言えそうではある。幸いにして、全国で業務展開をしている主要商業銀行の収益動向は、20年第1四半期も堅調を維持しており、中国内の金融市場で生じるショックを吸収する余力は十分にありそうにみえる(表2)。

求められる金融市場改革の継続

ただ、その場合口でも常に意識してお

かなければならないのは、改革は市場メカニズムが機能する金融システムを構築することを目的としているという点である。市場を管理、監督する立場では、金融機関や金融市場の「暴走」を押さえやすい行政的な管理を軸とした運営が魅力的に映るかもしれない。また、金融機関や企業サイドでも、それぞれが独自の責任でリスクを判断し、行動するよりも、「当局の指示に従っていれば、最後は当局が守ってくれる」というスタイルのほうが、安心感を得やすいかもしれない。

しかし、中国のように大きくかつ多様な富んだ国で、中央政府が市場参加者や取引商品に関する情報を逐一収集し、あらゆる資源について最適な再分配方式を定めていくのは非効

率であり、そもそも不可能であろう。効率的かつ公平な資源の再分配を可能とし、活力ある経済を発展させるためには、やはり市場メカニズムの導入を着実に進めていくべきである。もちろん、今回のように経済や社会が大きなショックを受けた場合には、政府の力で市場の不足を補い、また政府の力で市場を牽引することも、重要である。しかし、それはあくまでも一時的かつ限定的な対応に止めるべきであらう。

中国では、これまでも市場参加者の自発的な工夫から生まれたビジネスが、人々に歓迎され、社会に広がっていくということが頻繁に起こっている。中央政府がなすべきことは、公平な競争が行われる環境の整備と、違法行為を公正に取り締まる体制づくり、そして市場の競争に敗れた人々の最低限の生活を保障する制度整備であろう。これは、中国に限った課題ではなく、多くの市場経済国も直面している課題である。今後とも、関係各国がお互いに情報や経験を交換し、参加者が安心して活動できるグローバルな市場競争の構築に、中国が積極的に参加することを、また、主要市場経済国が新興市場諸国と積極的に協力していくことを期待したい。

