

## 第767回:追加緩和の得失

中国共産党は7月24日、党最高指導部24名(=中国最高指導部)が出席する「党中央政治局会議」を開催した。これは原則として月次開催の重要会議だが、例年7月の会議は下半期の経済政策の方向性を定めることから、国内外より特に注目されている次第。

昨年7月の政治局会議では「景気回復の流れを固め、最良の結果を得るため全力を尽くす」として、成長目標(+5.5%前後)の達成には触れなかった。「ゼロコロナ」政策などで成長率目標は実現困難となったことを追認し、雇用と物価安定に注力する方針が確認された。

一方、今年7月の政治局会議では①国内需要不足、②一部企業の経営難、③複雑化する外部環境、を挙げた上で、マクロ経済政策を強化して、「穏健な金融政策と積極的な財政政策を堅持」し、消費拡大など需要喚起策を実施すると、昨年より強い危機感が示された。

だが、雇用と債務の二律背反に悩む中国で、中国政府が債務リスク爆発の危険性を承知の上で、積極的景気刺激策を打ち出す可能性は高くないだろうと市場関係者の多くは見ていた。

だが、深刻化する不動産不況や、史上最悪の若年層失業率等の問題に押され、背に腹は代えられないと考えたのか、中国人民銀行(=中央銀行)は8月21日、2カ月ぶりの利下げに踏み切った。事実上の政策金利である最優遇貸出金利(LPR)の内、1年物(企業向け)を年3.45%として10b.p.下げた一方、5年超金利(住宅ローン金利の目安)を4.2%で据え置いた。

政治局会議の方針を受けて、急遽打ち出した金融政策だが、この程度の中途半端な調整では経済回復は展望できない…危機感が足りないと言うか、智慧を「小出し」にしたというか。

これまで政治局会議などが何度も指摘してきた「内需不足」。これに対する最も有効な政策は財政出動で、選択肢としてはこれがfirst-tier。ただ、これは劇薬だから副作用に注意する必要がある。

思い出すのが15年前のリーマンショックの経験。米国に端を発したGlobal Financial Crisisで世界経済が一気に悪化して、「流動性の危機」から、「資本不足の危機」、そして「実体経済の危機」に陥りかかったとき、これを水際で食い止めたのが、中国による4兆元規模の超大型投資だった。中国が強引に有効需要を創出したから、落ち込みを見せていた中国経済は再び10%超の成長率を取り戻し、グローバル経済の牽引車に復帰し、これで世界経済も息を吹き返した。

だが、この劇薬は大きな副作用を生むことになった。当時のレートで53兆円(GDP比13%)に及ぶ超弩級の投資は、10数年先の需要まで先食いし、中国各地に「ゴーストタウン」や「ゴーストハイウェイ」などが乱立し、過剰債務の元凶となった。一時的には雇用を生み出した公共事業だが、投資効率の低い杜撰PJが多く、その多くが数年後に不良債権化したことにより中国経済が変調を来し、それが引金となり、世界経済も悪化する結果となった。一時的には特効薬としてリーマンショックから世界を救った中国の財政政策が、数年後に不良債権としてブーメラン回帰し、世界経済を悪化させるとは皮肉な現象だ。

不況を公共投資で救おうとする発想は悪くない。たとえば、公共事業で3人の労働者が雇用され、一人が穴を掘り、一人が植樹し、一人が穴を埋めれば、そこに雇用が生まれ、経済は活性化し、しかも将来的には緑化事業や農耕地として経済効果を生み、めでたしめでたしとなる、これがケインズ経済学だ。

問題はPJ審査だ。中国で、いちいち首相がPJの指示をするわけにもいかない。だから中央政府は「地方

---

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

政府や金融機関も、独自に開発案件を探し出し、自ら資金調達し、PJを推進せよ」と命じた。

だが、経済音痴の地方行政官が、上部から公共事業をやれと指示されても、思い浮かぶのは土建屋的発想の案件のみ。しかも地方行政官らは、経済的合理性や将来の都市計画などよりも、友人知人親戚らを巻き込んだ不動産絡みのファミリービジネスに邁進したものだから、花見酒の後に残されたのは誰も住まぬゴーストタウンや車両が通らぬ高速道路等々の残骸だけとなった。

そんな経緯もあり、現在の習近平指導部の多くが、10数年前に地方行政官などとして4兆元の大型投資に関与した苦い経験を有しており、彼らは財政出動の恐ろしさと苦手意識が染み付いている。

だから、習近平政権は大型財政出動を最後の手段として温存し、まずは追加利下げから手をつけることにしたようだ。7月の中国の新規貸し出しが、14年ぶりの低水準に落ち込んだことから、利下げに踏み切る大義名分はある。

中国人民銀行発表の7月の新規人民元建て融資は3459億元だった。6月(3.0兆元)から急減し市場予想(8000億元)を大幅に下回った。7月は季節的に減少傾向が強い時期ではあるが、前年同月(6790億元)からも大きく減少となった。銀行融資にIPO、債券発行、信託商品などを加えた広義の与信「社会融資総量」も7月は5282億元と、市場予想(1.1兆元)を下回り、前月(4.2兆元)から落ち込んでいる。

物価動向も金融緩和要因だ。7月の消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.3%、21年2月以来2年5カ月ぶりのマイナスとなり、デフレ圧力が徐々に顕著となりつつある。

そんなわけで、この時期に中国人民銀行が追加利下げに踏み切ったことは当然のことだが、CPIに加え、生産者物価も大幅マイナスが続いており、物価上昇を除いた「実質金利」はまだ高い水準にあることから、利下げの政策効果については、過度の期待を寄せない方が賢明だろう。

利下げで少し気になるのが海外との金利差。昨年以降、利上げを進めてきた米欧と中国との間に金利差が広がっている中、中国による更なる金利引き下げは明らかな元安要因であり、過度の元安が進行すれば、中国からのCapital flight(資本逃避)を後押しする懸念がある。

近代経済学には全く疎い習近平政権の指導者も、自分の財産形成と為替動向との関係、即ち資本逃避のメカニズムと、それが自らにもたらすリスクについては承知しているようだ。

習政権は中国人民銀行を完全に傘下に収め、(政治畑ではない)学究肌の実務家を総裁に起用するなど金融部門でも中央集権化を進め、党中央からの上意下達を徹底させていることから、年内に(急激な資本逃避が発生しない範囲内で)、更なる利下げが行われる可能性は高そうだ。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

2023年(令和5年)8月23日

## 筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行(現三菱UFJ信託銀行)入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識(時事通信社)、中国ビジネス笑劇場(光文社)等

---

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第121号  
日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 加入  
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040

## ご投資にあたっての注意事項

### 外国証券等について

・外国証券等は、日本国内の取引所に上場されている銘柄や日本国内で募集または売出しがあった銘柄等の場合を除き、日本国の金融商品取引法に基づく企業内容等の開示が行われておりません。

### 手数料等およびリスクについて

#### ①国内株式等の手数料等およびリスクについて

・国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2650% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 1.2650% (税込み) に相当する額が 3,300 円 (税込み) に満たない場合は 3,300 円 (税込み)、売却約定代金が 3,300 円未満の場合は別途、当社が定めた方法により算出した金額をお支払いいただきます。国内株式等を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式等は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ②外国株式等の手数料等およびリスクについて

・委託取引については、売買金額(現地における約定代金に現地委託手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対して最大 1.1000% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・国内店頭取引については、お客さまに提示する売り・買い店頭取引価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で基準価格を算出し、基準価格と売り・買い店頭取引価格との差がそれぞれ原則として 2.50% となるように設定したものです。

・外国株式等は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ③債券の手数料等およびリスクについて

・非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスクおよび為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

#### ④投資信託の手数料等およびリスクについて

・投資信託のお取引にあたっては、申込(一部の投資信託は換金)手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なるため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該金融商品市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ⑤株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

・株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0880% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.400% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 4.400% (税込み) に相当する額が 2,750 円 (税込み) に満たない場合は 2,750 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

### ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をご覧ください。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。