

# みずほアジア・オセアニアインサイト

2011年12月1日発行

## 3年ぶりに預金準備率を引き下げた中国人民銀行

～金融政策は緩和方向も、慎重さを残す

みずほ総合研究所

本誌に関する問合せ先  
みずほ総合研究所(株) 調査本部  
アジア調査部 中国室 鈴木貴元  
TEL 03-3591-1413  
E-mail [takamoto.suzuki@mizuho-ri.co.jp](mailto:takamoto.suzuki@mizuho-ri.co.jp)

みずほフィナンシャルグループは  
「お客様のより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」  
をめざします。

**Channel to Discovery**

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は、予告なしに変更されることもあります。

## 【要 旨】

- 11月30日、中国人民銀行は3年ぶりに預金準備率の引き下げを発表した。12月5日より、大手行は21.5%から21.0%、中小行は18.0%から17.5%に引き下げられる。これにより4,000億元のマネーが市中に放出される。
- 引き下げの理由は、欧州債務問題の深刻化により、景気の減速に対する危機感が急速に高まったこと、10月以降の金融政策の「微調整」の効果が小さかったと判断されたこと、年末・年始の資金需給が引き締まりやすくなっていることが挙げられる。
- 経験則では、預金準備率操作は、一度方向転換すると数か月連続して変更する傾向があるが、今回は追加引き下げのタイミングを慎重に見極めていくとみられる。貸出・預金金利は、実質金利が依然としてマイナスであることなどから、すぐに引き下げられる状況にはない。こうしたなか、春節前後の景気や物価を見極めつつ、次の緩和を探る展開となろう。

### 1. 金融政策は秋から「微調整」に

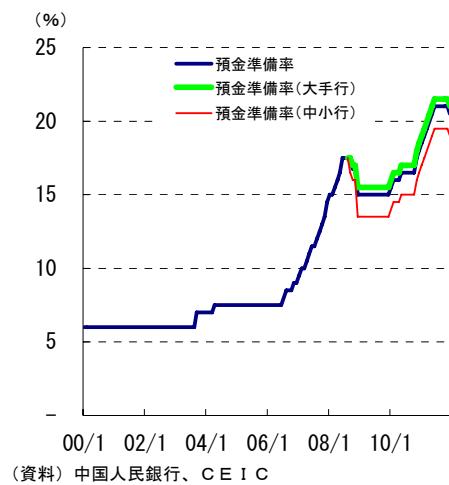
中国政府上層部は、10月の国慶節を境に、金融政策に対する姿勢を「インフレ対応」から「景気配慮」に微調整し、地方政府及び同融資平台、中小企業など一部の脆弱と思われる分野に対して、当局の指導などを通じて支援を強めるよう金融機関に働きかけていた。一方、インフレ圧力が残存していることや、高価となった住宅に対する国民の不満が根強いことなどから、地域や産業全体に影響が及ぶ預金準備率と貸出・預金基準金利の引き下げには慎重な姿勢をみせていた。

中国人民銀行の貨幣政策委員会委員などからも、本格的な金融緩和は、過剰流動性の状態が変わっていない以上急ぐべきではない、との主旨の意見が公にされており、市場の一部には、預金準備率の年内引き下げを予想するものもあったが、全般的には、もう少し様子を見るのではないかとの見方が強かった。

### 2. 預金準備率引き下げの3つの理由

こうしたなか、11月30日、19時頃、中国人民銀行は国務院弁公庁を通して預金準備率の0.5%引き下げを発表した（図表1）。引き下げは12月5日に実施される。2008年12月以来3年ぶりのことである。大手行については21.5%から21.0%に、中小行については18.0%から17.5%に引き下げられる。足元の預金残高は80兆元であるから、0.5%pの引き下げでは、4,000億元のマネーが市中に放出される。

図表 1 預金準備率



翌 12 月 1 日の金融市場は、金融政策の微調整は公開市場操作までに当面とどまるとしていただけに、預金・貸出金利の引き下げはまだ先であるが、緩和方向にもう一段シフトしたと捉えた。引き下げを好感した上海総合株価は、市場が開けてすぐに 2% 程上昇、債券市場金利も低下をみせた。

今回の預金準備率引き下げには、3 つの理由が挙げられる。

第 1 に、欧州債務問題に起因する世界経済の先行き不安を受けて、景気の減速に対する警戒感が、政府上層部で急速に高まったことが考えられる。12 月 1 日に発表される PMI が、H S B C の類似の調査により、景気の不調を示す 50 割れとなることがほぼ確実になり（実際の発表値は 49.0、ブルームバーグ事前予想の 49.8 をも下回る）、PMI の発表を受けて不安が市中で広がることを未然に防止するために、引き下げを行った可能性がある。また、12 月は出稼ぎを終えた農民工の帰省が始まるため、社会の安定維持も意識されたと思われる。

第 2 に、上述の 10 月以降の「微調整」の効果が小さかったと判断されたことが考えられる。10 月の銀行貸出は、国慶節から月末近くにかけて停滞した（図表 2）。月末になって、当局の指導により、預貸比率（預金残高/貸出残高）が相対的に低い大手行で貸出が急増したが<sup>1</sup>、11 月に入ると銀行貸出は再度停滞をみせており、当局の指導のみに依存する手法の限界が露呈した。これに対して、政府上層部が一段の措置が必要と判断した可能性がある。

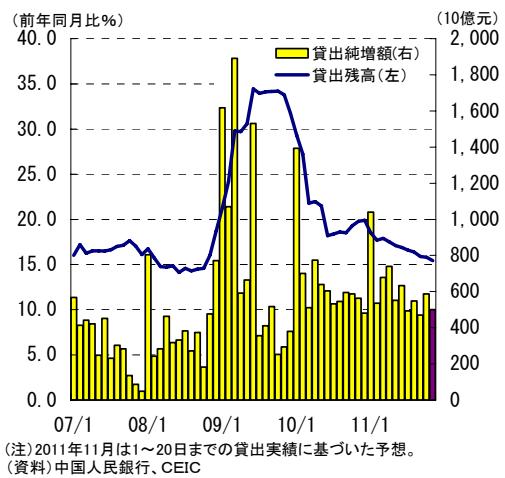
第 3 に、市中の流動性の調節の手段として用いられる中央銀行手形の 2011 年 12 月～2012 年 2 月分の満期が少なくなっていることや、年末・年始や 1 月下旬の旧正月の時期の資金需要が盛り上がりやすくなることから、資金供給を潤沢にしておこうとの判断が働いた

<sup>1</sup> 「みずほ中国経済情報」2011 年 11 月号参照。

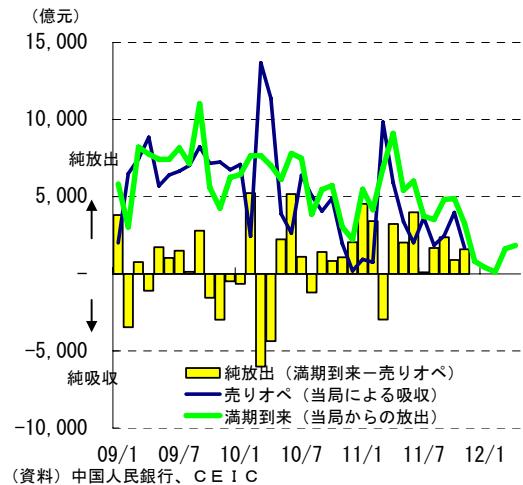
<http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/china-eco/cm1111.pdf>

ことが考えられる（図表3）。加えて、貿易黒字の縮小や国際マネーフローのドル回帰などにより、11月の中国銀行の外貨買入がマイナス（ネットで人民元買い）となったことや、地方政府や金融機関などの債券発行が増える見通しとなったこと、なども市場の資金不足の懸念を強めたとみられる。

図表2 貸出状況



図表3 公開市場操作



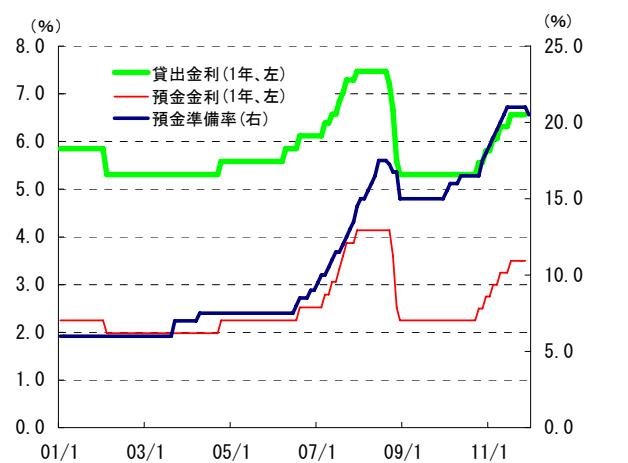
### 3. 金融政策は緩和方向も、追加緩和のタイミングは慎重に見極め

今後の展開を考えると、12月上旬に開催される中央経済工作会议では、「積極的財政政策、中立的金融政策」の枠組みを変えないとみられるものの、金融政策の実態は、徐々に緩和の方向に近づくことになる。

ただし、中資系銀行では、新年度の金融緩和を見越して貸出の準備を急ぐ動きがすでに出ていていると伝えられていることや、春節向けの食品の一部で価格上昇の動きが出てきていることなどから、金融緩和に対する過度な期待が出ないよう、当局は慎重さを残すと予想される。そのため、春節までの金融緩和の動きは、企業や銀行の資金繰りの緩和や市場金利の上昇防止を主眼に展開されると予想する。

これまでの経験則では、預金準備率操作は、一度方向転換すると、当初数か月連続して変更する傾向があるが（図表4）、今回は、追加引き下げのタイミングを慎重に見極めていくとみられる。貸出・預金金利は、預金準備率操作から数か月遅れて変更する経験則があるものの、実質金利が依然としてマイナスであることなどを考えると、すぐに引き下げられる状況にはない。春節前後の景気や物価を見極めつつ、次の緩和を探る展開となろう。

図表4 預金準備率と金利の長期推移



(注) 預金準備率は10月13日の特定行向け引き上げを含まず。中小銀行の預金準備率についてはC E I Cによる

(資料) 中国人民政府、国家統計局、C E I C、みずほ総合研究所

以 上

(参考1) 秋以降の金融政策に係る要人発言

時期	実施機関(発言者)	発言(発表場所)	発言要旨
10月4日	温家宝首相	浙江省視察	中国政府は、海外の環境変化、国内の新たな状況のなか、積極的財政政策と中立的金融政策により、物価の安定に力を注ぎ、物価の安定を初步的に達成し、また、経済は安定して、比較的早い成長を達成している。不動産市場のコントロールでは、保障性住宅の建設を進めている。地方政府の債務では、全面的な審査を実施し、融資平台を整理・規範化し、金融システムの効率的で安定的な運用に努めている。農業インフラ建設では、8年連続の増収を達成している。貿易では、収支バランスの改善に努めている。就業の拡大にも努めている。これらによって経済成長は、景気刺激策によるものから自立的な拡大に移行してきている。内外情勢の変化にかんがみ、マクロコントロールの強化と改善に努め、政策の連続性と安定性を保持し、また政策の先見性、弾力性、適切性を強化し、経済発展の良い勢いを固める、と発言。
10月24日	温家宝首相	天津、内蒙ゴ、江蘇、山東経済情勢座談会	マクロコントロールの方向性を良く把握し、コントロールの程度とテンポ、適切性、弾力性、先見性を以って、適時適度の微調整をしていくと発言。貸出については、産業政策との関係性を見つつ、緩めるところと引き締めるところを選別し(有保有圧)、国家の重点事業、産業政策に沿った中小企業、民生事業、保障性住宅(低所得者向け住宅)に資金を提供するととも。ただし、物価安定が第一の任務であるという姿勢は変わらず。
10月24日	周慕冰銀行業監督管理委員会副主席		銀監会は地方政府融資平台の整理、改造、信用強化に強く関心があり、厳格に新規貸出をコントロールすることを基礎に、融資平台の貸出リスクの緩和と、整理、改造、信用強化を重点的に進めることや、公益性のある資産を担保にした貸出を非公益性な資産を担保にしたものに切り替えること、政府が承諾する担保などを以って担保を追加することなどを表明。
10月25日		中国経済周刊10/25	温家宝首相が浙江省政府に対し、温州市政府を支持し、1か月以内に経済、金融を安定させるよう要求したと報じる。また、中小企業の不良債権比率の容認度合いを高め、高利貸しブームに有効な措置を取るようとも。
10月28日	劉明康銀行業監督管理委員会主席	2011年全国都市商業銀行会議	都市商業銀行は、内外経済金融の変化に注意し、バランスシートの改善に努め、流動性リスクの管理を強化するべきと発言。
10月29日	李稻葵人民銀行貨幣政策委員会委員	HSBC財産論壇2011	今年のインフレ率は+5.5%となるが、来年は+2.8%まで下がるだろうと発言。今後5~10年の間の金融政策は比較的慎重で大きな金融緩和は行われないだろうとの見方を示す。
11月1日	楊再平中国銀行業協会副会長		貸出総量コントロールといった措置を取りやめる時期になったとコメント。
11月3日	李稻葵人民銀行貨幣政策委員会委員	仏・フィガロ紙	中国は欧州債務危機に対する支援として1,000億ドルを提供する準備があると発言。ただし、そのためには、①欧州金融安定化基金が効果的に欧州情勢の安定化を促す、②EUが一連の担保を提供する必要があるとも。
11月3日	樊鋼中国国民経済研究所所長	搜狐企業家フォーラム	中国経済はまさに今ソフトランディングしつつあると発言。今年の経済成長率は+11%から+9%に低下すると見込まれるが、このような成長率の減速は中国経済がより良い基礎を築く契機となるため、かえって好ましい現象との見方を示す。
11月7日	吳曉靈全人代財政経済委員会主任	ロイター11/7	経済の安定成長を維持するために、金融緩和に戻るべきではないと発言。
11月7日	尚福林銀行業監督管理委員会主席		中国証券報のインタビューで、直接金融の拡大に引き続き注力すること、金融システムの弾力を強めるべく、新規参入、資本追加、不良債権の容認度の拡大などにより、各銀行が小・零細企業への金融サービスを持続可能にしていくことなどを表明。
11月9日	李稻葵人民銀行貨幣政策委員会委員	北京国際金融フォーラム	IMFラガルド氏の「中国は金融引き締め政策を継続的に緩和すべき」との発言に対し、金融緩和は中長期的に行うべきであり、性急な金融緩和は中国経済のみならず世界経済にとっても不利だと発言。
11月19日	王岐山副首相	地方金融工作座談会	国際金融危機が世界経済の長期的な景気後退をもたらすのは確実だと発言。地方金融機関および小規模金融機関は、地区を越えた事業展開を避けるべきとも。
11月22日	胡曉煉中国人民銀行副行長	中国銀行ホームページ	現在の中立的金融政策の基調は継続される。適時適度に微調整され、マクロコントロールの成果を良好なものとして固めると発言。

(資料)中国通信、中国証券報、人民日报、21世紀経済報道、フィガロ、デイリーテレグラフ、ロイター、ウォールストリートジャーナル、政府ホームページなどより、みずほ総合研究所作成

(参考2) 秋以降の金融政策動向

時期	実施機関(発言者)	発言(発表) 場所	発表要旨
9月30日	中国人民銀行貨幣政策委員会		海外国内経済の最新動向、影響に関して、安定的金融政策を継続する。物価の安定がマクロコントロールの第一の任務である。コントロールの弾力性、有効性、先見性を強め、政策のテンポと度合いを注意深く良く実行する。多くの金融政策ツールを利用して、マクロブルーデンス政策を進め、有効に流動性を管理する。そして合理的な社会融資総額を保持するなどと表明。
10月12日	温家宝首相	国务院常務会議	零細企業向けの「6つの金融支援策」と「3つの優遇税制策」を行うとの声明を発表。①零細企業向け貸出の支持(零細企業向け貸出の伸びは平均を上回らなければならない)、②零細企業向け貸出にかかる各種費用微収の禁止、③資金調達手段の整備(企業組合による債券発行方法の整備など)、④金融監督の弾力化(借入額500万元以下の零細企業に対する貸出を預金準備率算定から除外)、⑤小規模金融機関の育成、⑥非金融機関による貸出の健全化(金融機関従業員個人による非金融機関貸付行為への参加を禁止)、⑦零細企業の増税税免点の引上げ(所得税軽減制度を2015年まで延長、適用範囲拡大)、⑧金融機関による零細企業向け貸出損失準備金制度を2013年まで延長、⑨各種費用の減免。
10月25日	銀行業監督管理委員会	「商業銀行への支持が小・零細企業向け金融サービスの改進を一段と進めることに関する補充通知」	5月に発表された通知(銀十条) (小・零細企業向け貸出の伸び、金融サービス機関の参入、小・零細企業向け貸出向け金融債の発行など)を補充するもの。小・零細企業向け貸出向け金融債の発行では、金融債による小・零細企業向け貸出を預貸比率の対象外にすること。
10月28日	銀行業監督管理委員会	2011年全国都市商業銀行業務会議	都市商業銀行は市場での位置付けを明確にし、小企業・零細企業を主要対象としてサービスを提供し、製品とサービスの革新を快速化させ、小企業・零細企業向けの金融サービスレベルの向上と安定に努めなければならないと指導。
10月29日		国务院常務会議	不動産コントロールを今後数か月継続することなどを決定。
11月1日	発展改革委員会	一部の資源枯渇都市のモデルエンジニアリング計画の審査・認証に関する国家発展改革委員会公庁の回答	遼寧省阜新市、撫順市、盤錦市、北票市、南票区、山西省孝義市、安徽省銅陵市、淮北市、湖北省鍾祥市、湖南省資興市、耒陽市、冷水江市など資源の枯渇した12都市(地域)の構造調整計画の審査・論証を原則的に同意したと発表。
11月6日	浙江省政府	「小口ローン会社の改革発展をより深く推進することに関する若干の意見」	農業、中小企業、規則に合い、リスクを合理的にコントロールされ、金利が合理的な小口ローン会社について融資の限度を資本金の100%まで緩和するなどと発表。
11月8日	中国民生銀行		小・零細企業向けの貸出向けの金融債の発行の承認を、銀行業監督管理委員会から得たと発表。発行規模は最大500億元。他、興行銀行、深發展銀行、浦東發展銀行、杭州銀行も既に金融債の発行申請を出しており、合計は1,380億元に。
11月8日	浙江省温州市政府	「温州金融業革新発展の一層の加速に関する意見」	「1+8」地方金融改革・革新戦略を実施し、体制、仕組みの面から地元中小企業の債務危機問題の解決を図ると宣言。3年以内に小口ローン会社を120社設立する、新農村金融機関を30まで増やす、農村信用社を株式制商業銀行に切り替えるなどを盛り込む。
11月16日	中国人民銀行	「貨幣政策報告」	インフレについて、一連の政策の効果で早すぎる物価上昇は抑制できたと評価。また、金融政策について、中立的金融政策を継続すること、「適切性、弾力性、先見性」を重視することと同時に、適時適切に微調整すること公式に表明。微調整とは、社会融資総額の構造的な微調整と、「物価安定、成長維持、構造調整」の優先順位の微調整のこと。さらに、今後、動態差別準備金の計算公式に含まれた指數を調整し、商業銀行の貸出を適度に緩和する可能性があるとも。流動性については、「流動性管理の強化」から「流動性管理の最適化を引き続き図る」と表現を変更。ただし、①地方融資平台、不動産開発などの融資に対するリスク管理を強化する、②民間融資(非正規金融)に対する観測と分析を強化すると、強調するところはかわらず。他方、建設中の国家プロジェクト、中小企業、国民生活関係事業、特に保障性住宅への資金保証もかわらず要請。
11月23日	中国人民銀行筋	21世紀経済報道11/23	11月25日から、農村信用社、農村合作銀行20社に対して、農業向け貸出に消極的として、懲罰的に課していた0.5%分の預金準備率を元の水準に戻す(16.5%から16.0%)。
11月24日		中国証券報11/24	中国人民銀行が、銀行に対して融資枠の限度額を満額貸しつけるよう要請したと報道。差別的預金準備率の調整を通して、与信・貸出の安定した伸びを促す可能性が排除できないとも。預金準備率引き下げは2月以降か、とも。

(資料) 中国通信、中国証券報、人民日报、21世紀経済報道、政府ホームページなどより、みずほ総合研究所作成