

中国の追加金融緩和とその効果

更なる景気立てこ入れの可能性と難度を増す経済運営

アジア調査部中国室エコノミスト
玉井芳野
 03-3591-1367
 yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp

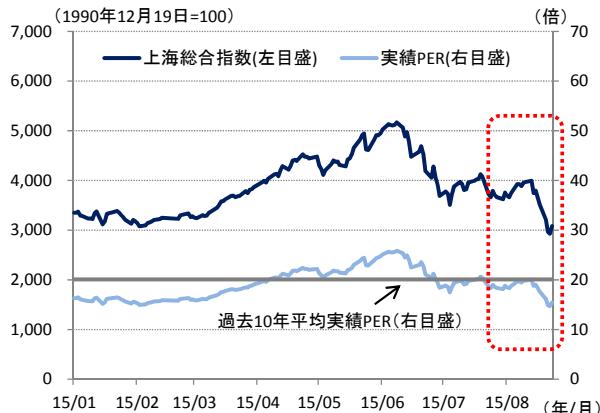
- 8月25日夜、中国人民銀行が貸出・預金基準金利と預金準備率の引き下げを決定。上海株が年初値を下回るまで急落し、「世界同時株安」となったタイミングでの発表
- 追加金融緩和の目的は、①景気弱含みへの対応、②資金調達コストの引き下げ、③より長期的な流動性の供給、④国内外の市場の安定化、にあると推察される
- ただし、過剰生産能力を抱える中、金融緩和による投資誘発効果は限定的。財政政策によるこ入れへの依存が高まる展開となろうが、資本ストックの過剰感が強まる恐れは残る

1. 貸出・預金基準金利と預金準備率を同時に引き下げ

上海株が年初値を下回るまで急落し（図表1）、中国発の「世界同時株安」が騒がれた8月25日の夜、中国人民銀行は貸出・預金基準金利と預金準備率の引き下げを発表した。貸出・預金基準金利はいずれも翌26日より0.25%Pt引き下げられ、1年物の貸出基準金利は4.6%、預金基準金利は1.75%と過去最低水準となった（図表2）。預金準備率は9月6日から一律0.5%Pt引き下げられ、大手行向けで18%となる。また、農業セクターや小規模・零細企業向け貸出、自動車ローンなどを促進するため、一部金融機関の預金準備率は更に引き下げられることになった。

2014年11月以降、すでに貸出・預金基準金利は4回、預金準備率は2回引き下げられてきたが、あまり間をおかず一段の引き下げが行われることになった。また、両者が同時に引き下げられたのは、

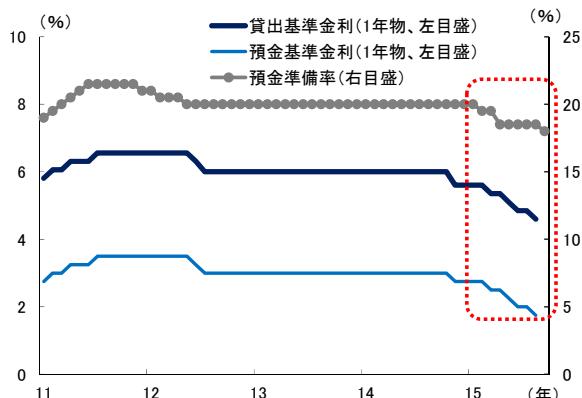
図表1 上海総合指数



（注）直近は8月27日。

（資料）Bloomberg

図表2 貸出・預金基準金利、預金準備率



（注）預金準備率は大型金融機関向け。

（資料）中国人民銀行

世界金融危機直後の2008年12月以来のことでもある。

加えて、中国人民政府は、基準金利の引き下げと同時に、期間1年超の定期預金金利について、これまで基準金利の1.5倍とされていた上限を撤廃した。当座預金と1年物定期預金の上限は今回撤廃されなかったが、年内の預金金利自由化の実現に向けて一歩前進した。

2. 追加金融緩和の目的

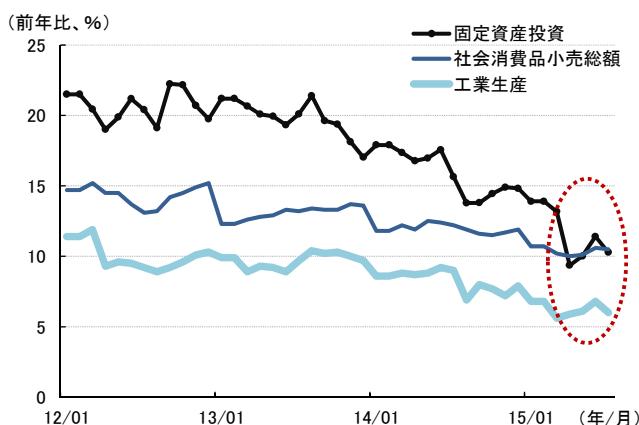
(1) 景気弱含みへの対応

今回の金融緩和の主要な目的は、景気が内外需ともに弱含んでいることを受け、下支えを図ることだと考えられる。中国の4~6月期の実質GDP成長率は、前年比+7.0%と前期から横ばいで推移したもの、景気の実態はその数字が示すよりも弱かったとみられる。投資、小売、輸出等の主要指標がそろって前期から減速していたからである。それにもかかわらず、実質GDP成長率が横ばいとなったのは、株高を背景とした株式売買委託手数料の急増によるところが大きく、実際には+7%割れが懸念される状況であった。7月の主要指標も一段の底割れは回避したもののが弱さが続いている（図表3）、主に中小企業の景況感を示す財新PMIの8月の速報値も47.1と、2009年3月以来の水準まで低下した。中国人民政府も、金融緩和についてのプレスリリースの中で、景気下押し圧力が強く、経済の安定的な発展のために良好な金融環境をつくる必要があったと述べている。

(2) 資金調達コストの引き下げ

今回の金融緩和のうち、利下げには企業の資金調達コストを引き下げるという目的もあったとみられる。昨年11月から急ペースで利下げが行われてきたことを受け、実勢実質貸出金利も低下傾向はある（図表4）。ただし、原油などコモディティ価格が再び下落していることから、今後も物価は低水準で推移すると判断され、実質金利の上昇や高止まりを防ぐために、利下げが実施されたと考えられる。足元では需給ひっ迫による豚肉価格の上昇がCPI上昇率を小幅に押し上げている面はあるが、低水準の推移という物価の基調を変えるには至らないとの判断が下された模様だ。中国人民政府もプレスリリ

図表3 主要経済指標



（注）1.2月は1~2月累計の前年同期比。

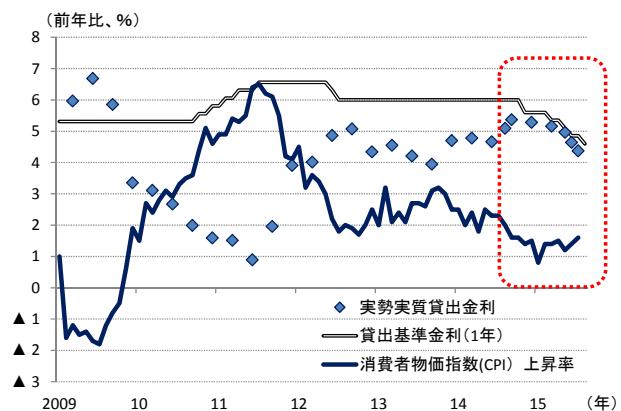
2.固定資産投資は年初来累計を単月に変換。

3.工業生産は実質値。社会消費品小売総額、

固定資産投資は名目値。

（資料）中国国家統計局

図表4 実勢実質貸出金利、CPI



（注）実勢貸出金利は非金融企業向けの月平均値（通常3カ月おきに中国人民政府が発表）。実質金利は名目金利-CPI上昇率で計算

（資料）中国人民政府

ースの中で、今回の利下げについて「先に行われたマクロ調整の政策効果をより強固なものにするため」と述べており、これまで低下を促してきた実質金利が物価低下の影響で再び上昇しないよう、コントロールを行ったことが示唆されている。

(3) より長期的な流動性の供給

また、預金準備率引き下げには、より長期的な流動性を供給する目的があった。中国の金融機関による外貨純買入額は、2014年7月に2,491億元のマイナスと、過去最低水準を記録した（図表5）。ベースマネーの重要な供給源である外貨の買入の減少は、国内の流動性供給の減少につながり、その結果、銀行間金利は緩やかな上昇傾向をたどっていた。

外貨純買入額が減少しているのは、米国の利上げ期待を背景とした対ドル人民元レートの元安圧力を受けて、当局が人民元買い・外貨売りの介入を実施しているためと考えられる。8月11日に対ドル人民元レートの基準値の調整が行われたことを受け¹、12日には一時市場の実勢値が約4年ぶりの安値にまで下落し、さらに元安期待が高まった（図表6）。人民銀行は行き過ぎた元安回避のため、引き続き介入を実施している模様だ。

上述の人民元の基準値調整以降、人民銀行は公開市場操作でのリバースレポや中期貸出ファシリティー（MLF）²の実施などを通じて資金供給を行っていたが、より長期的に多くの流動性を供給することが必要との判断から、預金準備率引き下げを実施したと考えられる。今回の引き下げで6,000億～7,000億元程度のベースマネーが放出されたとの見方がコンセンサスとなっており³、これは公開市場操作（3,550億元、8月11～27日実施のネット額）やMLF（1,100億元、8月19日実施）を通じた資金供給の規模を大きく上回っている。

(4) 中国内外の市場の安定化

中国人民銀行は、今回追加緩和を行った背景の一つとして、「グローバル金融市場の大きな変動」を挙げている。先述の通り、今回の金融緩和が「世界同時株安」のタイミングで実施されたことからも、金融市場の動搖に対応したものと考えられる。中国人民銀行チーフエコノミストの馬駿も、今回の追

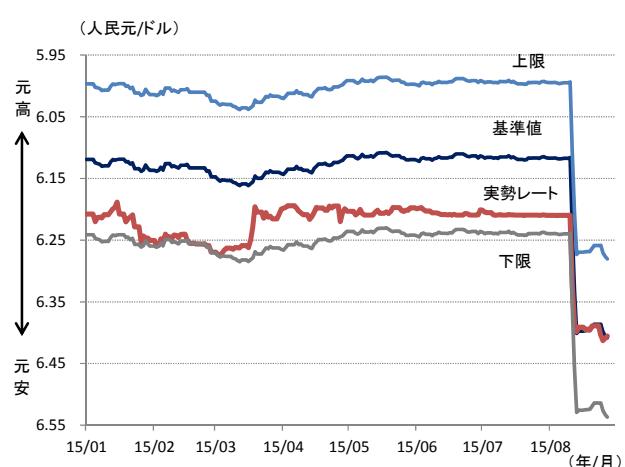
図表5 外貨純買入額と預金準備率



（注）中国人民銀行を含む金融機関の外国為替資金残高の前月比増減額。これらの金融機関がネットで外貨買取に投入した人民元の金額を示す。

（資料）中国人民銀行

図表6 対ドル人民元レート



（注）直近は8月27日。

（資料）中国人民銀行

加緩和の目的の一つは、「国内外の市場予想の安定化を助けるため」だと述べている。

上海総合指数は8月20日以降下落が続き、25日には前週末対比で約15%も下落した。25日の終値は2,965と年初値を下回り、今年に入ってからの上昇分が消失した。急落の背景には、中国政府のPKO（株価維持策）縮小の懸念がある。7月上旬に中国株が急落した際、中国政府は相次いでPKOを発動し、株価下支えを図った⁴。PKO本格化前の7月8日の上海総合指数の終値が3,507だったため、市場参加者の多くは3,500辺りまで下がれば政府が買い支えると考えていた。しかし、8月24日に3,500、25日に3,000を割り込んでも力強い反発は見られなかつたため、政府のPKOに対する信認が低下したとみられる。

中国株の急落は世界金融市場の動搖をもたらし、25日の日経平均株価は前週末対比で▲8.4%、米国ダウ工業株は▲4.8%、と大きく下落した。対ドル人民元レートの基準値調整が突如実施されたことをきっかけに、市場で「輸出促進のため元安誘導を迫られるほど、中国経済は悪化しているのか」という懸念が高まっていたが、その最中に中国株が急落したため、中国に対する悲観的な見方がさらに広がり、世界経済の先行き不安につながったと考えられる。

「ここまで株価が下落し、景気の足腰も弱いのに、中国政府は何も手を打たないのか」という世界中の市場に広がる不安を和らげるため、25日夜のタイミングで追加緩和が発表されたと考えられる。

3. 今後の政策対応の見通し

金融緩和発表後の26日の上海総合指数は、前日比▲1.3%と小幅な下落にとどまったものの、持ち直すには至らなかった。金融緩和による景気押し上げ効果は限定的とみる向きが多く、中国経済の先行き不安が払拭されなかつたためと推察される。PKOに対する信認が低下し続けていることも、反発がみられなかつた大きな要因であろう。

確かに、過剰生産能力が存在し、企業の資金需要が弱い状況のため、金融緩和に強い投資誘発効果は期待できない。ただし、利払い負担の軽減などを通じて景気下振れリスクを軽減することにはつながりうるため、今後も金融緩和が続くとみられる。

預金準備率については、年内にあと2~3回行われてもおかしくないだろう。米国の利上げが実現しドル高が進むに伴って、当面はドル買い元売り圧力がかかり、急激な元安を抑えるために政府の元買介入が続くことで、2(3)で述べたような流動性供給の必要性が生じると考えられるからだ。預金準備率の水準自体もまだ高く、引き下げ余地はある。一方、利下げについては、物価の動向に応じて慎重な判断を下す必要があり、行われるとしても年内1回程度と、預金準備率よりは頻度が少なくなるだろう。一部都市で不動産投機の再過熱が懸念され始めていることからも、大胆な利下げは避けられる見通しだ。

ただし、金融政策に強い景気下支え効果が期待できない以上、財政政策によるこ入れへの依存度が高まる展開となるだろう。すでに多くのインフラ投資計画の発表やインフラ投資のための資金調達支援策が発表されているが⁵、今後も新たな投資プロジェクトが公表される可能性があり、資金調達についても政策性金融機関による金融債発行や財政赤字拡大、PPPファンド活用の可能性などが残っている。李克強首相も、金融緩和が発表された8月25日に、「われわれにはまだ融通をきかす大きな余地が

あり、（中略）通年の経済発展目標を達成する能力と条件が備わっており、このことは周辺国・地域、ひいては世界経済の回復に対する重要な貢献となる」と述べ、政策対応の余地や「+7.0%前後」の成長率達成に対して自信を示した。ただし、短期的な景気安定を重視しすぎれば、過剰投資や過剰債務が更に深刻化する恐れは残る。中国政府は、短期的な景気の安定、中長期的な成長の健全性、そして金融市场の安定、という複数の目標の達成を目指し、難しい経済の舵取りを迫られることとなったといえよう。

¹ 人民元の基準値調整についての詳細は、玉井芳野「トピック：人民元切り下げの狙いは何か」（みずほ総合研究所『みずほ中国経済情報 2015 年 8 月号』2015 年 8 月 28 日）を参照。

² MLF は、中国人民銀行が商業銀行や政策性銀行に対して、国債、中央銀行手形、政策性金融債、高格付債券などを担保として、中期（3 カ月または 6 カ月）の資金を貸し出す仕組み。

³ 「管清友：靠货币宽松刺激经济就像是用绳子推车」（『财经网』2015 年 8 月 25 日）。

⁴ 株価下支え策については、玉井芳野「トピック：中国の株価下支え策をどう評価するか」（みずほ総合研究所『みずほ中国経済情報 2015 年 7 月号』2015 年 7 月 28 日）を参照。

⁵ 最近のインフラ投資をめぐる動きについては、玉井芳野「中国のインフラ投資は加速するか」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015 年 6 月 26 日）を参照。