

中国の利下げと今後の金融政策運営

王 雷 軒

利下げと預金金利上限の調整

中国人民銀行（中央銀行）は14年11月21日に貸出基準金利および預金基準金利の引下げを発表した（図表1）。具体的には、貸出基準金利（1年物）を6.0%から5.6%、預金基準金利（1年物）を3.0%から2.75%へ、それぞれ引下げること（翌日実施）を決定した。

加えて、預金金利の上限を預金基準金利の1.1倍から1.2倍に変更した。そのため、実質的に、預金金利の上限は変わっていない（ $3\% \times 1.1 = 2.75\% \times 1.2 = 3.3\%$ ）。中国では、13年7月に貸出金利の下限が撤廃されたことを受けて、銀行は貸出金利を自由に設定できるようになっている。預金金利には未だに規制をかけているが、今回の変更が金融自由化に向けて一歩前進したと評価できる。

以下は、中国人民銀行の金融政策をめぐる最近の動向を踏まえ、今回の利下げが決定された背景やその効果を分析するとともに、今後の金融政策の方向性を考えてみたい。

近年の選択的な金融政策を振り返って

リーマンショック後の世界金融危機を受けて、中国政府は大胆な経済対策をとったため、経済のハードランディングを回避したものの、一方で不動産価格の急騰や地方政府の債務急増をもたらした。その反省もあって、近年、中国政府は中立的金融政策（穏健な金融政策）を採用している。

とはいえ、銀行の流動性や特定の経済領域の動向を見極めながら、以下のような4つの新たな金融調節ツールを導入するなど、実質的にはやや緩和的金融政策を実施してきたと見られる。

具体的には、SLO（Short-term Liquidity Operations、短期流動性オペ）が13年1月に導入された。これは、市中銀行の流動性の一時的な変動に対応し、大手銀行に資金供給を行うものである。なお、実施内容（金利や金額）の結果は1ヶ月後に公表される。

SLF（Standing lending facility、短期貸出ファシリティ）も13年初に導入され、期限1～3ヶ月の資金を金融機関に提供

図表1 利下げ実施後の政策金利の状況

（単位：%）

預金基準金利				貸出基準金利			
		12年7月6日	14年11月22日			12年7月6日	14年11月22日
流動性預金		0.35	0.35	一般貸出	6ヶ月以内	5.60	5.60
					6ヶ月超1年以内	6.00	
定期預金	3ヶ月	2.60	2.35		1年超～3年以内	6.15	6.00
	6ヶ月	2.80	2.55		3年超～5年以内	6.40	
	1年	3.00	2.75		5年超	6.55	6.15
	2年	3.75	3.35	住宅積立金貸出	5年以内	4.00	3.75
	3年	4.25	4.00		5年超	4.50	4.25
	5年	4.75	廃止				

（資料）中国人民銀行より作成

する金融調節手段である。13 年後半に銀行の流動性がタイト化したことを受けて頻繁に実施されたものの、14 年 2 月以降は行われていない。なお、金利は時々の金融政策や市場金利誘導の目標に基づき決定されるが、公開されていない。

PSL(Pledged Supplementary Lending、担保付き補充貸出)は従来の「再貸出(再貸款) 中国人民銀行から金融機関への貸出」に類似し、長期的な資金を金融機関に提供する手段である。7 月には、中低所得層向けの保障性住宅の円滑な供給を推進するため、中国人民銀行はこれを利用し、国家開発銀行に 1 兆人民元(約 16 兆円) の長期資金を貸したとの報道もあった。

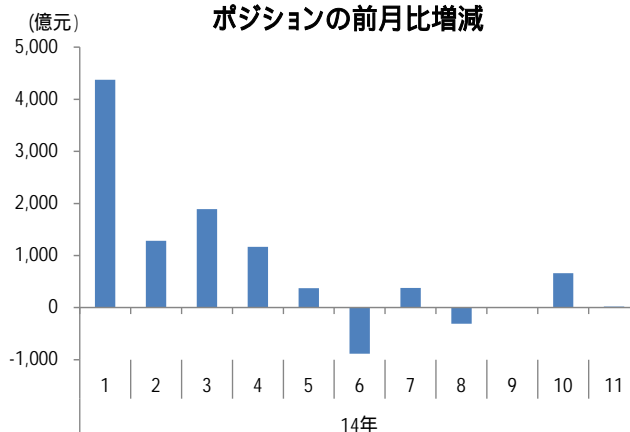
MLF (Medium-term Lending Facility、中期貸出ファシリティ)は 14 年 9 月に創設され、中期的な資金を金融機関に提供する手段である。中国人民銀行が公表した 14 年 7 ~ 9 月期の「中国貨幣政策執行報告」によると、同行がこれにより、9 月に商業銀行に 5,000 億元、10 月に 2,695 億元の 3 ヶ月期限の資金を供給したという。

また、国が農業や中小企業への金融支援の強化を図り、金融機関の農業や中小企業向け貸出を増やすため、同行は 14 年 4 月、6 月に農村商業銀行などを対象に預金準備率の引下げや再貸出も実施した。

このように、中国人民銀行は中立的金融政策を維持しながらも、新たな金融調整ツールを利用し、個別の金融機関を対象にした流動性の供給を実施するとともに、特定の経済領域に的を絞った選択的金融緩和を行ってきた。こうした選択的な金融政策が行われた背景として、以下のようなことが挙げられよう。

まず、最近の中国人民銀行が為替介入を

図表2 最近の中国人民銀行の外貨買入れポジションの前月比増減



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成

大幅に減らしていると見られるため、外貨流入に伴って市場に放出される人民元も減少傾向にある(図表 2)。為替介入資金の減少分を補うため、同行は中立的金融政策を維持しながらも、通常の公開市場操作の実施や新たな金融調整ツールの導入などで機動的に金融機関の流動性や国の政策に対応する必要性があったと考えられる。

また、金融機関全体を対象にした利下げや預金準備率の引下げなどの全面的な金融緩和を行うと、不動産部門や地方政府などへ資金が流れ込むことが見られるため、不動産価格のさらなる上昇や地方政府債務の増加につながりかねない。こうした状況を回避するため、金融緩和を特定の対象に限定し、経済発展方式の転換を図ろうとする狙いがあったと見られる。

いずれにしても、中国人民銀行がこれらの新たな金融調節ツールを利用し、個別銀行の流動性問題に対応したことは、金融システムの安定性を維持するうえでも重要であろう。しかしながら、実施の内容が極めて不透明で、市場との対話を十分に図ってきたとは言い難い。

一方、中国人民銀行のほか、銀行の監督機関である銀監会も預貸比率(貸出残高/

預貯金残高)の算出方法の見直し(14年6月下旬)を行い、銀行の貸出余力を拡大させる政策をとってきた。

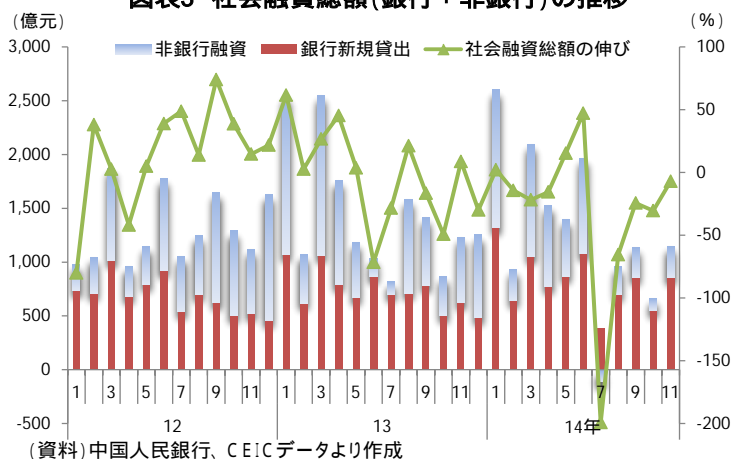
利下げに踏み切った背景とその効果

こうした金融当局の様々な取り組みが行われてきたが、その結果は芳しくない。特に、最近、インターネット金融のプレゼンス増大による銀行預金の流出、不良債権の増加などを受けて、銀行の新規貸出額はそれほど増加していないことが見て取れる(図表3)。

また、理財商品が抱えるリスクや地方政府の債務増加に対する警戒感の高まりなどへ対応するため、シャドーバンキングに対する規制は継続されており、信託などの銀行以外の融資もかなり減少している(図表3)。

こうした動きから、中国人民銀行がMLFを用いて個別銀行に資金を提供したものの、その選択的な金融緩和の効果は極めて小さいと言わざるを得ない。

図表3 社会融資総額(銀行+非銀行)の推移

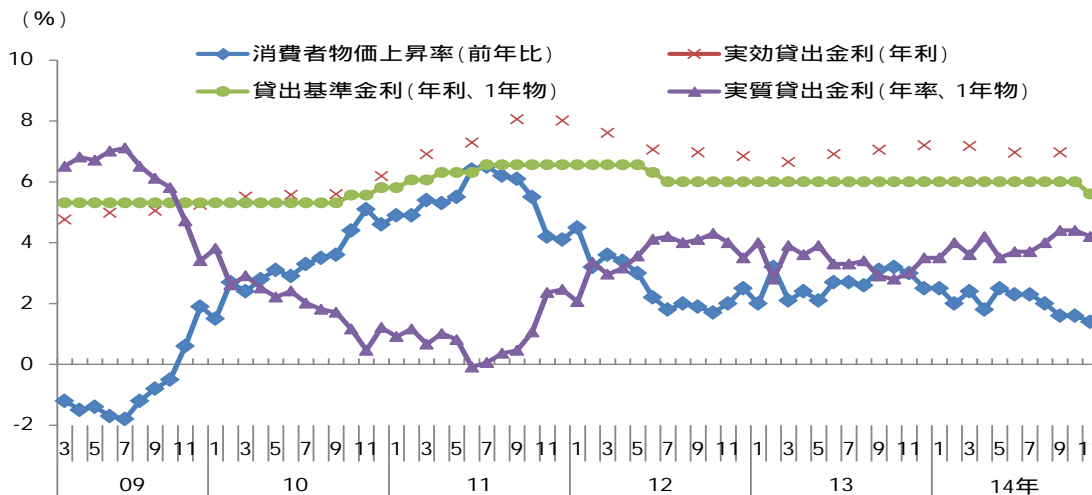


(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成

一方、10月のCPI上昇率は前年比1.6%と一層低下したほか、PPIも同2.2%となり、約3年連続のマイナス水準で推移した。その原因として、原油などの国際商品価格の下落、国内に過剰生産能力の存在が挙げられるものの、基本的にはデフレリスクの強まりとして認識されるべきであろう。インフレ圧力が緩和したことで、実質貸出金利が上昇していたため、企業の資金調達コストの高止まり状況をもたらしたと考えられる(図表4)。

このように実質貸出金利の上昇が企業の投資意欲を減退させるほか、家計の債務増につながりかねない。実質貸出金利の高

図表4 12年以降高止まり傾向にある実質貸出金利



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成 (注) 実質貸出金利 = 貸出基準金利 - 消費者物価上昇率、実効貸出金利は、中国人民銀行が公表する四半期データ、銀行の貸出金利の加重平均である。

止まり状況が続くと、先行きの景気に悪影響を与える可能性が高く、経済の安定的成長を維持するため、政府は11月に2年4ヶ月ぶりに利下げに踏み切ったと思われる。

しかし、前述したように、今回の利下げと同時に、預金金利の上限も調整された。この調整を受けて、銀行はインターネット金融への預金流出を食い止めるため、相次ぎ預金金利を預金基準金利の1.2倍に変更している。そのため、銀行の利ざや(計算上)は利下げ前の2.7%から2.3%に縮小されることになる。貸出金利が自由に設定できるため、銀行は実効貸出金利を引き上げ、利ざやの確保に動き出す可能性があると考えられる。

いずれにしても、今回の利下げおよび預金金利上限の調整は、景気下支えには一定の効果が見られるものの、中国人民銀行が強調した企業の資金調達コストを低下させる可能性は極めて低いであろう。

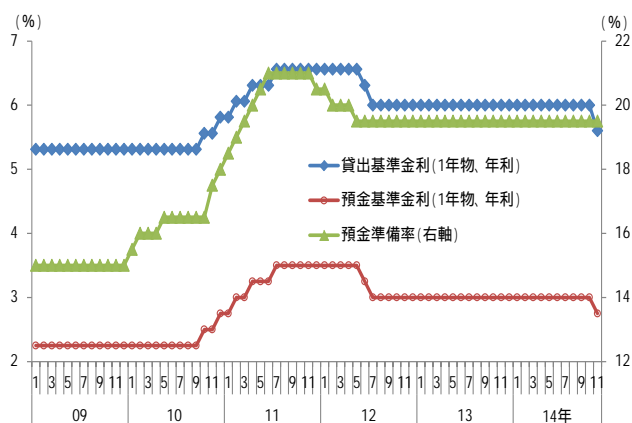
今後の金融政策の方向性

今後の中国の金融政策を展望すると、以下の点がポイントとなるだろう。

まず、12月上旬に開催された15年の経済政策を決める「中央経済工作会议」では、「経済の安定成長を維持すること」が第1の任務として挙げられたほか、15年の金融政策については、中立的金融政策の継続を決定したが、金融政策運営の際には、引き締めや緩和の度合いを柔軟にするような内容も盛り込まれている。

このような経済政策からは、雇用が悪化するほどの経済下振れが生じれば、預金準備率の引下げや追加利下げを行うことになるだろう。

図表5 12年6月以来調整されていない預金準備率



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成

足元でも、工商銀行など5大国有銀行を含め多くの銀行は預金金利を引き上げが、インターネット金融の急成長や株上昇などによって預金流出が発生していると見られる。そのため、銀行の流動性はタイト化する可能性が高く、預金準備率の引下げ圧力は高まっている。

また、預金保険制度の草案は11月末に公表された。これを受けて、預金保険機構が15年前半にも発足すれば、銀行が保険料を支払うことになるため、銀行の貸出を一定水準に維持するため、20%前後の預金準備率の引下げも実施される可能性がある(図表5)。加えて、最近は中国人民銀行が日常の為替介入を取りやめたと見られるため、高い預金準備率を維持する必要性も薄れていると考えられる。

さらに、前述したように、銀行の実質貸出金利が高止まりする可能性があるなか、企業の資金調達コストを低下させる目的があれば、新たな金融調整ツールを駆使するのではなく、預金準備率の引き下げや追加利下げを行うべきである。

以上のように、15年は中立的金融政策を打ち出したものの、実際の運営の際には、実質的には緩和的なものになる可能性は高いであろう。