

中国人民銀行の預金準備率引き下げは、金融政策姿勢の転換を意味するのか

Topics

- ▶ 本稿では、中国人民銀行が行った預金準備率引き下げの背景と政策意図を考察します。
- ▶ 景気安定化という最優先事項もあり、不均一な景気回復が続く中、今回の預金準備率引き下げのようなツールを用いた景気支援は再度行われる可能性があります。
- ▶ 一方で、中国政策当局がリスク予防の観点から不動産市場への引き締めを強めていることや、不均一な回復が続くものの景気が安定していることから、更なる金融緩和へ政策姿勢を傾けることは、少なくとも年内は見込みにくいと考えます。

エコノミスト 須賀田 進成

中国人民銀行が昨年5月以来の預金準備率引き下げを実施

中国では新型コロナウイルスの感染抑制が相対的に早かったことで経済活動の回復が進みました。こうした状況下、政策当局および中国人民銀行（PBOC）は昨年5月に預金準備率（RRR）を引き下げて以降は、金融政策姿勢を中立的なものへ調整し、全面的な金融緩和を控え、コロナ対応からの脱却を進めていました。

こうした中、7月7日に行われた国務院常務会議にて突如RRRの引き下げが示唆され、市場では中国景気への悲観的な見方の台頭と更なる緩和観測が強まりました。

その後、PBOCは7月9日に一部の銀行を除くほぼ全ての規模の銀行向けのRRRを0.5%引き下げを公表しました（図表1）。RRRの引き下げ自体は、事前に国務院常務会議にて示唆されていたものの、市場では引き下げ対象は中小銀行向けのものに限定されるとの見方が多く、対象が大規模銀行まで拡大されていたことは想定より緩和的なスタンスと受け取られました。一方でこの措置により、包括的な対応が必要なほど中国景気が悪化している、との見方も強まりました。

しかし、その後公表された4-6月期の実質GDP成長率および6月の主要経済統計が堅調な内容であったため、中国経済の悪化懸念は後退しました。加えて、7月20日に事実上の政策金利である最優遇貸出金利（LPR）が据え置かれたことで、市場におけるPBOCの更なる金融緩和への期待は一旦は後退したとみられます。しかし、今回の措置をPBOCの緩和転換とみる声もあり、緩和期待は根強く残っています。

今回の措置の背景は不均一な経済回復

7月に行われたRRR引き下げの理由として、政策当局は原材料高に苦しむ中小企業の支援が目的としています。

昨今の原材料価格上昇を製品価格へ転嫁しづらい中小製造業企業は経営への圧力を受けており、今回の措置はこうした状況への対応の側面があったとみられます。

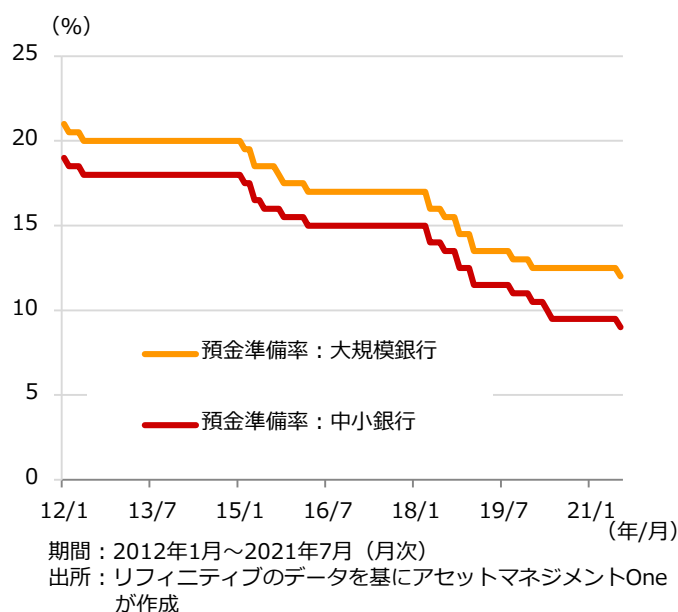
中国の企業規模別製造業の景況感は、大企業及び中規模企業が好不況の境である50を上回って推移している一方、中小企業は低迷が目立ちます（図表2）。コロナ禍前にも低迷が続いていましたが、その際は中堅企業の景況感と連動していました。しかし、今次局面においては中小企業の1人負けという格好で、コロナ禍からの回復の先陣を切っていた中国経済の内情として不均一な回復が続いていることがうかがえます。

次ページへ続く

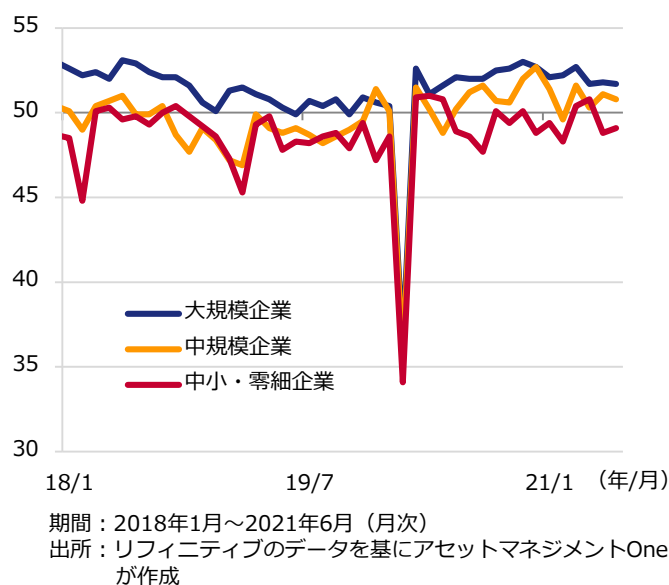
※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 銀行規模別の預金準備率の推移



図表2 企業規模別製造業PMIの推移



PBOCは、今回のRRR引き下げにより、約1兆元の流動性が放出されるとしており、資金の一部は、PBOCから銀行部門への資金供給である中期貸出ファシリティ（MLF）の償還や納税資金として利用される予定です。

RRRを引き下げることで、PBOCへ預けられていた預金準備が解放され、この分、銀行部門の資金調達コストは低下します。これにより中小企業への資金供給を促す狙いがあると考えられます。

昨年後半には、1年物MLFを通じた資金供給が膨らんでおり、これらの償還が2021年後半に行われることとなります（図表3）。このため、景気次第ではありますが、資金調達コストを引き下げる簡易的なツールとしてのRRR引き下げが年内に再度行われる可能性は否定できません。

それでも全面的な緩和は考えにくい理由

筆者は、現状ではPBOCが金融政策スタンスを全面的な緩和へと傾ける可能性は低いと考えています。今回のRRR引き下げは確かに緩和的な措置で、今後も再度実施される可能性はありますが、あくまでも予防的な措置であったと認識しています。

こうした考えの根拠には、①中国景気がさほど悪くはないこと、②PBOCが従来の金融政策を続けると表明していること、③不動産を中心にリスク抑制の観点から同セクターへの引き締めを続けていること、があります。

4-6月期の中国景気は、市場が懸念したほど悪化はしませんでした。前述の通り、不均一な回復ではあるものの、中国全体の成長率は改善しています。簡易的に中国経済の先行きを確認するため、複数の指標を用いて算出されるOECD景気先行指数をみますと、未だ上向きで推移しており、中国景気が年後半も安定的な推移となる可能性を示唆しています（図表4）。このような状況下、政策当局が更なる景気浮揚、金融緩和に傾くとはいえない、と筆者は考えています。

PBOCが今回の措置後に、改めて「洪水のような緩和は行わず、流動性を合理的な水準に維持する」という従来からの方針を維持することを表明したことから、金融当局が全面的な緩和を望んでいないとみられることがうかがえます。

また、中国では不動産価格の上昇が続き、政策当局は不動産関連の引き締め姿勢を強めています。こうした状況下、全面的な金融緩和は、不動産市場への資金流入を強める可能性が高く、未だ過熱感の残る不動産市場におけるバブル化リスクを高めます。従って、この状況もPBOCの全面的な金融緩和への転換を否定する要素となります。

一方で、中国景気の先行きがさほど明るくないということも事実です。図表4では、中国景気がまだ回復を続けていることを示しましたが、先行きは成長モメンタムの鈍化が視野に入っています。これまで景気回復を支えてきた外需はピークアウトが想定され、国内でも不動産投資の鈍化という下押し圧力が強まることが見込まれます。

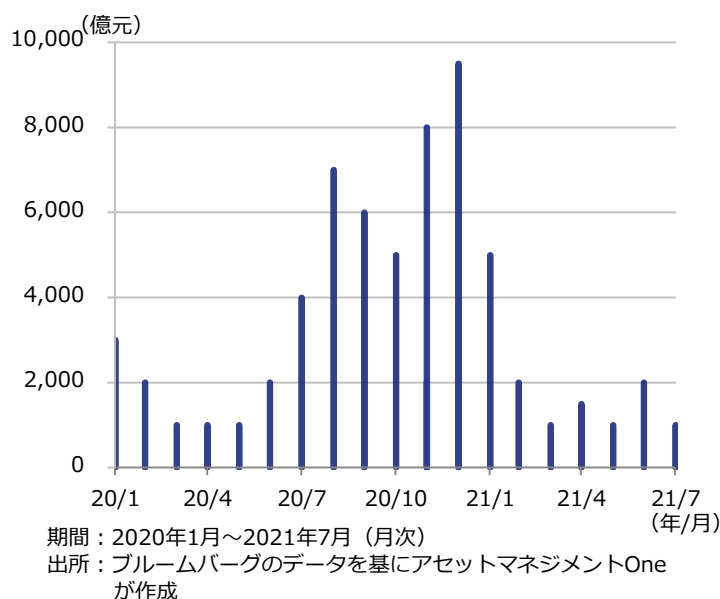
全人代で示された中国の今年の経済政策方針は、景気の安定化を最優先する、というものでした。そこに不動産引き締めなどのリスク予防が加わり、主にこの2大政策軸の下で経済運営が行われています。

従って、筆者は、リスク予防を妨げるような全面的な金融緩和は見込めない一方で、景気悪化に配慮して苦境に立たされている分野への政策支援は行われると考えています。

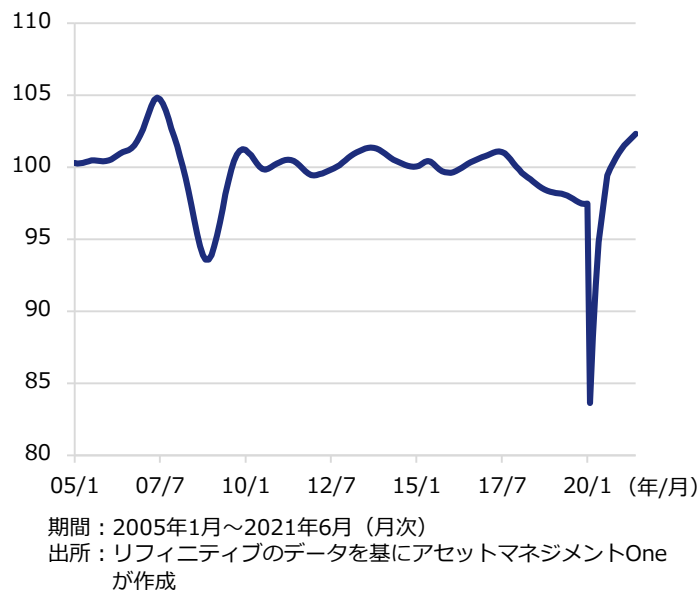
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 1年物MLFを通じた資金供給額の推移



図表4 中国OECD景気先行指数の推移



経済安定化方針とは裏腹に規制や引き締めが強化されるセクターも

足元、中国ではハイテク企業のデータ利用や学習塾運営などへの厳しい規制強化が行われ、株式市場を中心に動揺が広がっています。こうした措置はマクロ経済の安定化方針とは離れた、独立した措置であることを留意すべきと考えます。例えば、ハイテク企業に対しては海外上場に伴う国内個人データの流出懸念、学習塾運営への規制は家計の教育費高騰という個別の事情がありました。

筆者は、現時点では今後半年～1年程度の中国景気は安定推移が続くと考えています。しかし、今後も一部のセクターでは引き締め・規制強化路線の政策が打ち出され、中国企業の成長性への不信感や資本流出懸念などが、株式市場や為替市場へ悪影響を強める可能性が指摘されます。資産価格や為替レートの下落を通じて実体経済へ悪影響が及ぶ可能性にも留意しておく必要があると考えます。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。