



中国 逐次的な政策の「微修正」で対応の構え

～想定外の内需の弱さに対して追加の「下支え」を目論む～

発表日：2014年6月10日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 9日、中国人民銀行は農業部門や中小・零細企業への資金供給拡大を目指し、一部の金融機関を対象に預金準備率を50bp引き下げる決定を行った。同様の措置は4月に続いて今年2度目となる。ただし、今回は資金供給対象を詳細に区切っており、同行も政策の「微修正」であるとの認識を示す。年明け以降の人民元安などで資金供給の伸びは底入れする中、力強さを欠く内需の押し上げを図る姿勢を前面に打ち出した。
 - 足下の同国経済は外需に底入れの動きが出る一方、内需を取り巻く状況は厳しい。インフレ率は内需の弱さを反映して低位で推移しているが、全方位的な金融緩和は投機や非効率的な投資拡大を誘発し、金融市場のリスクを増幅させる可能性がある。市場の一部には金融自由化が進むとの見方はあるが、過度な反応が起こる可能性を勘案すれば、共産党・政府の下で政策の「微修正」を図る姿勢が続くと見込まれる。
- 9日、中国人民銀行は農業部門や中小・零細企業などに対する融資が多い金融機関に適用している預金準備率を16日付で50bp引き下げる決定を行った。同行は4月にも地方銀行や農村信用金融機関を対象に預金準備率の引き下げ（地方銀行は200bp、農村信用金融機関は50bp）を行っているが、前回預金準備率の引き下げ対象となった金融機関は今回対象外となっている。なお、今回の対象となる金融機関は「昨年の新規融資に占める農業部門及び中小・零細企業向けの割合が50%を上回っている上、これらに対する融資残高が全体の30%を上回る」ことを条件としており、同行はこの条件に当てはまる金融機関は都市商業銀行の3分の2、地方銀行では農業商業銀行の80%、農業合作銀行の90%になるとしている。さらに、業績改善の取り組みが進んでいる上に国内の消費拡大に寄与している消費者金融やリース会社、自動車ローン会社の活性化を図るべく、これらを対象とした法定準備金比率を50bp引き下げるとしており、足下で懸念される景気減速に対して政策の「微修正」により対応する姿勢を鮮明にしている。ただし、前回同様に同国金融市場において圧倒的な存在感を占める五大商業銀行（中国銀行、中国工商银行、中国農業銀行、中国建設銀行、交通銀行）は対象外とされ、同行はその理由として「金融市場全体には依然潤沢な資金供給がなされている」との考えを示しており、当該措置を通じて金融市場全体に大きく影響が及ぶ資金供給がなされる可能性は低い。同行は今回の措置について「『三農（農村、農業、農民）』や中小・零細企業など資

図1 マネーサプライ(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 人民元の対米ドル相場の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

金を必要とする分野に対して重点的に資金流入を促すことで、金融政策の効果が实体经济に影響すること

を期待しており、監視・監督を強化するとともに金融機関に対するインセンティブを維持する考えを示している。一連の政策対応を通じて金融市場には数百億元規模の信用拡大が起こると見込まれ、個人消費の押し上げなどに資すると考えられるものの、あくまで景気下支えの「カンフル剤」に過ぎないことに留意する必要がある。なお、金融市場においては先行きの金融政策が緩和に転じるとの見方が出ているが、国内のマネーサプライの伸びに底入れの動きが出ており、これには年明け以降の人民元安に伴い相当額の資金供給が行われていることも少なからず影響していることが考えられる。足下では人民元相場に修正の動きがみられ実質的な金融引き締め効果が期待される一方、中国国内では「カネ余り」がインフレや不動産市況の急騰など様々な弊害を生む要因になってきたことを勘案すれば、足下のインフレ率は食料品価格の安定を背景に低位安定で推移しているものの、全面的な金融緩和に動く可能性は低いと見込まれる。先行きについても同行による政策はあくまで「微修正」の域を抜け出すことはないであろう。

- なお、今回の預金準備率の引き下げは先月末に政府（国務院）が同様の方針を決定したことの具現化に伴うが、足下の内需が予想外に勢いに乏しいことが影響していると考えられる。5月の輸出は米国をはじめとする先進国の景気回復に加え、年明け以降の人民元安による価格競争力の向上も重なり改善の動きがみられ、これに伴って輸出財の生産が集中する経済特区の輸入も堅調に推移するなど、外需を中心に景気底入れの動きが出ていることが確認されている。一方、国内需要向けの輸入は足下でも勢いを欠く展開が続いており、こうした状況は政府が発表している製造業PMI（購買担当者景況感）において先行きは内需が堅調とする動きと必ずしも整合的な動きではない。しかしながら、足下では地方政府の債務問題をはじめとする金融市場のリスクを抱えており、世界金融危機直後のように公共投資をはじめとする大規模投資に景気浮揚を託すことが出来ないことから、あくまで経済全体に与える影響の度合いが低い農業部門や中小・零細企業、個人消費の拡大を焦点にした下支え策を打ち出したものと捉えられる。なお、5月の消費者物価は前年同月比+2.5%となり、前月（同+1.8%）から加速して2ヶ月ぶりに2%を上回る伸びになったが、依然として共産党・政府が掲げる目標（3.5%）を下回っており、インフレが警戒される状況とはなっていない。さらに、今月は豚肉や卵などの一部の食料品のほか、ガソリンをはじめとする燃料などの価格上昇がインフレ率の加速を招く一因になっているが、食料品やエネルギーを除いたコア物価は前年同月比+

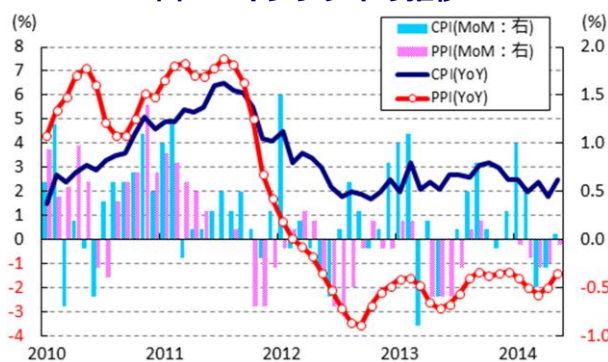
1.7%と前月（同+1.6%）からわずかに加速しているだけであり、内需の弱さを反映していると考えられる。川上の物価に当たる生産者物価は前年同月比▲1.4%と2年以上に亘って前年を下回る伸びに留まっており、構造的には先行きについても当面は物価上昇圧力が掛かりにくい状況が続くと予想される。しかし、同国ではこれまで過度な金融緩和が投機や生産性の著しく低い投資の急拡大を招き、足下で金融市場を揺るがしかねない

図3 内需向け輸入額の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 インフレ率の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

いリスクになっていることから、こうしたことも共産党・政府は自らの目が行き届く範囲内で漸進的に政策対応の「微修正」を図る一因になるとみている。一部では金融市場における自由化が進むとの期待は少なからずあるものの、既に同国金融市場におけるリスクは膨張しきっている状況を勘案すれば、急進的な自由化は反って状況を悪化させる可能性をはらんでおり、当面は共産党・政府主導による慎重な対応を続けると予想する。

以 上