

中国、予想外の利下げ実施の背景と影響

～市場機能重視の一方、政策の舵取りは一段と困難になる可能性も～

発表日：2014年11月27日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

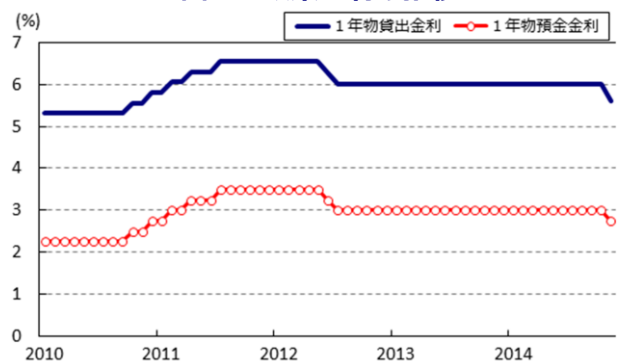
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 21日、人民銀は約2年強ぶりとなる緊急利下げの決定を発表した。同行はこれまで「的を絞った」金融緩和のほか、公開オペによる資金供給で対応してきたが、不動産市況の低迷が資産デフレを通じてデフレを招く懸念が高まっていることに対応したと見込まれる。さらに、製造業の景況感が6ヶ月ぶりに低迷するなど先行き不透明感が高まったことも、政府に利下げ実施を決断させる一因になったと考えられる。
- 目下は来月開催予定の中央経済工作会议において討議される、来年の経済成長率目標が注目を集める。持続可能な経済成長実現に向け、共産党・政府は構造改革による一定程度の景気減速を容認すると見込まれる。他方、共産党中央による権限強化の動きが広がっており、市場機能を重視する政策と相容れない可能性も懸念される。同国の構造改革の断行は同国経済のみならず、世界経済にも喫緊の課題になっている。

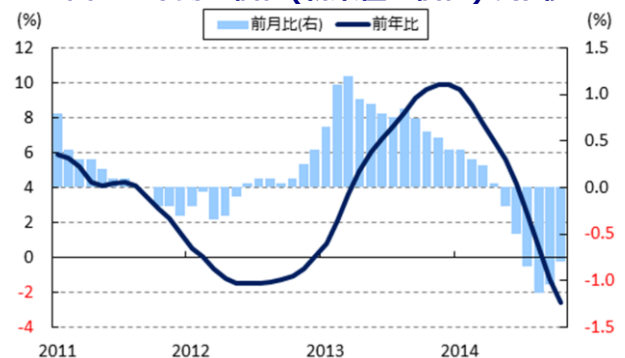
- 21日、中国人民銀行は緊急の声明において翌22日付ですべての主要金利を引き下げる決定を発表した。同行による利下げ実施は2012年7月以来となる2年4ヶ月ぶりのことであり、一連の措置に伴って政策金利である1年物貸付金利は40bp引き下げられて5.60%に、1年物預金金利は25bp引き下げられて2.75%となる。さらに、個人による住宅ローン金利も引き下げられるなど、全面的な金融緩和に舵を切っているように思われる。ただし、人民銀は発表後に行った記者会見などにおいて「**強力な景気刺激策は必要ない**」ほか、「**引き続き『穏健』な金融政策を維持する**」との従来からの考えを示しており、今回の利下げ実施が追加的な金融緩和に繋がるかは不透明である。なお、人民銀は今回の決定に併せる形で各金融機関による預金金利の上限設定に対する規制を緩和する方針を示し、従来の1.1倍から1.2倍とすることで金融機関の競争を促すほか、企業や個人に対して譲渡性預金(CD)の売却を認めることで金利自由化による市場改革を前進させる意思を示している。さらに、政府は人民銀による一連の決定に先立つ形で、今年6月に続いて金融機関の預貸比率に関する算定基準を緩和して金融機関の貸出能力向上を図り、減速基調が続く景気の底入れを進めたいとの意思を示していた。その一方、共産党及び政府はこれまで景気の減速基調が強まっているにも拘らず全面的な金融緩和に動くことはなく、今年4月と6月には「**的を絞った**」形で預金準備率の引き下げを行う限定的な金融緩和を実施したほか、基本的には日々の公開市場操作を通じて金融市場での資金需給に対応する姿勢を続けてきた。し

図1 政策金利の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 不動産価格(新築住宅価格)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

かしながら、今回人民銀が全面的な利下げ実施に踏み切った背景には、足下では同国内における過剰設備の問題のほか、原油をはじめとする国際商品市況の調整などを理由にディスインフレ基調が続いており、ここ数ヶ月に亘り不動産市況が下落しており、資産デフレをきっかけに全面的なデフレに陥るリスクを警戒していると考えられる。事実、10月の全国70都市を対象とした不動産価格（新築住宅価格）は前年同月比▲2.6%と2ヶ月連続で前年割れしている上、前月比は6ヶ月連続で下落基調が続いており、ほぼすべての都市で価格下落するなど、足下の不動産市況は極めて厳しい状況に直面している。同国の不動産市場は若年層を中心に潜在的な実需は期待される一方、長期に亘る低金利状態が続いたほか、投機的な動きが続いてきたことも影響して収益率では説明が付かない水準に価格が急騰してきたため、内陸部を中心とする地方などでの価格下落は避けられないとの見方が強まってきた。他方、近年の経済成長は不動産投資を含む建設投資に過大に依存してきたことから、この鈍化は急激な景気減速を招くほか、市況低迷は不動産や金融関連を中心に資金需給ひっ迫に繋がり、景気全体を大きく下押しする可能性も懸念される。こうしたことから、共産党及び政府は資金需給の急激なひっ迫を防ぐ観点から部分的な金融緩和や資金供給を行ってきたが、先週発表された製造業の景況感（速報値）が6ヶ月ぶりの低水準になるなど、景気に対する不透明感が一段と高まったことが利下げ実施を後押しする一因になった可能性はある。しかしながら、資金需給の改善を図るための利下げ実施が不動産をはじめとする建設投資を押し上げることに繋がり、再びバブル的な価格上昇を引き起こすリスクもくすぶる。人民銀をはじめとする政府は、景気刺激は不要との考えを示すが、今後も政策対応を巡っては極めて微妙な舵取りが求められる難しい状況が続くと予想される。

図3 製造業 PMI の推移



- 当面の中国経済を巡っては、共産党と政府が足下の経済状況と翌年の経済政策の運営方針を討議する「中央経済工作会議」の行方が注目されており、一部報道では来月9日からの開催予定とされる。例年、同会議では翌年の経済活動に関する方針のほか、経済成長率や物価動向、マネーサプライの伸び、貿易に関する経済目標が示されるなか、目下のところは来年の経済成長率目標に対する注目が最も高い。金融市場においては、来年の経済成長率目標は今年（7.5%前後）から引き下げられて「7.0%前後」とされる可能性が高いとの見方が広がっており、当研究所も同様の見方をしている（詳細は、今月20日付レポート「アジア（中国・インド・N I E S ・ A S E A N 5）経済見通し（2014年11月）」をご参照ください）。習近平政権は、その発足直後から中長期的な観点から同国経済が持続可能な成長を実現させるべく様々な構造改革を実現する考えを示しており、これまでのところは共産党中央の権力基盤の強化などを通じて構造改革の断行が行いやすい環境整備を進めている様子うかがえる。他方、先月開催された四中全会（共産党第18期中央委員会第4回全体会議）においては、共産党による統治強化を通じて独裁的な色合いが一段と強まる可能性を示唆する動きもみられることから、既存の国際的な秩序との間で様々な軋轢が生まれる可能性も予想される。さらに、金利の自由化など市場経済の深化を図ることと独裁色が強まる動きは相容れない部分も多くなることも懸念され、その意味では共産党及び政府による政策運営の舵取りがこれまでのように比較的容易ではなくなることも予想される。同国経済の動向が世界経済に与えるインパクトは極めて大きくなるなか、持続可能な経済成長実現に向けた構造転換に道筋を付けることは、同国のみならず世界経済全体にとっても喫緊の課題になっていると言えよう。以上