



中国人民銀、準備率引き下げで緩和サイクル再開

～「サプライサイド改革」を前進出来るか、全人代に注目が集まろう～

発表日：2016年3月1日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

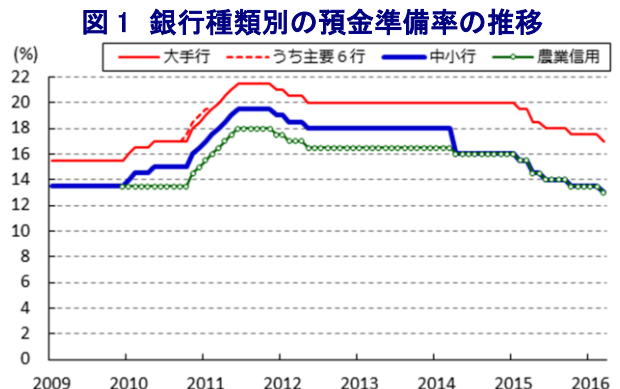
(要旨)

- 29日、人民銀は3月1日付で預金準備率を一律50bp引き下げる決定を行った。足下では実体経済の減速が続くなか、金融市場では当局の稚拙な「対話」を理由に実体経済以上に不安定な展開が続いてきた。先週末のG20では世界経済の下振れリスクに「政策総動員」で対応する姿勢で合意されるなか、中国は追加金融緩和で対応した。他方、金融緩和は人民元安を想起されるリスクもあり、当局は今後も引き続き市場対応に晒される可能性も予想されるなか、「市場との対話」の重要性がこれまで以上に重要になるだろう。
- 全人代では今年の経済政策の運営方針が討議されるが、その前に当局からは財政赤字拡大を示唆する発言が相次いでいる。ただし、昨年時点で財政赤字は大幅に拡大していること、当局が「サプライサイド改革」の重要性を繰り返し説明していることを勘案すれば、財政出動への期待は望み薄と言えよう。実体経済のけん引役も生産や投資から消費にシフトするなか、政策的な後押しが出るかに注目が集まる。他方、世界経済にとっては中国の「新常态」に真正面から向き合う必要性が高まっていると判断出来る。

《全人代を前に預金準備率で緩和サイクル再開、当局の掲げる「サプライサイド改革」実現への本気度が試されよう》

- 29日、中国人民銀行は翌3月1日付で銀行に対する預金準備率を一律で50bp引き下げる決定を行った。一昨年末以降の金融緩和局面において、預金準備率の引き下げは5回目であり、これに伴い最大手行が直面する預金準備率は17.00%と5年半近くぶりの低い水準となる。

中国経済を巡っては実体経済の減速が続くなか、金融市場では当局による「市場との対話」の稚拙さなどを理由に実体経済の動き以上に不安定な展開が続いており、国際金融市場の動揺に繋がっている。こうしたなか、先週末に上海で開催されたG20（主要20ヶ国及び地域）財務相・中央銀行総裁会合では、世界経済の下振れリスクが意識されるなかで「政策総動員」により均衡ある経済成長と金融市場の安定を図ることで参加国が合意した。さらに、昨年末



(出所) 中国人民銀行より第一生命経済研究所作成

以降にはオフショア市場を中心に人民元安圧力が強まり、中国当局は為替安定に向けて大量の介入を余儀なくされるなど資本流出が警戒感されてきたが、作業部会において資本流出対策を検討する一方、通貨安競争の回避を再確認することで合意がなされた。また、今回の議長国であり、足下における金融市場の動揺の「元凶」となってきた中国からは、首脳レベルが相次いで市場に根強く残る人民元安の払拭に向けたメッセージが発されたほか、構造改革を主導する考えを示す一方で過度な景気減速に対しては財政出動も辞さない姿勢をみせるなど、国内外で高まる懸念払拭に向けて躍起になる動きをみせた。同国では、今月5日から今年の経済政策の運営方針や経済成長率目標などが討議される全人代（全国人民代表大会）の開催が予定されており、今回の預金準備率引き下げはその直前のタイミングでもあり、景気を重視する姿勢を国内外に示したと言える。なお、昨年このタイミングで政策金利引き下げによる景気下支えが行われており、2年連続で人民銀行は全人代直

前に景気を重視する姿勢を示している。今回の決定について同行は「金融市場に十分な流動性を供給するとともに、市場のマネー及び信用の安定を図り『サプライサイド改革』を支援する」との考えを示しており、市場にくすぶる不透明感の払拭を通じて構造改革を側面支援する姿勢を示したと捉えることが出来よう。その一方、金融緩和は人民元安を想起させる可能性も残るなか、オフショア市場を中心に再び人民元売り圧力が高まることも懸念されており、今後も引き続き当局が定める「基準値」の動向に注目が集まることになる。一連の合意にも拘らず市場には依然として中国当局に対する不信感が根強く残っていることも懸念されるなか、当局にはこれまで以上に「市場との対話」に神経を集中させる必要性が高まっている。

- まもなく開催される全人代においては今年の経済政策の運営方針が討議される予定であるが、それを前にして当局からは様々な経済政策の方向性に関する考え方が漏れ伝わっている。昨年末に開催された中央経済工作会议においては、経済政策の方向性としてこれまで通り「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」の一段の柔軟化を通じて景気の下支えを図る一方、構造改革を通じた「サプライサイド改革」により中長期的な観点から持続可能な経済成長を目指す新たな考え方が示された。これは過去の景気刺激策が過度の財政出動に依存した結果、足下における製造業を中心とする過剰な生産設備や過剰在庫、過剰な不動産投資や過剰融資など様々な過剰問題の元凶になっていることを教訓に、規制緩和や減税などを通じて企業活動の自由度を高めることにより「市場メカニズム」を通じて過剰状態の解消を図る姿勢がうかがえる。バブル崩壊後のわが国が景気下支えの観点から公共投資をはじめとする過度な財政支出に依存した結果、過大な「ハコモロ」と過剰な公的債務を積み上げるに至ったことを教訓にしているとするれば、こうした取り組みは素直に評価することが出来よう。当局からは景気下支えに向けて「財政出動の余地はある」との考えが示されているほか、

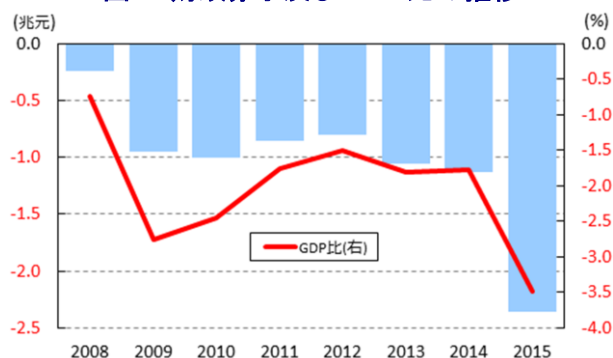
一部では「今年の財政赤字のGDP比を4%以上にすることも可能」といった考え方が示されており、これを以って財政出動が図られるとの期待に繋がっている可能性は高まっている。しかしながら、上述のように政府は過去における過度な財政支出が足下における同国経済のボトルネックになっていること、構造改革が喫緊の課題になっているとの認識を強めていることを勘案すれば、そうした期待は水泡に帰す可能性が高いと予想される。というのも、昨年の財政赤字の当初目標を「GDP比 2.3%」としていたものの、実績としては「同 3.5%」と想定を大きく上回る水準に達するなど、政府主導で年央以降にインフラ投資を中心とする公共投資を急拡大させたことが影響したと考えられる。これは国家統計局が昨年の経済成長率

図2 人民元相場(対ドル)の推移



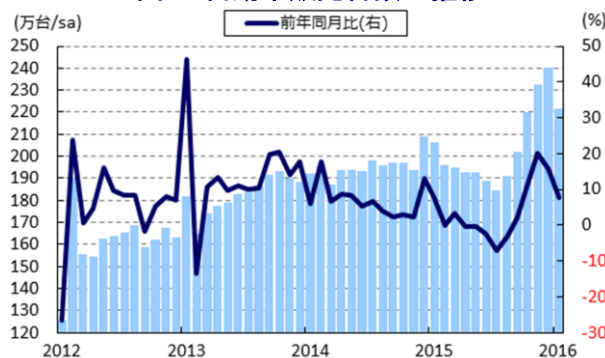
(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

図3 財政赤字及び GDP 比の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 自動車販売台数の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

(前年比+6.9%)を発表した記者会見において、この水準を「苦労して達成した」との見方を示すなど、想定以上に景気に下振れ圧力が掛かるなかで公共投資を通じた下支えが図られたことを示唆している。したがって、上述のように当局からは財政赤字の拡大示唆により財政支出の拡大を暗に仄めかす考えが出る可能性はあるものの、それが直ちに短期的な経済成長率の維持に向けたものに繋がるかは不透明と捉えた方が良いと言えよう。さらに、昨年末以降の一連の重要会議などで「サプライサイド改革」の重要性が繰り返し謳われており、当局がこれを政策的に後押しする考えを重視するのであれば、「歳出拡大ではなく減税などに伴う歳入減少を通じて景気を下支えする」という方向性にシフトしていく可能性が考えられる。足下の中国経済を巡っては、製造業や不動産関連を中心とする過剰生産及び投資に依存した成長から個人消費などにシフトする動きをみせており、昨年10月から始まった小型車に対する減税措置を受けて自動車販売に回復感が出ていることなどは、そうした動きを素直に反映したものと捉えられよう。また、今後は一段の減税措置などを通じて起業などが活発化すると見込まれるほか、当局も雇用のサービス業へのシフトなどを模索していることを勘案すれば、一連の金融緩和や先月発表された7省庁合同による『産業支援策』などはこうした動きを後押しする可能性もあろう。他方、わが国をはじめ海外経済と中国経済との関わりをベースにみた場合、その関係の大半は製造業に集中しており、製造業の景況感が先行きもしばらく回復感に乏しい展開が続くとみられることは世界経済の足かせとなる可能性には注意が必要である。過剰債務の問題など中国経済を取り巻く環境には不透明要素が少なくなく、それぞれが金融市場や中国景気の動向に与え得るリスクには要注意であるが、当局が中国経済の抱える問題を認識し、新たな方策を通じて事態打開を模索していることを勘案すれば、中国経済との付き合い方についても「新常态」を探る必要性は一段と高まっていると言えよう。

以 上

図5 製造業PMI(政府版)の推移

