

中国、景気減速懸念払拭へ「全面的な」政策対応へ

～米中貿易摩擦激化による景気減速懸念に対応し、人民銀は預金準備率の大幅引き下げ実施～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は堅調な推移が続く一方、米中貿易摩擦は抜き差しならない状況に突入し、中国経済への悪影響が懸念される。中国政府は年明け以降、減税など財政政策を通じた景気下支えを図ってきた。他方、金融政策については「的を絞った」預金準備率の引き下げに留まるなど慎重姿勢を維持してきた。ただし、米中貿易摩擦を巡り中国経済の不透明感が高まるなか、景気下支えに向けた対応の必要性が高まっていた。
- 7日に人民銀は10月15日付で預金準備率を100bp引き下げを公表した。今年3回目となるが、過去2回は「的を絞った」のに対し、今回は全面的な引き下げとなる。人民銀は「穏健中立」の維持を表明するなどスタンスは変えていないとするが、米FRBと政策の方向性は真逆となるため、人民元相場への影響が懸念される。追加引き下げ観測もくすぶるなか、「基準値」を巡る当局の思惑に揺さぶられる展開が続くと予想される。

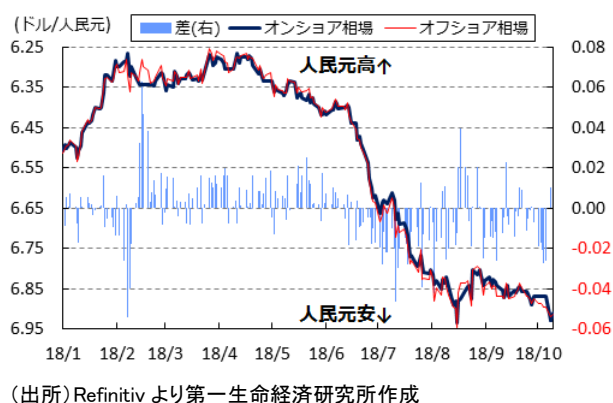
足下の世界経済を巡っては、米国など先進国を中心に拡大傾向を維持しており、全体的にも拡大基調が続くなど堅調な推移をみせている。ただし、米トランプ政権は先月末に『第3弾目』の発動に踏み切り、中国政府も報復措置を発動するなど米中貿易摩擦は抜き差しならない状況となり、中国経済への悪影響が懸念されている。年明け以降、中国政府は米中貿易摩擦による景気への悪影響を軽減させるべく、輸入関税の引き下げに加え、増値税（付加価値税）や法人税減税に取り組むなど、企業部門を対象とするコスト低下に取り組んできた。しかし、米中貿易摩擦の行方に不透明感が増しており、年明け以降の株価低迷に伴う家計部門への逆資産効果が懸念されるなか、夏場以降は個人所得税の引き下げなど家計部門に対する直接支援に動く方針を決め、企業部門に対して研究開発投資促進に向けた税控除拡充など、景気下支えに大きく舵を切っている。さらに、11月からは機械製品や建材、紙、繊維製品など1585品目を対象に輸入関税を引き下げることと決定し、米中貿易摩擦に拠る景気減速懸念の払拭に向け、財政政策を通じた対応を強化させてきた。その一方、金融政策面では今年4月と6月に人民銀（中銀）が預金準備率の引き下げを決定したものの、引き下げに伴い発生する余剰資金については、習政権の下で進められてきた過剰債務解消に向けたデレバレッジ（債務圧縮）政策を推進する観点から、大手銀行については「債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ：DES）」に充てることを推奨する方針が示された。他方、中小銀行に対しては資金繰りに苦しむ中小企業及び零細企業向け融資の拡充を促す方針を示すなど、全面的な金融緩和とは捉えにくい動きをみせた（詳細は6月25日付レポート「[中国人民銀、預金準備率引き下げで景気下支え](#)」をご参照下さい）。この背景には、米中貿易摩擦の激化などを理由に年明け以降の中国金融市場では株式相場は下落基調を強める展開が続いており、米FRB（連邦準備制度理事会）が金融政策の正常化を進めるなか、人民銀行が金融緩和に踏み切ることで人民元相場に下落圧力が掛かれば、2015年の実質的な人民元相場の切り下げに端を発する『チャイナ・ショック』

の二の舞を演じるリスクがある。また、企業部門を中心とする過剰債務が中国経済のリスク要因となる懸念があるなか、全面的な金融緩和に伴い金融市場に過剰流動性が供給されれば、習政権が進めてきた過剰債務解消の取り組みが水泡に帰す可能性がある。そうした姿勢を示すように、今年8月には国家発展改革委員会が国内企業による債務の株式化の促進を図るべく、『的を絞った』預金準備率の引き下げなどを通じて金融政策を活用する方針を示すなど慎重姿勢を崩して来なかった。しかしながら、米トランプ政権による対中制裁の手綱が緩む見通しはみえないなか、今後は対米輸出の半分近くに制裁関税が課される一方、米国からの輸入の約7割に制裁関税を課することとなるなど、国内経済への悪影響は必至の情勢となりつつある。よって、人民銀行としてはさらなる景気下支えに向けた対応の必要性に迫られていたと考えられる。

7日に人民銀行は声明を発表し、10月15日付で市中銀行に対して適用している預金準備率を100bp引き下げる方針を示した。引き下げ幅は6月時点（50bp）から一段と広げられ、その対象も大手銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行、農村商業銀行、外資系銀行にも広がるなど、先行きの景気減速懸念の深刻さをうかがわせる。なお、今回の決定に伴い大手銀行の預金準備率は14.5%、中小銀行の預金準備率は12.5%に引き下げられ、金融市場には総額1.2兆元の流動性が供給されるが、人民銀行によると、うち4500億元は償還期限を迎える中期貸出ファシリティ（MSF）の返済で相殺されるため、実質的には7500億元の流動性供給に繋がるとした。なお、人民銀行は今回の預金準備率引き下げの意図について「流動性供給構造の最適化と銀行のサービス向上を狙ったもの」と説明し、「銀行及び企業部門の資金調達コストの削減を図るもの」としている。その上で、余剰資金の使途について人民銀行は「中小・零細企業の支援に加え、革新的な企業の支援を通じたイノベーションの促進、経済の活力及び強靱性を高めるとともに、内生的な経済成長の強化に資すること期待する」とする一方、6月の引き下げ決定の際に主目的とされたDESについては言及されなかった。また、政策スタンスについて人民銀行は「方向性を巡る規制であり、銀行セクターの流動性は潤沢ななか、金融政策のスタンスは『穏健中立』を変えていない」としつつ、「金融市場の観測を安定させる観点から引き続き必要な措置を講じる」とし、「信用と社会融資総量の適度な伸びを維持すべく、適度に潤沢な流動性を維持する」の考えを示している。他方、金融緩和措置が実施されることに伴う人民元相場への懸念に対しては「足下の中国金融市場のマネーサプライの伸びや実体経済の堅調さなどを踏まえれば人民元相場の減価圧力に繋がるものではない」との認識を示すが、米FRBとの間で金融政策の方向性が真逆になることを勘案すれば、外国人投資家が自由に取引可能なオフショア市場を中心に人民元安圧力が強まることも予想される。今後も人民銀行が預金準備率の追加引き下げに動く可能性は高い一方、人民元相場の動きは国際金融市場に予想外の影響を与え得るため、当面は営業日前に発表される『基準値』を巡る当局の思惑に揺さぶられる展開が続くであろう。

以上

図 人民元相場(対ドル)の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。