

## 中国の金利改革、その狙いと効果は

～事実上の「ステルス緩和」だが短期的な効果は期待薄、現時点で過剰な期待は禁物～

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)

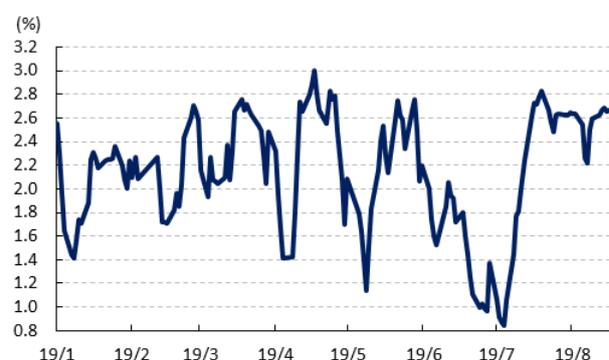
### (要旨)

- 足下の中国経済は米中摩擦などに伴う外需鈍化の上、資金需給のタイト化が内需の足かせになるなど内・外需双方で景気に下押し圧力が掛かっている。こうしたなか、17日に中銀は金利改革として最優遇金利(LPR)の算定方法変更を公表した。市場実勢と離れた政策金利の貸出基準金利との連動性を薄め、中銀がオペに用いるMLF金利への連動性を高めることで、事実上の貸出金利の低下を目指す。20日に公表された新基準のLPR1年物金利は4.25%と1年物貸出基準金利を10bp下回るも小幅に留まり、今後はMLFの引き下げなどに動く可能性は高い。ただし、企業部門の債務の伸びしろは限られる一方、銀行部門にとっては体力的に厳しい中小・零細行を中心に収益圧迫要因となり得る。オペ拡大により金融市場に過剰マネーが供給されれば、物価高や人民元安を招くほか、バブル再燃に繋がるリスクもあり、現時点で過大な期待は禁物と言えよう。

昨年以降の米中摩擦の激化に加え、世界貿易の萎縮に伴う世界経済への下押し圧力が顕在化する動きがみられるなど、中国経済の外需を巡る環境は悪化の度合いを増しており、中国当局は金融市場における人民元安の進展を事実上容認するなど輸出を下支えする姿勢を示している。一方、このところの中国では『灰色のサイ』と揶揄される企業部門が抱える過剰債務がリスク要因となるなか、昨年は中国当局主導によるデレバレッジ（債務抑制）策が採られた結果、米中摩擦に伴う外需鈍化が懸念されるなかで内需の足かせとなり、昨年の経済成長率は28年ぶりの低成長となった。こうしたことから、中国当局は昨年後半以降、断続的に預金準備率の引き下げなど金融緩和を通じて内需を下支えする姿勢に転じ、足下でも5月以降3ヶ月連続で中小銀行を対象とする預金準備率の引き下げにより民間の中小・零細企業の資金繰り支援を図る動きをみせてきた。他方、足下のインフレ率は生鮮食料品など生活必需品を中心とする物価上昇の動きを反映して政府が掲げる目標近傍で推移しており、このところの国際金融市場は新興国で利下げ実施の動きが広がりをみせる

『利下げドミノ』の様相をみせてきたが、中国についてはこうした対応が難しい状況が続いた（詳細は9日付レポート「[中国への「利下げドミノ」の波及は望み薄](#)」をご参照下さい）。ただし、足下の中国の家計消費及び企業部門による設備投資など内需を巡る動きは資金需給のタイト化などを反映して『二番底』を探る可能性も懸念されるなか（詳細は14日付レポート「[中国景気は一時要因での底打ちの反動で「二番底」を探る展開](#)」をご参

図1 短期金利(SHIBOR 翌日物金利)の推移

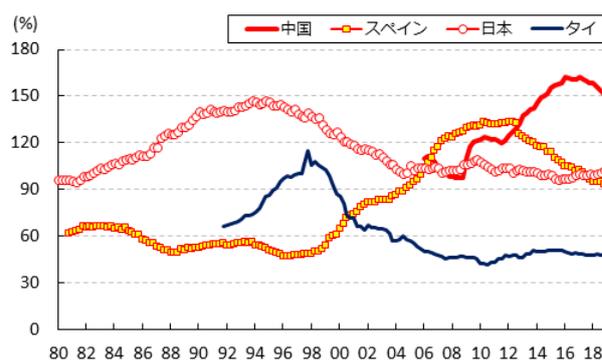


(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

照下さい)、中国人民銀行(中銀)は17日に企業部門による借入コストの引き下げを通じた景気支援を目指す『金利改革』を公表した。同行による金利改革では、貸出金利を巡って2013年7月に下限撤廃が行われ、同年10月に最優遇金利であるLPR(ローンプライムレート)の算出が始まったものの、実態としては国務院(政府)が定める政策金利の1年物貸出基準金利をわずかに下回る水準に留まるなど、市場実勢とかけ離れる展開が続いた。今回の金利改革では、LPRの算出方法を同行による金融市場調節(オペ)手段であるMLF(中期貸出ファシリティ)を通じた短期資金の融通金利に連動するほか、今月以降は毎月20日に公表するとともに、算出のベースとなる報告対象行数をこれまでの10行から外資系銀行2行を含む計18行とする一方、カルテルによる下限設定は許可しないなど競争を促す姿勢を示している。また、これまでLPRは1年物のみが公表されてきたが、今回の改定に伴い1年物LPRと5年物LPRを公表して銀行による新規融資の際の参照金利となる一方、1年未満及び1~5年物の融資金利は各銀行が独自に決定可能としている。今回の決定の背景には、過去の金利改革に伴う貸出金利の下限撤廃にも拘らず、足下の貸出金利は市場実勢とかけ離れる形で国務院が設定する貸出基準金利の近傍で推移しており、年明け以降も短期金利が急低下する場面がみられたにも拘らず、銀行の貸出金利は上昇するなど企業部門の借入コスト低下には繋がらなかったことがある。こうしたことから、中銀としては新たなLPRの公表を通じて貸出金利の引き下げを誘導したいとの思惑も透けてみえるほか、実質的には『ステルス利下げ』と捉えることも出来る。なお、20日に発表された新基準に基づく初の1年物LPR金利は4.25%となり、政策金利である1年物貸出基準金利(4.35%)を10bp下回る水準に留まるなど、上述のような中銀の狙いを反映して一部に大幅利下げを予想する向きもあったものの『肩透かし』に終わっている。なお、新LPRの発表に関連して中銀の劉国強副総裁は「改革効果を確認するには時間が必要である」と述べる一方、「貸出基準金利はしばらく廃止しないが、将来的な金利政策はLPRにシフトする」として将来的な金利統合の可能性を示唆したほか、「預金準備率と貸出金利には引き下げ余地がある」と緩和余地に含みを持たせる姿勢をみせた。よって、今後はLPR金利の算出ベースである1年物MLF金利の引き下げなどを通じて貸出金利そのものを押し下げるなど、実質的な金融緩和に踏み込む可能性は高まると予想される。他方、足下の企業部門が抱える債務残高は『危険水域』に近付くなど伸びしろが限られる一方、銀行セクターでは中小・零細銀行を中心に多額の潜在的な不良債権を抱えるなか、調達金利の低下がそのまま貸出金利の低下に繋がるかは不透明な上、銀行セクターにとっては利ざや縮小による収益面での悪影響が懸念される。さらに、金融市場に対する過剰マネーの供給に繋がれば物価高や人民元安圧力に繋がるほか、不動産市場などでの『バブル』再燃を招くなど新たなリスク要因を引き起こす可能性もあるなど、現時点において過大な期待は禁物と考えた方が良いであろう。

以上

図2 非金融企業部門向け信用/GDP比の推移



(出所)国際決済銀行(BIS)より第一生命経済研究所作成

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。見直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。