

中国における最近の金融調節の展開

中国景気が鈍化する中、今年の金融政策は、特定の金融機関・経済領域向けの緩和策が目立つ。この背景には経済成長パターンの変化や金融構造の歪み等がある。

さらなる景気鈍化で注目される 金融政策の行方

中国の景気鈍化が一段と顕著になっている。2014年8月の工業生産増加率は、前年同月比6.9%増とリーマンショック時の2008年12月以来の低さとなった。

こうした中で、金融政策の動向が注目されている。特に、2013年以降に人民銀行が導入した新たな金融調整手段が、今年の後半に入って話題になることも多い。

具体的には、第一にSLO（Short-term Liquidity Operation、公開市場短期流動性調節ツール）がある。2013年1月に導入され、銀行システムの流動性の一時的な変動に対して適時使用される。7日以内のレポ（無担保）が主で、取引対象機関は金融政策の伝達能力の強い金融機関（5大銀行等12行）である¹⁾。金利・金額等の結果は1ヵ月後に公表される。2013年は10月以降11回、2014年は2月に一回使われている。

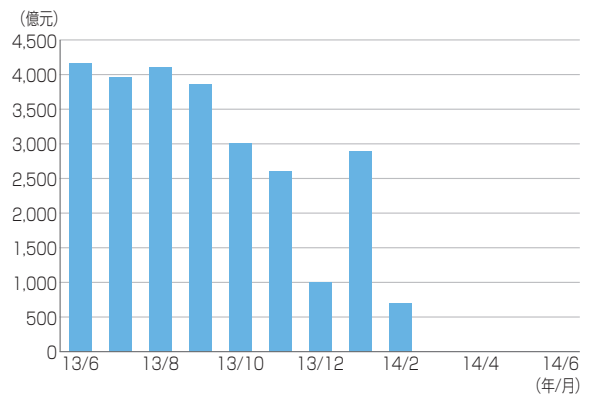
第二は、SLF（Standing Lending Facility、常設貸出ファシリティ）である。2013年初に導入された。金融機関からの要請に応じる形で、比較的長期で金額の大きい流動性を提供する²⁾。対象は主に政策性銀行（国家開発銀行等）と全国展開の商業銀行であるが、2014年に、一部地域の中小金融機関にも拡大された。期間1～3カ月の担保貸出で、金利水準は金融政策調整・市場金利誘導の必要等に基づき決定される。貸出残高は公表されるが、金利は公開されていない。

資金が逼迫した昨年後半には3000億元台の残高があったが今年2月以降の残高はゼロである（図表1参照）。その後9月に、5000億元のSLFが実施されたという報道があった。

第三は、PSL（Pledged Supplementary Lending、担保補充貸出）である。これは、従来から実施されている人民銀行から金融機関への貸出（「再貸出」）の一種と見られる。担保を取った上での金融機関への中長期の貸出であり、最終的にはインフラ建設等に融資されると見られる。今年7月には、国家開発銀行がPSLで1兆元の資金を得て、それを低所得者向け住宅のプロジェクトに融資するとの報道があった³⁾。また、将来的に、PSL金利を中期金利の指標にする意図があるとの説もある。

PSLやSLFには、特定の金融機関向け、あるいは特定の経済領域にターゲットを定めた資金供給という側面がある。中小企業関連や農業関連向け銀行融資の促進を目的として、今年4、5月に実施された選択的な預金準備率引下げの方法も同様の性格を持つ。このように、人民銀行が選択的な金融調節を行える手段を整えてきた点が注目される。

図表1 SLFの残高



(出所) 人民銀行統計より野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 工商銀行、建設銀行、農業銀行、中国銀行、国家開發銀行、交通銀行、中信銀行、招商銀行、光大銀行、民生銀行、興業銀行、上海浦東發展銀行。(2013年1月発表の人民銀行資料による)。
- 2) 日本銀行の補充貸付制度に相当する。
- 3) PSLではないとの報道もあり、実際に使われたかどうかは不明である。
- 4) 銀行システムにおける過剰な資金を吸収するために預金準備率は2003年の6.0%から2011年の21.0%まで大きく上げられ、今日(19.5%、選択的緩和は除く)に至っている。
- 5) 2013年6月に数週間にわたり短期金利が急上昇・急変動したが、人民銀行が、穏健な金融政策の継続やマネーマーケットの安定の維持に関する見解を発表したのは6月下旬であった。

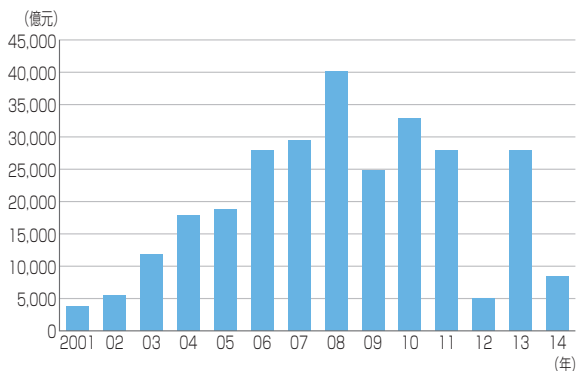
特定の金融機関・領域向け金融緩和の背景

新たな資金調節手段、特に資金注入手段が導入された背景には、中国経済の成長パターンの変化がある。経常収支の対GDP比は、2007年の約10%をピークに低下を続け、2013年には約2%にまで下がった。これを受けて外貨流入に伴って人民銀行から市中に放出される資金量は長い目で見ると減少する方向にある(図表2参照)。

以前は、「過剰」な経常黒字を受けて生み出される「過剰」流動性が問題であったが⁴⁾、経常収支が均衡に近づく中で、今後は、人民銀行が能動的に市中に資金を供給するメカニズムが必要とされており、公開市場操作や金融機関向け融資の多様化を図る必要がある。

一方、金融緩和を特定のターゲットに絞ろうとする背景には、国有企業には資金が流れるものの、中小企業や農業に資金が流れ難いという中国の金融構造の歪みがある。足元の景気鈍化とそれを受けた不良債権の増加が、全面的な金融不況に転化することを回避するためには、

図表2 外貨買入に伴う市中への資金供給



(注) 外匯占款(外国為替資金残高)の年間増分。2014年は8月まで。
(出所) 公式統計より野村総合研究所作成

一定の経済成長を維持し銀行の利益を確保して不良債権を消化する必要がある。ここで、通常の全体的な金融緩和(例えば預金準備率の引下げ)によって中小企業等まで資金を回そうとすると、まず地方政府や不動産部門に先に資金が流れることが予想され、結局、地方政府と不動産開発の経済モデルから脱却できないことになる。このため、雇用情勢が悪化し社会安定が問題になるといった局面でない限り、金融当局は全体的な金融緩和に慎重になっていると思われる。

望まれる金融調節における透明性の向上

最近の選択的な緩和方法が、足元で一定の経済成長を維持する上でやむを得ないものであるとしても、人民銀行が長年目指している金利をシグナルとした金融調節方式とは逆方向に進んでいる感は否めない。時間はかかるが、金利自由化の推進やさらなる情報開示等によって、銀行をはじめとする各経済主体の行動がより金利に敏感に反応していく状況を作っていく必要があろう。

また、最近の資金調節手段の実施については、上述したように報道が先行しており、公表はされていない。昨年6月、短期金利が急騰した際も、市場になかなか人民銀行の意図が伝わらなかったため、人民銀行の金融市場との対話の改善を望む声があった⁵⁾。今後は、金融調節における透明性を高める必要もあろう。

Writer's Profile



神宮 健 Takeshi Jingu

NRI北京
金融システム研究部長
専門は中国経済・金融資本市場
focus@nri.co.jp