

2019年の中国の金融政策の行方

景気が鈍化する中、2019年の中国の金融政策は「積極的な財政政策と穏健な金融政策」の原則の下で、緩和的に運営されると考えられる。金融リスク防止策の影響を受けた流動性低下を相殺する一方、民営企業、小・零細企業にターゲットを定めた緩和的政策が続くと見られる。

民営企業、小零細企業の資金調達難

2019年の中国のマクロ経済政策は緩和色が強くなると予想される。18年12月の中央経済工作会議は、「外部環境は複雑で厳しく、経済は下押し圧力に直面している」との現状判断を示した上で、マクロ政策についてカウンターシクリカルな調節を強化し、「積極的な財政政策と穏健な金融政策」を引き続き実施するとした。

具体的には、「積極的財政政策を強化し、また効率を引上げ、大規模な減税・費用¹⁾引下げ政策を実施し、地方政府債（レベニュー債）の発行規模を大幅に拡大する」。小・零細企業を中心とした企業の負担軽減や18年の景気減速の主因である固定資産投資、特にインフラ投資の下支えが目的であろう。

一方、「穏健な金融政策は、緩和も引締めも適度に行い、合理的で十分な流動性を保持し、金融政策のトランスミッション・メカニズムを改善し、直接金融のウェイトを高め、民営企業と小・零細企業の資金調達難・調達コスト高の問題を解決する」とある。

民営企業と小・零細企業に資金を流すことが目的となっている。18年7月以来、中国政府は「六つの安定」、すなわち「雇用、金融、対外貿易、外資、投資、期待の安定」を掲げ、雇用を第一番目に挙げて重視している。そうした中、政府が都市部の雇用の8割以上を占める民営、小・零細企業の安定を目指すのは当然であろう。

金融政策は、17年の中央経済工作会議にあった「中立」の表現やマネーサプライをしっかりと管理する旨の表現がなくなっており緩和的な傾向がうかがえる。合理的で十分な流動性とは、17年以來のシャドーバンキング

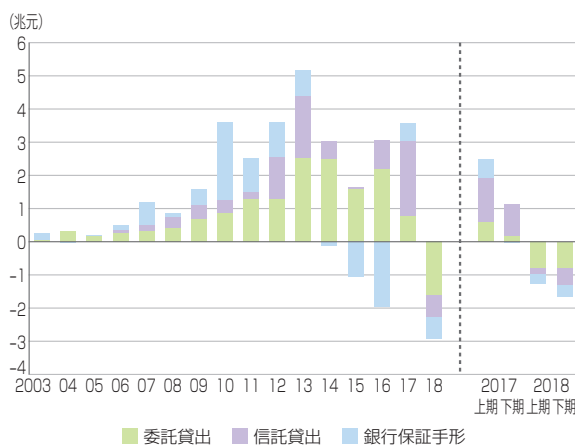
取締りによる、非標準化債権類資産等を利用した迂回融資の減少（図表1）を相殺し²⁾、経済全体でカネの流れが悪くなっている状況を改善する意図である。

ただし、中国の金融システムは、量的に充分緩和しても、資金が民営企業、中小零細企業にまで行き渡らないという問題を長年抱えている。間接金融が中心の金融システムにおいて、銀行の融資は主に大型の国有企業向けであり、民営・小企業等は、インフォーマル金融に依存してきた。このため、民営・小企業にまで資金を行き渡らせるためには、本来必要な水準以上に量的に緩和する必要があり、これが不動産等のバブルの一因となっていた。上場民間企業でも資金調達が難しく、自社株を担保にした借入が増え、18年の株価下落局面でも問題となった³⁾。

このため、直接金融比率の引上げや金融政策のトランスミッション・メカニズム改善が必要とされているが、両者とも長年解決されていない問題である。

トランスミッション・メカニズムの改善について見る

図表1 委託貸出・信託貸出・銀行手形による資金調達動向



(出所) 中国人民銀行「社会融資総量」統計、CEICより野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 対象は個人・企業部門両方。公共サービスを受けたり行政手続きをする際にかかる費用。例えば、学費、高速道路等のインフラ設備利用料金、公安関連の各種証明や不動産登記等の費用、汚水等処理費用、等である。
- 2) 標準化債権類資産は、「等分化・取引可能、十分な情報開示、集中登記・独立委託管理」がなされており「公正価値を定めることができ、流動性があること、銀行間市場・証券取引所など国務院の同意を経て設立された取引市場で取引されること」とある（金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見）。標準化債権類資産以外が非標準化債権類資産（非標）である。中国のシャドーバンキングは、銀行が規制回避のために行う迂回融資が多い。シャドーバンキングで利用される信託貸出、収益受益権等は非標である。
- 3) 株式市場が、株価下落と貸手金融機関による担保株式投げ売りの悪循環に陥りかねなかったため、地方政府・国有企業が救済（担保株式購入）に乗り出した。
- 4) 銀行の不良債権処理の原資捻出等のため、銀行に一定の利益を出させるといった配慮があると思われる。
- 5) 小・零細企業向け融資が一定割合以上の銀行には預金準備率を引き下げるといった方法が採られる。
- 6) 期間は1年だが、満期時に銀行側からの要求で2回更新できるため、実際の利用期間は3年である。
- 7) 「AA」格以上の銀行永久債を中期貸出ファシリティ（MLF）、定向中期貸出ファシリティ（TMLF）、常設貸出ファシリティ（SLF）、中央銀行再貸出の適格担保に含める措置も採られた。

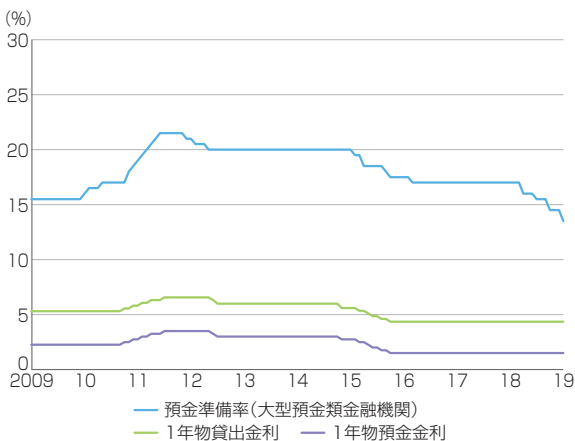
と、地方政府や国有企業の債務に関する暗黙の元利保証の打破を徹底して民間企業との差異をなくすことや、価格（金利）メカニズムを働くようにすること等の根本的な改革が必要である。ただし、金融システムの安定維持の観点から、これらの改革はなお時間を要すると見られる。金利自由化を見ても、規定上は2015年に自由化が完了したが、実際には窓口指導により預貸金利差が大きく縮小しないようになっており⁴⁾、事実上、金利が市場の力で自由に決まっているわけではない。

ターゲットを定めた金融緩和の継続

このため、当面の金融政策はターゲットを定めた（「定向」）預金準備率引下げといった個別対応的なマネジメントを続けざるを得ないと見られる。

実際、19年の動きを見ると、第一に、1月4日、人民銀行は銀行の預金準備率の1ポイント引下げを発表した（図表2）。預金準備率引下げは、18年10月以来

図表2 預金準備率と預貸金利



(出所) CEICより野村総合研究所作成

で、この引下げで銀行システムの流動性は8000億元増加する。小・零細企業向け融資の増加を意図した定向預金準備率引下げである⁵⁾。

第二に、人民銀行は1月23日には、初めて定向中期貸出ファシリティ（TMLF）を通じて2,575億元を銀行に注入すると発表した⁶⁾。TMLFは18年12月に導入を決定したもので、大型商業銀行、株式制商業銀行、大型都市商業銀行が申請可能であり、特に小・零細企業と民営企業向け融資状況に基づき金額が決められる。

一方、銀行保険監督管理委員会（銀保監会）は1月17日、中国銀行による永久債（400億元以下）発行を許可すると発表した。永久債は、銀行の自己資本を充足させ、銀行融資を促進する目的である。また、シャドーバンキング取締りの影響で、これまで迂回融資で利用されていたオフバランス取引をオンバランスに戻す際にも自己資本が必要となる。

1月24日には、人民銀行は、公開市場業務のプライマリーディーラー（商業銀行と証券会社）は、保有する永久債（適格銀行発行のもの）と中央銀行手形を人民銀行と交換できるという中央銀行手形スワップを導入し⁷⁾、また、銀保監会も24日、保険会社の永久債投資を許可するなど、永久債発行を支援する措置も採られている。

当面、シャドーバンキングの取締り、あるいは金融リスク防止は基本的に続けながら、主にターゲットを定めた緩和により景気鈍化を下支えする方向であろう。

Writer's Profile



神宮 健 Takeshi Jingu
NRI北京
金融イノベーション研究部長
専門は中国経済・金融資本市場
focus@nri.co.jp