

中国、2年4カ月ぶりに利下げ ～企業の資金調達コストの緩和が主目的

2014/12/1

サプライズとなった利下げ

今年も残すところあと1カ月。改革への号令が鳴り続け、2014年は「改革設計元年」と言われるなか、中国の景気は減速基調を続けている。これに対して中国人民銀行は、11月21日、2年4カ月ぶり（2012年7月6日以来）に利下げを発表した（実施は22日）。

これによって、1年もの貸出金利は6.0%から40bp引き下げられ5.6%に、1年もの預金金利は3.0%から25bp引き下げられ2.75%となった。同時に預金金利の上限は、従来の1.1倍から1.2倍に引き上げられた。利下げ前の預金金利の上限は3.3%（3.0%×1.1）、利下げ後の上限も3.3%（2.75%×1.2）であり、預金を減らさずに貸出を促そうとの意図が読み取れる。

利下げの判断材料となったのは、内外の景気の減速懸念である。10～12月の国内経済指標は、公共投資の積み上げ、預金準備率の部分引き下げといった景気下支え策や、各種地域開発計画の発表、行政手続きの簡素化といった構造改革に繋がる対策などにより、底堅さを見せてくると思われた。実際、不動産取引・投資は持ち直しの兆しが出てきており、上海総合株価も2,400～2,500ポイントの高値水準となっている。しかし、10月の指標は生産、消費が減速気味。社会融資総額、マネーサプライ、物価も伸び悩んだ（図表1）。景気の減速が政府の見通しよりも厳しく、下支えが必要になったといえよう。

但し、人民銀行は、「中国経済は依然妥当なペースで成長しており、積極的な景気刺激策は不要」（11月21日、利下げ直後の認識）としつつも、「資金調達の難しさ、高い資金調達コストは引き続き実体経済の問題として際立っている」と指摘しており、消費、生産の減速よりも、資金調達の停滞を問題としている。

図表1 主要経済指標

		13/1Q	2Q	3Q	4Q	14/1Q	14/2Q	14/3Q	14/8m	14/9m	14/10m
実質GDP成長率	前年比%	7.7	7.5	7.8	7.7	7.4	7.5	7.3	-	-	-
工業生産	前年比%	9.5	9.1	10.1	10.0	8.8	8.9	8.0	6.9	8.0	7.7
粗鋼生産量	前年比%	10.1	8.4	10.6	8.1	-	5.7	3.9	4.0	3.2	3.7
発電量	前年比%	4.2	6.9	11.6	10.1	7.8	7.3	3.2	▲ 0.6	5.4	3.3
PMI（製造業）	期末	50.9	50.1	51.1	51.0	50.3	51.0	51.1	51.1	51.1	50.8
完成品在庫	期末	50.2	48.2	47.4	46.2	48.3	47.3	47.2	48.1	47.2	47.9
固定資産投資	前年比%	20.9	19.3	20.4	17.8	17.6	17.0	13.7	13.0	12.5	14.3
住宅	前年比%	20.0	17.2	14.7	14.9	15.0	9.2	5.2	4.5	1.8	7.1
社会消費品小売総額	前年比%	12.6	13.0	13.3	13.5	12.2	12.3	11.9	11.9	11.6	11.5
可処分所得（都市）	前年比%	9.3	8.9	10.2	10.6	9.7	9.4	8.7	-	-	-
輸出	前年比%	18.3	3.7	3.9	7.4	▲ 3.5	4.9	12.9	9.4	15.1	11.6
輸入	前年比%	8.5	5.0	8.4	7.2	2.0	1.3	1.2	▲ 2.1	7.2	4.6
貿易収支	億ドル	435	657	615	905	166	859	1,281	498	310	454
マネーサプライ(M2)	前年比%	15.7	14.0	14.2	13.6	12.1	14.7	12.9	12.8	12.9	12.6
社会融資規模	前年比%	58.5	2.6	▲ 3.3	▲ 17.1	▲ 8.7	22.7	▲ 38.0	▲ 39.5	▲ 19.6	▲ 23.3

（注）網掛けは前期を上回ったもの

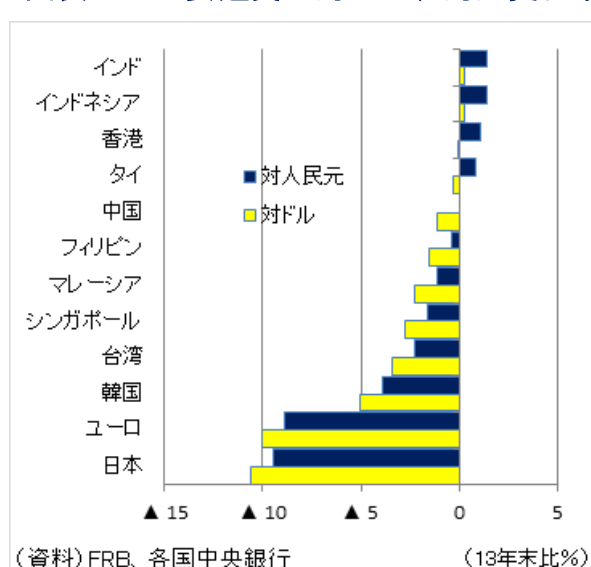
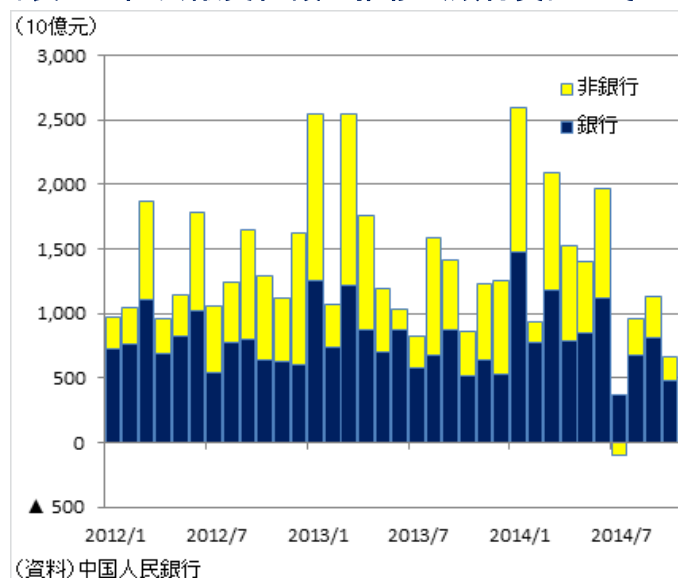
（資料）国家統計局、海関総署、中国人民銀行、CEIC

資金調達コストの上昇に懸念

社会融資総額の中身をみると、銀行貸出は9、10月と前年同月の増加額を幾分上回っている一方、シャドーバンキングとされる銀行貸出以外での資金調達は減少している（図表2）。シャドーバンキングの減少は金融リスクの軽減に寄与する一方、銀行貸出の不十分なフォローは企業の資金難を通して別の方面から金融リスクを高める。銀行は、預金流出による預金不足と、不良債権の増加（9月末7,669億円、NPL率1.16%、前期差+0.08%）によって、貸出意欲が低下しており、後述するが、貸出意欲の改善効果は短期的に望みにくい。今回の利下げは、金利の低下そのもの、つまり、企業の資金調達コストを押し下げる効果を重視したものと見られる。

また、足元物価の伸びが低下しており、実質金利の上昇を抑制する効果も考慮されたとと思われる。過剰生産による物価下押し圧力が長く続いているが、昨今は原油価格下落や元高による輸入物価低下の影響も大きくなっているためである。原油価格下落は、中東各国や米国が原油の増産を続ける一方、日本、欧州、新興国の景気が振るわないことや、地政学的リスクによる原油価格押し上げが緩んでいることが原因にあり、今後は世界の低インフレへの懸念によりさらに下落が進むリスクが台頭している。他方、元高は、14年、対ドルでは人民元切り上げ開始以来初めて下落に転じる見通しだが、年初来、円に対して約10%、主要なアジア通貨に対して数%ほど切り上がっている（図表3）。15年は、年央にも米国が利上げを行う見通しであり、ドルに強くリンクしている人民元はさらに切り上がる可能性がある。経常収支黒字の人民元が15年も下落する可能性は高くなく、元高進行を緩めたい意志は高まっていると思われる。

図表2 社会融資総額の推移（銀行貸出とその他） 図表3 主要通貨の対ドル、対元変化率



利下げの効果は国有企業、地方政府企業、不動産業などが主に享受

利下げの効果はどのように読んだら良いのだろうか。上述の通り、銀行の貸出は伸びにくく、企業の資金調達コスト押し下げに幾分効果が望める程度というのが大雑把な見方となろう。中国人民銀行も表明している通り、安定的な金融政策のスタンスは変わらず、全面的な金融緩和ではないため、効果は限られるというのも、正しい見方であろう。とはいえ、利下げの周辺で行われた政策を含めて効果を考えると、経済を下支えする一定程度の効果が見込まれる。

まず、銀行に対しては、金融当局による銀行への配慮が強まろう。11月19日、国務院は、企業の資金調達コスト引き下げのための10の措置のなかで、貸出の最もネックになっている預貸率規制について柔軟性を高めるとの方針を表明した。中国人民銀行も、利下げ当日の21日、必要に応じて流動性を供給する方針を発表した。預貸率規制は、リーマンショック直後、2008年の金融緩和局面では、まだ厳格に施行されておらず、また、2012年の金融緩和局面では、シャドーバンキングが銀行貸出の停滞を補ったため、資金調達のネックに必ずしもなっていなかった。しかし、足元はこれが大きなネックになっているため、柔軟性の拡大は銀行にとって、シャドーバンキングを銀行貸出に戻す一つの契機となろう。他方、流動性の供給は、11月中旬、企業の新規株式公開ラッシュを控えて、多額の預金が株式投資用の口座に凍結されるなか、短期流動性ファシリティー（SLF）を通じた供給が行われるなど、市場的とはいいいにくいだが、金融リスクへの機動的な動きが強まっている。

次に、企業にとっては、既存の借入については銀行からの信用評価が変わらなければ借り換え時に金利が引き下げられる。信用評価が高く、借入規模の大きい国有企業や地方政府企業、それに不動産業にとってメリットが大きく、救いの手とも言えよう。一方、新規の借入については銀行の貸出行動がすぐに緩むわけではないため、厳しい状況が続きやすい。預金金利の上限引き上げが、預金獲得に結び付くか、また、この非対称な利下げ（貸出金利引き下げ幅＞同預金金利）が、利益確保のために中小企業などスプレッドの高い取引を増やす誘因となるか疑問が残る、少なくとも時間がかかるからである。

今後の4つのチェックポイント

今後の金融政策のチェックポイントは、外部要因としては、世界経済の不透明感による原油価格を始めとする物価の行方と、米国の金融政策の行方が挙げられる。物価が低インフレ継続、米国の金融政策が引き締め方向を強めれば、中国にとっては低インフレ・元高に向かいやすくなるため、場合によっては、一段の利下げも考えられよう。

内部要因としては、企業の資金調達の状況と15年の経済見通しが挙げられる。前者は、上述の通りであるが、15年には地方政府債務の健全化に乗じて地方政府企業の独自の資金調達ができなくなる可能性などもあり、緩和方向に向きやすい。後者は、12月に15年の経済政策の指針となる中央経済工作会议が開催される。14年は「改革設計元年」となったが、15年は習近平政権3年目でまさに「改革元年」が目指される。成長率のターゲットは7%または7～7.5%の間などと、実質的に引き下げられるものとみられるが、金融政策を金融健全化のために刺激抑制気味にするのか、経済の激変緩和のためにやや緩和的にするのか。今回の利下げは、「実質緩和、名

目不変」であり、このスタンスが中央経済工作会議でも確認されると思われるが、そのニュアンスに政府のリスクに対する評価が表れよう。

以 上

担当	丸紅経済研究所 シニア・エコノミスト 鈴木 貴元	T E L : 03-3282-9703 E-mail: SUZUKI-T@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 丸紅ビル12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・ 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・ 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・ 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。