

## 人民銀行の預金準備率引下げ

田中 修

はじめに

人民銀行は2月18日、2月24日から預金準備率を0.5ポイント引き下げる旨を発表した。これにより、大型金融機関の預金準備率は20.5%となり、中小金融機関は17%となる。また、凍結解除される銀行システムの流動性は約4000億元である（新華網北京電2012年2月18日）。

これに先立ち、温家宝総理は2月10日に開催された企業関係者との座談会において、「今年の1月及び1-3月期の経済状況は注目に値する。事を早く見て取り、対応を速くし、事前調整・微調整を1-3月期から開始しなければならない」と発言していた。今回の措置はこれを踏まえたものであろう。本稿では、この背景と今後の見通しについて、エコノミストの見解及び人民銀行の抱いている懸念を紹介する。

### 1. 引下げの背景

市場アナリストは、春節後企業の運営が正常に回復するにつれて、市場の資金需要は徐々に高まっており、今回の引下げの主要目的は銀行システムの流動性を解放し、現在の資金逼迫の圧力を緩和するものだとしている。したがって、これによって金融政策の基本方針が変更されたとは解釈されていない。

(1) 中国銀河証券 左曉蕾首席総裁顧問（新華網北京電2012年2月18日）

2月になって、各地方の経済活動は徐々に正常に回復し、企業の借入需要・投資需要・マネー需要が徐々に反転上昇している。このような状況下、中央銀行が預金準備率を引き下げれば、市場に適切な流動性を流し込み、企業の資金需要を支援することができる。

市場は、今回の金融政策手段の使用をもって、中央銀行の金融政策の基調が変化したものと理解すべきではない<sup>1</sup>。準備率の引下げは、企業に対する銀行の貸出可能な資金規模を増加させうるが、銀行資金は直接市場へは入れないので、今回の操作の市場に対する影響の多くは心理的なものである。

(2) 興業銀行 魯政委エコノミスト（新華社同日電）

中央銀行がこのタイミングで預金準備率を引き下げたのは、先週金曜日の流動性が極度に逼迫し、金利が急騰したことに対するタイムリーな反応である。今回の操作は、中国の金融政策が穏健から緩和に転換したということではない。

(3) 建設銀行 趙慶明金融専門家（新華社同日電）

今、預金準備率を引き下げたのは、主として1月にわが国の貸出の伸びが予想よりはるかに低く、同時に、外部からの流動性の資金源を構成する、外貨の人民元への交換の増加

---

<sup>1</sup> ゴチックは筆者。

量も多くなかったためである。

(4) 人民銀行貨幣政策委員・國務院參事 夏斌(中国証券報 2012年2月20日)

預金準備率の0.5ポイント引下げは、穩健な金融政策の意図に基づき、合理的なマネー供給を確保したにすぎない。具体的操作の原因としては、あるいは外貨の人民元交換の伸び率鈍化によるものかもしれないし、あるいは今後のマネー供給の適度な微調整をねらったものかもしれないし、あるいは外貨の人民元交換とマネー供給の現状から見て将来の政策の事前調整を行ったのかもしれない。準備率の引下げは、決して金融政策の緩和を意味せず、バスケットからマネーを放出し、正常な經濟活動の需要を満足させただけである。

穩健な金融政策という基本態勢は変えてはならないし、変わることはない。穩健な金融政策は、國家の実體經濟が毎年8%前後正常に成長することを保証しなければならないだけでなく、同時に資産バブルの発生を抑制しなければならない。2012年の中国經濟の成長率は、過去の2桁高速成長からある程度低下するが、2009年と比べ、政府はもはや緩和した金融政策を採用せず、刺激政策も採用しない。

(5) 中央財經大学中国銀行業センター 郭田勇主任(京華時報 2012年2月19日)

今回の中央銀行の預金準備率引下げには、2つの面がある。

これは、中央銀行が進めている金融政策の微調整の措置である

ここ数ヶ月を見ると、マクロ經濟指標は樂觀できず、多くの指標が比較的低い。預金準備率の引下げは、經濟成長の平穩と經濟環境の安定を維持するためのものである。

銀行貸出は、本来1月は1兆元に達しうるものと予想されていたが、結果は7000億元だった

これは、銀行の流動性が逼迫していること、資金量が不足していることを示すものである。今回の拳は、中央銀行が銀行に流動性を注入するためのものである。

(6) 交通銀行 連平チーフエコノミスト(京華時報 2012年2月19日)

今回の預金準備率引下げの理由は、

現在、流動性が逼迫化しており、金利がかなり高く、預金が大幅に減少していることが、銀行貸出に影響を与えている、

外貨の人民元への交換の伸びは、かなり限りがある、

公開市場操作の満期到来資金が多くない、

ためである。預金準備率引下げは、銀行の流動性圧力を緩和し、貸出能力を増強し、実體經濟への金融支援強化に資するものである。

(7) 人民銀行貨幣政策委員会委員、清華大学中国・世界經濟研究中心主任 李稻葵(中国証券報 2012年2月20日)

今回の預金準備率の引下げは、マクロ政策の微調整の延長であり、目的は実體經濟とりわけ小型・零細企業資金調達難問題を解決するものである。しかし、關係部門は監督管理を強化して、資金が非実體經濟に進入することを防止することになろう。

(8) 人民大学經濟学院 劉元春副院長(中国証券報 2012年2月20日)

最近、わが国の預金準備率はずっと相対的にかなり高く、政策の事前調整・微調整の重要内容は、実体経済の平穏な運営を支援することである。具体的に言えば、社会保障的性格をもつ住宅の建設、第12次5ヵ年計画の農地水利建設・インフラ建設・戦略的新興産業は、いずれも資金が必要であり、もし資金が過度に逼迫すれば、第12次5ヵ年計画の展開に非常な困難をもたらすことになる。このほか、現在対外貿易全体の大環境が不利であり、このような背景下、実体経済は平穏に運営されるには更なる資金支援が必要である。昨年12月以降、わが国のM0、M1は回復基調が出現したが、将来の実体経済の資金はますます逼迫するかもしれない。

## 2. 今後の見通し

エコノミストは、預金準備率はなお数回引下げの余地があるとするが、利下げの可能性については慎重である。

(1) 交通銀行 連平チーフエコノミスト (新華網北京電 2012年2月18日)

準備率は、短期的にはなお更に引下げの余地がある。

(2) 興業銀行 魯政委エコノミスト (京華時報 2012年2月19日)

今回の準備率引下げは、将来多くの準備率引下げの途を開いた。もし、将来人民銀行が1年以上の期間の中央銀行手形を発行しないならば、年間の預金準備率は5回前後引き下げられるだろう。もし引き続き中央銀行手形を発行するならば、更に多くの引下げが必要となる可能性がある。

短期においては、中央銀行が利下げを行う可能性はない。

(3) 中央財経大学中国銀行業センター 郭田勇主任 (京華時報 2012年2月19日)

20%以上の預金準備率は比較的高く、将来のマクロ政策の変化からすると、穏健な中にも緩和傾向の金融政策が採用される可能性があり、これは銀行の流動性が充足されるか否かで決まる。現在、銀行流動性の充足ルートは、主として外貨の人民元交換であり、これは国際収支と密接に相関している。現在の国際状況からすると、欧州の状況はなお楽観できず、中国の国際貿易黒字がある程度低下するため、将来引き続き預金準備率を引き下げる余地は比較的大きくなり、2-3ポイント、4-6回準備率を引き下げることが予想される。

(4) 人民銀行貨幣政策委員会委員、清華大学中国・世界経済研究中心主任 李稻葵 (中国証券報 2012年2月20日)

今年わが国のマクロ経済政策は、実体企業の着実な成長を支援することを目的として調整されている。言い換えれば、昨年は物価のコントロールが重視されたが、今年物価要因は昨年ほどは重くはない。今年の第1の重要目標は、実体経済の安定であり、このため流動性を適切に微調整しなければならない。現在、流動性は比較的逼迫しており、もし小型・零細企業への貸出の逼迫状況がなお有効に緩和できないならば、将来、金融政策的確・適切な調整がなお十分必要となる。

(5) 人民大学経済学院 劉元春副院長 (中国証券報 2012年2月20日)

もし、下半期の経済全体の状況に更なる下降が出現したならば、金融政策が更に緩和される蓋然性は大きくなる。現在のところ、金融政策は相対的に中立に位置づけ、財政政策は「前半緩和・後半引締め」とすることが比較的合理的・適切な政策の位置づけとなる。

金融政策の動向・流動性の構造に影響を与える要因はいくつかある。

国際方面では、欧州ソブリン危機は現在一息ついているが、この期間が相対的に平穏であることは欧州ソブリン債問題が解決されたことを意味しない。FRB も様子見の状態であり、世界の金融政策に重大な調整が出現する可能性は小さくなく、外部環境のわが国金融政策に対する圧力はやや緩和されている。

国内方面では以下の変数がある。

最大の圧力は不動産に由来する

もし、不動産コントロールが实体经济の大幅な下降を引き起こせば、金融政策の転換を引き起こす可能性がある。

輸出の状況

現在のところ、輸出の状況は思ったほど悲観的ではないが、将来の不確定性は依然存在する。例えばギリシャの債務が第2次危機をもたらさないか、イタリアの債務問題が悪化しないか、米国経済が反転上昇を維持できるかどうか等である。

地方融資プラットフォームの状況

地方政府の投融资プラットフォーム債務の期限が到来するにつれて、資金の逼迫状況がさらに激化することになる。

CPI に対する食品価格の衝撃が、価格改革・所得分配改革の推進によってある程度緩和できるか否か

1月の物価水準はある程度反転上昇したが、春節の要因を除けば、物価はなお引き続き下落ルートにある。しかし、物価水準が2%に反落することは可能性は小さくなく、なお一定の不確定性を有する。

### 3. 不動産への影響

住宅価格の下降がやや遅くなる程度、との見方が強い。

(1) 北京中原市場研究部 張大偉總監 (京華時報 2012年2月19日)

流動性増加後、一部の資金はきっと不動産市場に進入するが、不動産全体の資金不足はかなり大きい。1月の70都市の住宅価格指数からすると、市場の下降傾向はすでに確立している。つまり、一部の資金がディベロッパーの圧力を緩和しても、住宅価格が下降する時間を先延ばしするにすぎない。2012年の貸出政策は、依然引締めが主流であり、インフレ圧力が減少するにつれ、住宅価格の低下傾向はすでにはっきりしており、貸出政策の事前調整・微調整が不動産市場のハードランディングのリスクを回避できるのである。

(2) 對外經濟貿易大学公共管理学院 李長安副教授 (京華時報 2012年2月19日)

預金準備率引下げは、不動産市場にとって市況に有利にはたらくものであるが、現在購

入・貸出制限政策がなお緩和されない情況下、不動産市場は依然身動きがとれない。

#### 4. 人民銀行の懸念

国際金融報 2012 年 2 月 20 日は、以上のエコノミストの見解とはかなり異なる論説を掲載している。同紙は人民銀行の影響が強い新聞であり、最近の金融緩和への圧力に人民銀行が強い懸念を抱いていることを示唆するものといえよう。

記事の概要は以下のとおりである。

(1) 預金準備率というテコによって市場流動性を調節することは、中央銀行がここ数年頻繁に使用してきた手段であり、それはすでに中央政府のマクロ経済コントロールの 1 つの重要な金融政策手段となっている。

温家宝総理は最近開催された多くの座談会上で、「マクロ・コントロール政策の事前調整・微調整は 1 - 3 月期から開始しなければならない」と述べた。中央銀行のこの対応は、昨年末・今年初めのマクロ経済状況において発生した変化に応じて実施した、事前調整・微調整である。各方面が公布した 1 月経済データは、いずれも我々が直面しなければならない事実を集中的に指し示している。昨年以來執行した緊縮的金融政策により、市場は流動性不足の問題に直面しており、すでに実体経済の運営に直接の影響を与えている。これは実際上も、CPI のバランスを維持する意義を減殺するものである。このため、中央銀行の今回の預金準備率引下げは、現在経済運営に出現した新たな変化に対して行った、タイムリーな調整である。

(2) それでは、今回の預金準備率引下げの後、解放された 4000 億元の資金は、現在の経済運営における問題を改めることができるのだろうか？

この問題に答えるカギは、これにより解放されて出て来た資金がどちらに流れうるかを見なければならないということである。我々が忘れてはならないことは、2008 年末に世界金融危機の襲来に対抗するため、わが国は適度に緩和した金融政策を打ち出し、各大商業銀行は積極的に貸出を行った。しかし、緩和された流動性は政府投資プロジェクト・不動産市場・株式市場等の分野に流れ込み、バーチャル経済におけるバブルの氾濫をもたらし、その後遺症は今に至るも完全に除去されていない。

銀行がもたらず流動性はこのような局面を出現させる原因となり、これは資金の利を追い求める性質により決定されるのである。一般的に、資金は常に最も収益が出て、最も「金が金を生む」ことができる方向へと流れるものであるが、このような流動は実体経済の健全な運営の助けにならないばかりか、バーチャル経済が生み出すバブル経済を氾濫させることにより、マクロ経済の極度に不安定な状態をもたらすのである。このため、現在の金融政策の適切な緩和を必要とする時期に際して、放出された資金がどこに流れるかが、慎重かつ周到に対応しなければならない問題なのである。

(3) 現在の政策方向からすれば、中小企業は最初にこれまでの引締め気味の金融政策がもたらずマイナスの影響を受けるため、中央銀行はこの流動性が更に多く中小企業さらに

は零細企業に向かうことを希望している。しかし、中小企業・零細企業のリスク抵抗能力は比較的劣っているため、商業銀行はこれら企業への貸出についてはずっと慎重な姿勢を示している。

商業銀行の観点に立てば、彼らのこのような態度はさほど非難するほどではない。しかし、もし金融政策がこれに対し事前警戒を欠いていたならば、商業銀行が更に多くの貸出資金を掌握して後、これらの資金は完全に政策方向と不一致な方向へと流れる可能性があり、物価は再度コントロールできなくなり、CPIの反転上昇を出現させることになる。

このほか、我々が注意を払わなければならないのは、今回の預金準備率引下げの前、株式市場の少なからぬ人々が預金準備率引下げを吹聴していたことである。これは投資家に対し、あたかも預金準備率引下げが株式市場の業況を押し上げるためのものであり、この政策が現在の株式市場管理部門の需要と高度に結びついているという、一種の錯覚を生み出すことになる。中央銀行の預金準備率引下げは、当然ながら株式市場のためのものではなく、そもそもこの方面を考慮することは根本的に不可能である。しかし、このような市場に関する思考が強大な世論のパワーを形成するとき、これが金融政策に及ぼす妨害は軽視できないものである。

(4) 中央銀行は預金準備率引下げを通じて市場に流動性を投入することはできても、商業銀行に対し、1案件ごとにどちらに貸し出すか具体的に指示することは不可能である。

現在、中国経済が直面する最大の問題は、経済の下降と物価上昇の二重の圧力であり、前者は金融政策の緩和を必要とするが、後者は逆に金融政策を引き続き引締め気味であることを必要とする。

数年来、中央銀行は頻繁に預金準備率という金融政策手段を使用してきたが、この政策調整の下、出現可能な各種局面に対しては、成熟した対応手段が欠けている。このため、今回の預金準備率引下げがマクロ経済の動向にいったいどのような作用をもたらすのか、中央銀行は更にうまくコントロールを進め、4000億元の流動性がその役割を十分発揮することを真に保証する必要がある。

(2月20日記)