

預金準備率引下げへの反応

田中 修

はじめに

2月5日、人民銀行は預金準備率を引き下げた。本稿では、引下げの内容と人民銀行の解説及び金融専門家のコメントを紹介する。

1. 引下げの内容

2月5日から預金準備率を0.5ポイント引き下げるとともに、小型・零細企業への貸出ウエイトが方向を定めた預金準備率引下げの基準に達する都市商業銀行・非县域農村商業銀行について別枠でさらに準備率を0.5ポイント引き下げ、中国農業発展銀行については別枠でさらに準備率を4ポイント引き下げた。

同時に「人民銀行は穏健な金融政策を引き続き実施し、緩和と引締め of 適切な度合を維持し、マネー・貸出及び社会資金調達規模の平穏で適度な伸びを誘導し、経済の健全で平穏な運営を促進する」としている。

2. 人民銀行の解説

(1) 研究局 陸磊局長

①新華網北京電 2015年2月5日

今回の預金準備率引下げは、ベースマネー放出の構造的変化に基づき相応の按排を進めたものであり、同時に祝日の要因を考慮している¹。わが国は春節前後現金の放出量が比較的大きく、毎年大規模な資金不足が出現している。外貨ポジションに逆転が発生している情況下、公開市場操作のみに頼っては不足を補うことは難しい。

今回の預金準備率引下げを通常タイプの準備率引下げと理解してはならないし、ましてや強制的な刺激を開始するものと理解してはならない。わが国の金融政策はストックの安定と構造の最適化方面でずっと成果を上げてきたのであり、今回は金融システムの流動性状況と経済状況に応じてこれまでの続きとしての操作を進めたにすぎない。

いかなる国家の中央銀行の金融政策も、マクロ経済の主要な指標の状況を踏まえて相応の操作を進めるものである。わが国の経済は従来の高速成長から中高速成長に転じており、アンチシクリカルな経済コントロールに基づき、適時適度に事前調整・微調整を進めることは、構造調整のための時間・空間を勝ち取り、流動性の逼迫が経済・市場に過度の短期的変動をもたらすことを回避することになる。将来の金融政策は経済運営の指標に基づき、緩和・引締めを適度にするという原則により、相応の操作を進めることになる。

¹ ゴチックは筆者。

今回の預金準備率引下げの大きな特徴は、全面的な引下げと方向を定めた引下げを結びつける方式を採用したことである。今回の引下げは、特に三農、小型・零細企業等の脆弱部分への支援強化、構造的な注入の増加を重視し、構造調整の政策意図を際立たせた。わが国のPPIは連続34ヵ月マイナスであり、これは実体経済における製造業とりわけ小型・零細企業へのプレッシャーが大きくなっていることを意味する。構造的な預金準備率引下げの主要な目的は、金融資源を実体経済の中で最も必要な分野に誘導することである。

中央銀行の研究結果によれば、昨年4-6月期から10-12月期にかけて、人民元貸出の加重平均金利は明らかに下降傾向を示しており、実体経済の総体としての資金調達コストは低下している。

現在社会が関心を払っている資金調達難・資金調達コスト高の問題は、一定程度経済サイクルの客観的反映である。企業が穏健な金融政策のサイクルで得る資金コストは、緩和期に比べやや高いが、これは需給関係により決定されるものである。

小型・零細企業は大型企業に比べ、資金調達コストに自ずと必ず差異が存在する。これは中国特有の現象ではなく、成熟した先進国においては、企業の資金獲得にも多少のコストの差異が存在する。

企業の資金調達の難題を緩和するには、政策面から着手するのみならず、改革面から民間資本の金融業参入の奨励し、様々なレベルの金融市場と多元的な金融商品を発展させなければならない。

金融政策の調整に対して、金融市場の反応は通常実体経済より速く、実体経済に伝わるには一定のタイムラグがあり、短期的に顕著な効果はないが、これは決して最後に資源が金融市場のみに配分され、金融システムが空転していることを意味するものではない。

資源配分における市場の決定的役割を發揮させ、金融政策以外にも産業政策方面において、経済の成長スポットを作り上げ、競争力のある産業を形成し、実体経済の競争力を再構築してこそ、金融資源が不断に実体経済に流れるよう誘導できるのである。

②中国政府網 2015年2月6日

預金準備率引下げのタイミングは、季節的な資金需要が商業金融機関に対して流動性圧力を生み出すことを考慮した。春節は資金に大量の需要を生み出す。一般に、これは往々にして大規模な流動性不足を形成するので、政策手段を通じてバランスをとる或いは補填する必要がある。

これまで、この不足の補填は主として公開市場操作を通じて達成していた。すなわち、中央銀行は公開市場と相対取引で債権等の購入という手段を通じて、市場に資金を放出することにより不足を補う。春節後は大量の資金が商業金融機関に戻ってくるので、中央銀

行は逆の操作を行い、市場に存在する過剰流動性を回収する必要がある。

しかし、今年とは異なる。我々の観察によれば、今年には構造的変化が出現しており、これが第2の契機となった。

2014年、中国の経済・金融システムには顕著な変化が発生した。わが国の国際収支には、「経常勘定は比較的高い黒字を維持し、資本・金融勘定には一定程度赤字が出現」した。資本・金融勘定には960億ドルの赤字が出現し、これを人民元に換算すれば約5000億元余りの資金が構造的に流動性不足となったのである。

この赤字は、内外環境・政府経済環境と関係がある。構造的な不足は政策手段により補填する必要があるが、このような構造的不足は単純に日常的な公開市場操作、すなわち日常的な債券売買の方式を通じて有効に補填できるものではない。

その点預金準備率の引下げは、銀行システム全体の必要な流動性を一次的に増やすことができ、構造的な問題が形成した流動性不足に対応できるものである。

注意すべきは、中央銀行の今回の預金準備率引下げは、初めて「全面的準備率引下げ＋方向を定めた準備率引下げ」の方式を採用したことである。全面的準備率引下げの意図は明白であり、市場の流動性を保証し、経済全体のマネーサプライを適度で比較的平穏な水準に維持し、乱高下させないことである。方向を定める目的は、構造調整である。これは、経済構造のために戦略的調整を行うものであり、経済成長方式の転換に時間・空間を提供するものである。今回全面的準備率引下げ以外に別枠で方向を定めた準備率引下げを行ったのは、三農を支援し、小型・零細企業を支援し、経済運営の脆弱部分を支援するためである。

この政策意図は継続的なものである。2014年、中央銀行が2回方向を定めた準備率引下げを行ったのも、「三農支援、小型・零細企業支援」のためである。中央銀行は三農、小型・零細企業の資金調達難、コスト高の問題にずっと重点的に関心を払っており、一連の相応な政策手配を打ち出してきている。したがって、2015年春節前の今回の預金準備率引下げは、2014年の政策の延長にほかならず、決して突発的なものではない。

(2) 研究局 馬俊チーフエコノミスト（経済参考報 2015年2月6日）

春節前の一時期、放出が必要な現金量が大きくなり、大きな流動性不足が出現する。預金準備率引下げと公開市場操作等の手段を組み合わせ使用し、流動性を保証する必要がある。

短期的要因を除けば、国際収支状況の変化が今回の預金準備率引下げの主因である。わが国が直面する国際収支状況は過去と比べ大きく変化した。現在経常項目はなお黒字だが、資本・金融項目には既に赤字が出現し、外貨ポジションの変化は既にベースマネー創造の主要ルートではなくなっている。言い換えれば、中央銀行は既に外為市場への常態的介入

から基本的に退出しており、外貨ポジションは既に長期流動性を放出する資金源ではなくなっている。このため、その他流動性放出手段を使用しなければならないのである。この背景の下、預金準備率引下げを通じてマネー乗数を高め、その他金融政策手段と組み合わせて、広義マネーの合理的な伸びと適度な流動性水準を維持し、マネー・社会資金調達規模の平穏な伸びを保証する必要がある。

マクロ経済条件の変化も、中央銀行に事前調整・微調整を通じて穏健な金融政策を維持し、政策の緩和・引締め of 適切な度合いを維持することにより、成長を安定させる役割を發揮するよう要求している。最近一時期、実体経済が直面する下振れ圧力はかなり大きく、代表的な指標である PMI 指数は継続的に下降し、不動産投資は継続的に減速している。インフレ率は継続的に下降し、実質金利は上昇圧力に直面している。

今回の預金準備率引下げの内容では、金融機関に対する全面的準備率引下げのほか、もう 1 つ重要な点は、農業発展銀行と基準に符合する都市商業銀行・農村商業銀行に対する方向を定めた準備率引下げである。これは、政府が引き続き構造調整を強化し、小型・零細企業及び三農等脆弱部分と重点分野を支援する意図を体現するものである。これらの方向を定めた準備率引下げ措置は、構造調整を支援すると同時に、成長を安定化する役割を果たす。今回の預金準備率引下げと 10-12 月期の利下げ政策の後続効果は、市場金利と企業の資金調達コスト引下げに資するものである。

3. 金融専門家の解説

(1) 人民大学金融・証券研究所 趙錫軍副所長 (新華網北京電 2015 年 2 月 5 日)

1 月の PMI 指数が下降し、わが国経済が圧力に直面していることを示していることも、中央銀行の今回の預金準備率引下げの原因となっている。

同時に、今年に入り各国中央銀行が次々にマネーを放出している。これには、スイス・カナダ・インド・トルコ・ロシア・オーストラリアが含まれ、さらにフランス・ドイツ・イタリアは共同で億万ユーロの量的緩和に参加した。これは中央銀行に対して必然的に「模範」効果をもたらした。

このほか、国家外貨管理局が 3 日公表したデータで明らかなように、2014 年 10-12 月期、わが国の経常項目黒字が 3751 億元、資本・金融項目赤字が 5595 億元となっていることは、外貨ポジションが減少し、資金が大規模に外部流出していることを示している。

伝統的なマネー放出の主要ルートに赤字が出現したことにより、新たな金融手段により不足を補う必要が生まれた。昨年以來、中央銀行は MLF・SLF といった多くの流動性供給手段を創設したが、これ以外の手段は正に預金準備率引下げであった。

今回中央銀行が実行した「全面的準備率引下げ+方向を定めた準備率引下げ」という組合せ方式は、実際上伝統的なマネー放出の不足を代替するものである。

(2) 交通銀行 連平チーフエコノミスト（中証網 2015 年 2 月 6 日）

預金準備率引下げを過度に解説するべきではなく、とりわけ余り多くの金融政策緩和の含意を賦与すべきではない。今回の準備率引下げは、主として外貨ポジション減少の影響に対するものであり、更に有効に流動性の合理的充足を維持するものであって、政策が全面的緩和に向かうものではなく、将来の金融政策はなお総体として穏健・中立的でやや緩和した構造を維持することになる。

まず、今回の準備率引下げの直接・主要原因は、外貨ポジションの伸びが顕著に低下したことにある。

2014 年とりわけ下半期以降、中国経済には下振れ圧力が存在し、米国経済が好転し、ドル高傾向の影響下、人民元の対ドルレートは切下げ圧力があり、国内企業・個人の外貨決済が低下し、一定程度の資本流出も起こっている。この状況下、外貨ポジションは持続的に低迷し、2014 年の金融機関外貨ポジションは累計で 7786.6 億元増加し、増加額は前年比で-72%の大幅減となった。

外貨ポジションの低迷はベースマネー放出減をもたらし、SLF・MLF 等の手段刷新で遅滞なく不足を補ったものの、ベースマネーはなお引き続き低い伸びとなり、2014 年の伸びは継続的に 8.5%前後の低レベルで徘徊した。金利の市場化が推進され、預金の伸びが鈍化し、社会資金調達コストが高止まりという大きな背景からすると、預金準備率をハイレベルから徐々に適切なレベルに引き下げ、銀行の預金圧力を軽減・緩和し、負債コストを引き下げ、マネー市場の金利低下を促進する適切な政策選択である。

最近、人民元の対ドル切下げが激化し、対ドルレートが連日ストップ安になっていることは、1 月の外貨ポジションが更に顕著に減少していることを示すものであり、更に春節前の資金需要が上昇することの相乗効果の影響により、市場の流動性が逼迫する兆しがある。このため、このタイミングでの預金準備率引下げは、時勢に応じた措置であり、短期の流動性の変動に対する柔軟な調整である。方向を定め、特定金融機関の預金準備率を引き下げたことは、構造的支援、方向を定めた調整意図を体現したものであり、経済の脆弱部分への金融支援を増強するものである。

第 2 に、預金準備率引下げは銀行の貸出能力向上に資するものであり、市場金利と社会資金調達コストの引下げを誘導するものである。

昨年末の各預金規模 114 兆元、都市商業銀行・農村商業銀行・農業発展銀行の預金規模に基づいて大まかに試算すると、今回の準備率引下げにより、銀行が使用可能となる資金は約 6000-7000 億元であり、短期市場の流動性がやや逼迫している状況の緩和に資し、市場金利の下降を促進し、外貨ポジションの継続的減少がもたらす引締め圧力に有効に対応するものである。預金準備率引下げは銀行の貸出供給能力の改善に資するものであり、マネー乗数を引き上げ、ベースマネーの伸びが低下したことによる貸出供給能力の弱化状態

を補い、さらには貸出市場金利と社会資金調達コストの低下を促進するものである。

預金準備率引下げと公開市場で資金を放出することは、いずれも流動性を解放し、銀行負債圧力を緩和するものではあるが、両者の効果には明白な違いがあり、完全には代替できない。銀行預金の圧力を緩和し、貸出を促進する観点からすれば、預金準備率引下げは公開市場での資金放出より勝っている。

外貨ポジションの伸びが下降した際、公開市場での資金放出は一定程度ベースマネーを放出する役割を果たすが、直接銀行預金を増やすものではない。近年、銀行預金が継続的に流出している状況下、公開市場での資金放出は、マネー市場の流動性充足を維持するうえでの効果に疑いはないが、銀行の預金圧力を改善し、貸出の伸びと資金調達コスト引下げを促進するうえでの役割には限りがある。

預金準備率引下げは銀行の使用可能な資金のウエイトを直接拡大し、銀行の資金運用能力を改善し、さらには銀行の貸出拡大の促進に資する。同時に銀行預金の圧力を軽減し、負債コストを引き下げ、さらには貸出金利の低下に資するものである。

第3に、金融政策はなお総体として穏健、中立的でやや緩和した構造を維持するだろう。

今回の準備率引下げは金融政策の全面的緩和のシグナルであり、将来高い頻度で準備率引下げ・利下げが出現するという意見がある。筆者の考えでは、成長の安定・リスクの防止・レバレッジの引下げという多重の目標のバランスをとる下で、マクロプルーデンス管理はなお主要な政策方向であり、金融政策はなお総体として穏健、中立的でやや緩和した、柔軟に調整を行う構造を維持するだろう。金融政策を緩和したか否かは、マネー・貸出と社会資金調達の伸びにより判定されなければならない。現在の調整はなお微調整に属し、緩和方向への調整ではあるけれども、なお穏健という基調の枠内である。

将来準備率を再度引き下げるか否かは、主として外貨ポジションの状況によって決まる。ECBが大規模な量的緩和を実施し、米ドルが強含みの外部環境下、中国経済になお下振れ圧力があること、1-3月期ないし1-6月期にわが国が通貨下落・資本流出圧力に直面することを加味すれば、外貨ポジションの鈍化傾向は変え難く、準備率はなお小幅に引き下げられよう。

基準金利方面では、現在、先の引下げ効果が徐々に顕在化する時期にあり、現在の貸出基準金利が既に歴史的最低水準に接近し、とりわけ利下げが内外金利差を縮小し、資本流出を一層激化させることを考慮すれば、短期間内に再度金利を下げるべきではない。

総じて言えば、政府と企業の債務率がかなり高く、同時に不動産・シャドーバンキング等の分野の潜在リスクがかなり大きい状況下、政府は一層の全面緩和を採用できず、基準金利の持続的大幅な引下げという状況が出現する可能性は大きくなく、将来中央銀行は伝統的・新しいタイプの手段を組み合わせ使用し、適時適度に柔軟に調整するという戦略を採用するだろう。

(2月16日記)