

# 金融政策の微調整

田中 修

## はじめに

債券のデフォルトが増え、一部に金融危機の発生がささやかれる中、国务院・人民銀行は、金融政策の景気中立性を維持しながらも、微調整を打ち出した。本稿では、関連会議の概要と識者のコメントを紹介する。

## 1. 国务院常务会议（6月20日）

李克強総理が主催し、小型・零細企業の資金調達難・資金調達コスト高を一層緩和し、実体経済のコスト引下げを引き続き推進することを手配した（新華社北京電 2018年6月20日）。会議の概要は以下のとおりである。

穏健・中立的な金融政策を堅持し、流動性の合理的な充足と金融の安定的運営を維持し、政策の統一的な企画・協調を強化し、経済の安定の中で好い方向へと向かう態勢を強固にし、市場の自信を増強し、比較的十分な雇用を促進し、経済運営を合理的区間に維持しなければならない。

①小型・零細企業と「三農」への再貸出・再割引支援の額を増やし、小型・零細企業への再貸出金利を引き下げる。

考課メカニズムを整備し、1社当り与信総額1000万元以下の小型・零細企業への貸出の前年同期比の伸びが各貸出の伸びを上回り、貸出残高のある社数が前年同期の水準を上回ることを実現する。

②2018年9月1日から2020年末まで、条件に符合した小型・零細企業と個人事業者への貸出利息収入への増値税課税免除について、1社当り与信額の上限を、100万元から500万元に引き上げる。

国家融資担保基金が小型・零細企業を支援する融資担保金額のウェイトが80%を下回らないようにし、そのうち1社当り与信500万元以下の小型・零細企業、及び個人事業者・小型・零細企業の本業への貸出の担保金額のウェイトが50%を下回らないようにする。

③金融機関の小型・零細企業貸出について、承諾手数料・資金管理手数料を徴収することを禁止し、融資に付加される手数料を減らす。

④小型・零細企業の市場を銀行が開拓することを支援し、方向を定めた預金準備率引下げ等の金融政策手段を運用し、小型・零細企業への貸出供給能力を増強し、既に契約した債務の株式転換項目の実施を加速する。

インクルーシブファイナンス事業部を未だ設立していない銀行が、コミュニティ、小型・零細企業向け支店を増設することを奨励する。

- ⑤1社当たり与信500万元以下の小型・零細企業への貸出を、中期貸出ファシリティー(MLF)の適格担保の範囲に組み入れる。

## 2. 人民銀行決定(6月24日)

### (1) 決定内容

市場化・法治化した「債務の株式転換」を一層推進し、小型・零細企業への支援を強化するため、

- ①2018年7月5日から、国有大型商業銀行・株式制商業銀行・郵貯銀行・都市商業銀行・非县域農村商業銀行・外資銀行の預金準備率を0.5ポイント引き下げる(解放可能な資金は、国有大型商業銀行・株式制商業銀行が約5000億元、その他が約2000億元)。
- ②5大国有大型商業銀行と12の株式制商業銀行が、方向を定めた預金準備率引下げと市場から募集した資金を運用し、市場による金利決定の原則に基づき、「債務の株式転換」を実施することを奨励する。
- ③「債務の株式転換」実施主体が、真に株主権を行使してコーポレートガバナンスに参加し、かつ混合所有制改革を推進することを支援する。
- ④方向を定めた預金準備率引下げで得た資金は、「株式に名を借りた実質債務」と「ゾンビ企業」を支援しない。
- ⑤同時に、郵貯銀行と都市商業銀行・非县域農商銀行等の中小銀行は、預金準備率引下げで得た資金を、主として小型・零細企業への貸出に用い、小型・零細企業の資金調達難・資金調達コスト高の問題緩和に力を入れなければならない。

人民銀行は、引き続き党中央・国务院の統一的手配に基づき、穏健・中立的な金融政策をしっかりと実施し、構造的脱レバレッジの程度・テンポをしっかりと把握し、質の高い発展とサプライサイド構造改革のために、適切なマネー・金融環境を作り上げる。

### (2) 主要な考慮

この方向を定めた預金準備率引下げは、6月20日国务院常务会议に関する手配の実施である。今年に入り、市場化・法治化された「債務の株式転換」の契約金額と資金の充足の進展は比較的緩慢となっている。国有大型商業銀行と株式制商業銀行が市場化・法治化された「債務の株式転換」の主力軍であることを考慮し、預金準備率引下げを通じて、コストが適切な一定量の長期資金を解放し、プラスの奨励を形成して、その「債務の株式転換」実施能力を高め、既に契約した「債務の株式転換」の実施を加速する。

同時に、現在わが国の小型・零細企業の資金調達難・資金調達コスト高の問題は、なおかなり際立っている。郵貯銀行と都市商業銀行・非县域農商銀行は、小型・零細企業支援方面において重要な役割を發揮しており、これに対して方向を定めた預金準備率引下げを実施することは、小型・零細企業への貸出供給能力を増強し、銀行の小型・零細企業への

貸出を増やし、小型・零細企業の資金調達コストを引き下げ、小型・零細企業への金融サービスを改善することに資するものである。

総じて見ると、今回の方向を定めた預金準備率引下げは、構造的脱レバレッジの着実な推進に資するものであり、小型・零細企業等脆弱部分への支援強化に資するものであり、方向を定めたコントロールと精確なコントロールに属するものである。

### (3) 方向を定めた預金準備率引下げが支援する「債務の株式転換」の必要条件

人民銀行は、17の大中型商業銀行が方向を定めた預金準備率引下げで得た資金を使用し、市場化・法治化の原則を十分体现した「債務の株式転換」を支援することを奨励するが、以下の条件に注意が必要である。

- ①「株式に名を借りた実質債務」を支援しない  
実施主体が「債務の株式転換」において、真正な株主権を投入しなければならず、依然として固定収益獲得を目的とした「債務の株式転換」であってはならない。
- ②関係銀行と実施主体は、1：1の比率を下回って、「債務の株式転換」に社会（民間）資金を参加させてはならない。
- ③「債務の株式転換」に関係した株式・債務減額は、市場による価格決定を厳格に遵守し、本件に関係する参加者と交渉して確定しなければならない。
- ④各種所有制企業が市場化・法治化された「債務の株式転換」を展開することを支援し、関係実施主体は、「債務の株式転換」後の企業のコーポレートガバナンスに真に参加し、そのコーポレートガバナンス向上を促進すると同時に、混合所有制改革を推進しなければならない。
- ⑤「債務の株式転換」の実施は、企業の資産・負債構造の改善、企業の発展動力エネルギーの回復に資するものでなければならず、「ゾンビ企業」の債務株式転換を支援してはならない。

## 3. 人民銀行貨幣政策委員会第2四半期例会（6月27日）

### (1) 内外経済・金融情勢

現在、わが国経済のファンダメンタルズは良好であり、経済成長は強靱性を維持し、総需給は総体としてバランスしており、成長動力は急速に転換している。

経済に対する内需の牽引は不断に上昇しており、対外貿易依存度は顕著に低下し、外部の衝撃への対応能力が増強している。

穏健・中立的な金融政策は、かなり好い成果を得ており、構造的脱レバレッジが着実に推進され、金融リスクの防止・コントロールの成果が初めて現れ、実体経済に対する金融の支援度合いはかなり堅固となっている。

国内経済・金融分野の構造調整は、積極的な変化が現れているが、いくらかの深層レベルの問題と際立った矛盾がなお存在し、国際経済・金融情勢はより錯綜し複雑化しており、

いくらかの峻厳な試練と不確定性に直面している。

## (2) 金融政策

国際・国内経済・金融情勢に引き続き密接に注意を払い、情勢の事前判断と先見性のある事前調整・微調整を強化しなければならない。

穏健な金融政策は中立性を維持し、緩和・引締めが適度でなければならず、マネーサプライの総バルブをしっかりと管理し、流動性の合理的な充足を維持し、マネー・貸出と社会資金調達規模の合理的な伸びを誘導しなければならない。

金融体制改革を引き続き深化させ、金融政策とマクロブルーデンス政策の 2 本柱の健全なコントロールの枠組みを整備し、金融政策の伝達ルートをスムーズにする。

サプライサイド構造改革を深化させる要求に基づき、資金調達構造・貸出構造を最適化し、実体経済への金融サービス能力を高める。

金融の対外開放を積極的に秩序立てて拡大し、金融業の発展の活力を強め、強靭性を高める。

習近平「新時代の中国の特色ある社会主義」経済思想を導きとし、19 回党大会と政府活動報告精神を真剣に貫徹・実施し、引き続き党中央・国务院の政策決定・手配に基づき、「安定の中で前進を求める」という政策の総基調を堅持し、多様な金融政策手段を総合的に運用し、構造的脱レバレッジの程度・テンポをしっかりと把握し、経済の平穏で健全な発展を促進し、市場の予想を安定させ、金融リスク防止・解消の堅塁攻略戦をしっかりと戦い、システミックな金融リスクを発生させない最低ラインをしっかりと守らなければならない。

## 4. 識者の反応

### (1) 新時代証券 潘向東チーフエコノミスト (中国新聞網 2018 年 6 月 25 日)

最近、どのように脱レバレッジを行うかの論争がかなり大きくなっており、金融緩和と金融引締めは、いずれも深刻な結果をもたらす可能性がある、中央銀行が、債務の株式転換の強化を通じて脱レバレッジを進めることは、金融政策の大幅な変動をもたらす良くない結果をできるだけ回避することができ、構造的脱レバレッジの比較的有効な方式である。

現在、5 大国有商業銀行の債務株式転換の契約額は約 1.6 兆元であるが、実施額は 2000 億元余りにすぎない。

3 回の方向を定めた預金準備率引下げは、銀行を誘導して簿内貸出資産をグリーン経済、小型・零細企業等の分野に振り向け、同時に資金全体のコストを引下げ、金融レバレッジを引き下げるものである。中央銀行の今回の構造的政策の組合せを通じて流動性の限界的な緩和を維持しようとする政策は、市場が持続的緩和への期待を生み出すことを回避し、金融脱レバレッジ強化をもたらすものであり、金融リスク防止に資するものである。

**(2) 国家金融・発展実験室 曾剛副主任 (中国新聞網 2018年6月25日)**

構造的脱レバレッジは、今年の脱レバレッジの核心であったが、資金がひっ迫に向かう状況下、中小企業と民間企業が打撃を受けており、これらの会社の構造的脱レバレッジの効果が不足していることは明白であった。

このような状況下、方向を定めた預金準備率引下げを実施することは、金融政策本来の構造的誘導を強調するものであり、金融政策の柔軟性を十分体現するものであるが、金融政策が緩和に転換することを決して意味しない。今回の方向を定めた預金準備率引下げは、実際にはすべての金融機関が基本的に含まれるので、市場全体の流動性の供給を増やし、現在実体経済の資金面の供給が比較的ひっ迫している状態を改変し、金融市場全体の流動性を合理的水準に維持することになる。

**(3) 中信証券 明明チーフ固定収益アナリスト (経済参考報 2018年6月26日)**

今年に入り、民間企業の信用危機が不断に露呈し、小型・零細企業の資金調達再びボトルネックに遭遇している。これに対し、国家は政策の合わせ技を打ち出しており、方向を定めた預金準備率引下げ及びMLFの担保範囲の拡大は、合わせて小型・零細企業の資金調達難問題の解決の助けとなるものである。

**(4) 聯訊証券 李奇霖チーフマクロ研究員 (経済参考報 2018年6月26日)**

この政策は、貸出資源の配分のアンバランス是正に資するのみで、経済の脱レバレッジの大局に影響を与えない。なぜなら、非金融企業部門のレバレッジは、主として国有企業と大企業に集中しており、構造的脱レバレッジは、これらの企業のレバレッジを減らすものだからである。

再貸出と方向を定めた預金準備率引下げの組合せで流動性を解放することは、他の種類の形式による「微刺激」であり、基本建設と消費の伸びの鈍化をもたらす下振れ圧力をヘッジするものである。

方向を定めた緩和は、経済のリスク防止に必要であり、脱レバレッジのプロセスにおいて、民間、小型・零細企業への非対称の圧力を緩和するためのものである。今年に入り、脱レバレッジの方向に既に変化が発生しており、昨年の政策の注力点が金融機関の負債サイドであったのに対し、今年は金融機関の資産サイドとなっている。

**(5) 中原地产 張大偉チーフアナリスト (新華網 2018年6月27日)**

中央銀行の預金準備率引下げの目的は明確であり、主として小型・零細企業の流動性を保証し、実体経済に精確に注水することであり、決して不動産市場・株式市場に対するものではない。

方向を定めた預金準備率引下げは、不動産市場を一息つかせるためのものではないが、

不動産市場がある程度利益を得ることは避けがたい。歴史的に見て、預金準備率を引き下げただけで、不動産市場には必ずプラスとなり、資金面での圧力を緩和できるのである。

(6) 中南財經政法大学金融協創センター 李虹合研究員 (新華網 2018年6月27日)

統計データによれば、今年1月から6月24日まで、デフォルトした債券は30件、会社は19社である。

デフォルトした会社の性質から見ると、小型・零細、民営企業のデフォルト会社に占める比率が最も高い。今回の方向を定めた預金準備率引下げにおいて支援する小型・零細企業は、債券デフォルトの最大の集団であり、小型・零細企業の資金調達難・資金調達コスト高の問題の解決に力を入れることは、既にトップダウン設計のコンセンサスとなっている。

現在、企業の資金流動性不足は既に常態化しており、信用債のデフォルトの波は、今回の方向を定めた預金準備率引下げで緩和される。「法治化された債務の株式転換」とは、そもそも融資を受けた企業の債務を株主権に転換するものであり、より多くの流動資金の支援を与え、その資金圧力を緩和することができる。

(7月4日記)