

# 新しくなる中国の金融政策枠組み 金利中心の金融政策への転換に向けた現状と課題

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部

03-3591-1385

- 中国は市場金利の調整に基づく現代的な金融政策の枠組みへとシフトする準備を進めており、特に金利コリドーの導入をはじめとする短期金利の安定化に重点を置いて取り組んできた
- コリドー幅の縮小や公開市場操作の積極的な運用などを通じて短期金利の安定化が進んでおり、市場では徐々に指標金利や将来の政策金利についてのコンセンサスが形成されつつある
- 新たな金融政策の枠組み転換に向けた準備はかなり進んでいるが、金融政策の有効性をより高めるためには、金利のトランスミッション・メカニズムの改善に取り組むことが必要だ

## 1. 市場経済化の進展に伴い変化してきた中国の金融政策の枠組み

中国では近年、金融政策の枠組みの転換に向けた取り組みが加速している。ここでいう金融政策の枠組みは「中間目標となる指標」と「その達成のために用いられる政策手段」である<sup>1</sup>。

この枠組みの変遷を少し長い目で振り返ると、1978年の改革開放後から1990年代半ばまでは、中間目標は実質現金発行量と国有商業銀行の貸出総量、政策手段はそれに対応して主に国有商業銀行への貸出総量規制とされてきた。しかし、市場経済化の進展に伴い、国有商業銀行の貸出総量を管理するだけでは、社会全体に供給されるお金をコントロールすることが難しくなったことから、1990年代後半に入り、中間目標が通貨供給量（M1およびM2）に変更され、政策手段についても、預金準備率の調整、窓口指導、預金・貸出基準金利の調整、公開市場操作などが組み合わされて活用されるようになった。

さらに近年は、理財商品等の新たな金融商品が発達して金融自由化が実質的に一層進展するなか、銀行貸出のコントロール主体の性格が依然色濃い現行の金融政策の枠組みが十分に機能を発揮できなくなりつつある。これを受けて進められているのが、欧米や日本などの先進諸国・地域を中心に採用されている現代的な金融政策の枠組みへの転換だ。すなわち、通貨供給の「量」よりも「価格」（金利）を中間目標として一段と重視し、公開市場操作を主要な政策手段とする政策枠組みへの転換である。中国人民銀行は2017年2月に公表した「貨幣政策執行報告（2016年第4四半期）」で、今後の金融政策の手段に関して「価格、量のツールを総合的に運用し、フォワードルッキングで小刻みな調整を行う」と述べ、価格に係るツールのほうを優先して用いようとの意向をにじませており、枠組み転換に向けた動きが今後加速する可能性がある。そこで本稿では、中国人民銀行の金融政策の枠組み転換のこれまでの取り組みを整理するとともに、今後の課題について検討したい。

## 2. 金融政策の枠組み転換の鍵となる短期金利の安定化

### (1) 短期金利安定化に向けた重点施策として開始された金利コリドーの形成

現代的な金融政策が実体経済に影響するプロセスは、端的に言えば、中央銀行が公開市場操作を通じて短期金利を調整し、それが市場メカニズムに基づいて長期金利に波及し、最終的に実体経済に影響を及ぼす、というものだ。ただ中国の場合、出発点となる短期金利の安定を十分保ててこなかった。このため、預金・貸出金利の上限または下限に関する規制が既に撤廃<sup>2</sup>されているにもかかわらず、実際には銀行間市場の短期金利ではなく、中国人民銀行が公表している基準金利を参照して、預金・貸出金利を設定している商業銀行が多いのが実態のようだ<sup>3</sup>。

これに対して、目下中国政府が特に力を入れているのが、政策金利の上限と下限を示す金利コリドー（中国語で「利率走廊」）の導入をはじめとする短期金利安定化の取り組みだ。金利コリドーについては、2014年5月に周小川・中国人民銀行総裁が導入の可能性について言及した後、2015年に入ってから具体的な動きがみられるようになった。導入に関する具体的なプロセスについて、中国政府から明確な見解は公表されていないものの、2015年11月に発表された馬駿チーフエコノミストを中心とする中国人民銀行研究局のワーキングペーパーでは、図表1のようなステップが提案されている。その中核となる考え方は、①金利コリドーを形成し、②その幅を縮めることなどを通じて短期金利を安定させ、③これまで中国人民銀行が公表してきた基準金利とは異なる、短期金融市場で中央銀行が誘導目標とする金利（政策金利）に対する認知度を高める、というプロセスを経て新たな金融政策のフレームワークに移行できる、というものである。

### (2) 金利コリドー形成に向けた取り組みは着実に進展

2017年初頭までの実際の取り組みを振り返ると、概ね上記のプロセス通りに新たな金融政策の枠組み作りが進んでいるようにみえる。

図表1 中国人民銀行チーフエコノミストによる金利コリドー導入に向けたロードマップに関する提案

段階	内容
第1ステップ	<ul style="list-style-type: none"> <li>○隠れた（候補となり得る）政策金利を中心に、<b>事実上の金利コリドーを作る</b></li> <li>○ただし、この隠れた（候補となり得る）政策金利を宣言する必要は必ずしもない</li> </ul>
第2ステップ	<ul style="list-style-type: none"> <li>○<b>事実上の金利コリドー（の幅）を徐々に縮めていく</b></li> <li>○<b>第1ステップと第2ステップを通じて、金利のボラティリティが低下するため、ある短期金利が政策金利になるだろうとの期待を、マーケットが徐々に形成するだろう</b></li> <li>○<b>一部の銀行は、その金利をベースとしてプライシングを始めるようになる</b></li> <li>○このベース形成のプロセスで、「政策金利」の設定に関する検討も始まるだろう</li> <li>○この金利をベースとしてデリバティブも発展し、それがその金利でプライシングをした銀行のリスクヘッジの能力を高めるのに役立つだろう</li> <li>○上述の体制・能力が基本的に整った後、第3ステップに進むことができる</li> </ul>
第3ステップ	<ul style="list-style-type: none"> <li>○基準預金・貸出金利を取り消し、それと同時に、短期では操作のターゲットとなる政策金利を設け、中期ではM2の伸び率を参考にするという<b>新たな政策のフレームワークを設けることを宣言する</b></li> <li>○その時になって、上限をSLFの金利、下限を超過預金準備に対する付利とする、正式な（明示的な）金利コリドーを設けることができる</li> <li>○正式な金利コリドーの範囲内で、引き続き公開市場操作を行い、より幅の狭い事実上の金利コリドーを維持する</li> </ul>

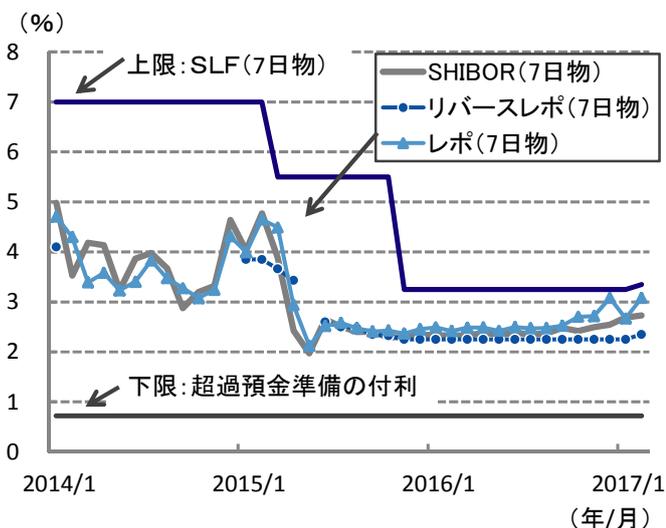
(注) 日本語訳は、みずほ総合研究所による仮訳。( )内及び太字赤字によるハイライトはみずほ総合研究所が付加。

(資料) 馬、紀 (2016) より、みずほ総合研究所作成

まず①金利コリドーの形成に関しては、2015年4月、比較的短期（1日～1カ月）の資金を有担保で中国人民銀行が金融機関に貸し出す常設貸出ファシリティ（SLF、2013年から導入）の実施状況について中国人民銀行が公表する際、「金融政策による調整の必要性に応じて適宜金利水準を操作し、SLFの金利がマネーマーケットにおける金利コリドーの上限としての機能を発揮できるよう模索をする」と明言された<sup>4</sup>。また、2016年2月には「貨幣政策執行報告（2015年第4四半期）」で「金利コリドーメカニズムについて検討し、金利のコントロール能力を高め、中国人民銀行による金融政策の金融市場ないしは実体経済への伝達メカニズムを正常化させる」と言及された。こうして「SLFの金利を上限とする金利コリドーの形成」に対する中国政府の考えが明示的に示された。なお、下限については明確な公式見解は公表されていないものの、超過預金準備に対する付利がそれにあたるとの見解が、中国国内の研究者の専らの見方となっている<sup>5</sup>。

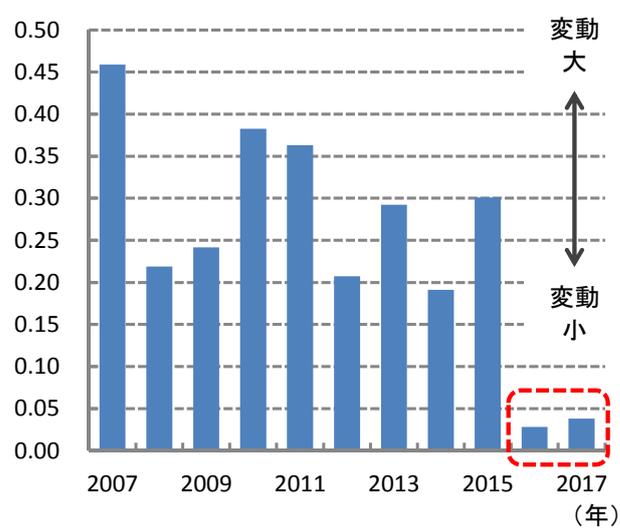
次に、②金利コリドーの幅縮小と短期金利の安定化についても着実に進んでいるようだ。例えば、金利コリドーの上下限の推移は図表2の通りで、SLF金利の段階的引き下げに伴い、コリドーの幅が徐々に縮小している。金融政策でターゲットとする短期金利はまだ明確に示されていないが、選択肢となりうる3種類の金利（人民銀行のリバースレポレート、銀行間レポレート、SHIBOR（上海銀行間取引金利）、詳細は後述）を挟むように金利コリドーが形成され、金利コリドー幅の縮小と共に短期金利のボラティリティも2016年前後から小さくなっている。例えば、SHIBORの年毎の変動係数（標準偏差÷平均値）の推移をみると2016年から目立って低下しており、安定性が高まっていることがうかがえる（図表3）。2016年以降、中国人民銀行が公開市場操作の実施頻度や実施対象の期間を増やし、積極的かつ小刻みな金融調節を行うようになったことも功を奏しているとみられる。

図表2 金利コリドーと短期金利



(注)1. 直近は2017年2月。  
 2. 2014年2月～2015年2月および2015年4月～2015年10月にかけてSLFは実施されていないため、前月の金利を用いて補完した。  
 (資料) 中国人民銀行、上海同業拆放利率、CEIC Data、Wind より、みずほ総合研究所作成

図表3 SHIBOR (7日物) の変動係数



(注)1. 標準偏差÷平均値。  
 2. 2017年は2月末までの値で算出。  
 (資料) 上海同業拆放利率、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

### **（３）最終段階へと向かう金融政策の枠組み転換に向けた取り組み**

以上の通り、短期金利の安定化が進む中、新しい金融政策の枠組み作りは、上記③政策金利に対する市場でのコンセンサス形成のステップに徐々に近づきつつある。

2017年2月にBloombergが実施した20人超のエコノミストに対する調査では、「7日物リバースレポレートが政策上の主要ベンチマークとなっているとの回答が67%」「従来のベンチマークである1年物貸出基準金利と預金基準金利も引き続き活用との回答が86%」との結果となっている<sup>6</sup>。この結果からは、マーケットが、従来の金融政策の枠組みから新たな金融政策の枠組みに移行しつつあるとの認識を持つようになりつつある一方、まだその確信を十分に持てずにいることがうかがえる。同調査では「回答者の77%が、人民銀行が新たな政策運営の枠組みを明確にする必要がある」と考えているとの結果も示されている。一方、中国政府は市場でのコンセンサス形成が政策金利明言の前提と考えているとみられる。金融政策の新たな枠組みへの移行のためには、中国人民銀行と市場との更なるコミュニケーションの積み重ねが必要だろう。

肝心の政策金利については、上述した中国の短期金融市場の代表的な3種類の金利がいずれも対象となりうる。このうち現時点では、7日物リバースレポレートか、銀行間の7日物レポレートが採用される可能性が高そうである。

前者については、上述のBloombergによる調査結果でも示されている通りで、同レートが新たな政策金利の最有力候補と考えられているようだ。他方、後者が金融調節のターゲットとなりつつあるとの見方も根強い。中国の短期金融市場では、コール市場の取引よりも債券市場でのレポ取引の方が、取引高が圧倒的に多いためだ。なお、レポ市場での取引は翌日物に集中しているものの、大部分の公開市場操作が7日物の期間で実施されているため、翌日物よりも7日物のレポレートの方が、注目度が高いようである。実際、同レートを参照金利としたデリバティブ商品も増えており、有力な基準金利とみなされていることがうかがえる。

## **3. 今後の課題**

これまでみてきたように、中国の新たな金融政策の枠組みへの転換に向けた準備はかなり進んでおり、市場で何を政策金利とみなすかに関するコンセンサスが一段と醸成され、中国人民銀行が政策金利を何にするかを宣言すれば、金融政策の枠組みの現代化は達成される状況である。もっとも、新しいフレームワークを導入したとしても、金融政策の有効性をより高めるための金融市場整備の課題は依然として存在する<sup>7</sup>。主な課題は以下の通りだ。

### **（１）流動性供給を通じた中長期金利の誘導と安定化**

金利重視の金融政策が効果を発揮するには、短期金利の変化が中長期金利の水準に影響を及ぼす必要がある。短期金利と長期金利の関係は、金利の期間構造（イールドカーブ）と呼ばれ、長期金利はその期間における予想短期金利の平均値に一定のプレミアムが上乗せされた水準に決定される。

このイールドカーブ整備に向け、中国人民銀行は、短期だけでなく中長期の流動性供給手段も常態的に活用して中長期金利のシグナルを発信し、中長期の金利誘導と安定化を図ってきた。

例えば、中期の流動性供給に関しては、中期貸出ファシリティ（MLF）が用いられている。これは、マクロプルーデンス政策上の条件を満たした商業銀行や政策性金融機関に対して中期の資金を中

国人民銀行が有担保で貸し出す仕組みだ。2014年9月の導入当初は期間が3カ月物のみだけであったものの、2015年6月に6カ月物、2016年1月には期間が1年物に拡大された。また、2016年8月以降の新たな傾向として、3カ月物の資金供給が無くなり、6カ月物および1年物のみが提供されている。こうした措置は金融機関の流動性の安定度を高めると共に、中長期金利のシグナルとしての効果が期待されている。また、より長期の流動性供給に関しては、担保付補完貸出（PSL）が用いられている。これは、政策性金融機関に対して経済・社会政策上重要な分野（バラック地区改造や農村の道路整備など）に必要な長期（3年から5年）の資金を中国人民銀行が有担保で貸し出す仕組みだ。これら金融調節手段の実施状況をみると、残高は着実に拡大しており、これらの手段を用いて積極的に流動性を供給してきたことが分かる（図表4）。

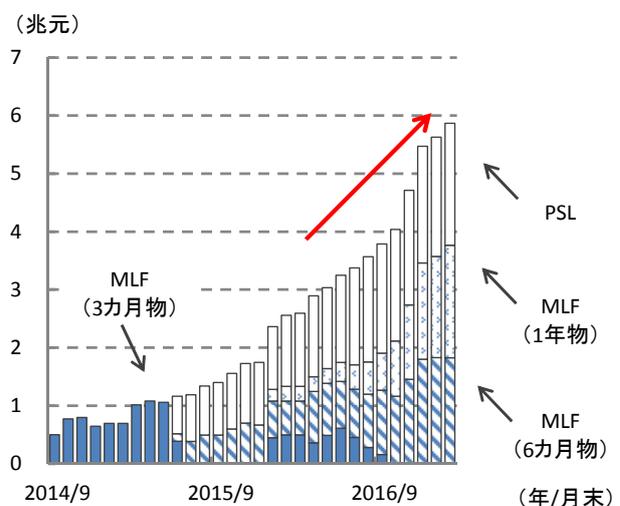
こうした取り組みはイールドカーブの形成を後押しし、金利裁定を通じた他の市場金利へのトランスミッション・メカニズムの向上に一定の効果を及ぼしているとみられる。もっとも、短期金利の変動が長期金利へと波及していくメカニズムが依然弱く、金利の自由化後も商業銀行が貸出・預金金利を決定する際に中国人民銀行が設定する基準金利を参照していることは既に述べた通りである。一般に、先進国などの成熟した市場経済下では銀行が貸出金利や預金金利を設定する際、国債利回りがリスクフリーレートとして重要な役割を担うが、その前提として厚みをもった長期金利市場の整備が求められる。そのためには、今後も多様な投資家の参加を促したり、国債の発行拡大などを通じて資本市場の深化に向けて取り組んでいく必要がある。

## （2）市場とのコミュニケーション

長期金利は、市場参加者による将来の政策金利やインフレ率の予想に基づき市場メカニズムによって決定されるべきである。したがって、市場が将来の金融政策を予想し、イールドカーブを形成することが容易になるようにするためには、中央銀行は市場とのコミュニケーションを円滑にする必要がある。

現代の金融政策運営においては、事前に定めた日程において、定期的に金融政策を決定するための委員会を開催し、決定内容を速やかに公表することが一般的である。委員会の開催日程が事前に決まっていない場合、金融政策の変更を巡る不確実性が高まり、市場におけるスムーズな価格形成を損なう可能性があるためだ。また、金融政策が意図した効果を十分に発揮するためには、決定した金融政策の運営方針を適切に説明することも重要とされる。長期金利は将来の短期金利の予想がベースであり、短期金利の予想がイールドカーブの形成にも影響を及ぼすことから、金利のトランスミッション・メカニズムを考慮しても、市場と円滑なコミュニケーションを図ることが有用だと考えられる。

図表4 中長期流動性供給の残高



(資料) 中国人民銀行より、みずほ総合研究所作成

中国の金融政策は中国人民銀行が運営にあっており、貨幣政策委員会も定期開催されてはいるものの、議論の内容が開催後に報告されるにとどまっているほか、重要政策決定のタイミングともリンクはしていない。

また、経済の現状判断と先行き見通しを定期的に公表することが金融政策決定の透明性の向上に資するだろう。人民銀行は四半期ごとに貨幣政策執行報告を公表しているが、先行きの成長率やインフレ見通しの具体的な数字（もしくはレンジ）やリスクを含めるなどの改善が期待される。また、市場参加者の中心が国内投資家であれば構わないが、海外投資家にも市場を開放していくに際しては、英文でのステートメントや経済・物価見通しの公表なども必要になってくるだろう。

### **（３）完全な変動相場制への移行**

中国では為替レートの安定を保ちつつ、人民元の国際化や資本取引の自由化に向けた取り組みを進めようとしてきたが、この過程で金融政策の独立性は損なわれてきた。これは、国際金融のトリレンマ説で示されているように、自由な資本移動、独立した金融政策、為替レートの安定の三つを同時に実現させることはできないためである。中国政府が資本取引の自由化に向けて歩みを進めつつも、金融政策の独立性を確保したいのであれば、完全な変動相場制への移行が必要不可欠である。

為替市場に介入することでマネタリーベースが変動するため、国内の流動性供給が不安定となり、金利の形成に影響を及ぼす。金利重視の金融政策のフレームワークに移行するのであれば、変動相場制へ移行することは尚更重要だろう。

2014年以降、中国からの資本流出が強まるなか、人民元の対米ドルレートは下落傾向にあり、中国政府は外貨準備を用いて人民元を買い支えている。しかし、人民元を買い支えることで外貨準備が減少し、その結果として中国経済の先行きに対する不安が高まり資本流出を招き、人民元安圧力がかかるといった悪循環に陥っているのが現状だ。こうした中で変動相場制に移行すると、人民元が急落するリスクがある。そのため、足元では資本流出対策として資本規制を強めることで、人民元の変動を抑えようとしている状況にある。

しかし、中国政府が市場経済化を一段と深化させたいのであれば、資本取引の自由化を進め、国境をまたぐ資金の効率的な配分を促すことが必要だ。また、金融政策の枠組みを市場金利の調整にシフトすることも市場経済化の深化にとって重要であり、そうした環境の下で金融政策の独立性を保ち、金利の安定性を高めるには変動相場制へ移行する以外に選択肢はない。IMFは2018年までに完全な変動相場制へ移行することが理想であるとしているが、速やかな移行を図れるか。中国の金融政策の観点からも、その動向が注目される。

## 【参考文献】

張秋華（2012）『中国の金融システム』日本経済新聞出版社

JGシェン「金利コリドーと新金融政策の枠組み」（2015）（みずほ証券『中国経済ウィークリー』2015年11月27日号）

Wei Liao and Sampawende J.-A. Tapsoba (2014) “China’s Monetary Policy and Interest Rate Liberalization:Lessons from International Experiences” IMF Working Paper May 14/75

马骏、纪敏（2016）『新货币政策框架下的利率传导机制』中国金融出版社

<sup>1</sup> 最終目標は「通貨価値の安定と、それによる経済成長の促進」とされている。

<sup>2</sup> 2013年7月に貸出金利の下限規制が撤廃され、2015年10月に預金金利の上限規制も廃止された。

<sup>3</sup> 「马骏：弱体化对数量目标关注 疏通利率传导机制」（『财新网』2015年12月30日）。

<sup>4</sup> 「2015年1季度常备借贷便利开展情况」（『中国人民银行网站』2015年4月10日）。

<sup>5</sup> 例えば、马、纪（2016）。

<sup>6</sup> 「中国中銀：7日物リバースレポの利率が新たなベンチマークカー調査」（『Bloomberg』2017年2月14日）

<sup>7</sup> なお、金融政策の実体経済への伝達メカニズムの効率向上に向けては、中国の場合、金融市場にまつわる課題以外に、資金の借り手にまつわる課題も指摘されている。すなわち、国有企業や地方政府融資平台などに対する暗黙の政府保証が、金融機関側の審査、貸出行動に影響するほか、これら借り手の金利への感応度を低めて過度な資金調達を助長する傾向がある。そのため、金融市場の整備に加えて、現在進められている国有企業改革や財政の規範化の取り組みも一層進める必要がある。

### 【共同執筆者】

アジア調査部中国室主任研究員

**三浦祐介**

アジア調査部主任エコノミスト

**多田出健太**

kenta.tadaide@mizuho-ri.co.jp