

通貨ニュース(2015 年 10 月 26 日)

中国人民元: 中国人民銀行が 6 回連続の利下げを実行

投資の急減速が利下げの主因か

10 月 23 日、中国人民銀行(PBoC)は①基準金利の引き下げ(1 年貸出金利: 4.60%→4.35%、1 年預金金利: 1.75%→1.50%)、②預金準備率の引き下げ(大手銀行向け準備比率: 18.0%→17.5%)、③預金基準金利の上限撤廃を決定。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

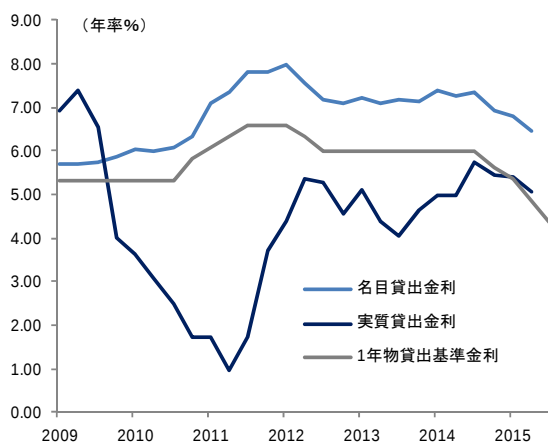
03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

今回の利下げは、本日から 29 日(木)まで開催される中央委員会第 5 回全体会議(5 中全会)を意識して実行されたと見られる。但し、19 日に発表された 7~9 月期 GDP が前年比+6.9%と政策目標である同+7.0%近辺に無事着地したことに鑑みるとやや違和感がぬぐえない。また、実質的な CNY 切り下げによる輸出の回復により、GDP 成長率(前年比)への寄与度でマイナスとなった純輸出(4~6 月期: 同+0.30%→7~9 月期: 同▲0.12%)の反転が 10~12 月期の GDP を下支えすると見込まれることも考慮に入れば、殊更利下げを急ぐ意義もなかったようにも見受けられる。さらに、昨年 11 月以来の連続 5 回(今回を含むと 6 回)の利下げにより、名目貸出金利(※)は 2014 年 3 月末の 7.37%から 2015 年 6 月末で 6.46%と、一時期懸念された貸出金利が GDP 成長率を上回るという状況からは脱却した。低インフレにより実質的な金利負担が重くなっていることを懸念したと PBoC は述べているが、実質貸出金利でも 2014 年 9 月末に 5.7%と 2009 年以来の高水準となったものの、一連の利下げを受けて 2015 年 6 月末で 5.1%と 2014 年初の水準まで低下している(図表 1)。

(※)名目貸出金利は、実際に貸し出されたローン金利を貸出額で加重平均したもの

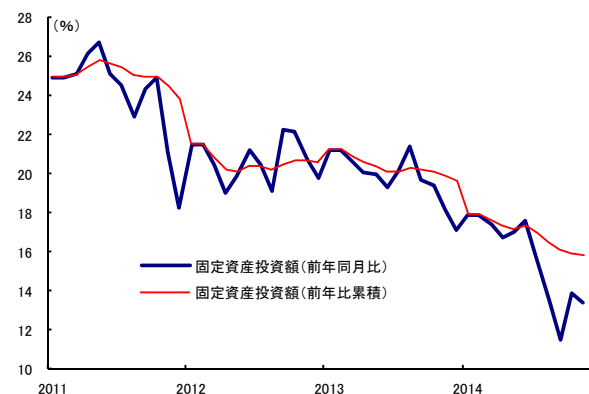
図表 1: 中国 政策金利と貸出金利



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注) 実質貸出金利=名目貸出金利-消費者物価指数(前年比)

図表 2: 中国 固定資産投資額



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

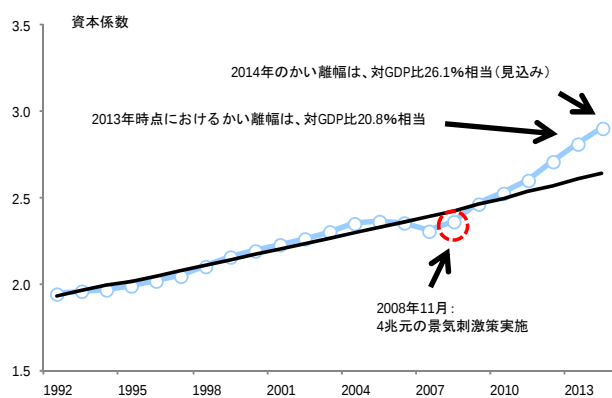
上述の通り、為替政策も金利政策も PBoC の狙い通りの効力を発しているにも拘わらず、今回利下げに踏み切った理由を探すとすれば GDP の 4 割強を占める投資（総固定資本形成）の伸び率低下が止まらないからだろう。9 月固定資産投資額（除、農村部）を見ると、年初来前年比で+10.3%、前年同月比で+6.8%とどちらも過去 10 年の最低値を更新し続けている（図表 2）。利下げにより、投資の持ち直しを図り、目標の+7.0%達成に向けて盤石の体制を作ることが今回の主な意図だったと見られる。

しかし、これは危険な賭けになりかねない。固定資産投資額の落ち込みは、鉱業や製造業が主因だが、背景は実需の落ち込みであり、その結果として資本係数も高止まりするなど過去の過剰な設備投資が足枷となっているという事実がある（図表 3）。もちろん貸出金利を下げることで、損益分岐点を引き下げることで増加率の減少はある程度食い止められたとしても、逡巡傾向まで止められるとは想定し難い。過去の事例によれば、利下げによる不動産投資への恩恵は見込まれるものの、過去の大規模財政刺激や金融緩和策は不動産価格の乱高下を誘発してしまった経緯があり（図表 4）、今回もその轍を踏む可能性は大いにある。今回の利下げは、当面の景気下支えとなるも、一方で不動産価格の急騰を招く可能性もあり、2016 年のリスクシナリオとして不動産市況の悪化を頭に入れておく必要がある。

金利自由化は実現、焦点は次の政策金利目標へ

今回の預金金利上限の廃止により、規制金利は全て撤廃された。既に今年 3 月の全人代（全国人民代表大会）において、周 PBoC 総裁が年内の規制金利撤廃を表明し、預金保険も導入していたため決定のアナウンスを待つだけの状態となっていた。11 月に IMF が CNY の SDR（特別引き出し権）参入の是非を決定するため、自由化のアピールを目的に今回のタイミングで発表したと考えられる。今後は、

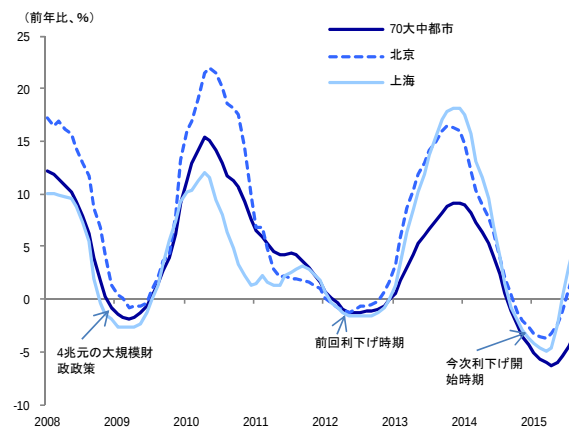
図表 3：中国 資本係数



（資料）中国国家統計局、みずほ総研

（注）資本係数は資本ストック÷GDP（実質値）。基準年を 1952 年、除却率を一律 5% とし、ベンチマーク・イヤー法により資本ストックを推計。資本係数のトレンド線は 1992～2008 年のトレンドを延長したもの。

図表 4：中国 不動産価格



（資料）ブルームバーグ、CIEC、みずほ銀行

どの金利を政策金利として正式に設定していくかに焦点が集まる。PBoC は参考金利として預金基準金利(※)の提示を継続するとともに SHIBOR(銀行間貸出レート)を当面重視すると言っているが、同金利は民間銀行が提示する金利の為、中央銀行が直接コントロールは出来ず最適とは言い難い。他国を例にとれば、中銀が定例オペレーションで使用しているレポ金利及びリバース・レポ金利が有力候補だが、現状 PBoC は流動性コントロールの為に機動的に同金利を変えているため、移行に逡巡していると思われる。

上述のように、次の政策金利目標については未だ判然としないものの、預金基準金利(期間 1 年:1.50%)への収れんが一つの目安となろう。リバース・レポ金利(10 月 22 日時点の 7 日物リバース・レポ金利は、2.35%)や SHIBOR(10 月 26 日時点で 3 か月金利は 3.084%)は、いずれも基準預金金利と乖離しており、PBoC がどちらの金利を基準金利に収れんさせるかで、その意図が明らかになると考える。

(※) 中国は、貸出・預金金利に対し基準金利及び金利の上下限が定められており、従前はそれを遵守する必要があった。2004 年より貸出金利の下限、預金金利の上限を定める方式へ移行。2013 年には貸出金利の下限が撤廃された(提示は継続)。今次、預金金利の上限も法的拘束力がなくなったことで、金融機関は自由に預金・貸出金利を設定できるようになった。

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。