

～海外情報～

2012年1月24日 全4頁

# 中国：2012年の金融政策の行方

経済調査部  
齋藤尚登、新田堯之

## 預金準備率に大幅な引き下げ余地

### [要約]

- 2011年12月12日～14日に開催された経済工作会議では、2012年の経済政策の最重点課題がインフレ抑制から成長維持に変わったことがはっきりと示された。金融には、経済の安定成長をサポートする役割が期待されている。
- 上げすぎの状態にある預金準備率には、大幅な引き下げ余地があり、年間では2%（0.5%の引き下げを4回）程度の引き下げは可能であろう。2011年6月までの預金準備率引き上げの背景の一つとなっていた中国への多額の外貨流入は、2011年10月以降減少に転じた。2012年は少なくとも外貨流入の増勢鈍化は期待でき、これが預金準備率の引き下げ余地を拡大させよう。
- 大和総研は、2012年の貸出基準金利は据え置かれると想定している。利下げのタイミングが早まるとすれば、輸出の急減速など景気下振れリスクが高まること、物価が当局の抑制目標を下回ること、の2つの条件が満たされる時であろう。

### 2011年前半までは矢継ぎ早の金融引き締めを実施

#### 2011年前半は矢継ぎ早の引き締めを実施

2011年の中国の金融政策を振り返ると、年前半は矢継ぎ早の引き締め策が実施された。預金準備率は1月～6月に毎月0.5%引き上げられ（大手行は2010年末の18.5%⇒21.5%）、貸出基準金利は2月、4月、7月にそれぞれ0.25%引き上げられた（1年物貸出基準金利は2010年末の5.81%⇒6.56%）。

#### 金融引き締め継続の背景は、物価上昇、外貨流入

#### 中小企業の経営悪化への認識の遅れ

金融引き締めが続いた背景は、①2011年7月の消費者物価上昇率が前年同月比6.5%に達するなど、物価抑制への対応が不可欠であったこと、②年前半はホットマネーなど大規模な外貨流入が続き、外貨を買い入れた中国人民銀行はそれに見合う人民元を放出。流動性抑制の一環として、預金準備率の持続的引き上げを余儀なくされた、③2011年から固定資産投資の統計起点が従来の投資総額50万元（約607.5万円）から500万元（約6,075万円）へ、工業企業の統計起点は同様に年間売上500万元から2,000万元に引き上げられ、統計のカバー範囲が一段と大企業中心となってしまった、ことなどがあろう。③について、そもそも中国で貸出が抑制される際には、大型国有企業への貸出は確保される一方で、民間中小企業への貸出は抑制される傾向が強い。今回の統計起点の変更は、中小企業を取り巻く経営環境が悪化しても、それが統計に反映されにくくなり、金融当局の対応が遅れ、結果として引き締めが行きすぎてしまった要因の一つとなっていよう。

## 中小企業の倒産、経営者の夜逃げが社会問題化

銀行貸出が抑制された中小企業は、銀行システム外の民間金融（街金、高利貸し、闇金）に活路を見出したわけであるが、金利負担の重さから、経営は一段と悪化。2011年夏から秋口にかけては、中小企業の倒産や経営者の夜逃げなどが相次ぎ、社会問題としてクローズアップされるようになった。

## 行きすぎた金融引き締めからの修正

ここに至って行きすぎた金融引き締めからの修正が始まった。2011年10月12日開催の国务院常务会议では、小型・零細企業向け貸出の増加支援策が打ち出され、(1) 小型・零細企業向け貸出額や顧客数が一定比率以上の商業銀行に対して、支店や営業拠点の増設を認める、(2) 商業銀行が金融債を発行して、1顧客当たり500万元以下の小型・零細企業向け貸出を行う場合、預貸比率の上限（商業銀行法では75%が上限）に含めない、(3) 小型・零細企業向け貸出については、リスク管理上、一般貸出と同一視する、といった具体策が講じられた。特に、小型・零細企業向け貸出の担い手である地方の商業銀行にとって、金融当局の認可を必要とする支店増設は、これまでなかなか認められなかっただけに、上記(1)は、強いインセンティブとして評価されている。

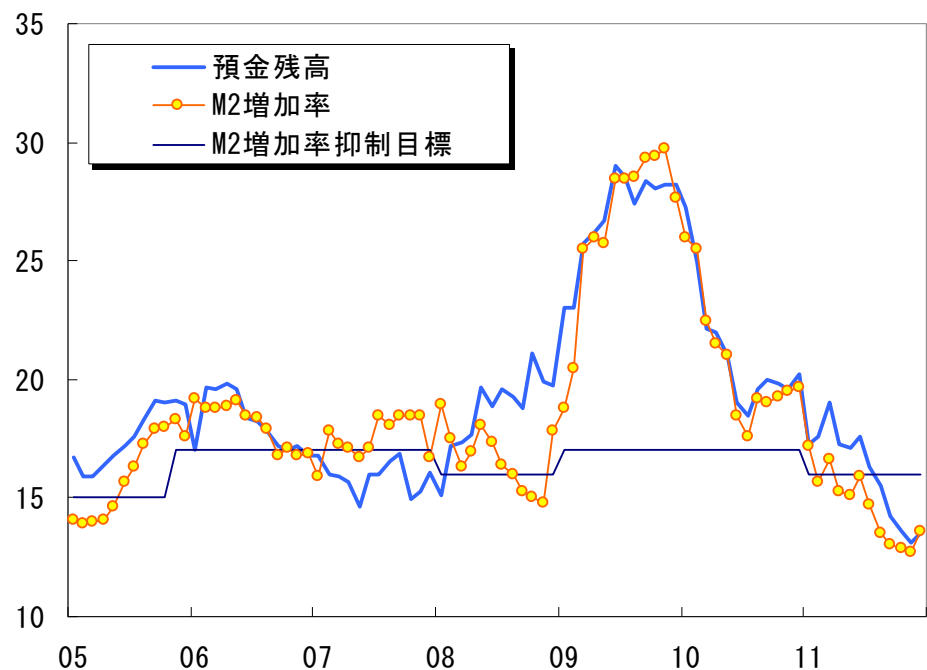
## 2011年12月5日に預金準備率を引き下げ

行きすぎた引き締めの修正は、12月5日の預金準備率引き下げ（大手行は21.5%⇒21.0%）で決定的となった。毎月の貸出純増額は、10月、11月と前年同月の水準を僅かに上回り、12月には前年同月比39.8%増の6,405億元を記録した。

## 2011年のM2増加率は目標を大きく下回る13.6%

結局、2011年のM2増加率は、目標の16%前後を大きく下回る13.6%、貸出増加額は前年比5.0%減の7.47兆元にとどまった。特に、M2の下振れは、構成項目の一つである預金の増勢鈍化によるところが大きい。2010年2月からマイナスの実質預金金利が続く中国では、企業や家計が預金を取り崩して、銀行システム外の民間金融に資金をシフトさせる動きを強め、これが預金の増勢鈍化をもたらしている。

預金残高、M2増加率、M2増加率抑制目標の推移（単位：前年同月比、%）



（出所）中国人民銀行データより大和総研作成

## 2012 年は預金準備率に大幅な引き下げ余地

2012年のM2増加率目標は14%程度、貸出増加額は8兆元程度か

2011年12月12日～14日に開催された経済工作会議では、2012年の経済政策の最重点課題がインフレ抑制から成長維持に変わったことがはっきりと示された。金融には、経済の安定成長をサポートする役割が期待されているといえる。当局の正式発表は未だであるが、現地報道によると、2012年のM2増加率は昨年実績の13.6%を若干上回る14%程度、貸出増加額は2011年の実績比7.1%増の8兆元程度とされている。8兆元の貸出増加額は、2012年末の貸出残高が、前年比14.6%増加すると想定していることになる。

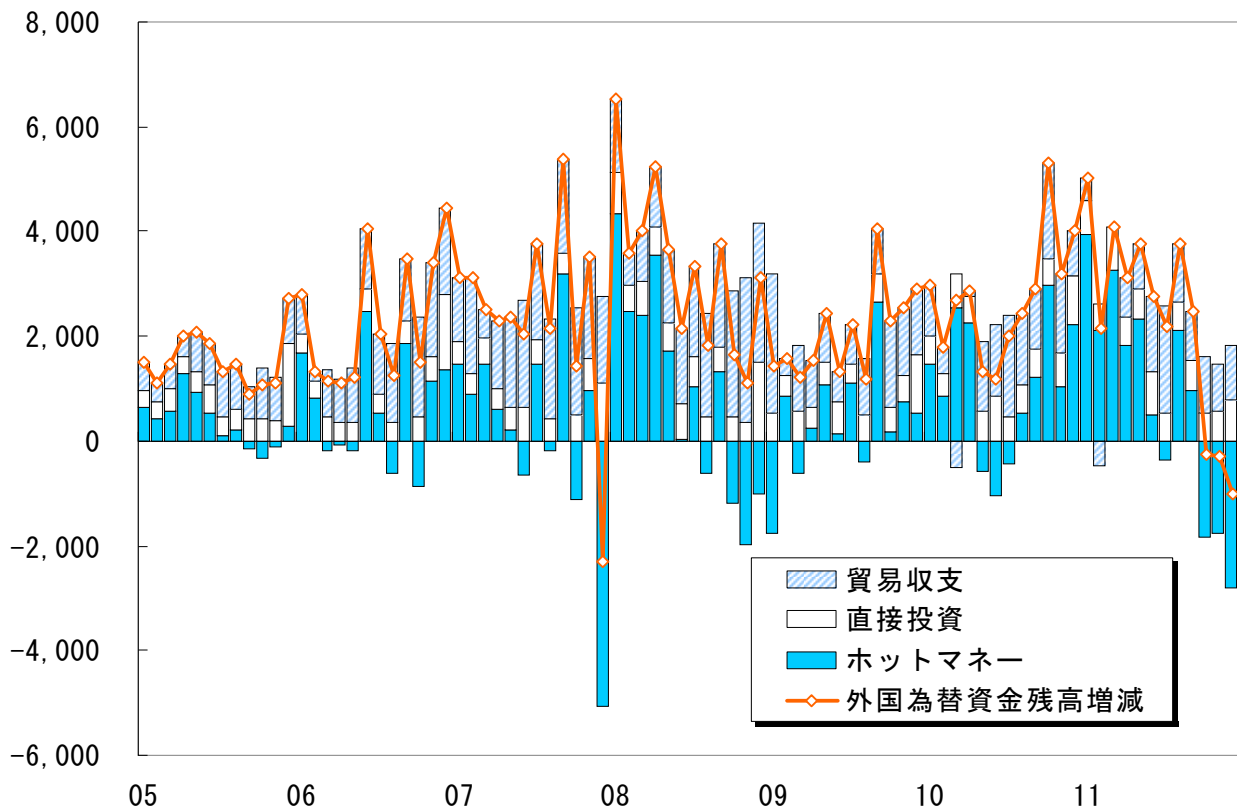
年間2%の預金準備率引き下げを想定

結論を先に言えば、上げすぎの状態にある預金準備率には、大幅な引き下げ余地があり、年間では2%（0.5%の引き下げを4回）程度の引き下げは可能であろう（大手行の預金準備率は21.0%⇒19.0%）。その背景は、2011年6月までの引き上げの要因の一つであった外貨流入の急増が、2012年には少なくとも増勢の鈍化が期待できるようになったことである。

「外匯占款」の減少で広がる預金準備率の引き下げ余地

中国には2011年夏場にかけて、海外から多額の外貨が流入していた。中国人民銀行を中心とする金融機関は外貨を買い入れて見合いの人民元を放出。これが「外匯占款」（外国為替資金残高）として積み上がった経緯がある。中国人民銀行は流動性吸収を目的に、売りオペや預金準備率引き上げを実施したが、不胎化しきれない部分は、過剰流動性として、不動産価格上昇や物価上昇の一因となった。

### 2011年10月以降は中国から資金が流出（単位：億元）



（注1）人民元レートは期末のものを使用

（注2）ホットマネーは外国為替資金残高増減－貿易収支－直接投資で計算

（出所）通関統計、商務省、中国人民銀行より大和総研作成

しかし、この「外匯占款」は、2011年10月以降、3ヵ月連続で残高が減少している。11月～12月にかけて、BRICs 4ヵ国の外貨準備がともに減少していることを考えると、これは、中国の景気減速懸念による「中国売り」ではあるまい。「外匯占款」減少の主因は、①欧州債務危機の深刻化により海外の金融機関が自己資本の増強に迫られたこと、②世界経済の先行き不透明感を背景に域外の投資家がリスク回避的となり、中国から資金を引き上げたこと、であろう。人民元レートが元安に振れる局面では、外貨換算の目減り回避のためにこうした動きに拍車が掛けられたと考えられる。中国へのホットマネーを「外匯占款増減－貿易収支－直接投資」と定義すると、昨年10月以降は、ホットマネーが中国から流出していることが示される。資金が域外に流出し続けるのは困るが、流入の増勢鈍化は歓迎される。過剰流動性の発生が抑制され、預金準備率の引き下げ余地が拡大するためである。

**利下げのタイミング  
が早まる条件は、景気  
急減速＋物価の低位  
安定**

中国人民銀行の裁量で行われる預金準備率の変更が、流動性の調整に即効性を持つ一方、金利の変更は、景気と物価を勘案して、国務院（内閣）の事前承認の下に行われる。2011年夏場までの引き締め局面では、金利引き上げをさほど積極的に行ってこなかったこともあり、当局は、まずは預金準備率引き下げと、貸出増加の窓口指導で様子を見るのではないかと見られる。大和総研では、2012年は金利据え置きを想定している。利下げのタイミングが早まるとすれば、輸出の急減速など景気下振れリスクが高まること、物価が当局の抑制目標を下回る（当局の正式発表は未だであるが、現地報道では2011年と同じ4.0%程度とされている）、の2つの条件が満たされる時であろう。

以上