

春節前後の高め誘導の金融調節の背景

～ 利上げに踏み切る可能性は低い～

王 雷軒

要旨

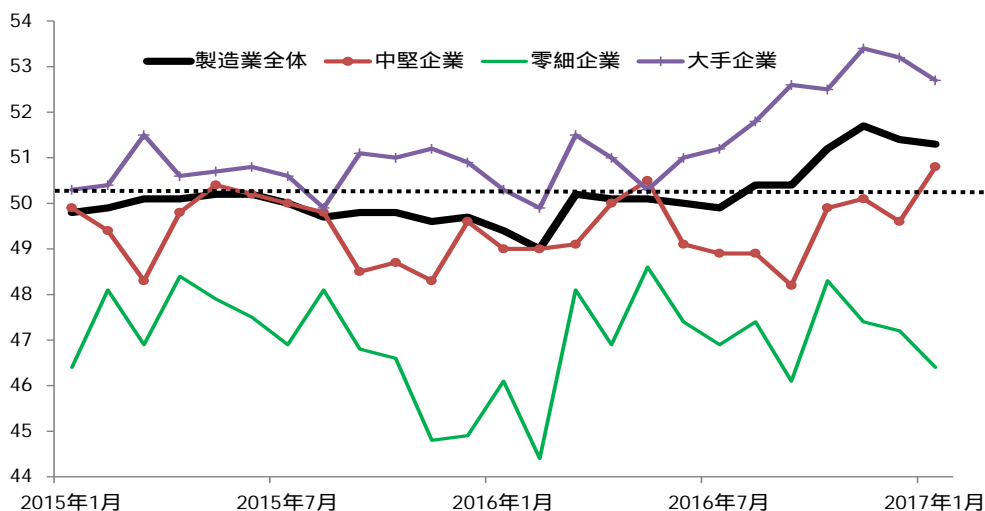
中国人民銀行(PBOC)はオペ金利のみならず、市中銀行に供給する短・中期資金の金利も引き上げた。市場はこれを政策金利の引き上げの前兆と受け止め警戒感が高まったが、PBOC の狙いは銀行の融資急増を抑制するほか、資金流出圧力を緩和することにあると推測される。今後は政府が相応の景気刺激策を打ち出さなければ、年半ば頃には景気が一時的に足踏みする可能性もあるなか、本格的な金融引き締めの可能性は低いとみられる。

旧正月である春節(1月27日～2月2日)の前後に、中央銀行に当たる中国人民銀行(PBOC)はオペ金利のみならず、市中銀行への短中期資金の貸出金利も引き上げるなどの金融調節を実施した。これらを受けて、市場関係者の間に今後は政策金利が引き上げられるのではないかという懸念が一時的に強まった。以下では、足元の景気動向を簡単に確認したうえで、春節前後の金融調節の背景や金融政策を考えてみたい。

製造業の景況感がやや改善

国家統計局等が発表した1月の製造業PMIは51.3と景気判断の分岐点である50を上回ったことから、製造業の景況感が弱含みながらも改善していると見られる(図表1)。ただし、中小企業を取り巻く環境は依然として厳しいものである。

図表1 規模別の製造業PMI(国家統計局)

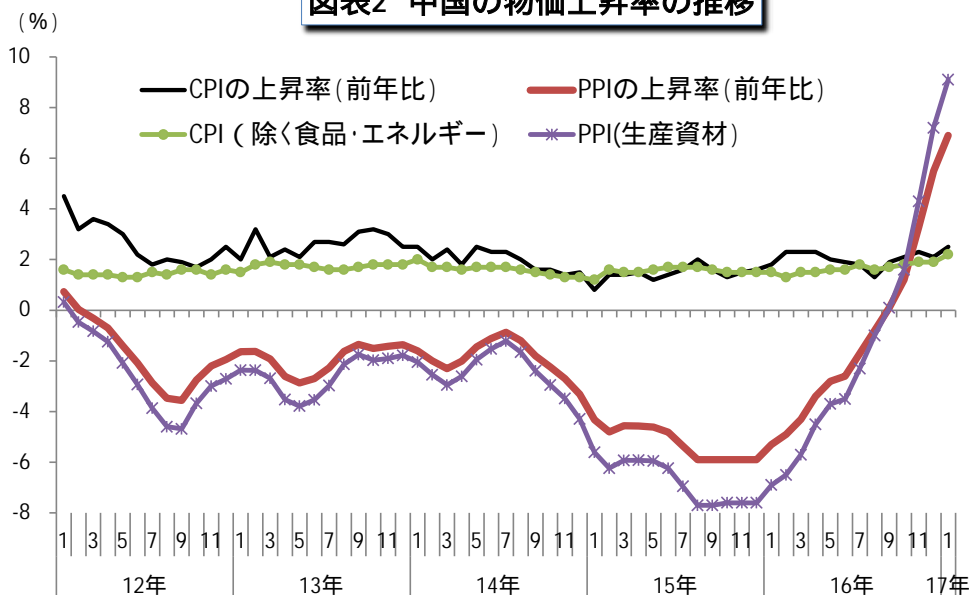


(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

輸出は増加に転じた

また、世界経済が回復基調にあるなか、輸出還付税の実施もあり、減少が続いた輸出は1月にようやく増加に転じた。地域別・国別を見ると、アセアン向けは減少を続けたものの、欧州・米国・日本向けはいずれも伸び率が高まった。

図表2 中国の物価上昇率の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

物価上昇率が高まった

物価については、1月の消費者物価指数(CPI)は春節要因を除くと比較的安定的に推移しているが、前年比2.5%と上昇率が高まった。また、原油・天然ガスなどの国際商品市況の持ち直し傾向の高まりなどを受けて企業部門の原材料価格の上昇圧力が強まったほか、前年同月の伸びが低かったベース効果もあり、生産者物価指数(PPI)も同6.9%と先月から上昇率が大幅に高まった(図表2)。ただし、先行きについては、そのベース効果が少しずつ剥落してくるため、PPI上昇率は低下してくる可能性が高い。

足元では、景気が上向いた状態にあるものの、年半ば頃には景気足踏みするリスクも

前述の経済指標から、足元の景気はやや上向いた状態にあると判断される。しかし、先行きについては、一部の大都市で住宅バブル気味の状態を抑制するための頭金比率の大幅な引き上げなど規制を強めており、住宅販売の鈍化に伴って不動産開発投資の伸びが鈍ると予想される。また、個人消費を下支えする自動車販売は小型自動車購入税の半減措置が昨年12月に終了したことでその反動減が見込まれる。これらを背景に、政府が相応の景気刺激策を打ち出さなければ、年半ば頃には景気が一時的に足踏みする可能性もある。

図表3 中国人民銀行が行った金融調節

16年8月24日	公開市場操作において14日物のリバースレポの実施再開、金利は2.4%に据え置き(-)。	
9月13日	28日物のリバースレポの実施再開、金利は2.60を2.55%に引き下げ()。	
12月16日	中期貸出ファシリティ(MLF)により3,940億元の資金を供給、うち2,070億元は6ヶ月物、1,870億元は1年物、いずれも貸出金利は据え置き(-)。	
春節前後	17年1月13日	MFLにより3,055億元の資金を供給、うち1,230億元は6ヶ月物、1,825億元は1年物、いずれも貸出金利は据え置き(-)。
	1月20日	臨時流動性ファシリティ(TLF)により大手銀行に6,300億元の資金(28日物)を供給。
	1月24日	中期貸出ファシリティ(MLF)により2,455 億元の資金を供給、いち1,385億元は6ヶ月物、1,070億元は1年物、いずれも金利を10bp引き上げ()。
	2月3日	7日、14日、28日物のリバースレポの金利を10bp引き上げたほか、常設貸出ファシリティ(SLF)の翌日金利を30bp引き上げ()。
	2月4日	*しばらくリバースレポを実施しないとの声明。
	2月13日	一週間ぶりに7日、14日、28日物のリバースレポの実施再開、金利は据え置き(-)。

(資料)CEICデータ、各種資料をもとに作成

春節前後のPBOCの金融調節の内容

春節前後のPBOCの金融調節を図表3にまとめた。春節前の1月24日にPBOCは市中銀行に中期資金を提供する中期貸出ファシリティ(MLF)によって、6ヶ月物、1年物の資金供給を実施した際、貸出金利をそれぞれ2.85%、2.95%、3%、3.1%に引き上げた。

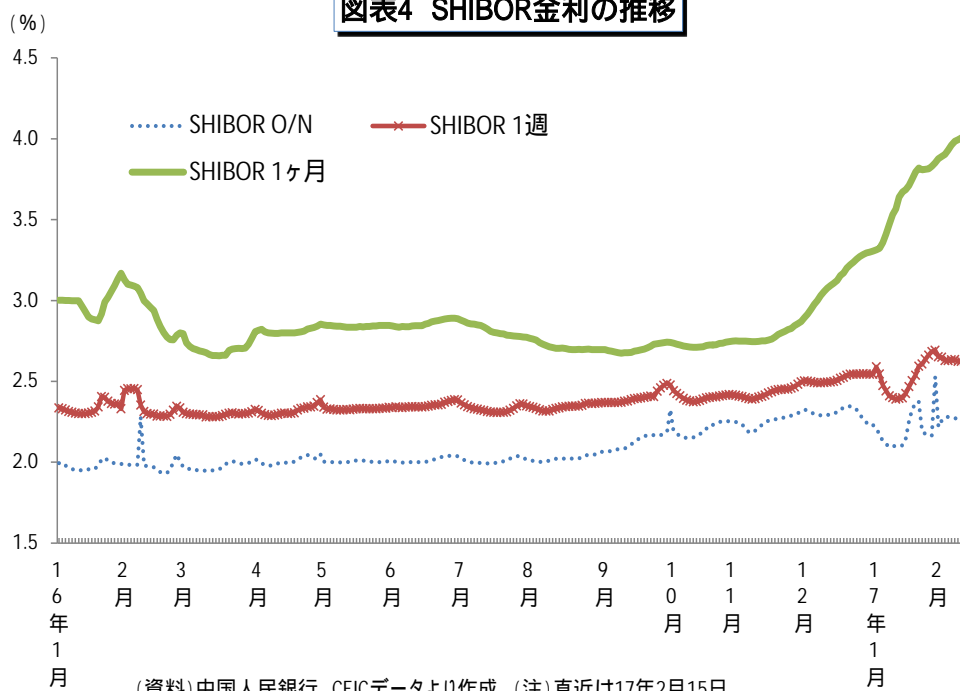
春節の資金需要の高まりに対して資金供給を実施しつつも予想外の金利引き上げとなったことで、市場では金融引き締め警戒感が熾った。

さらに、春節明け後の2月3日にもPBOCはリバースレポ金利をそれぞれ10bp(7日物、2.25%、2.35%、14日物、2.40%、2.50%、28日物、2.55%、2.65%)引き上げた。これは16年9月13日に28日物の金利が引き下げられて以来初めての引き上げとなる。

また、同日の短期貸出ファシリティ(SLF)の金利も30bp引き上げられた。翌4日にはPBOCがしばらくリバースレポを実施しないことも発表した。

このように、中期、短期資金、オペの金利が小幅ながら引き上げられたほか、リバースレポを休止したことを市場では政策金利の引き上げの前兆と受け止め、金融引き締め警戒感が高まった。

図表4 SHIBOR金利の推移



短期市場金利の上昇基調と政策金利の引き上げ懸念が浮上

昨年12月の「中央経済工作会議」では、金融政策は資産バブルや金融危機の防止のため、「穏健」(緩和気味)から「穏健中立」(引き締め気味)にシフトすることが示されたが、今回の一連の金融調節により、PBOCの金融政策の引き締め気味のスタンスがより明確なものとなったと市場は受け止めており、上海銀行間取引金利であるSHIBOR(Shanghai Interbank Offered Rate)の1ヶ月物金利は上昇傾向を強めた(図表4)。

こうした動きを受けて、政策金利の引き上げの可能性を指摘する声も浮上した。とはいえ、政策金利の引き上げができるほどの経済情勢の改善は想定されにくいほか、これまでの政策金利の調整には経済ファンダメンタルズと消費者物価が重視されてきたことを踏まえるとその可能性は低いとみられる。

PBOCが史上最大の資金供給を抑制したかったか

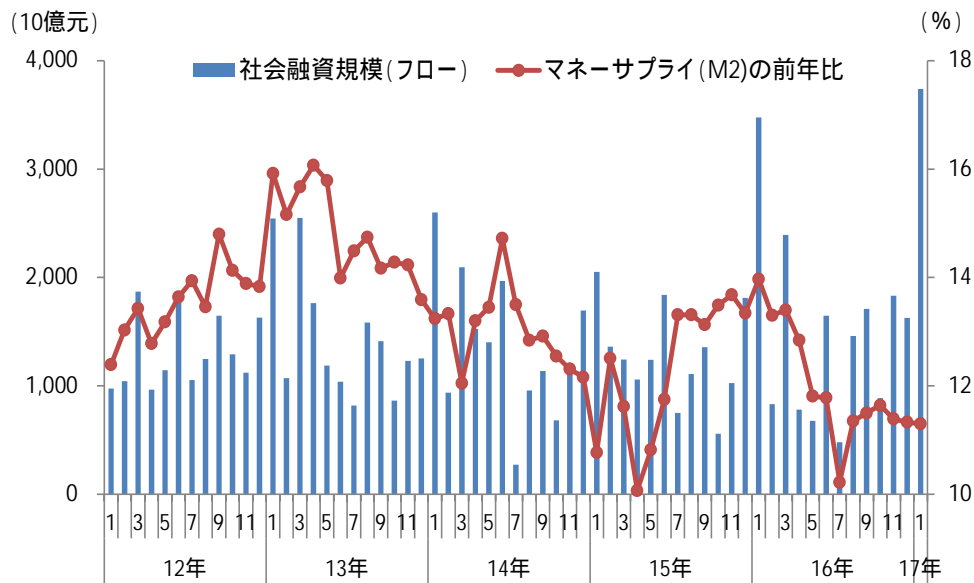
では、なぜこのタイミングで一連の金融調節が行われたのだろうか。前述の通り、足元の景気がやや上向いたとみられるなか、1月分の社会融資規模の急激な拡大が金融調節を促したと考えられる。实体经济への資金供給規模を表わす社会融資規模のフローを確認すると、1月は3.74兆元(約61兆円)と史上最大を更新した(図表5)。銀行の新規融資額が2.31兆元と、16年1月の規模(2.54兆元)には及ばないものの、銀行受取手形の0.61兆元を銀行の新規融資額と合わせれば、約3兆元にも達する規模になる。これに

加えて、信託融資や委託融資などのシャドーバンキングによる資金供給も大きく増加した。

例年通り1月の資金供給量は比較的多いとはいえ、一部の大都市でのバブル気味の住宅市場を抑制するため、PBOCは銀行に住宅ローンなどの新規貸出を控えるよう「窓口指導」を実施したにもかかわらず、不良債権比率の高まりなど経営環境が一層悪化した銀行は足元の収益増加のために貸出規模を拡大した。

これは、明らかに金融政策の方針にも反しており、PBOCが「窓口指導」だけでなく、銀行間取引金利などの引き上げを通じて、銀行の新規融資の急増を抑制する思惑があったと推測される。中国経済の高成長の終えんに伴って銀行間の競争が激化しているが、背景には銀行が安易に企業にコストを転嫁しにくくなっているほか、企業サイドも収益率で以前ほどの高い収益を得られなくなり、割高の資金調達を控えていることもあろう。

図表5 中国のマネーサプライ(M2)と社会融資規模の推移



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成

**海外への資金流出
圧力の高まりへの
対応であったか**

加えて、米国経済が底堅く推移するなか、利上げベースが加速するとの観測が広がり、足元で資金流出圧力が強まっていたこと(図表6)も金融調節の背景にあったものと思われる。個人が購入できる外貨枠は変更されていないものの、利用計画や用途を書類に記入させられるほか、企業の外貨利用にも審査を厳しくするなどのような資金流出規制は強化されたものの、外貨需要は依然として強い。

米中の10年物国債利回りの金利差を確認すると、16年末にかけては金利差が縮小したことが分かる。大幅な資本流出を防ぐために、金利差の縮小を食い止める必要があるなか、当局は銀行間取引金利などの引き上げを通じて景気への影響を見極めながら中国の国債利回りを徐々に高め誘導したと思われる。

図表6 顧客人民元売買持ち高の推移



(資料) SAFE、CEICデータより作成、直近は17年1月末、(注)プラスが人民元買超。

**今後の金融政策：
本格的な金融引き
締めの可能性は低
い**

しかし、13日に7日ぶりにリバースレポが再開され、金利も据え置かれるなど、PBOCはさらなる金融引き締めは実施していない。前述の通り、景気が一時的に足踏みする可能性もあるなか、今後の金融政策の先行きを展望すれば、政策金利の引き上げなど本格的な金融引き締めの可能性は低いと思われる。今回は銀行の新規融資を抑制するほか、資金流出圧力を緩和する思惑があったものと思われる。ただし、米中の金利差が大幅に縮小した場合には、このような金融調節の微調整が再び実施される可能性もあると考えられる。

(17.2.21 現在)