

米中貿易戦争に対する中国金融政策の動き

童 適 平

一、はじめに

二〇一九年七月三〇日に米中貿易交渉が不調に終わり、米国より八月一日に対中追加関税第四弾を九月一日に発動すること、続いて八月五日に中国を為替操作国と認定することが発表された。米中貿易戦争は泥沼化し、収まる気配が見えていない。

米中貿易戦争の発端は米中貿易の不均衡である。中国税関が発表した二〇一七年の中国対米貿

易額によれば、輸出額と輸入額はそれぞれ、四、二九七・五億米ドルと一、五三九・四億米ドル⁽¹⁾で、対米貿易黒字額は二、七五八・一億米ドルに達し、中国貿易黒字総額（四、二二五・四億米ドル）の六五%を上回った。

米中貿易不均衡は由々しい問題であるが、トランプ大統領は選挙の時にもこの米中貿易不均衡問題を「アメリカファスト」の目玉の一つとして取上げた。一方、対米貿易黒字は中国经济の持続的成長に不可欠な条件の一つでもあるだけに、中国政府は慎重に対応するはずである。二〇一八年一

月にトランプが大統領に就任して間もなく、米中貿易不均衡是正が取りざたされ始めたとき、中央銀行としての中国人民銀行はどのように対応したのか、どんな金融政策を取ったのが本稿の問題提起である。

この問題意識に基づき、本稿では、まず、中国人民銀行のこの期間中（二〇一八年一月から直近まで）のバランスシートを確認することにする。米中貿易戦争のマイナス影響の抑制を金融政策の目標とすれば、金融緩和を実施し、バランスシートは拡大するはずだからである。続けて、金融政策手段である預金準備率、政策金利と公開市場オペの動きを確認する。二〇一五年に、預貸基準金利の上下限規制を撤廃した後、中国人民銀行再融資金利を上限にして、市場金利を一定のレンジ内に誘導するような政策が取られているため、政策金利については、中国人民銀行再融資の現状を見

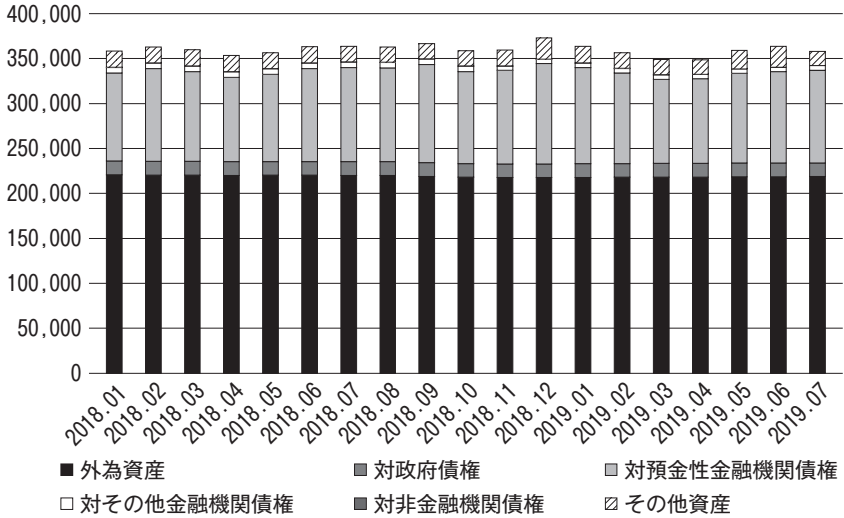
ながら、観察する。最後に、中国金融政策の動きをまとめ、その背景と原因を考えてみる。

二、中国人民銀行バランスシートの変化

中国の対米輸出品に対して追加関税が課されると、中国は、中国輸出企業を支援するために、金融を緩和する政策を取ると普通に考えるであろう。金融緩和を実行すれば、中央銀行である中国人民銀行の資産が拡大するはずである。このロジックから二〇一八年一月から直近（二〇一九年七月もしくは八月）までの中国人民銀行のバランスシートを見てみよう。

図表1を参照されたい。二〇一九年七月現在、中国人民銀行の総資産額は三五七、九五二・九億元で、二〇一八年一月（三五七、八〇〇・二億

図表1 中国人民銀行資産の変化 億円



[出所] 中国人民銀行 HP (<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/index.html>)。

元)より一五二・七億元しか増加しなかった。増加率もわずか〇・〇四%に止まり、二〇一七年一月から二〇一八年一月までの増加率二・七%と比べ、非常に低かったことが分かる。中央銀行総資産の拡大がほとんどなかったことは金融緩和政策を取っていないことを示すものといえるであろうか。結論づける前に、もう少し詳細に、総資産の中身を見てみよう。

中国人民銀行バランスシートにおける資産は六つの項目に分類され、この中、最も主要な資産は外為資産であり、常に総資産の半分以上を占める。しかし、近年は低下傾向がみられている。二〇一九年七月現在、総資産に占めるその比率は二〇一八年一月の六一・七%から六一・一%へと微減した。

次に高いウエイトを占める資産は対預金性金融機関債権である。二〇一八年一月の九七、八八

八・五億元から一〇三、一一一・六億元に、五、二二三・一億元増加し、約五・三%上昇した。総資産に占める比率も二七・四%から二八・八%へと上昇した。

この他に、対政府債権は一五、二七四・一億元から一五、二五〇・二億元へ、約二三億元の減少、対その他金融機関債権も五、九八六・六億元から五、〇四一・六億元に減少した。二〇一八年一月の対非金融機関債権の金額は九九・〇億元であったが、二〇一九年四月からその記載が消えたが、三月は二七・〇億元であった。

最後はその他資産であるが、一七、八七四・九億元から一五、八六八・八億元へと減少した。その他資産とは中国人民銀行の国有商業銀行や政策銀行への出資金などを指すが、歴史の経験からみれば、金融政策に基づく信用の拡大縮小よりは金融システムの安定維持目的であるため、ここでは

議論の対象外にする。

このように、資産項目の中で増加したのは対預金性金融機関債権だけである。総資産は低位ながら増加したから、対預金性金融機関債権の増加幅は他の減少項目の減少幅を上回っている。対預金性金融機関債権の増加要因をもう少し詳細に見てみよう。

預金性金融機関は預金を取扱う商業銀行（農村信用組合も含む）と政策銀行のことである。対預金性金融機関債権の増減は、中国人民銀行による手形再割引や再融資および市場オペなどの変動、つまり、金融市場に供給するマネタリーベースの変動を反映するものである。金融政策目標は主にこのルートを通じて実現される。対預金性金融機関債権が増加すればマネタリーベースの増加になり、金融が緩和されることになる。もちろん、逆は逆である。中国の経済成長率は低下しているも

の、依然として六%台が維持されているので、成長に伴う、いわゆる成長マネーの供給が不可欠である。成長マネーの観点から考えれば、六%台の成長率に対して、二〇一八年一二月の対預金性金融機関債権の前年同期比は二・六%の増加となったが、二〇一九年七月は、二〇一八年一二月に対して、増加どころか、逆に八、四〇五・八億元も減少した。季節要因を除いて、二〇一八年七月と比べても一、五九五・四億元減少した。ここから、中国政府あるいは中国通貨当局は、米中貿易競争による経済へのマイナス影響の払拭を金融政策の目標として考えていないのではないかと見られる。

三、金融政策のサーベイ

金融政策の手段として挙げられるのは預金準備

率、政策金利と公開市場オペである。二〇一八年一月から直近までのこれらの手段の動きを見よう。

まずは預金準備率である。

対中追加関税が取りざたされてから、預金準備率は、二〇一八年の一月二五日、四月二五日、七月五日、一〇月一五日、及び二〇一九年の一月一日と二五日、五月二五日、九月一六日に合わせて八回引下げられた。この中、一月二五日の引下げは小型・マイクロ型企业への融資比率が一定以上の商業銀行に、五月二五日の引下げは資産規模が一〇〇億元未満の農村商業銀行に対する特別措置である。これを除けば、六回の引下げで大型商業銀行の預金準備率は当初の一七%から一三%へ、小中型商業銀行のそれは一五%から一一%へと下がった。⁽⁴⁾

一九九八年に、これまでの中央銀行再融資によ

る通貨供給方式が改革されて以降、預金準備率を最も効果のある金融政策手段として、中国通貨当局は愛用し続けてきた。リーマンショック後の世界金融危機に対処するためにまず使われたのも、最も効果があったのも預金準備率であった。当時、世界金融危機に対応するために、金融政策のスタンスを急遽引締めから緩和に変え、経済過熱の抑制のため引上げつつあった預金準備率を引下げた。世界金融危機が収まった後、預金準備率は引上げに転じ、二〇一一年六月まで続いた（大型商業銀行と中小型商業銀行の預金準備率はそれぞれ二・五％と一八％となった）が、同年の一月に、政策のスタンスはまた緩和に変わり、預金準備率も引下げに変わり、二〇一七年まで一回の引下げが実行された。二〇一九年現在、大型商業銀行の預金準備率は一三％、中小型商業銀行は一％、資産規模が一〇〇億元未満の農村商業銀

行と農業信用組合は七・五％である。

以上から分かるように、二〇一八年以降の預金準備率引下げは二〇一一年からの流れの一部と見ることもできる。対中追加関税への対処策というより流れの継続だと理解したほうが正しいかもしれない。

続けて政策金利である。

政策金利の一つは銀行預貸基準金利である。長年、中国人民銀行は銀行預貸基準金利を変更したり、基準金利の上下限を変更したりして金利政策を実行してきたが、二〇一五年、銀行預貸基準金利の上下限規制を撤廃して、一応銀行預貸金利の自由化を実現した。

その後、中国人民銀行は金融市場資金量の調節手段として、公開市場オペを通じて市場金利を誘導するようになった。中国人民銀行の説明によれば、金利自由化に備えて、二〇一三年より主に政

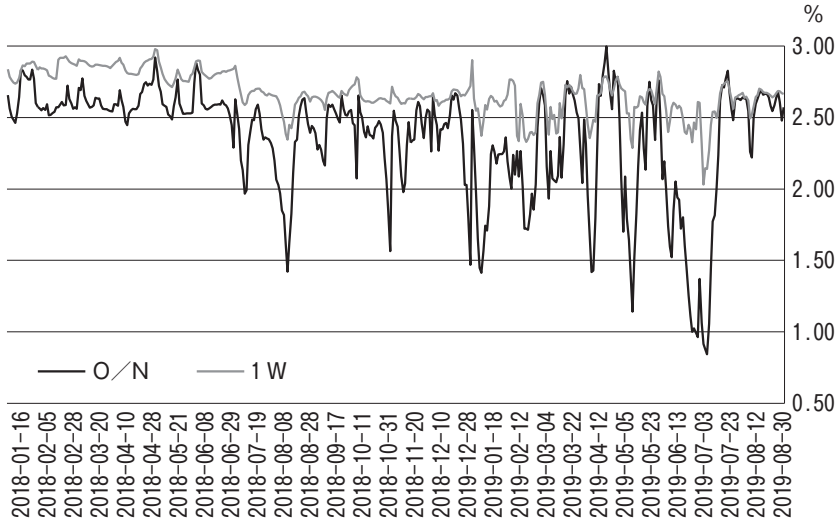
策銀行と主要商業銀行を対象に導入したスタンディング・貸出ファシリティ (Standing Lending Facility, SLF) の金利を上限として、上海インターバンク市場金利である Shibor (Shanghai Inter-bank Offered Rate) を下限として、公開市場オペを通じて市場金利をこの上下限のレンジの中で動くように誘導してきている。しかし、政策金利と市場金利、短期金利と長期金利が合理的に結びつき、そして、公開市場操作によって市場金利を誘導するメカニズムが必ずしも働かない状況の中、預金準備率を操作することによって、預金取扱い金融機関の信用をコントロールする方法は最も確実な金融政策手段であったことは変わらな^い。米国FRBの出口戦略の実施に伴い、二〇一八年三月二二日に、中国人民銀行は公開市場売りオペ七日物 (1W) の入札金利を五ポイント引き上げた後、二・五五%を維持した^(注)。この期間、ス

タンディング・貸出ファシリティのオーバーナイト物 (O/N)、七日物 (1W) と一か月物 (1M) の金利を、それぞれ三・四〇%、三・五五%と三・九〇%の水準でずっと変更しなかった。つまり、中国人民銀行は米国の対中追加関税へ対処するために、政策金利の変更も考えなかったのである。その結果、市場金利である Shibor 金利は多少下がったが、大きな変化は見られなかった (図表2を参照)。

最後は公開市場オペである。

公開市場オペのツールは債券のレポ取引と現物取引および中央銀行手形である。中央銀行手形発行残高は、一時、四七、四九一・〇二億元に達し、マネタリーベースの三〇%以上を占めた (二〇一〇年七月) ことがあったが、二〇一七年六月以後、その記載が中国人民銀行バランスシートから消えた (発行残高が〇となったと思う)。しか

図表2 Shibor 金利の変動



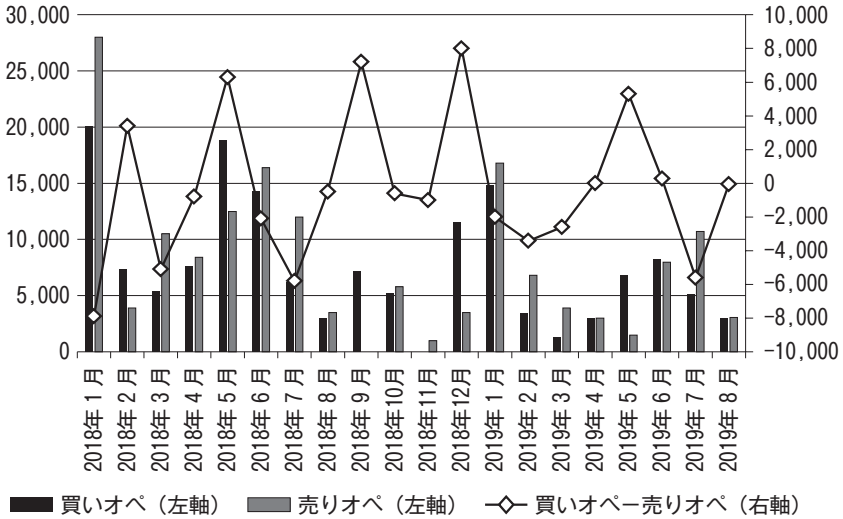
〔出所〕 中国外為取引センターHP (<http://www.chinamoney.com.cn/chinese/hb/>)。

し、二〇一八年一月から金額が小さいが、その姿が再現した。香港で中央銀行手形を発行したからである。オフショアなので、ここでの分析を先送りする。

このように、公開市場オペのツールは債券のレポ取引と現物取引だけとなったが、レポ取引が主要手段である。図表2は二〇一八年一月から二〇一九年八月までのレポ取引の買いオペと売りオペのデータを図式化したものである。折れ線のとおり、中国人民銀行の公開市場オペによるマネタリーベースの供給（＝買いオペ・売りオペ）は、二〇一八年は一、一〇〇億元の増加であるが、二〇一九年は逆に八、〇九〇億元の減少であった。^(iv)

レポ取引には、七日物（1W）、一四日物（2W）、二八日物（4W）と六三日物（9W）があるが、主要取引は七日物（1W）で、全体の七割以上を占める。その買いオペの入札金利も七日物

図表3 公開市場オペ 億円



〔出所〕 同図表2。

(1W) はずっと二・五五%に維持されたままである。

公開市場オペのほかに、近年、中国人民銀行は三つの中央銀行再融資ツールを創設した。

その一は二〇一四年から始まった、商業銀行と政策銀行を対象とする、中期貸出ファシリテイ (Medium-term Lending Facility, MLF)、である。二〇一八年に合わせて四九、五一〇億元を貸出したが、これは、二〇一七年の五三、二九五億元より、三、七八五億元の減少となっている。二〇一九年八月現在、その残高は三四、〇八五億元であるが、二〇一七年一二月末の四五、二一五億元より、一一、一三〇億元の減少となった。

その二は、同じ年に始まった、政策銀行を対象とする、担保補充貸出 (Pledged Supplemental Lending, PSL)、である。二〇一八年の貸出額は六、九一九億元で、二〇一七年の六、三五〇億元

より五六九億元の増加となった。二〇一九年七月現在、その残高は三四、九二四億元である。二〇一七年一二月末は二六、八七六億元で、八、〇四八億元の増加である。

その三は、二〇一八年一二月に始まった、一定の条件を満たした商業銀行の小型マイクロ型企业向けの融資に対する「特定中期貸出ファシリテイ (Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF)」である。二〇一九年第一四半期と第二四半期の貸出額はそれぞれ二、五七五億元と二、六七四億元となった。

以上の中央銀行再融資ツールの目的は、銀行貸出構造に影響を与えることにあり、マネタリーベースの増減につながるが、一般的な意味でのマネタリーベースの調節を目的とする金融政策とは違う。これらのツールはともに預金性金融機関を対象とし、それを使用した結果は中国人民銀行の

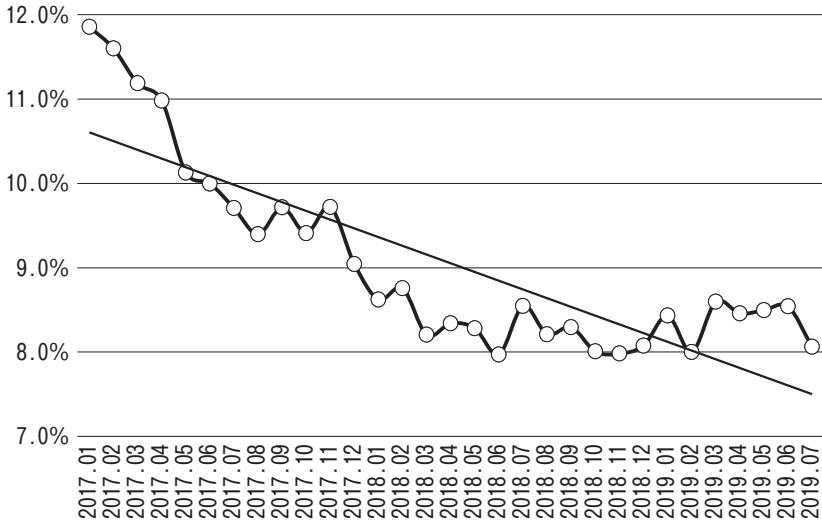
対預金性金融機関債権に反映される。金融政策への影響は前掲で分析したとおりであるが、繰り返すと、米中貿易戦争のマイナス影響を抑えようとする金融緩和政策として利用されたというよりは、中央銀行資産を縮小して、金融を引締める方向で働いたと思う。

この結果、図表4で示したように、二〇一七年から二〇一九年にかけて、M2の前年同期比の増加率は趨勢的に低下する。特に二〇一七年の九%〜一〇%台に対して、二〇一八年以降は八%台にとどまり、成長率の低下と整合しており、金融政策が緩和されたとは見られないのである。

四、まとめ

以上で見たように、米中貿易戦争の最中、中国人民銀行は、預金準備率引下げ政策を実施する一

図表4 前年比M2増加率の推移



〔出所〕 同図表1。

方、中央銀行再融資を減少させ、資産縮小政策も併せて実施したことが分かった。予想したように、金融を緩和して、米中貿易戦争に対応するような金融政策を実施していないと察することができる。その原因と背景を探ってみよう。

二〇一五年以降、中国政府は「供給サイドの構造改革」をマクロ経済政策目標とした。供給サイドの構造改革の内容の一つは「デレバレッジ」である。具体的に言うと、政府、企業と家計の債務残高の圧縮である。この中で、特に重要視されたのは地方政府債務問題である。中国の法律では、地方政府財政の赤字運営は認められていないにもかかわらず、実際に地方政府はかなりの借金を抱えているからである。

改革開放政策を施行してから、中国経済成長のエンジンは二つある。輸出主導と投資依存である。投資依存の結果、政府と企業は巨額の債務を

累積してきた。よく知られるように、銀行借入を主とする外部資金比率が高い中国の企業（主として大企業と国有企業）だけでなく、地方政府も巨額の借金漬けになってしまったのである。ギリ

シャ危機を見て、中国政府は急いで地方政府債務問題の調査に動いた。中国政府審計署（会計検査院に相当）は二〇一〇年と二〇一三年に二回大がかりな調査を行った。二〇一三年の調査では、法で借金が禁止され、ゼロであるはずの地方政府の債務残高は一〇兆八、八五九・一七億元で、保証責任のある債務と一定の救済責任のある債務を足すと一七兆八、九〇八・六六億元にも上ることが分かった。これらの借金は主に銀行経由で地方政府（もしくは地方政府をバックとする企業、いわゆる「融資プラットフォーム」）に流れたが、合法的な銀行貸出もあれば、シャドーバンキング経由で灰色のものも多かった。ほとんどは土地担

保を取ったが、土地神話が崩れ、地価が下落に転じれば、その行方は明白である。地方政府の財政危機だけでなく、銀行も「とも倒れ」の金融危機に卷込まれる可能性が非常に高い。

地方政府の「借金漬け」は地方政府債務問題に止まらない。銀行貸出市場で、地方政府と企業の資金の奪い合いによって、銀行貸出市場金利が吊上げられ、中小企業、特に民間中小企業の「資金調達難」と「調達費用高」の問題を招いたとも言われた。つまり、本当は（中小）企業に流れるべき銀行貸出資金は地方政府に争奪されたことによつて、中小企業の生産、投資及び雇用維持が危うくされたと認識された。

この実態を変えるために、二〇一五年に、中国政府は法律を改正して、地方政府の借金による財政運営をある程度容認したが、借金は原則債券発行により行うこととした。新しい借金は、債券を

発行する形で行い、既存の借金も、主に銀行を相手に債券を発行して、調達した資金で返済する、いわゆる「借金から債券への転換」が実施された。目的は地方政府債務の「透明化・流動化」と銀行の地方政府借金の「肩下ろし」および銀行貸出資金の中小企業への回帰にある。これで、一応、米中貿易戦争に直面しながら、中国通貨当局が敢えて金融緩和を実施しなかった背景の説明になろう。

しかし、この地方政府債務問題の解決策は「諸刃の剣」である。「借金から債券への転換」は確かに銀行の肩から地方政府の借金を下ろすことができるが、銀行経営にかえて問題をもたらしてしまう。というのは、これまで、地方政府への貸出は金利が高く、貸し倒れも少なかった。つまり、銀行にとって、地方政府は「ハイリターン・ローリスク」のお客様であったからである。地方

政府債務問題の解決は、長期的に見て、銀行の地方政府債権信用リスクを解消し、中小企業の資金調達難問題の解消につながるが、短期的には金利収入が減少し、銀行経営にマイナス要因として働くことになる。このような背景もあって、預金準備率の高い中国では、預金準備率を変更する際に、金融政策だけでなく、銀行経営への影響も考慮しなければならない。^(v)このため、二〇一八年からいままで六回実施した預金準備率の引下げは、金融政策の緩和よりは「デレバレッジ」の対策と理解したほうが、預金準備率引下げと中国人民銀行資産縮小との矛盾を説明しやすい。つまり、「ニュートラル金融政策」が実行された所為である。

中国人民銀行が敢えて金融緩和を実行しない理由がほかにもある。中国からの資本流出防止がその一つである。対米貿易黒字がなくなれば、中国

政府が現在所有する外貨準備は三兆米ドルを超え、というものの、減少していく。そうなれば、「一帯一路」戦略は「蟹気楼」に終わり、国内経済安定維持に不可欠なエネルギーと農産物、半導体などハイテク資材の輸入さえできなくなる可能性があるため、この貴重な外貨準備の流出を防ぐことは中国人民銀行の重要な課題である。資本流出は二〇一五年から既に始まっていた。二〇一五年、経常収支が三、〇四二億米ドルの黒字を実現したのに、資本収支が四、三四五億米ドルの赤字を記録した結果、外貨準備は三、四二九億米ドルの減少となった。二〇一六年も経常収支黒字は二、〇二二億米ドル、資本収支赤字は四、一六一億米ドルで、外貨準備は四四三七億米ドルの減少であった。加えて、本稿で観察した二〇一八年一月からは、ちょうどアメリカFRBが「出口戦略」を始めた時期と重なる。金融を緩和すると、

米中間の金利差がさらに拡大し、資本流出を加速させる可能性が高まる。中国人民銀行は金融緩和に慎重でなければならないのである。

(注)

(i) <http://www.customs.gov.cn/customs/302249/302274/302276/1421252/index.html>。一方、米国商務省の統計では、対中輸出入額はそれぞれ、一三〇八億米ドルと五〇六五億米ドルであった。

(ii) 直近九月一六日の引下げ幅は〇・五%であるのに対して、営業エリアが省（直轄市、自治区）内に限定される都市商業銀行は1%であった。

(iii) 中国人民銀行『中国金融政策執行報告書』暦年版。

(iv) ちなみに、二〇一七年のそれは六五〇億元の減少で、二〇一六年は一七、二七二億元の増加であった。

(v) 中国では、預金準備金に対して利子が支払われる。二〇一九年現在、法定預金準備金の金利は一・六二%、法定預金準備率を上回った超過預金準備金の金利は〇・七二%である。一年定期貸出基準金利は四・三二%であるので、法定預金準備金や超過預金準備金との利ザヤはそれぞれ二・七%と三・六%である。大型商業銀行の預金準備率は一

三%で、中小型商業銀行は二%であることから計算すれば、法定預金準備金の場合、大型商業銀行は〇・三六四五%、中小型商業銀行は〇・三一〇五%、超過預金準備金の場合、大型商業銀行は〇・四六八%、中小型商業銀行は〇・三九六%の利ザヤ損失を負担しなければならない。

(参考文献)

中国人民銀行『中国金融政策執行報告書』暦年版。

(どう てきへい・獨協大学経済学部教授
当研究所客員研究員)