

中国におけるコロナ感染症拡大期間の金融政策

童 適 平

はじめに

二〇〇八年に発生したリーマンショックは、改革開放の旗を掲げ、社会主義市場経済を推し進めてきた中国経済が初めて経験した外的経済ショックであった。中国政府は、あの有名な「四兆円投資計画」を中心とした財政金融政策を打ち出し、リーマンショックに対応した。二〇二〇年一月に中国武漢市に大規模な新型コロナウイルス感染症が発生し、一月二三日から四月八日まで武漢市と周辺地

域ではロックダウンが実施された。中国全土では、ロックダウンは実施されなかったものの、人的、物的移動にはかなり厳しい制限措置が取られた。その後、このコロナ感染症は世界中に広がった。この広範囲、長期間の感染症は世界経済へ計り知れない打撃を与えた。

中国ではドラスティックな抑止策により、感染状況は他国より軽微とは言われているが、感染症と感染症拡大抑制措置（以下、コロナショックと呼ぶ）の中国経済へのショックはリーマンショック以上のものである。

リーマンショックに対して中国政府が取られた財政金融政策はその後の中国経済に大きな影響を及ぼした。その反省からか、今度のコロナショックに対して、中国政府は財政政策より金融政策に重点を置いたようである。どんな金融政策が取られたのか、リーマンショックの時と比べどこが違ったのか、違った理由はどこにあったのかは問題意識である。

まずは、新型コロナウイルス感染症の勃発に対して、中央銀行である中国人民銀行の取った金融措置を概観する。続いて、この金融措置は中国人民銀行バランスシートにどのように反映されたのかを分析する。最後に、これらの金融措置により、拡大した資金はどんな形式で实体经济へ波及するかを見つめる。

一、コロナショックへの金融措置

(1) 中央銀行の資金貸与

中央銀行からの資金貸与にはいろいろのタイプがあるが、緊急事態が発生した時に、最も簡単な方法は中央銀行融資という再貸出・再割引である。二〇二〇年一月二三日に、新型コロナウイルス感染源である武漢市ではロックダウンが実施された一週間後の一月三十一日に、中国人民銀行は主要商業銀行と一部の地方銀行に対して、新型コロナ対応資金繰り支援プログラムを実施した。医薬用品、医療器具製造企業への貸出を限定した低金利特別再貸出を三〇〇〇億元供与した。ここでの低金利とは、貸出金の利払いの半額は中央財政が補助することであった。続いて、二月二六日に、商業銀行に対して、仕事再開と生産回復への融資を貸

与する用の再貸出・再割引の枠を五〇〇〇億元と決定した。四月二〇日に更に生産回復への商業銀行融資に対して、一兆元の再貸出・再割引の枠を追加した。このように、新型コロナウイルス感染症拡大の経済への影響を抑制するために、中国人民銀行はいち早く、合わせて一兆八〇〇〇億元の資金貸与を行った。二〇二〇年一二月に、予定した再貸出・再割引の枠を全部使い切った。⁽¹⁾

このほか、コロナ感染症拡大の対策との関連ははっきりしなかったが、二〇二〇年末、中国人民銀行は、商業銀行に対して農業支援、小企業支援、貧困救助など指定分野の再貸出し・再割引資金を貸与し、その残高は二兆二二六五億元に達し、二〇一九年のこれは一兆一四八億元であったので、二〇一九年より倍増以上に、一兆二一七億元も増加した。⁽²⁾

次は、〃補充貸付制度〃の二〇二〇年での運営

を整理してみた。具体的なデータを見る前に、一言中国の〃補充貸付制度〃に触れておきたい。

二〇一三年一月に、金融機関に短期の流動性供給を目的とする〃常設貸出ファシリテイ〃(Standing Lending Facility、以下SLF)、二〇一四年九月に、プルデンス基準に合格した商業銀行と政策性銀行を対象に一年間以下の中期流動性を供給する〃中期貸出ファシリテイ〃(Medium-term Lending Facility、以下MLF)、二〇一四年四月に、政策性金融機関を対象に都市開発、インフラ整備など期限の長い融資を内容とする〃担保付貸出ファシリテイ〃(Pledged Supplemental Lending、以下PSL)、二〇一八年一二月に、規模の大きい商業銀行を対象にマイクロ型・小型企業への中期融資を内容とする〃ターゲット付き中期貸出ファシリテイ〃(Targeted Medium-term Lending Facility、以下TMLF)を整備してきた。

この中、S L FとM L Fは金融市場全般の流動性を調節する政策ツールであるが、P S LとT M L Fは金融市場全般よりは個別の金融政策目標を実現するための、いわゆる「構造的金融政策ツール」である。

二〇二〇年、M L Fのオペ金額は五兆一五〇〇億元であり、年末残高も五兆一五〇〇億元であった。S L Fのオペ金額は一八六二億元であり、年末残高は一九八億元であった。⁽³⁾ P S Lの残高は三兆二三五〇億元であり、前年比三〇二三億元減少した。T M L Fはオペ金額も、年末残高も二九六六億元であった。⁽⁴⁾ 二〇一九年のそれぞれの残高、M L Fは三兆六九〇〇億元、S L Fは一〇二一億元、P S Lは三兆五三七四億元、T M L Fは八二二六億元であった。⁽⁵⁾

二〇一九年と比べ、T S L、S L FとT M L Fは減少したのに代わり、M L Fは大幅増加したこ

とが分かる。前述のように、T S Lは国民経済の弱点分野への投資促進は目的で、資金貸与対象は主に政策性金融機関である。S L Fは短期流動性を調節するための短期貸出ファシリテイであるが、T M L Fは商業銀行のマイクロ型・小型企業や民間企業向け融資拡大の中期再貸出ファシリテイである。T S LとT M L Fは国民経済の構造的な改革に重点を置く構造的な金融政策ツールと位置付けられるのに対して、S L FとM L Fは一般的な金融政策ツールである。長期の国民経済の構造改革とは正よりはコロナ感染症拡大対策、あるいはポストコロナ感染症の仕事再開と生産回復に金融政策の重点が置かれたことが伺われる。

二〇二一年に入ってから、新型コロナウイルス感染拡大対策としての中国人民銀行再貸出・再割引は停止しただけでなく、農業支援、小企業支援、貧困救助など指定分野への再貸出し・再割引資金も減少

し始めた。六月までに、その残高は二兆一四五三億元であった（二〇二〇年末は二兆二六五億元）。TSLも一四二四億元回収され、その残高は三兆〇九二六億元に下がった。MLFの残高は二五〇〇億元増加して五兆四〇〇〇億元に達したが、SLFの残高は八六億元まで減少し、TMLFは新たに行われなかったため、その残高はゼロである。

(2) 預金準備率

二〇一九年に預金準備率は三回引き下げられたの続きで、二〇二〇年も三回の引き下げが行われた。一月六日に、企業財務会社、金融リース会社と自動車ファイナンス会社を除く銀行業金融機関に対して、〇・五%、三月にインクルーシブ・ファイナンス比率が一定基準を満たした銀行に対して、〇・五〜一・五%、四月に、農村商業銀行、

農村組合銀行、農村信用社、村鎮銀行と営業エリアが省を跨がない都市商業銀行に対して、一%の引き下げが行われた。同時に超過預金準備金に付与する金利も現行の七・二%から三・五%へ引き下げられた。

預金準備率の引き下げにより、解放された長期資金は一兆七五〇〇億元にも上ると言われる。⁶⁾二〇二一年七月に、全部銀行業金融機関の預金準備率が再度〇・五%引き下げられた。

(3) 金利

二〇一九年に、金利自由化の深化措置として、新しい銀行貸出金利形成メカニズムが導入された。これまでの銀行貸出金利は中国人民銀行が公表した銀行貸出基準金利の一定の変動幅内で決定されたため、資金需給のメカニズムが働きにくく、金融市場の実勢を乖離することがしばしばで

あると言われている。

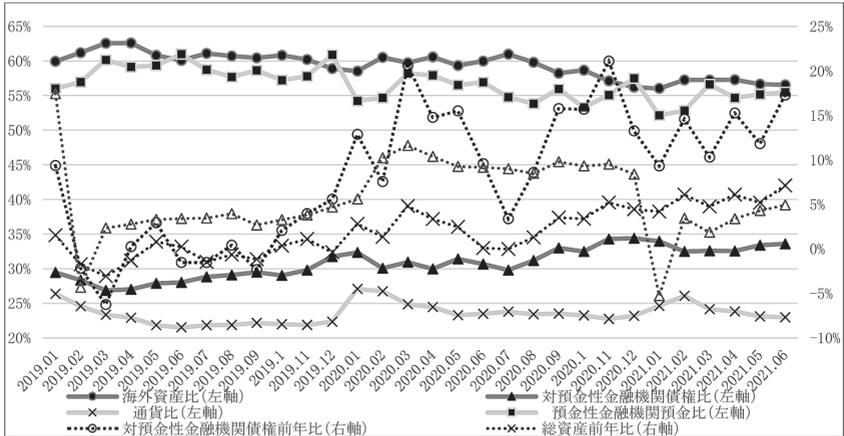
新しい銀行貸出金利は銀行貸出報告金利 (Loan Prime Rate LPR) と呼ばれる。上海にある中国人民銀行全国銀行間コール市場センターは、選ばれた代表的な商業銀行一八行が月に一回 (通常、二〇日) オープンマーケットのMLF金利をベースに、自身の資金コストと市場需給の先行きから判断して、報告した金利に基づき、算出した一年期と五年期の貸出金利を、銀行貸出の参考金利として公表するものとなった。これにより、中国人民銀行はMLFの入札金利を通じて、オープンマーケットの金利に影響を及ぼし、銀行貸出基準金利をより柔軟に誘導し、金融市場の資金需給を反映する銀行貸出金利が決定する。LPRは八月から実施され、一二月には既存の貸出もほとんど全部LPRに転換済みである。⁷⁾

新しい銀行貸出金利形成メカニズムの導入に

よって、二〇一九年一月から、中国人民銀行はMLFの入札金利の低下を誘導し、PLRの低下を実現した。⁸⁾二〇二〇年に入ってから、二月一日と四月二四日に、MLF金利はそれぞれ10bpと20bp、四月一〇日にSLF金利も30bp低下した。この結果、二〇二〇年にLPRは低下した。二〇二一年に入ってから、六月までに、MLF金利の変更が行われていない。PLRも変わっていない。

以上のように、コロナショックの初期段階に、中国人民銀行は、素早く再貸出し・再割引を通じて、医薬用品、医療器具製造企業および農業支援、小企業支援、貧困救助などの指定分野に資金を供与し、ショックを緩和した。二〇二〇年の後半に、MLFを増額して、生産回復に流動性を供給したが、二〇二一年に感染症拡大は一旦収まると、金融政策は安定を維持する穏健なスタンス

図表1 中国人民銀行バランスシート主要項目の変化 (2019.01~2021.06)



〔出所〕 中国人民銀行 HP。

に戻ったように思われる。

二、中国人民銀行バランスシートの変化

図表1は新型コロナウイルス感染症が発生した後、行われた金融調節は中国人民銀行のバランスシートにどのように反映されたかを示したものであるが、新型コロナウイルス発生前後を比較するために、時系列を二〇一九年一月まで拡大して、描いた。

中国人民銀行のバランスシートでは、資産項目としては、海外資産、対政府債権、対預金性金融機関債権、対その他金融機関債権などあるが、現在、海外資産と対預金性金融機関債権は最も主要な資産である。図表1のように、それぞれ約六割と三割を占めた。図表を簡潔化するために、他の資産項目を省き、海外資産と対預金性金融機関債

権だけを图示した。同様に、負債項目としては、

通貨発行、預金性金融機関預金、ベースマネーに計上しない金融機関預金、債券発行、海外負債、政府預金などがあるが、通貨発行と預金性金融機関預金は、それぞれ、二割と六割以上を占めた。

通貨発行と預金性金融機関預金はいわゆるベースマネーであり、中国人民銀行の主要負債を構成した。

まずは、資産項目の変化を見てみよう。

二〇一九年一二月、海外資産比率は五九%であったが、二〇二一年六月に五六%に下がった。

海外資産比率は二〇一四年三月（八五・八%）をピークに、その後、下がる一途を辿っている。しかし、比率の低下は必ずしも金額の減少を意味しない。同期間、その金額は二一兆八六三九億元から二二兆五〇六億元に上昇した。これは総資産額の増加（三七兆一一三〇億元から三八兆九八九七

億元へ）によるものである。

対預金性金融機関債権は二番目に大きい資産項目である。対預金性金融機関債権には、中国人民銀行の再貸出・再割引だけでなく、中国人民銀行が所有する預金性金融機関発行の債券なども含まれるが、その内訳のデータが取得できないため、債権総額の分析に止まる。二〇一九年一二月に総資産におけるその比率は三一・七%であったが、図表1のように、二〇一九年は、一二月を除き、三〇%以下（二〇%台）で推移していたことが分かる。新型コロナ対策としての中国人民銀行再貸出・再割引の増加とともに、対預金性金融機関債権額は増加し、総資産におけるその比率も上昇した。二〇二〇年一二月にピークの三四・四%に上昇した。二〇二一年六月現在、三三・六%であり、少し低下した。

次は、負債項目のベースマネーの変化を見てみ

よう。

図表1のように、預金性金融機関預金比率は季節の波があるが、年末には上昇の傾向がみられる。二〇二〇年、五五%前後を変動したこの比率は、一二月には、五七・五%に上昇した。二〇一九年のこれは五五%～六〇%の間で動き、一二月には、六〇・九%であった。二〇一九年と比べ、二〇二〇年、この比率は低下したことが分かる。

総負債における預金性金融機関預金比率の低下はほかならぬ預金準備率引き下げの結果である。前述のように、二〇二〇年に、預金準備率は三回にわたり、引き下げられた。二〇二一年にもこの低下トレンドが続いたようであるが、二〇二一年六月現在、この比率は五五・五%であった。二〇二〇年六月の五六・九%より、一%下がったが、この間、預金準備率の引き下げが行われなかった。総負債における預金性金融機関預金比率と対

照的に、この間、通貨の比率は上昇傾向が見られる。

最後に、新型コロナウイルス感染症発生前後、総資産（総負債）の前年比の動きを比較してみたい。

二〇二〇年、総資産（＝総負債）の前年比は、二〇一九年の縮小傾向から拡大傾向に変わり、月次データでは、年率約5%の増加率である。二〇二一年もこの傾向が続いた。ここからも、金融政策の基調は穏健的であるが、コロナショックのため、多少の緩和が伺われる。前述と重複になるが、総資産の拡張を支えているのは対預金性金融機関債権の増加であるが、総負債の拡張を支えているのは通貨発行の増加である。

対預金性金融機関債権の前年比は大きく上昇した。二〇一九年の前年同月比は、多くの月ではマインスだったと比べ、二〇二〇年は平均一五%前後の成長率を維持していた。三月と十一月、その

前年比は二〇%を超えたが、一二月の前年同月比は一三・二%であった。二〇二一年に入ってから、二〇年よりそのペースを落としたものの、前年比一〇%以上の成長が続いた。六月の前年同月比は一七・二%であった。対預金性金融機関債権はある程度の増加を維持しているが、再貸出・再割引は二〇年より減少したことから、預金性金融機関発行の債券の所有を増加したかと推測される。

通貨発行の前年比は、対預金性金融機関債権ほどの勢いはないものの、増加は続いた。特に二〇二〇年は、二〇一九年より、その前年同月比は一段と高まり、ほとんど一〇%以上が維持されている。一二月の前年同月比は八・四%であったが、二〇二一年一月はマイナスに転じ、前年同月比はマイナス五・二%を記録した。二〇二〇年一月の思い切った流動性の増加に対する反動であろうか

と思われる。その後は、二一・五%の間に落ち着き、二〇一九年の発行ペースに戻ってきた。

三、資金流動の動向

中国人民銀行バランスシートの変化、特にベスマネーの変化は当然ながらマネーストックにも影響する。まず、M2の変化を見てみよう。

二〇二〇年一二月、M2は二一兆六七九五・八九億元に達した。二〇二〇年を通して、M2の前年同月比は、一月と二月の八・四%と八・七%を除き、他の月は一〇%を上回り、四〜六月は一%を超えた。その結果、二〇二〇年のM2は前年比で一〇・一増となった。ちなみに、二〇一九年、二〇一八年と二〇一七年のその前年比はそれぞれ八・七%、八・一%と八・一%であった。⁹⁾ 穏健的でニュートラルの金融政策のスタンスは、コ

ロナショックのため、二〇二〇年に、臨機応変的に調整されたと受け止められる。

しかし、二〇二一年に入ってから、M2の増加率は低下してきた。その前年同月比は、一〜三月は九〜一〇%を維持したが、四月以降は八%台に落ちた。七月のその金額は、六月の二三一兆七七・八八・三六億元から一兆五六三四・五四億元減少して、二三〇兆二一五三・八二億元となり、二〇二一年八月現在は、二三一兆二二六七・六八億元である。

M2を見たうえ、次は、このマネーストックはどんな形で使われたかを観察したい。

中国人民銀行が月に「社会融資規模統計表」を公表している。社会融資とは、金融システムから实体经济に流れた資金のことを示す。これから、「社会融資規模統計表」のデータを見てみよう。

図表2を参照されたい。二〇二〇年、新規社会融資額は三四兆七九一八億元に達し、史上最大の規模を記録した。二〇一九年の二五兆六七三五億元より、九兆一一八三億元も増加したので、増加金額はあの「四兆元投資計画」で有名になった二〇〇九年（総額は一三兆九一〇四億元で、前年より六兆九三〇二億元増加）よりも大きく、史上最大の規模拡大であった。しかし、前年比増加率は三五・五%に達したが、二〇〇九年（九九%）と二〇一七年（四六・九%）に次ぐものに屈する。

二〇〇九年と二〇一七年に次ぐ規模となったのは二〇〇九年と二〇一七年に特別の事情があったからである。二〇〇九年には、リーマンショックに対応するための「四兆元投資計画」が実施された。二〇一七年は、地方政府債務問題が注目された。特別地方債の発行枠が大幅に拡大された年である。また、信託融資が急増した年でもあったな

図表2 社会融資増加統計 億元

年・月	総額	人民元 貸出	外貨 貸出	委託 貸出	信託 貸出	割引してい ない銀行 承認手形	企業 債券	政府 債券	非金融 企業株 式発行	資産担 保証券 ABS	貸倒 処理
2019	256735	168834	-1274	-9396	-3467	-4755	33385	47204	3478	4034	10551
2020	347918	200309	1449	-3954	-11019	1747	43749	83217	8924	2110	12222
2020 (1-8)	261465	147708	3354	-2873	-2978	4174	39611	57197	4959	-971	5854
2021 (1-8)	218222	150526	2549	-1120	-10171	-2243	22900	36091	7370	919	5138

〔出所〕 中国人民銀行 HP

どの事情によるものであろう。

社会融資の内訳は、表が示したように、二〇二〇年、銀行の（人民）元貸出は二〇兆三〇九億元、企業債券発行は四兆三七四九億元、政府債（国債＋地方債）発行は八兆三二一七億元、非金融企業の国内株式発行は八九二四億元であった。二〇一九年のこれはそれぞれ、一六兆八八三四億元、三兆三三八五億元、四兆七二〇四億元と三七八億元であった。ともに大幅増加したが、政府債発行の増加が特に目立った。逆に、委託貸出と信託貸出は、二〇一八年と二〇一九年に続いて、二〇二〇年も減少したが、銀行の外貨貸出と割引していない銀行承認手形の発行は、小幅の増加に転じた、になっている。实体经济への資金の流れを重視し、シャドーバンキング規制強化の手が緩められない状況が伺われる。

社会融資の規模拡大だけでなく、金利の低下も

誘導した。前述したように、二〇二〇年、中国人民銀行はMLF金利を30bp引き下げ、二〇一九年一月の20bp引き下げと併せて、50bpの引き下げを行った。この結果、二〇二〇年一月、一年期LPRは三・八五%、五年期LPRは四・六五%へ、銀行貸出加重平均金利は五・〇三%へ、企業向けの銀行貸出加重平均金利は四・六一%へと低下した。¹⁰⁾

しかし、新型コロナウイルスショックが一段落した二〇二一年に入ってから、金融政策は再びニュートラルに戻った様子も見えてきた。

引き続き図表2を参照されたい。二〇二一年、八月までの新規社会融資額は二一兆八二二二億元に達したが、二〇二〇年の八月までの二六兆一四六五億元より、四兆三二四三億元も減少した。銀行の（人民）元貸出は一五兆五二六億元で、かろうじて、二〇二〇年同期間の一四兆七七〇八億元

よりは増加したものの、銀行の外貨貸出、企業債券発行、政府債（国債＋地方債）発行はそれぞれ二五四九億元、二兆二九〇〇億元と三兆六〇九一億元であり、いずれも二〇二〇年よりは減少した。企業債券発行と政府債発行は共に半分近くか半分以上の減少となった。委託貸出、信託貸出と割引していない銀行承認手形は共にマイナスとなっているので、シャドーバンキングの整理はさらに進んでいる。二〇二〇年と比べ、唯一増加したのは非金融企業の国内株式発行であり、その金額は七三七〇億元である。

金利は引き続き低下した。一年期LPRも五年期LPRも変化しなかったが、銀行貸出加重平均金利は四・九三%、企業向けの銀行貸出加重平均金利は四・五八%へ低下した。¹¹⁾

結びに代えて

新型コロナウイルス感染症の中国経済へのショックは決してリーマンショックを発端とする世界金融危機より軽いものではないが、中国政府が取った金融政策は慎重であつたと言わざるを得ない。なぜ中国政府の対応がリーマンショックの時と違つたであらうか。リーマンショックに遭遇した金融環境が変化したことから答えが得られるのであるのか。

前述のように、二〇二〇年一二月現在、M2は二一兆八千七百九十五・八九億元に達した。マージナルk (M2/GDP) で言えば、既に二・一五に達した。改革開放により、経済の市場化が進めば、このマージナルkは高まるのは当然である。一九九六年に、一を突破した。リーマンショック

に遭遇した二〇〇八年は、一・四九であつたが、二〇〇九年は一・七六に急上昇した。その後も速いスピードで上昇が続いた。二〇一五年に二を突破、二〇一六年に二・〇七に達した。二〇一七年から地方政府債務残高とその急上昇が注目され、ニュートラルで穏健的な金融政策が強調された。このマージナルk高は金融緩和の象徴であり、穏健な金融政策はマージナルkの低下に取り組んだ。その結果、二〇一八年に二を下回ることになった。功したが、二〇一九年に再び二を突破した。二〇二〇年に記録が更新された。

地方政府債務問題はリーマンショック対応の「四兆元投資計画」に起因する。「四兆元投資計画」に伴う金融緩和は生産過剰問題やシャドーバッキング問題や不動産過熱問題の起因である。「四兆元投資計画」の二の轍を踏まないことはこの苦い経験から得た教訓である。

「四兆元投資計画」の二の轍を踏まない教訓だけでなく、金融緩和の継続は大きな難題に直面した。「社会融資規模統計表」の残高統計から、二〇二一年八月、企業債券発行残高は二九兆一九〇〇億元、政府債（国債＋地方債）発行残高は四九兆六六〇〇億元であるというデータが得られる。いずれも、二〇二〇年八月の二七兆二八〇〇億元と四三兆四五〇〇億元を上回った。つまり、二〇二〇年と比べ、二〇二一年の同じ一月から八月まで、企業債と政府債の発行増加は大きく減少したが、残高はむしろ増加した。というのは、「社会融資規模統計表」は金融システムから実体経済へ流入した資金しか統計がされていないので、実体経済への資金流入がない借り換え発行は発行増加に計上されないか、コロナショックに対応するために、二〇二〇年通年予定していた企業債と政府債の発行は一月から八月までの間に前倒しに行わ

れたが、二〇二一年は通常通りの発行であると、二つの原因で解釈できるが、いずれにせよ、企業債も政府債も残高が大きく、債券費用（借り換え発行を含む）も大きな負担になったのには変わりがない。これ以上の金融緩和に慎重すべきだというスタンスは重んじられた政策の選択であると思われる。

〔注〕

- (1) 中国人民銀行「二〇二〇年第四四半期中国貨幣政策執行報告書」一四頁～一五頁。
- (2) 中国人民銀行「二〇二〇年第四四半期中国貨幣政策執行報告書」一九頁。
- (3) 中国人民銀行「二〇二〇年第四四半期中国貨幣政策執行報告書」一三頁～一四頁。
- (4) 中国人民銀行「二〇二〇年第四四半期中国貨幣政策執行報告書」一九頁～二〇頁。
- (5) 中国人民銀行「二〇一九年第四四半期中国貨幣政策執行報告書」一二頁、一八頁。

- (6) 中国人民銀行『二〇二〇年第四四半期中国貨幣政策執行報告書』一六～一七頁。
- (7) 中国人民銀行『二〇一九年第四四半期中国貨幣政策執行報告書』二二頁。
- (8) 同八。
- (9) 中国人民銀行HP : <http://www.pbc.gov.cn/diaochatan/gjst/116219/index.html>
- (10) 中国人民銀行『二〇二〇年第四四半期中国貨幣政策執行報告書』三～四頁。
- (11) 中国人民銀行『二〇二一年第二四半期中国貨幣政策執行報告書』三頁。

(どう てきへい・独協大学経済学部教授)
当研究所客員研究員