

2024年9月26日

中国：広範囲の金融緩和政策とその評価



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

レポート要旨

中国当局が広範囲の不動産対策・金融緩和政策を発表

中国人民銀行やその他の中国の金融規制当局は、9月24日、広範囲な不動産支援・金融緩和パッケージを公表しました。具体的には、①住宅ローン金利の引き下げなど、不動産への需要を金融面から喚起する策、②金利や預金準備率の引き下げ策、③株式市場の活性化策一の実施が決定されました。

広範囲の対策の背景と評価

今回の政策パッケージは足元での景気減速に対応して実施されたと考えられます。ただ、住宅分野のサポート策と、金融緩和政策はある程度のプラス効果をもたらすと考えられるものの、住宅分野の最大の問題は供給過剰問題であり、今回の対策が供給過剰問題の解決につながる可能性は低いとみられます。総じて、今回の政策パッケージの実施による景気浮揚効果は限定的であると見込まれます。

景気安定には財政面での追加策が必要

中国経済が現在必要としているのは需要を刺激する政策であり、今年の経済成長率目標の達成を目指す観点からは、財政刺激政策の実施が必要と考えられます。近い将来、地方政府特別債の追加発行、あるいは、中央政府の超長期国債の追加発行による地方支援強化による財政刺激策が実施される可能性が高いとみられます。

中国当局が広範囲の不動産対策・金融緩和政策を発表

中国人民銀行やその他の中国の金融規制当局は、9月24日、広範囲な不動産支援・金融緩和パッケージを公表しました。今回のパッケージのポイントは以下の3つです（図表1をご参照ください）。第1は、不動産への需要を金融面から喚起することであり、既存の住宅ローン金利を新規の住宅ローン金利に合わせるために、50bp（=0.5%）程度引き下げるように銀行に指導する措置が採られました。また、1軒目・2軒目の住宅ローン借りに際しての頭金の比率を、15%に引き下げることが決定されました。住宅ローンの頭金比率は、これまで地方政府が決定する形で実施されてきており、地方政府が設定できる下限として、中央政府が、1軒目について15%、2軒目について25%という最低水準を決めてきました。今回の対策により、これが全国一律に15%に引き下げられることになりました。

第2は、金利や預金準備率の引き下げです。当局は銀行に対して、ローンプライムレートや預金金利を20～25bp引き下げる指導を実施することを決めました。貸出金利と預金金利の両方を引き下げることで銀行の収益性には影響が出にくくなります。一方で、既存の住宅ローンの金利引き下げはそれだけでは銀行の利ざやの縮小につながります。金融当局はこれが銀行の追加的な負担にならないようにとの観点から、MLF（中期貸出ファシリティ）金利を引き下げるとともに、預金準備率を引き下げました。預金準備率を引き下げることは、利下げによって増加するはずの貸出需要に必要な資金を供給するという意図もあると考えられます。中国人民銀行が、年末にかけて預金準備率を追加的に引き下げる可能性があるとしているのは、貸出需要が大きく増える際に資金を供給することを視野に入れてのことと思われる。

（図表1）中国：2024年9月24日に公表された広範囲の金融パッケージのポイント

不動産支援策

◎住宅ローン金利の50bp引き下げ（既存の住宅ローン金利水準を新規ローンの水準に合わせるように銀行に指導することで実現）

◎全国を対象に、2軒目住宅のローンの最低頭金比率を25%から15%へと引き下げ。これにより、1軒目の比率（15%）と統一する

金利の引き下げ

◎ローンプライムレートと預金金利の20～25bpの引き下げを指導。そのために、7日物リバースレポ金利を現行の1.7%から1.5%へと引き下げるとともに、1年物MLF（中期貸出ファシリティ：中国人民銀行による市中銀行への資金供給プログラム）金利を30bp引き下げ。

法定預金準備率（RRR: Reserve Requirement Ratio）の引き下げ

◎RRRを近く、現行水準から0.5%ポイント引き下げること、金融機関に1兆元の資金を供給。24年末までにさらに0.25～0.5%ポイント引き下げる可能性も。

株式市場活性化策

◎5000億人民元規模のスワップファシリティを中国人民銀行が設け、証券会社、ファンド、保険会社が、保有する債券、株式ETF、CSI300構成銘柄およびその他の資産を担保として、人民銀行から国債や中央銀行手形などの流動性の高い資産を取得できるようにする

◎3000億人民元規模の再貸付ファシリティを中国人民銀行が設け、上場企業や大株主が上場企業の株式を買い戻したり保有株を増やしたりする目的で商業銀行から融資を受けるための資金を商業銀行に供給

第3は、株式市場の活性化です。今回のパッケージでは、中国人民銀行が8000億元規模のファシリティを設け、5000億元分については、証券会社やファンドなどが保有する株式を担保に国債などを取得できるようにしました。これは証券会社やファンドがレバレッジをかけて中国の株式市場に投資することを促す措置と言えます。残りの3000億元分については、自社株買いのための銀行からのローンを中国人民銀行がファイナンスするスキームが設けられました。

広範囲の対策の背景と評価

これらの対策は、中国景気が4-6月期に減速した後、7~8月も不動産投資の減少が続き、景気の弱さが継続している中で発表されたものです。中国政府は消費財の買い替えのための補助金プログラムやEVに対する補助金の給付を行う一方、設備の更新のための銀行融資を促進する政策を打ち出し、実行してきました。しかし、これらの対策は、今のところ、景気を大きく浮揚するような効果は発揮できていません。輸出は高い伸びを続けており、景気をサポートしているものの、内需がさらに減速してきたことで、政府が掲げる今年の成長率目標（5%前後）の達成が危ぶまれてきました。こうした状況下で、中国当局は何らかの形で景気を刺激する必要に迫られていました。

今回のパッケージのうち、住宅分野のサポート策と、金融緩和策はある程度のプラス効果をもたらすと考えられます。一方で、住宅分野の最大の問題は供給過剰問題であり、今回の対策が供給過剰問題の解決につながる可能性は低いとみられます（中国の不動産問題についての考え方については、当レポートの2月29日号「中国：不動産問題が長期化する可能性を考察」をご覧ください）。金融緩和策についても、中国の銀行貸出の前年同月比ベースでの伸び率が直近時点（2024年8月）で8.0%と比較的高い水準であったことをふまえると、大きな効果をもたらすとは思えず、中国の様々な分野で深刻化する供給過剰問題をむしろ悪化させてしまうリスクがあると考えられます。他方、株式市場活性化策については、投資家に株を購入させる強制力がない状況下で、当局の思惑通りに証券会社やファンド等がレバレッジをかけて中国の株式市場への投資を増加させるとは考えにくく、短期的な効果があったとしても、その効果の持続性については疑問視せざるを得ません。総じて、今回の政策パッケージの実施による景気浮揚効果は限定的であると見込まれます。

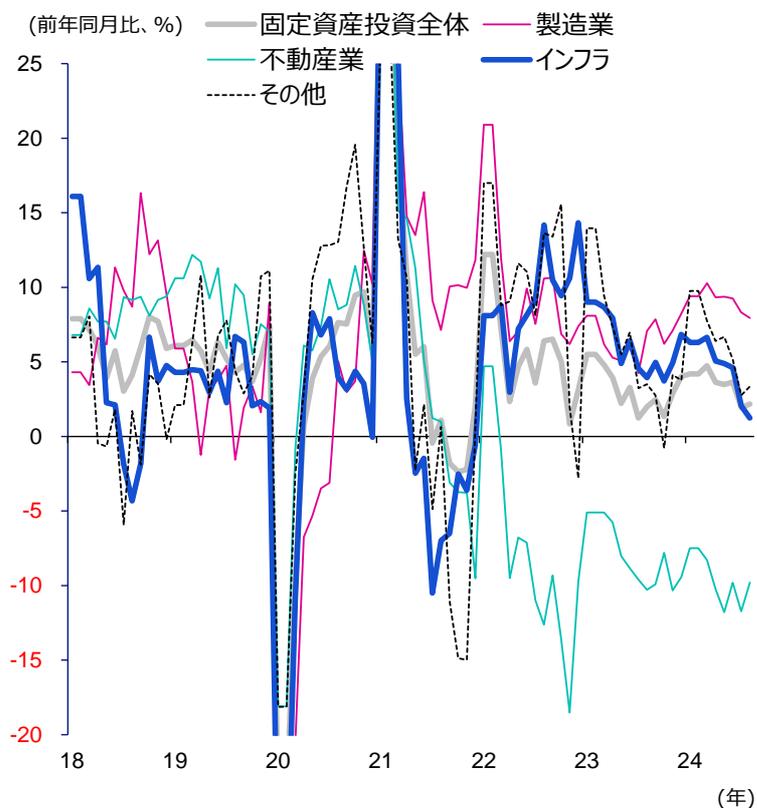
景気安定には財政面での追加策が必要

中国経済が現在必要としているのは需要を刺激する政策であり、今年の経済成長率目標の達成を目指す観点からは、財政刺激策の実施が必要と考えられます。中国政府による過去の財政刺激策は、インフラ投資に重点が置かれていました。インフラ投資による景気浮揚効果は以前ほど大きくないと考えられるものの、景気の改善のために速効性のあるインフラ投資を促進する必要性はむしろ高くなっています。

実際、インフラ投資の伸び率は足元で減速しています（図表2）。インフラ投資の減速には、①不動産不況によって地方政府による土地所有権の売却代金収入が減少していること、②当局が地方政府の隠れ債務の整理に力を入れていること一という背景があります。特に前者については、今年は1-8月において地方政府による土地売却収入は2.0兆元を記録しましたが、これは2023年1-8月に比べると25.4%低い額でした。実は1-8月における地方政府の土地売却収入がピークであったのは2021年1-8月であり、4.7兆円でした。この収入項目は、それ以降減少を続けており（図表3）、インフラ投資に活用できる原資が細ってきています。

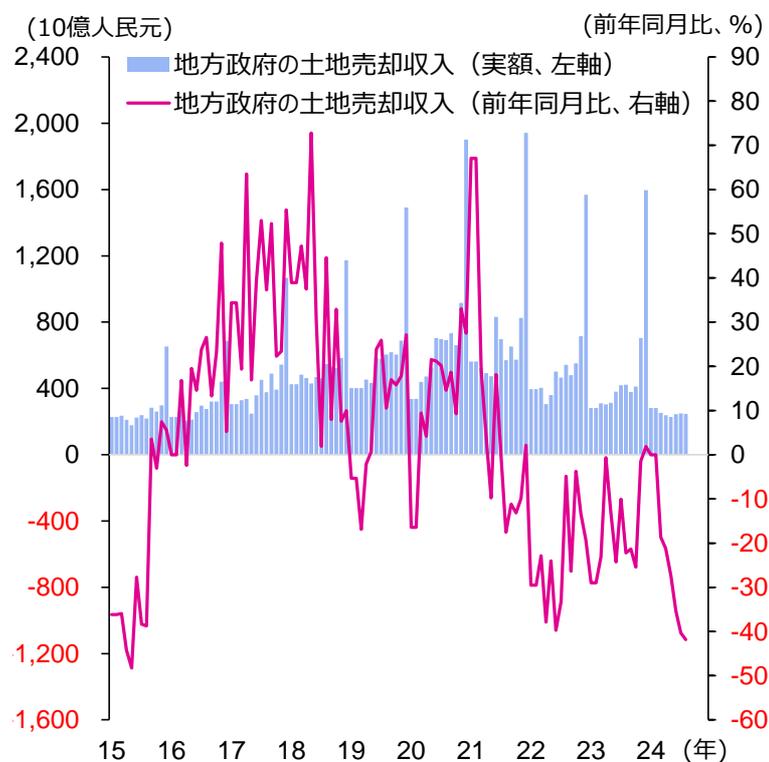
インフラ投資に活用される原資としては、土地の売却収入以外には、①地方政府による特別債の発行、②中央政府による超長期国債の発行、③地方政府の融資プラットフォームの借り入れ一が代表的ですが、③については、中央政府がこれまでの借り入れが返済可能なものなのかどうかを精査するように地方政府に指導していることもあり、大きく増加させることは困難です。このため、近い将来、地方政府特別債の追加発行（①）、あるいは、中央政府の超長期国債の追加発行による地方支援強化（②）による財政刺激策が実施される可能性が高いとみられます。

(図表2) 中国：都市部固定資産投資の推移



(注) 見やすさのため、縦軸を限定している。
(出所) CEICよりインベスコ作成

(図表3) 中国：地方政府の土地売却収入の推移



(出所) CEICおよびインベスコ。一部はインベスコが推計

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
9月19日	9月FOMC：利下げを開始。市場は複雑に反応
9月12日	日本：景気、株価が共に内需主導色を強める
8月29日	ドル円レートの先行きを考える
8月22日	戻ったものと、戻っていないもの一日米株市場を展望
8月15日	米国の利下げ期待で勢いづくアジア新興国市場
8月8日	市場は米景気の後退をまだ「織り込んで」いない
8月6日	(フラッシュレポート) グローバル株価の急落と今後のポイント
8月1日	日米金融政策会合のポイント
7月25日	揺れ動く米国選挙情勢と日米金融市場
7月18日	再減速する中国経済
7月11日	最高値を更新した日本株の今後は？
7月4日	グローバルな株高局面は短期的に継続する公算
6月27日	米国株式：個人投資家に買い余力
6月20日	フランス国民議会選挙：選挙後の組閣が焦点に
6月13日	5月分米CPI統計で金融市場に安堵感

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会