



中国の預金準備率引き下げから読み解く 3つのポイント

Jingjing Weng 株式シニア・アナリスト、イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッド

7月15日に発表された中国経済の2021年4～6月（第2四半期）の経済成長率は引き続き順調に推移していることから、7月9日に発表された中国人民銀行（中央銀行）による「預金準備率の引き下げ」は、政策担当者が懸念する潜在的な下降リスクを回避するための「予防的な動き」である可能性が高いと考えられます。

中国本土（上海・深セン）市場の人民元建て株式である中国A株は、短期的には不安定な展開が続くかもしれませんが、ファンダメンタルズの回復、無リスク金利の低下、そして特に高い成長が期待されるサービス業を中心とした「ニュー・エコノミー」の台頭などにより、現在のバリュエーション（投資尺度）を維持しつつ、長期的な投資家に投資機会を提供するものと予想されます。

中国人民銀行（中央銀行）は7月9日、市中銀行から強制的に預かる資金の比率を示す預金準備率を、15日から0.5%引き下げることを発表しました。

これにより、銀行が中央銀行に強制的に預けなければならない資金額が減り、約1,540億米ドル規模の資金が市中に放出されることとなります。

今回の措置は、2日前の7月7日に、中国国務院（政府）が実体経済と中小企業への支援強化を表明したことを受けたものです。しかし、これは中国経済が予想以上に急速に減速しているのではないかと、という懸念を市場関係者の間で引き起こしました。同時に、一部の投資家の間では、これが「中国の緩和サイクルの始まりになるのではないかと」という期待も高まっています。

今回の預金準備率の引き下げに関して、3つのポイントを説明させていただきます。

ポイント 1：中国国務院（政府）と中国人民銀行（中央銀行）では視点と権限が異なる

今回は7月9日の発表前の7月7日に、中国国務院が引き下げを事前に示唆していましたが、これまで、中国国務院が中国人民銀行よりも先に預金準備率の引き下げを要求したり、中国人民銀行が中国国務院の勧告に従ったりすることはあまりありませんでした。

これは、中国国務院が経済を重視するのに対し、中国人民銀行は金融政策のシグナリング効果や市場全体の流動性への影響を重視している、といった違いがあるためです。

そのため、2011年以降の預金準備率の引き下げ回数のうち、中国国務院が最初にシグナルを発し、その後、実際に中国人民銀行が引き下げを実施した回数は半数以下、となっています。

今回の措置は、中期貸出制度（MLF）を通じた貸出資金4,000億人民元が満期を迎え、金融システム内の流動性が低下することに対処するため、また、7月中旬から下旬にかけての納税期のピーク時の流動性対策、といった事由により行われた、と中国人民銀行は示唆しています。

中国の銀行システムにおける流動性は、今回の「預金準備率の引き下げ」といった緩和的な金融政策の影響を除いたとしても、比較的安定していると思われます。

ポイント 2：金融環境は引き続き緩和的である

投資家は、2021年前半の中国の信用状況の引き締めが経済成長を阻害すると懸念していました。中国の金融システム全体から実体経済へ供給される流動性の総量を図る尺度である「社会融資総量（ソーシャル・ファイナンス合計額）」は減少しています。

また、中国の景気循環の指標として注目される、国内総生産（GDP）に対する新規貸し出しの伸びを示す「クレジット・インパルス」は、2021年4月の数値をみると、2019年8月以来の縮小となっています。（図表1参照）

図表 1: 社会融資総量とクレジット・インパルスの推移



出所：UBSのデータ（2021年7月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

コロナ後には、中国経済が建設業などの多額の借入れが必要となる与信集約型のセクターから、多額の借入れをしなくても事業を拡大できる傾向にあるサービス業を中心とした「ニュー・エコノミー」へと移行することで、中国経済と信用の伸びの連動性が弱まる可能性があります。

なお、中国のサービス業は、2021年上半期時点¹ですでにGDPの55.7%を占めています。

一方、中国の不動産セクターにおける過度な借入金などを抑制するために導入された新たな規制「三条紅線（3つのレッドライン）」*の影響により、不動産会社は土地取得戦略に慎重になりました。また、この規制によって前受金が増加したため、多くの資金を確保できるようになりました。

* 不動産開発業者を負債水準などで分類し、レッドラインに抵触した場合は融資枠を制限する規定

このような動きは、経済における信用市場の過度な拡大を抑制するのに役立つと思われる。中国の10年国債利回りは、2月に3.2%の高水準まで上昇した後、3%前後まで低下しています。

また、3か月物の銀行間取引金利も直近のピークである2020年11月から低下しています。これらをみると、金融環境は緩和的に推移すると思われる。（図表2参照）

ポイント 3：中国経済の回復はそのペースは緩やかではあるが、まだ続いている

中国国家统计局が7月15日に発表した2021年4～6月（第2四半期）の実質経済成長率は前年同期比で7.9%増でした。なお2021年1～3月（第1四半期）は前年同期比18.3%増となっており、本第2四半期の増加幅は第1四半期を下回ることとなりました。しかし、昨年（2019年）の数字を加えた2年間の平均増加率をみると、第2四半期は5.5%増で、第1四半期の同5.0%増から上昇しました。

先進国や新興国の経済の多くがコロナ禍で経済的打撃を受ける中、中国の輸出は引き続き予想を上回っています。主要な経済指標も、6月はほぼ全面的に改善しました。特筆すべきことに、固定資産投資は、2019年と比較した平均成長率で、5月の3.7%から6.0%に加速した製造業投資の好調に牽引され、前年同期比で6.0%増加しました。また不動産セクターにおいても回復が見られました。小売売上高は5月の4.5%から4.9%に、自動車を除くと5.8%に上昇しました。

図表 2： 中国の10年物国債の利回りと3か月物銀行間取引金利の推移



出所：UBSのデータ（2021年7月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

1. 出所：中国国家统计局

このように、第2四半期の経済指標は総じて底堅かったにも関わらず、7月9日に中国人民銀行による預金準備率の引き下げが発表されたため、投資家の間では「預金準備率を見直して金融機関の貸し出しを促さなければならないほど、経済が厳しいのでは？」といった中国経済の「隠れたリスク」への懸念が生じています。

投資家は、今後数カ月間の経済指標を注視するとともに、今後に予定されている経済方針を議論する政治局会議の動向を通じて、中国経済の見通しと下半期の政策設定に関する手掛かりを得る必要があります。中国人民銀行の今回の預金準備率の引き下げは、「中国経済の急激な減速に対する予防的な措置である」と多くの投資家が解釈しているため、中国本土（上海・深セン）市場の人民元建て株式の中国A株市場は、短期的には不安定な状態が続く可能性があります。

中国A株市場（CSI300指数）を年初来の騰落率（6月末時点）で見ると2.1%の上昇、と他の市場と比べて、やや出遅れた展開となっていますが、長期的な投資家にとっては投資機会になると考えています。同市場は、過去2年間（2018年12月末～2020年12月末）で90.5%もの上昇²を記録したことを考えると、直近の調整は妥当なものと言えるでしょう。

私たちは、中国の消費の拡大、技術力の向上、人口の高齢化、ネット・ゼロ・トランジション（温室効果ガスの排出実質ゼロへの移行）など、中国の構造的なトレンドから利益を享受することができる企業に引き続き注目して参ります。

2. CSI300指数（配当込み、米ドルベース）の2年間の騰落率（2018年12月末から2020年12月末）。出所：Bloomberg L.P.

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。