

# ネット・ノンバンクの急成長と金利上昇



津上 俊哉

津上工作室  
代表

今回の寄稿は、まずは前向きな話題から始めたい。活力と革新力あふれる私営企業「アリババ」の話だ。

同社は1999年にeコマース・サイト「阿里巴巴」(Alibaba.com)を創業したネット企業だが、近時の宅配物流サービス普及に伴って爆発的な成長を遂げ、CtoCの「淘宝」(Taobao)、BtoCの「天猫」(Tmall)を合計すると、2013年3月期の売上げが1兆元(約17兆円、会社発表)、いまは中国の小売総額(2013年23兆4000億元)に占めるシェアも5%を超えて10%に近づいているとみられる。

2004年に開始したネット決済サービス「支付宝」(Alipay)も、移動通信端末経由の取引数と金額合計(1日分)がそれぞれピークで4500万取引、113億元(約1900億円)を記録した(会社発表)。

## eトレードの発達で日本は中国の周回遅れに

さらに、昨年6月にはこの「支付宝」に「余额宝」(Yu Ebao)サービスが追加された。「ネット(ノン)バンク」とも称すべきサービスで、国債や銀行CDなど安全な債券で投資・運用するMMF類似のファンド取引を「支付宝」経由で行える。1元から取引可能、直近の収益率は7日預かりの年利換算で6.2%——銀行1年定期預金のほぼ2倍の「利息」が付くとあって、たいへんな人気を呼び、サービス開始から半年を経た今年1月にユーザー数4900万人、預かり資産2500億元(4兆2200億円)に達した(会社発表)。

「アリババ」社創業者の馬雲(Jack Ma)氏は、中国ネットベンチャー界の立志伝中の人物であり、思考も行動も速く、果敢である。既成業界や当局が「あれよあれよ」という間に、無視できぬ大きさのビジネスを打ち立てて、地歩を占める手腕はただ者ではない。

しかし、馬雲氏も安閑としてはられない。「ネッ

ト(ノン)バンク」には、最近チャット型SNS「微信」(We chat)でマイクロ・ブログ「微博」(Weibo)を一気に抜き去った騰訊(Tencent)が始めた理財通(Licaitong)という強力なライバルも出現している。

以上からわかるとおり、中国のeコマースは、いまや国民生活に欠かせないサービスに成長した。つまり、中国は消費者向けイー・トレードの発達・普及面で、日本を完全に抜き去っているのである。「国進民退」の中国ビジネス環境は、新興私営企業に優しいとはとうてい言えないが、それでも、こんな成長を遂げる企業と企業家が中国にはまだ居る。

## 2013年後半からの金利上昇

「アリババ」の成長は吉報だが、余额宝(Yu Ebao)が預かり資金を運用するファンドで、銀行定期預金の2倍の利回りが付くことに喜んではられない。これは中国経済にさす暗い陰だ。

このファンドの運用対象は国債や銀行CDなど安全性の高い債券であり、べつに投機的な運用を行っているわけではない。それで「高利回り」が実現できるのは、中国の中長期金利が上昇しているからだ。

昨年前半に3.5%前後だった10年国債の利回りは、年後半に上昇を始め、年末年始には4.5~4.6%前後で推移した。半年で約1%の上昇である。より信用度の低い企業債や地方政府系融資プラットフォーム(融資プラットフォーム)が発行する債券には、利回り8~9%台のものもあるそうだ。

国債利回りが上昇したのは、資金繰りのために保有国債を売りに出す企業が増えたためであり、その背後には過剰流動性が不動産投機や物価上昇を引き起こすのを警戒してタイト気味の貨幣政策を保つ人民銀行がある。

## 4兆元投資の後遺症

景気が下降しているのに、金利が上昇傾向にあることをどう解釈すべきか——筆者は2009年以來の4兆元投資政策が2つの後遺症を遺したことが大きく与えていると考える。

第一の後遺症は、4兆元投資の財源対策として、2009年後のいつとき、野放図な金融緩和を行ったことが物価を大幅に上昇させたのではないかということだ。公式統計では消費者物価上昇率は3%前後とマイルドだが、国内に関するかぎり、この5年で人民元の使い手（値打ち）は、明らかに目減りした。

ネット（ノン）バンキングの利回りが高すぎるといふより、銀行預金の規制金利が物価上昇に比べて低すぎるのである。だから資産が目減りするのを嫌う資金の出し手が銀行預金から逃げる。

大都市でマンションの売れ行きが落ちずに価格の上昇が続いているのも、「不動産市場を強気が支配しているから」といふより、何とかインフレによる目減りから資産を防衛しようとする心理に基づくものではないか。

第二の後遺症は、資金循環の悪化だ。公式統計を信ずるなら、固定資産投資完成額は2009年から2013年までの累計で、なんと154兆元（約2600兆円）に達するが、この莫大な投資の効率が悪くて、十分なキャッシュを生んでいない。この結果、債務者企業は借入の弁済期が来ると、借り換えで債務不履行を免れるのが一般的になっている。

経済が正常に運行しているなら、マネーストックの対前年増分だけでなく、既往の投資から償還される元本分も新規事業と経済の成長に充てられるはずである。しかし、中国は既往債務の償還が滞っている結果、ニューマネーの供給が想像以上に細っているのではないか。2013年通年のM2の伸びは13.6%だったが、「名目GDP成長率9.5%にゲタが4%乗れば十分のはず」といふのは平常時の発想である。いまは「クレジット・クラッシュ」が起きつつあり、金利上昇はその表れなのではないのか。

## 波乱含みの2014年中国金融市場

昨年第4四半期の国債利回り上昇は、海外からの資金流入を誘った。資金流入が続くかぎりには、一方的な金利上昇にはならなさそうだが、春節後の金融市場が

どう動くかは未知数だ。春節休み中に米国が量的緩和策（QE）縮小のピッチを速めたからである。

中国為替市場における海外資金の流入・流出は、世界の流動性の増大・縮小との連動性を強めている。「中国高成長の時代」は終わった。今後リーマン・ショック後の「過剰流動性の時代」も終わるとすれば、中国への資金流入も細るだろう。

これまで海外資金流入による元高を防ぐために行われてきた外貨買い為替介入は、実は国内資金市場に対する流動性供給の重要なルートでもあった（外貨買い代金たる人民元の放出）。海外資金流入が細れば流動性供給も細り、金利上昇傾向が強まるだろう。

「資金市場がタイトなら、貨幣政策を緩めればよいではないか？」そうもいくまい。「金融緩和」の報せを聞けば、国民は「さらなる物価上昇」を予感し、富裕層は資産防衛のために、ますますマンション買いにすぎるだろう。

## 負債レベル削減と不良債権処理が必要

根源にあるのは、膨大な量の不効率投資により、「キャッシュを生まない」という意味での）不良債権を積み上げてしまった事実である。金利上昇は「不効率投資と負債の積み増しはもう続けられない」という経済の悲鳴だと聞くべきではないか。

悪循環から抜け出すには、まず、「7%成長先にある」の惰性と訣別し、投資・負債レベルを下げる決断が必要である。数年間はゼロ成長に近い反動・下振れに堪えなければならないが、それを嫌がって「また1本注射を打つ」式の経済運営を続けたら、中国経済はほんとうに真性の危機を迎えるだろう。

そして、財政出動により不良債権を早期に処理すること。本欄で提案してきた地方不良債権処理専門機構でも、地方債による地方政府系会社の資産買い取りでもよい。財政余力のあるうちに手を打つべきである。そうしないと、活力ある私営企業も中国経済を救えなくなる。

2/20発売  
最新著

発行元◎文藝春秋  
発行年月◎2014年2月  
総ページ数◎288ページ  
価格◎872円（税込）

