

中国の金融引き締め

津上 俊哉

津上工作室
代表



前回紹介したように、中国経済は昨年前半に再び景気アクセルを踏み込んだ結果、景気の悪かったオールドエコノミー（素材など重厚長大産業）が目立って好転したが、①不動産投機の再燃、②金融機関の「ハイレバレッジ（ハイレバ）経営」傾斜などの副作用が深刻化したため、昨年10月からは不動産投機の抑制や金融の引き締め策が講じられている。それでは景気が失速しないか、と懸念していたら、果たして中国国内で論争が起きている。今回はこの顛末を紹介したい。

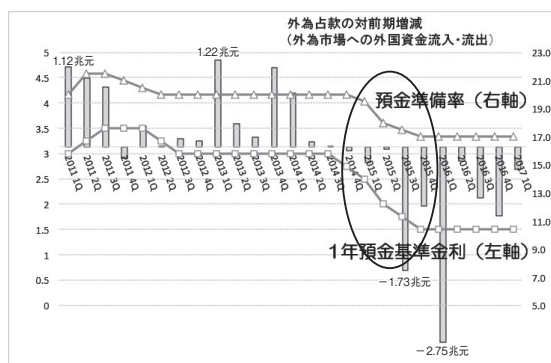
いま行われている金融引き締めは、金融のハイレバ経営を抑止することが狙いだが、そもそもハイレバ化が起きた理由は3つあると思われる。

①2014～2015年にかけての金融緩和

第一はリスク・テイクをしやすくなる金融緩和だ。これは外為市場の需給変化を発端として、2014年後半から始まった。従来は、「元先高」観により海外から流入する資金に対して人民銀行が為替市場で元売り・外貨買い介入を行い、その結果として、人民銀行が取得した外貨資産に相当する「外為占款」が増大した。

ところが、2014年後半を境に資金流入が止まり、2015年からは「資本流出」が顕著化する。従来マネーベースを不断に膨らませてきた外為占款の伸びが急に止まったことから、人民銀行は2014年11月から2015年10月にかけて、5回にわたって預金準備率または基準利率を引き下げる金融緩和を行って、マネーベースの伸びが落ち込むのを防ごうとした（図1参照）。

図1 金融政策の推移



出所：人民銀行

つまり、この金融緩和の狙いは金融調節の「中立化」にあった。また、2014年から2015年にかけては、「新常态」をスローガンとした成長減速政策が採られていたため、金融を緩和しても直ちに経済が過熱する心配をしなくて済んだ。

しかし、利下げによって債券相場が活況を呈するなど、2015年以降はハイレバ経営を誘う燃料が次第に資金市場に充填されていく。

②省級地方債が銀行の収益を侵食

第二の理由は、2015年から発行が始まった省級地方債が銀行の収益基盤を侵食してしまったことだ。

地方政府は過去6～7%の金利を払って多額の銀行借入をしていた（2013年末に行われた審計署の監査によれば、地方政府の債務残高は17兆8900億元）。この既往債務が発行金利3～4%の省級地方債に置き換わっている結果、今後銀行業界は従来の純益（2015年度の上場銀行純益合計は1兆2700億元）の約半分を失うことが予想される。

このことが銀行経営陣を収益獲得に追い立てる「鞭」の役割を果たした。特に、経営基盤の弱い下位の銀行ほど利ザヤを稼ぐ衝動に駆られた。

③景気アクセルが資金需要を刺激

第三の理由は、2016年第1四半期以降の景気アクセルが資金需要に火を点けたことだ。増大しているのは、地下鉄や空港建設などの公共投資、偽装PPP（「民間資金の活用」とうたうが、実態は国有企業を運営主体とする地方政府の新たな資金調達方法）、そして以上のような「官」の投資に誘発された不動産投資である。金利低下で溜まった資金の圧力が出口を見つけた感じた。

金融ハイレバ経営の実像

実際に行われているハイレバ経営の全体像を掴むことは難しいが、前回紹介したIMFの刊行物（“Modernizing China”IMF 2017年1月刊）を参考

にすると、典型例は、次のように描写できそう。

- ① 銀行が貸したがいらない借り手の資金需要に応えるために、社債や委託貸付、ノンバンク融資といった「シャドー」的与信が行われる
- ② その与信債権にインターバンク市場で取り込んだ短期資金でレバレッジをかけて「投資」に包装し直して、高利回りの「理財商品」を組成する
- ③ 金融機関はこの「理財商品」をバランスシートの外側（オフバランス）で顧客に販売する

このようなハイレバ与信の借り手になっているのは、鉄鋼を始めとする設備過剰業種、経済力の弱い地方都市のインフラ・不動産投資などだ。こんなリスクな借り手に対して、こんなリスクな与信をするのは、後ろに控える「お上」による「暗黙の保証」を当て込んでいるからだ。こうして借りる側でも貸す側でもリスクが「濃縮」されている印象がある。2016年景気アクセルは、そんな与信を急増させてしまった点がことさら罪深いのだ。

金融引き締め：監督厳格化と資金調節タイト化

ハイレバ経営を抑止する金融引き締めは、①金融監督の厳格化と②市場における金融調節のタイト化の両面で行われている。

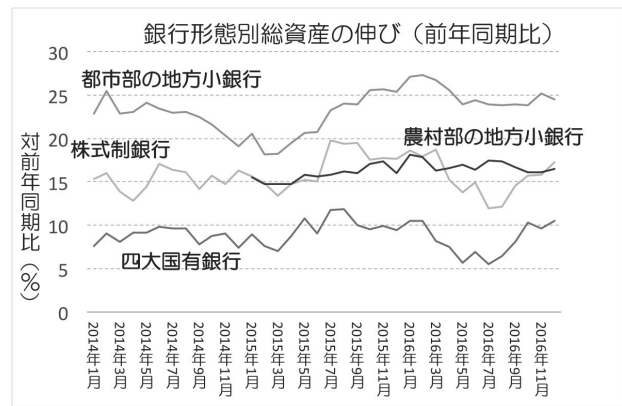
金融監督面では2015年に予告発表されていた「MPA（マクロ・プルーデンス・アセスメント）考査」制度が今年始まった。資本充足率、レバレッジ比率、与信の増加速度、流動性、不良債権比率などをポイント化して、四半期毎に銀行の考査を行うものだ。

ハイレバ経営で特に問題視されているのは、預金獲得力の弱い中小銀行ほど、インターバンク市場で翌日期限の短期資金を取り入れてレバレッジをかける理財商品業務を活発に行っていることだ（図2で規模の小さな銀行ほど総資産額の伸びが大きいことがこのことを暗示している）。

MPA考査には、シャドー型与信やオフバランスで販売した理財商品も含めた「広義の与信」の増加速度の上限（M2の増加速度を勘案して定められる）を定める項目がある。リスクが高いのに従来監督を逃れてきた与信に網をかけるもので、これが上記の理財商品業務の引き締め特に効くと言われている。まさにそれゆえに、今年第1四半期に中小銀行が慌てて業務計画の見直しを迫られたと言われている。

もう一つの引き締め手段は、市場における金融調節

図2 小さい銀行ほどハイレバ経営に傾斜



出所：IMF Global Financial Stability Report (04/2017)

だ。引き締めが始まった昨年10月以降、直近までの約半年に短期金利は1%近く、長期金利は2%近く上昇している（下表参照）。

表 各種金利の変化

（月間平均）

	2016年10月	2017年6月	差分
インターバンク金利(翌日)	2.00%	2.88%	0.88%
国債 5年もの	2.48%	3.57%	1.09%
中短期票据(手形AA+)	3.31%	5.21%	1.90%
会社債(AA+)	3.38%	5.26%	1.88%
城投(都市建設)債(AA+)	3.25%	5.32%	2.07%

出所：中証指数数有限公司

過去半年のこの金利上昇により債券相場は大きく下げ、トレーダーは損失を被ったし、理財商品を組成するためにレバレッジをかけるコストも大幅に上昇した。

金融引き締めに対する慎重論

金利の上昇は「金融安全を擁護せよ」と強い調子で訴えた習近平主席の講話（4月25日、前号にて紹介済み）が出て以降、いっそう加速したが、ここに来て、引き締めの行き過ぎを懸念する声も高まってきた。

引き締め政策の後ろには習近平主席がいるので、真っ向から批判する訳にはいかないが、①民営企業が資金コスト増やクラウド・アウトに苦しめられる、②金融監督の厳格化は進めるべきだが、金融調節を無闇に絞ると、想定外の事故を誘発しかねない、といった指摘が相次いでいる。また、このまま行くと政治的に重要な秋の党大会前に景気が失速しそうだが、それは構わないのかという点も争点だ。

いちいちもったもなし指摘だが、同時に「だから金融はこのままでよい」ことにもならない。というより、せっかく2014年から不景気を我慢して「新常态」を心がけてきたのに、去年の景気アクセルでその努力も振り出しに戻ってしまった。3年の時間の浪費……。二期目の習近平政権はそこから始めなければならない。