引き締めとリスク防止 二律背反に直面する金融

津上　俊哉
津上工作室
代表

注目の中央経済工作会議が12月20日に閉幕した。内容は12月８日に開催された政治局会議と大筋において同じだった（表参照）。

天王山と位置づけられた三大重要課題のうち、貧困対策重視は「（国民生活の）全面小康達成」へのこだわり、環境汚染対策は国民のPM2.5問題などへの不満が無視できないことから、最近力を入れて進めているものだが、三大重要課題のそのまた筆頭には「金融リスクの予防」が据えられた。

金融リスクが増大した理由

一丁目一番地ともいえる課題に「金融リスク予防」が据えられるに至った経緯については、本欄でこれまで何度か紹介した。

「投資・借金頼みの経済成長モデルは持続可能性がない」…習近平政権が成長を少し減速させ、投資・借金依存を改善し、代わりに供給サイド改革などにより新しい成長エンジンを生み出そうとして2014年から始めた「新常態」路線は、2014、15年はうまくいった。

しかし、鉄や石炭をはじめとするオールドエコノミーが著しい不況に陥ったこと、2015年に起きた株バブル崩壊（６月）と人民元切り下げ騒ぎ（８月）によって中国経済に対する内外の信認が低下したことから、2016年に入ると、公共投資を中心に再び投資アクセルが踏み込まれた。おかげで、オールドエコノミーも一気に息を吹き返し、目下中国経済はもともと快調なニューエコノミーと相まって好景気を謳歌している。

しかし、一方では2016年の後半から不動産投機も再燃、さらに並行してリスクの高い借り手にシャドーバンクが与信、その債権にレバレッジをかけて理財商品として投資家に販売するという、リスクを煮詰めたような金融が膨張するなど、投資アクセルについて予想されたとおりの弊害が顕在化した。

このことに危機感を抱いた習近平政権は、2016年10月の政治局で不動産過熱と金融リスクの高まりを警告する習近平講話が行われ（公式報道なし）、全国的な不動産投機の抑制にかじを切った。17年４月には金融改革や監督強化により金融のシステミック・リスクを必ず防止することを求める習近平講話を発表し、金融監督の厳格化の措置が講じられた[注1]。さらに７月には５年に一度の金融工作委員会が開催され、ユニバーサルバンキング（銀行・証券兼営）やオフバランス金融の膨張に対する規制強化、国務院金融安定発展委員会の設置、地方政府の過剰債務取り締まりなどが打ち出された。

金融界からは悲鳴

同時にこの１年、資金需給が引き締められたことも見逃せない。次ページの図は長短金利の推移を示したものだが、2016年11月から長期金利に相当する国債利回りが大幅に上昇していることがわかる。

これには米国が量的緩和政策に終止符を打ち、利上げに転じたことが大きく影響している。元安を防止し資本流出を抑制するためには、内外金利差の縮小を放

天王山の三分野		
重大リスクの予防（特に金融リスクを予防するため、不正金融活動の取り締まり、監督制度の強化に努める）	精度の高い**貧困対策**（全面小康実現の一翼を担う貧困対策を照準を適切に合わせる形で行う）	**環境汚染（特に大気汚染）防止**対策を過剰能力削減、エネルギー転換などにより進める

重点八分野			
供給サイド改革の推進（革新、質を重視した製造強国へ、ゾンビ企業・過剰能力処理、科学技術強化、公益事業改革）	**企業活力の活性化**（資本効率と党の指導、企業統治を重視した国有企業改革、民営企業への差別解消、参入制限のネガリスト化）	**農村振興対策**（都市農村一体発展、農業の供給サイド改革質向上、環境親和型農業）	**広域協調発展戦略**（公共サービスの均等化、インフラ整備のナショナルミニマム実現、各種広域振興計画の推進と雄安新区の建設）
全面対外開放に向けた推進（設立前内国民待遇・ネガリスト制推進、輸入拡大、知財権保護、自由貿易区の推進）	**社会保障レベルの引き上げ**（児童教育・養老年金制度の改善、就業面での各種差別解消、医療改革）	**住宅供給改革**（供給主体・供給チャネルの多元化、持ち家・賃貸並立型住宅政策、不動産市場のコントロール政策の改善）	**生態文明建設の加速**（環境保護、生態修復、国土緑化の推進）

置するわけにはいかないのだ。

しかし、この金利上昇には金融機関の過剰なリスクテイクを抑圧する別の狙いも働いている。特に投資のレバレッジを高めるために、インターバンク市場で短期資金を借り入れて金融商品を組成する取引は、金利上昇によって直撃を受ける。

金利の上昇傾向は、共産党大会開催の前のいっときやや鎮静したが、10月以降は再び上昇傾向が強まり、金融界は一段と資金の逼迫（ひっぱく）を感じるようになっているといわれる。

こうしたなか、最近銀行界が規制強化や資金の逼迫に悲鳴をあげ始め、関係省庁、指導者に対して「このままでは、かえって金融リスクが顕在化しかねない」として、規制強化に猶予を求めたり、利下げなど資金需給を緩和する措置を求める陳情を始めたという記事が載り始めた[注2]。

既視感のある展開

こうみてくると、今後2013年夏と似た展開になりはしないかという危惧を覚える。

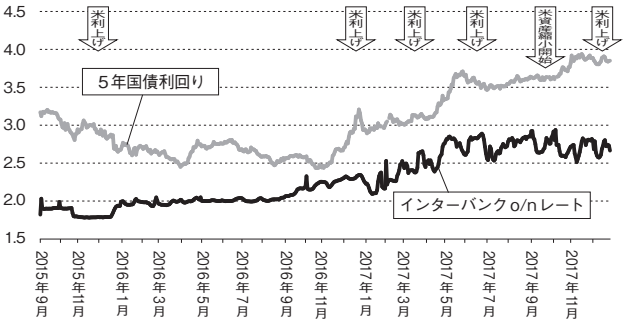
2013年春、国務院総理に就任したばかりの李克強は「経済刺激や政府の投資に頼ろうにもその余地はもう大きくない、市場メカニズムに頼るべきだ」と述べて「リコノミクス」の称号を奉られた[注3]。当時も金融はシャドーバンキングが急拡大し、「実体経済に資金が回っておらず金融が空回りしている」と批判されており、金融当局はお灸を据えるつもりで、資金供給を引き締め気味にしていた。

そうしたところ、2013年６月20日インターバンク市場で一部の銀行が資金を調達できずに市場が緊迫、短期金利が暴騰する「事件」が起きた。隔日もの金利が13.4％という「金融恐慌前夜」のような異常な終値になったのだ。この騒ぎは内外金融関係者に強い衝撃を与えて、その後ちょっとした「信用収縮」が起きるまでに発展してしまったのだ。国務院、金融当局には「経済が、金融がわかっていない」と非難、批判が集中し、結局生まれたばかりの「リコノミクス」は、ほどなく夭折（ようせつ）してしまう。

前述したように、「新常態」路線を続けていたのに、2015年に株バブル崩壊（６月）と人民元切り下げ騒ぎ（８月）が起きて中国経済に対する内外の信認が低下すると、2016年から再び投資アクセルを踏み込む展開になってしまったことも似ている。

引き締め策を講じて、このような「事件」が起きる都度、経済界、金融界が当局を批判し、緩和を求める

図　中国長短金利の推移



出所：長期金利は中証指数有限公司（China Security Index）、短期金利は中国外匯交易中心（SHIBOR）

圧力が高まるのが「お定まり」になっているのではないか。金融界は今回も「事件」が起きて、引き締め策に反撃できる日を心待ちにしているかもしれない。

2018年の中国経済

2018年の中国経済はどのような道行きになるであろうか。

中央経済工作会議の発表をあらためてみてみると、「穏中求進」という四字が目につく。「安定を重視（リスクを回避）するなかで課題を前に進めよ」といった趣旨だが、安定と改革の進展といったものはなかなか両立しないのが世の常だ。

システミック・リスクを気にしなければならない大きな「事件」が起きれば、今回もまた引き締めを緩め、改革に手心を加えざるを得ない展開が予想される。そうなっては大変だ。

７月の金融工作会議において「地方債務の膨張を抑圧する方針を明示し、無責任に債務を膨張させた地方指導者は終身責任を問う」と舌鋒鋭く地方政府を指弾した文言が、中央経済工作会議では消えている。この秋はまさに地方政府がPPP方式を濫用して潜在債務を膨張させていることが大問題になり、内モンゴルなど一部地方では事業の停止が命じられたりもしたが、この点についても言及がなかった。引き締めが過ぎて手戻りに追い込まれるリスクを警戒しているせいかもしれない。

しかし、それでは「穏中求進」にならずに、安定を重視するあまり改革が進まず堂々めぐりの結果に終わるかもしれない。両者のバランスを取ることは簡単ではないだろう。

注１：MPA（マクロ・プルーデンス・アセスメント）考査制度の実施など（「中国の金融引き締め」本誌2017年７月号参照）

注２：Financial Times 2017/12/14 China lenders lobby to soften shadow bank rules、2017-12-17刘煜辉：穿过中国经济的冰与火 など

注３：本誌2013年７月号「「投資依存」と訣別するとき」参照