

2013年6月25日 全4頁

中国：目的は金融秩序回復、結果は市場が混乱

上海銀行間取引金利（SHIBOR）急騰の背景

経済調査部

シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 6月20日にかけて上海銀行間取引金利（SHIBOR）が急騰した。金融当局は、銀行システム以外で調達された資金が、貸出リスクの高い中小企業や期待収益率の低いプロジェクト、不動産に向かっていることに懸念を持っていた。中国人民銀行がオペレーションによって資金を供給し、金利低下を促すことは可能であり、それを敢えてしなかったのは、金融秩序の乱れに対する金融当局の不快感を表明し、金融秩序の回復を促すためであったと考えられる。
- 結局、SHIBOR 翌日物は6月5日の4.62%から6月20日には13.44%へ急騰し、6月24日の上海総合株価指数は前日比5.3%の急落を演じた。金融秩序の回復に向けた荒療治が、金融・資本市場の混乱を招いたのである。
- 金融秩序の乱れに対する中国人民銀行の不快感は十分にマーケットに認識され、アナウンスメント効果としては、所期の目標は達成できたといえよう。SHIBORも6月20日をピークに低下傾向にある。しかし、金融秩序の回復には、まだ時間が必要である。
- 地方政府融資平台やシャドーバンキングについては、負債残高を増やさないことが肝要である。おそらく、政府（省レベル）との関係が密接な貸出先に対しては、ロールオーバー（借り換え）によって、返済期限の長期化と分散化が図られよう。抜本的な処理が行われなければ、単なる先延ばしにすぎないが、それでも中国の経済規模の拡大によって、インパクトの逡減は期待できるようになる。一方で、市町村など下位の地方政府との関係が深く、かつ期待収益率が低い貸出先については、貸し倒れリスクは増大するので注意が必要であろう。

金融秩序の回復を目的とした措置が、金融・資本市場の混乱を招く

中国の金融当局は金融秩序の回復に注力している。中国人民銀行（中央銀行）によると、2013年1月～5月の社会資金調達金額¹は前年同期比 51.7%増の 9.1 兆元（約 149 兆円）に達した。増加率に対する寄与度は、大きい順に信託貸出増加額（14.7%ポイント）、企業債券増加額（8.9%ポイント）、委託貸出増加額（8.5%）などとなっており、10年前に社会資金調達金額の8割を占めていた人民元貸出増加額のウエイトは、2013年1月～5月には46.3%に低下している。

急増した社会資金調達金額の一定程度は固定資産投資に向かっている。しかし、2013年1月～5月の固定資産投資は前年同期比 20.4%増と堅調ながらも、2012年の前年比 20.6%増や2013年1月～2月の前年同期比 21.2%増から伸びが若干鈍化している。調達された資金の多くは、企業の財テクや、不動産投資・投機などに向かっている可能性が高い。

2013年5月20日付け大和総研レポート「中国：社会資金調達急増と景気足踏みのなぜ？」では、社会資金調達金額の急増の一因は重複計上であるとし、「信用力の高い優良企業が、人民元貸出や企業債券発行などで調達した資金を、より高い利回りが期待できる短期の信託貸出²や委託貸出³で運用した場合、社会資金調達金額としては二重にカウントされる」ことを指摘した。企業が財テクに走っているのである。この他、一般投資家から資金を集めた、銀行や信託会社の「理財商品（財テク商品）」が、信託貸出や委託貸出などを通じて、貸出リスクの高い中小企業や期待収益率の低いプロジェクト、さらには不動産に向かっているといった問題もある。

こうした問題は、2008年11月に発動された4兆元の景気対策を実行する過程で膨張した地方政府融資平台（資金調達プラットフォーム）の債務問題と軌を一にする。地方政府融資平台の債務残高は2011年以降厳格に管理されるようになったが、それは、シャドーバンキング（影の銀行）と呼ばれる銀行を経由しない金融の急拡大に形を変え、それを商品として支える「理財商品」の急増が問題視されているのである。

こうした状況下で、中国銀行業監督管理委員会は2013年3月27日に「商業銀行の理財業務における投資管理の規範問題に関する通知」を発表した。具体的には、①非標準化信用資産（市場で運用を行わない貸出資産、信託貸出、委託債権、引受手形、未収金、各種受益権など）の残高は総資産の4%または理財商品の残高の35%のうち低い方を超えてはならない、②理財商品毎に対応する資産を分別管理する、③投資家に対して商品内容やリスクを十分に説明する、ことを求め、理財商品の急拡大に一定の規制をかけようとしたのである。さらに、4月には、銀行に地方政府融資平台向け融資の抑制とリスク管理を強化する通達が出されている。

端午節の連休（6月10日～12日）を前に、上海銀行間取引金利（SHIBOR）が大きく上昇したが、今回は翌日物や7日物だけでなく、季節的な要因の影響を受けることの少ない3ヵ月物、6ヵ月物、9ヵ月物、1年物まで急上昇したこと、さらには連休明けも上昇が続いたことなどが、

¹ 社会資金調達金額とは、金融システムから経済に供給された資金のネット増加額（または減少額）。

² 信託貸出とは、個人や企業が委託者、信託会社を受託者として、別の企業に貸出を行うこと。貸出先、金額、期間、利率などは受託者（信託会社）が決定。

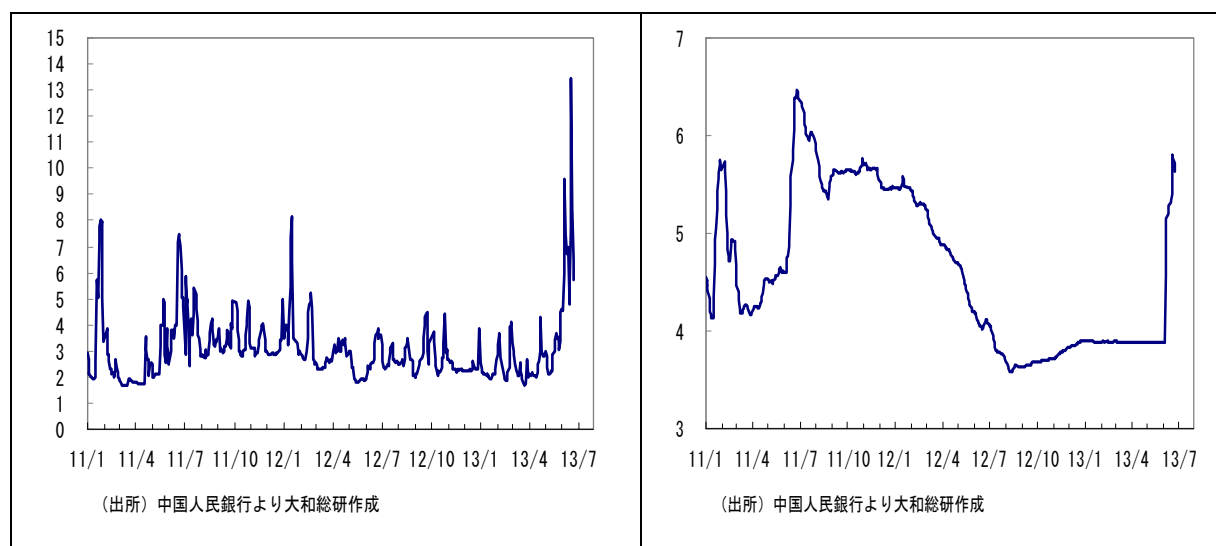
³ 委託貸出は、貸出先、金額、期間、利率などを委託者が決定する点が信託貸出と異なる。

異例な事象として注目された。中国人民銀行がオペレーションによって資金を供給し、金利低下を促すことは可能であり、それを敢えてしなかったのは、上記のような金融秩序の乱れに対する金融当局の不快感を表明し、金融秩序の回復を促すためであったと考えられる（理財商品の一部はインターバンク市場で運用）。

結局、SHIBOR 翌日物は 6 月 5 日の 4.62% から 6 月 20 日には 13.44% へ急騰（その後 6 月 25 日には 5.74% へ低下）、同様に 3 ヶ月物は 6 月 6 日の 3.89% から 6 月 20 日には 5.80% へ上昇（その後 6 月 25 日には 5.64% へ低下）し、6 月 24 日の上海総合株価指数は前日比 5.3% の急落を演じた。金融秩序の回復に向けた荒療治が、金融・資本市場の混乱を招いたのである。

SHIBOR（翌日物）の推移（単位：％）

SHIBOR（3 ヶ月物）の推移（単位：％）



金融秩序の乱れに対する中国人民銀行の不快感は十分にマーケットに認識され、アナウンスメント効果としては、所期の目標は達成できたといえよう。SHIBOR も 6 月 20 日をピークに低下傾向にある。しかし、金融秩序の回復には、まだ時間が必要である。6 月初旬に現地（中国）で行ったマクロ経済に関するヒアリングでは、「中国は短期的な高成長より、構造改革を通じた中長期的な持続的安定成長を目指している」との見方が支配的であった。しかし、その裏にあるのは、今ここで景気刺激を目的に金融緩和策を実施すれば、地方政府融資平台やシャドーバンキングを通じた資金調達が増大し、企業の財テクや不動産投資・投機、期待収益率の低いプロジェクトが助長されてしまう、との危機感ではないだろうか。

この点で重要なのは、金融を緩和することではなく、調達された資金の向け先である。銀行貸出については、6 月 19 日に開催された国務院常務会議で、先進的な製造業、戦略的新興産業、労働集約型のサービス産業、伝統的産業のアップグレードなどに対する貸出を支持する一方で、生産過剰業種による違法な設備増強プロジェクトへの新規貸出は厳禁する旨が示された。今後

は、信託貸出や委託貸出で如何にして優良な貸出先を選別し、リスクを抑制していくかが問われよう。

地方政府融資平台やシャドーバンキングについては、負債残高を増やさないことが肝要である。おそらく、政府（省レベル）との関係が密接な貸出先に対しては、ロールオーバー（借り換え）によって、返済期限の長期化と分散化が図られよう。抜本的な処理が行われなければ、単なる先延ばしにすぎないが、それでも中国の経済規模の拡大によって、インパクトの逡減は期待できるようになる。一方で、市町村などより下位の地方政府との関係が深く、かつ期待収益率が低い貸出先については、貸し倒れリスクは増大するので注意が必要であろう。

以上