

2017年6月1日 全11頁

中国：「脱実向虚」に対する対策を強化

銀行セクターのインターバンク取引規制強化と変わる資金フロー

金融調査部 研究員 矢作 大祐

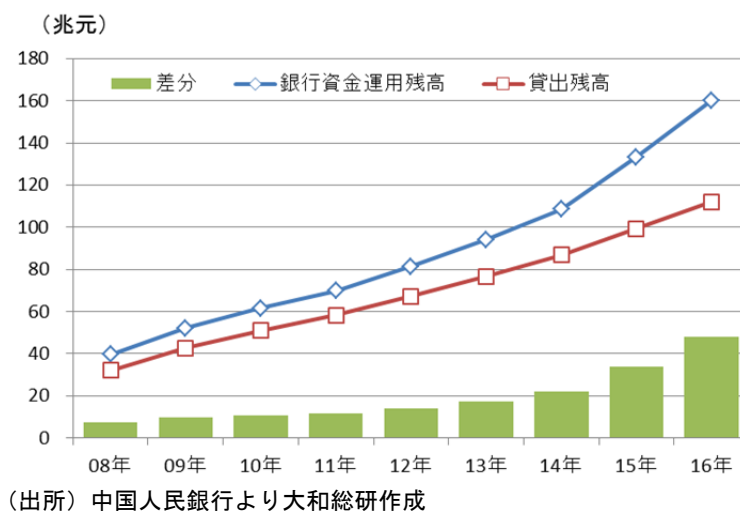
[要約]

- 中国において、良好な資金調達環境を背景に、実体経済だけでなく、非実体経済にも多くの資金が流入してきた。非実体経済への過度な資金流入は、金融・資本市場にショックが発生した際に、金融機関等の脆弱性を高める。そのため、足元、中国当局も「脱実向虚（実体経済から脱し、非実体経済へと向かう）」への警戒心を強めている。
- このような中、中国銀行業監督管理委員会（以下、銀监会）は、3月末より銀行に対する規制・監督強化を立て続けに打ち出した。銀监会は、銀行によるインターバンク取引の増加が、レバレッジ投資や銀行間の持ち合いなど「脱実向虚」を増進させ、金融リスクを高めたと認識し、銀行に対してインターバンク取引の抑制を要求した。
- インターバンク取引を通じた銀行の過度なリスクテイクが是正されれば、銀行の健全性を高め、中国全体の金融リスクの低下が期待できる。他方で、銀行がインターバンク取引の縮小に向かった結果、インターバンク市場や、調達した資金の運用先であった債券市場への資金流入が細り、SHIBOR や債券利回りの上昇につながっている。今後、中国人民銀行や銀监会がいかに市場とコミュニケーションを図り、「脱実向虚」をソフトランディングさせることができるかが注目されよう。

「脱実向虚」と金融リスクの高まり

中国当局は、経済成長に下押し圧力がかかる中、経済成長をサポートするために、市中に十分な流動性を供給するなど良好な金融環境を維持してきた。そのような中で、資金は実体経済から離れ、非実体経済にも向かったようである。経済への資金供給の中核を担う銀行の資産運用残高と貸出残高を比較すると、近年両者のかい離が進んでいる（図表1）。貸出残高が銀行の信用創造を通じた実体経済への資金フローを表すとすれば、資産運用残高とのかい離は、銀行から非実体経済（金融機関や金融・資本市場）に資金が向かったことを意味する。実体経済の成長速度が鈍化し、預貸金利ザヤの縮小や、これまで銀行の大口顧客であった重厚長大産業などの信用リスクが高まる中、銀行は収益を上げるために、資金を非実体経済に振り向けたと考えられる。

図表1 銀行の資産運用残高と貸出残高の推移



非実体経済への資金流入は、金融・資本取引の増加など金融・資本市場の活性化にも貢献する。他方で、非実体経済に大量の資金が流入すれば、資産価格が上昇し、バブルが発生しやすくなる。実際に、中国においても、緩和的な金融環境の中、2015年の株式市場、2016年の債券市場、そして現在の不動産市場と、様々な市場で資産価格が上昇してきた。資産価格が上昇すれば、いつかは下落へと転じうるが、その際には金融機関のバランスシートの悪化や、資金調達といった金融環境の悪化など金融システムに負荷がかかることになる。つまりは、バブルをもたらすような非実体経済への過度な資金流入は金融リスクの上昇を意味する。中国人民銀行が2017年2月に公表した「中国貨幣政策執行報告（2016年第4四半期）」の中で、バブルを抑制するとともに、資金の「脱実向虚（実体経済から脱し、非実体経済へと向かう）」を防止すると指摘したことからもわかるように、足元、中国において金融リスクへの注目度が高まっている。

るといえる¹。

中国当局もただ手をこまぬいているわけではない。2017 年の政策の重点は、金融リスクへの対応に置かれた。2017 年 3 月に開催された第 12 期全国人民代表大会第五回全体会議で公表された「政府活動報告」では、「リスクの防止」が幾度も取り上げられ、中でも金融体制改革の文脈の中で多く用いられた。具体的には、「目下、システミックリスクは全体としてはコントロール可能であるが、不良債権、債券のデフォルト、シャドーバンキング、インターネット金融等に積みあがったリスクについて、より警戒する必要がある」と、金融リスクに関する高い関心が示された²。

また、4 月末には、習近平総書記が主催する中共中央政治局第四十回集団学習會議が開かれ、「金融の安全性」について議論がなされた。「金融の安全性」を維持するために、金融機関のガバナンス強化やシステム上重要な金融機関に対する監督・管理制度の整備、レバレッジの抑制等リスクへの対応、といった任務が提起された³。

「銀監会」が銀行業のインターバンク取引への監督を強化

中国当局の金融リスクに対する注目度が高まる中で、銀行に対する規制・監督を担当する中国銀行業監督管理委員会（以下、銀監会）は、3 月 29 日～4 月 12 日の間に相次いで 7 つの規制・監督強化に関する文書を公表した（図表 2）。これらの文書の中で、注目されるのは、銀行業が抱えているリスクに対する具体的な抑制策を提起した「銀行業のリスク防止工作に関する中国銀監会の指導意見」（以下、「指導意見」）である。「指導意見」において、銀行が抱える 10 のリスクとその対応策が示されているが、とりわけ銀行に与える影響が大きい項目は、流動性リスク、インターバンク業務に関するリスクへの対応である。この二つのリスク対応策の共通点は、いずれも近年増加するインターバンク取引に警戒を示した点にある。

¹ 中国人民銀行「2016 年第四季度中国貨幣政策執行報告」（2017 年 2 月）を参照。

² 中華人民共和国中央人民政府「政府工作報告」（2017 年 3 月）を参照。

³ 中華人民共和国中央人民政府「習近平主持中共中央政治局第四十次集体学習」（2017 年 4 月）を参照。

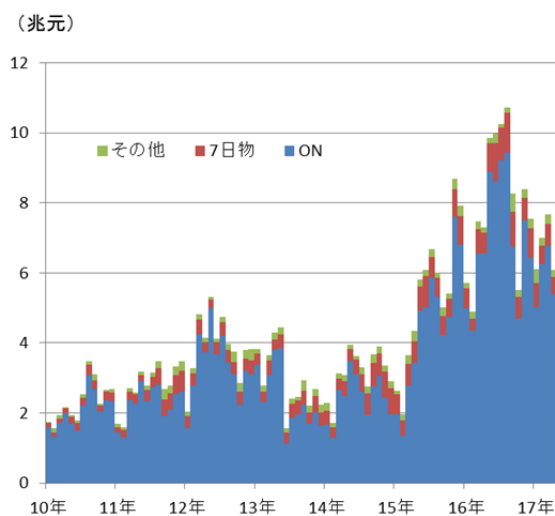
図表 2 銀監会の規制・監督に関する文書リスト

① 銀行業の法律・規則・規定違反行為に対する特別管理工作の実施に関する通知 ≪主な内容≫ ・各銀行は、銀行の内部管理体制の適切性や法令順守に向けた取り組みの有無、流動性リスク等の抑制システムの有無等に関する各行内の状況を調査し、銀監会に報告 ・特に違反行為が発生しやすい業務分野(新サービス領域、貸付、手形関連、インターバンク、理財、クレジットカード)等に関しては重点的に状況把握に努める	3月29日
② 銀行業金融機関の監督・空転・関連輸抜きに対する特別管理工作の要点 ≪主な内容≫ ・各銀行は、監督・空転・関連輸抜きに関する各行内の状況を調査し、銀監会に報告 ・具体的には、監督当局に提出する数値等に関する虚偽の有無、非実体経済内における資金の回転の有無、関連企業・金融機関への資産移転の有無、等が含まれる	3月29日
③ 銀行業の不適切な新サービス提供・取引・インセンティブ・手数料受取に対する特別管理工作の実施に関する通知 ≪主な内容≫ ・各銀行は、新サービスの未許可での提供の有無、インターバンク市場での不透明な取引の有無、理財業務運営の適切性、信託銀行との取引の適切性、経営・人事における不当なインセンティブの有無、不当な手数料受取の有無、等の状況を調査し、銀監会に報告	4月6日
④ 銀行業の実体経済の効率向上サポートに関する指導意見 ≪主な内容≫ ・不良債権処理やデット・エクイティ・スワップ(債務の株式への交換)の推進など供給側改革に即した業務の遂行、ガバナンス等の強化を通じた銀行業の能力向上、監督の強化を通じた銀行業による実体経済への貢献を推進等、銀行業が実体経済をサポートするために取り組むべき内容を発表	4月7日
⑤ 銀行業市場の混乱処理工作の集中実施に関する通知 ≪主な内容≫ ・役職や部門の範疇を超えた業務の実施を抑制するための人事制度・ガバナンス制度を整備するとともに、違法な対外投資や不当な手数料収入等に対する検査を実施するよう要求	4月7日
⑥ 銀行業のリスク防止工作に関する中国銀監会の指導意見 ≪主な内容≫ ・①信用リスク(不良債権処理の加速)、②流動性リスク(資産・負債のミスマッチ抑制)、③債券投資リスク(レバレッジの抑制)、④インターバンク業務に関するリスク(業務量の抑制や透明性の確保)、⑤理財業務に関するリスク(自己資産と預かり資産の区分)、⑥不動産関連リスク(頭金貸し等の禁止)、⑦地方政府債務関連リスク(地方政府融資平台への新規融資の禁止)、⑧インターネット金融関連リスク(P2Pレンディングの整理)、⑨外部ショックリスク(外貨管理に関する法規制の順守)、⑩銀行経営にかかるリスク(行員の違反行為の防止)といった銀行業がリスク管理として取り組むべき内容を発表 ・取り組んだ内容の進捗状況に関して、銀監会に報告	4月10日
⑦ 監督・管理の充足及び監督・管理の効率向上に関する中国銀監会の通知 ≪主な内容≫ ・国際的な金融監督制度を参考にし、国内の銀行業のリスクに適合させながら、監督制度を整備する ・具体的には、株主行動に対する監督の強化、オフサイト・オンサイトモニタリングの強化、情報公開監督の強化、処罰・責任追及の厳格化等	4月12日

(出所) 銀監会より大和総研作成

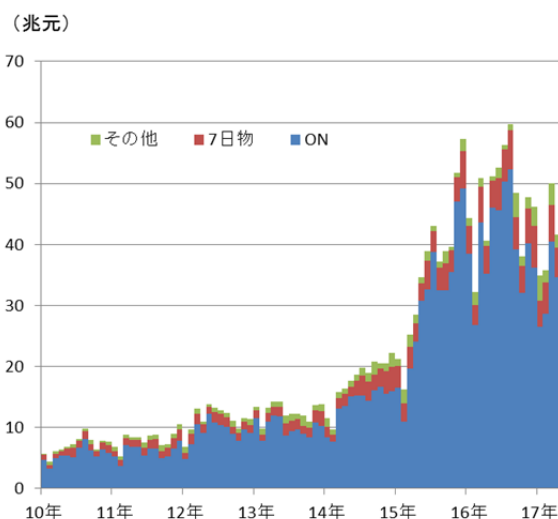
そもそも、中国におけるインターバンク取引の代表的なものとして短期の資金の融通を行うコール取引、債券を担保に資金調達を行うレポ取引が挙げられるが、2015年以降いずれも大きく増加している(図表3、4)。中国のコール取引やレポ取引は、銀行による取引が6～7割を占め、借入期間が7日間までの短期の資金調達が大半を占めるということに特徴がある。コール取引・レポ取引が増加した背景には、中国人民銀行による2015年の相次ぐ預金準備率引き下げや、2016年以降の流動性供給増加を背景に、一部の金融機関に資金余剰が発生し、その資金がインターバンク市場に流入したことが挙げられる。また、コール取引・レポ取引に加えて、2013年末以降、中国当局は金利自由化の推進を目的に、インターバンク市場で銀行が発行する譲渡性預金証書の発行量拡大を目指してきたことから、足元ではその発行規模も急拡大している(図表5)。

図表3 コール取引の取引額（月次ベース）



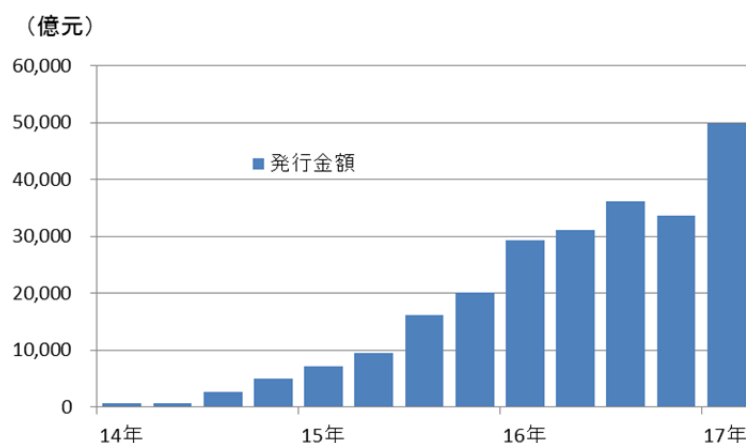
(出所) 中央国債登記結算有限責任公司より大和総研作成

図表4 レポ取引の取引額（月次ベース）



(出所) 中央国債登記結算有限責任公司より大和総研作成

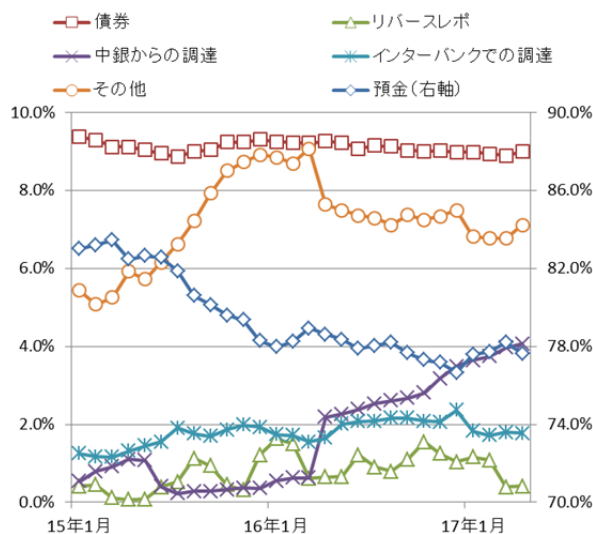
図表5 譲渡性預金証書の発行額（四半期ベース）



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

では、どのような主体がインターバンク取引を増やしたのだろうか。国有銀行の資金調達構造を見ると、大型銀行では預金の占めるシェアが低下傾向にあるものの、2017年4月末時点で8割弱を占めている（図表6）。他方で、中小銀行は、7割弱まで預金のシェアを低下させる一方、インターバンク市場での資金調達を増やしてきたといえる（図表7）。また、資金運用構造を見ると、大型銀行は若干の変動はあるものの、貸出と債券投資が継続的に8割前後を占める（図表8）。他方で、中小銀行は、インターバンクでの資金運用、債券投資、株式及びその他投資といったエクスポージャーを増やした（図表9）。つまりは、中小銀行がインターバンク市場で調達した資金を用いて、非実体経済へと資金を向かわせたものと考えられる。

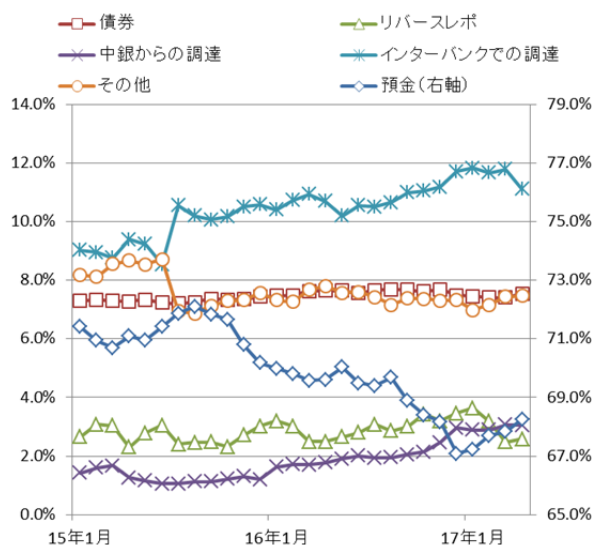
図表6 大型銀行の資金調達構造



（注）大型銀行とは、2008年時点の総資産が2兆元以上の銀行（中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、国家開発銀行、交通銀行、中国郵政貯蓄銀行）を指す

（出所）中国人民銀行より大和総研作成

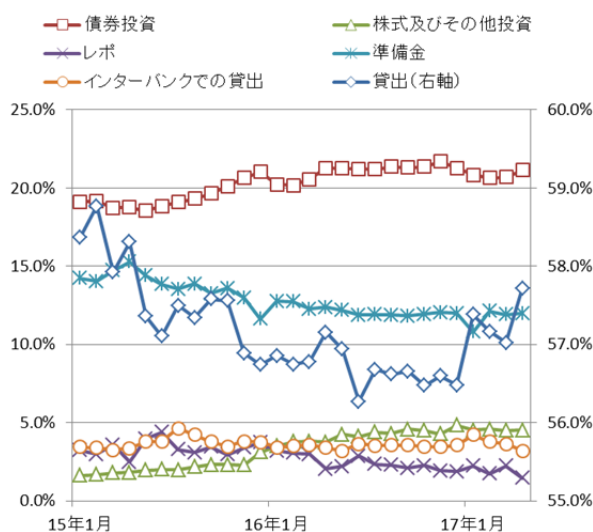
図表7 中小銀行の資金調達構造



（注）中小銀行とは、2008年時点の総資産が2兆元未満の銀行を指す

（出所）中国人民銀行より大和総研作成

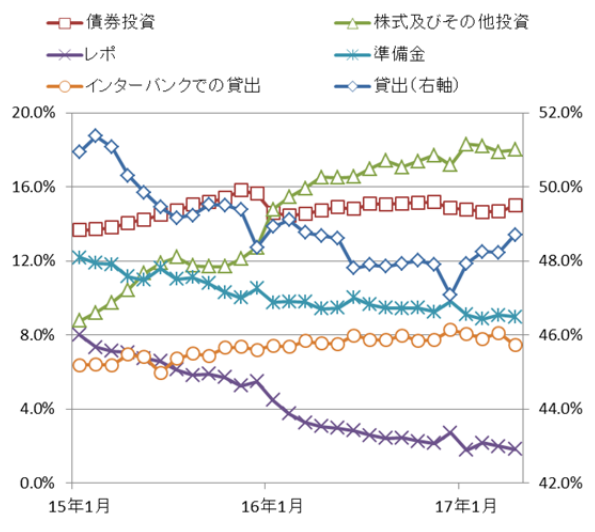
図表8 大型銀行の資金運用構造



（注）大型銀行とは、2008年時点の総資産が2兆元以上の銀行（中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、国家開発銀行、交通銀行、中国郵政貯蓄銀行）を指す

（出所）中国人民銀行より大和総研作成

図表9 中小銀行の資金運用構造



（注）中小銀行とは、2008年時点の総資産が2兆元未満の銀行を指す

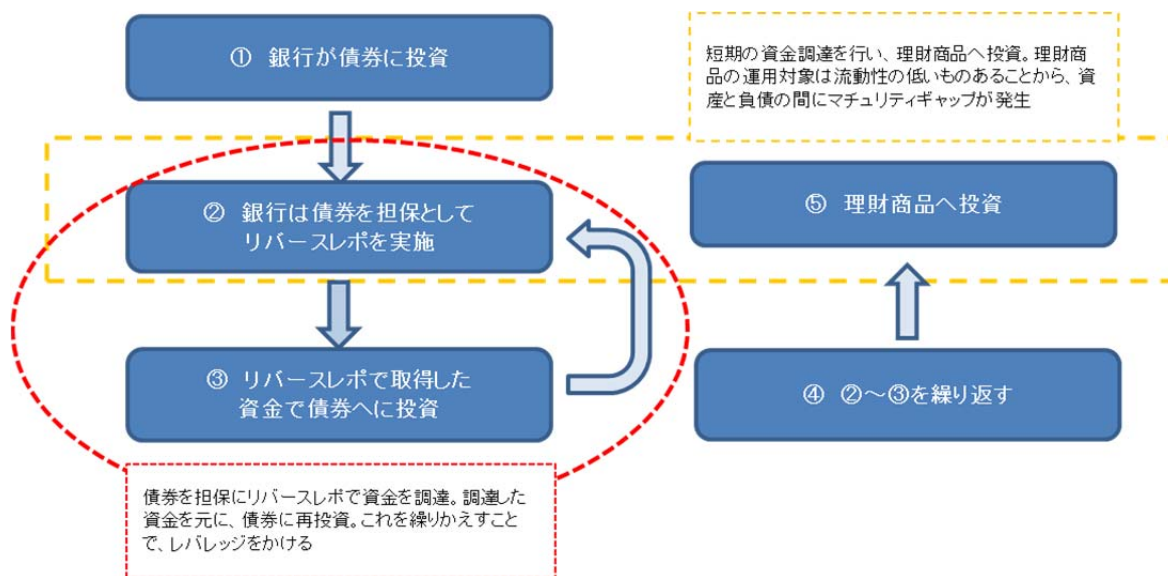
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

銀監会は「指導意見」の中で、このようなインターバンク取引の増加を抑制するよう銀行業に要求した。具体的には、銀行業が抱えるインターバンク業務のリスク量を把握し、リスク削減に取り組むことや、監督当局としてインターバンク業務における違反行為に厳格に対処することなどが挙げられる。また、流動性リスクの抑制に関連して、譲渡性預金証書といったイン

ターバンク取引による資金調達への依存度を引き下げることにも提起された。つまり、中小銀行を中心に、近年増やしてきたインターバンク取引は、今後一転して縮小していく可能性がある

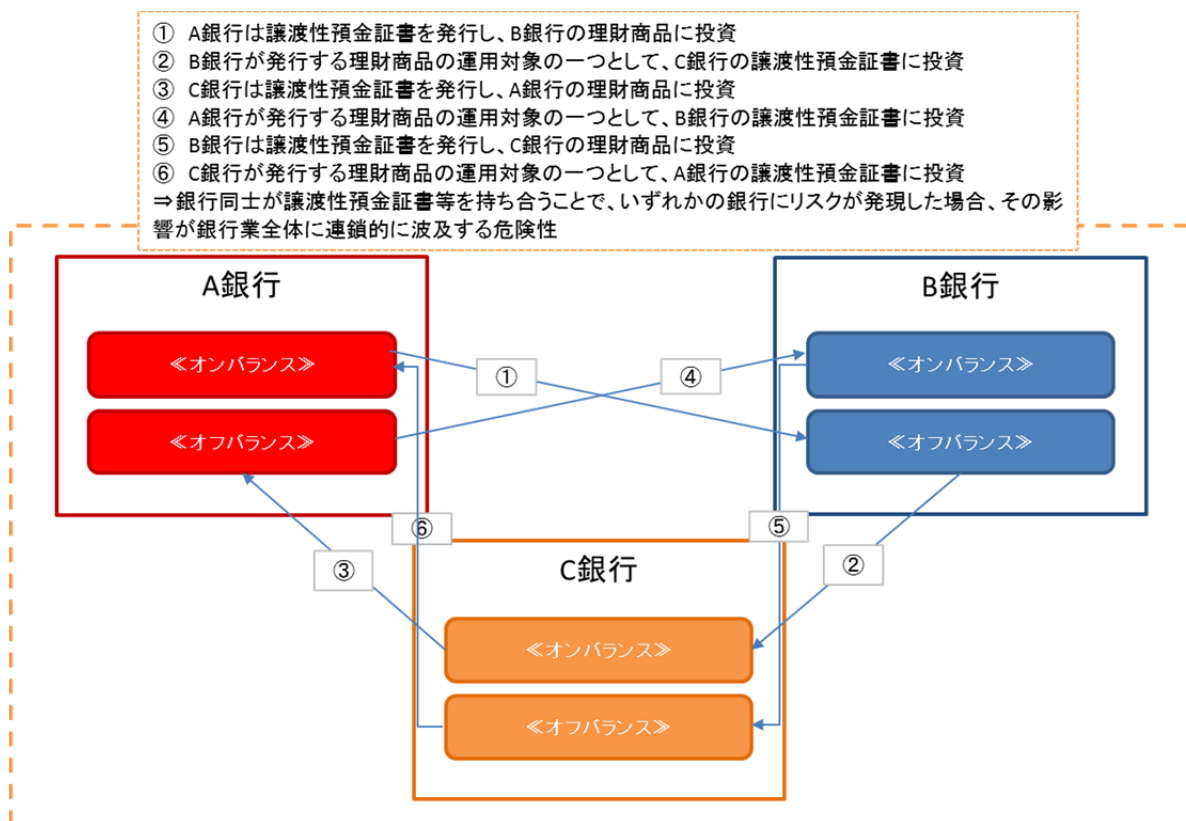
銀監会がインターバンク取引に対する規制・監督を強化した背景には、インターバンク取引が「脱実向虚」を推し進め、金融リスクを高めたと判断したことが挙げられる。「銀行業金融機関の監督・空転・関連鞘抜きに対する特別管理工作の要点」（以下、「要点」）の中では、銀行等が様々な業務を通して金融システムの内部で資金を回し、実体経済には流さずに利益を得る方法の一つとして、インターバンク取引を取り上げている。具体的には、銀行が譲渡性預金証書やレポ取引を通じて低コストで資金を調達し、債券や他行の理財商品等へ投資することで、収益を上げている可能性があることを指摘している。このような銀行の行為は、レポ取引を繰り返すこと等を通じて容易にレバレッジがかかるとともに、債券や理財商品など償還期間が比較的長い金融商品に投資をすることで、資産・負債のマチュリティギャップが拡大することから、銀行の脆弱性を高めるものといえる（図表 10）。また、銀行同士がお互いの理財商品や譲渡性預金証書などを持ち合うことで、いずれかの銀行においてリスクが発現した場合、その影響が銀行業全体に連鎖的に波及する危険性があるといえる（図表 11）。

図表 10 インターバンク市場での資金調達を通じたレバレッジ投資の構図



（出所）大和総研作成

図表 11 譲渡性預金証書などを通じた銀行同士の持ち合いの構図



(出所) 大和総研作成

もちろん、インターバンク取引すべてのリスクが高いわけではない。銀監会は、これまでインターバンク取引で調達した資金が総負債の 3 分の 1 を超えないよう銀行に対して指導を行ってきた。また、報道によると、2016 年より導入された「マクロプルデンシャル評価システム」(レバレッジの高さや資産・負債の構成、流動性の状況に応じて、銀行の健全性をスコアリング管理するシステム) (以下、「MPA」) において、金融システムでの重要性に応じてインターバンク取引量をより厳密に規制したようである。具体的には、総負債に占めるインターバンク取引による資金調達のシェアについて、全国規模のシステム上重要な銀行に関しては 25%、地域規模のシステム上重要な銀行に関しては 28%、通常の銀行に関しては 30% を超えなければ高評価を与えるとされる。例えば、MPA が実施される四半期末において、銀行は規制内容に即してバランスシートを調整するが、2017 年 3 月末時点で、興業銀行、中国民生銀行等の一部の銀行の総負債に占めるインターバンク取引による資金調達のシェアが 30% 前後であった。つまり、インターバンク取引に関して低評価となった銀行、言い換えれば、リスクが高いと評価された銀行も一定程度存在したものと推察される。

また、インターバンク取引に対する規制・監督強化は、理財商品に対する規制・監督の強化という意味合いも持つ。中国において理財商品は 10 数年という短期間で急速に発展してきたも

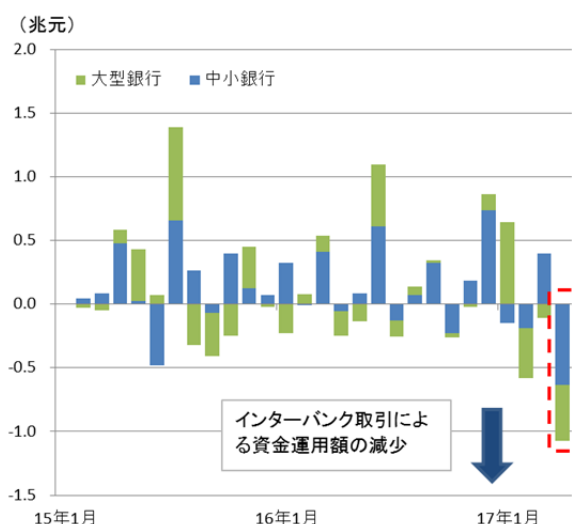
のである。中でも、銀行自身が投資する理財商品は、2015 年末時点において残高が 3 兆元程度であったものが、2016 年末時点には 6 兆元程度と一年間で 2 倍の規模まで拡大した。同時に、理財商品に対する規制・監督の整備も現在進められている最中である。そのような中、近年、銀行は理財商品を発行するものの、運用を証券会社やファンドといった外部に委託する（以下、「委外」）ケースが増えている。「委外」のような様々な金融機関が関わる資産運用業のビジネスモデルは世界において特段珍しいものではないが、中国においては、規制・監督網が整備途中であることを利用し、金融機関が規制・監督の隙間を縫うような行為を行っているという問題がある。例えば、「要点」の中では、「委外」を通じてレバレッジやマチュリティギャップといったリスクを増大させるような事態が発生している可能性を指摘している。また、中国の規制・監督機関は、銀行に対しては銀监会、証券会社やファンドに対しては証券监督管理委员会、保険会社に対しては保険监督管理委员会と、業種に分かれた監督体制が敷かれていることから、「委外」のような業種横断的な業務に対する規制・監督の実施には、一定程度の難度が存在する。そのため、銀监会がインターバンク取引に対する規制・監督を強める背景には、譲渡性預金証書といった資金調達の抑制を通じて、理財商品に流れ込む資金フロー自体を抑え込む、という意図もあったと考えられよう。

規制・監督強化の影響はどこに

銀監会は、各銀行に対して、期限を示して今回の規制・監督強化に即した対応を行うよう指示している。「指導意見」の中では、2017年7月20日までに2017年上半期における進捗状況を、2018年1月20日までに2017年1年間の進捗状況を銀監会に報告することとしている。このような銀監会による規制・監督の強化は、金融リスクに対して厳格に対処する方針を固めたものとして高く評価できる。インターバンク取引を通じた銀行の過度なリスクテイクが是正されれば、銀行の健全性を高め、ひいては中国全体の金融リスクの低下が期待できるだろう。また、非実体経済に向かっていた資金が実体経済へと向かう契機にもなることから、非金融企業等の資金調達環境も改善する可能性がある。

他方で、足元、銀行がインターバンク取引を縮小させる中で、銀行の資金調達構造や、これまで資金が流入していた債券や理財商品への資金フローに変化が生じている。4月以降、国有銀行のインターバンク市場での資金運用、資金調達がともに減少している。大型銀行によるインターバンク市場での資金運用が4,378億元の減少となったことに加え、中小銀行によるインターバンク市場での資金調達・資金運用は、それぞれ6,675億元、6,368億元の減少となった（図表12、13）。中でも、インターバンク市場での資金運用減少の影響は大きい。

図表 12 インターバンク取引での資金運用額

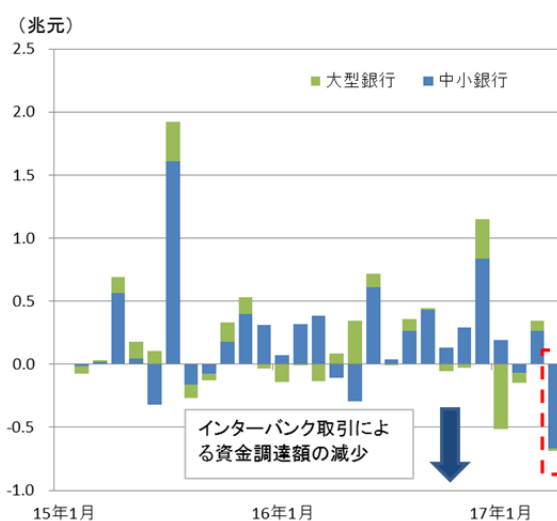


(注1) インターバンク取引残高（資金運用）の前月差

(注2) 大型銀行、中小銀行の区分については図表6、7を参照

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

図表 13 インターバンク市場での資金調達額



(注1) インターバンク取引残高（資金調達）の前月差

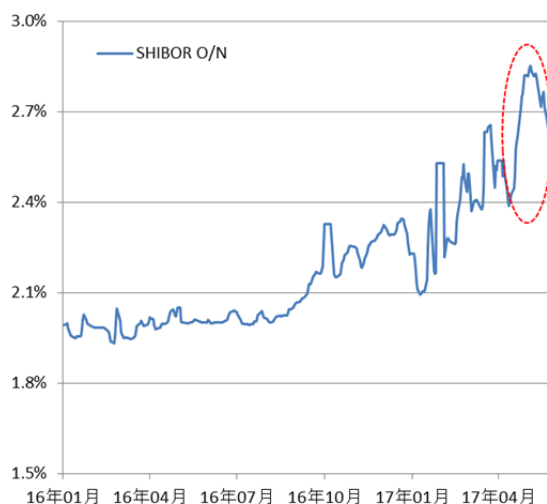
(注2) 大型銀行、中小銀行の区分については図表6、7を参照

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

中国の銀行間金利である「上海インターバンク・オファー・レート」（以下、SHIBOR）は、0/Nが4月初旬に2.5%前後で推移していたが、その後上昇を続け5月前半には2.8%を超えた（図表14）。これは、インターバンク取引を通じて資金調達していた中小銀行の調達コストが上昇したことを意味する。同時に、インターバンク市場で調達した資金の最終的な流入先の一つであ

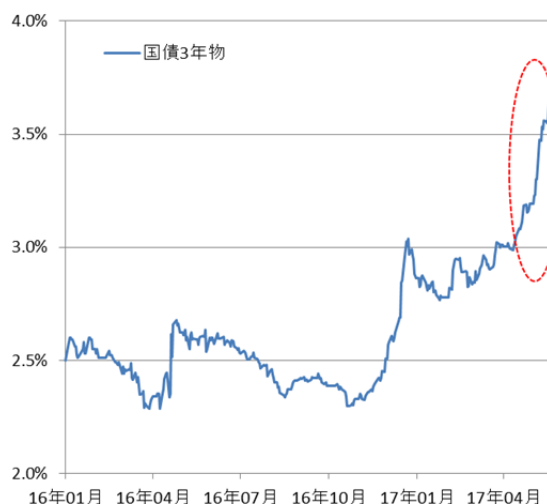
った債券市場を例に挙げれば、銀行による債券投資が減少し、3年物国債の利回りは4月上旬の3%前後から5月中旬には3.6%まで上昇した（図表15）。今後も金利上昇が継続すれば、ゆくゆくは企業の資金調達コストにも波及し、資金繰りにも影響が出かねない。

図表 14 SHIBOR 0/N の推移



（出所）中央国債登記結算有限責任公司より大和総研作成

図表 15 国債 3 年物利回りの推移



（出所）中央国債登記結算有限責任公司より大和総研作成

もちろん、中国人民銀行も5月半ばには、中長期の資金を供給する中期貸出ファシリティ (MLF) 等の流動性供給の拡大を通じて、債券市場の安定化に努めている。足元、SHIBOR や国債利回りの上昇も徐々に収まりつつあることから、中国人民銀行の流動性供給は効果的であったといえる。ただし、①7月20日の報告期限に向け、銀行業によるインターバンク取引の縮小圧力が継続すること、②金融政策の方針を「穏健中立」とするなど大規模な流動性供給は考えにくいこと、を踏まえれば、今後も金融・資本市場に不確実性が残る。中国人民銀行や銀監会がいかに市場とコミュニケーションを図り、「脱実向虚」をソフトランディングさせることができるかが注目されよう。