

2017年12月20日 全12頁

理財商品への規制強化と中国の金融システム

優先される金融危機の防止と進まない市場による金利決定

経済調査部 主席研究員 金子 実
研究員 永井 寛之
研究員 中田 理恵

[要約]

- 中国の銀行の理財商品は、オフバランスのものでも銀行の暗黙の保証が期待されている可能性が考えられることから、銀行に債権に見合った自己資本を求めるマクロ・プルーフ・アセスメント（MPA）における広義の債権に、オフバランスの理財商品を含める規制強化が、2017年から実施された。その結果、銀行預金の2割を超える水準まで増加していた銀行の理財商品残高は、2017年から減少に転じた。
- このことが一要因となって、中国の金融市場全体における資金需給のひっ迫度が高まり、理財商品の利回りのみならず、国債やアリババの電子商取引の決済に利用できる余剰宝の利回りが、2017年に入って上昇している。
- このような中で、金融政策の中で設定される預金基準金利が据え置かれており、銀行預金金利の相対的有利性が低下していることから、銀行預金の増加率が縮小している。そして、中央銀行から銀行への貸出が高止まりしており、銀行の資金を補う形になっている。
- 金融市場における利回りが上昇しているにもかかわらず、中央銀行が、銀行への貸出により銀行の資金を補って、預金基準金利を据え置いているのは、銀行の利鞘の確保による銀行の自己資本の充実を通じて金融危機を防止することを優先しているためと考えられる。
- その一方で、市場による金利決定というもう一つの政策目標は、後回しにされている。市場による金利決定が十分進んでいないことは、中国が国際的な資本取引を自由化しない理由の一つと考えられ、今後も金融危機の防止を優先して、市場による金利決定という政策目標を後回しにし続けるのかが注目される。

1. はじめに

中国経済は、リーマン・ショック以降輸出主導型から内需主導型の経済成長に移行したが¹、それに伴って、中国の非政府・非金融部門の債務残高が急速に増加した²。これは、中国国民の高い貯蓄率が³、金融システムを通じて国内の豊富な投資機会に結び付いた結果であるが、過去に他国で発生した金融危機の多くは、債務残高が急速に増加した後に起こっており、中国政府は、システム的な金融危機を発生させないための金融監督管理体制の改善に力を入れている。

そのような中で実施された金融規制の中で効果の大きかったものの一つに、2017年からの銀行の理財商品に対する規制強化がある。この規制強化は、銀行の理財商品の抑制に効果を発揮したのみならず、中国の金融市場における利回りに少なからぬ影響を与えており、並行してとられている金融政策と併せて、中国における金融システムについての政策の方向性を示すものとなっていると思われる。

本稿では、銀行の理財商品に対する規制強化の内容や影響について、並行してとられている金融政策と併せて見ることにより、中国における金融システムについての政策の方向性を探り、中国の金融システムの今後を考えるための一助とする。

2. 銀行の理財商品に対する規制強化の内容とそれに対する銀行の反応

理財商品は、投資信託のような金融商品で、銀行の理財商品でもオフバランスとされている場合には、銀行は、建前としては、投資先が債務不履行を起こした場合に、保証をする必要がない。このことから、リーマン・ショック以降、中国の銀行は、国内の資金需要が急速に増加したことを受けて、対応する自己資本を考慮しなくてもよい理財商品による資金の融通を、大幅に増加させた。

しかし、実際には、そのような理財商品に投資している人々の多くは、銀行の暗黙の保証を期待しており、理財商品の投資先が債務不履行を起こした場合には、銀行が保証せざるを得なくなるのではないかと考えられている。このことから、銀行に債権残高に見合った自己資本を求めるマクロ・プルーデンス・アセスメント（以下、「MPA」という。）における広義の債権に、銀行のオフバランスの理財商品も含める措置が、2017年からとられた。銀行のオフバランスの理財商品の投資先で大規模な債務不履行が発生し、銀行が保証せざるを得なくなったとしても、銀行が自己資本でカバーできるようにし、システム的な金融危機の引き金とならないようにするための措置である。

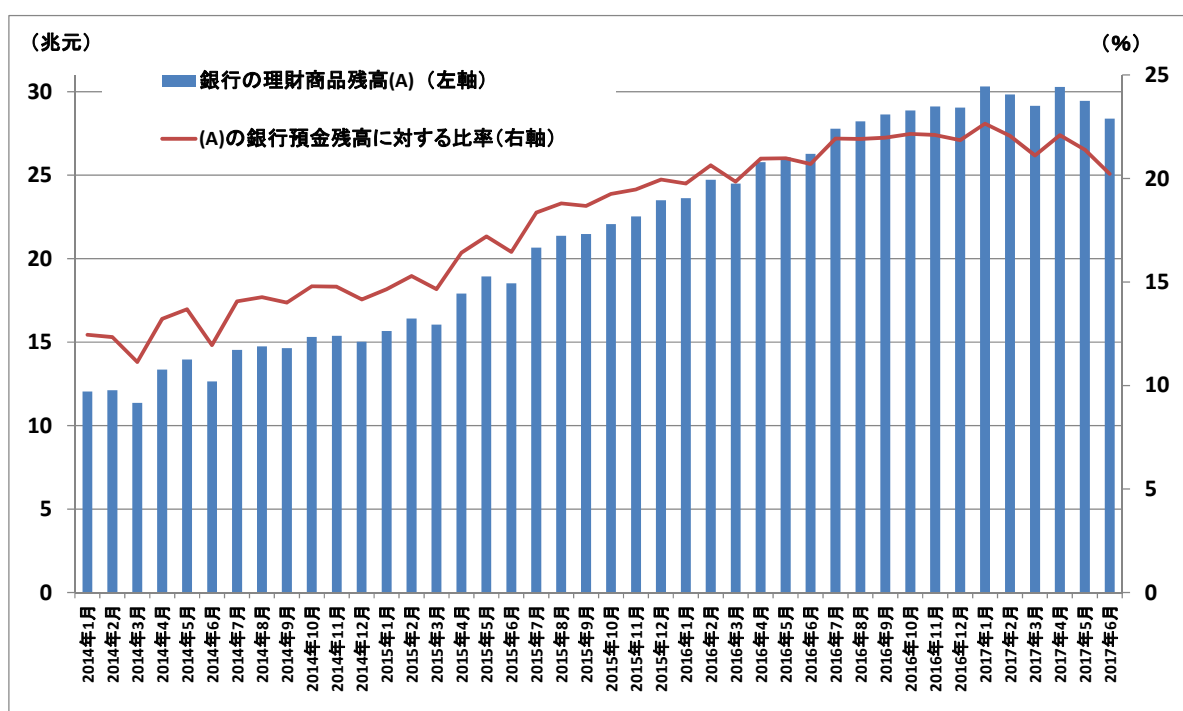
¹ 「高まり続けている中国の国際収支リスク」（金子実/永井寛之/中田理恵）[2017年10月25日]
(http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20171025_012399.html) のP2の図表1、P10の図表8参照。

² 「中国住宅セクターの短期・中長期のリスク」（金子実/永井寛之/中田理恵）[2017年9月8日]
(http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20170908_012282.html) のP3の図表1参照。

³ 「高まり続けている中国の国際収支リスク」（金子実/永井寛之/中田理恵）[2017年10月25日]
(http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20171025_012399.html) のP12の図表10参照。

図表1は、2014年以降の銀行の理財商品残高と、その銀行預金残高に対する比率の推移を見たものである。この図表1を見ると、銀行の理財商品残高もその銀行預金残高に対する比率も、2017年1月までは上昇傾向が続いており、2017年1月には、理財商品残高が30兆元を超え、その銀行預金残高に対する比率は22.5%を超えた。しかし、2017年1月以降両者は減少基調に転じており、2017年1月と同年6月を比較すると、理財商品残高が約2兆元減少し、その銀行預金残高に対する比率は約2%pt低下した。このようなトレンドの変化の背景には、2017年から、MPAにおける銀行の広義の債権にオフバランスの理財商品が含まれることとなった規制強化があると考えられる。

図表1 中国の銀行の理財商品残高とその銀行預金残高に対する比率の推移

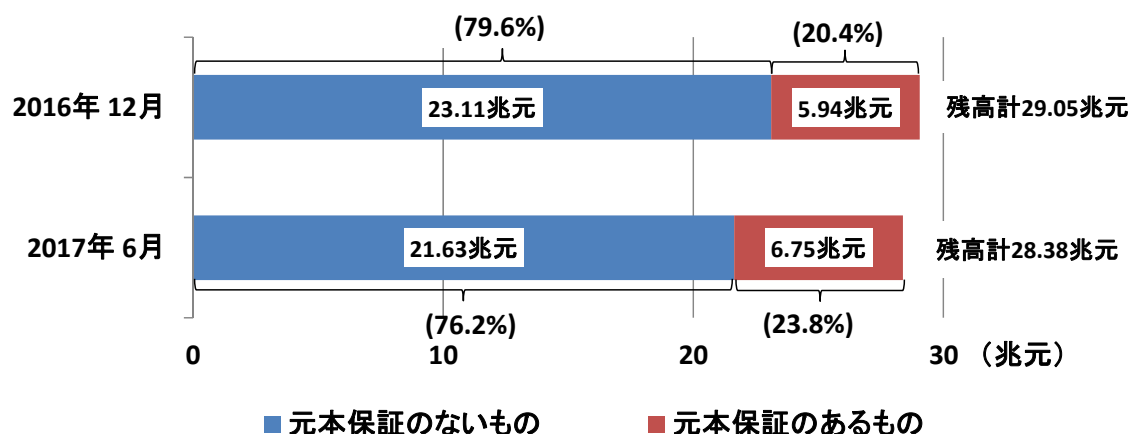


(注) 銀行預金残高は、非金融機関からのもので、広義の貨幣に含まれるもの

(出所) Haver Analytics、銀行業理財登記託管中心より大和総研作成

また、図表2は、銀行の理財商品残高計における元本保証のないものと元本保証のあるものの内訳を、データをとることのできる2016年12月と2017年6月について見たものである。この図表2を見ると、2016年12月には、元本保証のないものが銀行の理財商品残高計の約8割を占めており、リーマン・ショック以降残高の増加した銀行の理財商品は、主として元本保証のないものであったことがわかる。しかし、2017年6月には、元本保証のないものの割合が低下するとともに、銀行の理財商品残高計が減少しており、2017年から、MPAにおける銀行の広義の債権にオフバランスの理財商品が含まれることとなったことを受けて、銀行が元本保証のない理財商品の残高を減少させ、それにより銀行の理財商品残高計も減少したと考えられる。

図表2 中国の銀行の理財商品残高のうち元本保証のないものと元本保証のあるものの内訳



(注) 各月の横棒グラフの上及び下のかっこ書の割合 (%) は、各月の残高計に占める元本保証のないものと元本保証のあるものの割合

(出所) 銀行業理財登記託管中心より大和総研作成

3. 金融市場における利回りの上昇と据え置かれる預金基準金利

3.1 理財商品への規制強化の金融市場における利回りへの影響と預金基準金利の推移

3.1.1 理財商品への規制強化の金融市場における利回りへの影響

銀行は、中国の金融システムにおいて中心的な役割を果たしており、その預金の約 2 割にも上る理財商品に対する MPA による規制強化は、中国の金融市場全体の資金需給に影響を与え、金融市場における各種利回りに影響を与えていると見られる。また、そのことは、中央銀行が金融政策の中で設定している預金基準金利の推移と相まって、金融市場における各種利回りの預金金利と比較しての相対的有利性を変化させていると見られる。

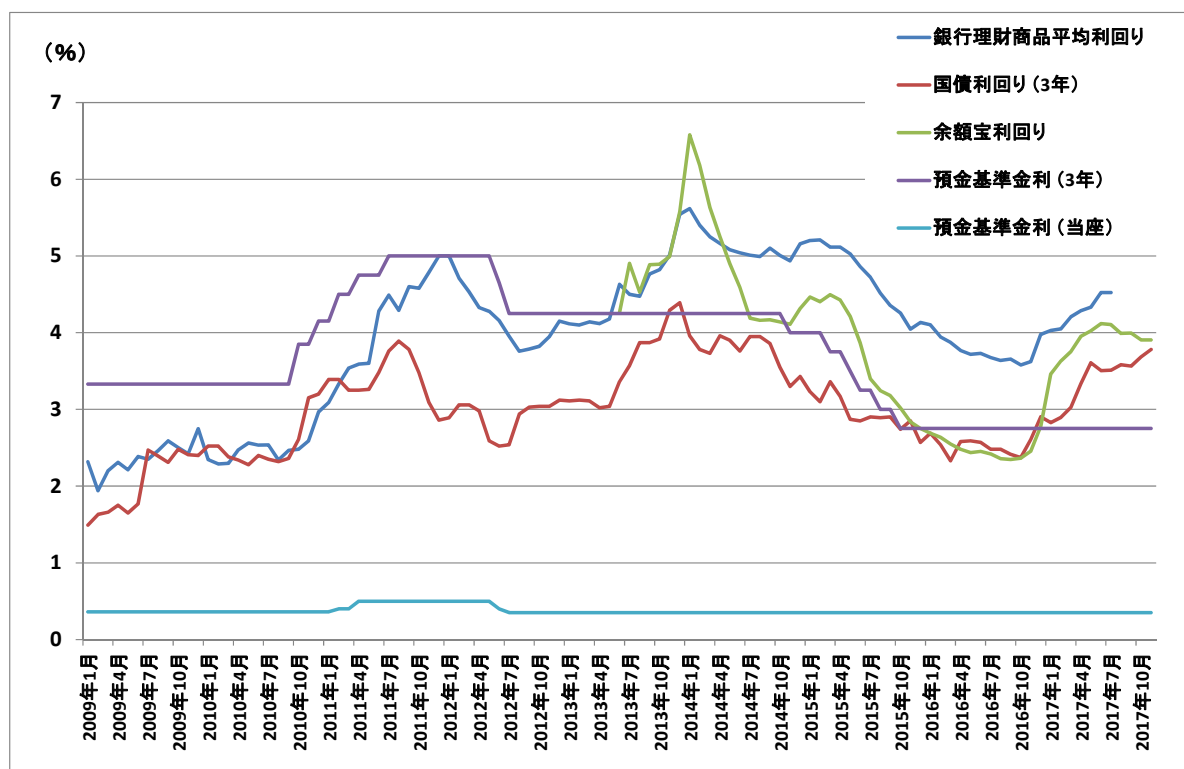
図表 3 は、金融市場における利回りとして①銀行の理財商品の平均利回り、②3 年物国債（人民元建て）の利回り、③アリババの電子商取引の決済に利用できるマネー・マーケット・ファンドである余额宝の利回りの 3 つを取り上げて、それらの推移を見るとともに、銀行の預金金利として、④3 年定期預金金利、⑤当座預金金利の 2 つを取り上げて、それらについて中央銀行が金融政策の中で設定している基準金利の推移を見たものである。

この図表 3 で、まず銀行の理財商品の平均利回りを見ると、2017 年に入って約 1%pt 上昇している。この背景には、銀行のオフバランス理財商品に対する MPA による規制強化の結果、銀行が理財商品を通じた資金融通に消極的となり、銀行の理財商品を通じた資金融通における資金需給のひっ迫度が高まったことがあると考えられる。

次に、3 年物国債利回りを見ると、2017 年に入って 1%pt 強上昇している。この背景には、銀行のオフバランス理財商品に対する MPA による規制強化の結果、銀行の理財商品の投資先が、銀行の理財商品によっては従来通りの資金調達をすることができなくなり、金融市場において他の資金調達源に対する資金需要を増加させたことがあると考えられる。2016 年までも銀行の

理財商品の平均利回りと3年物国債利回りとの間には連動する傾向が見られたが、2017年以降、銀行の理財商品の平均利回りが上昇に転じた局面においても、この傾向は続いている。

図表3 中国の銀行理財商品・国債・余額宝の利回りと預金基準金利の推移



(出所) CEIC、Bloomberg より大和総研作成

2016年末までは、柔軟・適度とされ緩和気味だった金融政策のスタンスが、2016年末からは中立的とされたことが、金融市場における国債等の利回りを引き上げ、それが銀行の理財商品の平均利回りに影響を与えたという逆の因果関係も考えられる。しかし、2016年末から金融政策のスタンスが変更された後も、中央銀行が短期金利に影響を与えるために設定する貸出基準金利は引き上げられておらず、中央銀行の公開市場操作における7日物リバースレポレートや、中央銀行が銀行に貸出を行う常設貸出ファシリティ（SLF）、中期貸出ファシリティ（MLF）の金利も、0.2~0.25%pt 引き上げられたただけである。従って、1%pt 強の3年物国債利回りの上昇の背景には、金融政策のスタンス変更以外の要因があると考えられ、銀行のオフバランス理財商品に対するMPAによる規制強化は、その要因の一つであると考えられる。

次に、余額宝の利回りを見ると、2017年に入ってやはり1%pt 強上昇している。余額宝は、マネー・マーケット・ファンドであり、リスクの低い債券等で資産が運用されている。このことが一つの要因となっており、余額宝の利回りと3年物国債利回りとの間には2016年まで連動する傾向が見られていたと考えられるが、そのような連動の傾向が、2017年に入っても続いている。

3つの利回り（以下、「3つの利回り」という。）の推移を見た結果をまとめると、3つの利回りには以前から金融市場における資金の需給の影響を受けて連動する傾向が見られ、2017年に入って、銀行のオフバランス理財商品に対するMPAによる規制強化が一要因となって金融市場における資金需給のひっ迫度が高まったことから、3つの利回りがすべて上昇したと考えること

ができる。

3.1.2 据え置かれる預金基準金利と金融市場における利回りと預金金利の相対的有利性の変化

続いて、同じく図表3で、中央銀行が金融政策の中で設定している預金基準金利の推移に目を転じる。まず3年定期預金の基準金利を見ると、2017年に入って金融市場における資金需給のひっ迫度が高まり、3つの利回りが上昇に転じた後も、それらとは連動せず、中央銀行が短期金利に影響を与えるために設定する貸出基準金利と同様に、据え置かれている。3つの利回りが上昇しても3年定期預金の基準金利が据え置かれるという関係は、2013年から見られるようになった関係で、2011年に銀行の理財商品の平均利回りと3年物国債利回りが上昇した局面では、3年定期預金の基準金利も引き上げられていた。他方、2015年に3つの利回りが低下した局面では、3年定期預金の基準金利も引き下げられており、2013年以降3年定期預金の基準金利の改定は、引き下げの方向にのみ行われている。3つの利回りの中で3年定期預金金利との裁定関係が比較的強いと考えられる3年物国債利回りとの関係においては、2013年に3年物国債利回りが上昇しても3年定期預金の基準金利が据え置かれた局面では、3年定期預金の基準金利が3年物国債利回りを上回る利回り差が縮小したが、2016年12月からは3年物国債利回りが3年定期預金の基準金利を上回るようになり、2017年に入ってその利回り差が拡大し、直近では約1%ptにまで拡大している。

なお、中央銀行が金融政策の中で設定している預金基準金利は、各銀行が預金金利を設定する際の参考であり、各銀行が設定する預金金利の上限についての規制は、2015年10月に撤廃されている。そして、報道によれば、2017年に入って、いくつかの株式制商業銀行で、1年定期預金の金利は、中央銀行が公表している1年定期預金の基準金利の1.3倍の率にまで引き上げられたとのことである。しかしながら、1年物の国債利回りは、2016年から2017年にかけて1.5倍以上に上昇しており、中央銀行の公表している1年定期預金の基準金利との比較においては、直近では2倍以上の率で推移している。従って、預金基準金利は、各銀行が設定する預金金利の上限についての規制が撤廃された後も、各銀行が設定する預金金利やそれと国債利回りとの関係に、引き続き影響を与えていると見られる。

次に、当座預金の基準金利を見ると、2012年7月以降据え置かれており、2017年に入って3つの利回りが上昇に転じた後も引き続き据え置かれている。3つの利回りの中で銀行の当座預金金利との裁定関係が比較的強いと考えられるのは、少額でもいつでも出し入れできる余額宝の利回りである。2016年末においては、余額宝の利回りが当座預金の基準金利を上回る利回り差は約2%ptであったが、2017年に入って余額宝の利回りが上昇した結果、直近では利回り差が約3.5%ptに拡大しており、銀行の当座預金金利に対する余額宝の利回りの有利性が高まっていると考えられる。

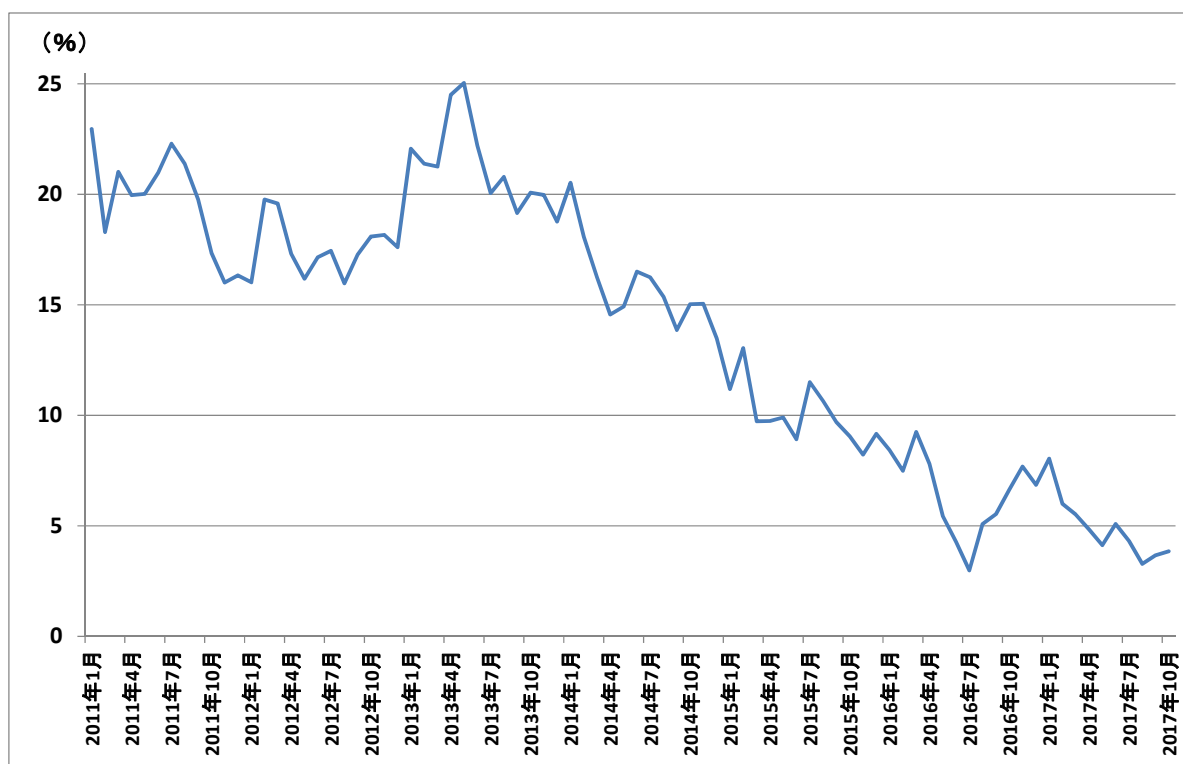
3.2 銀行の預金残高への影響

3つの利回りと預金基準金利とが連動する局面とそうでない局面があることは、3つの利回りと銀行預金金利との間の利回り面での相対的な有利性を変化させ、銀行預金残高に影響を与えていると考えられる。

図表4は、定期預金残高について比較的長期間の時系列データをとることができる企業からの定期預金残高の推移を、前年同月比で見たものである。この図表4を見ると、2013年から定期預金残高の前年同月比増加率が縮小する傾向が続いている。このことは、2013年以降、3つの利回りが上昇しても3年定期預金の基準金利が据え置かれるという関係が見られ始め、3年定期預金の基準金利の改定は引き下げの方向にのみ行われているという既に図表3で見たデータと整合的である。

図表3を見ると、2015年に3つの利回りが低下した局面では、3年定期預金の基準金利も引き下げられており、両者の利回りの相対的な有利性はあまり変化していなかったとも見られる。しかし、3年定期預金の基準金利が引き下げられても、当座預金の基準金利は据え置かれていたことから、3年定期預金の当座預金に対する相対的な有利性が低下していたと見る事ができる。また、2015年の金利低下局面は、いわゆるチャイナ・ショックで資本流出が起こった時期であり、外貨建て資産との関係で、3年定期預金の有利性が相対的に低下していたと見ることもできる。いずれにしても、2015年も定期預金残高の前年同月比増加率の縮小傾向は続いていた。

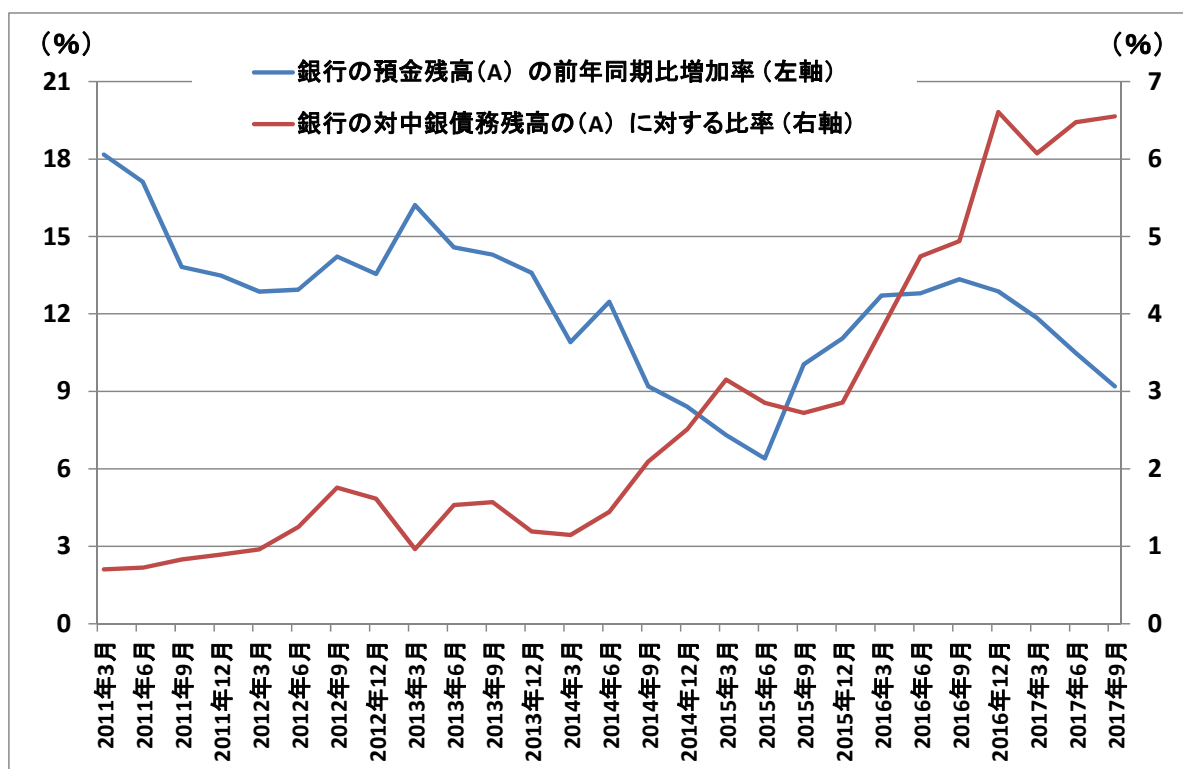
図表4 中国の銀行の企業からの定期預金残高の前年同月比増加率の推移



(注) 定期預金残高は、非金融機関からのもので、広義の貨幣に含まれるもの
(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表5は、銀行の預金残高（個人と企業からの当座預金と定期預金の残高の合計）の前年同期増加率の推移と、銀行の中央銀行に対する債務残高の銀行の預金残高に対する比率の推移を見たものである。この図表5を見ると、2013年から2015年の中ごろまでの銀行の預金残高の増加率は、企業からの定期預金残高の増加率と同様に縮小する傾向が続いている。この背景には、2013年以降、3つの利回りが上昇しても預金基準金利が据え置かれるという関係が見られ始めたことから、銀行預金の相対的な有利性が低下したことがあると考えられる。

図表5 中国の銀行の預金残高（前年同期比）と対中銀債務残高（預金に対する比率）の推移



(注) 預金残高は、非金融機関からのもので、広義の貨幣に含まれるもの

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

しかしながら、2015年中ごろ以降は、企業からの定期預金残高の増加率の推移とは異なり、銀行の預金残高の増加率は、2016年末まで再び拡大している。2015年には、いわゆるチャイナ・ショックが起こったことから、金融緩和策がとられて、貸出・預金基準金利が引き下げられるとともに、中央銀行から銀行への中期貸出ファシリティ（MLF）などを通じた貸出が増加した。銀行は、中央銀行から借り入れた資金を使って、貸出基準金利が低下した状況において貸出を増やし、それが銀行に還流した結果、銀行の当座預金残高の増加率が拡大し、銀行の預金残高合計の増加率も拡大したと考えられる。図表5で、銀行の中央銀行に対する債務残高の銀行の預金残高に対する比率の2015年中ごろから2016年末までの推移を見ると、急速に上昇しており、中央銀行から銀行への貸出が増加した結果と考えられる。

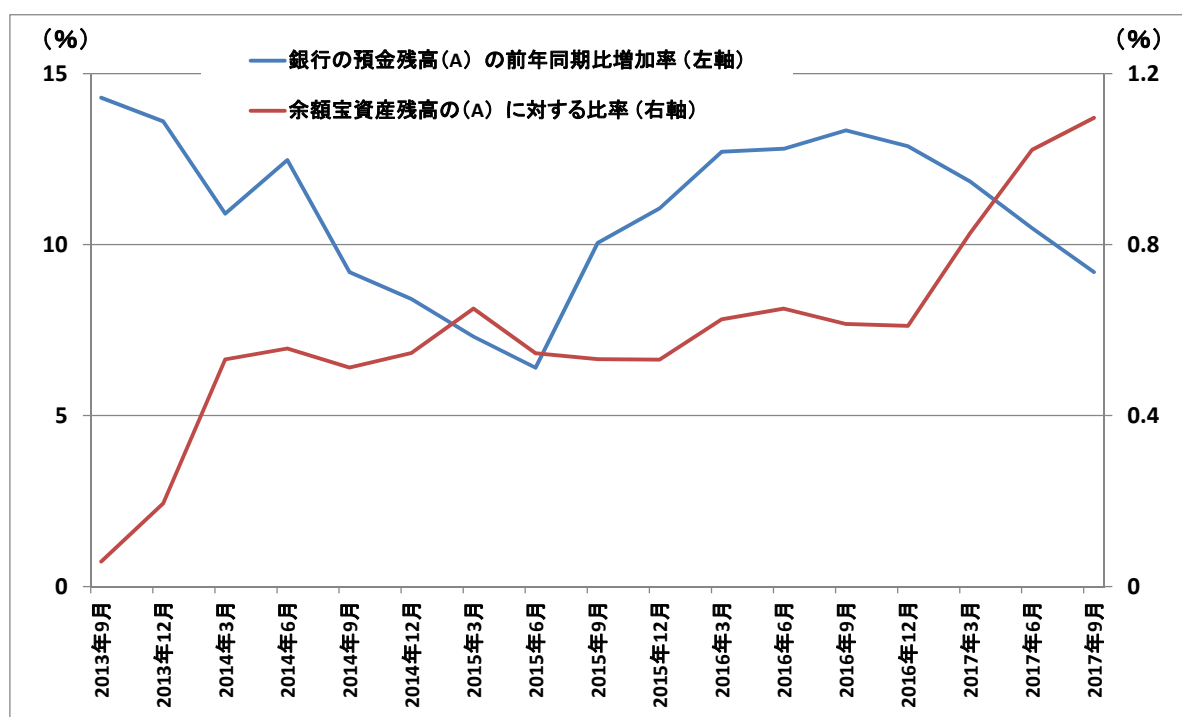
2017年に入って、銀行の預金残高の増加率は、再び縮小している。この背景の一つとしては、2016年末までは柔軟・適度とされ緩和気味だった金融政策のスタンスが、2016年末からは中立

的とされ、中央銀行から銀行への貸出の増勢が鈍化したことが考えられる。しかし、図表5を見ると、銀行の中央銀行に対する債務残高の銀行の預金残高に対する比率は、増勢が鈍化してはいるものの高止まりしており、中立的な金融政策に対応しているとは言えるかもしれないが、金融引き締め策に対応しているとは言い難い。両者の関係は、銀行の預金残高の増加率が縮小傾向となった中で、中央銀行が銀行への貸出を高止まりさせることで、銀行の資金を補っている形になっている。

むしろ、銀行預金残高の増加率が2017年に入って再び縮小した主たる理由は、3つの利回りが2017年に入って上昇して、銀行の預金金利の相対的な有利性が低下したことであると考えられる。図表6は、銀行の預金残高の前年同期比増加率の推移を、銀行の当座預金との裁定関係が比較的強いと考えられる余额宝の資産残高の銀行の預金残高に対する比率の推移と併せて見たものである。この図表6を見ると、余额宝の資産残高の銀行の預金残高に対する比率は、2014年から2016年まではほぼ横ばいであったが、2017年に入って顕著に上昇している。この推移の背景には、2014年から2016年までは余额宝の利回りは低下傾向であったが、2017年に入って余额宝の利回りが上昇に転じ、銀行の当座預金金利に対する相対的な有利性が高まったことがあると考えられる。

余额宝の資産残高の銀行の預金残高に対する比率の2017年に入ってからの上昇幅は0.6%pt弱で、銀行の預金残高の増加率の縮小をそれだけで説明できる大きさではない。図表3で見たとおり、国債の利回りも2017年に入って上昇し、その銀行の預金金利に対する相対的な有利性が高まっていることから、銀行の預金残高は、余额宝だけではなく、国債などの債券にもシフトして、その増加率が2017年に入って縮小したと考えられる。

図表6 中国の銀行の預金残高（前年同期比）と余额宝資産残高（預金に対する比率）の推移



(注) 預金残高は、非金融機関からのもので、広義の貨幣に含まれるもの

(出所) Haver Analytics、Bloomberg より大和総研作成

4. 理財商品への規制強化と併せてとられた金融政策が示す政策の方向性

4.1 銀行の利鞘の確保による銀行の自己資本の充実を通じた金融危機の防止

以上においては、2017年からの銀行の理財商品に対する規制強化により3つの利回りが上昇したにもかかわらず、中央銀行が金融政策の中で預金基準金利を据え置いていることにより、銀行の預金残高の増加率が縮小していることを見た。そして、その一方で、中央銀行は、銀行への貸出を高止まりさせて、銀行の資金を補っている形になっていることを見た。

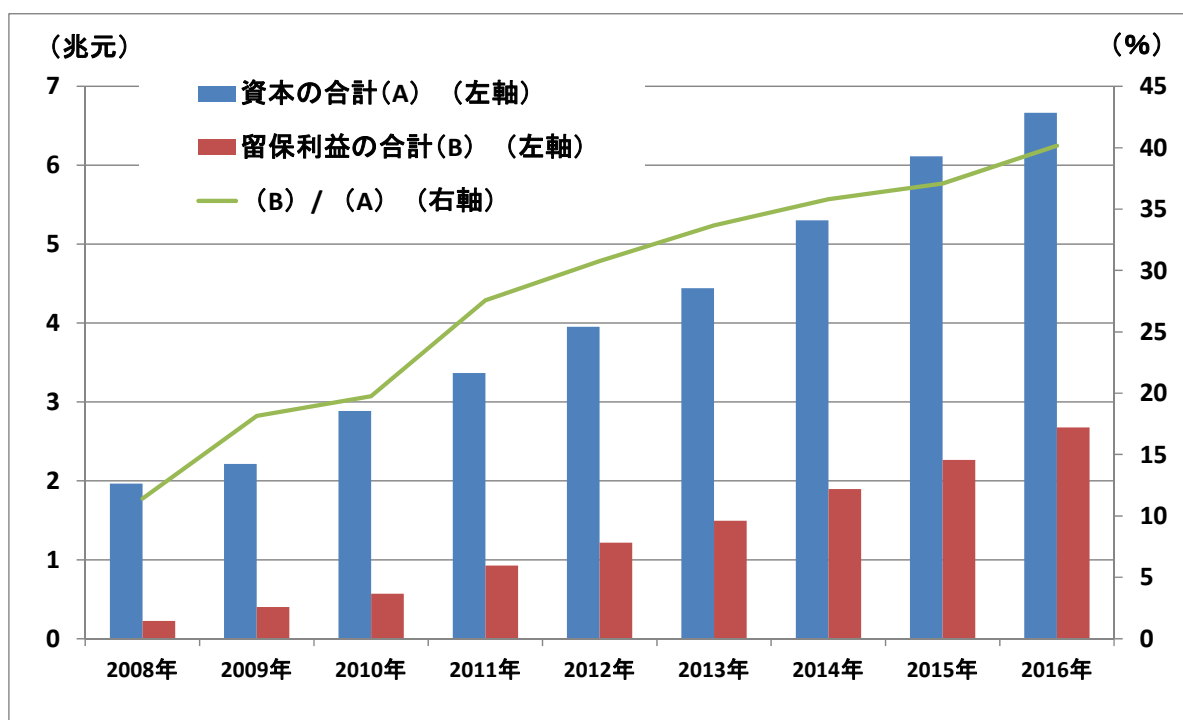
金融市場における3つの利回りの上昇にあわせて預金基準金利も引き上げれば、銀行預金の増加率の縮小に歯止めがかかる可能性があるにもかかわらず、なぜ中央銀行は、銀行の資金を補って、預金基準金利を据え置いているのだろうか。その理由の一つは、預金基準金利を引き上げると、銀行の貸出金利と預金金利の差が縮小し、銀行の利鞘が縮小して、銀行が自己資本を充実しにくくなると考えられていることであると思われる。

非政府・非金融部門の債務残高が高水準となる中で、システム的な金融危機を発生させないことが中国の金融関連施策の最低ラインとされており、金融危機を防止するためには、銀行の自己資本の充実を図る必要がある。銀行の自己資本の充実が図られていれば、銀行に不良債権の増加などの負荷がかかっても、銀行が自力で対応する可能性が高まり、システム的な金融危機に発展する可能性が低くなるためである。このことから、中央銀行は、預金基準金利の設定にあたって、銀行への貸出額の決定にあたって、銀行が自己資本を充実しやすい状況を作るよう配慮していると考えられる。

図表7は、中国の5大商業銀行の資本の合計と、資本の構成要素である留保利益の合計と、後者の前者に対する比率の推移を見たものである。この図表7を見ると、資本の合計が毎年増加しており、貸出などの増加に対応した自己資本の充実が図られていると見られる。そして、それと並行して、資本の構成要素である留保利益の合計が増加するとともに、その資本の合計に対する比率が上昇している。このことは、自己資本の充実が、留保利益の増加に大きく依存して図られていることを意味している。

中国の銀行セクターにおいては、国の出資を受けた銀行のシェアが高い。銀行の留保利益の増加による自己資本の充実、国の財政負担による新たな出資を必要としないことから、中国政府にとって望ましい自己資本の充実方法の一つであると考えられる。

図表7 中国の5大商業銀行の資本の合計と留保利益の合計の推移



(注) 5大商業銀行は、中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、交通銀行
(出所) CEIC より大和総研作成

4.2 後回しにされる市場による金利決定というもう一つの政策目標

それでは、金融市場における利回りより低く預金金利を設定することは、どの程度可能なのだろうか。両者間の利回り差は、銀行預金から他の資産運用手段への資金流出のインセンティブとなることから、そのように設定された預金金利は、このような利回り差による銀行預金からの資金流出が大規模になり過ぎないようにコントロールできる範囲においてのみ維持することができる。そして、銀行預金からの資金流出が大規模になり過ぎないようにするためには、他の資産運用手段に対する規制が必要となる場合が多い。

リーマン・ショック以降銀行の理財商品の残高が増加した背景の一つは、銀行の側で、理財商品であれば対応する自己資本を考慮しなくてもよかったことであることを既に見たが、別の背景として、資産運用者の側で、理財商品の利回りの預金金利と比較しての相対的有利性が高まったこともあったのではないかと考えられる。図表3で、銀行の理財商品の平均利回りと3年定期預金の基準金利の2009年からの推移を比較すると、2013年までは後者が前者を上回っていたが、2013年からは前者が後者を上回っている。そして、図表1で見たように、銀行の理財商品残高の銀行預金残高に対する比率は2014年から2016年まで増加し続けたが、これは、銀行の理財商品の平均利回りが3年定期預金の基準金利を上回った状況においてのことであった。そして、2017年から銀行の理財商品に対する規制が強化され、銀行の理財商品残高の銀行預金残高に対する比率が低下に転じたが、この規制強化は、少なくとも結果的には、銀行預金から理財商品への資金のシフトに歯止めをかけるものになった。

また、2017年に入ってからは、余額宝の利回りが銀行の預金金利を上回る差が拡大し、銀行預金が余額宝にシフトしていると思われる。そのような状況の中で、報道によれば、2017年に入って、1人当たりの余額宝への投資額の上限が引き下げられたとのことである。

中国政府は、市場による金利決定を、システミックな金融危機の防止とともに、政策目標としている。しかし、いくら金融市場における資金需給により変動する利回りがあっても、そのようにして利回りが決まる資産の運用に対する規制が強まれば、市場による金利決定が進んでいるとは言えない。そして、預金基準金利が金融市場における利回りから乖離すればするほど、金融市場における資産運用に対する規制を厳しくすることが必要となり、市場による金利決定という政策目標は後回しにされる。

市場による金利決定という政策目標が後回しにされると、国際的な資本取引の自由化の実現可能性も遠のく。国際的な資本取引が自由化されると、中国の銀行の預金が外国の資産に流出する可能性が広がるが、中国政府は外国における資産運用を規制することができないからである。

中国政府は、2015年のいわゆるチャイナ・ショック以降の資本流出を、資本取引規制の執行強化により反転させたが、市場による金利決定が十分に進んでいなかったことは、その機会に国際的な資本取引を自由化しなかった理由の一つであったことが考えられる。中国政府が今後どの程度長期に資本取引規制を維持できるかについては様々な見方があるが⁴、中国政府自体が市場による為替レート決定も政策目標としており、今後も金融危機の防止を優先して、市場による金利決定を後回しにし続けるのかが注目される。

⁴ この点についての筆者の見方については、以下の大和総研レポートを参照されたい。
「高まり続けている中国の国際収支リスク」（金子実/永井寛之/中田理恵）[2017年10月25日]
(http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20171025_012399.html)