

景気に配慮しつつ金融リスクの抑制に取り組む中国

～年後半には緩和気味な金融政策への変更も～

王 雷軒

要旨

4～5月の経済指標からは、小売売上は底堅さを維持したほか、輸出も堅調に推移したものの、固定資産投資は鈍化が続いており、景気は持ち直しに一服感が見られる。こうしたなか、中国政府は4月から景気に配慮しつつ金融リスクの抑制に積極的に取り組んでいる。

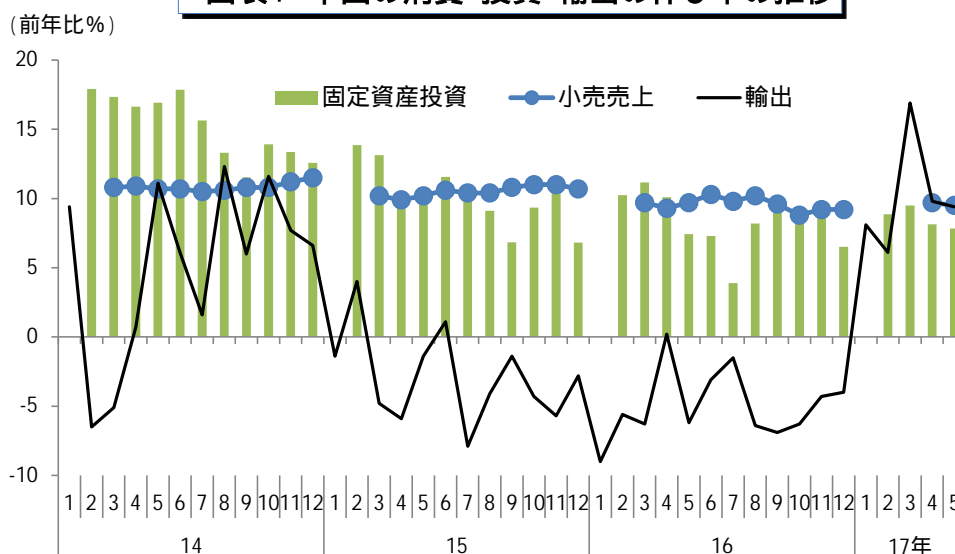
しかし、その手段であるターム物金利の高め誘導は既に地方政府の地方債発行に影響を及ぼしていると思われる。年後半には市場金利の低下を誘導し、これまでの引き締め気味と見られる金融政策を緩和気味に切り替える可能性もあるだろう。今後の金融政策を展望する上でも、7月下旬に開催予定の党中央政治局会議に注目しておきたい。

景気は持ち直しの動きに一服感が見られる

17年1～3月期の実質GDP成長率は前年比6.9%と、輸出の持ち直しが進んだほか、固定資産投資も拡大したことなどを受けて、7～9月期（同6.7%）、10～12月期（同6.8%）から小幅ながら伸びが高まった。

ただし、4～5月の経済指標を確認すると、小売売上は底堅さを維持したほか、輸出も堅調に推移したものの、固定資産投資は鈍化したこともあり、景気は持ち直しの動きに一服感が見られる（図表1）

図表1 中国の消費・投資・輸出の伸び率の推移



(資料) 中国国家统计局、海関総署、CEICデータより作成

(注) 1月の固定資産投資と1～2月小売売上の数値は発表されていない。

先行きの成長率は小幅な鈍化に転じる可能性が高いものの、過度な懸念は不要

先行きについては、政府の住宅価格抑制や販売禁止などの政策による影響が本格化すると見られるほか、鉄鋼や石炭などにおける過剰生産能力の削減が続けられることや、金融監督の強化などに伴って不動産向け、製造業向けの投資が小幅減速すると見込まれることなどから、成長率はやや鈍化する可能性が高いと思われる。

ただし、個人消費は堅調さを維持するほか、海外経済の持ち直し基調を背景に、輸出も底堅さが継続すると予想されることや、今秋頃に大幅な人事刷新が見込まれる共産党大会の開催を控え、インフラ整備を継続すると見られるため、成長率が多少減速しても、過度に懸念する必要はないだろう。

以下では、5月下旬以降の元レートの動きを簡単に紹介したうえで、当局の金融リスク（為替リスクや銀行業の抱えるリスク）への取組み、現行の金融政策や先行きを考えてみたい。

図表2 ドル・人民元レートの推移(中間値)



(資料) CEICデータより作成 直近は17年6月19日。

中国の信用格付けが引き下げられたものの、当局介入等によって予想外の元高へ

5月24日に米格付け会社であるムーディーズ・インベスターズ・サービスが中国の信用格付けを「Aa3」から「A1」に引き下げた。これを受けて一時的に元安が進んだが、財政部（日本の財務省に相当）がこの引下げについて「適切ではない」との見解を示し、金融当局の元買いが実施されたとみられることなどから反転元高となり、6月15日には一時1ドル=6.785元と16年11月以来の元高水準となった（図表2）。

元レートの設定
方法は変更

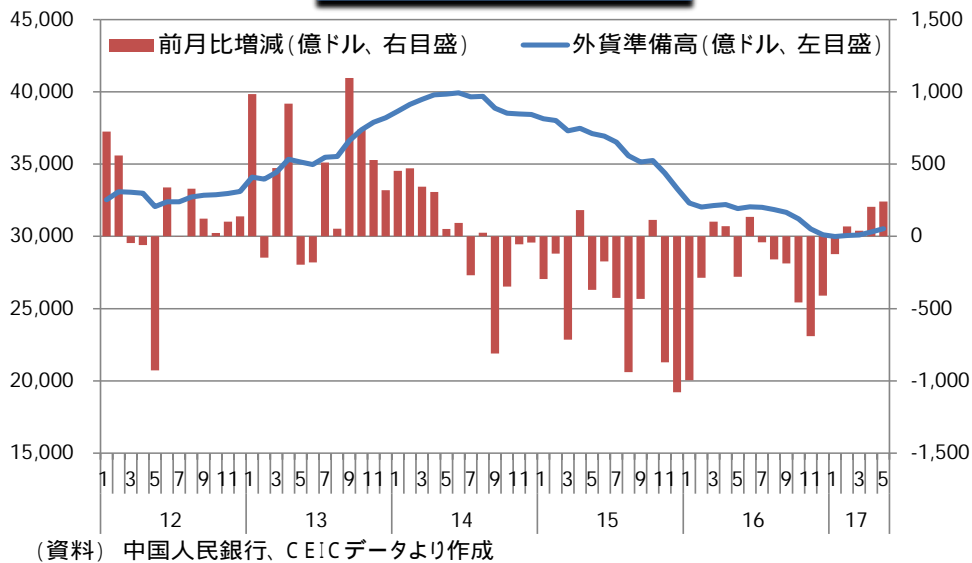
なお、オンショア市場だけではなく、国有商業銀行を通じて香港の銀行間取引市場への介入を実施したとみられ、香港オフショア市場の元レート（CNH）も急反発した。このように、米利上げの直前で、党大会の開催を控えるなか、金融当局が元安を阻止する姿勢が鮮明になったと思われる。

また、中国外貨取引センター（CFETS）は5月26日の記者会見で、元の中心レート（中間値）の設定方法に「反循環的要因」（countercyclical factor、中国語：逆周期因子）の導入を検討していることを発表した。「反循環的要因」とは、前日の相場が大きく変動した場合、中心レートの過度な変動を抑制する仕組みとされる。この新たな方法では、中心レートのクォートを提示する各金融機関は、前日の午後4時30分時点の終値と通貨バスケットの変動に加えて、この「反循環的要因」を考慮することになる。

その背景については、CFETSによると、中国の為替市場は非合理的な期待で動く習性があり、これにより非現実的な需給が発生し、オーバーシュートのリスクを抱えているためとしている。今回の「反循環的要因」の導入で「大衆行動」を抑制し、投資家が経済のファンダメンタルズにより活動するよう促すことが期待されている。

この仕組みをいつから導入するかは不明であるが、いずれにしても、この発表からは、元レートの安定をめぐる当局が公式に説明しているよりも実際には強い警戒感を抱き、神経質になっているのではないかということが考えられる。

図表3 外貨準備高の推移



外貨準備の減少
に歯止めがかか
った

一方、外貨準備高(5月)は4月末から240億ドル増加し、3兆540億ドルとなった。前年比は4.3%となったものの、前月比では4ヶ月連続で増加し、7ヶ月ぶりの高水準となった(図表3)。

国家外貨管理局(6月7日)は、外貨準備高の増加要因について、最近海外への資金流出が止まったため、外貨需給が基本的に均衡する方向にあると説明している。また、米ドル以外の通貨が対米ドルレートで上昇したこと、資産価格が上昇したことも、中国の外貨準備高の増加要因となった。

銀行業のリスク
を抑制するた
めの具体的な取
組み

中国政府はこうした為替リスクへの対応だけでなく、銀行業の抱えるリスクを抑制するため、次のような体制整備や規制強化などに取り組んでいる。

第一に、2月に改革派とみられる郭樹清氏が中国銀行業監督管理委員会(銀监会)のトップ(主席)に就任し、4月に銀监会が「銀行業のリスク防止・制御措置に関する指導意見」を公表したことである。具体的には、理財商品の最終投資先の資産の把握や必要な引当金の計上、資金プールによる理財商品の管理禁止、緊急時の流動性確保手段の準備、不動産開発プロジェクトの受益権など流動性の低い資産である「非標準化債権」への投資規制の導入、金融商品の投資家向け情報開示の強化などが銀行に要求されている。

第二に、4月25日に党中央政治局による「国家金融安全の維持」に関する第40回集団学習が行われ、習国家主席は金融安全が国家安全の重要な構成要素であり、経済の安定的かつ健全な成長の重要な基礎であると強調した点である。

第三に、中国人民銀行が16年から金融機関の資産の質を査定するマクロブルーデンス評価システム(MPA)の運用を開始しているが、17年4月から銀行が組成した理財商品も広義の貸出とみなして査定対象にするなど金融監督も強化した点である。

短期市場金利の
誘導には期間別
の方向性に違い
がある

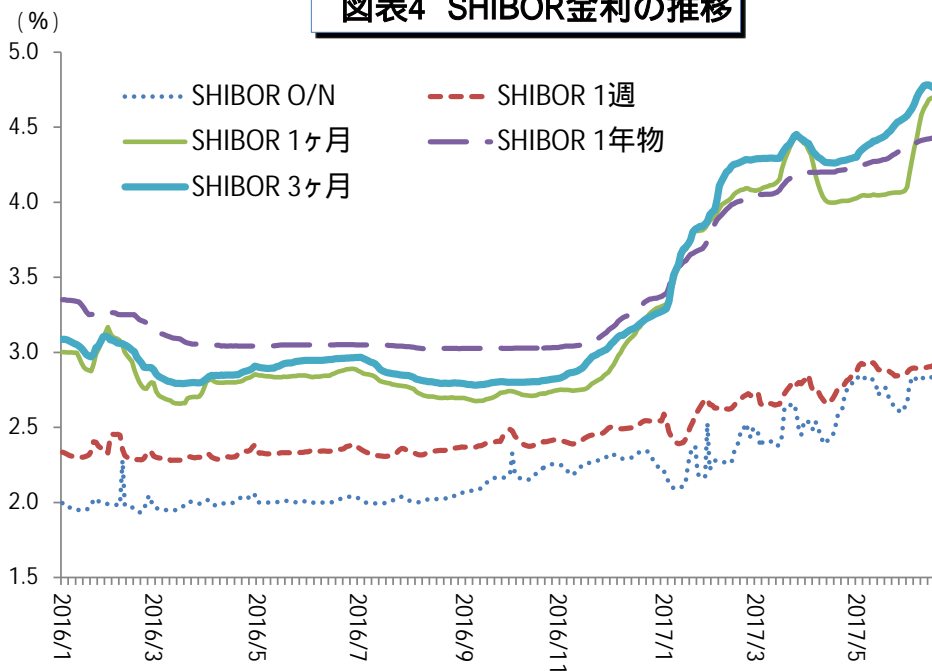
これらの体制整備・規制強化とともに、1~3月期の成長率が小幅に高まったことから、当局は4月以降、銀行業のリスク抑制に積極的に動き出し、金融政策の調整などを図っている。具体的には、当局は金融機関に対してバランスシートの縮小(デレバレッジ)を促すべく、金融政策の方向性を中立からやや引き締めめにシフトしつつあり、それを受けて短期金融市場では資金需給がタイト化している。

とりわけ、1ヶ月物、3ヶ月物の短期市場金利(銀行間レポ金利)

を高め誘導してきた（注1、図表4）。そのため、貸出基準金利（1年以下4.3%）との逆ざや（乖離）が発生している。これにより、金融機関が安易に短期金融市場から資金調達できなくなり、金融機関にバランスシートの縮小を促していると思われる。

（注1）これまで、中国人民銀行は、貸出基準金利を金融政策の調整手段としてきたが、最近では短期金融市場に重点を置いて政策調整を行っているようだ。実際、5月に発表された「中国貨幣政策執行報告（17年第1四半期）」によると、「最近では通貨供給方式の変化に沿って、中央銀行による公開市場操作はリバースレポ、中期貸出ファシリティ（MLF）を主な手段として金融調節を行う」と指摘している。そのため、MLF・担保付補充貸出（PSL）は主要な手段として毎月随時実施され、その残高は16年以降急増した。

図表4 SHIBOR金利の推移



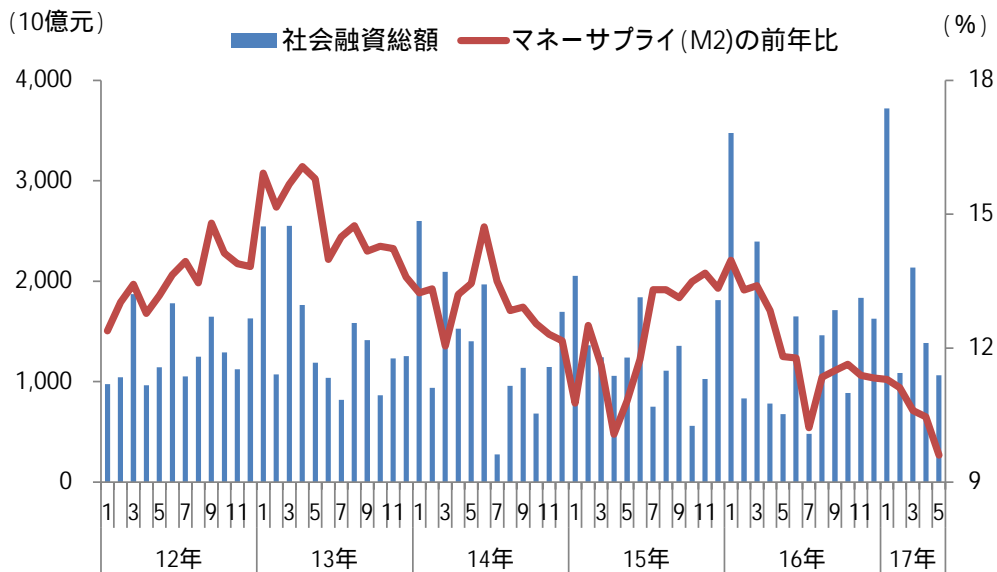
（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成、（注）直近は17年6月19日。

流動性供給や社会融資総額の増加も

その結果、5月のマネーサプライ（M2）伸び率が10%を割り込んだが、このような引き締め気味と見られる金融政策への警戒感も同時に浮上した（図表5）。これを相殺するため、中国人民銀行は市場に流動性を適度に供給し、1週間物の銀行間レポ金利のレンジを2.6~2.9%の水準に誘導しているとみられる。つまり、期間

別金利の誘導方向性に違いがある。また、社会融資総額（銀行等の融資額）をみると、4月、5月の伸び率はそれぞれ前年比77%、57%と、政府目標（12%）を大きく上回っており、当局が安定成長の維持を図ることも意識しているとも言えよう。

図表5 中国のマネーサプライ(M2)と社会融資総額の推移



(資料) 中国人民銀行(中央銀行)、CEICデータより作成

地方政府の財源確保に支障が既に出しており、年後半には金融政策が変わる可能性も

しかし、ターム物金利の高め誘導は地方政府の地方債発行に影響を及ぼしていると思われる。短期金利の上昇などにより、発行体と引受先である商業銀行の交渉が困難化しているため、地方債の発行額は16年1~4月の累計2兆554億元に対して17年初から5月9日までの累計で8,668億元にとどまったと報道されており、こうした状態を打開するため、年後半には市場金利の低下を誘導し、これまでの引き締め気味と見られる金融政策を緩和気味に切り替える可能性もあるだろう。

今後の金融政策を展望する上でも、7月下旬に開催予定の党中央政治局会議に注目しておきたい。いずれにしても、金融リスクの解消には時間がかかる見込みで、今後も金融不安定化のリスクが依然として潜んでいることには引き続き注意が必要であろう。

(17.6.20 現在)