

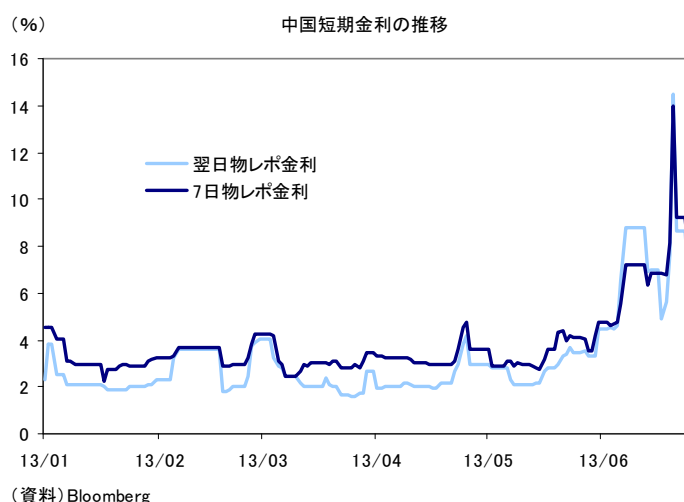
通貨ニュース(2013年6月26日)

中国人民銀行が強い態度で臨む意図

中国の短期金融市場では、6月20日に指標となる7日物レポ金利が過去最高の12.06%をつけたほか、翌日物レポ金利も13.85%まで急騰。だが、中国人民銀行(中央銀行、PBoC)は流動性を供給することなく、金利上昇を容認した。PBoCは、流動性は十分供給されていると判断しているほか、「シャドーバンキング」と呼ばれる銀行を介さない金融取引への懸念を強めている。6月末に「理財商品」の大量償還を控えるこのタイミングで敢えて流動性供給を見送り、シャドーバンキングに歯止めを掛けるほか、金融市場の一段の自由化に向けて、銀行の流動性管理能力を向上させる意図がありそうである。金融システムが崩壊の危機に直面するならば、当局が事態の沈静化に動くことが予想されるが、基本的には静観姿勢が続く公算が大きい。

～短期金利急騰でも動かない人民銀行～

中国の金融市場において短期金利が急上昇している。6月20日には指標となる7日物レポ金利(加重平均)が過去最高の12.06%をつけたほか、翌日物レポ金利も13.85%まで急騰した。翌日物レポ金利が7日物レポ金利を超えるのは極めて異例である。短期金利が上昇し始めたのは6日からであり、翌7日には7日物レポ金利が2012年1月の春節休暇前の水準まで上昇した。中国の銀行間市場金利は祝日前に急上昇する傾向があり、6月も10～12日まで端午節により休場となることが影響したとみられる。



だが、今回は連休明けも短期金利が低下せずに、その後さらに加速した背景には、中国人民銀行(中央銀行、PBoC)が金利上昇を容認したことがある。連休前の7日に流動性が逼迫し金利上昇圧力が掛かる中、PBoCは流動性供給を行うと通知したものの、実際には実施されなかったとされている。それゆえ、インターバンク金利は高止まりしたまま取引を終え、連休後も金融市場の緊張が継続することとなった。市場では金利の急上昇で資金供給への期待感が高まっていたが、PBoCは20日に手形発行で市場から20億元の資金を吸収したことから、1日で2倍近く金利が跳ね上がる展開となった。21日にはPBoCが主要国有銀行に対してキャッシュオファのガイダンスを行ったとの観測が拡がる中で金利急騰前の水準まで低下したものの、依然として落ち着きを取り戻したとは言えない状況が続いている。

～流動性は不足していない～

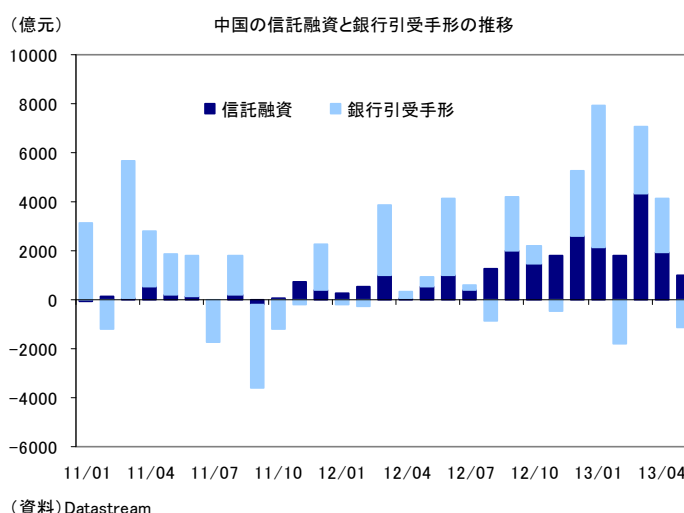
なぜPBoCは短期金利の上昇を許容したのだろうか。この点、PBoCは17日（資料の公表は24日）、流動性は全般的に妥当な水準との認識を示し、商業銀行に流動性管理の改善を求めたほか、融資業務の拡大やそれに関連したリスクを管理するよう銀行に要求している。

まず、PBoCが市場に十分な流動性が供給されていると判断していることは、中国国務院（内閣に相当）が19日に開いた常務会議で「貨幣量を合理的な範囲で保持する」と表明したことも整合的である。流動性が足りているとする根拠としては、2013年1～3月期の社会融資総量¹が過去最高を記録したことや、5月のマネーサプライ(M2)が前年比15.8%増と政府が2013年の目標として掲げた同13%増を大幅に上回っていることが挙げられよう。

～膨張するシャドーバンキング～

また、中国では2011年頃から急増している「シャドーバンキング」と呼ばれる銀行を介さない金融取引への懸念が高まっている。仕組みとしては、中国の大手企業や個人が銀行によって紹介された企業に対して高金利で資金を直接貸し出す「委託融資」を行うほか、貸出債権を小口化した「理財商品」を購入する。直接融資先としては地方政府傘下の投資会社「融資平台」も多いとされる。中国の地方政府は地方債の発行を原則として禁止されており、慢性的な資金不足を補うために「融資平台」を設立し、「融資平台」が借入や債券発行を通じて資金調達し、地方政府の指示に沿って道路建設やダム工事などのインフラ投資を進めている。近年、当局は銀行に対して融資平台に対する融資を控えるよう指導しており、融資平台は銀行を介さないシャドーバンキングから資金を調達しているとみられている。

米格付け会社スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)の推計では、中国のシャドーバンキング市場の規模は昨年末時点で3兆7000億ドルと国内総生産(GDP)の44%に相当するとされ、英格付け会社のフィッチ・レーティングスは約60%に達すると推計している。シャドーバンキング市場の中で、2012年以降に急拡大しているのは「信託融資」と「銀行引受手形」である。過剰設備に苦しむ一方で融資獲得が容易な大手国有企業は、銀行から資金を借り入れ、借りた資金を設備投資には回さずに貸出基準金利の数倍の金利で中小企業に貸し出し利益を上げている。



「信託融資」においては、金額や期間、金利を決定して資金を提供するのは企業だが、他社への直接貸出を禁じる法律を迂回すべく、商業銀行を指定して特定の借り手への貸出を実行させ、銀行は貸し手と借り手の双方から手数料を徴収する。また、企業は銀行が発行する譲渡可能な

¹銀行貸出に債券や信託、企業間の直接金融である「委託融資」などを加えたもの。

「銀行引受手形」を購入し、手形売却代金の一部を使って融資を実行するほか、残りの資金で再び手形を買い増し、回転させることも行っているようである。

～狙うはシャドーバンキングへの懲罰と銀行の流動性管理能力の向上～

これらの問題点として、シャドーバンキングを通じた資金が不動産市場の過熱を促し、政府が過去3年間取り組んできた不動産バブル抑制策の効果を希薄化することがある。事実、全国主要70都市の新築住宅価格は昨年後半から再び上昇し始め、5月には69都市が前年比で上昇している。また、フィッチが指摘するように金融の安定を損ねるリスクが高まることも懸念される。「理財商品」は長期資産をベースにしている場合が多く、一部の銀行は償還期日に返済に必要な資金を新たな「理財商品」を組成するか短期金融市場からの調達に頼っている。短期資金を調達し、長期の資産に運用するという満期変換は、ロールオーバー・リスクを内在しており、これは金融危機の時にも問題となった構図で、中国の金融市場にとって大きなリスクである。

そうした状況下、フィッチの試算によると6月下旬に総額1兆5000億元の「理財商品」が満期を迎える。PBoCはこのタイミングで敢えて流動性供給を見送ることで「理財商品」の販売に精を出す銀行に懲罰を与え、シャドーバンキングに歯止めを掛けることを狙っている模様である。加えて、報道によれば、先週PBoCが銀行に対して、かつてのような潤沢な資金供給を期待せず、自力でやり繰りするよう伝えたとされている。これまでPBoCは金融市場の安定に軸足を置いて運営を行ってきたために、資金需給が逼迫すれば常にPBoCが流動性を供給するとの慢心がインターバンク市場にあったとみられるが、金融市場の一段の自由化に向けて、銀行の流動性管理能力を向上させる意図がありそうである。株価の急落が続く中でPBoCは25日に声明を発表し、短期市場の金利を安定させるため、複数の金融機関に流動性を供給したことを明らかにしたほか、短期流動性オペや常設ファシリティーなどの政策手段を使って市場の安定を確実にすると表明した。但し、依然としてPBoCは「現在の流動性は不十分ではない」との認識を示しており、今回の措置に伴い市場の緊張感は和らぐことが予想されるが、PBoCは基本的には静観姿勢を続ける公算が大きい。

以 上

国際為替部
多田出 健太(TEL: 03-3242-7065)
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp