

中国のオフバランス取引と ディスインターメディエーション

中国では、規制を回避する金融商品等が見られるようになり、従来のマネーサプライと経済活動の関係が変化している。金融政策運営面では、新たな金融指標の作成に向けた動きが見られる。

増加したオフバランス取引

2011年の中国のマクロ調整政策の主眼は、インフレ及びインフレ期待の抑制であった。「積極財政・安定的金融政策」というポリシーミックスのもとで、金融政策は行き過ぎた金融緩和状態の正常化を目指し、預金準備率や金利が上げられた。2011年後半には、CPI上昇率の低下が予想されることから、三農¹⁾・中小企業・社会保障性住宅向け等の融資条件の緩和が考えられるが、基本的に金融政策のスタンスは慎重であろう。

2011年初来の金融政策の動きを振り返ると、金融引締めが進むにつれて規制（特に預貸比率管理）を回避した資金の流れが増加したことを受け、銀行のオフバランス取引等の抑制を図ったことが一つの特徴と言える。

2011年前半は、銀行の「理財商品」（資金運用商品）が話題となった。具体的には、信託会社の不動産信託等の銀行における代理販売（いわゆる「銀信合作」）²⁾

や、委託貸出³⁾等である。これらは基本的にオフバランス商品であり、預貸比率管理が厳しくなる中での、一種の迂回融資手段である。当局も2009年頃から、こうした動きを警戒し始め、2010年には「銀信合作」を規制した。

年後半に入ると、8月25日に人民銀行は「保証金預金を預金準備金積立の範囲に含めることに関する通知」を出した。これは、銀行の信用状・手形引受等に関する保証金預金を預金準備金積立の範囲に含めるものである⁴⁾。この措置により、新たに約9000億元が預金準備金として積立てられることになり、これは預金準備率の約1.2ポイント引上げに相当する規模と推計されている。

ただし、この措置の真の狙いは、預金準備率が適用されなかった保証金をテコにした信用創造を、保証金に預金準備率をかけることでコストを上げて抑制することである。具体的には、企業等が保証金を預け入れ、銀行引受手形を振り出し、その手形をさらに割引いて得た現金の一部を再び保証金預金として使うといった一連の行

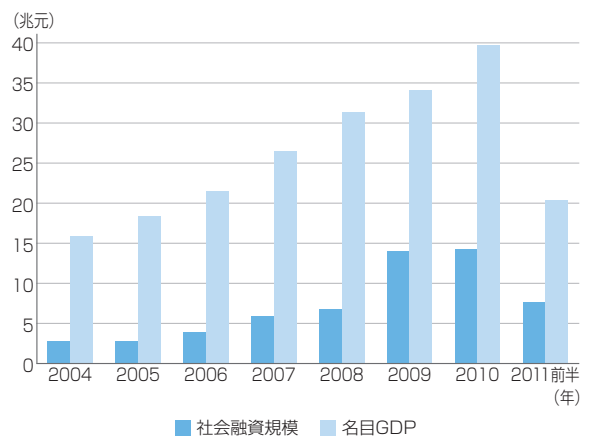
図表1 社会融資規模(2011年前半の動向)

(億元)

項目	増加幅	増加幅の前年差
全体	77,600	-3,847
人民元貸出	41,700	-4,497
外貨貸出	3,361	1,179
委託貸出	7,028	3,829
信託貸出	913	-5,102
銀行引受手形	13,300	-441
企業債券	6,588	90
国内株式(非金融企業)	2,677	274

(出所) 中国人民銀行発表より野村総合研究所作成

図表2 社会融資規模と名目GDP



(出所) 中国人民銀行統計より野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 農業・農村・農民を指す。
- 2) 商業銀行が顧客の運用資金を信託会社に委託し、信託会社が受託人として管理・運用するもの。2010年に銀行融資に対する引締め策が強化される中で、一部が不動産プロジェクト等への迂回融資として使われてきた。詳しくは、金融ITフォーカス7月号「不良債権リスクの抑制と中国版バーゼルIII導入に向けた動き」参照。
- 3) 委託人が銀行に資金を提供し、銀行は、金利・満期等についての委託人の要求に基づいて代理貸出を行う。
- 4) 5大銀行と郵便貯蓄銀行は9月5日より、その他の銀行は9月15日より積み立てる。
- 5) 環境汚染とエネルギー消費の度合いが高い産業。
- 6) 基本的には個人や企業間の資金貸借（合法）である。実際には規模が拡大し銀行のようになっているところもあり、法律的に灰色の部分もある。
- 7) $M2 = M1$ （現金＋要求払い預金）＋準貨幣〔企業定期預金＋個人貯蓄預金＋その他預金（含む証券会社の顧客保証金）〕
- 8) 「住房公積金」は企業等の単位と従業員が拠出する積立金で、従業員が住宅を購入する際等に使用される。
- 9) 民間貸借はこうした統計に必ずしも反映されていない。
- 10) なお1～7月の社会融資規模は8.3兆元である。

為が対象となっている。また、これらの手形の一部は理財商品の資金運用対象となり、オフバランス化していると思われる。

一方、銀監会は、インターネット上のP2P（個人対個人）資金貸借に注目している。8月23日に銀監会は「個人対個人融資のリスクの注意喚起に関する通知」を発表した。背景には、違法・詐欺行為等のリスクに加えて、資金がP2Pを通して、融資が制限されている産業（不動産産業や「両高産業」⁵⁾）に入る恐れがある。

さらに、「民間貸借」⁶⁾（インフォーマル金融）も見落とせない。資金需要の強い中小企業は銀行から融資を受け難くなる一方、預金者側から見れば銀行預金金利が実質マイナスという中で、高金利の民間貸借に資金が流れている。ただし、民間貸借が盛んである温州では、最近、民間貸借から借入れた企業が倒産しており、リスクが顕在化している。上述のP2Pに関する通知は、銀行から得た資金がP2Pを通して「民間貸借」等で使われる可能性があり、「民間貸借」等のリスクが銀行に波及することを防ぐ意図もある。

金融政策当局の対応

このように銀行預金（或いはマネーサプライ）のみに注目していても、金融全体の動きを捉え難くなってきたことから、人民銀行も対応策を考えている。

人民銀行は、8月分金融データについての記者会見において、M2より広義の「M2+」を研究していることを明らかにした⁷⁾。人民銀行は、その意図について、年初来、商業銀行のオフバランスの資産運用商品が急速に増え預金の分流が加速しているが、これらの商品がマ

ネーサプライ（M2）に含まれていないことから、「M2+」により金融市場の実際の状況を把握するためであると説明している。「M2+」は、委託預金、実物部門の持つ銀行理財商品を始め、銀行間預金、住房公積金⁸⁾、外貨預金、地方政府預金等が入る可能性がある。

また、人民銀行は、2010年末以降、「社会融資規模」（実体経済の資金調達額）を発表している。内容は左頁の図表の通りで、上述した信託貸出・委託貸出の他、手形・企業債券・株式発行を含む⁹⁾。2011年前半の社会融資規模の増加額は7.76兆元であり、増加幅は前年同期比で3,847億元縮小している。内訳を見ると、2011年前半は、信託貸出の伸びが大幅に鈍る一方、委託貸出が急増したことがわかる¹⁰⁾。

足元では、預貸比率規制や金利規制のもとで、理财产品等の規制を回避するための商品が出現し、また、資金を銀行から得られない中小企業を中心に「民間貸借」も盛んである。こうした動きが、今回の引締め局面でより顕在化した。規制回避の行動、ある意味では金融イノベーションの動きを受けて、従来のマネーサプライ指標と経済活動の関係が変化し、金融政策運営の判断が難しくなっている。先進国にも70～80年代の金融革新の時代に類似の経験がある。現在の中国もこうした局面に入ってきたと見られ、今後も、有効な指標を作成するといった工夫が続けられることが予想される。

Writer's Profile



神宮 健 Takeshi Jingu

NRI北京
金融システム研究部長
専門は中国経済・金融資本市場
focus@nri.co.jp