

難度が増す中国の金融政策舵取り

<要旨>

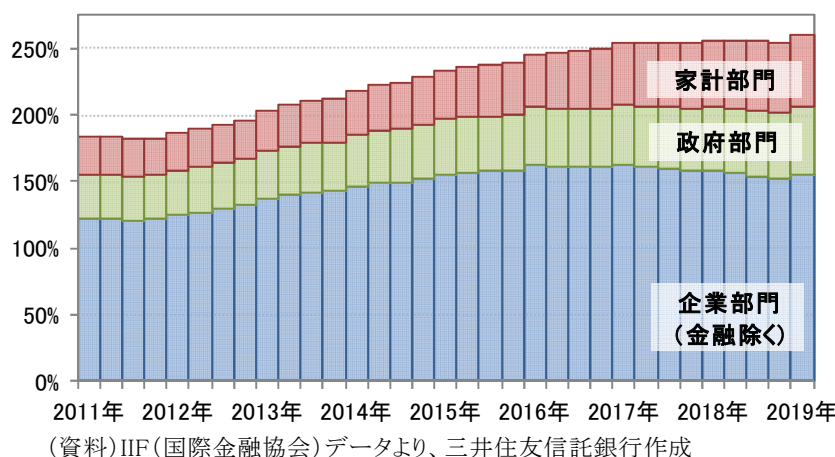
中国当局は巨額の企業債務に対処するため、規制強化と引き締め気味の金融政策運営を行い、債務規模のコントロールなど一定の成果を挙げたが、民間企業の資金調達難という副作用も顕在化した。近時では、民間企業を中心にデフォルトが増え、財務状況の弱い一部地銀の信用不安も高まった。生産者物価の低下などデフレ圧力の増大も加わり、より大胆な金融緩和を求める声が高まっている。当局はこれまで、金融緩和に動いているものの、債務問題への警戒を解けず、慎重な対策に留めている。

短期的な景気失速と中長期的な債務問題の双方のリスクを抱える中で、当局による金融政策の舵取りの難度が増している。この先、対米摩擦の激化等で景気下押し圧力が当局想定以上に強まりかねず、民間企業を中心に倒産が一段と拡大し、不良債権の増加、金融システムの動揺に発展するリスクがある。他方、当局が強力な緩和策を拙速に打ち出すリスクもあり、債務規模の膨張や潜在不良債権の増加など問題の深刻化につながる懸念される。当局の舵取りとその影響には当面、注意する必要がある。

1. 慎重ながらも変化が見られる中国の金融政策運営

中国当局は、規制強化と引き締め気味の金融政策運営により巨額の企業債務に対処し、GDP比で見た企業部門の債務規模は2017年ころからピークアウト(2017年初では160%を超えた同比率は2018年以降150%台に低下)させるなど、近年では一定の成果を挙げてきた。但し、直近2019年3月時点の債務対GDP比は2018年末の151.6%から154.7%に小幅ながら上昇しており、当局による金融政策運営の変化が注目されている(図表1)。

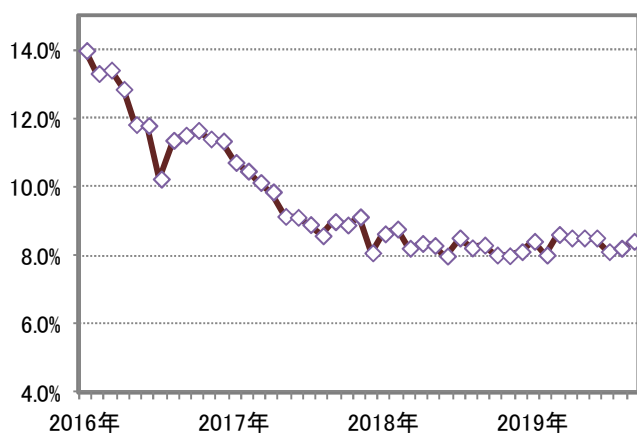
図表1 中国の債務(除く金融部門)対名目GDP比の推移(四半期)



2017年以降、当局はリスクの高いシャドーバンキングからの資金供給に対する規制強化を中心に、経済・金融システムに大きなリスクをもたらす債務問題への取り組みを加速した。その結果、マ

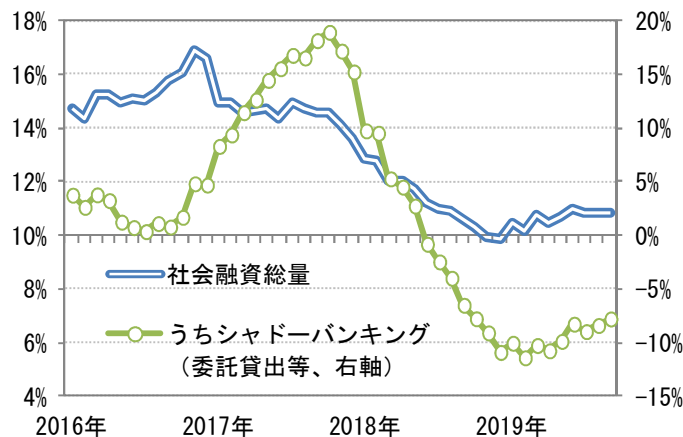
マネーサプライ(M2)と社会融資総量¹の伸び率は2018年末にかけて大きく低下した。中でも、シャドーバンキング²からの資金供給に急ブレーキが掛けられたことは印象的である(図表2、図表3)。

図表2 マネーサプライ(M2)の前年同月比伸び率



(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成

図表3 社会融資総量とシャドーバンキングの伸び率



(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成

企業債務の膨張に歯止めが掛かりつつあるものの、シャドーバンキングの急激な縮小により、当該部門からの資金に依存する民間企業の資金調達環境が悪化した。近時では、米中の追加関税合戦による景気下押し圧力も強まっている。かかる状況に対応するため、当局は2018年末より預金準備率の引下げや地方債発行に関する緩和等を発表した。社会融資総量の伸び率が緩やかに回復し、GDP成長率の低下と併せ、直近の債務対GDP比の小幅上昇につながった。しかしながら、社会融資総量の明確な加速はなく、シャドーバンキングからの資金供給も依然として大幅に減少していることから、金融緩和に関する当局の慎重姿勢は崩していないことが読み取れる。

2. 債務問題への取り組みの副作用として浮かび上がる民間企業の資金調達難

当局にとり、シャドーバンキングの縮小による民間企業の資金調達難は、債務問題に対する取り組みの副作用として、想定範囲内のことである。これまで、民間企業への資金供給ルートを確保するため、当局はシャドーバンキング規制を維持しながらも、銀行に対して民間企業向け融資の拡大を直接要請するなどの対策を講じてきた。しかし、なかなか改善が見られず、副作用の軽減には至っていない。以前の調査月報³でも取り上げたが、中国における民間企業の資金調達難の背景として、政府支援が受けられ、土地等資産担保を有する国有企業に比較し、信用面で劣後する民間企業への融資は、銀行にとってはリスクが高いと判断されるためである。その結果、企業債務の大半を国有企業が占め、その一部が経営効率の悪い国有企業の延命にも使われ、結果として民間企業の経営環境が圧迫されるという悪循環が生じている。

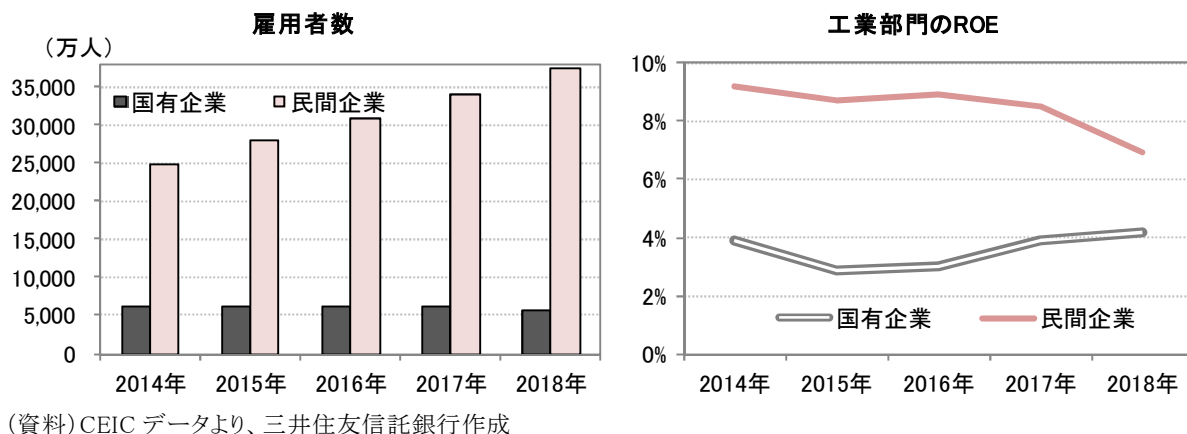
¹ 社会融資総量 (Total Social Financing) は、中国全体の非金融部門の資金調達量を示す統計指標である。社会融資総量には銀行貸出、社債発行、地方債発行、株式調達、委託貸出、信託貸出、割引手形などが含まれる。

² 本稿では、社会融資総量の内、委託貸出、信託貸出、割引手形を合わせて、シャドーバンキングと定義する。

³ 調査月報 2018年3月号 『中国の構造的な問題解決に影を落とす“暗黙の保証” ～安心が慢心を育み、慢心が安心を蝕む～』

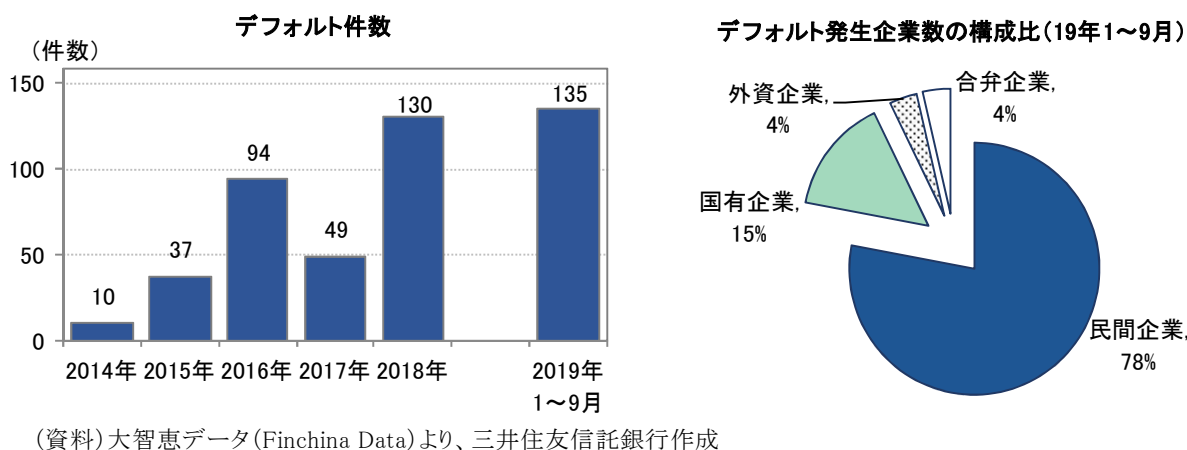
今日の中国においては、国有企業よりも民間企業がより多くの労働者を雇用するなど、国民経済における重要度が高く、経営効率についても近年の逆風で低下したとはいえ、依然として民間企業が国有企業を上回っている(図表4)。それにも拘らず、民間企業は資金調達難に直面し、いわゆる「ヘリコプターマネー」のような強力な金融緩和でも実施しない限り、ピラミッドの下層に位置する民間企業にまでは、緩和資金が充分に行き渡り難い。

図表4 中国の国有企業と民間企業の比較



図表5の通り、近時では民間企業のデフォルトが増加し、2019年初から9月までの社債デフォルト件数は既に2018年の年間実績を上回った。企業デフォルトの増加を背景として、財務健全性が低い一部の地方中小銀行の信用不安が高まり、一時的ながらもインターバンク市場が動揺する事態も発生している⁴。

図表5 中国の社債デフォルト状況

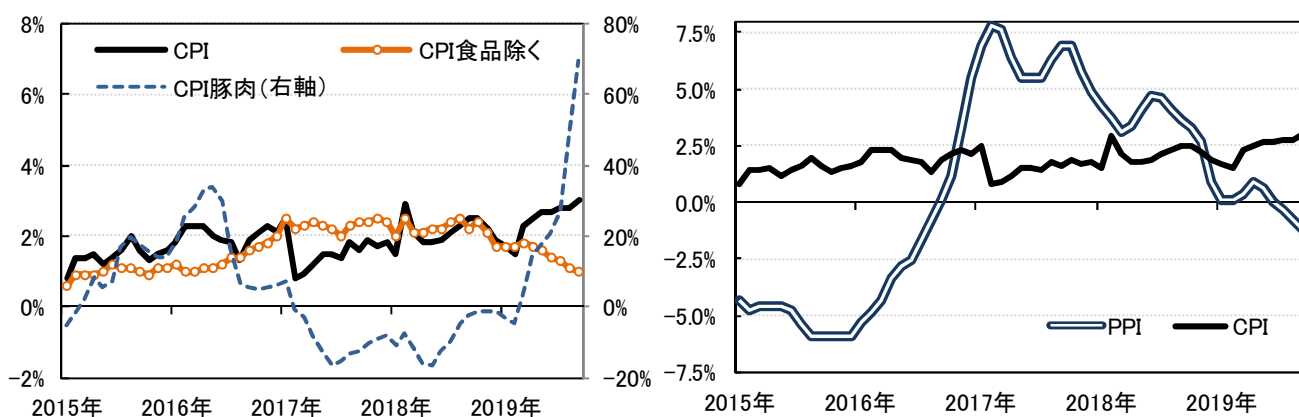


⁴ 2019年5月から8月にかけて、包商銀行(内モンゴル自治区)の国有化が発表されたほか、錦州銀行(遼寧省)や恒豊銀行(山東省)に対する政府系ファンドや大手国有銀行による資本支援が実施されている。但し、債務のヘアカットには至ったのは包商銀行のみである。包商銀行の国有化を受け、銀行間市場では中小銀行の資金調達コストが一時急騰する事態が発生したものの、資金放出や中小銀行向け資金供給の拡大を大手銀行に要請するなど当局のタイムリーな対応を受け、市場の動揺は一旦鎮静化している。

3. デフレ圧力の高まりも加わり、当局は難しい舵取りに直面

図表6の通り、近時では景気減速が続くなかでも、消費者物価指数(CPI)の上昇が加速しており、中国経済は景気悪化と物価上昇が同時進行する「スタグフレーション」にあるのではないかとの指摘がある。しかし、CPI上昇の最大要因は、アフリカ豚コレラの全国的な流行による食肉価格の急騰で、食品を除くCPIの上昇率はむしろ低下傾向にある。そして、中国経済の体温計とも言われる企業間での取引価格を示す生産者物価指数(PPI)の伸び率はマイナスに転じていることから、足元では企業部門を中心にデフレ圧力が強まっていることが読み取れる。

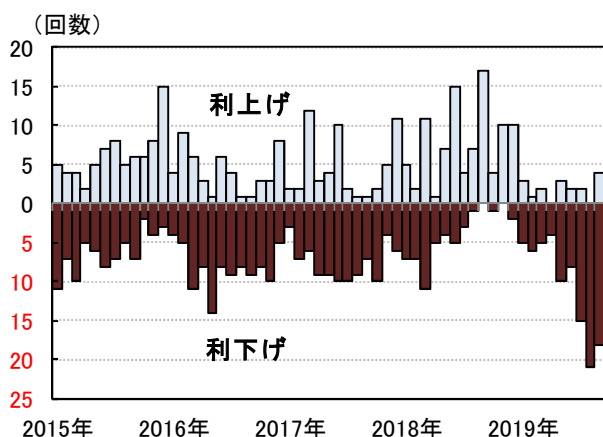
図表6 中国の物価指数の推移(前年同月比)



(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成

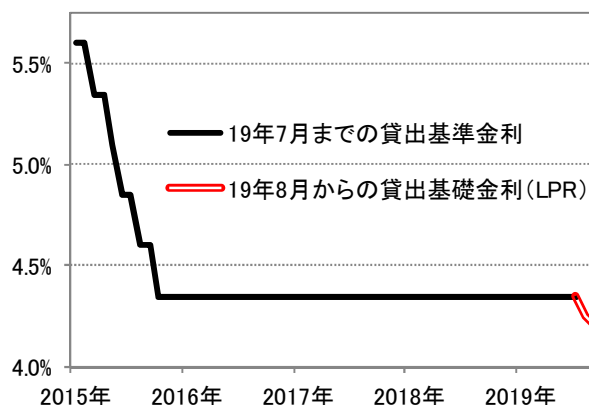
海外に目を向けると、2019年に入り、グローバル景気が踊り場に差し掛かっていることを背景に、既に2回の利下げを行った米国連銀(FRB)を始め、欧州中央銀行(ECB)や豪州中央銀行など主要先進国・地域の中央銀行は相次いで政策金利の引下げを行っている。また、インド、インドネシア、ブラジル、メキシコなど主要新興国の金融当局も国内景気の下支えを意図し利下げを複数回実施している(図表7)。デフレ圧力が強まるなか、中国でも政策金利の引下げなど、より大胆な金融緩和策を求める声が強まっている。

図表7 世界各国の利上げ、利下げの推移



(注)同じ国が同月内に2回利上げすれば2回にカウント
(資料)各国中銀発表データより、三井住友信託銀行作成

図表8 中国の政策金利(銀行貸出)の推移



(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成

そうしたなかで、中央銀行である中国人民銀行は、2019年8月に貸出金利に関する規制変更を発表した。銀行貸出の基準となる政策金利が、8月20日以降は旧来の「貸出基準金利」から、市場金利に基づき変動する「貸出基礎金利」(ローンプライムレート、LPR)に変更され、銀行は新規の貸出を行う際、LPRを基準にすることが義務付けられた。規制変更と同じタイミングで8月のLPRが発表されたが、その水準は旧来の政策金利(貸出基準金利)より0.1%低い4.25%となった。そして、9月のLPRは8月より更に0.05%低い4.20%と発表された(前頁図表8)。

このように、中国でも実質的な政策金利の引下げが行われているが、▲0.25%～▲0.5%の利下げを複数回行う他国とは対照的に、中国当局は2回で合計▲0.15%の小幅な利下げを行うに留まっている。

強力な金融緩和には民間企業の資金調達環境を改善させるメリットがある一方、その副作用として国有企業等による非効率な投資を助長し、債務規模の一段の膨張、潜在不良債権の増加につながりかねない。当局は債務問題への警戒から、金融緩和の必要性を感じつつも、慎重な対応に留めている。

4. 今後の見通しと留意点

中国政府の債務問題に対する取り組みは一定の成果が上がったものの、債務の絶対水準は依然として高く、問題の本格解決には程遠い状況である。今後も、債務問題に対する警戒が欠かせない状況は続く見込みで、この観点からは当局による大胆な金融緩和策が講じられる余地は小さいと言わざるを得ない。その一方、2019年8月以降は米中間の関税上乘せ合戦が激化しており、今後、中国景気への下押し圧力が更に強まる見込みである。当局はある程度の成長率低下を容認しつつ、低下のスピードが過度に加速しないよう、引続き慎重な金融緩和策等を続けていく可能性が高い。経済成長率の低下に加えて、金融環境の顕著な改善が見込めない中においては、民間企業の資金調達難は長期化する可能性がある。

米中摩擦の激化等で景気への下押し圧力が一段と高まった際には、当局の景気対策が後手に回り、経済成長率が想定以上に低下するリスクはある。その場合、長引く資金調達難に深刻な景気悪化が加わることで、民間企業の倒産が一段と拡大する虞がある。不良債権が急増し、中小金融機関の信用不安につながりかねず、最悪の場合、金融システムの動揺にまで発展することが懸念される。

一方で、当局が経済成長率の維持を優先し、大幅利下げなど強力な金融緩和を拙速に打ち出すリスクもある。その場合、債務規模の一段の膨張や隠れた不良債権の拡大など、将来的な債務問題の深刻化につながる虞がある。

短期的な景気失速と中長期的な債務問題の双方のリスクを抱える中で、米中摩擦による景気下押し圧力の強まりなど、中国当局の金融政策舵取りは今後一層難しくなり、その動向と影響には当面、注意する必要がある。

シェン ショウイー

(調査部 海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。