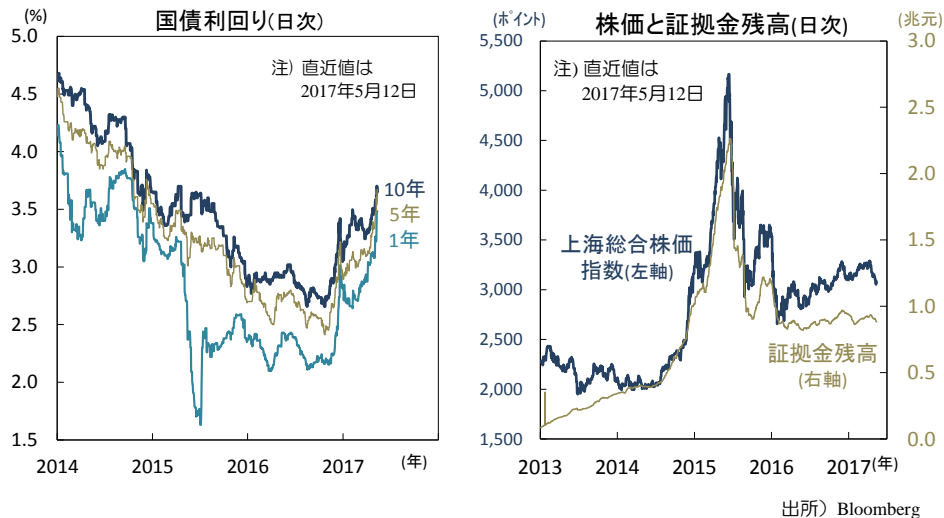


## 中国：シャドーバンキング市場縮小に向けた引締めは、国際金融市場の動揺を誘うのか

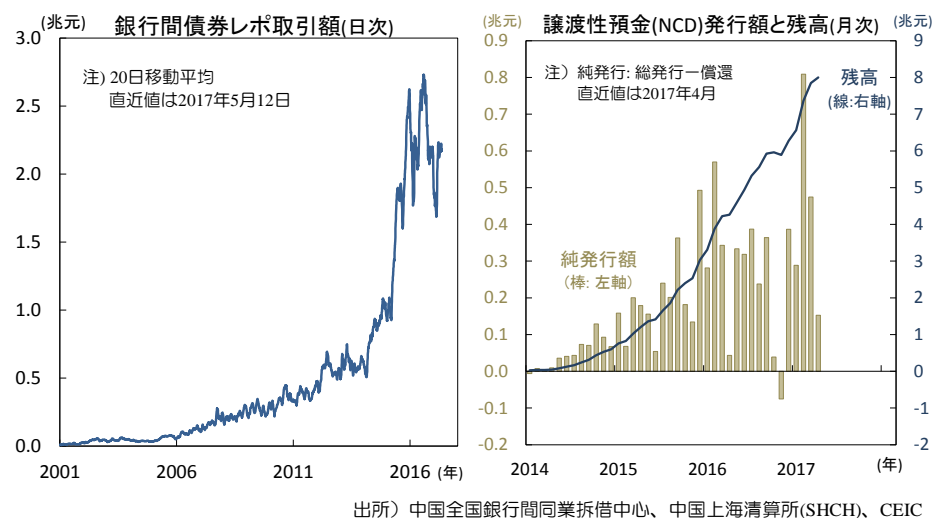
【図1】上昇する国債利回り(左)と下落する株価(右)



中国の金融市場が不安定な動きを続けています。10年国債利回りは先週12日に3.652%と年初より0.592%ポイント上昇(価格は低下、図1左)。株価(上海総合指数)も4月初より同4.3%下落(図1右)。当局による銀行規制の引締め等が原因とみられます。

同国では、銀行間市場で拡大したレバレッジ取引の解消を促すために、当局が金融機関の規制監督を強化。また中国人民銀行(PBoC)は、流動性の吸収や金融オペ金利率の小幅な引上げなどを通じて銀行間短期金利の上昇を促しています。レバレッジ取引解消に伴う投資対象資産の売却や金融機関の財務悪化懸念などが債券価格や株価を下押ししている模様です。こうした取引の拡大は、近年銀行間の短期金利が低位で安定する中で起こりました。債券レポ市場の取引高は近年急増(図2左)。証券会社の自己勘定取引部門や銀行間理財商品等の運用会社が、同取引を用いてレバレッジをかけた債券投資を拡大させていました。2014年初より長期国債金利は低下(価格は上昇)。低金利の短期レポ借入を用いたレバレッジ投資は大きな収益をもたらしたとみられます。

【図2】銀行間レバレッジの拡大をけん引した債券レポ取引とNCD



また、預金基盤に乏しい中小銀行も低利の銀行間借入に依存。銀行間借入比率上限規制の対象外であった譲渡性預金(NCD)の銀行間市場での発行を急拡大させました。

銀行間取引の拡大は、理財商品(WMP)の構造も変化させました。例えば、中小銀行Aは自らの個人顧客にWMP(a)を販売する際に、NCDを発行し大手銀行Bに売却しWMP(a)の予定利回りを下回る金利でWMP(a)と同額の資金を調達。両資金を併せて上記利回りを上回る予定利回りの銀行間WMP(b)を購入。銀行間WMP(b)の運用会社は大手銀行Cとの債券レポ取引で効かせたレバレッジによって予定利回りを上回る運用益を目指すなどしていました。近年、レポ取引額、NCDや銀行間WMPや合同運用信託の残高が急増(図2、図3)。合同信託は銀行間WMPの運用などを行っていると考えられます。こうした取引は、銀行間金利の低下、不十分な規制、規制を逃れ収益を挙げようとする金融機関の努力と工夫によって拡大した模様です。当局はWMPなどシャドーバンキング市場の規制を図ってきたもののその取組みは迅速ではありませんでした。

## ● 低金利と不十分な規制の下シャドーバンキング市場が急拡大

当局は金融市場の混乱を恐れ、多くの新規規制を導入する際に猶予期間を設定。この期間中に金融機関は素早く新規規制を逃れる術を編み出してきたとみられます。

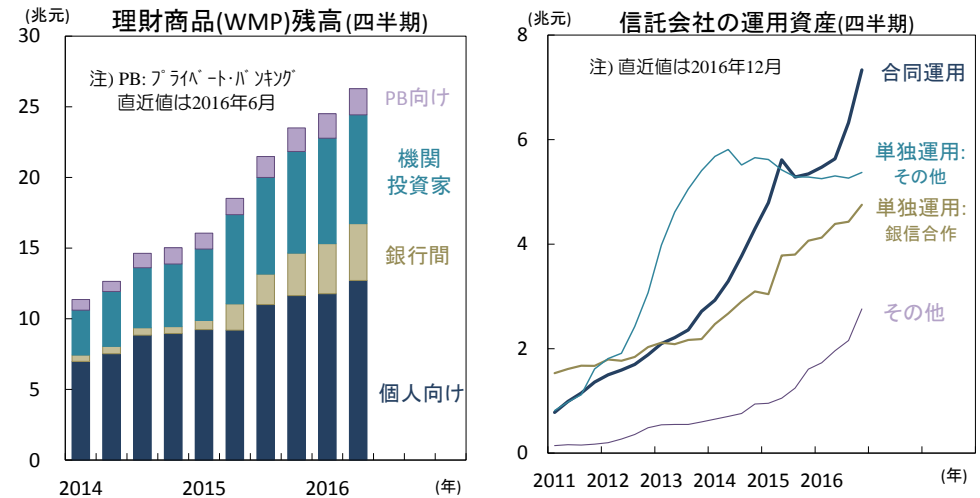
預金基盤に乏しい中小銀行は、銀行間借入への依存度が上昇しており、同借入に計算されず預金準備の対象外でもあったNCD発行は好ましい調達手段。NCDの発行金利は個人向けWMPの予定利回りを下回っており、レバレッジを効かせた投資にも好都合でした。大手銀行は中小銀行のNCDを購入し銀行間与信に計上し、資産のリスク比重を抑制。不動産市場の回復に伴って不動産開発会社や地方政府系ノンバンクの資金需要は増加していたものの、多額の預金を有する大手国有銀行はこうした先への貸付に消極的でした。中小銀行にとってこうした限界的な貸付先は重要な顧客であり、WMP等を通じた社債投資や貸付を実行したとみられます。しかし、こうした取引は、投資対象の社債が債務不履行となった場合に複雑な負の連鎖を生みます。また、レポ取引の期間はWMP(b)の期間を下回るなど期間のミスマッチも生じており、短期金利の上昇などにも脆弱。昨年半ば、危険なレバレッジ取引の拡大を知ったPBoCは、複雑に絡み合った取引を暴発させないように注意しつつ、その解消を促し始めました。

## ● レバレッジの解消を促し始めた人民銀行と証券監督当局

昨年10月以降、PBoCはそれまで低位で安定していた短期の銀行間金利が、徐々に変動を増しつつ緩やかに上昇することを容認(図4左)。資金供給オペの期間を長くする(より高い貸付金利を適用する)ことによって銀行の平均調達金利も引上げ、今年1月からはオペ金利の小幅な引上げにも着手(図4右)、レポ取引等における過剰なレバレッジの解消を促しました(本レポート12月26日号 参照)。また、マクロ健全性評価(MPA)を見直し、銀行が組成し簿外扱いとしているWMPもリスク量計測の対象に追加(今年1-3月期より)。MPA基準を達成できなかった銀行を金融調節オペのプライマリー・ディーラー(PD)から除外するなど、罰則も強化している模様です。

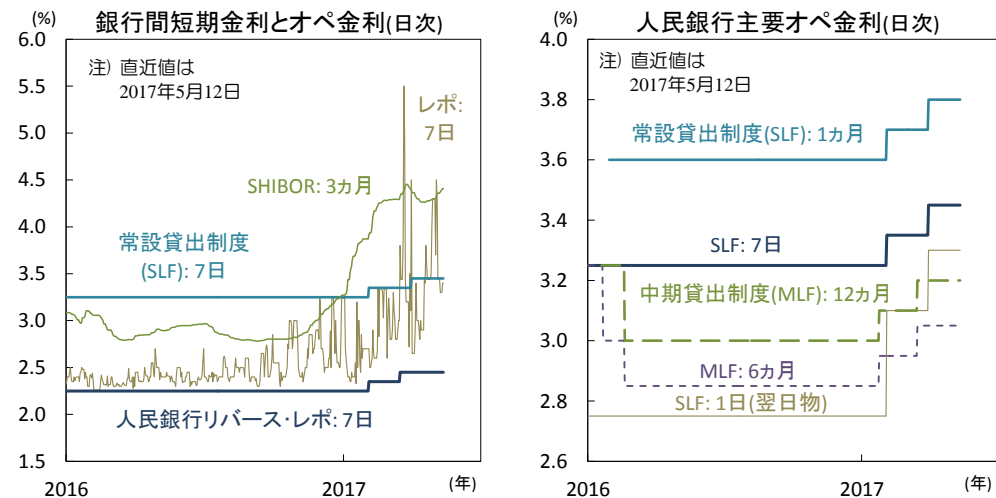
今年3月以降は、中国銀行業監督管理委員会(CBRC)も規制監督の強化を実施。矢継ぎ早に通達を発し、不正取引、複雑な商品設計による規制逃れ、銀行間借入による過剰投資などの取締りを強化しました。今年2月にはCBRC主席に郭樹清前山東省長が就任。規制強化は、同主任の主導によるとみられます。大手銀行(中国建設銀行)の経営経験を持ち、中国証券監督管理委員会(CSRC)主席時代にインサイダー取引を禁じ相場操縦を規制した同氏は、有能な経済官僚として内外にその名が知られています。

【図3】急拡大する銀行間理財商品(WMP)と合同運用信託(右)



出所) 中国中央国債登記結算公司、中国信託業協会、CEIC

【図4】上昇する銀行間レポ金利(左)、オペ金利の引上げを開始(右)



出所) 中国人民銀行(PBoC)、Bloomberg

## ● 強められる銀行規制監督、下落の続く資産価格

銀行規制の強化に伴って、銀行間NCD発行は規制上の銀行間借入に含まれ、銀行間WMPへの投資はWMPを運用する金融機関でなく最終的に投資される企業への貸付として評価されます(自己資本比率や所要貸倒引当金の計算で考慮)。WMP発行資金で他のWMPを購入すること、銀行間WMP発行資金による銀行間NCDへの投資、銀行間NCD発行資金による他のNCDや債券への投資など、複雑な取引も禁じられ、銀行がWMPで調達した資金を債券市場で運用する際のレポ取引によるレバレッジも禁じられました。3月末からはCBRCによる規制違反の摘発が急増しています。こうした中でレバレッジ取引の解消が進み、資産売却による資産価格の下落が続いています。

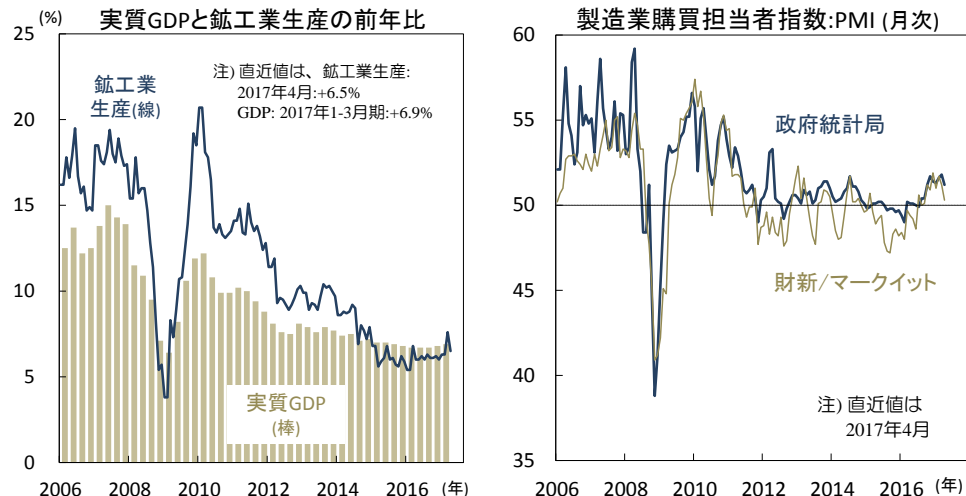
昨年12月の中央経済工作会議や今年4月の共産党中央政治局会合は、金融システム・リスクの抑制の必要性を強調。一連の引締めはPBoCやCBRC独自の判断ではなく、党指導部の方針を反映している模様です。今年3月の鉱工業生産は前年比+7.6%と1-2月の+6.3%より加速(図5左)。景気刺激策や不動産投資などに支えられ、景気は指導部が意図した以上に上振れました。指導部や当局者の間には、こうした環境下であれば規制強化を行っても景気下押しのリスクは低いという安心感もあると思われます。

## ● 中国ショックのリスクは当面低いが年末にかけて上昇か

しかし、4月の製造業PMIは活動拡大を示す50を超えながら前月より鈍化(図5右)。景気のピークは3月であった模様です。PBoCはオバ金利の小幅引上げを行った際に「利上げではない」と説明。大手国有企业等の借入金利との連動性の高い貸付基準金利を据置いているので(図6左)、実物経済への影響は少ないと考えている模様です。しかし、前述のとおり、大手国有銀行からの借入が困難な限界的な借り手の調達金利は、中小銀行による銀行間調達金利の上昇に伴って徐々に上昇しているとみられます。

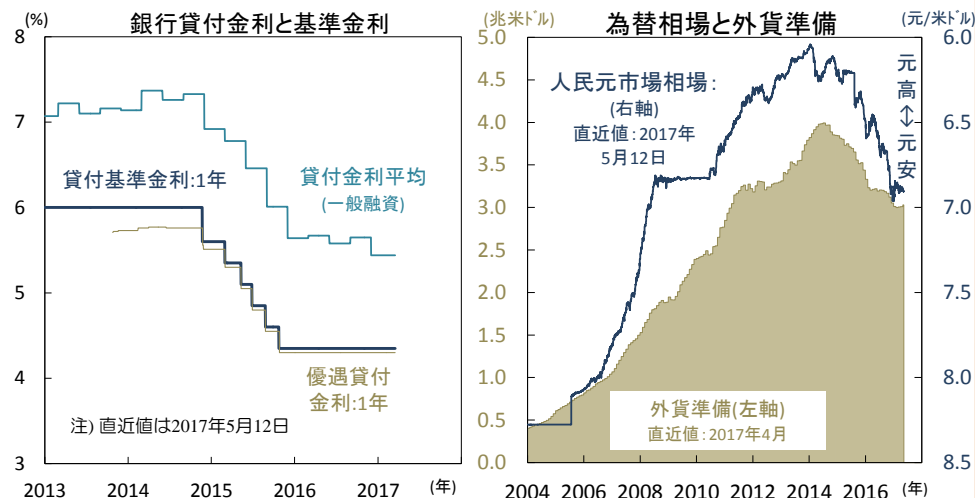
債券価格や株価が下落する中でも、景気は底堅く拡大し人民元相場は安定。昨年初のような中国懸念による世界的なリスク回避は起こりづらいでしょう。資本流出の鈍化等もあり外貨準備は4月まで3ヵ月連続で微増(図6右)。しかし、同準備の安定には、3ヵ月連続での米ドルの名目実効相場下落による評価益も貢献しました。米金融政策の正常化が再び外貨準備減少や元安を招くリスクも残ります。今年秋の5年ぶりの共産党大会に向け、当局は経済の安定を重視。規制強化による景気腰折れのリスクは低いでしょう。しかし、3月まで加速した景気が鈍化する中で米ドル高が進行した場合、年末にかけて国際市場は中国リスクを警戒し始めると予想されます。(入村)

【図5】景気は3月に予想以上に上振れ4月より徐々に鈍化か



出所) 中国国家统计局(NBS)、Markit、CEIC、Bloomberg

【図6】据置きが続く貸付基準金利(左)、減少の止まった外貨準備(右)



出所) 中国人民銀行(PBoC)、CEIC、Bloomberg

### ・本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況であり、また、見通しないし分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また税金・手数料等は考慮しておりません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

### ・本資料中で使用している指数について

- Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会