

人民銀行バランスシートから見た中国の金融政策

中国投資銀行部
中国調査室

メインピックス2

人民銀行バランスシートから見た中国の金融政策2

- 2017年2、3月、人民銀行のバランスシート(B/S)規模は1月末よりそれぞれ▲3,000億元、▲11,000億元となり、2ヶ月で3%以上の縮小を記録した。それに4月25日に開かれた中央政局会議では、金融リスクの防止を最重要視し、金融機関への監督・管理、金融による実体経済支援、および違法行為の取締りを強化することを発表したことから、今後の金融政策は引締め方向に転換するのではとの議論が盛んとなっている。
- 2月、3月の人民銀行B/S縮小について人民銀行は、外貨ポジションの減少、春節後の現金投下の減少、および財政預金の増加といった要因によるものと説明した上、B/S縮小は金融システムの流動性充足と両立できるものであり、過去の例で足元の流動性を判断してはならないし、一部の季節要因によるB/Sの変化を金融政策の転換と読み取ることもできないと述べた。
- FRBは6月の会合で利上げとともにB/Sを縮小していく方針も明確に示した。それが実現すれば、利上げとB/S縮小というダブルショックは中国をはじめとする新興国に大きな影響を及ぼすのではとも懸念されているが、足元の中国経済と金利水準などから考え、人民銀行はFRBに追随し、利上げ、またはB/S縮小を実施する可能性は少ないと考えられる。

BTMUの中国調査レポート(2017年6月).....9

メインピックス

人民銀行バランスシートから見た中国の金融政策

2017年2、3月、人民銀行のバランスシート(B/S)規模は1月末に比べ、それぞれ▲3,000億元、▲11,000億元となり、2ヶ月で3%以上の縮小を記録した。それに4月25日に開かれた中央政治局会議では、金融リスクの防止を最重要視し、金融機関への監督・管理、金融による実体経済支援、および違法行為の取締りを強化することを発表したことから、今後の金融政策は引締め方向に転換するのではとの議論が盛んとなっている。本稿では、中国人民銀行のB/S分析を通じて中国金融当局の政策意図や金融政策の見方をみたい。

I. B/S縮小とは

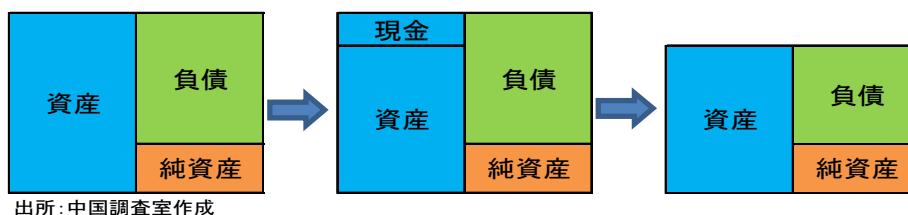
B/Sは貸借対照表とも言うことから、その規模の縮小は中国で「縮表」と略されている。B/Sの拡大・縮小は人民銀行のみならず、商業銀行、一般企業においても日々繰り返されている。一般的に企業経営が続く限り、B/Sは自然に拡大するものと考えられる。しかしそのプロセスにおいて、利益を生出すことができない無駄な資産も増え始め、B/S圧縮はいわゆるこういった無駄な資産を減らすことである。

なぜなら、無駄な資産を圧縮することで、総資産利益率(ROA)が上昇し、B/S上において財務体質の健全化、会社経営の効率化を意味するほか、それに伴い金融機関や格付け会社など外部からの評価もランクアップさせる効果があるとみられる。

B/Sにおいて、「資産＝負債＋純資産」という関係から、B/S縮小は負債を減らすと簡単に理解することもできる。なぜなら、純資産を減らすには「減資」など方法が限られているほか、純資産は財務体質の向上に貢献するものでもあり、基本的に減らす必要はないと考えられる。

負債を減らすには借入金を返済しなければならないが、それにはまず返済原資となる現金を生出す必要がある。一般的により多くの利益を生出すか、資産を売却し現金を入手する、のどちらかを取るが、利益の上昇は容易ではなく、資産を売却しその資金で負債を減らすことはB/Sを縮小する主要な方法となる。

図表1 B/S縮小の流れ



なお、無駄な資産を減らすこと以外にも、資産をオフバランスにすることで、B/Sを縮小することもできる。例えば、保有している資産、設備をリースに切り替え、すなわち、自社で保有するのではなくリースに切り替えれば、「資産」としてB/Sに計上せず、「経費」として処理されてしまう¹。

また自社ビルを保有している企業であれば、自社ビルを売却し賃貸化することで、これまでB/Sに計上されていた「土地建物」をなくすることができる。その売却資金で借入金を返済すれば、負債、および支払利息が減少することとなり、財務体質が健全化し、ROAなどB/S上の経営効率向上にもつながる。

その他、最近、工場を持たずに生産を外部にアウトソーシングする企業も多くなっている。例えば、アップルは研究開発、経営戦略の制定などコアな部分のみを自社で行い、工場、生産設備などを持たず、製造を台湾の鴻海精密工業に委託していることはその典型例である。

¹ 現行の国際会計基準(IFRS)では、リース契約が一定金額を上回れば、資産に計上しなければならない。

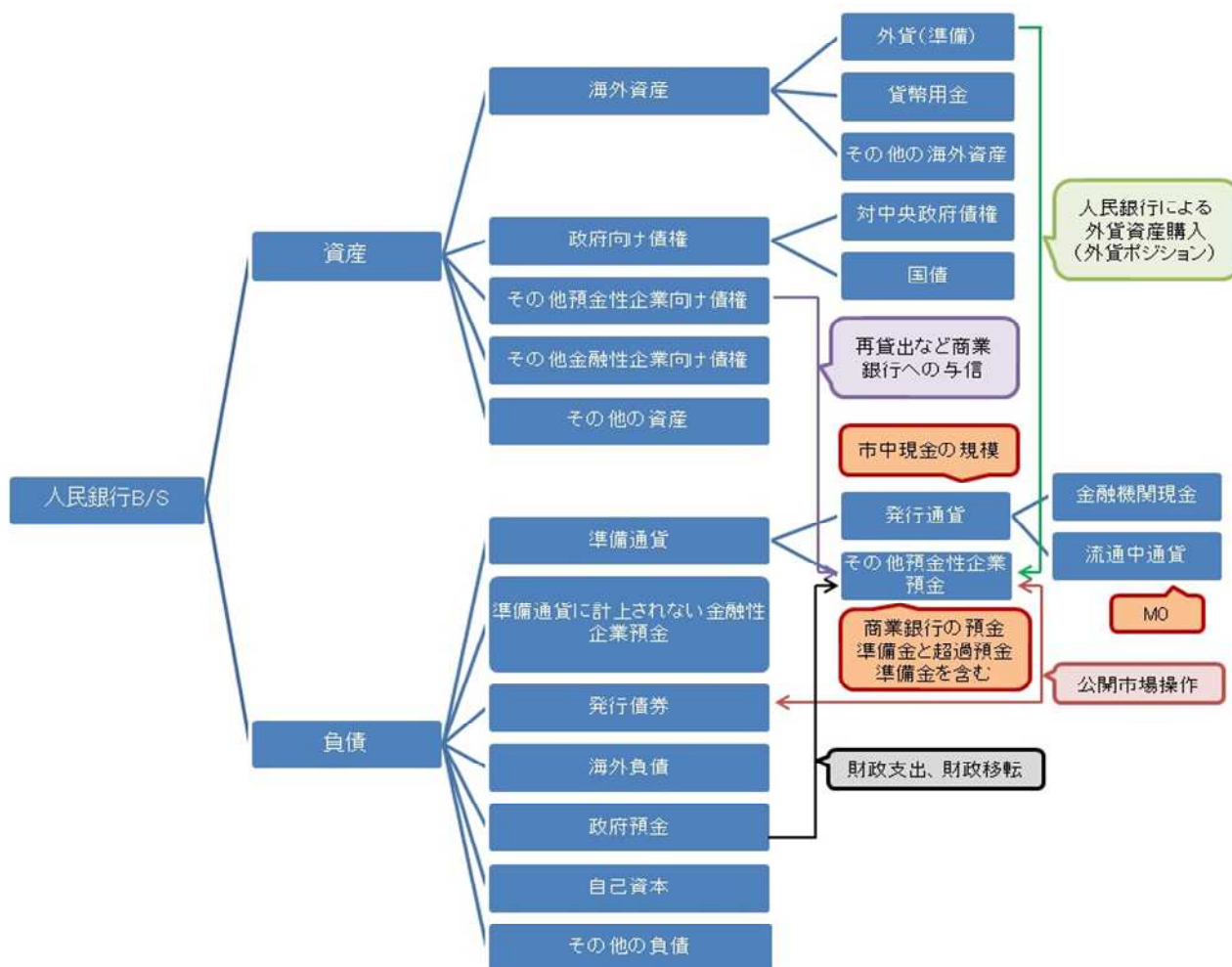
中央銀行のB/S縮小について、近年、各国の中央銀行は経済を安定させるためには、B/S規模の拡大をもたらす量的緩和を行ってきたが、B/S縮小はその逆方向であり、簡単に言うと、市場から資金を回収することである。B/Sを圧縮する最も手っ取り早い方法は国債など保有している債券を市場で売却することであるが、しかし大量な債券を一気に売出せば、債券価格が暴落し市場が混乱に陥りかねないため、段階的に行っていく必要があると思われる。

なお、このプロセスにおいて債券価格の下落は長期金利を押し上げ、経済の過熱を抑制する効果がある。また金利の上昇は一般的に為替相場で自国通貨の値上がりに働くが、しかし金利の上昇は不動産市場の冷え込み、株価の下落を誘発する可能性もあるため、不確定要素も多い。

II. 人民銀行:2、3月のB/Sは季節的要因

人民銀行は5月12日、「2017年第1四半期中国貨幣政策執行報告」を発表し、2、3月のB/S縮小をコラムとして取り上げた。「報告」では、経済発展段階などにより、人民銀行のB/Sは先進国の中央銀行と比べ複雑であり、資産側は政府債券、預金性企業向けの債権のほかに外貨ポジション²が大きな割合を占めており、負債側も現金、預金準備金、超過預金準備金などベースマネーのほか、大規模な財政預金を抱えているとした上、それらの構造上の差異により、人民銀行B/Sの変化は金融システムの流動性だけでなく、外貨ポジションの増減、預金準備率引下げか公開市場操作など金融ツールの選択、財政収支の変化、および春節など季節要因の影響も受けると説明した。

図表2 人民銀行B/Sの概略図



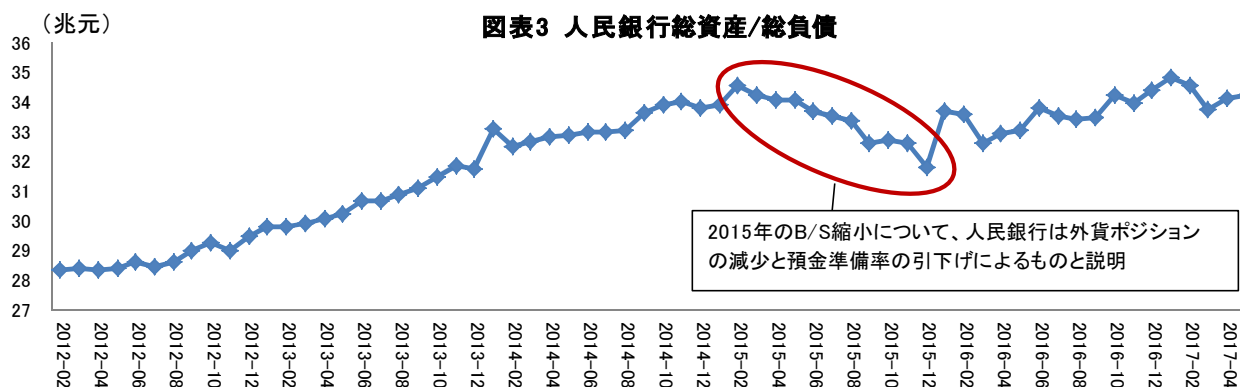
出所: 人民銀行B/S、公開資料よりBTMU(China)中国調査室作成

²外貨ポジション (Funds outstanding for foreign exchange) は、人民銀行が外貨を買入れるために拠出した資金のことをいい、中国において流動性拠出の1つ重要なルートである。

2月、3月の人民銀行B/S縮小について人民銀行は、全体傾向として①外貨ポジションは人民銀行資産に占める割合が大きく、2014年下半期、国際収支の均衡化により、外貨ポジション規模は持続的に低下し、それに伴い人民銀行のB/Sも縮小していること、および②近年預金準備金の査定方法の調整と公開市場操作頻度の増加などにより、商業銀行の予備的な流動性需要が低下したため、人民銀行のB/Sにも一定の影響を与えていることに加え、③春節後の現金投下の減少、および財政支出の加速に伴う財政預金の減少といった季節的要因によるもの、と説明した。

人民銀行は、市中の状況に応じ各種の金融ツールを用い、流動性を適切な水準に保つことができおり、B/Sが縮小したものの、金融システムの流動性充足を損なうことはない、他国の例で足元の流動性を判断してはならないし、一部の季節要因によるB/Sの変化を金融政策の転換と読み取ることもできないと述べた。

4月から人民銀行B/Sは再び拡大に転じ、4月、5月それぞれ前月比+3,943.17億元、+1,188.37億元と徐々に回復しており、5月末時点の総資産は34兆2,485億元となっている。



出所：人民銀行よりBTMU(China)中国調査室作成

5月のB/Sの内訳を見ると、資産側では、その他の預金性企業（政策銀行、郵貯銀行、外資を含む商業銀行、都市・農村商業銀行、都市・農村信用社、および企業財務公司）向け債権は4月より+1,273.27億元の8兆5,834億元となり、増加額全体の80.87%を占めている。また外貨ポジションは前月より▲293.34億元と依然として減少傾向であるが、減少幅は4月（▲419.98億元）より縮小している。

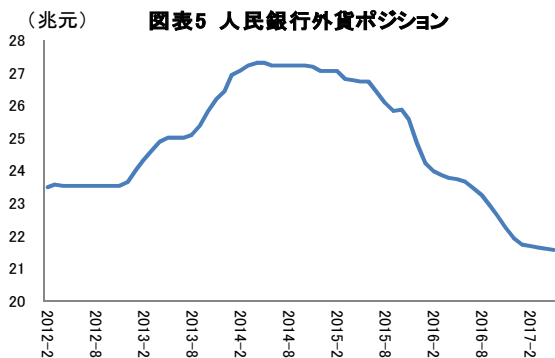
負債側を見ると、政府預金は前月比+2,179.46億元となっており、例年では、4～5月、および10～11月の政府預金が増加することが多く、その増加は季節的要因によるものと考えられる。また準備通貨は前月比+121.34億元で、4月（▲2,923億元）よりは大幅に回復している。そのうち、通貨発行は▲687億9,300万元、その他預金性企業預金は+809億2,800万元（4月は前月比▲2,111.21億元）となっている。

図表4【参考】人民銀行バランスシート(億元)

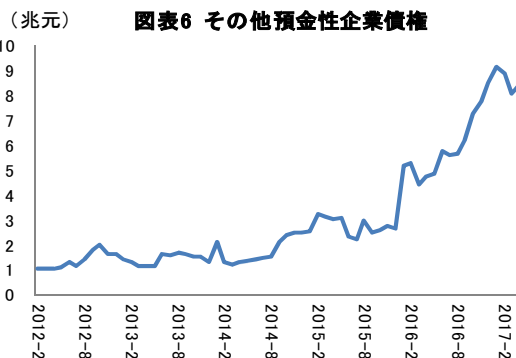
項目	2017年1月	2017年2月	2017年3月	2017年4月	2017年5月
海外資産	225,614.58	224,887.86	224,290.37	223,811.90	223,430.64
外貨	217,337.60	216,756.41	216,209.50	215,789.52	215,496.18
貨幣用金	2,541.50	2,541.50	2,541.50	2,541.50	2,541.50
その他の海外資産	5,735.48	5,589.95	5,539.37	5,480.88	5,392.96
政府向け債権	15,274.09	15,274.09	15,274.09	15,274.09	15,274.09
中央政府向け債権	15,274.09	15,274.09	15,274.09	15,274.09	15,274.09
その他預金性企業向け債権	91,346.34	88,464.46	80,711.21	84,560.93	85,834.20
その他金融企業向け債権	6,316.41	6,316.41	6,316.41	6,313.41	6,313.41
非金融性部門向け債権	79.57	80.40	117.31	103.82	98.94
その他の資産	9,636.66	10,446.42	10,644.29	11,232.70	11,533.93
総資産	348,267.65	345,469.66	337,353.68	341,296.85	342,485.22
準備通貨	307,810.72	302,689.17	302,387.33	299,463.62	299,584.96
通貨発行	96,762.57	79,362.76	75,246.61	74,434.11	73,746.18
その他預金性企業預金	211,048.15	223,326.41	227,140.72	225,029.51	225,838.79
準備通貨に計上されない金融性企業預金	6,724.75	6,856.67	7,744.24	8,415.62	8,772.30
債券発行	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
海外債務	1,235.17	1,246.15	1,099.03	1,274.18	829.56
政府預金	29,971.11	31,962.00	24,025.62	28,764.10	30,943.56
自己資本	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75
その他の債務	1,806.15	1,995.92	1,377.72	2,659.57	1,635.09
総負債	348,267.65	345,469.66	337,353.68	341,296.85	342,485.22

出所：人民銀行よりBTMU(China)中国調査室作成

人民銀行 B/S の中身の変化から、中国における流動性拠出方式は、今までの外貨ポジションによる受動的な拠出から、主動的な再貸出、公開市場操作へと変わりつつあることを読み取れる。人民銀行の外貨ポジションは 2014 年 5 月をピークに 19 ヶ月連続で下落した一方、その他の預金性企業向けの債権は 2015 年 12 月から 2017 年 5 月まで+222%と一貫して増加している。その他の預金性企業向けの債権は一般的に期間が短く、規模も小さいが、しかしそれによる資金拠出はより主動的なもので、状況に応じ微調整することが可能となる。



出所: 人民銀行よりBTMU(China)中国調査室作成



出所: 人民銀行よりBTMU(China)中国調査室作成

なお、商業銀の B/S について見てみると、5 月の B/S 規模は前月比+11,563 億元で 4 月 (▲1,197 億元) より大幅に拡大した。資産側では、対企業、家計債権は前月比+9,685 億元で増加分の 83.75%に相当する。そのうち、対非金融企業債権は+3,562.08 億元、対家計部門債権は+6122.96 億元となった一方、対金融機関債権は 3 ヶ月連続で減少しており、うちその他の預金性企業向けの債権は▲756.75 億元、その他金融機関向け債権は▲4,190.55 億元となり、金融分野のデレバレッジが着実に進行していることが見て取れる。

負債側では、非金融企業・家計部門に対する債務は前月比+4,458.96 億元で 4 月 (▲10,741.31 億元) より大幅に拡大している。そのうち、企業普通預金は+7,268.76 億元、企業定期預金は▲3,162.95 億元、個人預金は+1233.17 億元とそれぞれなっている。

このように人民銀行は、2、3 月の B/S 縮小は金融政策の転換にイコールではなく、深読みする必要はないと説明した。しかしとはいえ、中国経済の現状、および中国政府の政策方針から、過去のような緩和的な金融政策を調整し、システムティックリスクを早期段階で回避する必要性もみられる。

過去十数年間、中国政府は安定した経済成長を維持するために緩和的な金融政策を実施してきた。世界金融危機からいち早く脱出したなど積極的な効果もあげていたが、時間が経つにつれ、その限界効用が低下し、経済、特に実体経済への刺激効果が弱まりつつある。特に近年、景気下振れに伴う実体経済の資金需要が乏しく、大規模な流動性は実体経済に吸収されることができないまま金融部門で空回りし、資産価格の上昇をもたらしており、株式市場、債券市場の乱高下、および高騰した不動産価格のいずれも流動性の過剰供給にかかわっていると思われる。

言い換えれば、量的緩和による流動性の拡大は数字上で経済の安定化に貢献した一方、リスクの蔓延を加速し、持続可能な経済成長に不確定要素をもたらしてしまった。人民銀行はこれらの課題に気づき是正しようとしていたが、しかし安定成長の維持という政治的任務が優先され、社会融資総額は相次ぎ最高記録を更新し、全社会のレバレッジ比率が上昇したほか、不均衡が拡大した。

昨年末の経済工作会議³、および今年の全国人民代表大会(全人代)⁴で、中国政府は穏健的、かつ中立的金融政策を実施し、流動性の安定性を維持するとして上、金融リスクの防止をさらに重要視し、リスクのある分野に対する監督・管理を強化し、システマティックリスクの発生を防止する方針を明示した。4月25日に開かれた中央政治局会議では、経済「新常态」、供給側改革、および経済構造調整などがより強調される一方、経済の安定成長の優先順位が引下げられたとも読取れる。この一連の意思表示から、当局のリスク意識が高まっていることを窺わせ、経済成長を維持するために(量的緩和による)ある程度のリスク拡大も容認するという過去数年続いてきた基本的な考え方が変わりつつあると見られている。

これらの政策基調に基づき、人民銀行は今年に入ってから穏健・中立な金融政策を実施し、市中流動性の逼迫、およびマクロプルーデンス評価体系(MPA)の実施などにより、上海銀行間取引金利(SHIBOR)から銀行理財商品利回りまで上昇傾向となっている。特に5月末のマネーサプライ(M2)残高は前年同期比9.6%増の160兆1,400億元となり、伸び率は前月より▲0.9ポイント、前年同期より▲2.2ポイントとなり、近年稀にみる1ケタ台に低下している。

M2の伸び鈍化に対し人民銀行は、金融改革、金融イノベーションの深化に伴い、M2に影響する要素はますます複雑となり、M2の測定、管理が困難となった上、経済との関連性が弱まっていると説明し、金融分野のデレバレッジの推進に伴い、M2の低めの伸び率は今後常態化する可能性もあるとの見方を示した。この説明に従えば、今年のM2目標が12%と設定されたにもかかわらず、人民銀行は当面、流動性供給の規模とペースを調整することができないと考えることができ、すなわち、人民銀行は意図的なB/S縮小を否定したとはいえ、穏健・中立な金融政策を引続き徹底するスタンスを示していることを読取れる。

Ⅲ. FRBのB/S縮小と今後の中国の対応

リーマンショック後、FRBは大規模な量的緩和(QE)を実施し、現在のFRBの保有証券は4.5兆ドルに上るとされている。現段階では、FRBは国債など資産の買入れを中止したものの、満期となる債券を再投資する形が取られている。6月の会合では、FRBは利上げとともにB/Sを縮小していく方針も明確に示し、開始時期に関する説明こそなかったものの、B/S縮小の手順や具体的な金額などを示したことから、実施間際という印象も受け止める。

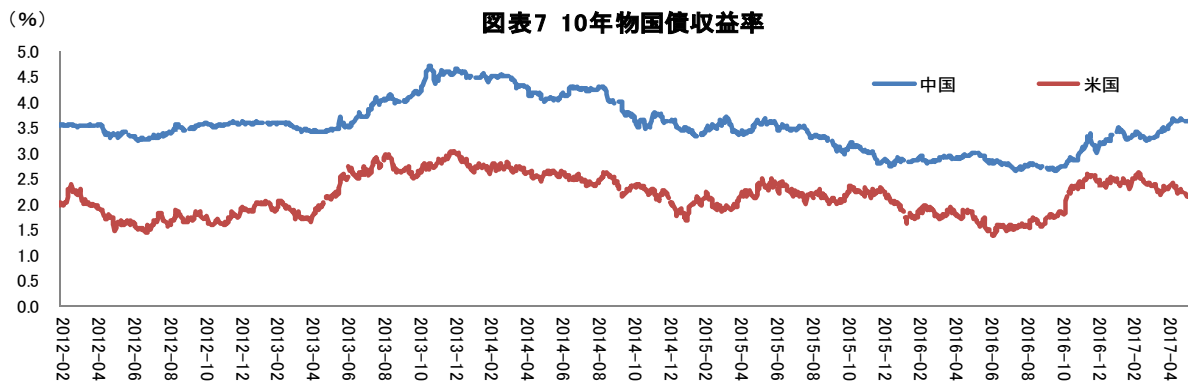
もしそれが実現すれば、利上げとB/S縮小というダブルショックは中国をはじめとする新興国に大きな影響を及ぼすのではとも懸念されているが、足元の中国経済と金利水準などから考え、人民銀行はFRBに追随し、利上げ、またはB/S縮小を実施する可能性は少ないと考えられる。

その主な理由として、まず米中間金利差の回復が挙げられる。昨年末の米国大統領選挙の影響で米国債利回りは上昇した一方、中国では金融政策が比較的緩和的であることや、金融部門のデレバレッジがまだ始まっていないことなどにより、中国の国債収益率は低い水準で推移していた。2016年11月23日の米中両国の10年物国債利回りはそれぞれ2.36%、2.845%で、中米金利差は0.4851ポイントへと低下し、歴史的な平均水準を大幅に下回った。

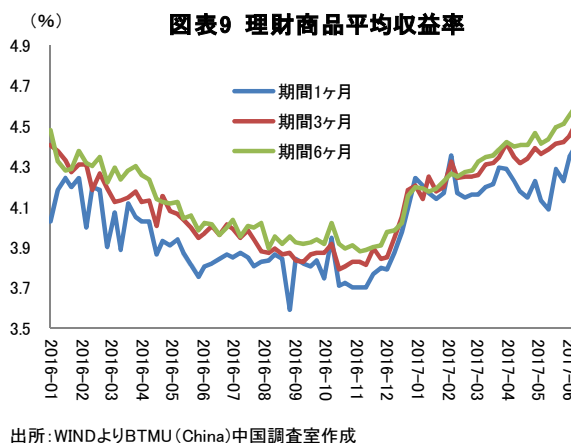
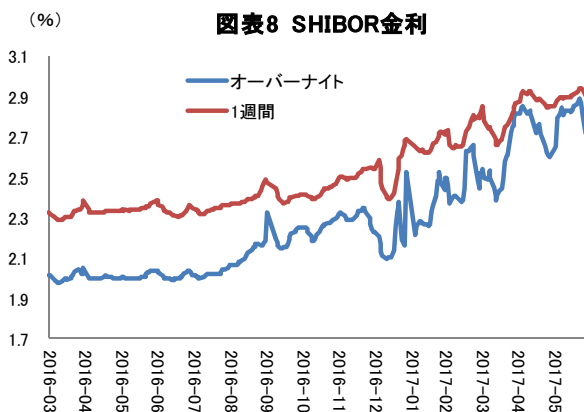
しかし今年に入ってから状況は一転し、中国は流動性の低下により市場金利は穏やかに上昇し、10年物国債収益も3.67%へと上昇した一方、米国ではトランプ政権の施策方針に対する期待感が収まりつつあり、ドル指数、国債収益のいずれも下落し、5月末の中米両国の10年物国債収益率の差は再び1.4ポイントへと拡大し、過去5年の平均水準に回復している。このように米中間の金利差に縮まる傾向はなく、金利差の観点から人民銀行は早急に利上げ、B/S縮小に動く必要性は少ないと思われる。

³ 詳細はBTMU (China) 経済週報【第331号】中央経済工作会議:2017年の経済運営方針を決定～安定性を強調、構造改革に注力、リスク防止が急務、をご参考ください。(https://Reports.btmuc.com/File/pdf_file/info001/info001_20161229_001.pdf)

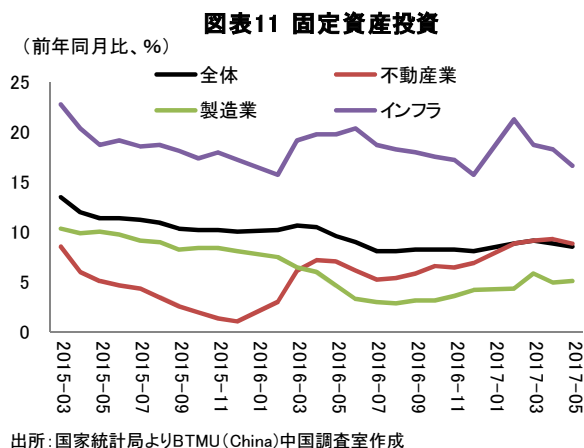
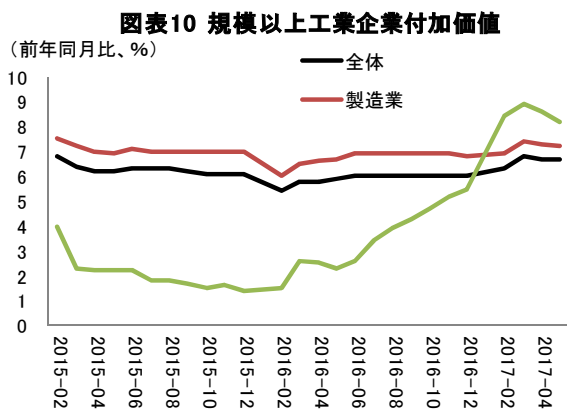
⁴ 詳細はBTMU (China) 経済週報【第342号】全人代が閉幕～経済成長の安定、構造転換の推進に自信、をご参考ください。(https://Reports.btmuc.com/File/pdf_file/info001/info001_20170323_001.pdf)



また今年に入り、金融分野のデレバレッジが着実に進められており、一定の効果を挙げた一方、引締め気味の金融政策は金利の上昇をもたらし、実体経済の資金調達コストへの影響も徐々に表れ始めている。



同時に、足元では、固定資産投資、一定規模以上工業企業付加価値は伸び鈍化しており、5月のPPI月も前月比ではマイナスに転じている。これらの経済指標から、中国の内生的経済成長力が鈍化しており、第1四半期(+6.9%)をピークにGDP成長率は下落する可能性があると考えられている。また5月のPMIからも、製造業、不動産業の在庫補充による経済への寄与効果はすでに弱まりつつあることを見られており、この背景の下で利上げ、B/S縮小といった引締め策は金融分野のデレバレッジより、市場の流動性低下をもたらし、実体経済の資金調達コストをさらに押し上げ、経済成長にもマイナス影響を与えかねない。



中国の足元の金利は歴史的に見て低い水準にあり、限界効用の点から、人民銀行のB/S縮小は利上げよりも市場への影響が高いと思われる。实体经济への配慮も欠かせないため、仮に今後、人民銀行はB/S縮小に動いたとしても、急ピッチで大規模なものではない可能性が高いと思われる。

三菱東京UFJ銀行(中国) 中国投資銀行部
中国調査室 余 兴

BTMU の中国調査レポート(2017年6月)

- ニュースフォーカス(2017年第8号)
香港における越境インフラ建設の現状
https://Reports.btmuc.com/File/pdf_file/info005/info005_20170629_001.pdf
香港支店・業務開発室
- BTMU 中国月報第137号(2017年6月)
<https://count.bk.mufig.jp/c/Ccl0j43rrwx1z4H7ae9c649lid0j43rtw668w>
国際業務部
- BTMU CHINA WEEKLY 2017/6/21
<http://www.bk.mufig.jp/report/inschiweek/417062101.pdf>
国際業務部
- ニュースフォーカス(2017年第7号)
香港、金融口座情報の自動交換制度へ加入
https://Reports.btmuc.com/File/pdf_file/info005/info005_20170614_001.pdf
香港支店・業務開発室

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては全て顧客御自身でご判断くださいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

三菱東京UFJ銀行(中国)有限公司 中国投資銀行部 中国調査室
北京市朝陽区東三環北路5号北京發展大廈4階 照会先:石洪 TEL 010-6590-8888ext. 214