

5月の金融指標

～M2、貸出が比較的安定も、社会融資総額は急減

中国投資銀行部
中国調査室

メインピックス2

5月の金融指標～M2、貸出が比較的安定も、社会融資総額は急減.....2

- ▶ 6月12日、人民銀行は5月の各金融指標を発表し、そのうち、新規社会融資総額は7,068億元で4月より▲7,997億元、前年同月より▲3,023億元とそれぞれ減少し、市場予測を大幅に下回った結果となった。その主因として、①債券発行規模、および②オフバランス資金調達規模の減少にあると思われる。
- ▶ 5月の中長期貸出において、非金融企業向け貸出、家計向け貸出はそれぞれ4,031億元、3,923億元となり、昨年同期よりそれぞれ▲365億元、▲403億元減少した。人民銀行の「第1四半期貨幣政策執行報告」によれば、新規中長期貸出の割合の低下は、過剰生産能力産業、および家計向け貸出の鈍化によるものと説明し、与信構造が改善した結果と評価している。
- ▶ 昨年末の中央経済工作会議では、重大リスクの防止を今年の最重要課題として挙げており、そのため、流動性、金利といった金融政策の制定・調整もその方針に従う可能性は高いと思われる。

IGPI 流事業強化の処方箋.....7

中国事業変革のアプローチ～新たなる成長の芽を育てる:イノベーションの創出.....7

- ▶ 自動運転をはじめとする自動車業界の大きな環境・技術進化、また AI 等のデジタル領域の発展において、中国スタートアップや大企業の積極投資などによって、米国と伍していくだけの高い技術力を有した企業が多数出現しています。日本企業として、彼らとどうやって戦っていくか、もしくは協調していくか等、自社単独での技術進化に限界がある中での、戦略的判断が求められてきています。

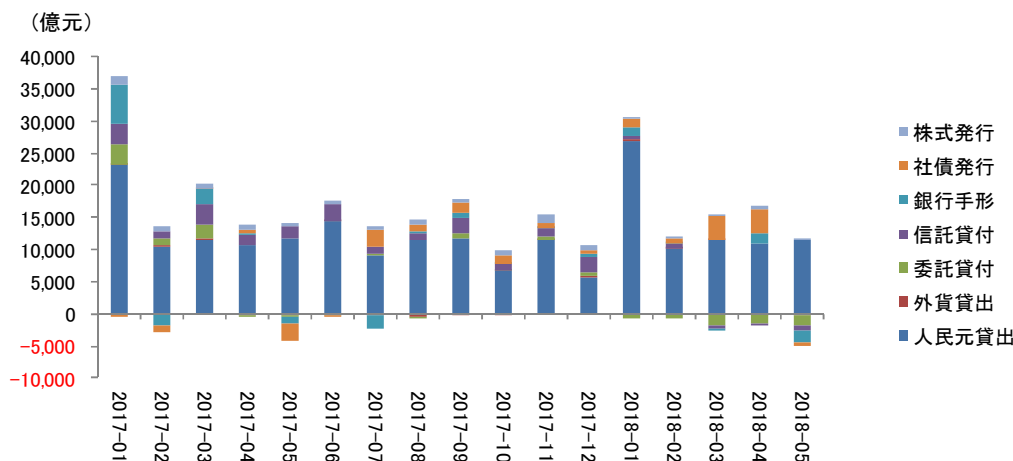
三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2018年6月).....9

メインピックス

5月の金融指標～M2、貸出が比較的安定も、社会融資総額は急減

6月12日、人民銀行は5月の各金融指標を発表し、そのうち、新規社会融資総額は7,068億元で4月より▲7,997億元、前年同月より▲3,023億元とそれぞれ減少し、市場予測を大幅に下回った結果となった。

図表1 社会融資総額の推移



出所: 人民銀行より当行中国調査室作成

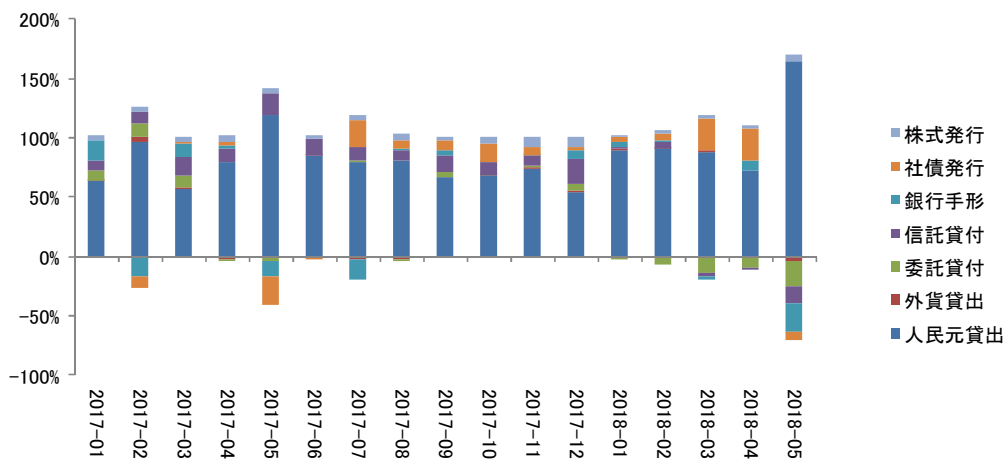
I. 5月の社会融資総額、監督管理の強化などで大幅鈍化

5月の社会融資総額は大幅に鈍化した主因として、①債券発行規模、および②オフバランス資金調達規模の減少にあると思われる。

まず、5月の債券発行規模は▲434億元であり、4月の3,776億元より大幅に減少した。これは、デフォルトの多発により、市場のリスク選好が低下し、債券発行コストを押し上げたことに起因すると思われる。

また、資金調達方式でみると、間接金融(人民幣貸出、外貨貸出)、直接金融(社債、株式発行)、オフバランス調達(委託貸付、信託貸付、銀行手形)が全体に占める割合はそれぞれ146.9%、0.05%、▲55.4%となり、4月にはそれぞれ+76.6ポイント、▲27.6ポイント、▲54.6ポイントとなり、中では、5月のオフバランス調達規模は▲4,215億元と先月(▲122億元)より減少幅がさらに拡大した。

図表2 社会融資総額の割合構成



出所: 人民銀行より当行中国調査室作成

2017年以降、当局は監督管理の強化など金融システムにおけるデレバレッジを積極的に推進しており、その結果、オフバランス調達に再び銀行貸出、すなわち、オンバランスに戻る傾向が見られており、2018年4月、「金融機関の資産管理業務に関する指導意見」は発表され、その動きをさらに加速している。なお、同指導意見は発表されたばかりであり、オフバランス業務に対する影響は時間が経つにつれ、ますます表面化する可能性はあると見られている。

オフバランス調達は総じて低下傾向ではあるが、信託貸付だけは2018年までに比較的堅調な伸びを維持していた。その原因として、先述したように金融監督管理の強化によりオフバランス調達の一部はオンバランスに戻ったほか、オフバランス調達の中においても、委託貸付、手形による調達は比較的規制が緩かった信託へシフトしたと考えられる。

特に2016年以降、当局は不動産企業に対し、株式・債券発行の規制や銀行理财产品の迂回投資の取締りを強化しており、この背景の下、調達コストは少し高いが、資金用途に対する規制が少ない信託貸付が不動産企業の重要な資金調達手法として多用された。このことが信託貸付の増加につながった重要な一因と思われる。

ただ、2017年12月、旧銀監会は、商業銀行は信託会社と「銀信業務」を行った場合、不動産、地方政府融資プラットフォーム、株式市場、生産能力過剰分野といった規制分野への貸付を禁止すると再強調し、その影響で、2018年に入り、信託貸付も持続的な下落を見せている。

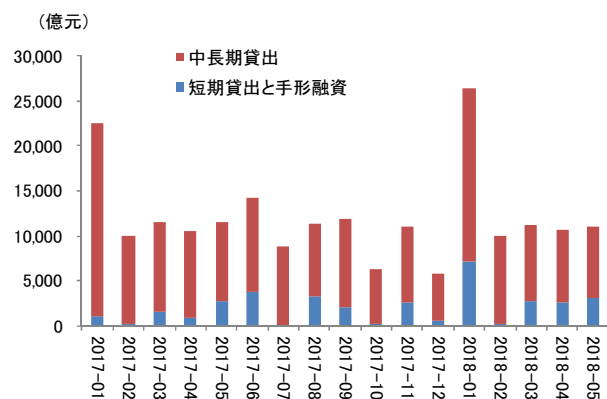
なお、信託に対する監督管理の強化により、不動産企業の資金調達はますます困難となる中、ますます多くの不動産企業は海外での資金調達を図ろうとしている。中原不動産によれば、2017年、不動産企業の海外での資金調達額は388億6,000万ドルで、前年(140億6,000万ドル)比176%上昇している。2018年1~5月、不動産企業の海外資金調達はすでに293億7,200万ドルに達し、昨年同年の75.6%に当たる。

II. 新規貸出、M2 は比較的安定

▶ 人民元新規貸出

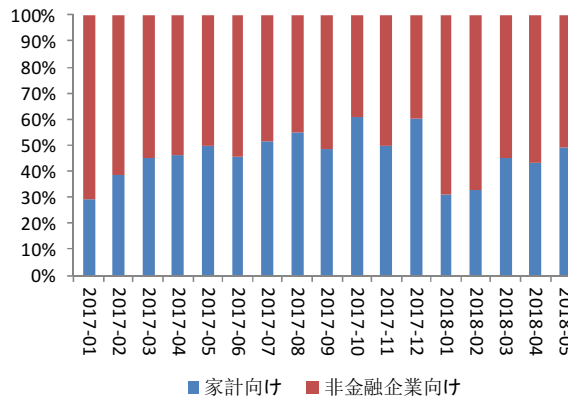
5月の新規人民元貸出は1兆1,500億元で、先月より+300億元、前年同月より+400億元とそれぞれ上昇した。そのうち、中長期貸出は7,954億元と先月より▲257億元、前年同月より▲768億元減少しており、部門別で、非金融企業向け、家計向けはそれぞれ4,031億元、3,923億元となり、昨年同期よりそれぞれ▲365億元、▲403億元減少した。人民銀行の「第1四半期貨幣政策執行報告」によれば、新規中長期貸出の割合の低下は、過剰生産能力産業、および家計向け貸出の鈍化によるものでと説明し、与信構造が改善した結果と評価している。

図表3 期間別人民元新規貸出



出所: 人民銀行より当行中国調査室作成

図表4 中長期貸出の内訳



出所: 人民銀行より当行中国調査室作成

家計向け中長期貸出の割合の変化に、年初から年末まで徐々に高まっていくという季節性が見られている。1

～5月の家計向け中長期貸出は中長期貸出全体の38%を占め、1～4月より1.9ポイント、昨年同期より5.8ポイント上昇しており、例年通りの季節性変動に辿っていけば、下半期にさらに上昇する可能性もあると思われる。

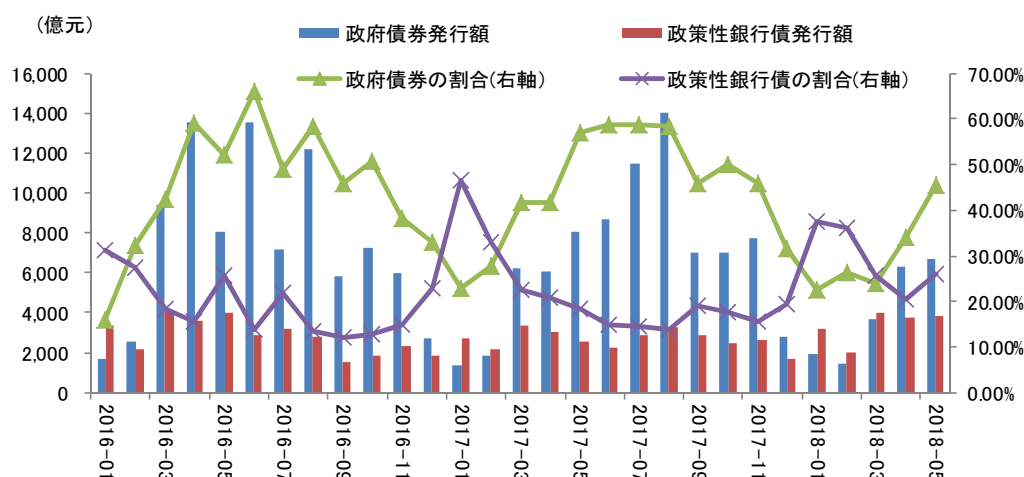
なお、家計部門の中長期貸出は不動産市場と大きくかかわっている。2015～16年、不動産市場の活発化に伴い、家計向け中長期貸出は大きく上昇したが、2017年以降、購入・貸出規制など不動産引締め政策により、家計向け中長期貸出の伸びも徐々に鈍化している。家計部門を含むデレバレッジは供給側改革の一環であることから、今年の家計向け中長期貸出は総じて低下傾向に辿る可能性は高いが、そのペースについてまだ不確実なものと思われる。なぜなら、現段階で、不動産価格の上昇圧力は高く、家計部門が不動産を購入する、すなわち、レバレッジをかける意欲は依然として大きいからと考えられる。

▶ 政府債、政策性銀行債

5月の社債発行規模は減少したものの、政府系債券は比較的安定した推移を見せている。国債・地方債を含む政府債発行規模は6,703億元であり、4月より+435億元上昇し、これは例年と同じく、年初から年末へと徐々に増加していく季節性に合致するとみられる。また1～5月、政府債券発行額は債券発行額全体の32%を占め、昨年同期より9.9ポイント低下している。

5月の政策性銀行債の発行額は1兆6,739億元で、債券発行額全体に占める割合は昨年12月の18.9%から2月の37%へと上昇したが、5月になると再び26.7%へと低下した。これも、年初に最も高くその後徐々に低下していくとの傾向に合致すると思われる。

図表5 政府債券、政策性銀行債



出所：中国債券登録センターより当行中国調査室作成

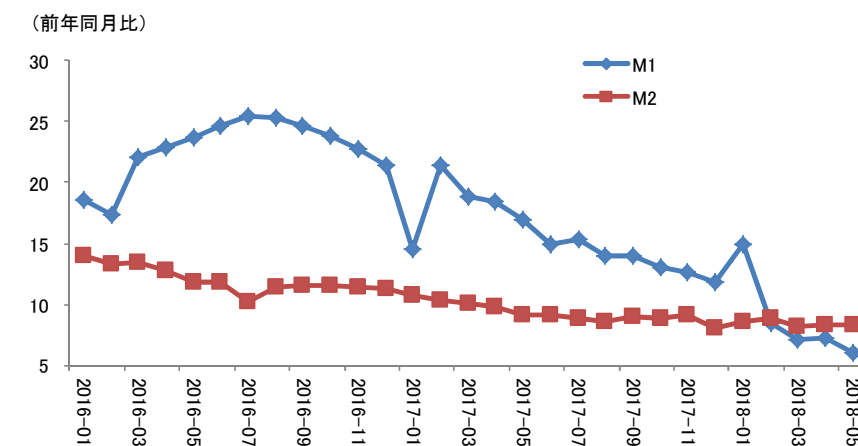
▶ M2

5月、狭義的マネーサプライ(M1)は前年同月比6%増であり、伸び率は4月より▲1.2ポイント、前年同月より▲11ポイント低下した。広義的マネーサプライ(M2)は前年同月比8.3%増で、伸び率は先月と横ばいで、前年同期より▲0.8ポイント低下した。

M1の伸び鈍化は企業の普通預金のひっ迫とみることができ、この傾向は当面の間続くと思われる。外貨ポジションの鈍化やデレバレッジによる金融機関の信用創出機能の低下などにより、M2は低下傾向に辿ったが、人民銀行は年内3回にわたり、特定分野に対する預金準備率の引下げを行い、M2が比較的安定した展開となった。

下半期、キャリーオーバー効果の低下、および新しい資産管理規定の影響により、M2は引き続き鈍化傾向に辿る可能性は高いが、金融機関のデレバレッジが一定の効果挙げたことを背景に、大幅な鈍化は考えにくい。

図表6 M1、M2の推移



出所: 人民銀行より当行中国調査室作成

Ⅲ. 下半期の政策方針

昨年末の中央経済工作会議では、重大リスクの防止を今年の最重要課題として挙げており、下半期の金融政策の制定・調整もその方針に従う可能性は高いと思われる。

流動性に関しては、2017年、金融デレバレッジが積極的に進められ、一定の成果を挙げたが、監督管理の強化と新しい資産管理規定の実施により、実体経済へマイナスの影響も懸念されている。例えば、委託貸付、信託貸付などオフバランス融資は絶えず収縮すれば、一部銀行貸出を獲得できない企業の資金調達が困難となり、また元利保証が打破されれば、理財商品による資金調達がスムーズに進まず、理財商品と投資標的の期間ミスマッチが生じれば、流動性リスクを引き起すことも考えられる。

このようにリスク防止の方針に従い考えれば、現段階において、むしろ金融監督管理の強化、新しい資産管理規定の実施など過剰な引締めによる流動性リスク・信用リスクの勃発を避けることは、優先順位が高いと思われる。これらのリスクが短期、集中的に爆発することを防ぐため、人民銀行は過剰な引締めを避け、マクロプロデュース管理(MPA)、公開市場操作、SLF、MLF、PSLといった金融ツールで市中流動性を調整し、実体経済の流動性需要を維持することを優先しながら、不動産市場への資金流入、金融機関のデレバレッジに取り組む可能性は高いと思われる。しかし不確定要因としては世界的に米中貿易摩擦がヒートアップし、地縁政治リスクが膨らむことが考えられ、今年のデレバレッジはペースダウンする可能性もあると思われる。

金利に関して、中長期金利に影響する最も大きな要因は実体経済の発展水準であり、中国経済が「新常态」(ニューノーマル)に入るにつれ、経済成長が徐々に鈍化する傾向に辿ることは必然的な傾向といえるが、一方、短期金利の場合、流動性、金融政策の変更、国際的金融状況など様々な影響を受ける可能性はある。

国内的に、経済成長における不動産とインフラ投資の役割は依然として大きく、2018年に入り、不動産投資、およびPPIが伸び悩み、この状態が長く継続すれば、企業設備投資が鈍化し、市場金利の低下をもたらしかねない。それに年初来のPMI、景気指数などを見ると、中国経済は第2四半期に一定の下振れ圧力に直面しており、実体経済の観点から、金利水準の大幅上昇が考えにくい。とはいえ、国内ではデレバレッジの方針は当面変わらず、世界的にも引締めの金融政策で金利が下落する余地も少ないと見られている。

総じてみると、目下の金利水準について、すでに経済成長率・インフレ率と比べても、合理的な水準を上回っているとの見方は多く、インフレの安定化、経済成長の鈍化、および政府の方針転換は金利の安定化につながると見られている。

今後、人民銀行の金融政策がより有効に効果を発揮するには、公開市場操作金利、債券市場金利、貸出金利がスムーズに連動する金利伝達システムの構築は不可欠と思われる。特に足元では、金融機関の調達金

利と貸出金利がスムーズに連動できないこと、いわゆる「金利の双軌制」が問題視されており、これは人民銀行の市場コントロールが数量型から価格型への転換を制約している最も大きな問題点とされ、「第1四半期貨幣政策執行報告」において、「金利の双軌制」を統一化する方針を明確に強調しており、その進行状況に留意したい。

三菱東京 UFJ 銀行(中国) 中国投資銀行部
中国調査室 余 兴

IGPI 流事業強化の処方箋

中国事業変革のアプローチ～新たなる成長の芽を育てる:イノベーションの創出

自動運転をはじめとする自動車業界の大きな環境・技術進化、また AI 等のデジタル領域の発展において、中国スタートアップや大企業の積極投資などによって、米国と伍していくだけの高い技術力を有した企業が多数出現しています。日本企業として、彼らとどうやって戦っていくか、もしくは協調していくか等、自社単独での技術進化に限界がある中での、戦略的判断が求められてきています。

I. 日本企業におけるオープンイノベーションの必要性

WEF が公表している世界のイノベーションランキング 2016-2017 版において、「イノベーション能力」の日本の順位は 21 位と、多くの先進国等に後れを取っています。筆者はその最大の理由は、会社が大きくなるにつれてリスクテイクの姿勢が弱くなっていく日本企業の文化にあると考えています。そもそも、新規事業や要素技術開発というものは多くの不確実性があるものですが、こうした不確実性(≒リスク)を取ることに對する企業耐性が下がってきている会社が多いのが実情ではないでしょうか。その理由の一つは、収益性の低下により企業体力に遊びの余地が殆どなくなってきたこと、二つ目はそもそもそうしたイノベーション創出を行う可能性が高い若い優秀人材を囲い込む力が落ちてきていること(≒採用能力の低下)が挙げられます。結果として、ベテラン社員に画期的な創造を期待するものの、やはり既存の枠組みに無意識のうちに縛られてしまう事、個人としてもポジションが上がるにつれてリスク回避傾向が強くなること、の双方においてその実現可能性は極めて低い状況です。つまり、会社が大きくなり、事業競争力・財務力が増せば増すほど、自助努力でイノベーションを創出できる可能性は、低下していくという皮肉な現象が起こってしまいます。

イノベーションを「創る」ことが苦手であれば、手っ取り早い手段は「買う・組む」ということになりませんが、ここでも、大企業×リスク回避傾向が悪さをすることがあります。そもそも有望なスタートアップというのは、一部の技術は尖るもまだまだ不完全な部分も多々ある等、粗削りであることは当たり前ですが、リスク回避傾向においては良いところを加点で見るのではなく、悪いところを減点で見えてしまいがちになります。更には千三つだからこそベンチャーにも関わらず、担当者として失敗してはバツンがついてしまうので、つつい勝率 10 割を求めてしまいます。こうした過去の経験から、「やっぱりうちにはベンチャーとの提携・投資は向いていないな」と諦めてしまう企業が多数存在しています。

II. 特筆すべき、中国のエコシステム・キャッチアップ力・スピード力

先日、CES Asia に視察に行きまして。ラスベガスで開催される本体 CES と同様、自動運転やロボット、ウェアラブル機器や AI など、テーマ的にはほぼ同様ではありましたが、出展している企業の大半は、深セン発でした。日本のメーカーが作っている有名なロボットや AI スピーカーに酷似したのも多数ありましたが、性能的には大差ありません。ここで感じたのは、自動運転しかり生活補助ロボットしかり、あるお題を与えられた時の中国の技術開発のキャッチアップ力、そして粗削りであってもさっさと市場投入して顧客ベースで実際の PDCA を廻していくスピードの速さです。

では、深センにおけるエコシステムはどうでしょうか? ご案内の通り、非常に多数のハードウェア系スタートアップがありますが、それらを支えるインフラ、例えばコワーキングスペース、資金サポートをする VC、試作サポートのアクセラレータ、量産展開する協力工場がパッケージで揃っています。更には、Yahoo やアリババ等のプラットフォームが完成品を市場投入するサポートまで行き、さっさと作って国内だけで販売して 100 万台、それで OK 的な完璧に中国クローズなエコシステムが出来上がっています。筆者も多くのスタートアップや VC と話をしましたが、その多くは日本をはじめ海外の市場に全く興味を持たず、またお金はあり余っているので、お金だけ持って行っても、まったく相手にされそうもない状況です。一方で、彼らは上述の CES Asia 同様、有

り物の技術や部品を組み合わせて面白いものを作る、そのスピード力での勝負が中心です。裏返して言えば、そこに画期的な技術を組み合わせれば、これまでにないイノベーションが生まれる大きな可能性を秘めていると感じました。

Ⅲ. 日本企業はしたたかに“花より団子”

こうした状況を踏まえ、日本企業としていかにイノベーションを創出しビジネスとして儲けるか、一言で申し上げると、「したたかに彼らを担げ」ということだと思います。一つは彼らに使うてもらうということです。製品アイデアとアッセンブルが彼らのコアですから、彼らでは作りえない・作るインセンティブがわからないコアデバイスやサービスを彼らの製品、もしくはプラットフォームに採用してもらうということです。別の言い方をすると、彼らといかに土俵をずらすかという事です。バリューチェーンの中で競争関係になるポジショニングでなく、協調関係になるポジショニングをいかに作るか、これが一つ目の担ぎです。二つ目は、彼らに花を咲かせてもらうということです。これは、企業の中に眠っている要素技術やアイデア等を彼らとオープンに共有し、彼らのエコシステムに乗せてもらい、日本企業にないスピード力で実用化してもらうということです。要は出口としての中国市場を彼らに乗ることで取り込んでしまおうということ、これが二つ目の担ぎです。

こうした話を差し上げると、自らのブランドが前面に出ることがなく中国企業へのサプライヤーになることへのポジショニング的な違和感、更には技術流出のリスク等、かなり多くの抵抗を感じられる方がいらっしゃると思います。一方でそうしたこともうまく飲み込んで果敢にリスクテイクして実利を取っていくこと、まさに“花より団子”を狙っていくことが中国という巨大な市場を取り込み、イノベーションを創出していく鍵となっていくと考えています。深セン自体、日本企業の手垢はさほどついていない状況です。弊社としても日本企業をつなぐプラットフォームが作れないかと構想を練っている最中です。最初の果敢こそ魅力は大きいですが、果敢にリスクを取ったアクションこそが必要なのです。

Ⅲ. まとめ

上記のようなことを実現するうえでの最大のポイントは、日本企業側の意思決定のスピードです。彼らはオーナーが直接交渉に臨みその場で物事を決めていきます。もちろん大企業において全く同様のスピード感を求める事自体は、善管注意義務等もあり現実的でないことは承知しております。しかしながら、ある程度の権限移譲を中国拠点側に行うこと、そして中国拠点側でその範囲においては本社のお伺いを立てることなく果敢に意思決定していくことで一定程度のスピード感は担保できると思います。“したたかに・速く”これこそが中国発イノベーションのキーワードです。

株式会社経営共創基盤(IGPI)

IGPIは、経営コンサルティング・財務アドバイザー・人材投入・投資等を統合して提供し、長期的・持続的な企業価値向上を支援する総合プロフェッショナルファームです。IGPI中国拠点(IGPI上海)では日本企業を中心に、中国市場での成長加速化や生産拠点の競争力強化、事業再編等の経営課題に対し、ハンズオン型アプローチでの改革支援を鋭意展開しています。筆者は製造業を中心に全社経営改革(事業再編・中長期戦略・管理体制整備・財務戦略等)や事業強化(成長戦略・新規事業開発・M&A等)など様々なステージにおける戦略策定と実行支援を、長年にわたり推進しています。

三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2018年6月)

■ ニュースフォーカス No.8 2018

広東自貿区 改革開放の一層の深化に関する 方案を 発表

http://rmb.bk.muftg.jp/files/topics/771_ext_02_0.pdf

業務開発室

■ MUFG BK 中国月報 第149号 (2018年7月)

<http://www.bk.muftg.jp/report/inschimonh/118070101.pdf>

国際業務部

■ MUFG BK CHINA WEEKLY 2018/6/20

<http://www.bk.muftg.jp/report/inschiweek/418062001.pdf>

国際業務部

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、宜しくお願ひ申し上げます。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、当店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号北京發展大厦4階 照会先:石洪 TEL 010-6590-8888ext. 214