

APIR Commentary No.17

中国の金利自由化と「リコノミクス」のゆくえ

今年 6 月、短期金融市場における流動性の逼迫が中国経済を襲い、世界経済に動揺を与えた。もともと米国の量的金融緩和が終了間近だという予測が広がったことからホットマネーの逆流が生じていたほか、理財商品（銀行が簿外取引を通じて資金を集める高利回り商品）の返還期限が 6 月末に集中していたことから、短期金融市場は流動性不足ぎみに推移していた。その中で、中央銀行である中国人民銀行は、あえて市場から資金を吸収する行動に出た。このため 6 月 20 日の銀行間市場における資金は逼迫し、SHIBOR（上海銀行間金利）のオーバーナイト金利は 13.44% を記録したのである。短期金利の上昇は株式市場にも影響を与え、6 月 24 日に上海株式指標は前日から 5.39% 下落した。

7 月 6 日付の英エコノミスト誌の報道は、事態の背景として、銀行がそれまで簿外に隠していた融資を、一連の規制強化によってバランスシートに計上したことに注目している。すなわち、帳簿上の融資額の急増をみて、金融引き締めが必要を感じた人民銀行が市場から資金を吸収したため金利が急上昇したのであり、必ずしも理財商品や「影の銀行」が破綻の危機に直面しているのではない、というわけだ。ただ、人民銀行がこのような行動に出た背景には、銀行による不動産や地方の開発プロジェクトへの野放図な融資拡大を警戒し、何らかの懲罰的措置を行う必要がある、という政府の判断があることは間違いないだろう。

注目すべきは、このような強硬な金融引き締めの背景に、「リコノミクス」と称される、李克強首相がイニシアティブをとる経済改革の方向性が浮かびあがってきたことである。「リコノミクス」という用語が広まるきっかけとなった英金融大手バークレーズキャピタルのリポートによれば、その「三本の矢」は、1. 積極的な財政出動を控える、2. 融資総額の縮小（デレバレッジ）、3. 構造改革による生産性の向上、の三つを指す。ここからも明らかのように、「リコノミクス」は短期的には「痛み」を伴う「創造的破壊」を行うことによって、より長期的な利益を実現しようとする「清算主義」的な傾向を持つと言ってよい。報道によれば、政府は既に今後の成長率の低下を織り込み済みだ、とも伝えられる。

識者の間でも、リコノミクスが打ち出す経済改革に伴う「痛み」をどの程度容認するのか、という点をめぐってその評価は、大きく分かれている。ただ、今回問題になった金融市場の問題については、強力な規制の下でその利益が保護されてきた大手国有商業銀行と、そこから低利の融資を受ける国有企業の既得権益に手を付けられるかがカギを握っている、という点で、大方の見方は一致している。

そこで注目されるのが 7 月 19 日に中国人民銀行によって発表された貸出金利自由化の動きである。中国は預金金利、貸出金利にそれぞれ基準金利を設定しているが、すでに 2004 年に貸出金利の上限および預金金利の下限規制は撤廃されている。一方、これまで預金金利の上限については基準金利の 1.1 倍、貸出金利の下限については基準金利の 0.7 倍という規制が続いてきた。このため、例えば期間 1 年の定期預金金利の上限は 3.3%、同貸出金利の下限は 4.2% となり、銀行に一定の利ざやが保証されていた。

このような、これまで中国の金融市場がおかれていた状況を端的に表すと思われるのが、ヘルマン＝マードック＝スティグリッツにより提唱された「金融抑制 (Financial Restraint)」という概念である。これは、政府が金利の規制を通じ銀行部門にレント獲得の機会を生じさせる、という状況を指している。たとえば、預金金利が競争均衡水準よりも低い水準に固定することで、資金供給量は低下し、貸出金利は上昇する。このとき、銀行部門には利鞘に貸出量に乗じた分だけレントが発生する。金融部門の初期投資が少なく、資金が不足し実

質金利が高騰しがちな途上国においては、このような適度の金利規制によって金融部門に一定のレントを生じさせることが、むしろ成長に対しプラスに働く、というのが「金融抑制」論の骨子である。

これまで続いてきた金利規制が、「金融抑制(Financial Restraint)」論の主張するように中国の経済成長にプラスの影響を与えたかどうかは、ここでは問わないでおこう。ただ、これまで大手国有商業銀行などが、政府の金利規制によるレント発生之恩恵を受け、大きな利益を上げてきたことはまぎれもない事実である。

重要なのは、上述の理論的考察が示すように、「金融抑制」により金融機関が享受するレントは、基本的に預金金利が低めに規制されることによって発生する、ということだ。すなわち、今回行われた貸出金利の下限規制撤廃は、それだけでは「金融抑制」の構造を基本的に変えるものではない。今回「影の銀行」問題を通じて明るみに出た金融市場のゆがみとは、実質金利がしばしば負になる状況のもとで、資金余剰主体による資金供給が、フォーマルな銀行預金ではなく、理財商品の購入などに向かってしまうところにあり、今回のような貸出金利の下限撤廃が市場の資金需給に大きな影響を与えるとは思われない。一方、預金金利については、「まだ自由化の条件は成熟していない」として自由化が見送られたほか、銀行に課せられた預貸比率(貸出額を預金の75%までに規制)による規制も継続されることが決まった。少なくとも預金金利の上限規制がこのまま続く限り、現在のような「金融抑制」的状況も続いていくと考えられる。

だが、中国経済はこのまま改革をいつまでも先延ばしできるような状況にあるのだろうか。金融改革が喫緊の課題であることの最大の理由として、近年の過剰資本蓄積による資本収益率の低下、という現象が指摘できよう。昨年まで中国人民銀行の政策委員を務めていた中国社会科学院金融研究所所長の夏斌氏は、経済誌に寄稿した文章の中で、リーマンショック以降、マクロでみた資本収益率は確実に低下してきており、ほとんど実質金利と等しい水準になっていることを指摘し、これまでの粗放的な経済成長メカニズムの持続可能性に警鐘を鳴らしている。夏氏によれば、最近の経済の減速によって、負債を多く抱えた民間企業や、地方政府が都市開発のために設立したダミー会社は、このままでは金利を負担するのが困難になってきている。このため多くの企業は、借入れをさらに増やして設備投資を行い、生産を拡大するという拡張路線によって、当面の困難な状況をしのぎようとしている。今年の年の第一四半期にはGDP成長率が対前年比で0.4ポイント減少したのに、社会融資総額の成長率がむしろ64.2ポイント上昇したのは、このような「ポンジーゲーム」的状況が深刻化していることの表れだ、というわけだ。

しかし、「ポンジーゲーム」にはいつか終わりが来る。進行しつつある資本収益率の低下が、問題先送りのための設備投資の拡張競争によって、より深刻化するのとは明らかだからだ。現在の中国経済が抱える深刻な問題の一つは、金融市場のゆがみによって、各企業がプロジェクトの収益性にかかわらず、「国有大手」と「民間中小」といった、いわば政治的な「身分」によって不平等な金利負担を強いられていることである。このような状況の中で全体の資本収益率の低下が進んでいけば、現状ですでに高金利を負担している中小企業や地方政府のダミー会社、およびそこに資金を供給している中堅の金融機関に、いずれ大規模な経営破綻が生じても不思議ではない。

要するに、これまでのような過剰な固定資本投資による高成長はもはや持続不可能な状況にある、といってよい。経済成長率の減速をすでに織り込み済みだとされる李克強首相ら政策当局は、この状況をよく理解していると思われるが、果たして大手国有商業銀行と、中央政府の管轄下にある国有企業に集中している既得権益の解体に、手を付けられるであろうか。「リノミクス」の行く末に、今や全世界の注目が集まっている。

< 神戸大学大学院経済学研究科准教授 梶谷 懐, kajitani@econ.kobe-u.ac.jp >

・本レポートは、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当研究所の見解を示すものではありません。
・本レポートは信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された内容は、今後予告なしに変更されることがあります。