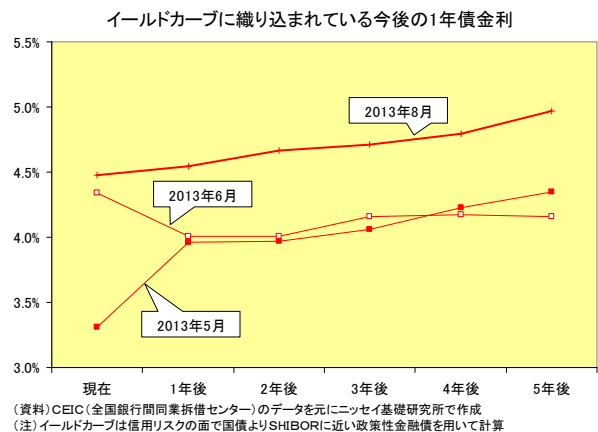
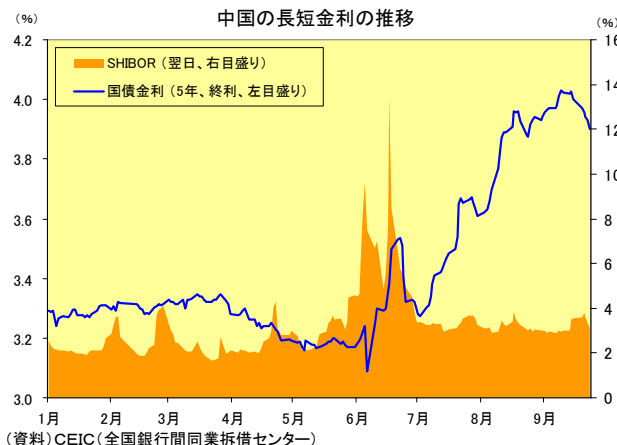


Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 中国の長期金利上昇について

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎  
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

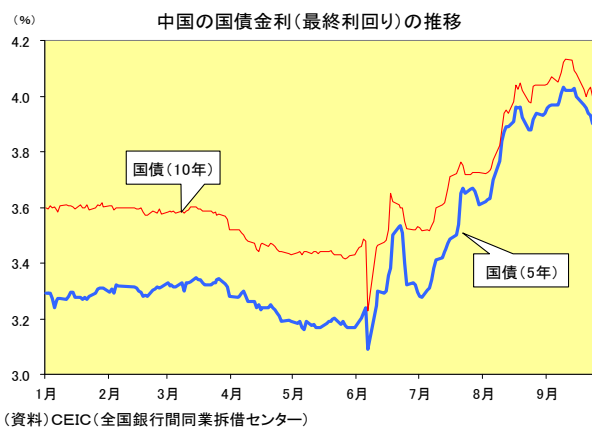
1. 中国では長期金利がじわじわと上昇している。5年国債の最終利回りで見ると、6月9日の今年最低値(3.09%)から9月12日の直近最高値(4.03%)まで1%ポイント弱上昇しており、約2年ぶりの4%台乗せとなった(下図-左)。
2. 金利の期間構造分析で織り込まれている今後の短期金利の動きを推定して見ると、長期金利が上昇する前の6月末時点とその後の8月末時点では、現在の金利水準には大きな変化がないものの、今後の金利水準は上方シフトしており、この間に将来の短期金利推移に対する市場コンセンサスに大きな変化があったことが窺える(下図-右)。
3. 長期金利が上昇した原因としては、①海外への資金流出、②理财产品の監督強化、③景気指標の改善が考えられる。①海外への資金流出は若干見られたものの、中国の通貨(人民元)が堅調に推移していることなどから影響は限定的だったと思われる。②理财产品の監督強化は、残高が減少したというよりも、期間ミスマッチ解消という形で影響したと思われる。③景気指標の改善は、債券発行や銀行貸出など実際に資金需要が増えたというよりも、将来の見方が楽観的に変化して金利の期間構造に影響したと思われる。
4. 金利の期間構造を過去と比較すると、基準金利が今より0.56%ポイント高かった2011年7月とほぼ同様の期間構造となっており、中国人民銀行が約0.5%の利上げを行ったのとほぼ同様の資金調達コストの増加を企業にもたらしめている。さらに長期金利が上昇すると、回復し始めた景気に水を差す恐れもあるだけに、今後の長期金利が注目される。



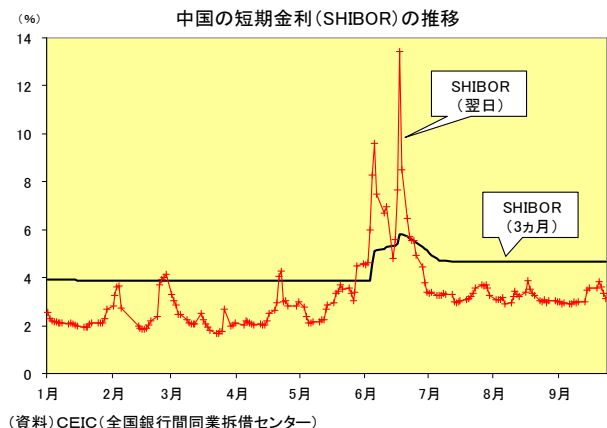
# 1. じわじわと上昇し始めた長期金利

中国では長期金利がじわじわと上昇している。図表-1 に示したように中国の長期金利は、今年初めから5月にかけては横ばいからやや低下基調で、国債(5年)の最終利回りで見ると3.1%~3.3%程度で推移していた。その後6月に金融市場が混乱して短期金利が乱高下すると(図表-2)、国債(5年、10年)の最終利回りも乱高下することとなったが、7月に入り短期金利(SHIBOR 翌日物)が3%前後で落ち着いてきた後も、国債(5年)の最終利回りは上昇傾向を続け、9月12日には直近最高値の4.03%をつけた。4%に乗せたのは約2年ぶりのことであり(2011年8月30日以来)、今年の最低値3.09%(6月9日)と比べると1%ポイント近い上昇となっている。

(図表-1)

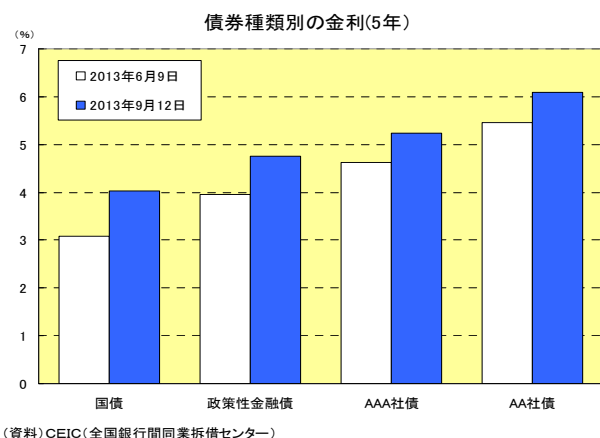


(図表-2)

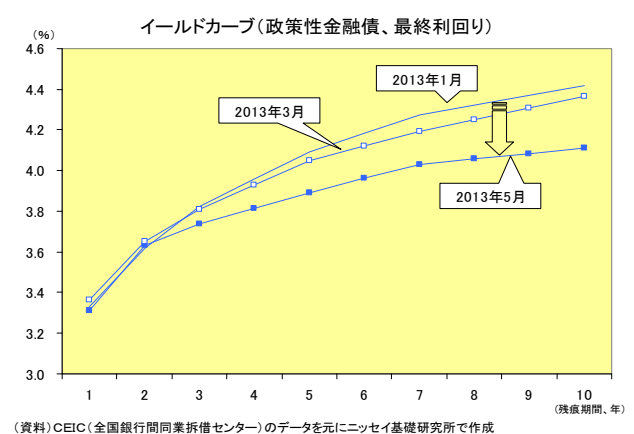


同時期(国債が今年最低値を付けた6月9日から9月12日まで)の非国債の金利変動を見ると、政策性金融債が0.78%ポイント上昇、AAA社債が0.60%ポイント上昇、AA社債が0.64%上昇と、国債に比べると非国債の金利上昇幅は相対的に小さいものの何れも上昇しており、今回の長期金利上昇は企業などの資金調達コストにも幅広く影響していることがわかる(図表-3)。

(図表-3)



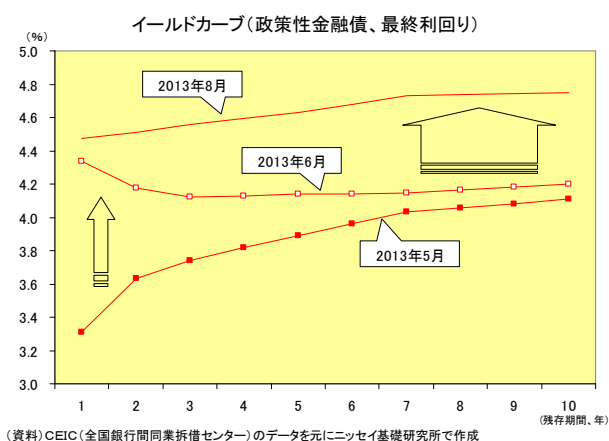
(図表-4)



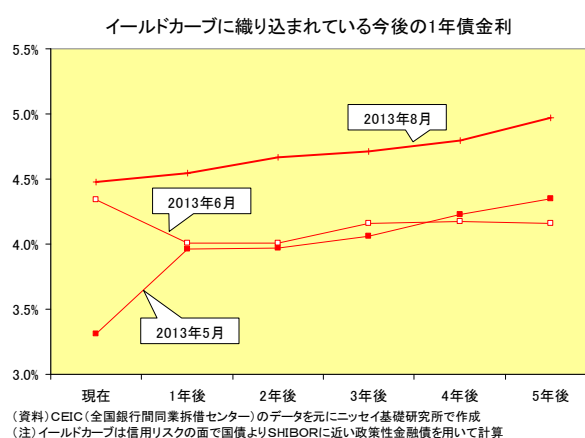
また、図表-4は景気が下降局面にあった今年前半のイールドカーブの変遷を見たものである。この間に基準金利の変更は無かったため短期債金利の水準は殆んど変化しなかったが、長期債金利は徐々に低下していった。一方、その後の変遷を図表-5で見ると、金融市場の混乱を受けて6月末には短期債金利が急上昇したものの、長期債金利の上昇は限定的だったことから、イールドカーブは長期債金利より短期債金利の方が高い逆イールドとなった。その後8月のイールドカーブを見ると、短期債金利の上昇幅は限定的だったものの、長期債金利が大きく上昇したことから、短期債金利よりも長期債金利の方が高い順イールドに再び戻っている。

金利の期間構造（タームストラクチャー）分析を用いて、市場に織り込まれている今後の短期金利の動きを推定して見ると、5月末、6月末及び8月末時点における現在～今後5年後までの1年債金利は図表-6のとおりである<sup>(注)</sup>。短期金利が急騰した後の6月末時点では、5月末時点と比べて現在の短期金利だけが上昇しており、それ以降の短期金利は5月末とほぼ同水準だった。これは6月末時点では短期金利の上昇は一時的という見方が市場コンセンサスだったことを示唆している。ところが、8月末時点になると、現在の短期金利水準は6月末時点と比べてそれほど上昇していないにも拘わらず、1年後以降の短期金利水準は大きく上方にシフトしている。これは短期金利の高止まりが長引くという見方へと市場コンセンサスが変化したことを示唆している。

(図表-5)



(図表-6)



## 2. 長期金利が上昇した原因

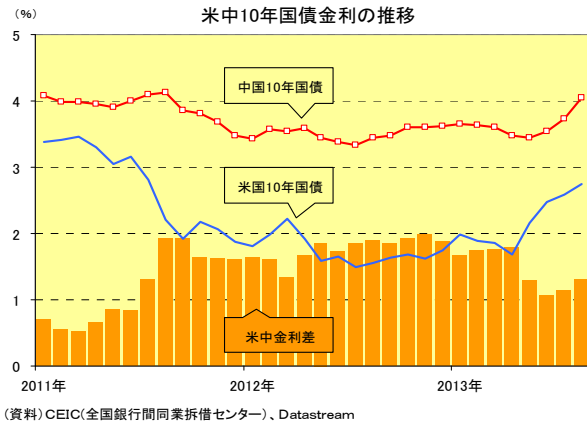
### 1 | 海外への資金流出

長期金利が上昇した原因のひとつとして考えられるのが海外への資金流出である。地方政府の過剰債務問題やシャドーバンキング（影の銀行）の急膨脹を受けて、今年4月には格付会社のフィッチが長期国債の格付けをAA-からA+へ1段階引き下げるなど中国では信用リスクが高まってい

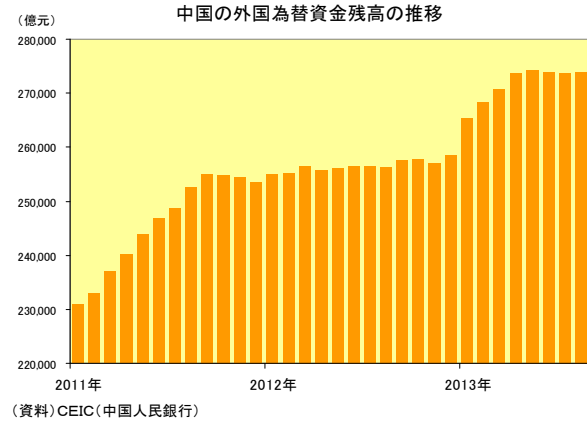
(注) 純粋期待仮説に基づいて計算しているが、リスクプレミアムが乗っている可能性は排除できない。もしリスクプレミアムが存在しているのであれば、その分だけ今後の短期金利は高めに算出されていることになる

た。他方、今年5月には米国FRBのバーナンキ議長がQE3縮小（テーパリング）の可能性をほのめかし、米国では長期金利が上昇、4月末時点で1.6%台にあった米国10年国債金利は2%台後半で推移している（図表-7）。そして、6月に起きた金融市場混乱を契機に、燻ぶっていた信用リスクや米国QE3縮小に対する懸念が再燃して、海外への資金流出に結びついたとも考えられる。

(図表-7)



(図表-8)

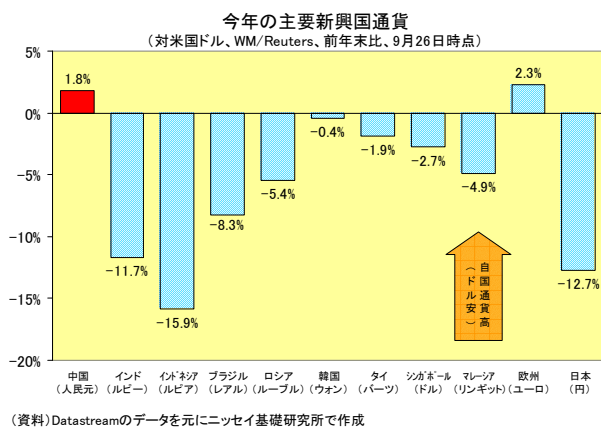


しかし、外国為替資金残高<sup>(注)</sup>の動きを見ると、6月～7月に2ヵ月連続で減少しており若干の資金流出はあった模様ではあるが、減少量のごくわずかであり、海外への資金流出が起きたというよりも、それまで大量に流入していた海外からの資金が止まったというのが妥当だろう（図表-8）。

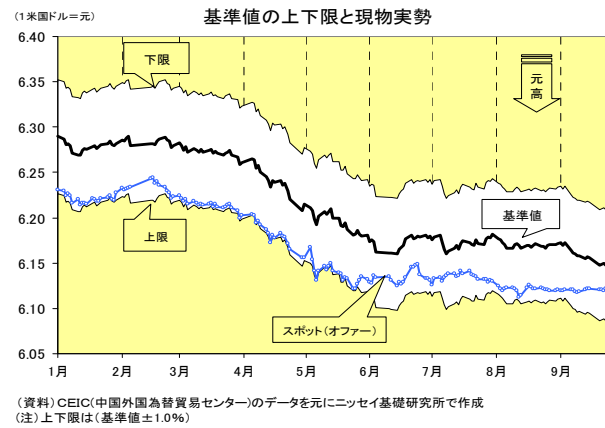
また、外国為替市場の動きを見ると、多くの新興国通貨が米国ドルに対して下落しており、米国の長期金利上昇の影響と見られる動きが観察できる（図表-9）。しかし、人民元はむしろ上昇しており、スポット価格は許容変動幅（基準値±1%）の上限近辺の高値で取引されている（図表-10）。

以上のことから、中国で高まった信用不安や米国で検討が進むQE3縮小に伴う海外への資金流出は、中国の長期金利低下に歯止めをかけるとともに若干の上昇要因とはなったものの、長期金利が大きく上昇した主因は別にあると考えられる。

(図表-9)



(図表-10)



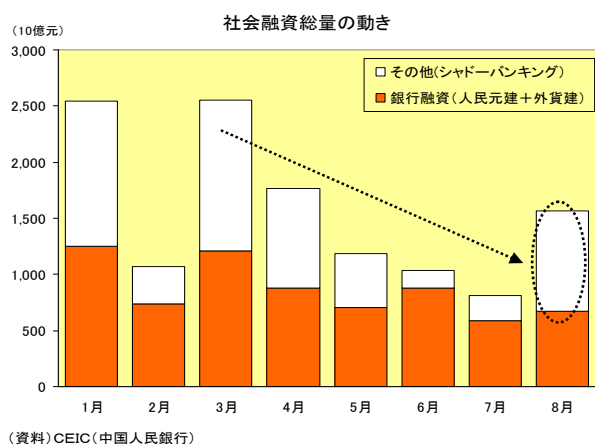
(注) 国内で人民元に両替された外貨量を示す

## 2 | 理财产品の監督強化

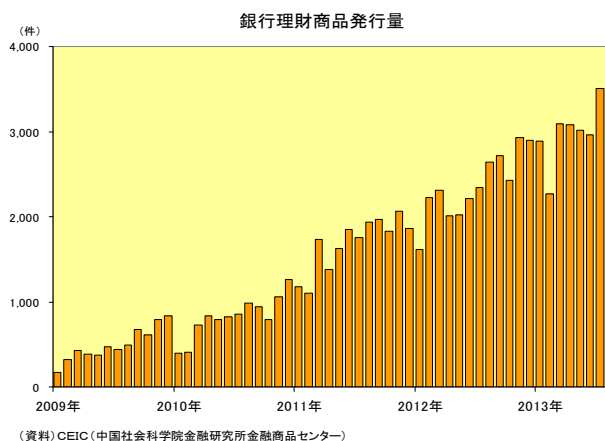
海外への資金流出が限定的だったとしても、国内で信用リスクに対する警戒感が高まり、長期債が消化できなくなった可能性は残る。前述のとおり中国では6月に短期金利が一時急騰する場面が見られた。その背景には、今年3月に金融当局が銀行に理财产品の健全化を促したにも拘わらず、短期で調達して長期で運用するという流動性リスクの高い期間ミスマッチの構造問題を残したまま販売を急増させたことがある。そして、中国人民銀行は、健全化を推進すべく資金供給を見送ったため、短期金利の急騰を招いたと見られる。

その後、金融当局は理财产品の監督を強化したと見られるが、社会融資総量の推移を見ると、6～7月には殆んど増えなかった銀行融資以外（その他）が8月には再び増加しており（図表-11）、理财产品の件数も増加していることから（図表-12）、理财产品は依然として増加していると思われる。従って、監督強化によって理财产品の販売が減って長期金利を上昇させたとは考えにくい。

(図表-11)



(図表-12)



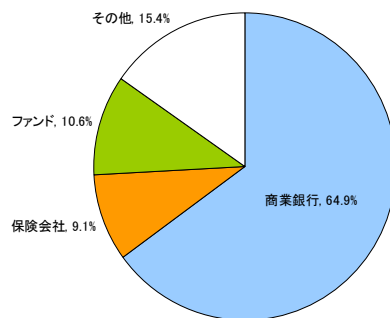
一方、金融当局の監督強化を受けて、銀行は理财产品の調達・運用の期間ミスマッチを解消しようと動き出した可能性がある。中国の債券発行残高は8月末時点で25.3兆元、その約65%にあたる16.4兆元を商業銀行が保有しており（図表-13）、銀行貸出の69.5兆元と合わせると約86兆元（日本円で約1380兆元）と、銀行の調達・運用の行動が長期金利に及ぼす影響は大きい。

(図表-13)

債券の残存構成は、1年以下が約2.8兆元（占率11%）、1年超が約22.5兆元（占率89%）だが、7月以降に長期債発行額が増えたことから1年超の残高が増え1年以下が減っている（図表-14）。また、新規貸出も同様の傾向を示しており、7月以降は長期貸出が増えて短期貸出が減っている（図表-15）。

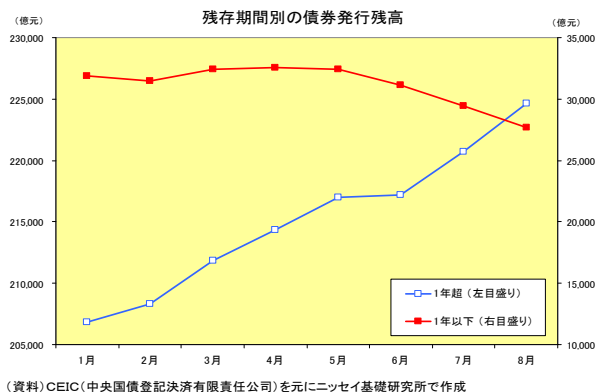
以上のことから、中国当局が進める理财产品の監督強化を受けて、債券・貸出市場ともに調達を長期化する動きがでて長期金利の上昇要因になったと思われる。

中国の債券保有状況  
(2013年8月末)

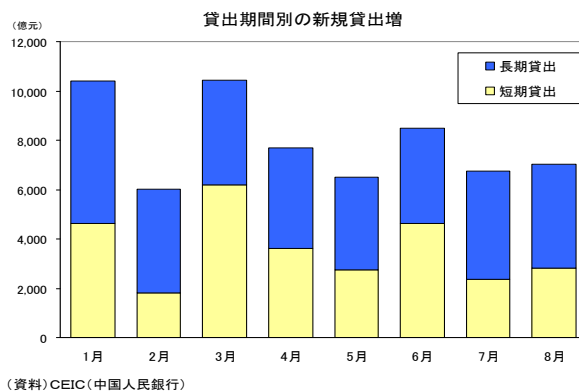


(資料) CEIC (中央国債登記決済有限責任公司) を元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-14)



(図表-15)

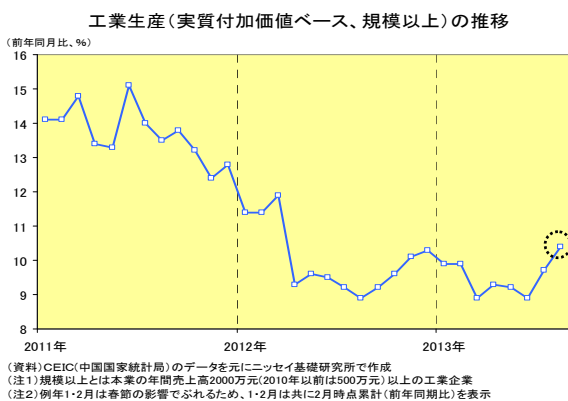


### 3 | 景気指標の改善

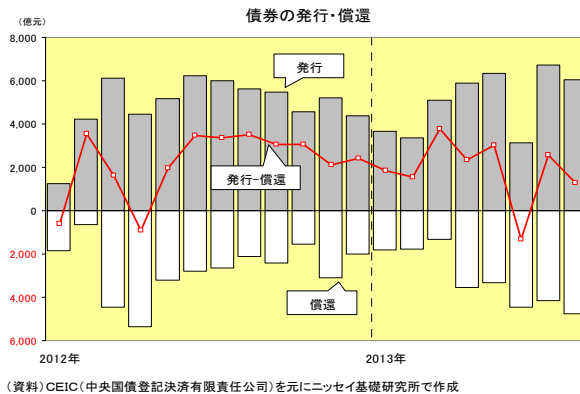
また、最近の景気指標の改善が長期金利の上昇に結びついたとも考えられる。中国の経済成長率は今年4-6月期に前年同期比7.5%増と前四半期の伸びを下回るなど成長鈍化が続いている。しかし、7月以降は工業生産が2ヵ月連続で伸びを高めるなど回復が鮮明になってきた(図表-16)。

但し、景気指標の改善に伴って債券発行額が急増した気配はない。図表-17に示した債券発行額の推移を見ると、7月が6,705億元、8月が6,033億元と今年上期の平均的発行額(4,585億元)を上回っている。しかし、発行額から償還額を差し引いたネットで見ると、際立った増加ではないことから、債券発行額の増加が長期金利を押し上げた効果は限定的だろう。

(図表-16)



(図表-17)



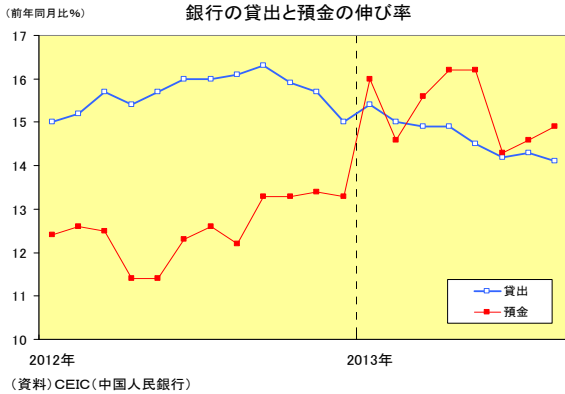
また、景気指標の改善に伴って銀行貸出が急増した気配もない。銀行貸出残高は着実に増えているが、8月は前年同月比14.1%増と前月の同14.3%増を下回るなど緩やかな伸びに留まっており、銀行預金の増加率(同14.9%増)も下回っている(図表-18)。従って、銀行が貸出増加に対応するために保有債券を売却したり、預金の伸び悩みを受けて銀行が保有債券を売却したりといった銀行の資金繰りによって長期金利が上昇した可能性は低いだろう。

一方、景気指標の改善は市場の見方を大きく変えたようだ。図表-19に示したように、株価の底打ちとほぼ同時に長期債金利は上昇(価格は下落)しており、一部の投資家は保有債券を売却して株式へ資金シフトしたものと思われる。また、前述のとおり(3ページ)市場に織り込まれる1年

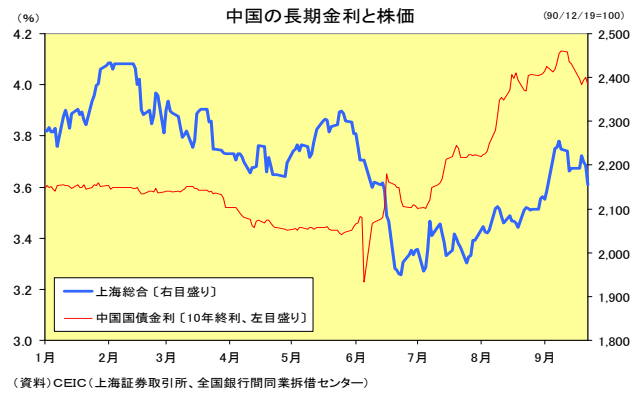
後以降の短期金利が上方シフトしたことも、将来の見方が楽観的になったことで説明できる。

以上のことから、景気指標の改善は、市場の将来に対する見方を変化させ長期金利上昇の原因となったものの、債券発行・銀行貸出など実際の資金需要が増えるには至っていないと思われる。

(図表-18)



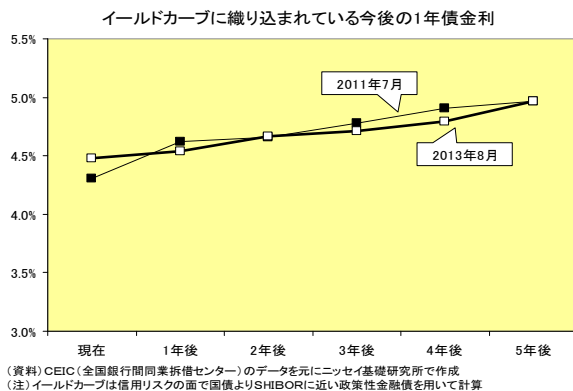
(図表-19)



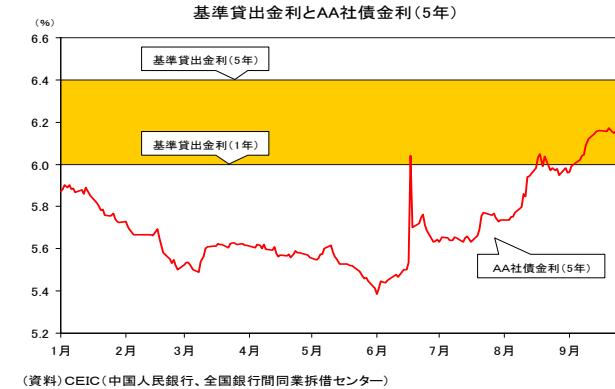
### 3. 長期金利上昇の影響

それでは、今回の長期金利上昇は中国経済にどのような影響を及ぼすのだろうか。図表-20 に示したイールドカーブに織り込まれている今後の1年債金利を見ると、2011年7月末と今年8月末はほぼ同じ形状となっている。2011年7月の基準貸出金利が今より0.56%ポイント高かったことを踏まえれば、中国人民銀行が約0.5%の利上げを行ったのとほぼ同様の資金調達コストの増加を債券で調達する企業にもたらしたと思われる。そして、AA社債金利(5年)はじわじわと上昇して基準貸出金利(1年)を超えてきており(図表-21)、債券発行や銀行貸出など実際の資金需要が本格的に増加して、長期金利がもう一段上昇すれば、回復し始めた景気に水を差すことにもなりかねない。今後の長期金利の動きは要注目といえるだろう。

(図表-20)



(図表-21)



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。