

シャドーバンキングが映しだす中国の構造問題

— 消費主導型経済への転換を阻害する地方の権益構造 —

調査部 主任研究員 三浦有史

調査部 主任研究員 佐野淳也

《要 点》

◆本稿では、中国のシャドーバンキングの全体像を俯瞰したうえで、この問題が今後の中国経済に与える影響を分析する。また、シャドーバンキング問題は強い成長志向を有する地方政府、その影響下で利益を享受してきた金融機関、不動産・インフラ開発企業の権益構造がいかに強固であるかを示しており、習近平-李克強体制が推進する消費主導型経済への移行が容易には進まないことを指摘する。

◆中国の実質GDP成長率は5四半期連続で8%を下回るなか、年後半も7%台で推移する見込み。国際通貨基金（IMF）は、7月、中国の2013年の成長率を7.8%と予想。2014年の予想値が2013年を下回るのは主要新興国・地域なかで中国のみ。中国では「影子銀行」と呼ばれるシャドーバンキングの規模が急速に拡大。成長減速下でシャドーバンキングが金融システムを揺るがす問題に発展するのではとの懸念が拡大。

◆中国のシャドーバンキングの規模は2011年末時点では他のアジア諸国に比べ特に規模が大きいとは言えない水準であったが、足元で当局でさえその規模やリスクを十分に把握できないほど急速に拡大。人民銀行はシャドーバンキングの拡大を受け、2011年から金融機関の簿外（バランスシート外）取引を「社会融資」の一部として把握。IMFは2013年1～3月期の社会融資残高はGDP比194%に達し、うち55%が簿外と推計。しかし、「社会融資」は必ずしもシャドーバンキングの全容をとらえていない。中国国内外の金融機関がシャドーバンキングについて独自の推計を発表。そのなかで最も規模の大きいものは48.7兆円で、GDPの93.8%（2012年末）に相当する。

◆シャドーバンキング拡大の背景にはリーマンショックに伴い実施された4兆元の景気刺激策がある。地方ではインフラ整備や都市開発が加速したものの、投資効率の低下を懸念した中央政府は準備率の引き上げなどを通じて金融引き締めへ転じた。地方における資金の需給ギャップを埋める新たな資金調達手段として活用されたのが規制の緩い簿外取引、つまり、シャドーバンキング。

◆シャドーバンキングは様々な形態をとるが、2010年から伸びが目立つのは「理財商品」と「信託商品」。このふたつは2012年までのシャドーバンキング拡大の半分を説明し、中国におけるシャドーバンキングの中核といえる。ただし、両者の2012年末の残高はGDPの3割、銀行資産の1割に相当し、IMFが指摘するように「対応可能」な水準といえる。

◆「理財商品」は主に個人向けの短期の資金運用商品。口座保有者に高利回りを宣伝材料に預金の一部を同商品に振り替えるよう勧誘するかたちで銀行窓口で販売される。リスク度、予想収益率、運用方針が示されるものの、購入者がそれらを十分に理解しているかという問題がある。「信託商品」は信託会社の組成した商品で、特定のプロジェクトに貸付けるものが多い。理財商品のなかには信託貸付を行うものもあることから、両者は「入り口」が違うだけという見方もできる。理財および信託商品の持続可能性は、資金の主な借手となっている地方政府関係の資金調達を担う地方融資平台、国有企業、不動産開発業者が見込み通りの収益をあげることが出来るか否かによって左右される。

◆一部にはシャドーバンキングの問題を契機に中国が世界金融危機の震源になるのではないかとの見方があるが、サブプライムローンのように金融技術を駆使した証券化商品が国境を越えて大量に普及しているわけではないので、仮にシャドーバンキング問題が引き金となり、中国で金融危機が発生しても、その影響はあくまで中国国内にとどまる。ただし、次に指摘する問題の帰趨によっては、シャドーバンキング問題が中国経済発展の足かせとなる可能性がある。

①理財および信託商品ともに残高が増え続けている。集められた資金が非効率なプロジェクトや過剰生産能力を抱えた国有企業の延命に利用されているケースもある。信託会社の経営は順調であるが、こうした好循環がいつまで続くかは不透明。

②理財商品は元利保証のないものが6割を占めるが、購入者のなかには政府による暗黙の元利保証を期待している人が少なくない。元利保証の問題が約定書ではなく、政治介入によって決着が図られる場当たりの対応が続けば、損失を被った顧客が銀行や地方政府に押し掛ける事態が多発する、あるいは、銀行経営が脅かされる問題に発展する危険性がある。

③シャドーバンキングはバランスシートから切り離されているため、銀行の不良債権比率に影響を与えない。しかし、信託商品の資金が流れているプロジェクトには銀行融資も行われていることから、シャドーバンキングを通じた貸付が債務不履行となれば、銀行のバランスシートも影響を受けることになる。

④鍵となるのは不動産価格である。政府は、シャドーバンキングに対する規制強化によって投資効率を高める一方で、不動産価格の急速な下落によって銀行の不良債権が急速に拡大する事態は回避しなければならないという微妙なかじ取りを迫られる。

⑤金融と同様あるいはそれ以上に先行きが懸念されるのは財政赤字である。地方を含む政府債務の持続可能性が問題になる場合、財政問題が経済成長の下押し材料になる危険性がある。

◆習近平－李克強体制は、金融引き締めによって投資主導型経済からの脱却を試みようとしたものの、シャドーバンキングの急拡大という思わぬ事態を招来した。中国では地方政府が強い成長志向を有し、土地使用権を独占している。金融機関と不動産・インフラ開発企業はその影響下で、膨大な利益を享受し、それは地方財政も潤した。シャドーバンキング問題は、この権益構造がいかに頑強であるかを改めて示した。

◆消費主導型経済への移行を進めるためには、社会保障制度、戸籍制度、国有企業、金融セクター、行財政制度、土地制度など多岐に亘る改革を整合的かつスピード感を持って進め、家計、企業、銀行、政府といった市場のプレーヤーに従来とは異なるインセンティブを与える必要がある。

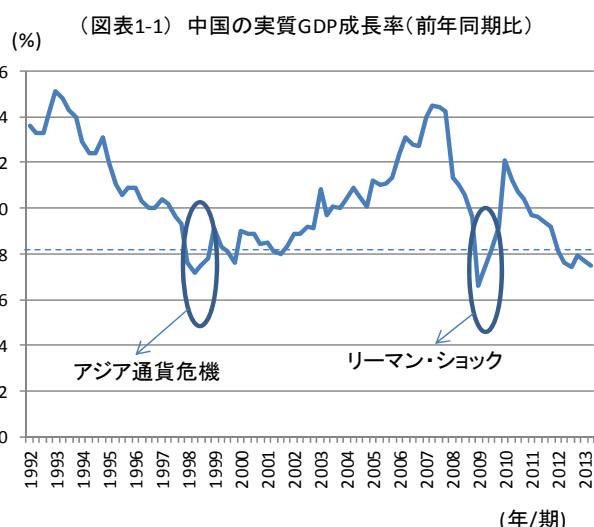
— < 目 次 > —

1. リスク：7%成長とシャドーバンキングのリスク	1
2. 概観：シャドーバンキングの規模をどうみるか	2
3. 実態：シャドーバンキング拡大の背景とその形態	3
4. 実態：理財商品	4
5. 実態：信託商品	5
6. 分析：今後の留意点—増加する信託商品	6
7. 分析：今後の留意点—不良債権比率は上昇するか	7
8. 展望：不動産価格と地方財政が鍵	8
9. 展望：長く、険しい改革の道のり	9

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・三浦有史ないし佐野淳也宛にお願いいたします。
Tel: 03-6833-2459、03-6833-2455

リスク 7%成長とシャドーバンキングのリスク

- (1) 中国の4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比7.5%と、1～3月期の同7.7%から減速。成長率が5四半期連続で8%を下回るのは1992年まで遡っても例がない(図表1-1)。「経済発展方式の転換」(図表1-2)を喫緊の課題と位置付ける習近平-李克強体制は、地方政府が渴望する投資主導型の高成長路線へ回帰しない姿勢を強調。成長率は年後半も7%台で推移する見込み。
- (2) 国際通貨基金(IMF)は、7月、中国の2013年の成長率を7.8%と予想。1月および4月の予想はそれぞれ8.2%と8.1%であったことから、成長率は相次いで下方修正。成長率そのものは依然として高いものの、2014年の予想値が2013年を下回るのは主要新興国・地域のなかで中国のみ(図表1-3)。
- (3) 中国では「影子銀行」と呼ばれるシャドーバンキングの規模が急速に拡大。成長減速下でシャドーバンキングが金融システムを揺るがす問題に発展するのではとの懸念が拡大。世界第二位の経済大国で金融危機が起これば世界経済に与える影響も大きい。ただし、IMFや格付け機関のシャドーバンキングのリスクに対する評価は必ずしも一致しない(図表1-4)。

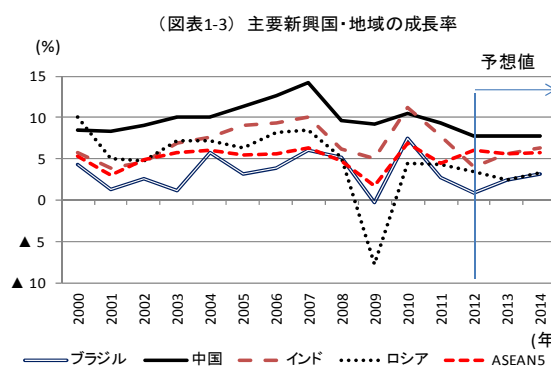


(資料)2011年までは国家統計局国民経済核算司[2012]、2012年以降は国家統計局Web資料より作成

(図表1-2) 「経済発展方式の転換」とは

No	5つの柱
1	投資・輸出主導型の経済成長を消費主導型へ転換すること
2	資源浪費型の経済を資源節約・循環型経済へ転換すること
3	イノベーションや人的資本の成長に対する寄与度を高めること
4	近代的なサービス業と戦略的新興産業を振興すること
5	都市-農村間の格差是正を通じて社会の安定性を高めること

(資料)第18回党大会報告、第12次5カ年計画ほかより作成



(注)ASEAN5は、インドネシア、マレーシア、タイ、ベトナム、フィリピン。
(資料)IMF, World Economic Outlook Update July, 2013

(図表1-4) シャドーバンキングのリスク評価

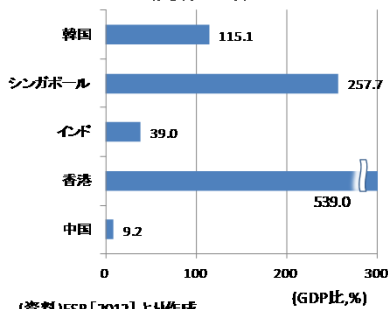
No.	機関	格付け	年月	骨子
1	Moody's	国債格付け「Aa3」の見通しを「ポジティブ」から「安定的」に引き下げ(2013年4月16日)。	2013年5月	今後1年～1年半の間は中国の金融セクターの安定性が脅かされることはないであろう。
2	S&P	中国の長期ソブリン格付け「AA-」と短期ソブリン格付け「A-1+」をそれぞれ据え置き(2012年11月29日)。	2013年5月	シャドーバンキングは急速に拡大しているものの、大半は優良な貸付である。動向を注視していく必要はあるものの、過度に警戒する必要はない。
3	Fitch	長期自国通貨建て格付けを「AA-」から「A+」に引き下げ(2013年4月9日)。	2013年6月	中国におけるシャドーバンキングの拡大は歴史的に例を見ないものであり、この成長モデルは失敗に終わる。
4	国際通貨基金(IMF)		2013年7月	社会融資の増加により2013年後半は成長を維持。しかし、過度な投資および貸付に依存した体質によって、金融、財政、不動産セクターの脆弱性が高まっている。政府はこれらの問題に対応可能であるが、一層の改革が不可欠。

(資料)IMF[2013]および各種資料より作成

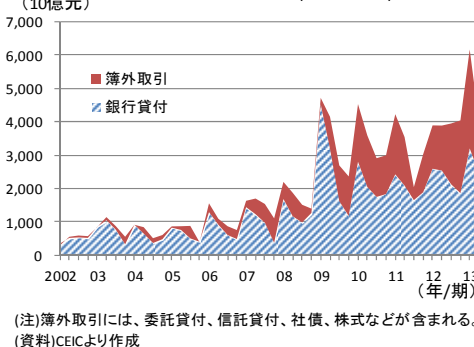
概観 シェドーバンキングの規模をどうみるか

- (1) 金融危機を未然に防ぐために金融セクターに対する監督や規制のあり方を協議する金融安定理事会 (FSB) はシェドーバンキングを「広義には通常の銀行を介さない事業体や活動を通じた金融仲介」と定義。FSBが資金循環表から推計した中国のシェドーバンキングの規模は2011年末時点で4.3兆元 (GDPの9.2%)。他のアジア諸国に比べて特に規模が大きいとは言えない (図表2-1)。
- (2) にもかかわらず、この問題が懸念される要因のひとつは、当局でさえその規模やリスクを十分に把握できていない点。人民銀行はシェドーバンキングの増加を受け、2011年から金融機関に簿外 (バランスシート外) の取引についても報告するよう求め (Ghosh, del Mazo and Otker-Robe[2012])、これを「社会融資」の一部として把握 (図表2-2)。IMFは2013年1~3月期の社会融資残高はGDP比194%に達し、うち55%が簿外と推計。その規模は2008年10~12月期の同20%から劇的に増加 (図表2-3)。
- (3) しかし、「社会融資」は国民経済計算上の「固定資本投資」および国家統計局が投資主体に対する調査を通じて取りまとめる「全社会固定資産投資」を下回る (図表2-4)。「社会融資」は「全社会固定資産投資」と近似する曲線を描き、「全社会固定資産投資」を部分的に説明するものの、「全社会固定資産投資」の半分に満たない規模にすぎず、シェドーバンキングの全容を示すものとは言い難い。
- (4) 中国を含む開発途上国の場合、アンダーグラウンドないしインフォーマルな金融仲介を行う組織や活動が少なくない。国内外の金融機関はシェドーバンキングの規模について独自推計を発表 (図表2-5)。そのなかで最も規模の大きいものは、2012年末時点でスウェーデンの金融グループNordeaが示した48.7兆元となり、GDPの93.8%に相当する。

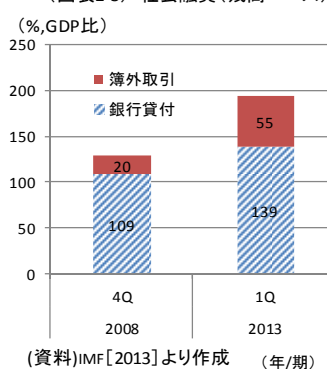
(図表2-1) アジア諸国におけるシェドーバンキングの規模(2011年)



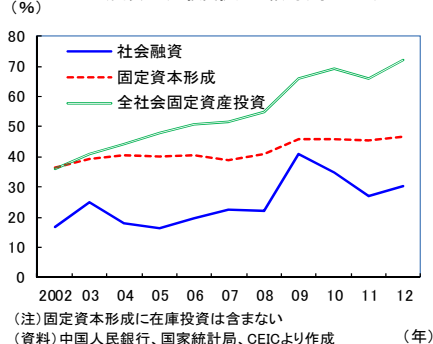
(図表2-2) 社会融資(フローベース)



(図表2-3) 社会融資(残高ベース)



(図表2-4) 投資拡大の傾向(対GDP比)



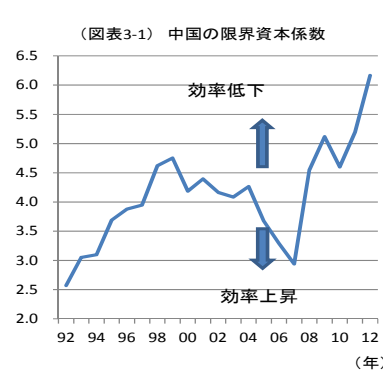
(図表2-5) 中国のシェドーバンキング規模推計(規模順)

機関名	発表時期	推計規模		対GDP比 (2012年)	対銀行総資産比 (2012年末)
		(兆元)	時点		
Nordea	2013年7月	48.7	2012年末	93.8	36.4
J.P.Morgan Chase Bank	2013年5月	36	2012年末	69.3	26.9
広発証券	2012年12月	30前後	N.A.	57.8	22.5
Citi Research	2013年1月	28	2012年第3四半期	53.9	21.0
華泰証券	2012年12月	25以上	2012年10月末	48.1	18.7
UBS	2012年10月	13.7~24.4	2012年第3四半期	47.0	18.3
Goldman Sachs	2013年2月	23.5	2012年末	45.3	9.0
Credit Suisse	2013年2月	22.8	2012年末	43.9	17.1
時代金融(中国の雑誌)	2013年3月	21.75	2013年1月中旬	41.9	16.3
永亨銀行(香港)	2013年5月	20.9	2012年末	40.2	15.6
中国社会科学院	2013年4月	14.6~20.5	2012年末	39.5	15.3
Bank of America Merrill Lynch	2012年7月	14.5	2012年第1四半期	27.9	10.9

(資料)Nordea[2013], J.P.Morgan Chase Bank[2013], 広発証券[2012], Citi Research[2013], 華泰証券[2012], UBS[2012], Goldman Sachs[2013], Credit Suisse[2013], 永亨銀行[2013], Bank of America Merrill Lynch[2012], 「中国影子銀行霧霾:2013年監管將繼續加強」2013年3月1日 新浪網 (<http://finance.sina.com.cn/money/bank/yhpl/20130301/160614692135.shtml>), 「“影子銀行”膨脹之謎」2013年5月27日 好買基金網 (<http://www.howbuy.com/news/2013-05-27/1902071.html>)より作成

実態 シェドーバンキング拡大の背景とその形態

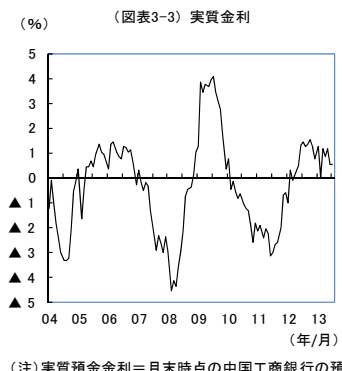
- (1) シェドーバンキング拡大の背景にはリーマンショックに伴い実施された4兆元の景気刺激策がある。これによって地方ではインフラ整備や都市開発が加速。しかし、投資効率の低下が顕在化（図表3-1）。政府は準備率の引き上げなどを通じて金融引き締めへ転じた（図表3-2）。ところが、4兆元のうち3兆元は地方における銀行借入で賄われていたことから（IMF [2013]）、資金の需給ギャップが拡大。このギャップを埋める新たな資金調達手段として活用されたのが規制の緩い簿外の取引、つまり、シェドーバンキング。
- (2) 実質金利が低く、しばしばマイナスとなるなかで（図表3-3）、「理財商品」や「信託商品」は資金に余裕のある個人や企業の格好の資産運用対象として人気を集めた。また、金利自由化によって利ざや収入が減少する銀行（注1）にとっても新しいビジネスモデルと考えられるようになった。
- (3) シェドーバンキングは様々な形態をとるが、狭義と広義の二つの捉え方がある。前出の図表2-5のなかから内訳を示している資料をもとにその詳細をみると（図表3-4）、2010年から伸びが目立つのは「理財商品」と「信託商品」。このふたつは2012年までのシェドーバンキング拡大の半分を説明し、中国におけるシェドーバンキングの中核といえる。ただし、両者の2012年末の残高はGDPの3割、銀行資産の1割に相当し、IMFが指摘するように「対応可能」な水準といえる。
- (4) そのほかで目立つのは「委託貸付」と「銀行引受手形」である。委託貸付とは中国独特のもので、資金に余裕のある企業が銀行経由で関連子会社やその他の企業に貸付を行うことを指す。「銀行証券協業」とは銀行が運用目的で調達資金を信託会社に委託するもの。中国銀行業監督管理委員会（銀监会）は、2011年末までに銀信協業を銀行のバランスシートに反映させるよう指示したため、銀信協業の残高をゼロと推計している機関もある。他方、「質屋」や「インフォーマル融資」は民間企業にとって重要な資金調達の形態であり、今回のシェドーバンキング問題とは切り離し、そのあり方を議論すべき問題。



(図表3-1) 中国の限界資本係数
(資料)『中国統計摘要』(2013年版)ほかより作成



(図表3-2) 預金準備率
(注)預金準備率は大手銀行の数値
(資料)中国人民銀行、CEICより作成



(図表3-3) 実質金利
(注)実質預金金利=月末時点の中国工商銀行の預金金利(1年物)-当該月の消費者物価上昇率
(資料)CEIC、中国工商銀行資料より作成

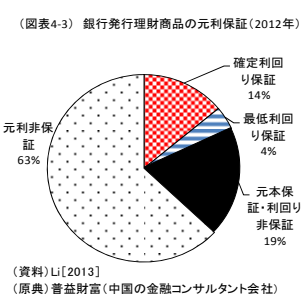
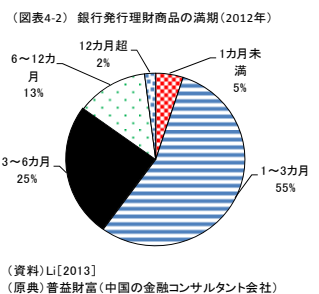
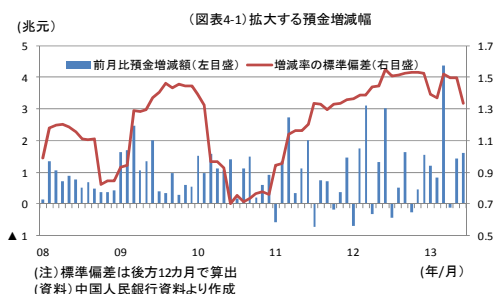
(図表3-4) シェドーバンキングの形態

No.	形態 (中国語)	形態 (日本語訳)	J.P.Morgan Chase Bank [2013]				Nordea [2013]		新浪網 [2013]	
			2012年	2010年	10-12年	2012年	2012年	2012年	2012年	
1	信託産品	信託商品	7,471	14.4	5.8	3,040	24.2	7,000	66	7,000
2	理財産品	理財商品	7,100	13.7	5.3	2,800	23.5	7,100	-	4,200
		(狭義)	14,571	28.1	10.9	5,840	47.8	14,100	-	11,200
3	委託貸付	委託貸付	5,750	11.1	4.3	3,170	14.1	5,800	-	6,500
4	銀行承兌匯票	銀行引受手形	5,904	11.4	4.4	3,827	11.4	5,900	-	1,120
5	銀証合作	銀行証券協業	1,000	1.9	0.7	0	5.5	-	-	700
6	質当行	質屋	277	0.5	0.2	180	0.5	100	6,084	300
7	担保公司	担保会社	1,200	2.3	0.9	700	2.7	2,200	8,590	1,500
8	小微貸款公司	少額融資会社	592	1.1	0.4	162	2.4	600	6,080	533
9	財務公司	金融会社	3,442	6.6	2.6	1,580	10.2	-	-	-
10	金融租賃公司	リース会社	770	1.5	0.6	316	2.5	-	-	-
11	地下錢庄/民間借貸	インフォーマル融資	2,500	4.8	1.9	2,500	0.0	3,400	-	4,000
		(広義)	36,006	69.3	26.9	18,275	97.0	32,100	-	25,853
12	その他	その他	-	-	-	-	-	16,700	-	4,400
		合計	36,006	69.3	26.9	18,275	97.0	48,700	-	30,253

(資料) J.P.Morgan Chase Bank [2013]、Nordea [2013]、「中国影子銀行露露：2013年監管將繼續加強」2013年3月1日 新浪網
(http://finance.sina.com.cn/money/bank/yhpl/20130301/160614692135.shtml)より作成

実態 理財商品

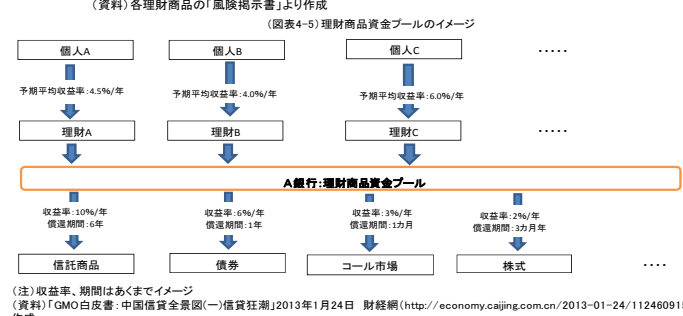
- (1) 理財商品は主に個人向けに販売される短期の資金運用商品。発行主体には信託会社もあるが、その大半は銀行(Li [2013])。一般的には、口座保有者に高利回りを宣伝材料に預金の一部を同商品に振り替えるよう勧誘するかたちで銀行窓口で販売される。商品の運用期間は極めて短く、償還期間が来れば再び預金に戻される。この背景には、当局によって預金の流出と見做され、新たな規制が課されることを回避したい銀行側の事情がある。このため、理財商品は預金との連動性が高く、理財商品の販売拡大とともに銀行預金の前月比増減額の幅が拡大するようになった(図表4-1)。
- (2) 理財商品は、銀行の四半期毎の決算に影響を与えないよう償還期間が1~3カ月と設定されているものが最も多く全体の55%(図表4-2)を占める。平均利回りは4~5%と高いものの(J.P.Morgan [2013])、元利保証のない商品が同63%を占める(図表4-3)。
- (3) 理財商品には「リスク(リスク) 揭示書」という「目論見書」に相当するものがあり、具体的な商品設計が示される。商品設計は多様であるが、債券、コール、銀行預金などの比較的风险の低い市場で運用することを基本としながらも、新規公開株、転換社債、後述する信託商品などのリスクの高い商品を組み込んでいるケースもある。「リスク揭示書」ではリスク度、「予期年平均収益率」と称される予想収益率、運用方針が示されるものの(図表4-4)、運用方針が曖昧(図表4-4のNo.1のケースは運用対象の合計は130%となる)、また、三者の関係が不透明といった問題がある。さらに、元利保証の有無が購入者に十分に理解されているかも大きな問題。
- (4) 現地報道によれば、7月時点で、116の銀行が3,301本の理財商品を販売しており、最も多いのは建設銀行の394本である(注2)。理財商品販売を通じて集められた資金は商品別ではなくひとつの勘定にプールされる(図表4-5)。



(図表4-4) 一部理財商品の運用方針

No	名称	発行元	予期年平均収益率	募集時期	リスク度	償還期間	運用方針
1	乾元-共贏型 2013年第1期	中国建設銀行	4.1%	2013年3月	2	62日	債券7割以下、金融市場3割以下、その他資産の組み合わせ7割以下
2	2013年惠添利 2038号	寧波銀行	5.2-5.4%	2013年2月	2	149日	国債・債券3割以下、預金・短期融資など7割以下
3	鑫意理財福通 2012第一百三十九期	上海農村商業銀行	4.65%*	2012年11月	2	96日	「AA-」以上の債券、金融市場、インターバンク市場、その他金融資産

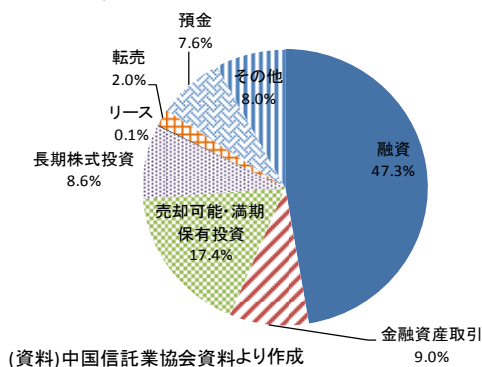
(注)*は最高収益率。リスク度は1~5の評価で、数値が低いほど低リスク。
(資料) 各理財商品の「リスク揭示書」より作成



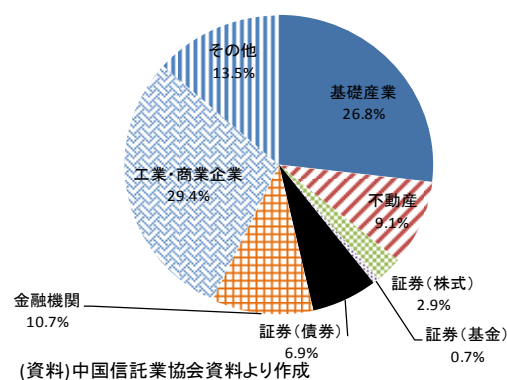
分析 信託商品

- (1) 「信託商品」とは信託会社の組成した商品で「信託計画」によって商品設計が示される。信託会社は貸付、不動産開発、未公開株投資など幅広い事業を行うことができる。中国信託業協会によれば信託会社の運用形態としては融資が最も多く、全体の47.3%（図表5-1）、運用先としては基礎産業（インフラ）、工業・商業企業向けが多く、それぞれ26.8%と29.4%を占める（図表5-2）。
- (2) 信託商品は特定のプロジェクトに貸付けるものが多いため、理財商品にくらべ、①償還期間が長い、②リスクが高いため利回りが高い、③募集金額の規模が大きく、購入者は富裕層、企業、銀行、機関投資家であるといった特徴がある。ただし、理財商品のなかには信託貸付を行うと説明しているものもあることから、理財商品と信託商品は「入り口」が違うだけという見方もできる（図表5-3）。
- (3) 理財および信託商品の持続可能性は、資金の主な借手となっている実体経済、とりわけ地方政府関係の資金調達を担う地方融資平台、国有企業、不動産開発業者が見込み通りの収益をあげることが出来るか否かによって大きく左右される。

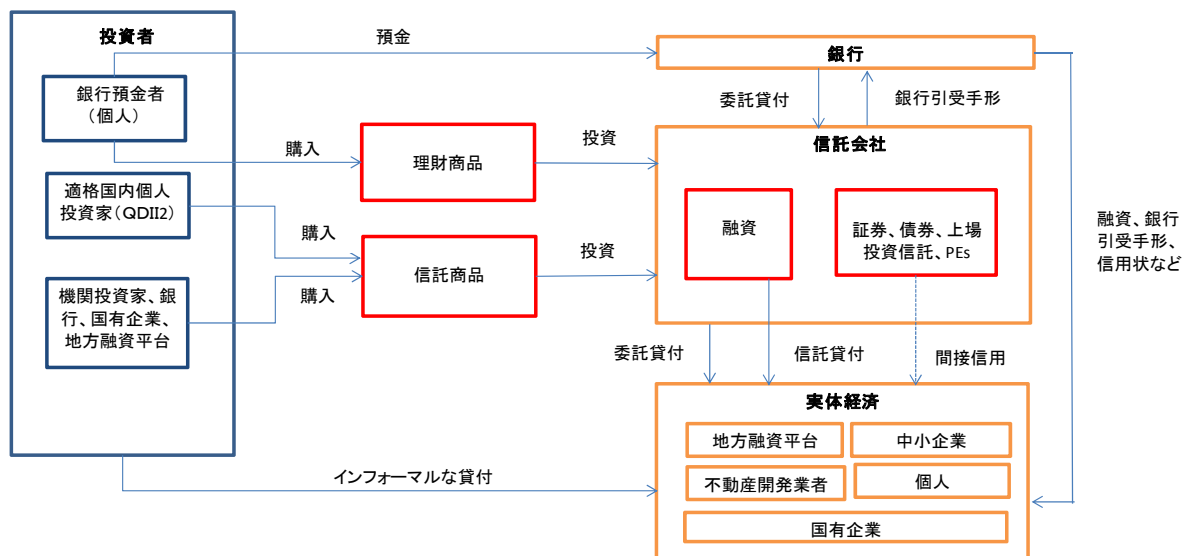
(図表5-1) 信託会社の運用形態(2013年6月)



(図表5-2) 信託会社の運用先(2013年6月)



(図表5-3) 信託および理財商品を通じた資金の流れ



(注)委託貸付とは企業間貸付である(委託貸付については李[2012]に詳しい)。中国では企業間の貸付は禁じられているため、資金に余裕のある企業は銀行を経由して他の企業にその資金を貸付ける。

(資料)Li[2013]より作成

分析 今後の留意点—増加する信託商品

- (1) 一部にはシャドーバンキングの問題を契機に中国が世界金融危機の震源になるのではないかとの見方がある。しかし、サブプライムローンのように金融技術を駆使した証券化商品が国境を越えて大量に普及しているわけではないので、仮にシャドーバンキング問題が引き金となり、金融危機が発生しても、その影響は中国国内にとどまり、世界に波及することはないものと考えられる（サブプライムローンとの相違・共通点は湯元・関[2013]が詳しい）。
- (2) もちろん、次に指摘する問題の帰趨によっては、シャドーバンキング問題が中国経済発展の足かせとなり、結果的に世界経済も減速を余儀なくされる可能性がある。

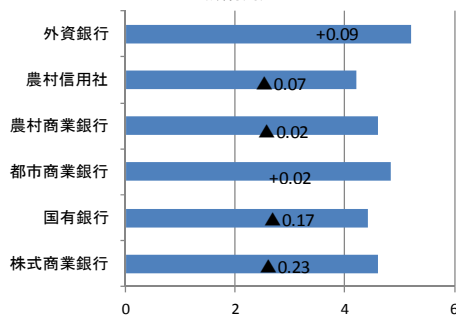
① 理財商品は「ポンジスキーム」か

理財商品は償還期間が短いにもかかわらず、その一部は中長期の貸付に向けられている。こうした期間のミスマッチは流動性リスクを高める。国内でも新規の理財商品販売によって集められた資金が既存の理財商品の元利支払いに充てられているという指摘がある（注3）。これが事実であれば「ポンジスキーム」とよばれる出資金詐欺の可能性もある。2013年6月の銀行の理財商品の残高は2012年末比27.9%増の9兆元である（注4）。2013年に入り鈍化したとはいえ、残高が増え続けているは懸念材料である。その一方で予期年平均収益率の低下といった変化もみられる（図表6-1、6-2）。7月には高利回りの理財商品を販売した企業が突然営業を停止するなど（後述の図表7-1のNo.5）、理財商品を巡るトラブルは今後も起きる可能性がある。

② 増え続ける信託商品

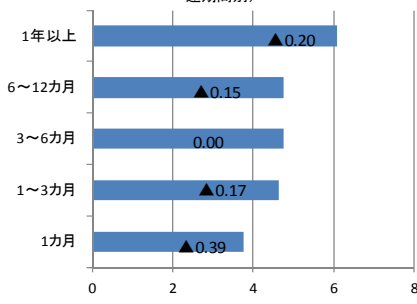
その一方、新規信託貸付は2013年1～6月で1.2兆元と前年実績に並ぶ規模に達した（図表6-3）。信託会社の営業収入や利潤率は今のところ高水準を維持しているが（図表6-4）、貸付先は基礎産業（インフラ）や工業・商業企業である（前出の図表5-2）。習近平－李克強体制は投資主導型成長からの脱却を志向しており、資金が目先の成長率の引き上げを目的とした非効率なプロジェクトや過剰生産能力を抱えた国有企業の延命に利用されていれば、そうした好循環は持続しない。

（図表6-1） 理財商品の13年7月時点の予期年平均収益率（銀行別）



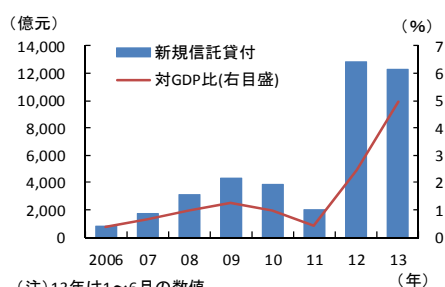
（注）数値は収益率の6月比増減(%ポイント) (資料) 巻末の(注2)資料より作成

（図表6-2） 理財商品の13年7月時点の予期年平均収益率（償還期間別）



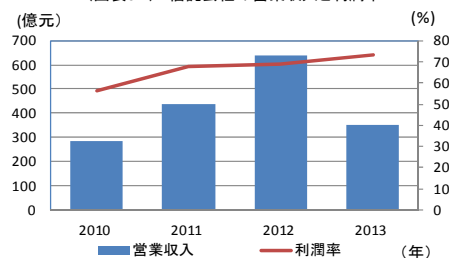
（注）数値は収益率の6月比増減(%ポイント) (資料) (注2)資料より作成

（図表6-3） 新規信託貸付



（注）13年は1～6月の数値。(資料) CEIC、国家統計局『中国統計摘要2013』より作成

（図表6-4） 信託会社の営業収入と利潤率



（注）13年は1～6月の数値。利潤率=利潤/営業収入で算出 (資料) 中国信託業協会資料より作成

分析 今後の留意点- 不良債権比率は上昇するか

③暗黙の保証

理財商品購入者のなかには暗黙の元利保証を期待している人が少なくない。中国では、金融システムを揺るがすような銀行の破たん事例がないこと、また、銀行が政府の強力な規制下に置かれてきたことから、預金保険制度が存在しないにもかかわらず、暗黙裡に預金は政府により保証されていると考えられている (Li[2013])。実際、理財商品の元利支払いを巡るトラブルのなかには「交渉によって元本返済で合意」(図表7-1のNo.1)といった例がある。元利保証の問題が約定書ではなく、政治介入によって決着が図られる場当たりの対応が続けば、損失を被った顧客が銀行や地方政府に押し掛ける事態が多発する、あるいは、銀行経営が脅かされる問題に発展する危険性がある。さらに、銀行に対する信認低下は金などへの資産移行を加速させる可能性がある。2013年に入り、中国はインドと並ぶ世界最大の金需要国となった(図表7-2)。

④損失補てん

一部報道によれば、2012年8月、中国銀行業監督管理委員会(銀监会)は信託会社に富裕層に対する損失補てんの慣行を止めるよう指示したとされる(注5)。その後、信託商品の利払いの遅延(図表7-1のNo.3)や委託貸付の債務不履行(図表7-1のNo.4)があったものの、後者では債権者が損失の補てんを求めた。損失補てんの慣行が完全に廃止されていなければ、間接金融から直接金融への移行が阻害されると同時に金融機関の健全性も損なわれることになる。

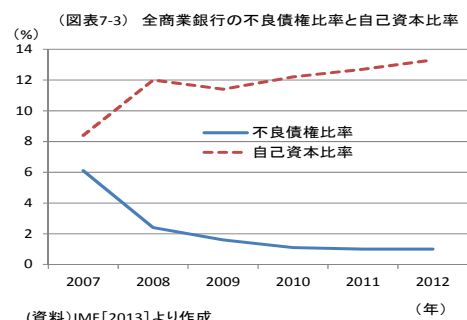
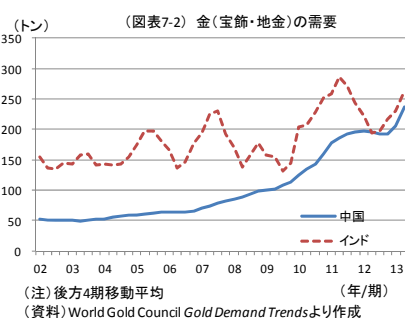
⑤不良債権比率の上昇

銀行の不良債権比率は極めて低い(図表7-3)。また、シャドーバンキングはバランスシートから切り離されているため、販売した理財商品が元本割れを起こす、あるいは、信託プロジェクトが頓挫する事態に陥っても、それによって直ちに銀行の不良債権比率が上昇し、信用収縮や銀行破綻が起きることはない。しかし、銀行は信託会社の株主であること、また、理财および信託商品の資金が流れているプロジェクトには株主である銀行の融資も行われていることから(Ghosh, del Mazo, Otker-Robe[2012])、シャドーバンキングを通じた貸付が債務不履行となれば、銀行のバランスシートも影響を受けることになる。

(図表7-1) シャドーバンキング関係でトラブルが報じられたケース

ケースNo.	発生時期	金融機関、会社名	商品/取引形態	トラブルの内容・経緯
1	2012年11月	華夏銀行上海嘉定支店	理財商品	販売したある理財商品の元利が予定通り支払われず。購入者が店舗前で抗議。交渉の結果、元本の払い戻しで合意。
2	2012年12月	中国建設銀行上海支店	理財商品	20%の予定利回りで販売されたある理財商品で50%超の元本割れになったことから、一部の購入者が集団で訴え出る事態へと発展。銀行は代理販売しただけに過ぎないのか、それ以上の責任を問われるのかも論点に。
3	2012年12月	中信信託(CITIC Trust)	信託商品	湖北省宜昌市の鉄鋼会社向け融資目的の信託商品で利払いの遅れ(鉄鋼会社の経営難が原因)が発生。
4	2013年6月	中国工商银行蘇州支店	委託貸付	ある鉄鋼取引会社の資金繰りがつかず、委託貸付で調達した資金を返済できず。一部の債権者が銀行の対応を批判するとともに、弁済を求めて押し掛ける騒動に。
5	2013年7月	連雲港莫哈特理財信息諮詢有限公司	理財商品	1年物では年利18%、5年物では100~130%の予定利回りを提示した理財商品を販売し、400人以上から資金を集めるも、7月下旬に突然営業を停止。

(資料)現地報道より作成



展望 不動産価格と地方財政が鍵

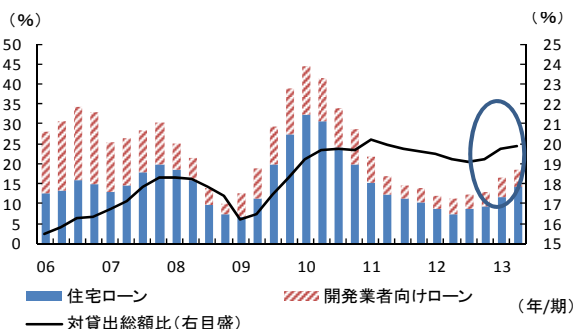
- (1) 政府はシャドーバンキングに対する規制強化に乗り出している。主たるものは、①シャドーバンキングを通じた地方政府による過度な資金調達禁止、②信託および委託貸付の量的規制、③情報開示（図表8-1）。しかし、規制官庁が多岐にわたるため、規制相互の整合性が保たれ、期待した効果があがるか否かは、李克強首相の指導力によるところが大。
- (2) 鍵となるのは不動産価格である。不動産向け融資は2010年1～3月期にピークを迎えた後、伸び率が急速に鈍化したものの、2012年4～6月期を底に再び増加に転じた（図表8-2）。国土資源省によれば、1～6月の土地供給は前年同期比38.8%増となり、過去最大の約8万ヘクタールとなった（注6）。政府は、シャドーバンキングの引き締めによって投資効率を高める一方で、不動産価格の急速な下落によって銀行の不良債権が急速に拡大する事態は回避しなければならないという微妙なかじ取りを迫られる。
- (3) 金融と同様あるいはそれ以上に先行きが懸念されるのは財政赤字の拡大である。審計署（会計検査院）は、7月、政府債務の監査を行うと発表した。中国の財政赤字はそれほど深刻ではないとされてきた。しかし、政府とIMFの推計値ではかなり乖離がある（図表8-3）ように、監査によって赤字の過小評価が露呈することになれば、財政問題が経済成長の下押し材料になる危険性がある。

(図表8-1) シャドーバンキング規制

時期	部・委員会名	通知・意見名	内容
2012年10月	中国保険監督管理委員会	保険資金の金融商品への投資についての通知	一定の条件を充たした銀行が発行する理財商品(高格付けに限定)への投資を容認
2012年12月	中国証券監督管理委員会	上場会社監督手引第2号	上場会社が未利用の調達資金で国債や銀行の理財商品を購入することを容認
2012年12月	財政部、国家発展改革委員会、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会	地方政府による一部の資金調達行為の禁止に関する通知	①建設譲渡(BT)方式のプロジェクトを通じた資金調達、②政府庁舎や学校、病院といった公的資産を用いた融資プラットフォーム(地方政府系の資金調達会社)への資本注入、③ファイナンス会社、信託会社等からの資金調達(法規上認められた場合を除く)を禁止
2013年3月	中国銀行業監督管理委員会	商業銀行の理財業務の投資運用に関する問題の通知(通称、8号文)	信託貸付や委託貸付などへの量的規制、理財商品ごとの個別管理、情報開示などの方針を示す
2013年4月	中国銀行業監督管理委員会	2013年地方政府融資プラットフォームの貸付リスク監督管理に関する指導意見	新規貸付の限定化(国務院が認可し、かつ自己資金払い込み済みのプロジェクト向けなどしか認めない)、経営状況の芳しくない融資プラットフォームへの貸出抑制などの方針を打ち出す
2013年4月	中国保険監督管理委員会	非合法的な資金調達に対する防備及び撲滅目的の宣伝教育活動に関する通知	保険会社や保険資産管理会社などに対し、非合法的な資金調達の防止に関する教育・宣伝活動を5月に集中的に実施するよう通知
2013年6月	中国証券監督管理委員会	—	「証券投資基金法」の改正(6/1施行)に合わせて、「証券会社顧客資産管理業務管理弁法」及び「証券会社集合資産管理業務実施細則」を改正施行し、ファンド募集関連の監督管理規定を整備
2013年7月	中国銀行業監督管理委員会	—	2011年、12年に販売した個人向け理財商品の情報登録を義務付け(月末までに)

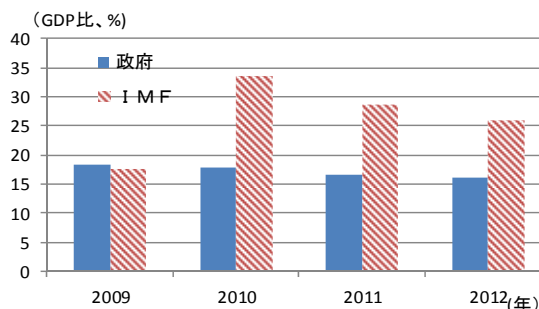
(資料) 関根[2013]、当局ホームページ、各種報道より作成

(図表8-2) 不動産貸付が貸付総額に占める割合および不動産貸付伸び率に対する住宅ローンと開発業者向けローンの寄与度



(注) IMF[2013]に倣い開発業者向けローン=不動産ローン-住宅ローンとみなして算出。貸付総額は人民元建てのみ。
(資料) CEIC

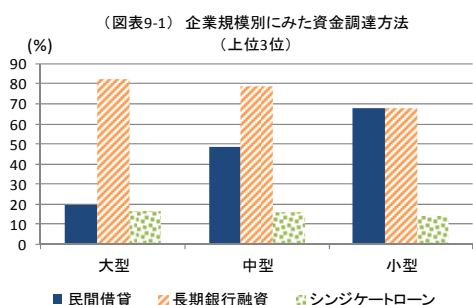
(図表8-3) 政府債務の推計



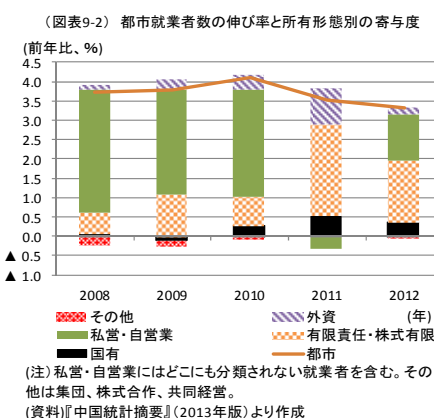
(注) IMF推計には地方融資プラットフォームおよびオフバジェットは含まない
(資料) IMF[2013]より作成

展望 長く、険しい改革の道のり

- (1) 政府は、7月、貸出金利の下限を撤廃するなど、金利自由化に向けて本格的に動き出した。しかし、改革は緒に就いたばかりである。今後、預金上限金利の撤廃、さらに、為替や資本取引の自由化にも取り組まなければならない。資本移動が活発化するなかで、中国は既に金融政策の自立性と為替相場の安定性を維持することが難しくなっており（大橋[2013]）、金融および財政の健全性を高める一層の努力が求められる。
- (2) 「地下銭庄」や「民間借貸」と称されるインフォーマル融資は、銀行からの融資が受けにくい中小企業（図表9-1）にとって生命線である。雇用の担い手であった私営企業と自営業の都市就業者の増加に対する寄与度は2011年と2012年に大幅に低下しており（図表9-2）、シャドバンキングによって調達された資金は、私営や自営業ではなく、国有企業や地方融資平台に関わる有限責任・株式有限企業へ流出の可能性が高い。
- (3) 習近平－李克強体制は、金融引き締めによって投資主導型経済からの脱却を試みようとしたものの、シャドバンキングの急拡大という思わぬ事態を招来した。中国では、地方政府が強い成長志向を有し、土地使用権を独占している。金融機関と不動産・インフラ開発企業はその影響下で、膨大な利益を享受し、それは地方財政も潤した。シャドバンキング問題は、この権益構造がいかに頑強であるかを改めて示した。投資主導型の経済を消費主導型経済へ転換することは容易ではない（図表9-3）。
- (4) 消費主導型経済への移行を進めるためには、家計、企業、銀行、政府といった市場のプレーヤーに従来とは異なるインセンティブを与える必要がある。窓口指導を通じた融資の抑制といった小手先の対応では投資から消費へという転換を図ることはできない。取り組むべき改革は、社会保障制度、戸籍制度、国有企業、金融セクター、行財政制度、土地制度など多岐に亘るため、「漸進主義」的な改革手法では成果が得にくい。抵抗勢力の反発を抑え込み、景気の急減速にも目配りしながら、それらの改革をいかに整合的かつスピード感を持って進めることができるかが問われる。改革を成就させるまでの道のりは長く、そして、険しい。

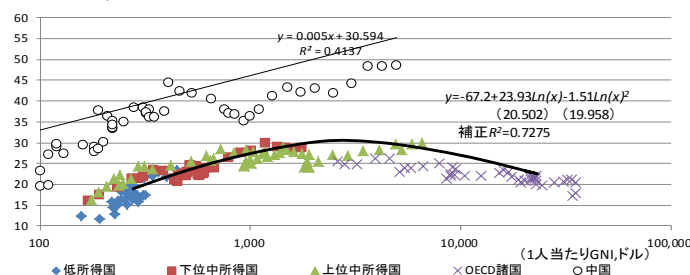


(注) N=4,256社。複数回答、2011年8～10月実施。
 (資料)「資本市場と中国企業家成長：現状と未来、問題と建議—2011中国企業経営者成長と発展専門調査」中国企業家調査系統 (<http://www.ceoinchina.com/Item/16720.aspx>) より作成



(注) 私営・自営業にはどこにも分類されない就業者を含む。その他は集団、株式合作、共同経営。
 (資料)『中国統計摘要』(2013年版)より作成

(図表9-3) 発展段階別にみた総資本形成/GDPの推移(1962～2011年)



(注) 低所得国は、1人当たりGNI(2011年)が\$1,025以下、下位中所得国は\$1,026～\$4,035、上位中所得国は\$4,036～\$12,475。()はt値。
 (資料) World Bank, World Development Indicatorsより作成



《注》

- (注1) China's Big State-Owned Banks Saw Rising Defaults, Shrinking Loan Profitability In 2012, March 28, 2013, *International Business Times* (<http://www.ibtimes.com/chinas-big-state-owned-banks-saw-rising-defaults-shrinking-loan-profitability-2012-1157293>)
- (注2) 「7月分銀行理財産品発行降温」2013年8月13日 証券日報 (http://zqrb.cestock.cn/html/2013-08/13/content_370366.htm)
- (注3) 「短期理財編織」庞氏騙局"流動性風險暴露創新本質"2013年4月24日 中国經濟網 (http://finance.ce.cn/rolling/201304/24/t20130424_17100437.shtml)
- (注4) 「銀監会召開2013年上半年全国銀行業監督管理工作會議暨經濟金融形勢分析會議」2013年7月31日 銀監会 (<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/F974A65515094F6884A60330792192BA.html>)
- (注5) 「中国、信託会社に顧客の損失補償止めるよう指示＝業界筋」2012年8月1日 ロイター (<http://jp.reuters.com/article/domesticFunds/idJPJT820521520120801>)
- (注6) 「中国の土地供給量、上期は過去最大の約8万ha＝国土資源省」2013年7月29日 ロイター (<http://jp.reuters.com/article/jpchina/idJPTYE96S01Q20130729>)

《参考文献》

(日本語)

- ・大橋英夫[2013].「対外経済発展と『中国模式』」渡辺利夫＋21世紀政策研究所監修 大橋英夫編『ステート・キャピタリズムとしての中国』勁草書房
- ・関根栄一[2013].「中国の銀行理財商品に対する規制強化・改革の動き」野村財団『季刊 中国資本市場研究』2013年夏号 (http://www.nomurafoundation.or.jp/data/CCMR-7-2_Su2013_03.pdf)
- ・財務省理財局財政投融资総括課[2011].「リーマン・ショック後の経済金融危機における財政投融资の対応(資料3-3)」
- ・湯元健治・関根一[2013].「中国のシャドーバンキング—そのリスクと政府対応力をどうみるか」日本総合研究所 Research Report No.2013-007 (<http://www.jri.co.jp/report/medium/researchreport/>)
- ・李立栄[2012].「中国のシャドーバンキング(影子銀行)の形成と今後の課題—資金仲介の多様化と規制監視の在り方—」日本総合研究所『Business & Economic Review』2012年7月号 (<http://www.jri.co.jp/report/ber/detail/6181/>)

(英語)

- ・Bank of America Merrill Lynch[2012].Shadow banking: risky business, Equity Strategy, 6 July 2012
- ・Citi Research[2013]. China Economics Weekly Shadow Banking: to Be Suppressed or Regulated?, Citi Research, 11 January 2013 (<https://ir.citi.com/r2%2fnXZ322HWZkmElHOyByktrLJ8I2D2TWiHq0PLyV7kLqfb7kbTQ9WImRJ6oXpmqWsPQKzPSYWl%3d>)
- ・Credit Suisse[2013].China: Shadow banking- Road to heightened risks, Economics Research, 22 February 2013
- ・FSB [2012].Global Shadow Banking Monitoring Report 2012 (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118c.pdf)
- ・FSB [2011].Shadow Banking: Scoping the Issue A Background Note of Financial Stability Board (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412a.pdf)
- ・Ghosh, S., del Mazo, I,G and Otker-Robe, I [2012]. Chasing the Shadows: How Significant Is Shadow Banking in Emerging Markets?, "Economic Premise", September 2012 Number 88, World Bank
- ・Goldman Sachs[2013].Casting a light on Shadow Banking: Near-term growth; long-term cap on bank valuations, Equity Research, 26 February 2013
- ・IMF[2013].World Economic Outlook Update (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/update/02/pdf/0713.pdf>)
- ・J.P.Morgan Chase Bank[2013].Economic Research Note, Economic Research Global Data Watch, 3 May 2013
- ・Li, C [2013].Shadow Banking in China: Expanding Scale, Evolving Structure, Asia Focus, April 2013,Federal Reserve Bank of Sanfrancisco (<http://www.frbsf.org/banking-supervision/publications/asia-focus/2013/april/shadow-banking-china-scale-structure/asia-focus-shadow-banking-in-china.pdf>)
- ・Nordea[2013].China Update Bring to light shadow baking, Nordea Research, 5 July 2013 (<http://research.nordeamarkets.com/en/2013/07/05/china-update-bring-to-light-shadow-banking/>)
- ・UBS[2012].Risks in China's Shadow Banking, UBS Investment Research Macro Keys, 16 October 2012
- ・永亨銀行[2013].China Shadow Banking, Wing Hang Investment Compass Monthly Newsletter, May 2013 (中国語)
- ・広発証券[2012].「陽光下的影子—中国影子銀行分析」(銀行理財市場系列報告四) 2012年12月14日 (<http://www.gf.com.cn/stockResearch/companyResearchGdsy.html>)
- ・華泰証券[2012].「中国式“影子”銀行的風險」,2012年12月3日
- ・国家統計局国民経済核算司[2012].『中国季度国内生産総値核算 歴史資料1992-2011』中国統計出版社