

中国の金融リスクを増幅する中小銀行 —強まる銀行間市場と理財商品への依存—

調査部 上席主任研究員 三浦 有史

目 次

1. はじめに
2. 金融危機を巡る議論
 - (1) 社会融資規模はGDP比213.4%へ
 - (2) 国内に根強い楽観論
 - (3) 求められる与信規模の縮小
3. 中小銀行の危うさ—銀行間市場と理財商品への依存
 - (1) 中小銀行の位置付け
 - (2) 銀行間市場における借入の増加
 - (3) 売掛金投資の増加
 - (4) 理財商品による資金調達
 - (5) 理財商品への投資拡大
4. 規制強化に動き出す政府
 - (1) 規制強化に本腰
 - (2) 次のターゲットは譲渡性預金証書
 - (3) 今後の展開をどうみるか—中小銀行は苦境へ
5. おわりに—「暗黙の政府保証」の問題

要 約

1. 銀行融資とシャドー・バンキングを通じて実体経済に供給される資金量を示す社会融資規模の残高は、2017年3月末にGDP比213.4%に達した。これは、バランスシート外の金融仲介であるシャドー・バンキングによるところが大きい。中国の金融システムはシャドー・バンキングの拡大に伴い不安定化している。指導部は2016年末の中央経済工作会議で金融政策のスタンスを従来の「穏健」から「穏健中立」に変え、直近の社会融資規模の伸び率は2四半期連続で名目GDPの伸び率を下回った。
2. 中国国内には、①対外債務残高が少ないこと、②預貸比率が低いこと、③資産負債比率が悪化していないこと、④銀行の健全性を示す指標が良好であることなどから、実体経済への資金供給量が増えなくても金融リスクは容易には顕在化しないという楽観論がある。しかし、①銀行が短期資金への依存度を高めていること、②理財商品の8割がバランスシートに計上されていないこと、③資産負債比率は産業によってばらつきが大きいことから、楽観論の根拠は脆弱といえる。また、融資効率が低下していることから与信規模の縮小が不可避といえる。
3. 中小銀行は、大型商業銀行に比べ顧客基盤が脆弱であるため、その成長には幾つかの特徴がみられる。それは、負債サイドで銀行間市場における借入を、資産サイドで売掛金投資を増やしながら、バランスシートを急速に拡大してきたこと、そして、理財商品を自ら組成・販売することで資金を調達する一方で、金融機関相互の取引を通じて理財商品への投資を積極的に拡大したことに集約できる。中小銀行が抱えるリスクが許容範囲を超えるという懸念は広い範囲で共有されるようになっている。
4. 人民銀行は、2016年から「マクロ・プルーデンス評価」(MPA)と呼ばれる監視システムを導入し、2017年11月には、「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」の草稿を発表した。MPAは一定の成果を上げているものの、政府は規制の手を緩めることなく、2018年から期間1年未満の譲渡性預金証書に基づく借入をMPAの銀行間市場の借入に加えるなど、中小銀行の経営健全化を進める意向を明らかにした。
5. 中国は金融リスクの抑制に向けて大きく前進すると見込まれる。ただし、中小銀行は多様であり、規制強化に対応できない銀行が現れる可能性がある。また、規制強化が政府の思惑通りに進むかどうかも疑わしいという問題もある。
6. また、リスクを遠ざけることに成功したとしても、それによって必ずしも持続可能な安定成長への道筋がみえてくるわけではない。中国経済を持続可能な安定成長軌道に乗せるためには、国有企業への融資に対する「暗黙の政府保証」を限定するといった、経済の基層部分を支配するメカニズムを変える大胆な改革が欠かせない。政府が打破を強調する「剛性兑付」の問題も「暗黙の政府保証」の問題に行き着く。

1. はじめに

中国の金融リスクが再び注目されている。2016年末に開催された中央経済工作会議では、リスクをコントロールする能力を高め、危機を未然に防ぐとされた。また、2017年7月の金融工作会議では、個別の金融機関のデフォルトが他の金融機関ひいては金融システム全体に波及するシステミック・リスクの防止が金融政策の最重要課題と位置付けられた。さらに、10月に開催された共産党大会でも、システミック・リスクが顕在化しないよう管理監督体制を強化するとされるなど、指導部は明らかに金融危機に対する警戒を強めている。

金融危機を警戒する声は国外でも強まっている。国際通貨基金（IMF）は、2017年8月に発表した国別審査報告において、現行の成長戦略を維持した場合、非金融部門の債務は2022年にGDP比290%に達するとして、シャドー・バンキングを含む野放図な融資に依存した成長モデルの限界を指摘した（IMF [2017a]）。IMFは、融資が適切な伸びに抑制されていれば、2012～2016年の実質GDP成長率は年平均で5.3%と、実際の成長率（7.3%）を2%ポイント下回ったはずと試算し、高い目標成長率にそもそもの問題があるとした。

習近平政権は、中長期的な成長の持続可能性を犠牲にして、目先の成長率を引き上げることに注力してきた。しかし、党大会が終わり、成長率を無理に押し上げる必要はなくなった。2期目を迎えた同政権にとって持続可能な安定成長への回帰が最重要課題となる。これを成し遂げるには、目標成長率を引き下げ、過剰生産能力を抱える企業やゾンビ企業の淘汰を進めるとともに、非効率な融資を抑制することで、経済の効率性を高めていく必要がある。金融政策は、2017年に「穏健」から「穏健中立」へと変わり、すでに引き締め方向にあり、その動きは今後加速すると見込まれる。

ただし、中国経済が順調にソフト・ランディングできるかは定かではない。周小川・中国人民銀行前総裁は、2017年10月、バブル崩壊によって流動性パニックに陥る「ミンスキー・モーメント」（Minsky Moment）を引用し、システミック・リスクに対する強い懸念を表明したが（注1）、金融危機の切迫性や持続可能な安定成長の水準をどのように捉えるかについて、必ずしも政府内の意見が一致しているわけではない。中国には金融危機は起こらないとする楽観論があり、早期の対応を求めるIMFとの温度差は大きい。

政府の対応が後手に回った場合、最も懸念されるのは中小銀行が資金繰りに行き詰まり、金融危機の引き金を引く可能性である。中小銀行は大手行に比べ銀行間市場や理財商品への依存度が高く、債務不履行（デフォルト）によって市場の不安心理が高まり、それぞれの市場が収縮した場合、資金不足に陥りやすい。その一方、銀行の健全性を示す指標は良好である。中国銀行業監督管理委員会（銀监会）によれば、商業銀行の不良債権比率は2017年9月末時点で1.74%と低く、大型商業銀行については低下傾向にある。

こうしたことから、中国は不良債権比率を先行指標としない金融リスクに直面しているといえる。これを“中小銀行”、“銀行間市場”、“理財商品”という三つをキーワードとして、読み解いていこうというのが本稿の狙いである。まず、シャドー・バンキングを通じて实体经济に大量の資金が供給されてきたことを概観したうえで（1）、中小銀行が銀行間市場における資金調達を拡大すると同時に、理財商品への依存を強め、金融リスクを高めていることを指摘する（2）。最後に、金融リスク抑制に向けた政府

の取り組みを紹介し、果たしてリスクが解消される方向に進むかについて展望する (3)。

(注1) 「人民銀行行長周小川在党的十九大中央金融系統代表團開放日上回答記者提問」2017年10月19日 人民銀行 (<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3400764/index.html>)。

2. 金融危機を巡る議論

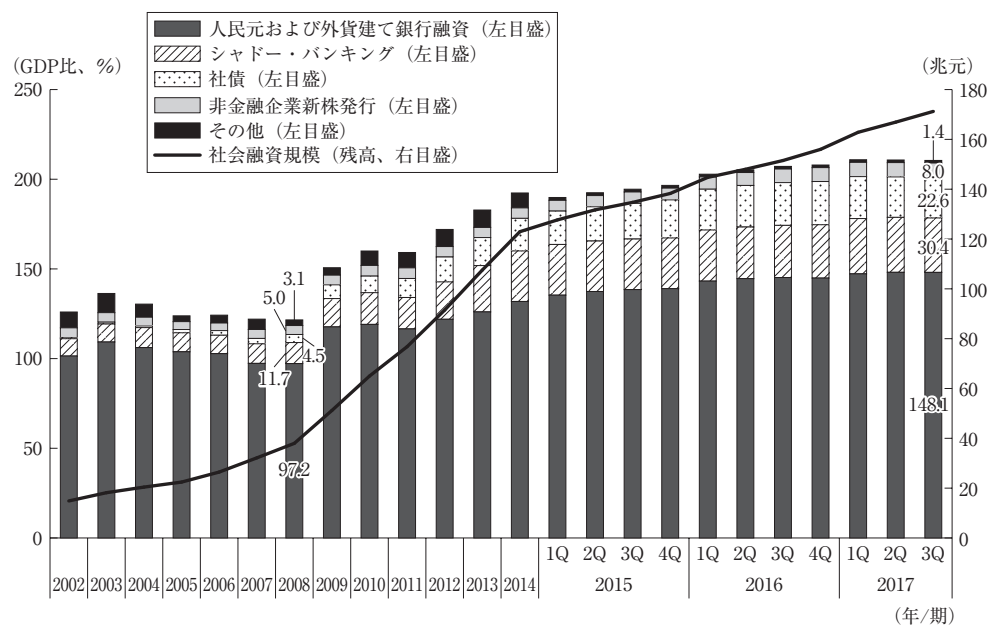
金融危機を警戒する声は内外で高まってはいるものの、中国が今まさにその瀬戸際にあるという見方は少ない。中国国内には、リスクはあるものの、それが顕在化することはないという楽観論がある。以下では、实体经济にどの程度の信用が供給されてきたかを確認したうえで、金融リスクに対する政府とIMFの見方にどのような違いがあるかについて明らかにすることで、金融危機を巡る議論の全体像を俯瞰する。

(1) 社会融資規模はGDP比213.4%へ

中国では、リーマン・ショックを受けて発動された4兆元の景気刺激策を契機に金融機関の与信規模が急速に拡大した。銀行融資とシャドー・バンキングを通じて实体经济に供給される資金量を示す社会融資規模の残高は、景気刺激策が採られる前の2008年末時点でGDP比118.9%にすぎなかったが、インフレ抑制が重点課題となった2011年を除き、右肩上がりでの上昇を続け、2017年3月末には213.4%に達した(図表1)。

社会融資規模の拡大は、バランスシート外の金融仲介であるシャドー・バンキングによるところが大きい。外貨を含む銀行融資が、同じ期間にGDP比97.2%から147.2%に上昇する一方、シャドー・バンキ

(図表1) 社会融資規模の残高とGDP比



(資料) 人民銀行 (PBC)、国家統計局 (NBS) 資料より作成
(注) シャドー・バンキングは委託融資、信託融資、銀行引受手形の合計。

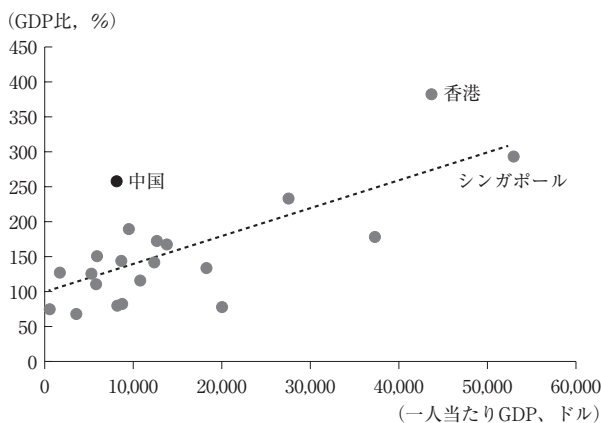
ングを通じた融資は同11.7%から30.8%に上昇した。金額ベースでは銀行融資の規模が圧倒的に大きいものの、伸び率では後者は8.8倍と、前者の3.6倍を大幅に上回る。

シャドー・バンキングが拡大した背景には、上述した景気刺激策がある。景気刺激策は財政資金ではなく、地方政府が「地方融資平台」(Local Government Financing Vehicle : LGFV) という傘下の投資会社を通じて銀行から資金を調達するかたちで進められた。銀行は、それを通常の融資業務として処理すると、預貸比率(注2)や自己資本比率といった銀行業に課される諸規制に抵触しかねないことから、バランスシートに計上されない仲介業務、つまり、シャドー・バンキングを拡大することで対応した。

また、①不動産開発や過剰生産能力を抱える業界に対する融資規制を回避できること、②預金金利自由化(2015年10月)によって利鞘が大幅に縮小した銀行が新たなビジネス・モデルの必要性を意識するようになったことも、シャドー・バンキングの拡大を後押しした。一方、シャドー・バンキングは通常の融資業務に比べ政府の監視が行き届きにくく、その拡大に伴い中国の金融システムが不安定化するという深刻な問題を招来した。

中国の与信規模は新興国のなかでは突出して大きい。国際決済銀行(BIS)は、主要国のGDP比でみた非金融部門に対する与信規模を明らかにしているが、中国は2017年3月末時点で257.8%と、非常に高い水準にある(注3)。他の新興国より成長率が高いことから、与信が伸びるのは当然といえるが、その水準は一人当たりGDPに象徴される発展段階から予想される軌道から大きく外れている(図表2)。このため、BISは2016年9月、中国が3年以内に金融危機に陥る可能性がある指摘した(BIS [2016])。

(図表2) 非金融部門に対する与信残高(GDP比)



(資料) BISおよび世界銀行資料より作成

(注) 与信は2017年3月末、一人当たりGDPは2016年値。

こうした懸念を受け、指導部は2016年末の中央経済工作会議で金融政策を従来の「穏健」から「穏健中立」に変えた。鉄鋼や石炭産業における過剰生産能力の問題が表面化する一方、業績低迷が続き、回復の見込みもないゾンビ企業が中国経済を侵食しているという危機感が高まったことも、引き締めへの転換を促した。その効果は少しではあるが統計に現れている。前出の図表1をみると、2017年7～9月期は社会融資規模の伸び率は名目GDPの伸び率を下回り、GDP比は212.8%と1～3月期の213.4%から

2 四半期連続で低下した。微細な変化ではあるが、今後も緩やかに低下することが期待される。

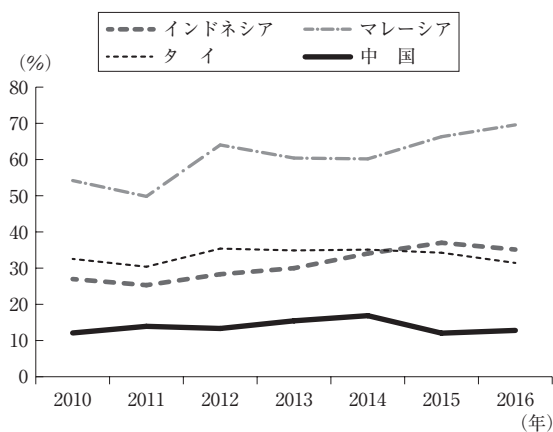
(2) 国内に根強い楽観論

中国国内には金融リスクを警戒する声が高まる一方で、实体经济への資金供給量が増えても金融リスクは容易には顕在化しないという楽観論がある。IMFはこの楽観論によって危機への対応が遅れ、結果的に中長期的な経済成長の持続性が損なわれる状況に陥ることを懸念する。しかし、中国政府との見解の相違はなかなか埋まらないようである（IMF [2017b]）。

楽観論を支える根拠の一つとなっているのが、対外債務が他の新興国に比べ小さいことである。中国の対外債務残高は2016年で1.4兆ドルに達するものの、GNI比では12.8%と、周辺アジア諸国のタイ（31.4%）、インドネシア（35.1%）、マレーシア（69.5%）はもちろん、ブラジル（30.9%）、ロシア（42.0%）、インド（20.4%）、南アフリカ（50.9%）といった他のBRICSに比べても非常に小さい（図表3）。

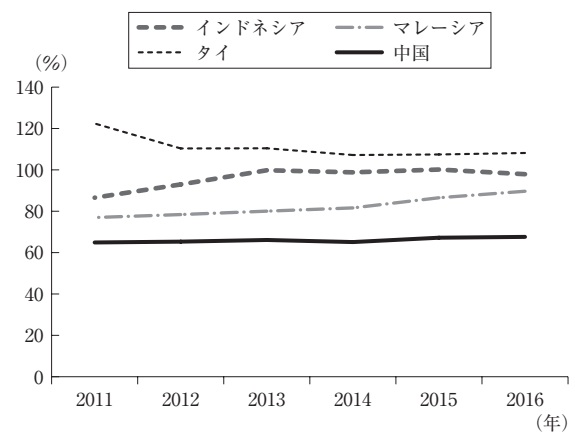
第2は低い預貸比率である。預貸比率とは貸出金を預金で除したものを示し、バブルの局面で銀行が預金以外の調達資金で融資を増やすことにより上昇する傾向がある。しかし、中国の預貸率は2016年で67.6%と、タイ（108.2%）、インドネシア（97.9%）、マレーシア（89.7%）など、中国よりも成長率が低い周辺アジア諸国を下回る（図表4）。また、危機に陥った国の経験－韓国（1988年に400%超）、アメリカ（2008年に350%超）、日本（1990年代半に250%）－と比べても格段に低い（IMF [2017b]）。

（図表3）アジア諸国の対外債務残高（GDP比）



（資料）World Bank, World Development Indicatorsより作成

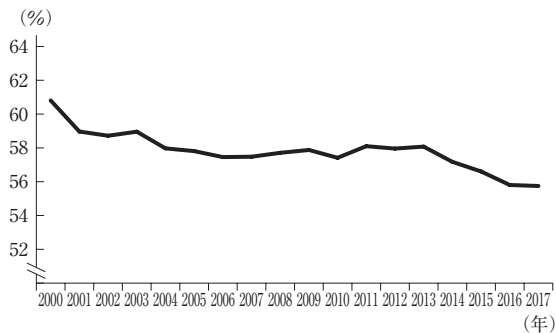
（図表4）アジア諸国の預貸比率



（資料）CEIC, IMF [2017a]より作成

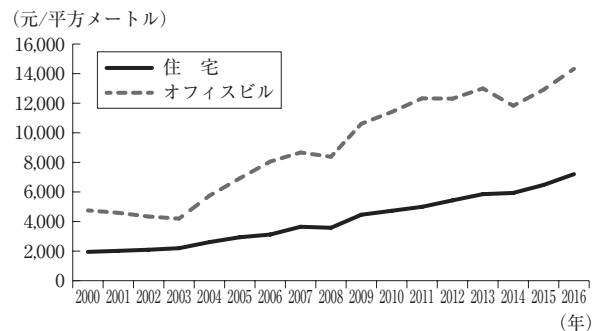
第3は、企業の資産負債比率が悪化していないことである。詳しいデータが採れる鉱工業分野の一定規模以上企業の資産負債比率をみると、2013年から緩やかに低下し、2017年9月時点で55.7%となっている（図表5）。この一因として不動産価格が安定的に推移していることがある。期間や地域を限定すれば変動はあるものの、全体としてみれば中国は今のところ不動産市場の過熱を抑制すると同時に、急激な下落を防ぐことに成功している（図表6）。企業のバランスシートは健全であり、近年の資産負債比率の低下はデレバレッジが進んでいることを示している、というのが政府の主張である。

(図表5) 鉱工業分野の企業の資産負債比率



(資料) NBS資料より作成
 (注) 2017年は1～9月期。

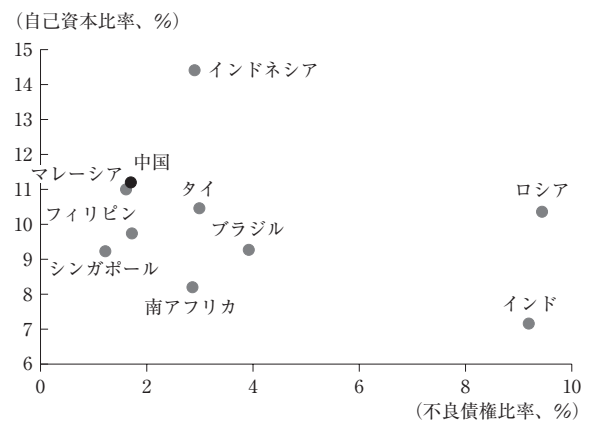
(図表6) 不動産価格の推移



(資料) NBS資料より作成

第4は、銀行の健全性を示す指数が良好なことである。中国の商業銀行の不良債権比率は、2017年9月末時点で1.74%と低い一方、貸倒引当金比率と自己資本比率は、それぞれ180.4%と13.3%と高い。いずれも安定的に推移しており、他の新興国と比較しても全く遜色のない水準といえる(図表7)。中国は金融危機を防ぐために十分かつ効果的な政策を有している。だからこそ、IMFは2017年と2018年の成長率予想を引き上げた、というのが政府の言い分である(注4)。

(図表7) 新興国の銀行の健全性 (2016年)



(資料) IMF, Financial Soundness Indicatorsより作成

このほか、政府の債務残高が2016年でGDP比36.6%と非常に小さく、危機に対応する財政余力を有することや、中央銀行である中国人民銀行(以下、人民銀行とする)の監督のもとで流動性が適切に提供されていることを指摘する声も多い。さらに、金融不安の芽を臨機応変に摘み取る安全網が機能していることも中国の特徴といえる。2014年にいくつかの理財商品がデフォルトの危機に陥ったものの、その一つの手信託会社の中誠信託が組成し、工商銀行が販売した「誠至金開1号」という理財商品は、第三の投資家が現れ、デフォルトを回避した(注5)。

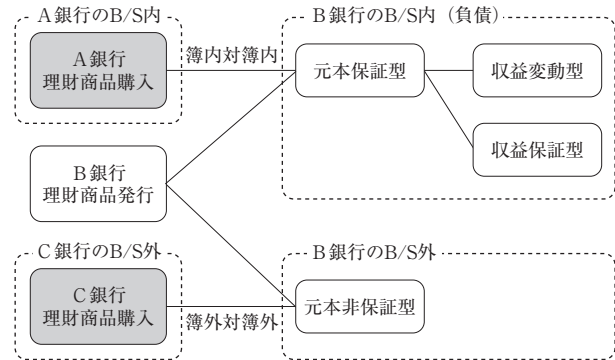
(3) 求められる与信規模の縮小

金融危機が差し迫った問題でないのであれば、与信規模を慌てて絞り込む必要はない。しかし、中国の主張には説得力に欠ける部分がある。例えば、対外債務は対外的脆弱性を測る指標の一つになるものの、IMFは1997年の日本や2008年のアメリカの危機は銀行が短期資金への依存度を高めたことが一因であるとしているように、対外債務残高が少ないからといって金融危機に陥らないとはいえないとしている(IMF [2017b])。事実、中国の中小銀行は次節で紹介するように短期資金への依存を強めている。

預貸比率や不良債権比率が低いこともあまりあてにならない。急速に拡大している理財商品の8割が

銀行のバランスシートに計上されていないからである。「中国銀行業理財市場報告」によれば、銀行が組成・販売する銀行理財商品の残高は2017年6月末時点で23.4兆元に達するが、このうち76.2%がバランスシートに計上されていない。理財商品は元利保証型（6.8兆元）と非保証型（16.6兆元）に大別できるが、後者については投資家がリスクを負うことになるため、バランスシートに計上する必要がない（図表8）。これは銀行間の理財商品の取引にも当てはまり、「簿内対簿内、簿外対簿外の原則」とされる。

（図表8）銀行のバランスシート（B/S）における理財商品の扱い



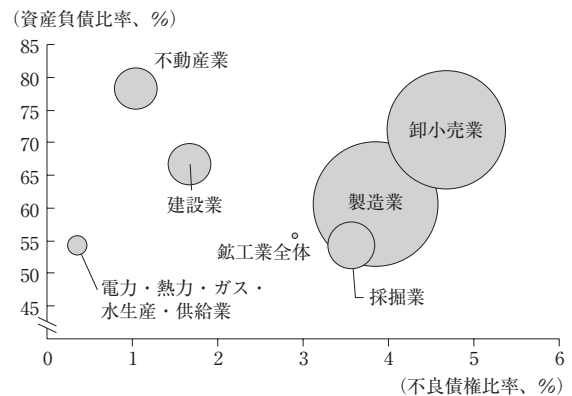
（資料）崔宇清 [2017] より作成

非保証型のリスクを本当に投資家が負うのであれば、銀行が理財商品を扱うリスクは小さく、仮にデフォルトによって市場が収縮しても、販売手数料が減るだけである。しかし、中国では、銀行が販売する理財商品については最終的に銀行が元本と予定利回りを保証するという「剛性兑付」が浸透しており、銀行もそれを利用して販促を図ってきた。このため、デフォルトが発生した場合、投資家が保証を求めて銀行に押し寄せる事態に発展しかねない。国内には「剛性兑付」こそが金融リスクを高める最も根本的な問題だとする見方もある（注6）。

人民銀行の「中国金融安定報告2017」によれば、銀行のバランスシート外の資産規模は、2016年に前年比12.0%増の253.5兆元に膨らんだ。これはバランスシート内の資産の109.2%に相当するとされ、バランスシート外の資産がバランスシート内の資産よりも多いことになる。バランスシート外の資産の64.9%は金融資産サービス類という資産で、理財商品に代表される金融商品である。銀行が扱う理財商品の規模やそれに付随する「剛性兑付」の問題を踏まえれば、預貸比率や不良債権比率では銀行の健全性は到底測れない。

資産負債比率についても産業によってばらつきが大きいことに注意する必要がある。例えば、不動産業の資産負債比率は、2008年の72.3%を底に緩やかに上昇し、前図表5でみた鉱工業分野の企業とは対照的な軌道を描いて上昇し、2016年には78.3%と鉱工業を22.5%ポイントも上回る。また、卸小売業の資産負債比率も2016年で72.0%とかなり高く、鉱工業全体の資産負債比率が低いからといって安心はできない。資産負債比率を縦軸に、不良債権比率を横軸にとって主要産業の経営の健全性をみると、卸小売業と製造業は不良債権比率と資産負債比率のいずれも高い（図表9）。

（図表9）産業別にみた不良債権比率と資産負債比率（2016年）

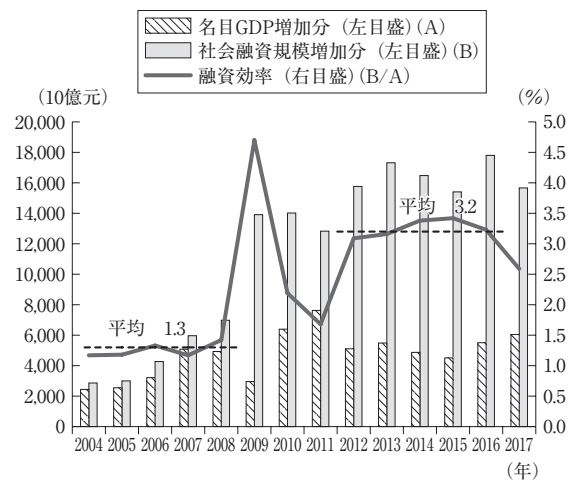


（資料）NBS、銀監会資料より作成

（注）円の大きさ（鉱工業全体以外）は不良債権額の相対的な規模を表す。

また、融資の効率性が低下している点も看過できない問題である。中国の限界資本係数は、投資主導の経済成長を続けた結果、著しく上昇した(三浦 [2017])。これは中国が同じ成長率を実現するために以前より多くの投資を必要とする投資効率の低い経済になったことを意味する。同様のことは社会融資規模についてもいえる。景気刺激策が採られた2009年を境に名目GDPを大幅に上回るペースで社会融資規模が増加した結果、GDP1単位を引き上げるために必要な融資量は2012~2016年で平均3.2と、2004~2008年の1.3から大幅に増加した(図表10)。これは融資効率が半分以下に低下したことを示す。

(図表10) 融資効率の低下



(資料) CEICより作成
(注) 2017年は1~9月期。

(注2) 中国では、長い間、過剰融資を抑制する目的で預貸比率が75%に設定されていた。この規制は商業銀行法の改正に伴い2015年10月に撤廃された。

(注3) GDP比でみたBISの非金融部門に対する与信規模は社会融資規模を上回る。これは社会融資規模に政府向けの融資が含まれないためである。一方、GDP比でみた社会融資規模と政府債務の合計値はBISの非金融部門の与信規模を下回る。IMFは、この原因について地方融資プラットフォームを介した融資の一部が社会融資規模と政府債務の両方に計上されているためとしている (IMF [2017b])。

(注4) 例えば、「李克強在“中德論壇——共塑創新”上的演講」中国政府網 2017年6月3日 (http://www.gov.cn/guowuyuan/2017-06/02/content_5199080.htm)

(注5) 「誠至金開1号解決方案出爐」中証網 2014年1月28日 (http://www.cs.com.cn/xwzx/jr/201401/t20140128_4296217.html)

(注6) 「張春：剛性兌付是金融市場問題根源」2017年11月29日 鳳凰網 (<http://finance.jrj.com.cn/2017/11/29/70223710842.shtml>)

3. 中小銀行の危うさ—銀行間市場と理財商品への依存

中小銀行の不良債権比率は、2017年9月時点で株式制商業銀行が1.76%と大型商業銀行の1.54%に比べ特段に高いとはいえない。都市商業銀行は1.51%と大型商業銀行を下回る。しかし、中小銀行が抱えるリスクが許容限度を超えるという見方は2015年頃から国内外で示されるようになり(注7)、時間の経過とともに広い範囲で共有されるようになってきている。この背景には、中小銀行が銀行間市場と理財商品への依存を強めていることがある。

(1) 中小銀行の位置付け

今日の中国の金融リスクを読み説く鍵は、“中小銀行”、“銀行間市場”、“理財商品”の三つである。まず、中小銀行とはどのような銀行を指すのかについて簡単に整理しておこう。中国では商業銀行をその規模や属性によって、大型商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行、農村商業銀行、外資銀行その他金融機関の五つに分類することが多い。ここには民営銀行、農業合作銀行、農業信用社といった規模の小さい商業銀行、国家開発銀行や中国輸出入銀行といった政策金融機関、また、金融資産管理会社といった預金を扱わない金融機関は含まれない。

大型商業銀行は、「ビッグ4」と呼ばれる工商銀行、建設銀行、農業銀行、中国銀行に交通銀行を加えた5行を指す。株式制商業銀行は、中信銀行、中国光大銀行、華夏銀行、広発銀行、平安銀行、招商銀行、上海浦東発展銀行（浦発銀行）、興業銀行、中国民生銀行（民生銀行）、恒豊銀行、浙江商銀行（浙商銀行）、渤海銀行の12行からなる。都市商業銀行はわが国の地銀に近く、設立された都市を基盤とする地域性の高い134行から構成される。農村商業銀行は農村を基盤とする銀行で1,114行、外資銀行には39行がある（図表11）。

(図表11) 中国の商業銀行（2016年末）

	法人数 行	総資産		利 潤		不良債権	
		億 元	%	億 元	%	億 元	%
大型商業銀行	5	865,982	37.3	8,790	42.4	7,716	1.7
株式制銀行	12	434,732	18.7	3,534	17.0	3,407	1.7
都市商業銀行	134	282,378	12.2	2,245	10.8	1,498	1.5
農村商業銀行	1,114	202,680	8.7	1,785	8.6	2,349	2.5
外資銀行	39	29,286	1.3	128	0.6	103	0.9
小 計	1,304	1,815,058	78.1	16,482	79.5	15,123(注)	1.7
金融機関合計	4,389	2,322,532	100.0	20,732	100.0	21,936	1.9

(資料)「中国銀行業監督管理委員会2016年報」(銀監会)より作成
(注)不良債権の小計は商業銀行全体の値。

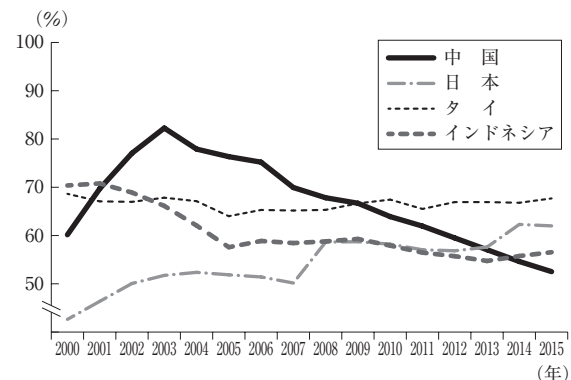
中小銀行について定まった定義があるわけではないが、一般的には商業銀行から外資銀行と大型商業銀行ないしビッグ4を除いた銀行を指す。ただし、財務データを使った分析においては、それらのデータがとれる株式制銀行と都市銀行で中小銀行とすることが多い。上位5行の資産集中度をみると、中国は2003年の82.3%をピークに低下し、2016年には52.5%とわが国や他のアジア新興国の水準を下回る。中小銀行のプレゼンスは着実に高まっているものの、それにより中小銀行の経営不安が金融システム全体に波及しやすくなったともいえる（図表12）。

中小銀行は、大型商業銀行に比べ顧客基盤が脆弱なため、その成長には幾つの特徴がみられる。負債サイドで銀行間市場における借入を、資産サイドで売掛金投資を増やししながら、バランスシートを急速に拡大してきたこと、そして、理財商品を自ら組成・販売することで資金を調達する一方で、金融機関相互の取引を通じて理財商品への投資を積極的に拡大したことである。以下では、それぞれの問題について詳述する。

(2) 銀行間市場における借入の増加

中国では、2015年頃から中小銀行と大型商業銀行とのバランスシートの違いが鮮明となり、注目を集

(図表12) 上位5行への資産集中度



(資料) World Bank, *Global Finance Development Report 2017/2018*より作成

(注)集中度は大型商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行、農村商業銀行で算出されているとみられる。

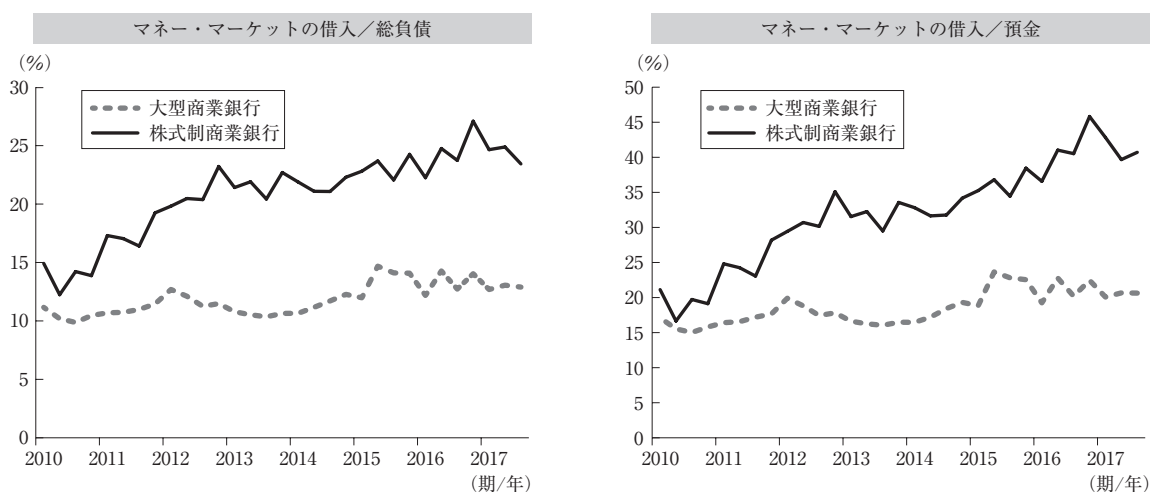
めるようになった。そのひとつが、中小銀行が銀行間市場を通じた資金調達を急激に増やしたことである。中国の銀行間市場は、①マネー・マーケット、②債券市場、③デリバティブ市場に分かれ、ここでいう市場はマネー・マーケットを指す（注8）。例えば、株式制商業銀行のひとつである興業銀行は、2015年6月末時点で、預金が前年同期比+7.8%と1,772億元の増加にとどまったのに対し、マネー・マーケットからの借入は前年同期比+40.9%と5,183億元も増加した（注9）。この動きは中小銀行全体に波及するとともに勢いを増し（注10）、市場の不安を高めた。

マネー・マーケットに過度に依存することの問題は、バーゼルⅢの「安定調達比率」（Net Stable Funding Ratio：NSFR）に表われる。NSFRは、分母に「流動性が低く、売却が困難な資産」を、分子に「中長期的・安定的に調達可能な額」を置いて求められる（日本銀行 [2015]）。銀行は流動性不足に陥らないよう両者のバランスを保つことを求められるが、短期レポ取引やホールセール市場で調達される資金は中長期的・安定的に調達可能な資金とは見なされない。

中国のマネー・マーケットで取引される資金の8割は期間1日（翌日物）の超短期資金であり（注11）、中小銀行の流動性リスクは高まっている。米格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、2016年8月末、同マーケットで資金調達を拡大している中小銀行は、市場の不安心理が高まれば、資金不足に陥る可能性があると指摘した（注12）。事実、2017年3月に、一部の中小銀行の返済が滞った影響で、大手銀行からの資金供給が滞り（注13）、短期金融市場の指標金利である7日物レポ金利が急上昇する事態に陥った（注14）。

図表13は、大型商業銀行と株式制商業銀行のマネー・マーケットにおける借入に対する依存度を明らかにするために、総負債に占めるマネー・マーケットにおける借入の割合と、預金に対する同借入の比率の推移をみたものである。2010年時点で大型商業銀行と株式制商業銀行の間に際立った差はみられないうが、次第に依存度の違いが鮮明となってきている。2010年4～6月期に12.2%にすぎなかった株式制商業銀行の総負債に占めるマネー・マーケットにおける借入の割合は、2016年10～12月期は27.1%に達

（図表13）銀行のタイプ別にみたマネー・マーケットの借入依存度



（資料）Bloomberg L.P.より作成

（注）株式制商業銀行は時系列データが有効な7行の集計値。マネー・マーケットの借入は、負債上の「同業存放款項」、「拆入資金」、「向中央銀行借款」の合計として算出。

した。これにより預金に対するマネー・マーケットの借入の比率も16.7%から45.8%に上昇した。

(3) 売掛金投資の増加

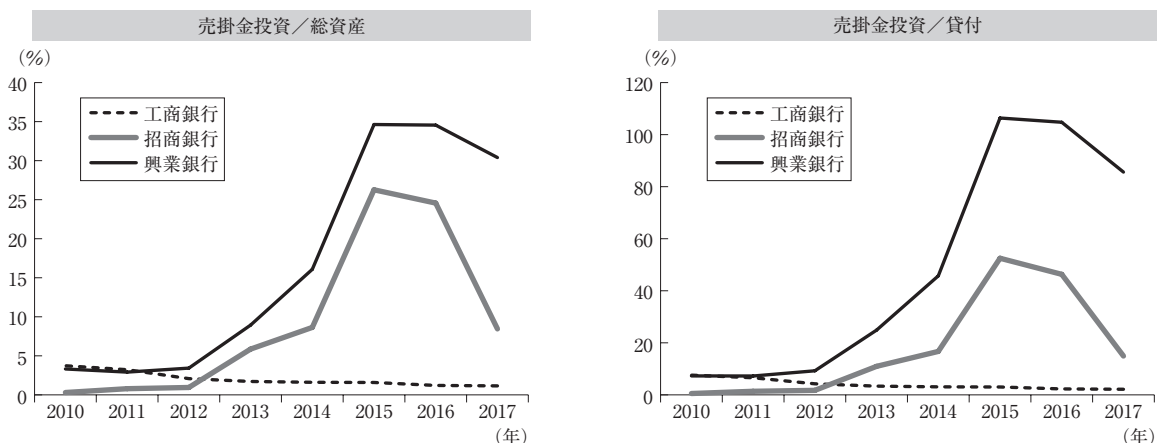
負債サイドにおける銀行間市場からの資金調達の増加は、資産サイドでは売掛金投資（中国語で「応収款項投資」）の急増というかたちで表れた。前述した興業銀行の売掛金投資は、2016年6月末時点で同+102.0%と7,227億元も増加した（注15）。この動きも他の中小銀行に広がった（注16）。中国では、当初、中小銀行による売掛金投資を証券会社や保険会社との協力による資産管理業務の強化であり、企業の新しい資金調達チャネルを開くものと前向きに捉える見方（注17）があったが、そうした期待は急速に萎みつつある。

ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、2016年11月、売掛金投資はイノベーションと呼べるものではなく、銀行が直面する信用リスクを隠す、あるいは、融資業務に対する規制を回避するチャネルとして機能しているにすぎず、金融セクターの健全性を害しているとした（注18）。なかでも深刻なのは、付け替えである。英紙フィナンシャル・タイムズは、2016年4月、銀行は不良債権比率を下げるため、リスクの高い融資を売掛金投資に付け替えていると指摘した（注19）。

付け替えは、信託会社や証券会社から信託受益権や私募債を購入することで資金を供給する迂回融資でもある。スタンダード・アンド・プアーズは、こうした迂回融資を含めて改めて預貸比率を算出すると80%に達するとした（注20）。本来融資に分類されるものが投資に分類されるため、売掛金投資をいくら増やしても銀行の不良債権比率が上昇することはない。これは銀行にとっては好都合であるが、銀行の抱える本当のリスクが把握できないという問題を引き起こす。この問題が最も深刻なのが中小銀行である。

図表14は売掛金投資への依存度をみたものである。売掛金投資については集計可能な時系列データが揃わないため、大型商業銀行として工商銀行を、株式制商業銀行として招商銀行と興業銀行を取り上げた。総資産に占める売掛金投資の割合は、2013年以降に急速に上昇し、2015年に興業銀行は34.6%、招

(図表14) 工商銀行、招商銀行、興業銀行の売掛金投資への依存度

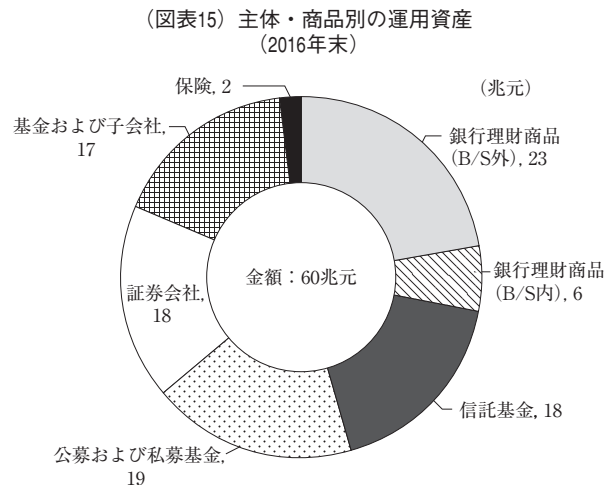


(資料) Bloomberg L.P.、各行発表の資産負債表より作成
(注) 2017年は9月末時点。

商銀行は26.3%に達し、工商銀行（1.6%）との差が鮮明となっている。これは貸付けに対する売掛金投資の比率にも反映されており、興業銀行は2015～2016年に売掛金投資が貸付けを上回った。

(4) 理財商品による資金調達

中小銀行の抱えるもう一つのリスクとして懸念されているのが、理財商品の販売を通じて資金を調達するとともに、理財商品への投資を積極的に進めてきたことである。それぞれの問題に入る前に、まず、理財商品について簡単に整理しておこう。理財商品はわが国で販売されている投資信託に相当する資産運用商品である。銀行が組成・販売する銀行理財以外にも、信託会社や証券会社が組成する商品もあり、「中国金融安定報告2017」（人民銀行）によれば、その残高は2016年末時点で60兆元と（図表15）、GDPの8割に相当する。



(資料) 「中国金融安定報告2017」(中国人民銀行)より作成
(注) 重複 (40.2兆元) を除く運用資産総額は60兆元。

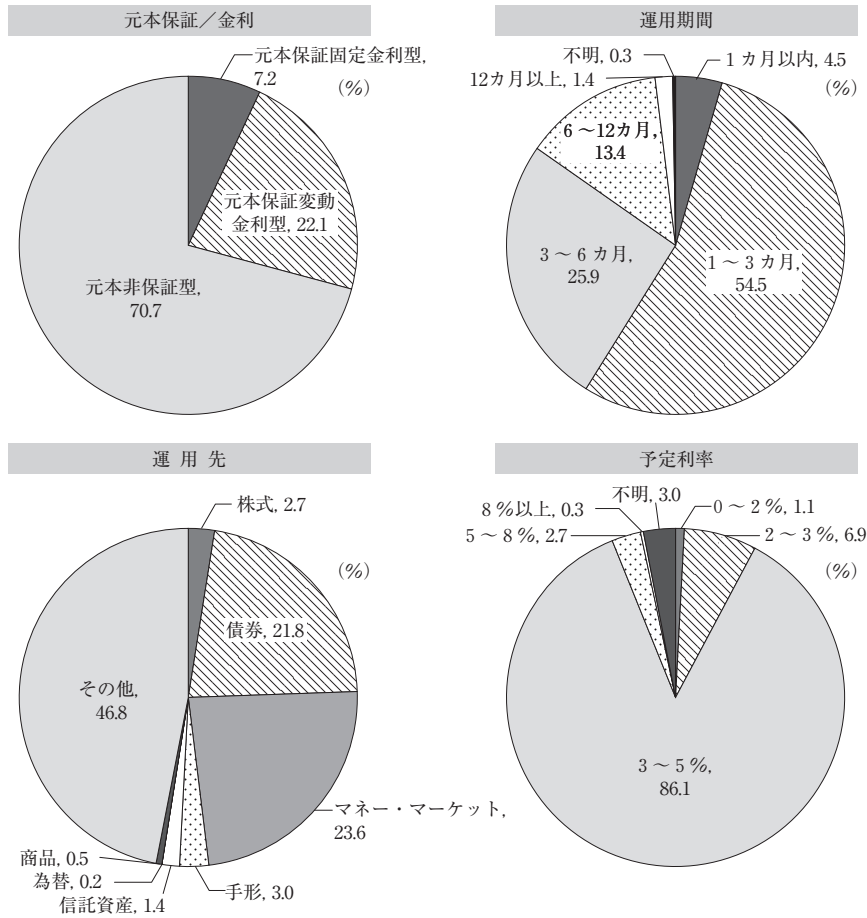
2017年に発行された理財商品全体の設計を

みると、元本非保証型のものが7割を占め、運用期間も3カ月未満のものが6割を占める（図表16）。集めた資金の約半分は債券やコール市場などの比較的安全なマネー・マーケットで運用されている。ただし、残りの半分を占める「その他」にはリスクの高い「非標準化債権類資産」が含まれる。非標準化債権類資産（以下、非標準化債権とする）とは、信託貸付資産、信託債権、引受手形、信用状、売掛債権、各種の權益などを指す。これらの資産は、銀行間ないし証券市場で価格とリスクが評価されておらず、流動性も低いという問題がある。銀行が組成・販売する理財商品に限定すれば、非標準化債権で運用されているのは2017年6月末時点で16.1%である。

理財商品の販売時に提示される予定利率は3～5%が最も多く約9割を占める。理財商品に対する規制の強化によって長期的にみれば低下傾向にあるものの、工商銀行の3月定期の金利が1.35%（2017年12月時点）とされていることから、預金との金利差は大きい。理財商品、なかでも、非保証型の商品は預金とは別ものであるが、銀行が組成・販売する理財商品については、「剛性兑付」が浸透しているため、投資というより預金の延長線上にあるものと考えられている。

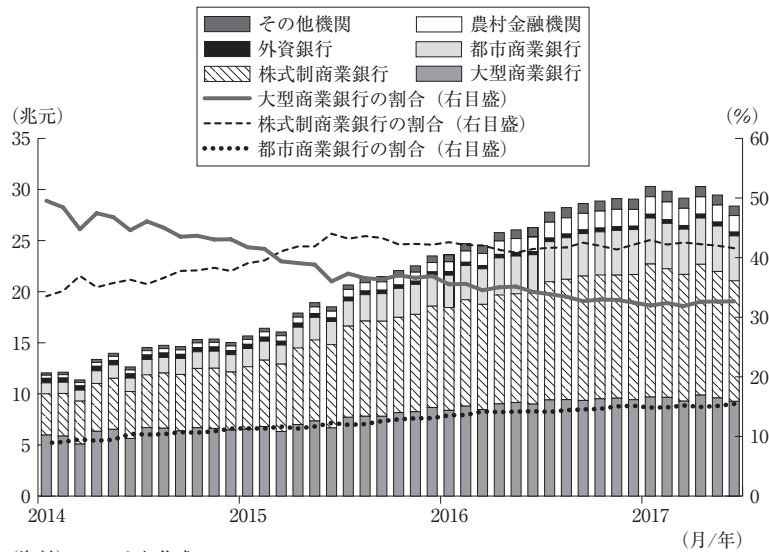
中国のシャドー・バンキングは、理財商品の多様化とともに拡大してきた。その担い手となったのが銀行である。銀行は信託会社や証券会社との協力を意味する「銀信合作」や「銀証合作」により新しい理財商品を組成する一方で、自らも積極的に理財商品を組成・販売した。これは銀行理財商品と呼ばれる。銀行理財商品の残高（バランスシート外の理財商品も含む）は順調に増加し、ピーク時の2017年1月には30.3兆元に達した。これを牽引したのは株式制商業銀行や都市商業銀行といった中小銀行である。銀行理財商品に占める株式制銀行の割合は、2015年3月に41.4%となり、大型商業銀行（39.4%）を上回った（図表17）。都市商業銀行が占める割合も上昇し、2017年6月時点で15.6%を占める。

(図表16) 理財商品の概要 (2017年)



(資料) Wind資訊より作成
 (注) 2017年1月1日から11月15日に発行された理財商品の集計値 (商品本数ベース)。

(図表17) 銀行タイプ別にみた理財商品の残高の推移



(資料) CEICより作成

中小銀行が理財商品への依存を強めたことは、総負債に対する理財商品の残高（バランスシート外の理財商品を含む）の比率が高いことからわかる。理財商品残高を横軸に、それが負債に占める割合を依存度として縦軸において、銀行タイプ別に2015年から2016年における変化をみると、株式制商業銀行、都市商業銀行、農村金融機関はともに残高を増やした（図表18）。株式銀行の依存度は28.6%から26.0%に低下したものの、その水準は非常に高く、大型商業銀行の倍近い水準となっている。

都市商業銀行と農村金融機関については、依存度の上昇が顕著で、前者については2016年に16.7%と前年の14.5%から上昇し、大型商業銀行を上

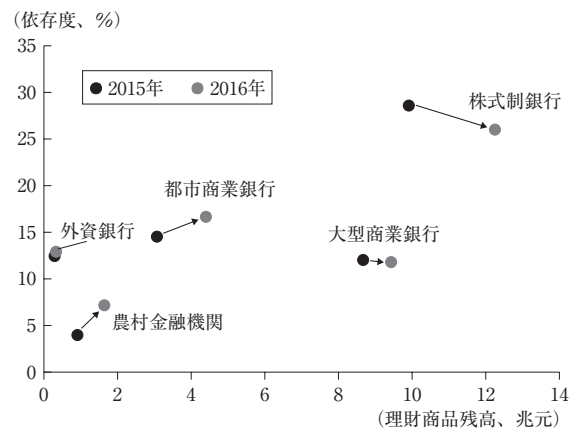
回る水準にある。2015年に株式制商業銀行の理財商品の販売を通じた資金調達額が預金額の4割を超え、その割合が1割しかない大型商業銀行との差が鮮明となったことを受け、中小銀行のリスクを指摘する声があがったものの（注21）、各行はこうした資金調達構造の変化を前向きに評価し、子会社を設立するなどして資産管理業務を強化していった。

理財商品による資金調達の何が問題なのか。まず、指摘できるのは、図表16でみたように、理財商品の運用期間は6カ月未満が84.9%を占めることから、調達した資金はマネー・マーケットと同じ短期資金であり、中長期的・安定的に調達可能な資金とはいえないことである。「中国銀行業理財市場報告」によれば、銀行理財商品は、2017年6月時点で46.3%が個人向けに販売されている。少額でも投資可能であるなど、個人投資家にとって利便性が高いことから、理財商品市場はマネー・マーケットに比べ安定的といえるが、理財商品に対する不信感が広がり、投資家がリスクの高い中小銀行から大型商業銀行に乗り換える事態に発展すれば、資金繰りに窮する中小銀行が出てくる可能性がある。

より深刻なのは、政府の規制強化によって市場が収縮することである。理財商品を巡っては、銀监会が2013年3月の「8号文件」によって、調達した資金を商品別ではなく、どんぶり勘定で管理する資金プール方式を禁止する（注22）など、規範化を進めるための規制を発出している。しかし、厳格な履行を求めるとリスクが一気に表面化しかねないことから、緩やかな運用にとどめている規制が少なくない。理財商品のリスクが強ク意識されるようになり、政府が混乱を避けるため短期間で規制を強化する方向に動けば、銀行は理財商品の販売を手控えざるをえない状況に追い込まれる。

このほか、理財商品による資金調達が途切れないようにするため、銀行が投資家の損失補てんに対する強いインセンティブを保持していることも大きな問題といえる。政府は銀行理財商品の「剛性兑付」を解消するため、2017年8月、理財商品の販売過程を録音・録画する「双録」を義務付けた（注23）。銀行の不適切な販売を防止するとともに、投資家が自己責任を了承したことを記録に残すことで、デフォルトが起きた際に混乱が起きないようにしようというのがその狙いである。これにより銀行はリスク

（図表18）理財商品残高と依存度（2015～2016年）



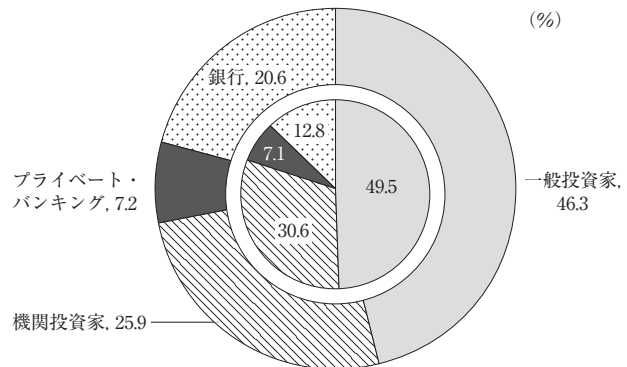
（資料）「中国銀行業監督管理委員会2016年報」（銀监会）および「中国銀行業理財市場報告2015年/2016年」（銀行業理財登記託管中心）より作成
（注）依存度 = 理財商品残高 / 負債総額 × 100

を投資家に転嫁できるようになったはずであるが、中国では理財商品の運用実績が銀行毎に評価されているため（注24）、デフォルトによって理財商品の販売が落ち込むことを恐れ、銀行は引き続き投資家の損失を補てんするインセンティブを有する。

(5) 理財商品への投資拡大

銀行は理財商品への投資も積極的に進めている。なかでも、中小銀行は銀行間市場で低利で調達した資金で利鞘を稼ぐため（注25）、あるいは、理財商品を組成・販売するため、理財商品を積極的に購入している（注26）とされる。実際、銀行理財商品の販売先の内訳をみると、2015年に12.8%にすぎなかった銀行の割合は、2016年には20.6%に上昇した（図表19）。こうした銀行間での理財商品の取引は銀行同業投資、銀行以外の金融機関を含む取引は同業投資と呼ばれ、金融リスクを高めると警戒されている。

(図表19) 銀行理財商品の販売先の構成
(内円：2015年、23.5兆元、外円：2016年、29.1兆元)

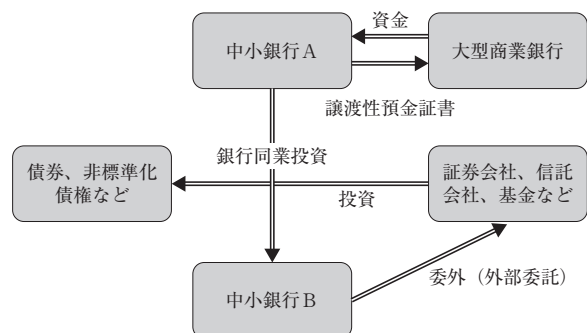


(資料)「中国銀行業理財市場報告2015年/2016年」より作成

同業投資が警戒される理由の一つとして、資金貸借関係のチェーンが長くなり、デフォルトの影響がより広い範囲に波及することがある。中国の理財商品は、当初、債券を組み込んだ信託会社の理財商品を銀行が代理販売するという単純な構造のものが多く、欧米のシャドー・バンキングに比べればリスクは低いとされてきた。しかし、近年は複雑な構造を持つ理財商品が増え、誰が何に投資しているのか、また、商品にどの程度のリスクが含まれるのかが分かりにくくなっている。こうした動きをリーマン・ショックの引き金となったサブプライム・ローンの証券化に重ねる見方もある（注27）。

複雑化の仕組みは多岐にわたるが（注28）、図表20では銀行同業投資の一つを例示した。従来と異なるのは三つの銀行が登場する点である。まず、中小銀行Aは譲渡性預金証書（NCD）を発効して大型商業銀行から資金を調達し、それで中小銀行Bが発行する理財商品を購入する（「銀行同業投資」）。中小銀行Bはこれを自ら運用せず、証券会社や信託会社などの外部の金融機関に委託する（「委外」）。委託を受けた証券会社や信託会社は債券や非標準化債権などに投資する。「銀行同業投資」と「委外」によって、資金貸借関係のチェーンは従来に比べ長くなり、レバレッジも拡大した。

(図表20) 銀行同業投資の仕組み（イメージ）



(資料)「銀行理財和同業業務新政対債市影響幾何？」和訊網 2017年9月10日 (http://bond.hexun.com/2017-09-10/190798339.html) より作成

レバレッジがどの程度かについては確たるデータはないものの、人民銀行は2016年の金融機

関の運用資産規模を主体別に単純に足しあげると100兆元としながらも、重複を除くと60兆元としている（前図表15）。40兆元を「銀行同業投資」と「委外」によって生み出された重複とみなせば、レバレッジは167%となる。レバレッジが上昇すればするほど、システムック・リスクが高まる。

同業投資が警戒されるもう一つの問題として、理財商品の販売によって集められた資金がリスクの高い非標準化債権へ向かいやすくなることがある。銀監会は、非標準化債権への投資を抑制するため、前述した8号文件によって、その残高が理財商品全体の残高の35%、かつ、総資産の4%を超えてはならないとした。しかし、この総量規制は同業理財によって有名無実化することが懸念される。銀行は金融機関の間で取引される理財商品を購入することで、非標準化債権への投資を増やすことができるからである。

実際、ある銀行は自ら組成・販売する理財商品に購入している理財商品を加えて、残高に占める非標準化資産の割合を計算すれば、35%の総量規制を超えると認めている（注29）。「中国銀行業理財市場報告」によれば、2016年に17.5%であった理財商品全体に占める非標準化債権の割合は、2017年6月末には16.1%に低下し、非標準化債権への投資は抑制されているようにみえる。しかし、上述した銀行が例外でないと仮定すれば、理財商品全体の残高に占める本当の非標準化債権の割合は「中国銀行業理財市場報告」で示されるより20%ポイントも高いことになる。

(注7) 「許均華：中小商業銀行風險管理刻不容緩」2015年9月11日 新浪財經 (http://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_hydt/20150911/101923220680.shtml)

(注8) 2016年の銀行間市場の年間取引規模は、マネー・マーケットが697.2兆元と市場全体の72.6%を占め、以下、債券市場（128.8兆元、15.4%）、デリバティブ市場（9.9兆元、1.2%）と続く。

(注9) 「同業資産騰挪秘訣：応収款項類投資激増」2015年9月8日 21世紀經濟報道 (http://news.21so.com/2015/21cbhnews_98/300315.html)

(注10) 「資産負債大調整部分上市銀行応収款項類投資超信貸」2016年11月1日 東方財富網 (http://finance.eastmoney.com/news/1372_20161101678934748.html)

(注11) マネー・マーケットは、①コール市場、②再転売ができない質入れ式レポ市場、③再転売が可能なアウトライト・レポ市場の三つに分かれ、その構成比は13.8%、81.5%、4.7%である。各市場ともに取引の主体となっているのは期間1日の短期の資金の貸借で、コール市場の87.2%、質入れ式レポ市場の85.5%、アウトライト・レポ市場の79.3%を占める。

(注12) “China’s banking system faces systemic risk from significantly higher dependence on wholesale funds”, Global Credit Research, 29 Aug 2016, Moody’s Investors Service (https://www.moody.com/research/Moodys-Chinas-banking-system-faces-systemic-risk-from-significantly-higher-PR_354245)

(注13) 「資金緊張大銀行拒絶出手 銀行間市場違約成常態」2017年3月29日 中国証券報

(注14) “PBOC Said to Inject Funds After Missed Interbank Payments”, Bloomberg, 2017年3月22日 (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-03-21/pboc-said-to-inject-liquidity-after-interbank-payments-missed-j0jeifd>)

(注15) 「同業資産騰挪秘訣：応収款項類投資激増」2015年9月8日 21世紀經濟報道 (http://news.21so.com/2015/21cbhnews_98/300315.html)

(注16) 「資産負債大調整 部分上市銀行応収款項類投資超信貸」2016年11月1日 新華網 (http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-11/01/c_1119823809.htm)

(注17) 「商業銀行的投行之路」2015年6月15日 和讯網 (<http://bank.hexun.com/2015-06-15/176738274.html>)

(注18) 「中資銀行応警惕応収款項類投資風險」2016年11月3日 中国銀行業 (<http://www.zgyhy.com.cn/zixun/2016-11-03/3236.html>)

(注19) “Chinese banks disguise risky loans as ‘investments’”, *Financial Times*, 29 April 2016 (<https://www.ft.com/content/9fcbdedc-0d16-11e6-b41f-0beb7e589515>)

(注20) “Another Financial Warning Sign Is Flashing in China”, 16 November, 2016, Bloomberg (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-11-15/another-china-red-flag-rises-with-loans-on-track-to-top-deposits>)

(注21) 「25万億銀行理財瘦身過程中可能引發的風險」2016年7月16日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/108248756_465316)

(注22) 「中国銀監会關於規範商業銀行理財業務投資運作有關問題的通知」銀監發〔2013〕8号 2013年3月25日 銀監會 (<http://www.cbrc.gov.cn/>)

www.cbrc.gov.cn/govView_2B22741AFBC446CF890636DACAB71166.html)

(注23)「中国銀監会弁公庁關於印發銀行業金融機構銷售专区錄音錄像管理暫行規定的通知」銀監弁發〔2017〕110号 2017年8月23日 銀監会 (http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/000DF583EE2945B08DE51E94594E47C1.html)

(注24) 例えば、「2016年銀行理財產品發行機構評価結果發布」2017年7月14日中国銀行業協会 (<http://www.china-cba.net/bencandy.php?fid=42&id=16665>)、「2016年4季度全国412家銀行理財能力排名」2017年1月23日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/125030201_465299)

(注25) “China’s Little Lenders Can’t Grow Like They Used To”, 4 September 2017, The Wall Street Journal (<http://jp.wsj.com/articles/SB11326930379422073890204583371741397161054>)

(注26)「コラム：中国、中小銀行の資金調達構造に潜む危うさ」2016年8月31日 ロイター (<https://jp.reuters.com/article/china-banks-moody-s-breakingviews-idJPKCN11609S>)

(注27) “IMF: Chinese banks are disguising a massive amount of bad debt”, 23 November 2016, Business Insider (<http://uk.businessinsider.com/china-banks-shadow-credit-lehman-risk-wmps-2016-11>)

(注28)「銀行同業6大模式操作要点」2015年12月7日 中国貿易金融網 (<http://www.sinotf.com/GB/News/1002/2015-12-07/yNMDAwMDE5NTYyNg.html>) では、六つのモデルが紹介されている。

(注29)「銀行同業理財劇増調査：“理財買理財”暗蔵風險」2016年3月22日 搜狐網 (<http://money.sohu.com/20160322/n441465330.shtml>)

4. 規制強化に動き出す政府

金融リスクの高まりを受け、政府は規制強化に動き出した。以下では、主な規制を紹介し、金融リスクがどの程度緩和されたかについて検証する。そして、リスク抑制に向けた取り組みが果たして順調に進むのかについて展望する。

(1) 規制強化に本腰

人民銀行は、2016年から「マクロ・プルーデンス評価」(Macro Prudential Assessment: MPA) と呼ばれる監視システムを導入した。MPAは、四半期のバランスシートや貸出状況によって銀行を評価し、銀行の経営健全化を図るとともに金融危機を防止しようとするものである。評価項目は、①自己資本比率とレバレッジ、②資産負債、③流動性、④金利、⑤資産の質、⑥対外債務、⑦貸出政策の7項目に及び、銀行をA、B、Cの3段階で評価する仕組みになっている(図表21、注30)。

MPAは、バーゼルⅢを意識した経営をしている大型商業銀行よりも中小銀行に与える影響が大きい。

(図表21) MPAの評価システムとインセンティブ

評価システム	
規制分野	評価項目
1 自己資本比率とレバレッジ	自己資本比率 (80)、レバレッジ比率 (20)
2 資産負債	広義の貸出 (60)、信託貸付 (15)、銀行間市場借入 (25)
3 流動性	流動性カバレッジ比率 (40)、安定調達比率 (40)、預金準備制度の順守 (20)
4 金利	市場ベースの金利 (100)
5 資産の質	不良債権比率 (50)、不良債権引当率 (50)
6 対外債務	リスクウエート・バランス (60)、通貨構成 (20)、満期構成 (20)
7 貸出政策	実行度 (70)、人民銀行基金の利用 (30)
評価とインセンティブ	
A 達成率90%以上	準備金の利率を10~30%引き上げ
B 達成率60~90%未満	準備金の利率は現状維持
C 達成率60%未満	準備金の利率を10~30%引き下げ

(資料)「重磅解読 | MPA考核拡及表外理財有何影響 (最新最全解読)」2016年10月29日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/117194346_481648) ほかより作成

(注) 評価項目のカッコ内の数値は規制分野毎の評価のウエートを表す。

評価結果は公開されないものの、結果に応じて人民銀行に預ける準備預金の利率が変わることから、銀行には高い評価を得ようとするインセンティブが働く。また、2017年からは、理財商品の販売で調達したバランスシート外の資金の運用部分をMPAの「広義の貸出」に加えるとされたことから（注31）、中小銀行は理財商品への過度の依存を改めなければならなくなった。

また、政府は、2017年11月、党大会が終わるのを待って、「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」（以下、指導意見とする）の草稿を発表した。これは、人民銀行、銀監会、証券監督管理委員会（証監会）、保険監督管理委員会（保監会）、外為管理局の連名によるもので、金融行政の縦割りに起因する規制の抜け穴を塞ぎ、資産管理業務の規範化に本格的に取り組む意思を示したものと位置付けることができる。指導意見のアイデアは、2016年に発表された人民銀行、銀監会、証監会、保監会がそれぞれ発表した文書にみることができるとされていることから（注32）、政府が満を持して発表に踏み切ったことがうかがえる。

指導意見は、資産管理業務や資産管理商品について改めて定義するとともに、募集方式や運用先に応じて資産管理商品を類型化し、商品の呼称を統一するなど、資産管理業務を行うすべての金融機関に適用可能な規制の基盤を整えた（図表22）。指導意見では理財商品という言葉はほとんど使われておらず、金融機関が資産管理を目的に発行する金融商品を資産管理商品としている。資産管理商品は、銀行の元本非保証型の理財商品に、信託会社、証券会社、基金、保険会社が資産管理目的で発行する金融商品を加えたものを指す。

指導意見は、①プール方式による資金管理の禁止、②複雑な構造を持つ商品の抑制、③リスク準備金ないしオペレーショナル・リスク準備資本の積み立てによって、金融リスクを抑制する意向も示した。このうち、複雑な構造を持つ商品の抑制については、資金貸借関係のチェーンが長くなるのを防ぐため、公募証券投資基金を除いて資産管理商品の資金を他の資産管理商品に投資できるのは一回までに制限された。リスク準備金とオペレーショナル・リスク準備資本の積み立ては、デフォルトではなく、あくまでシステムの故障に備えるものである。

また、レバレッジの拡大を抑制するため、商品ごとに負債比率（総資産／純資産）を定め、いつでも自由に換金できるオープン型公募商品については負債比率を140%以下に、契約満了後の換金しか認め

（図表22）指導意見の骨子

1. 金融機関の資産管理業務と資産管理商品の定義付け
2. 資産管理商品の募集方式および運用先による類型化
3. 金融機関に求められる資質と職責
4. 非標準化債権類資産への投資制限
5. 資産管理業務のリスク管理
 - ・プール方式による資金管理の禁止
 - ・複雑な入れ子構造を持つ商品の抑制
 - ・リスク準備金（管理費収入の10%）かオペレーショナル・リスク準備資本の積み立て
6. 剛性兑付の打破
7. 資産管理商品のレバレッジの管理
 - ・オープン型公募商品（負債比率 \geq 140%）
 - ・クローズ型公募および私募商品（負債比率 \geq 200%）
 - ・固定収益類の仕組債（優先：劣後＝3：1）
 - ・權益類の仕組債（優先：劣後＝1：1）
 - ・金融派生類と混合類（優先：劣後＝2：1）
8. 過渡期の設定（2019年6月末）

（資料）「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」2017年11月17日
人民銀行・銀監会・証監会・保監会・外為管理局（<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3420444/index.html>）より作成

られていないクローズ型公募商品および私募商品は200%以下に抑制しなければならないとされた。また、公募商品やオープン型私募商品における仕組債の利用を禁止し（神宮 [2017]）、私募商品で仕組債を利用する場合は、固定収益類については優先部分と劣後部分の比率を3：1に、権益類については1：3とするなど、細かい制限を設けた。類型化した商品とリスクのイメージを合致させることにより、資産管理商品の標準化と投資家の保護・教育を進めやすくなる。

指導意見によってデレバレッジが進み、資産管理業務の透明性が高まれば、金融リスクが低下するだけでなく、政府のリスク管理能力も高まる。また、金融機関の資産管理業務が先進国の水準に近づくことによって、資本市場の発展も促されることになろう。しかし、金融機関、とりわけ中小銀行には大きな痛手となる可能性がある。商品設計や損失補てんなどの販売上の自由度を失うことによって、“暗黙の元利保証のついた利率の高い預金の延長上にあるもの”と考えられてきた理财产品の魅力が低下すれば、業績拡大を支えてきた資産管理業務が縮小することになりかねない。

(2) 次のターゲットは譲渡性預金証書

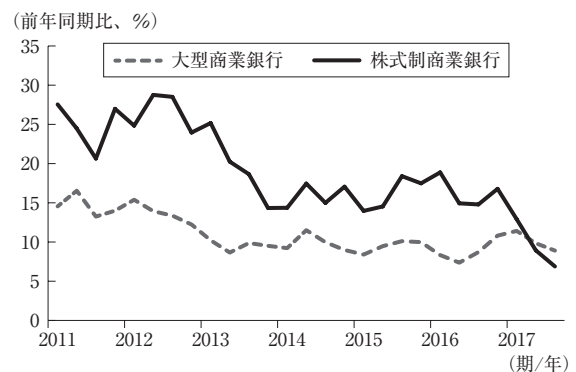
銀行業監督管理委員会（銀监会）がMPAを補完するかたちで銀行間市場取引の規範化を進めた（注33）こともあり、中小銀行の短期資金への依存は2017年に入り徐々に弱まりつつある。中小銀行のマナー・マーケットにおける借入は、総負債および預金のいずれの対比でみても2016年10～12月期をピークに低下している（前図表13）。総資産に占める売掛金投資の割合も、銀行によって差は大きいものの、やはり2015～2016年をピークに低下した（前図表14）。これにより、中小銀行のバランスシート拡大のペースは2017年に入ると急

速に鈍化し、2017年4～6月期と7～9月期の伸び率はともに大型商業銀行を下回った（図表23）。

一方、銀行理财产品についても、2017年6月の残高が28.4兆元とピークとなった1月（30.3兆元）から1.9兆元減少した（前図表17）。なかでも、株式制商業銀行の減少幅は1.2兆元と、大型商業銀行の0.4兆元を上回る。また、銀行同業投資も大幅に減少した。2017年6月末時点における銀行理财产品の銀行向け販売額は4.6兆元と、前年末の6.0兆元から1.4兆元も減少した。これは、機関投資家（1.0兆元減）、一般投資家（0.3兆元減）を上回る減少幅で、銀行間の理财产品取引が冷え込んだことを示している。銀监会は、過去数年、前年比+50%超の勢いで伸びていた銀行のバランスシート外業務が、2017年10月時点で前年同期比+16.1%にとどまったことを明らかにした（注34）。

しかし、政府は規制の手を緩めることなく、2018年から過度の依存が問題視された銀行間市場を引き締める意向を明らかにした。人民銀行は、2017年9月、1年超の譲渡性預金証書（中国語で「存款証」）の発行を禁止し（注35）、2018年からは資産が5,000億元を超える銀行が発行した期間1年未満の譲渡性預金証書に基づく借入（中国語で「同業存単」）をMPAの「銀行間市場借入」に加えると発表した。こ

（図表23）総資産の伸び率



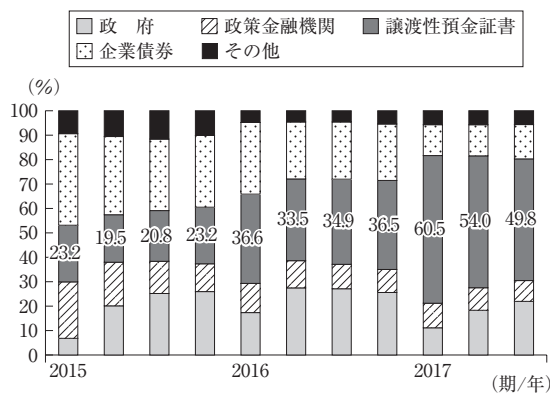
（資料）Bloomberg L.P.より作成

（注）株式制商業銀行はデータが有効な8行の集計値。

の背景には、同市場で調達した資金が依然としてインフラや不動産開発に向かっていること、そして、レバレッジが拡大していることに対する強い懸念がある（注36）。

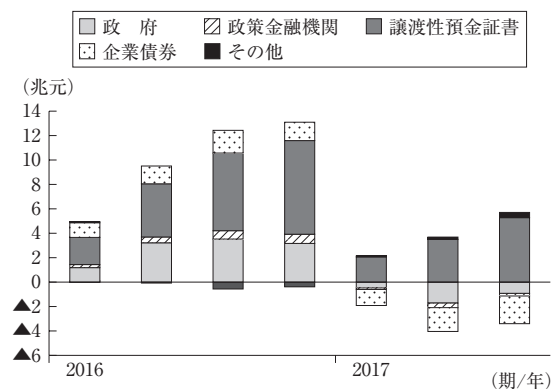
譲渡性預金証書を通じた資金調達は急速に拡大している。2015年1～3月期に債券市場の2割を占めるにすぎなかった譲渡性預金証書の割合は2017年1～3月期に6割に達した（図表24）。その後、勢いはやや鈍化したものの、政府と企業債券の発行額が前年同期比でマイナスとなるなかで、譲渡性預金証書だけは引き続きプラスの伸びを維持している（図表25）。これは、マネー・マーケットに対する引き締め策が強化されたため、規制の緩い銀行間債券市場に資金が流れ込んだためと考えられる。

（図表24）債券市場の構成



（資料）「中国貨幣政策執行報告」（四半期報告）中国人民銀行より作成
（注）政府は中央政府と地方政府の合計、四半期毎の累計値。

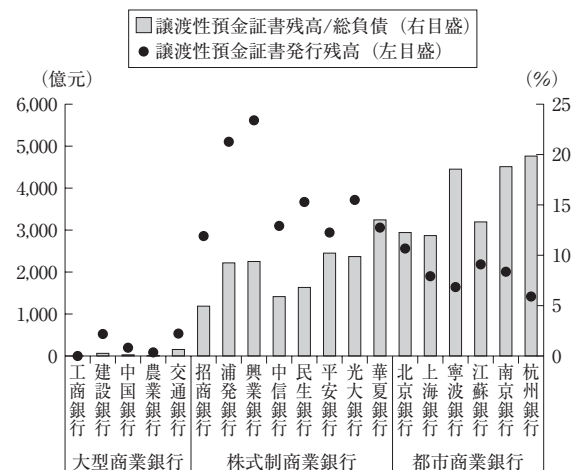
（図表25）債券市場の前年同期比の増減幅



（資料）「中国貨幣政策執行報告」（四半期報告）中国人民銀行より作成
（注）政府は中央政府と地方政府の合計、四半期毎の累計値。

譲渡性預金証書の発行規制で示された資産5,000億元超の銀行には、大型商業銀行と株式制商業銀行はもちろん、上位都市商業銀行も含まれるため、銀行間債券市場を通じた資金調達、とりわけ調達規模が大きい1年未満の譲渡性預金証書の発行は、今後、大幅に減少すると見込まれる。上場銀行の発行した譲渡性預金証書の残高は、2017年6月末時点で4.4兆元にのぼるが、資金の出し手である大型商業銀行はその3.0%を占めるにすぎず（注37）、市場で資金を調達しているのはもっぱら中小銀行である（図表26）。1年未満の譲渡性預金証書に基づく借入をMPAに組み込むという措置は、中小銀行を狙い打ちにしたもので、彼らを取り巻く環境は厳しさを増すと見込まれる。

（図表26）銀行タイプ別にみた譲渡性預金証書発行残高と総負債に占める割合（2017年6月末時点）



（資料）Bloomberg L.P.および「又見強監管！8万億同業存単市場巨変 中小銀行哭了」2017年9月1日和訊網（<http://bank.hexun.com/2017-09-01/190680344.html>）より作成

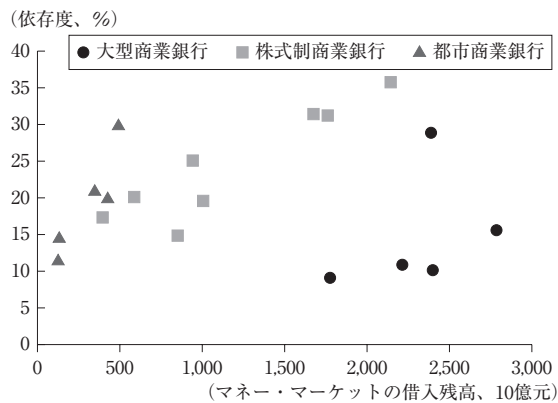
(3) 今後の展開をどうみるかー中小銀行は苦境へ

指導意見と1年未満の譲渡性預金証書に基づく借入の制約によって、中国は金融リスクの抑制に向けて大きく前進すると見込まれる。ただし、中小銀行は銀行間市場と理財商品への依存があまりにも強まったため、リスクを遠ざけるにはかなりの時間を要するとみる必要がある。また、その過程で次に指摘する様々な問題が発生すると見込まれる。

懸念される問題のひとつは、銀行間市場や理財商品市場の引き締めに対応できない中小銀行が現れ、資金繰りに行き詰まる可能性である。前述したように、MPAの導入を受け、中小銀行は2016～2017年に金融リスク抑制に向けた動きを鮮明にしている。しかし、譲渡性預金証書発行残高が総負債に占める割合は中小銀行のなかでもかなりの差があることから（前図表26）、規制強化の影響は銀行によって異なると考えなければならない。

同様のことは、マネー・マーケットや売掛金投資についてもいえる。大型商業銀行とデータのとれる株式商業銀行と都市商業銀行の一部の依存度を銀行別にみていくと、「中小銀行」や「株式制商業銀行」と一括りにできないほど多様である（図表27、28）。なかでも、興業銀行の売掛金投資の依存度は、2017年9月末時点でも非常に高く、規制強化への対応が遅れている。理財商品についてはデータに限られるものの、招商银行と民生銀行が2017年6月末時点で残高が前年末比▲10%を超える減少となる一方、興業銀行は同+6.8%と増勢を維持したとされ（注38）、やはり銀行によって状況が異なることがわかる。

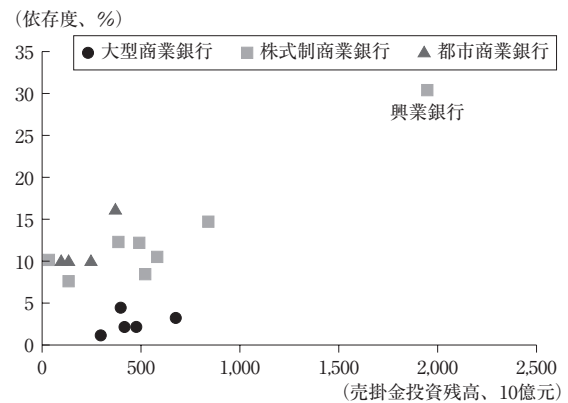
(図表27) マネー・マーケットへの依存度
(2017年9月末)



(資料) Bloomberg L.P.より作成

(注) 依存度=マネー・マーケットの借入残高/総負債×100。

(図表28) 売掛金投資への依存度
(2017年9月末)

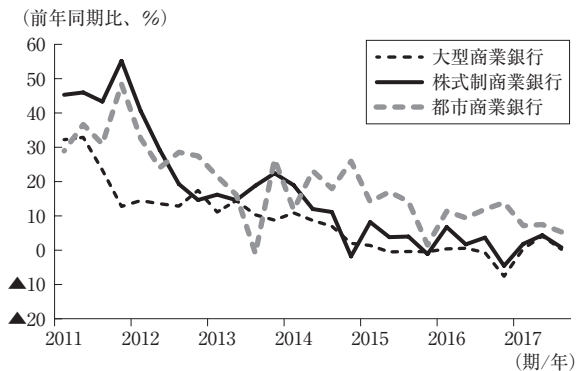


(資料) 新浪網掲載の資産負債表データより作成

(注) 依存度=売掛金投資/総資産×100。

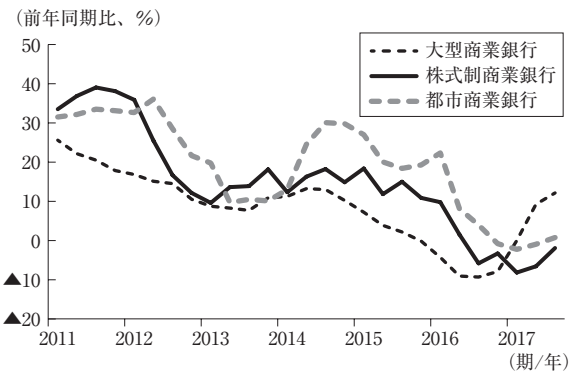
第2の問題は中小銀行の収益が悪化する可能性である。中小銀行は、金利の低い銀行間市場で調達した資金を高利回りの理財商品に投資することで利鞘を稼ぐというビジネス・モデルの修正を迫られる。株式制商業銀行と都市商業銀行の営業利益の伸び率は鈍化しており、大型商業銀行との差は急速に縮まっている（図表29）。銀行の収益は受取利息純額と手数料収入に代表される非金利収入によって支えられているが、株式制商業銀行と都市商業銀行は2016年から前者の伸び率の低下が著しい（図表30）。規制強化に伴う資産管理業務の縮小を受け、中小銀行の収益は今後も低迷を余儀なくされることとなろう。

(図表29) タイプ別にみた銀行の営業利益の伸び率



(資料) Bloomberg L.Pより作成
 (注) 株式制商業銀行と都市商業銀行はデータが有効な7行と3行の集計値。

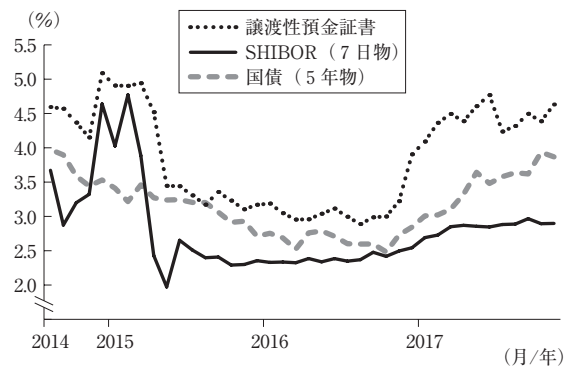
(図表30) タイプ別にみた銀行の受取利息純額の伸び率



(資料) Bloomberg L.Pより作成
 (注) 株式制商業銀行と都市商業銀行はデータが有効な7行と3行の集計値。

昨今の金利上昇も中小銀行にとっては打撃となる。中国では2016年11月を境に長短金利がともに上昇している(図表31)。長期金利はトランプ政権の誕生に伴う元安期待の高まり、短期金利は引き締め策の影響を受けたものである。これらは、金利差を利用して利鞘を稼いできた中小銀行にとって資金調達コストの上昇を意味する。实体经济への影響を避けるため、金利がさらに上昇する可能性は低いとみられるが、中小銀行は資産管理業務だけでなく、利鞘も縮小するという苦しい局面に追い込まれる。

(図表31) 金利上昇



(資料) CEICより作成
 (注) SHIBORは上海銀行間取引金利。

一方、これとは逆の問題、つまり、規制が骨抜きにされる可能性も視野に入れておく必要がある。指導意見は2月にはでき上がっていたものの、正式な発表は党大会後の11月までずれ込んだ(注39)。政府は、金融機関に十分な準備期間を与えるため、指導意見の施行日を2019年7月に設定した。これらは指導意見によって实体经济にどの程度の影響が及ぶかについて政府が測りかねたことを暗示する。政府の足元を見透かしたように、一部の金融機関は早速施行時期を2020年に延期することを陳情したとされる(注40)。

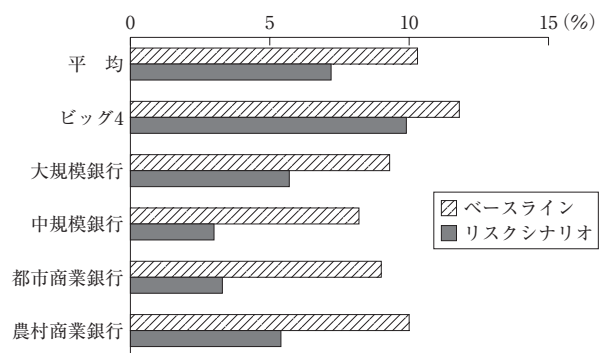
指導意見の内容が厳格に履行されるのかも不透明である。例えば、指導意見で指摘されたプール方式の禁止は、2013年3月の8号文件によってすでに禁止されており、決して新しいものとはいえない。同じことを何度も繰り返すのは、その影響が大きく、厳格な履行が難しいためである。指導意見によって弾力的な運用を止めることが明示されなければ、同意見の効果は半減する。实体经济への影響が大きいことを盾に指導意見の軟化を目論む金融機関と政府との攻防は今後も続くと思われる。

中小銀行には、株式制商業銀行、都市商業銀行、農村商業銀行など様々な銀行が含まれるが、政府は規制強化の影響が大きいのは株式制商業銀行とみている。人民銀行は、2016年の「金融安定報告」にお

いて、銀行間市場で深刻なデフォルトが発生した場合、総資本に占める毀損される資本の割合が最も高いのは株式制商業銀行であるとした。また、金融システムに与える影響についても大型商業銀行より株式制商業銀行が大きいと見込む（中国人民銀行 [2016]）。株式制商業銀行の銀行間市場への依存度が他の銀行に比べ格段に高いためである。

一方、IMFは株式制商業銀行だけでなく、都市商業銀行についても資本不足に陥るリスクがあると分析している。2017年12月に発表された金融セクター安定性評価では、なんらかのショックによって成長率が低下した場合、不良債権の増加によって銀行の自己資本比率は急速に低下し、都市商業銀行は9.0%から3.3%に、資本5兆元以下の株式制商業銀行から構成される中規模銀行は8.2%から3.0%に低下するとしている（図表32）。理財商品、ホールセール市場、非標準化債権への依存が強いため、ビッグ4が11.8%から9.9%へと小幅な低下にとどまるのと比べるといかにも対照的である。

（図表32）ストレス・テストによる自己資本比率の変化



（資料）IMF [2017c] より作成

（注）自己資本比率はコモンエクイティ Tier1比率。大規模銀行は、資本5兆元以上の株式制商業銀行、交通銀行、政策金融機関、中規模銀行は資本5兆元以下の7つの株式制商業銀行。

（注30）「中国央行2016年起実施宏观審慎評估体系」2015年12月29日 新華網 (http://news.xinhuanet.com/2015-12/29/c_128579319.htm)。評価方法の詳細については、DBS [2017] を参照。

（注31）「央行：將於2017年一季度正式將表外理財納入広義信貸範圍」2016年12月19日 一財經網 (<http://www.yicai.com/news/5186405.html>)

（注32）「一行三会 頻頻出手 金融監管全面升級」2016年7月26日 華爾街見聞 (<https://wallstreetcn.com/articles/255491>)

（注33）「詳解 | 銀監会金融“三套利”治理重点（銀監弁〔2017〕46号文）」2017年4月12日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/133601666_498933)

（注34）「銀監会：前十月銀行表外業務增速僅為16.1% 大幅低於往年」2017年12月1日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/207834202_123753)

（注35）「中国人民銀行公告」〔2017〕第12号2017年8月31日 中国人民銀行 (<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3372887/index.html>)

（注36）「央行称明年一季度將部分同業存单納入MPA考核」2017年8月21日 央広網 (http://china.cnr.cn/NewsFeeds/20170812/t20170812_523897717.shtml)

（注37）「又見強監管！8万億同業存单市場巨變 中小銀行哭了」2017年9月1日 和讯網 (<http://bank.hexun.com/2017-09-01/190680344.html>)

（注38）「2017年銀行理財規模一降再降」2017年9月6日 金投網 (<https://bank.cngold.org/c/2017-09-06/c5306878.html>)

（注39）「關於規範金融機構資產管理業務的指導意見」点評：資管行業監管再趨嚴，但需看具体落地效果」2017年2月23日 新浪網 (<http://finance.sina.com.cn/money/bond/20170223/173126041627.shtml>)

（注40）「消息称監管部門考慮延長金融機構資產管理業務新規過渡期至2020年」2017年12月11日 中証網 (http://www.cs.com.cn/xwzx/201712/t20171211_5617341.html)

5. おわりに—「暗黙の政府保証」の問題

2017年末に開催された中央經濟工作會議では、前年に続き金融リスクの問題が取り上げられ、社会融資規模の伸びを抑制していく方針が示された。政府はMPAや指導意見を通じて中小銀行に圧力をかけ

ていくであろう。しかし、リスクを遠ざけることに成功したとしても、それによって必ずしも持続可能な安定成長への道筋がみえてくるわけではない。中国経済を持続可能な安定成長軌道に乗せるためには、国有企業への融資に対する「暗黙の政府保証」をいかに解消するかが欠かせない。

「暗黙の政府保証」の問題は中国経済の深層に横たわる厄介な問題といえる。この問題が経済に与える影響は大きく、金融リスクの抑制においても、中小銀行に対する市場の不安が高まった結果、大規模商業銀行に資金が集中し、国有企業への融資が増えるといった問題が発生する可能性がある。経済の22%を占めるにすぎない国有企業が企業債務の55%を占めるように（注41）、中国では銀行融資における国有偏重が顕著で、それによって経済の効率が低下したといっても過言ではない。リスクを抑制したとしても、従前の効率の低い経済に戻っただけというのでは、持続可能な安定成長は望めない。

一方、シャドー・バンキングには金融リスクを高めるといった負の側面だけでなく、国有偏重の銀行融資を是正するという正の側面がある。リスク抑制→実体経済への資金供給量の減少→成長率の低下という悪循環に陥らないようにするためには、リスク・マネーの供給や資金調達手段の多様化といったシャドー・バンキングの機能を積極的に活用し、効率の高い民間企業を成長のけん引役に据えろといった、経済の基層部分を支配するメカニズムを根本的に変える大胆な改革が欠かせない。

そのためには、国有企業と民間企業を区別しない「平等な競争条件」の整備が不可欠である。許認可や有形無形の政府の補助など、「平等な競争条件」に資する政策は多岐にわたるが、最も重要なのはゾンビ企業や過剰生産能力を抱えた企業を市場から速やかに退出させるとともに、国有企業への融資に対する「暗黙の政府保証」をなくすことである。「暗黙の政府保証」がある限り、国有企業が最も安全な融資先となるため、金融機関に民間企業向けの信用仲介機能を強化しようとするインセンティブは働かない。

政府が打破を強調する「剛性兑付」の問題も「暗黙の政府保証」の問題に行き着く。投資家が銀行理財商品の元利保証を期待する背景には、過去の経緯から政府が国有企業や銀行の経営破たんを見逃ごすわけがないと考えていることがある。事実、2000年代に入り、銀行が経営破たんしたケースはない。国有企業については、2016年に遼寧省の東北特殊鋼が経営破たんした事例があるものの、その数はやはり限られる。

債券のデフォルトについても、2016年は321億元と前年の92億元から大幅に増えたものの、市場規模からみれば非常に少なく、2017年は8月末時点で170億元にとどまる（注42）。ゾンビ企業や過剰生産能力の問題がこれだけ指摘されているにもかかわらず、経営破たんやデフォルトが頻発しないのは、過剰債務状態にある経済を破綻させないように政府が介入しているからにほかならない。

習近平政権は、企業の競争力強化や一帯一路の推進において国有企業を重視しているため、「暗黙の政府保証」の問題に切り込む可能性は低い。しかし、「暗黙の政府保証」を続ける限り、持続可能な安定成長への道筋がみえてこないことも明らかである。期待されるのは「暗黙の政府保証」の範囲が限定されることである。一般的に債券のデフォルトや国有企業の経営破たんは中国経済の脆弱性が露呈したものと考えられがちであるが、政府は「暗黙の政府保証」を限定する改革の代償として、それらを容認する姿勢に転じ、持続可能な安定成長に向けて前進を始めたことを内外にアピールすべきであろう。

(注41) “Rebalancing China: International Lessons in Corporate Debt”, June 10, 2016, IMF (<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp061016>)

(注42) 「震撼！2017年中国債券違約全名單！」2017年11月22日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/205980865_481458)

(2018. 1. 15)

参考文献

(日本語)

- ・ 神宮健 [2017]. 「シャドーバンキングの抜本的な解決に向けた動き」野村総研 (http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2017/20171121_2.html)
- ・ 関根栄一 [2014]. 「中国の金融・資本市場改革：シャドーバンキング問題と不良債権」財務省財務総合研究所『フィナンシャル・レビュー』平成26年第3号通巻第119号 (https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list6/r119/r119_06.pdf)
- ・ 東短リサーチ株式会社 [2017]. 「中国 銀行間市場のすべて マネーマーケット編」
- ・ 日本銀行 [2015]. 「安定調達比率 (Net Stable Funding Ratio : NSFR) 最終規則の概要」 (https://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/data/rel141105a1.pdf)
- ・ 三浦有史 [2017]. 「中国国有企業の総資産回転率が最低水準に一成長鈍化局面で求められる経済政策とは」日本総合研究所『Research Focus』No.2017-022 (<https://www.jri.co.jp/file/report/researchfocus/pdf/10140.pdf>)

(英語)

- ・ Bank for International Settlements [2011]. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems - revised version June 2011 (<https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>)
- ・ Bank for International Settlements [2014]. Basel III: the net stable funding ratio, Basel Committee on Banking Supervision (<https://www.bis.org/bcbs/publ/d295.pdf>)
- ・ Bank for International Settlements [2016]. BIS Quarterly Review, September 2016, International banking and financial market development (www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1609.pdf)
- ・ DBS [2017]. China Banking Sector (https://www.dbs.com/aics/templatedata/article/generic/data/en/GR/042017/170421_insights_chinese_banks_looking_attractive_again.xml)
- ・ IMF [2016]. People’s Republic of China : Selected Issues, IMF country report No. 16/271 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16271.pdf>)
- ・ IMF [2017a]. People’s Republic of China : 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People’s Republic of China, IMF country Report No.17/247 (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/08/15/People-s-Republic-of-China-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-45170>)
- ・ IMF [2017b]. People’s Republic of China : Selected Issues, IMF country report No.17/248 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2017/cr17248.pdf>)

www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/08/15/People-s-Republic-of-China-Selected-Issues-45171)

- ・ IMF [2017c]. People's Republic of China : Financial System Stability Assessment-Press Release and Statement by the Executive Director for People's Republic of China, IMF Country Report No. 17/358 (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/12/07/people-republic-of-china-financial-system-stability-assessment-45445>)
- ・ KPMG [2017]. 2017 Q2 China's banking sector: Performance of listed banks and hot topics (<https://home.kpmg.com/cn/en/home/insights/2017/10/china-banking-sector-performance-of-listed-banks-and-hot-topics-2017-q2.html>)
- ・ PWC [2017]. Banking Newsletter Review and Outlook of China's Banking Industry for the First Half of 2017 (<https://www.pwccn.com/en/banking/banking-newsletter-2017hy.pdf>)

(中国語)

- ・ 人民銀行金融安定分析小組 [2016]. 「中国金融安定報告2016」中国金融出版社 (http://www.gov.cn/xinwen/2016-06/27/content_5086110.htm)
- ・ 人民銀行金融安定分析小組 [2017]. 「中国金融安定報告2017」中国金融出版社 (http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/06/content_5208092.htm)
- ・ 崔宇清 [2017]. 「金融高槓桿業務模式、潜在風險与去槓桿路径研究」中国銀行業監督管理委員會『金融管監研究』2017年第7期 (<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/files/2017/4BA14349BB57488E908AE8EFA4FDA308.pdf>)
- ・ 銀行業理財登記託管中心 [2016]. 「中国銀行業理財市場報告2016年」(<http://www.chinabond.com.cn/Info/147390100>)
- ・ 銀行業理財登記託管中心 [2017]. 「中国銀行業理財市場報告2017上半年」(<http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zzfx/nb/20170922/148286795.shtml>)