

# 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～

株式会社日本総合研究所副理事長 湯 元 健 治  
株式会社日本総合研究所調査部研究員 関 辰 一

はじめに

1. 中国におけるシャドーバンキング
2. シャドーバンキングの潜在的リスク

3. 政府の対応力をどうみるか  
おわりに

## はじめに

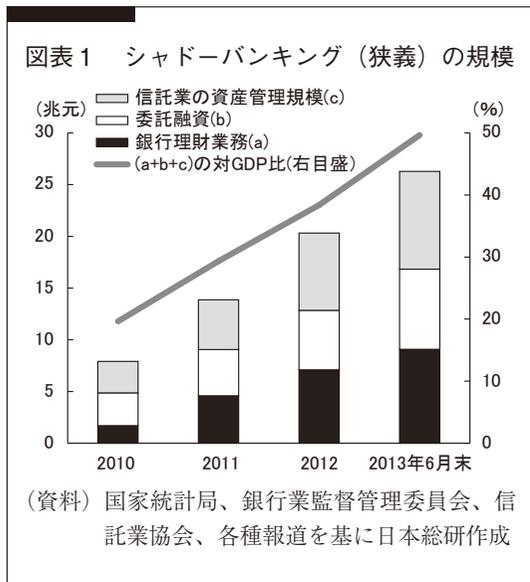
2013年6月、中国の銀行間市場金利が13%台と過去最高水準に急上昇したことをきっかけに、中国のシャドーバンキングが新たなリスク要因として、世界中から注目を浴びた。金利急騰の要因として、中国人民銀行がシャドーバンキングの是正を目的に、資金供給を意図的に抑制したことが指摘できる。その後、人民銀行の資金供給により市場の混乱は鎮静化したものの、7月末には江蘇省の中小金融機関が突如営業を停止し、シャドーバンキング関連商品の元本支払いが不可能と表明するなど、問題は水面下で続いている。銀行を経由しないノンバンク・ルートによるシャドーバンキングの膨張には歯止めがかかっておらず、金融当局は金融システムを揺るがしかねない潜在的なリスクへの早期対処が求められている。

本稿では第1に、中国のシャドーバンキングとはいかなるものかを概観した上で、第2に、中国のシャドーバンキングの潜在的リスクを指摘する。世界経済へのインパクトを含めて、米国のサブプライム・ローンとの比較から、そのリスクの大きさを明示する。第3に、政府の対応策を整理し、その危機回避能力を考察する。

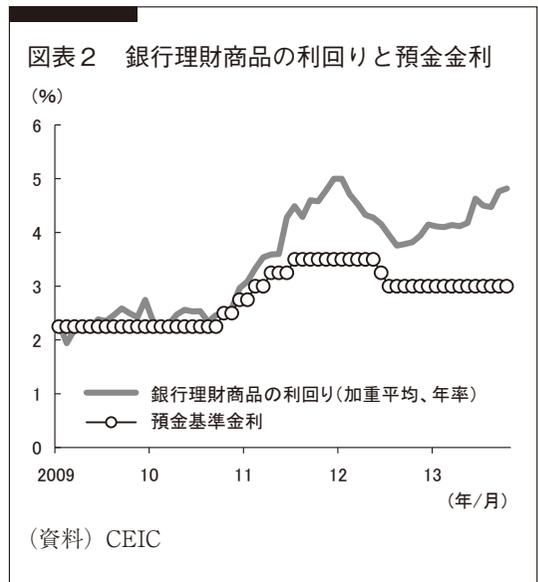
## 1 中国におけるシャドーバンキング

先進国では、一般的に銀行融資以外のルートで資金を供給する信用仲介機能をシャドーバンキングと呼んでいる。中国では、各機関が独自にシャドーバンキングを定義し、その規模を推計している。狭義だが重要度の高いシャドーバンキングとして、銀行の理財業務と委託融資、信託融資の3つに焦点を絞ると、2013年6月末の規模はそれぞれ9.1兆元、6.9兆元、9.5兆元、合計25.4兆元にのぼる(図表1)。これは、2012年の名目GDPの48%に相当する。この3つは規模が大きいだけでなく、拡大ペースも早く、潜在的リスクも高いという理由で、最も注目しなければならない。

銀行の理財業務は、顧客から預金を受け入れるのではなく、顧客に自らの融資債権を売却すること等により、融資資産を銀行のB/S内からB/S外へ移転するものである。また、資金の受け手を資金の出し手となる企業に仲介する委託融資も銀行資産のオフバランス化の典型例である。さらに、信託融資は、銀行融資が規制強化のために伸ばせなくなったことを受けて増加しており、本質的に銀行融資を代替しているといえよう。



ここ数年でシャドーバンキングが急拡大した背景として、当局が銀行貸出抑制のために窓口指導を強化したことが指摘できる。2010年以降、資金不足問題に直面した不動産開発業者、および、地方のインフラ開発プロジェクトや不動産プロジェクトの資金調達を行う地方融資平台がシャドーバンキングからの資金調達を拡大した。銀行融資を受けることが困難な中小企業も、シャドーバンキングからの資金調達が多いと見込まれる。他方で、投資家サイドから見ると、他の金融商品の魅力が低いことも見逃せない要因である。商業銀行の提示する預金金利は、最高でも3.3%に過ぎず、平均5%弱（高いものは10%以上）の理財商品の利回りを大きく下回る（図表2）。さらに、銀行サイドでは、利益追求姿勢の強さや預貸比率、自己資本比率規制など規制回避の狙いもシャドーバンキング拡大を助長した。



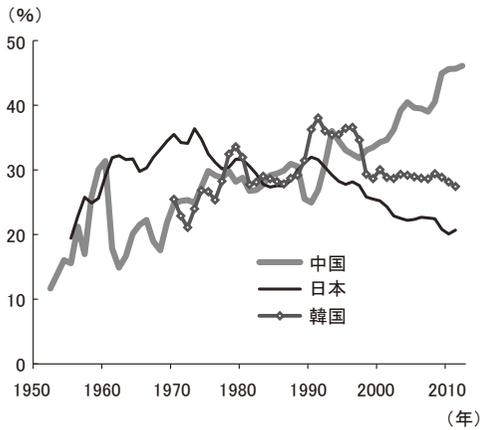
## 2 シャドーバンキングの潜在的リスク

(ア) 景気の底割れ、ずさんなインフラ開発投資、不動産価格の下落

理財商品は一般的にリスクの高い金融商品である。2012年に発行された合計3万5167本の銀行理財商品のうち、元本非保証のものは2万2446本と全体の63.8%に達する。

元本割れになるケースとして、以下の点が想定される。第1は、景気の底割れである。具体的なシナリオとして、資本ストック調整のリスクに留意する必要がある。政府が過度に投資抑制策を継続すれば、設備投資需要の伸び悩みに伴い企業の設備稼働率は低下する。その結果、企業は生産能力を調整するために、自発的な投資抑制に踏み切る。投資抑制が投資抑制を呼ぶ状況になると、実需はスパイラル的に縮小する。中国の固定資本形成の名目GDPに占める割合は2012年で46.1%に達し、同様に輸出・投資主導で高度成長を成し遂げてきた日本や韓国と比べても突出した大きさである（図表3）。中国がこれまで投資主導で成長する傾向が強かったことを勸案

図表3 固定資本形成の対GDP比率



(資料) 国家統計局、内閣府経済社会総合研究所、United Nations

すると、景気減速は厳しく、長期的なものになる恐れがある。この場合、企業収益の悪化により、債務不履行になる融資先が続出する懸念がある。とくに、収益性に劣る中小零細企業のリスクがもっとも高い。

第2は、ずさんなインフラ開発投資である。地方政府が手掛けるインフラ投資の収益率は低い。このため、公共投資の財源をコストの高いシャドーバンキングに依存することは持続性に欠ける。それでも高い資金調達コストを支払える理由は、自治体が都市開発により所有する不動産を高値で企業に売却あるいは賃貸でき、さらには法人税や住民税の税収増が見込めるためであろう。ただし、都市開発の手腕や厳格な資金管理が問われる。ずさんな開発が行われれば、新たに工場や事務所を設ける企業が減少するリスクが出てくる。加えて、地方政府がインフラ開発資金を流用する可能性もある。この場合、地方融資平台は債務を返済できなくなる恐れが強まる。

第3は、不動産価格の下落リスクである。不動産開発業者は十分に高い価格で多くの物件を売却できてはじめて、シャドーバンキン

グに高い利息を支払える。販売価格が想定に満たないために投資収益率が調達金利を下回り、不良債権化する可能性は十分にある。

#### (イ) 急進的なりスク回避行動

さらに、注意すべきは二次的なりスクである。一旦、理財商品の元本割れが起こると、急激なりスク回避行動が発生する恐れがある。7月末、江蘇省連雲港市の莫哈特理財信息咨询有限公司が突如営業を停止し、理財商品の元本の支払いは不可能と表明した。実際には、後述の景気でこ入れ策により同様な事例が続くことは回避されたものの、景気減速が続けば元本割れが続出し、資金がシャドーバンキングから急速に流出する恐れもあった。

急激なりスク回避行動が起こる原因として、理財商品に対する投資家の過度の信頼が指摘できる。投資家が出資金の運用先をしっかりと把握し、元本割れとなるリスクを理解しているのであれば、大きな問題にはならない。しかし、金融機関が投資家にリスクを十分に説明していないため、多くの投資家が「自らの資金がどのような資産に運用され、どの程度のリスクを負っているのか」を把握していない可能性がある。莫哈特理財のケースでは、大企業向けに短期で貸し付け、なおかつ、十分な担保があり、非常に安全な投資であると説明していたとされる。

投資家の資金が慢性的な資金不足を一時的に回避するために使われている恐れもある。理財商品の調達サイドは短期に集中している。2012年の期限3カ月以内の銀行理財商品は全体の65.1%にのぼる。一方、運用は長期が主体である。理財商品の主な投資先の一つである“城投債”の期限は5～15年である。この結果、シャドーバンキングの実施主体は短期の理財商品の新規発行により償還分を賄

わなければならない。投資家の資金の多くが実体経済に向かわずに償還資金と利払いに充てられている可能性も否定できない。

#### (ウ) 米国サブプライム・ローン問題との比較

中国のシャドールーニングは、サブプライム問題と類似しているとの指摘がある。これに対して、中国当局は、欧米のシャドールーニングとは異なる点も多く、グローバルな金融システム不安を引き起こすものではないと主張している。以下では、サブプライム問題の5つの基本的な特徴に沿って、中国版シャドールーニングとの類似点や相違点を明らかにする。

第1は、銀行のオフバランス取引、あるいは、銀行以外のノンバンクによる信用仲介機能である。米国では、相対的に規制の緩い投資銀行が主役を演じたが、商業銀行も簿外取引を通じて深く関わっていた。そのため、規制・監督当局の実態把握が遅れ、深刻な金融システム不安につながった。こうしたオフバランス取引の狙いは厳しい自己資本比率規制の回避にあった。

中国の場合も基本的には同様である。先に指摘した通り、商業銀行は、理財商品や委託融資の形でオフバランス化を進め、融資規制を回避した。理財商品は、一般的に、信託会社や証券会社が組成し、銀行が販売する。理財商品や委託融資以外にも、信託融資など銀行外のルートでの融資が拡大しており、銀行以外の主体が実質的に信用仲介業務を行っている。銀行もオフバランス化により、厳しい預貸比率や自己資本比率規制を回避する狙いがあったといえよう。ただし、中国の場合は、問題が深刻化する前に、金融当局が規制・監督強化の方向に舵を切り始めているため、事態が欧米のように深刻化するリスクは相対的に小さいと思われる。

第2は、米国のサブプライム商品の最大の特徴である流動性変換、満期変換機能である。これは、SIV (Structured Investment Vehicle)、SPV (Special Purpose Vehicle) といったヴィークルを設立し、ABCP (Asset Backed CP) などを使って極めて短期の資金を調達し、長期で運用することで、長短金利差の利ざやを得るミスマッチ取引を目的としていた。欧米諸国の場合、住宅バブルの破裂でひとたび運用に支障が生じると、短期資金の調達が困難になり、破綻する事例が続出した。ノンバンクの場合、銀行預金を保護する預金保険制度もなければ、中央銀行の最後の貸し手機能もない中で、破綻を免れようと、資金ショート回避のための現金化により、資産の投げ売り (デレバレッジ) が次々と生じ、金融資本市場が大混乱に陥った。

中国の場合も、欧米ほど複雑でないにせよ、基本は同様である。理財商品の期間は9割が1年未満、6割以上が3ヶ月未満と短期調達であり、運用サイドはより長期となっている。理財商品の代表的な運用先の一つである「城投債 (地方融資平台の発行する債券)」の期限は5～15年となっており、インフラ・プロジェクトに運用されている。また、地方の不動産ディベロッパーや信用力の低い中小企業にも資金が回っており、基本的にハイリスク・ハイリターン型の運用となっている。利回りは、最近では8%台を謳うものも多く、中には10%以上の商品もあるといわれている。こうした高利回り商品のウェイトは小さいといわれているが、ひとたび運用先でのプロジェクトの破たんなどが明るみに出れば、理財商品に対する信用が崩れ、借り換えが困難化することによって、城投債の投げ売りが生じるリスクは否定できない。

第3に、欧米では複雑な仕組みの商品設計がなされており、リスクの所在が投資家には

不透明となってしまったことである。住宅ローン債権を小口化・証券化し、リスクの異なる商品を組み合わせることによってCDO (Collateral Debt Obligation：債務担保証券) など新しい金融商品が組成された。中国では、ここまで証券化技術は発達していないが、「資金プール」と呼ばれるリスクが分別されない仕組みが利用されている。これは、異なる時期に発売された異なる種類の理財商品で集めた資金をひとつの資金プールに集約し、複数の異なる期限、異なる種類、異なるリスクの投資対象に運用する仕組みである。単純ではあるが、分別管理ができておらず、投資家に対するリスク情報の提供や説明責任の不足によって、リスクの所在が投資家にとって分かりにくいという点で共通している。

第4は、デリバティブを駆使して高いレバレッジをかけることで、金融が実体経済を遙かに上回って膨張した結果、問題が巨大化、深刻化したことである。欧米の場合、相対的に規制の緩い投資銀行が平均で40倍といわれるほどにレバレッジを膨らませ、信用リスクをCDS (クレジット・デフォルト・スワップ) により売買することで、個別金融機関に問題が発生しても吸収できる仕組みを作ったはずであったが、金融機関相互でCDSを売買するなど、実体的には、これが有効に機能せず、むしろ市場の信用不安を増幅させた。

中国の場合は、理財商品のデリバティブ商品への運用比率は極めて低く、高いレバレッジはかけられていないと当局は説明している。確かに、この点は、欧米と異なる点である。ただし、個別商品のレバレッジが高くなるとも、経済全体でみた場合、政府・企業・個人を合わせた債務の総規模の対GDP比率は200%を超えるまでに拡大している。また、銀行以外の信用仲介を含む社会融資総額は、2013年1～10月には前年比13.9%増と銀行融

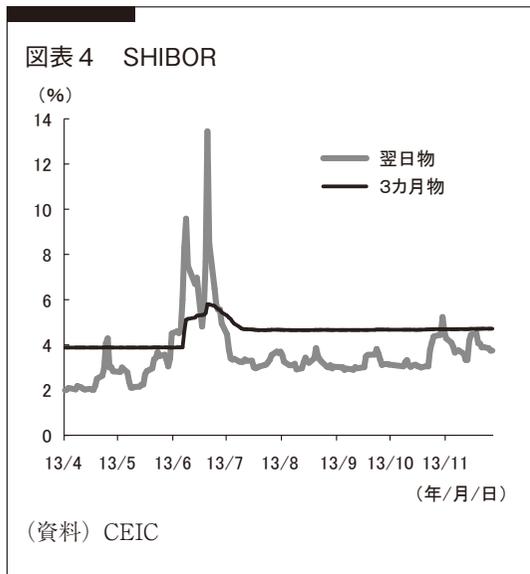
資 (7.7%増) を上回るスピードで拡大している。ミクロのレバレッジが低くとも、マクロでは大きなレバレッジがかかっていると認識すべきである。

第5は、幅広い投資主体への信用リスクの移転である。欧米では、金融機関、機関投資家のみならず、多くの海外投資家などにサブプライム商品を販売した結果、金融システム不安が瞬く間に世界中に伝播してしまった。中国の場合は販売対象が主として個人や企業であり、グローバルな影響は生じないと説明している。この点も、サブプライム商品とは異なる点である。中国のシャドーバンキング問題が、世界経済を揺るがすほどの大きなインパクトを持っている訳ではない。とはいえ、理財商品の販売先が個人や企業向けであっても、20兆元といわれる膨大な地方政府債務や地方融資プラットフォームが行っている不動産・都市開発プロジェクトが破たんし、不良債権が増大した場合、地方政府が何ら保証せず、そのリスクが個人や企業に移転されることとなれば、中国経済といえども無傷ではいられない。仮に、中国経済がリセッションに陥れば、その影響は世界経済に大きな衝撃となって瞬く間に拡散すると予想される。

### 3 政府の対応力をどうみるか

以上のように、中国版シャドーバンキングは、サブプライム問題と本質的に類似した側面を持つ一方、いくつかの相違点もある。問題は、中国発の金融危機を引き起こさないために、当局がいかなる対応能力を持っているかである。以下、この点について論じよう。

まず第1は、金融市場に対する対応能力である。6月にSHIBOR翌日物が13%台に達し、短期金融市場の緊張が高まったため、6月25



日に当局は市中に資金を供給したと異例の発表を行った。その結果、26日のSHIBOR翌日物は5.6%まで低下した(図表4)。10月入り後、市場金利に再び不安定な動きがみられるものの、人民銀行は金利の上昇を放置せず適切な資金供給を行っている。

第2に、景気の下振れに対する対応能力である。実質成長率が2013年4～6月期に7.5%まで低下するなか、当局は景気と構造調整の双方に目配りした施策を相次いで発表した。具体的には、まず、投資プロジェクトの承認手続きの免除と権限移譲である。5月に空港の拡張や信号機等交通システムなどの投資計画の承認手続きを免除し、電力・ガス・水道や鉱山開発などの計画の承認権限を地方政府に移譲した。次に、インフラ投資の促進である。たとえば9月16日、2015年までの下水道やガス管などの整備目標を発表し、都市インフラ建設の強化を求めた。このほか、サービス産業の振興策なども挙げられる。8月17日、国務院は「ブロードバンド戦略とその施策」を発表し、3G及びLTEの契約数を2013年末までに3.3億件、2015年に4.5億件、2020年に12億件まで拡大させるなどの数字目標を盛り

込んだ。上海に自由貿易試験区を設立したことも注目すべきサービス産業振興策である。

政府の景気でこ入れ策により、中国経済の底割れリスクは回避されたといえよう。7～9月期の実質GDP成長率は7.8%に持ち直した。中味をみると、インフラ投資拡大の動きが鉄道や高速道路から電力・ガス・水道などの分野に徐々に拡大しつつある。公共投資の拡大に牽引され、製造業の設備投資も7～9月期から持ち直している。情報通信業などの投資も活発化しつつある。10月入り後、経済活動は一段と拡大している。この結果、融資先の債務不履行が急増するリスクは免れた。

第3は、シャドーバンキング問題そのものの改善に取り組む対応能力である。シャドーバンキングが抱える大きな潜在的リスクに対して、当局はどのように対応しようとしているのだろうか。

まず、当局はシャドーバンキングの“見える化”に取り組んでいる。具体的には、商業銀行と信託会社に対して、報告義務や情報公開を求め、シャドーバンキング商品の透明性向上をめざしている。7月3日の報道によると、理財商品の情報を一元的に管理するシステムが導入された。銀监会は2011年以降の理財商品に関する情報を2013年7月31日までに登録するよう指示し、未登録商品の販売を禁止した。

また、7月28日に審計署は全国的な政府債務の検査に着手すると発表した。地方政府が抱える債務の規模に合わせて、地方政府の手掛けるインフラ整備が資金コストに見合うものかどうかを検査することが狙いである。これが実現すればシャドーバンキングのリスク・コントロールが一步前進する。ちなみに、前回の全国的な地方政府債務の検査は2011年に行われ、2010年末の全国地方政府の債務残高は10.7兆元と判明した。2012年11月～2013

年2月に36地区を対象に実施した追跡検査の結果、13地区の返済率（年間の元本の返済と利息の支払額／地方政府の総合的な財力）は20%を超え、もっとも高い地区は67.7%にのぼり、地方政府の返済負担が大きいことも明らかにになった。

次に、当局は正規の資金供給ルートの使いやすさを高めようとしている。シャドーバンキングはあくまでも補完的な選択肢であるべきである。金利の自由化や直接金融の強化により、資金の出し手と受け手が正規のルートで多様な金融サービスを楽しむのがベストの選択肢である。したがって、7月19日に発表された貸出金利の下限撤廃は重要な一歩といえよう。今後、商業銀行は融資拡大を狙って大手企業向けの貸出金利を引き下げる公算が大きい。大手企業向け融資の利ざや低下が想定されるため、比較的リスクの高い中小零細企業向け融資の拡大に踏み切る商業銀行も現れると見込まれる。注目された11月上旬の「三中全会」では、民間事業会社の銀行業への参入規制緩和が決定された。これらの結果、中小零細企業のシャドーバンキングからの資金調達の拡大に歯止めがかかる可能性がある。加えて、「三中全会」は地方政府の財政難に対し、中央政府からの交付金により支援する方針を明らかにした。

このように、短期的には、政府の政策の方向性は間違っていない。シャドーバンキングを急速に縮小させること自体、中小企業や中小金融機関、地方融資平台、不動産開発業者などの資金難を深刻化させ、金融システム不安など大きな問題を引き起こすリスクもあり、現実的に取り得る選択肢ではないからである。景気てこ入れ策の実施により、景気底割れを回避することもリスクを最小化する上で必須といえよう。当面は、シャドーバンキングの膨張を警戒しつつ、その内包するリス

クを徐々に低下させるというアプローチが現実的である。

もっとも、短期的な対応だけでは十分ではない。預金金利の上限撤廃は未だなされていない。シャドーバンキング問題の根底には、預金金利の自由化の遅れがある。中国国民にとって適切なりターンをもたらす金融商品が少ないことが、不動産投資や理財商品への投資に駆り立てる原動力となっている。委託貸付なども理財商品と同様、企業にとっては財テクそのものである。金利の自由化は、当局にとって避けて通れない重要課題である。その意味で、「三中全会」で金融自由化の推進が表明され、12月9日より商業銀行に対して譲渡性預金（CD）の発行が解禁されたことは高く評価すべきであろう。

問題は、こうした改革への取り組みに、スピード感が乏しいことである。10月末までに発表される予定であった地方政府債務の検査結果は、11月末時点でも発表されていない。債務残高の規模やその資本コスト、ならびに、地方政府の返済能力がどの程度かが分からなければ、妥当なレギュレーションを設けることはできないであろう。早急に詳細な検査結果が公表されることを期待したい。金融監督体制の一元化の動きも遅い。現在、銀行業監督管理委員会と証券監督管理委員会、保険監督管理委員会の間で話し合いが始まったばかりの状況下、規制の抜け道はなくなり、今後新たな抜け道ができる可能性もある。改革を先送りすればするほどシャドーバンキング問題が大きくなるリスクには警戒が必要である。

## おわりに

中国当局は、オンバランス化や総量規制などの形で、シャドーバンキングへの管理・監督を強化することによって、リスクを封じ込めようとしている。短期的には、その方向性は間違っていない。しかし、金利自由化を遅らせてきたツケがシャドーバンキングの膨張をもたらし、銀行、企業のハイリスクへの傾斜を生み出した元凶だとすれば、急がねばならないのは、預貸金金利の一層の自由化を推進することである。その前提となる預金保険制度の創設、銀行の破綻処理制度の整備、銀行、証券、保険などに分かれている金融監督体制の一元化、地方の債務問題への根本的対処など待ったなしの改革が山積している。

当局は、問題の所在、原因を十分に把握しており、何をすべきかの対処策も十分理解している。その意味で、中国版シャドーバンキングは管理可能であり、システミック・リスクは封じ込めることができる可能性が高いと思われる。しかし、金融改革が遅れば遅れるほど、金融政策の有効性は損なわれ、その代償は实体经济の長期低迷という形で中国のみならず世界中に大きなインパクトを与えることは避けられない。習近平政権の実行力がまさに問われることになるだろう。

## 主要参考文献

(日本語)

1. 黄益平・常健・楊靈修「シャドーバンキングは中国版サブプライム・ローン問題を引き起こすか」野村財団『季刊中国資本市場研究』2012年夏号
2. 李欣偉・宋嬌「シャドーバンキング：中国の金融安定に向けた監督の重点」野村財団『季刊中国資本市場研究』2013年春号

(中国語)

1. 張宇哲「シャドーバンキング論争」財新『新世紀』2012年10月22日号
2. 張明「中国のシャドーバンキング：定義、背景、リスクと対策」中国社会科学院世界经济政治研究所国際金融研究中心Working Paper No.2013W5 □