

2013年8月9日
No.2013-007

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 —

副理事長 湯元健治

調査部 研究員 関辰一

《要 点》

- ◆ 2013年6月、中国の銀行間市場金利が13%台と過去最高水準まで急上昇した。主因は、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である。シャドーバンキング問題は中国経済の新たなリスクとして浮上し、世界中の注目を浴びている。
- ◆ 先進国では、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みなしている。中国では、各機関が独自にシャドーバンキングを定義し、規模を推計している。狭義のシャドーバンキングとして、銀行の理財業務と委託融資、信託融資に焦点を絞ると、合計の規模は2013年6月末時点で25.4兆元とGDPの48%に上る。この3つは規模が大きく拡大ペースも速く、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。
- ◆ ここ数年でシャドーバンキングが急拡大した要因としては、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や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。加えて、他の金融商品の魅力が低いことも重要な要因である。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4%台半ば(高いものは10%以上)の理財商品の利回りを大きく下回る。さらに、銀行における利益追求姿勢の強さや預貸比率、自己資本比率規制など厳しい規制回避の狙いが指摘できる。
- ◆ シャドーバンキングの潜在的なリスクは大きい。2012年に発行された銀行理財商品の63.8%は元本が保証されていない。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。成長率が7.0%を割り込む水準まで低下すると、経済が縮小スパイラルに陥る恐れがある。企業収益の悪化により、債務不履行に陥る融資先が続出するだろう。第2は、ずさんなインフラ開発投資である。効率の低い都市開発が行われ、資金管理が厳格になされていない恐れがある。第3は、不動産価格の下落リスクである。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。
- ◆ さらに、一旦、理財商品の元本割れが起これば、急激なリスク回避行動が発生する

恐れがある。金融機関の投資家に対する情報開示やリスクの説明が十分でないため、リスクの所在が分からず、投資家が理財商品を過度に信頼している可能性が高い。また、投資家の資金が実体経済に向かわずに理財商品の償還資金や利払いに充てられている可能性もある。

- ◆ 中国のシャドーバンキングを、米国サブプライム・ローン問題と比較すると、重要な相違点もみられるが、本質的な点で類似点も少なくない。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の膨張である。ただし、当局は規制・監督強化に向けてすでに動き出している点は評価できよう。第2は、理財商品の流動性変換、満期変換機能である。短期の資金を調達し、長期で運用するため、流動性リスクが発生しやすい。この点は、本質的に同様である。第3に、高度で複雑な証券化商品を組成している訳ではない点は相違点である。ただし、「資金プール」という分別管理をしない仕組みを取っているため、リスクの所在が投資家にとって分かりにくい点は、本質的に同様である。第4は、ミクロの金融商品のレバレッジが低いことは相違点である。ただし、マクロでは高いレバレッジがかかっており、金融が実体経済を遥かに上回って膨張した結果、このまま放置すれば、問題が巨大化、深刻化する恐れがある。第5は、海外投資家などに販売していない点は、リスクが世界中に拡散しないという意味で、相違点である。もっとも、膨大な地方債務や地方の開発プロジェクトが焦げ付いた場合、そのリスクが個人や企業に移転されることとなれば、中国経済がリセッションに陥りかねず、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恐れがある。
- ◆ 政府当局の対応能力を評価すると、第1に、金融市場の安定には成功した。第2に、景気が下限の7%を割って下振れるリスクへの対応にもすでに乗り出している。第3に、シャドーバンキング問題そのものへの対応は、短期的に、①理財商品の情報を一元的に管理するシステムを導入し、未登録商品の販売を禁止、②全国的な地方政府債務の検査に着手、③金利の自由化に向けて、貸出金利の下限を撤廃するなど具体的な対応策を取り始めている。こうした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、バブル崩壊を加速させかねず、現実的ではない。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現実的アプローチと評価できよう。
- ◆ 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リ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。地方政府債務の問題も根底から改革しなければならない。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深刻化するリスクがあることには注意が必要である。先送りの代償は、実体経済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かねない。習近平政権の実行力がまさに問われることになろう。

本件に関するご照会は、湯元健治、関辰一宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-6316 03-6833-6157

Mail: yumoto.kenji@jri.co.jp seki.shinichi@jri.co.jp

はじめに

中国のシャドーバンキングが新たなリスク要因として浮上し、世界中から注目を浴びている。そのきっかけは、2013年6月、銀行間市場金利が13%台と過去最高水準にまで急上昇したことにあつた。その要因として、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されている。最終的には、人民銀行の資金供給により、市場の混乱は鎮静化し、足許では、資金供給抑制の実体経済への影響は大きく表れていない。しかし、シャドーバンキングを急速に抑制した場合、中小企業や中小金融機関、地方の融資平台、不動産開発業者などの資金難が深刻化し、金融システム不安など大きな問題に発展するリスクがある。

本稿では第1に、短期金利の高騰などこれまでの経緯を概観する。第2に、中国のシャドーバンキングとはいかなるものかを説明する。まず、先進国のシャドーバンキングの特徴を概観した上で、GDPの25%とも40%とも言われる中国のシャドーバンキングの範囲と規模をみていく。その上で、銀行理財商品と委託融資、信託融資に焦点を当てて、そのスキームと拡大の背景を明らかにする。第3に、中国のシャドーバンキングのリスクを指摘する。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4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. これまでの経緯

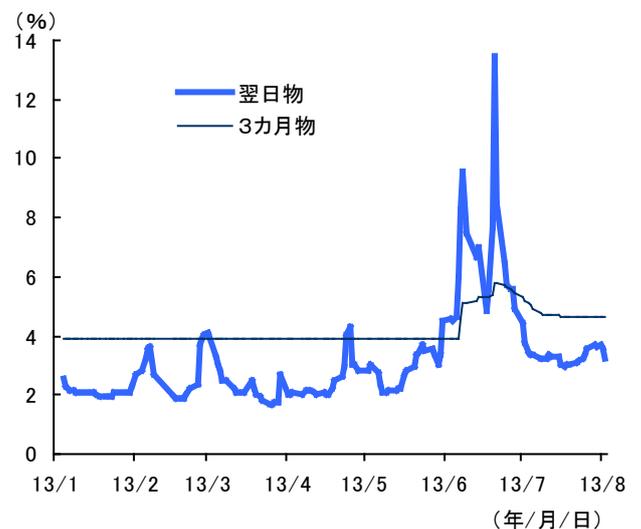
(ア) 急上昇する短期金利

中国のシャドーバンキングが世界的に注目されるようになったきっかけは銀行間市場金利の急上昇であつた。代表的なインターバンク市場の短期金利であるSHIBOR 翌日物は4月に平均2.5%、5月に同2.9%と低水準を維持していたものの、6月20日に13.4%まで一気に上昇した(図表1)。

想定外の短期金利の急上昇により、中国発の金融危機が勃発するのではないかと懸念が浮上した。2008年9月、米国でも短期金利が急上昇した後、急激な信用収縮が生じ、その影響は瞬く間に世界に広がった。その結果、世界経済は深刻なリセッションに陥った。中国でも、不良債権問題の深刻化により特定銀行の経営破たんが起きるのではないかと懸念が飛び交い、金融機関が相互不信に陥り、資金の出し手がいなくなるのではないかと懸念が広がった。

なお、SHIBOR 翌日物が10%を上回ったのは、今回が初めてである。2010年に地方政府の融資プラットフォームを整理する際も、短期金利は中央銀行の潤沢な資金供給を背景に安定した水準を維持した。2013年5月までの最高値は2007年10月26日の8.5%である。この時は、当局がインフレ抑制を目的に短期流動性の吸収を強めたことが影響した。

(図表1) SHIBOR



(資料) CEIC

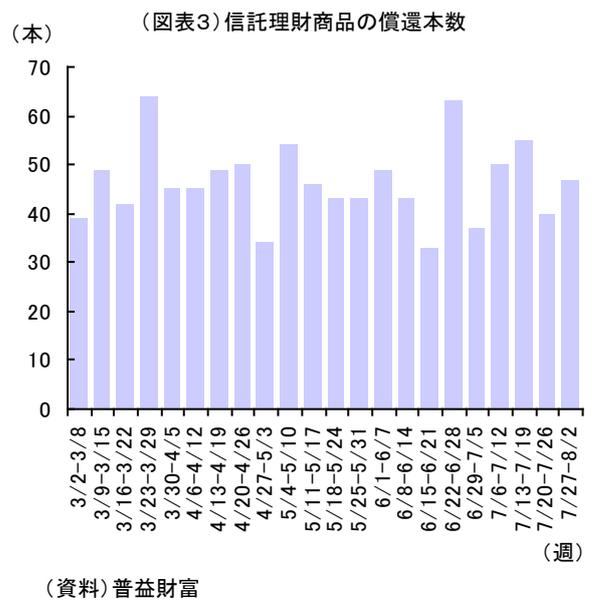
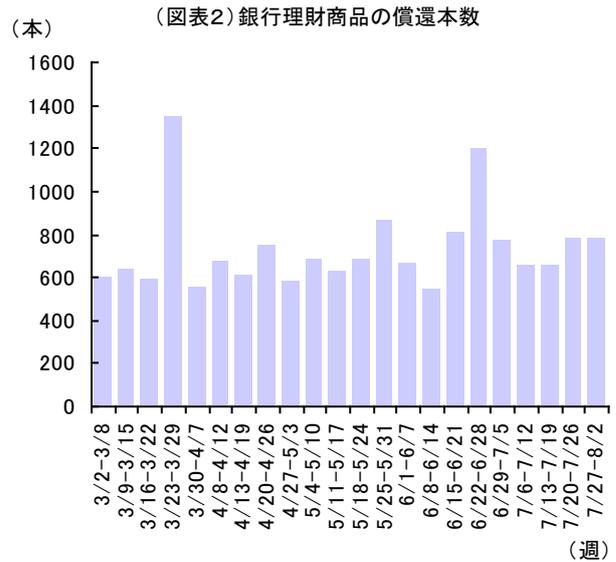
(イ) 狙いはシャドーバンク是正に向けた断固たるスタンスを示すこと

今回の金利高騰の要因として、複数の点が指摘されている。まず、理財商品¹の償還が集中したことが資金需要の拡大に繋がったとされる。確かに、理财商品の償還は6月末に集中した。理财商品の市場調査や商品設計などのコンサルティングを手掛ける普益財富によると通常、銀行理财商品の償還本数は一週間当たり600本前後であるが、6月22日～28日の週は1,206本が満期を迎えた(図表2)。この週の信託理财商品の償還本数も63本と、他の期間に比べて多かった(図表3)。加えて、企業所得税の支払いや法定準備金の積み上げ義務も資金需要の拡大要因とみられる。5月末と6月17日～21日の週は納税が集中する期間とされる。

しかし、上記のような要因はこれまでも発生したにもかかわらず、短期金利に急上昇はみられなかった。例えば、2013年3月23日～29日の週に銀行理财商品の償還本数は1,348本に達したものの、同期間のSHIBOR翌日物は約2%の水準を維持した。したがって、資金需要の拡大が短期金利急上昇の決定的な要因ではないといえよう。

今回の特殊性は当局のスタンスである。これまで、銀行理财商品や信託理财商品の償還などが集中する月に、当局は十分な資金を供給してきた。しかし今回は、中央銀行がインターバンク市場で資金供給を抑制した。このため、短期金融市場で流動性不足が生じた。一部では、特定銀行の経営不安に起因する信用逼迫が主因との見方も出たものも、その可能性は低い。企業収益に明確な改善はみられないが、悪化に歯止めがかからない状況でもない。2012年5月以降の景気でこ入れ策により、赤字企業数は2012年に前年比22.3%増加したものの、2013年1～5月は同2.4%増にとどまっている。

当局の狙いは、シャドーバンキング是正に向けた断固たる決意を示すことにあったと思われる。これまで、政府はシャドーバンキングのリスクをコントロールするために行政指導を通じて様々な規制・監督強化を行ってきたものの、その効果は限定的に止まっていた。こうしたなか、当局はインターバンク市場における資金供給の抑制という手段で、強い意思を示したと言えよう。しかし、こうした手段は、副作用が大きく、最終的には資金供給をせざるを得なかったと解釈できる。



¹ 理财商品とは、金融機関が家計や企業に販売する資産運用商品。運用先は商業銀行の貸出債権や地方融資プラットフォーム発行の“城投債”、社債など。後述するように、最終的な資金需要家は不動産開発業者や地方融資プラットフォーム、中小企業など。

2. シャドーバンキングとは

(ア) 先進国のシャドーバンキングの定義

シャドーバンキングという概念が初めて示されたのは2007年であった。米国の債券投資機関PIMCOの執行役員マカリー氏（McCulley）は、ジャクソンホールで開かれたカンザスシティ連邦準備経済検討会において“一連のレバレッジのかかった非銀行融資のルート、媒体、構造”として提示した。

ニューヨーク連邦準備銀行(Federal Reserve Bank of New York)は2010年7月のレポートの中で、シャドーバンキングを“ABCP、ABS、CDO、Repoなど証券化と担保に裏付けされた融資を媒介する機関”と定義した。

金融安定化理事会（FSB; Financial Stability Board）の2011年4月のレポートでは、“通常の銀行システム以外で提供される信用仲介システム”と定義されている。詳細は後で述べるが、流動性・満期変換および高いレバレッジや誤った信用リスクの移転がシステミック・リスクを引き起こす要因であるという指摘が注目される。

このほか、国際通貨基金（IMF; International Monetary Fund）や欧州委員会(European Commission)もそれぞれシャドーバンキングの主体やその活動を整理している。

このように、先進国のシャドーバンキングについては、複数の異なる定義が存在するが、一般的に、シャドーバンキングとは、銀行融資以外のルートで資金を供給する信用仲介機能であり、その規模が歯止めなく膨張し、銀行自身も深く関わっているために、システミック・リスクを惹起しかねない新たな金融システムということが出来よう。

(イ) 中国におけるシャドーバンキング

① 中国のシャドーバンキングの定義と規模

中国においても各機関が独自にシャドーバンキングを定義し、規模を推計しているものの、その範囲の違いにより、規模が異なってくる。

まず中国人民銀行の定義では、①商業銀行のオフバランス理財、②証券会社集合理財、③ファンド専門理財、④証券投資ファンド、⑤投資型保険中心の投資口座、⑥産業投資ファンド、⑦ベンチャー投資ファンド、⑧PEファンド、⑨企業年金、⑩公的住宅積立金、⑪小口融資企業、⑫ノンバンク融資リース会社、⑬保理専門企業、⑭金融控股企業、⑮質屋、⑯担保企業、⑰手形会社、⑱クレジットとプリペイド機能を持つ支払い企業、⑲組織的な民間貸付機関とされる²。

一方、北京大学中国マクロ経済研究センター教授の黄益平らは、銀行のオフバランス融資をシャドーバンキングとして扱い、2011年1～9月のフローベースでの規模は同時期の社会融資総額の22%にあたる2.14兆元と集計した³。さらに、信託会社が大量向けに資産運用商品を販売する“信託融資”、および、金融機関が仲介を行う“委託融資”の2つに焦点を絞って議論を展開し、この2種類の非銀行ルートでの新規貸出は潜在的にリスクが高いと結論づけている。

中国青年政治学院の李欣偉らは、以下3つをシャドーバンキングと定義した⁴。第1は私募ファ

² 張宇哲「シャドーバンキング論争」財新『新世紀』2012年10月22日号が紹介。

³ 詳しくは、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年夏号を参照。

⁴ 詳しくは、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年春号を参照。



ンドである。主に、ファンド管理会社による特定顧客向け資産管理業務、証券会社によるセパレートリー・マネージド・アカウント（SMA）、商業銀行による個人理財商品、信託会社による集合型資金信託プランなどがある。第2は、貸出型準金融機関である。少額貸付会社、質屋、モノライン保険会社などが含まれる。第3は、銀行・信託投資会社の連携による融資運用会社である。信託貸付、株式担保融資、債券または手形の譲渡などがある。

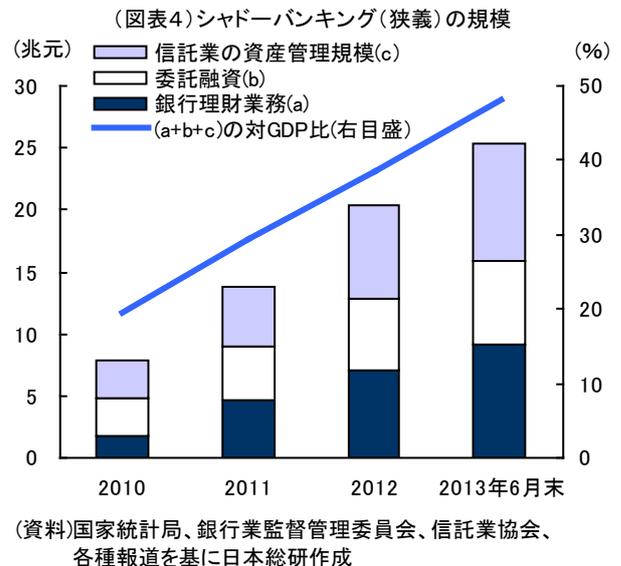
UBSの汪濤らは中国のシャドーバンキングを3つに分類し、その規模を算出している。第1は、社会融資総額の中の銀行引受手形、信託融資と委託融資であり、2012年第3四半期末の残高は13.7兆元とされる。第2は、第1の定義に信託資産(社会融資総額の統計範囲外)と民間貸付を加えたものであり、同20.9兆元とされる。第3は、第2にノンバンクが所有する社債を加えたものであり、同24.4兆元とされる。

国务院発展研究中心の金融研究所副所長、兼中国銀行業協会チーフエコノミストの巴曙松は、4種類の定義を示したが、最も狭い定義として、①銀行の理財業務と②信託会社による融資の2形態をシャドーバンキングとした。より広い定義には、銀行が仲介する形での企業による融資である委託融資など、銀行のオフバランス融資または非銀行ルートでの融資を含めている。

② 注目すべき銀行理財商品と委託融資、信託融資

本稿では、黄、巴の定義に従い、銀行の理財業務と委託融資、及び信託会社の信託融資に焦点を当てる。この3つは規模が大きく拡大ペースも速く、かつ、リスクも高いという理由で、もっとも注目されているからである。理財商品は、銀行が顧客から預金を受け入れるのではなく、当該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り、委託融資と同様、銀行資産のオフバランス化の典型例である。また、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。

2013年6月末の銀行の理財業務の規模は9.1兆元、委託融資は6.9兆元、信託業の管理資産規模は9.5兆元と、合計25.4兆元にのぼる(図表4)。これは、2012年の名目GDPの48%にあたる。2012年末にはそれぞれ7.1兆元、5.8兆元、7.5兆元と合計でGDPの39%であったことを踏まえると、2013年入り後も、シャドーバンキングの規模は急ピッチで拡大し続けている点が確認できる。なお、英格付け会社フィッチによれば、2012年末時点の銀行理財業務の規模は13兆元超と試算されている。この場合には、同時点のシャドーバンキングの規模は26.3兆元と、GDPの50%にも達する計算となる。

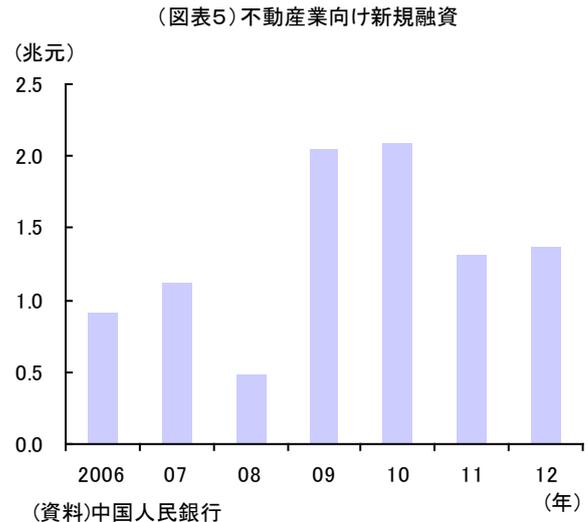


③ シャドーバンキング急拡大の背景

このように、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は、以下の3つの要因を指

摘できる⁵。

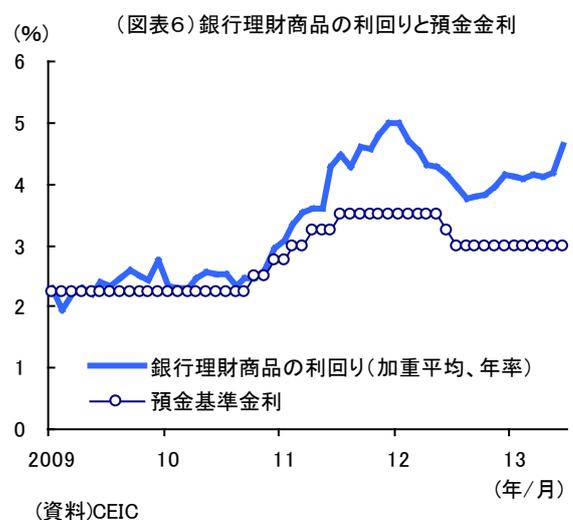
第1は、当局の融資抑制に向けた窓口指導の強化である。資金の需要家、すなわち、シャドーバンキング関連商品の運用先は主に、不動産開発業者、地方のインフラ開発プロジェクトや不動産プロジェクトの資金調達を行う融資平台および中小企業である。不動産業は政策転換を背景に、2010年半ば以降資金不足問題に直面した。リーマン・ショック後の景気減速を回避するために、大規模な金融緩和が打ち出されたが、その資金の一部が住宅市場に流入し、不動産バブルが発生したため、政府は金融引き締めへ転じ、とくに不動産開発業者への新規融資規制を厳格化した。不動産業向け新規融資は2009、2010年の2.1兆元規模から2011、2012年に1.3~1.4兆元規模に縮小した(図表5)。これは、不動産開発業者に大きな資金圧力を課し、2010年以降のシャドーバンキング拡大をもたらした。



地方融資平台の投資プロジェクトは中長期的な建設プロジェクトが中心である。2010年以降、地方融資平台の不適切な資金管理実態が明らかになるにつれて、銀监会と中央政府は商業銀行の融資平台への融資を規制し始めたため、融資平台は建設プロジェクトの継続が困難になった。この結果、シャドーバンキングに対する需要が急拡大した。代表的なスキームとして、銀行理財資金や信託資金を原資に、地方融資平台発行の“城投債”を購入する方法、および、インフラ建設投資信託から地方融資平台に新規融資を提供するスキームがある。銀行融資が事実上受けられなくなって以降、融資平台の主な資金調達源は、シャドーバンキングへと傾斜していったわけである。

ちなみに、銀行融資を得ることが困難である点において、中小企業は不動産開発業者や地方融資平台と共通する。このため、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。実際、鉄鋼業や自動車産業において赤字にもかかわらず、淘汰されずに存続し続けている中小零細企業が多い。ただし、シャドーバンキング経由で資金調達している要因は、不動産開発業者や地方融資平台とは異なり、当局の融資抑制ではなく、むしろ担保不足などの理由により、リスクが高いことから銀行が積極的に融資しない点にある。

第2は、他の金融商品の魅力が低いことである。シャドーバンキング、とりわけ理財商品における資金の出し手は、主に家計や企業とされる。預金や株、不動産など他の投資商品は、選択肢としての魅力が低いことが基本的背景として指摘できる。実際、商業銀行の提示する預金金利は、最高でも3.3%に過ぎない。これは、当局から上限設定を課せられているためである。他方、理財商品の利回りは、平均で



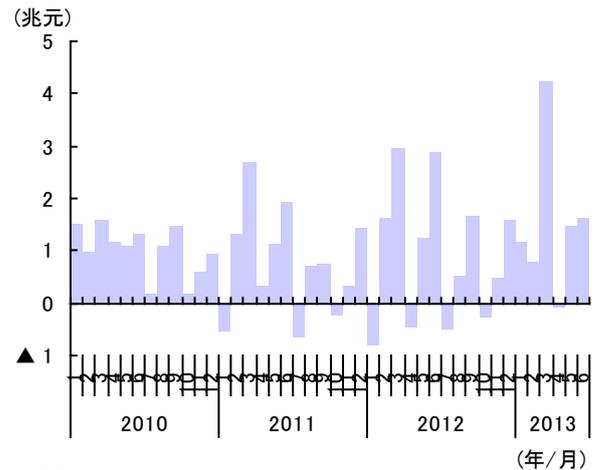
⁵ 詳しくは、張明「中国シャドーバンキング～定義、背景、リスクと対策」中国社会科学院世界经济政治研究所国際金融研究中心、Working PaperNo. 2013W5を参照。

も4%台半ば、最近では10%を上回る商品も登場している(図表6)。中国の株式市場については、2007年のバブル崩壊以降低迷が続いており、当局がディスクロージャーの強化やインサイダー取引の取り締まりなどに注力しているものの、投資家の市場に対する信認はいまだに低い。不動産市場についても、セカンドハウス以降の購入制限令など厳格な不動産価格抑制策が打ち出されているなか、家計資産の運用先としての魅力は低下している。

また、企業や金融機関も理財商品で運用しているとの見方もある。たとえば、国有企業が香港に子会社を設立し、貿易取引を偽装して本土より低金利で資金を調達して、高利回りの理財商品で運用しているとの指摘があり、委託貸付とともに、これらは企業の財テクに他ならない。

第3は、銀行における利益追求と預貸比率や自己資本比率規制など厳しい規制を回避する狙いである。2010年から中央銀行と銀监会が商業銀行に対し不動産開発業者や地方融資平台への融資規制を厳格化した。こうしたなか、①融資規模の拡大による利益追求、②不動産開発業者や地方融資平台への融資を継続することによる不良債権比率の上昇回避を実現するため、商業銀行は銀行理財業務や企業への委託融資を通じたオフバランス融資を拡大した。ただし、商業銀行は銀监会による各四半期末の預貸比率検査に対応するため、預金額を高水準に維持する必要がある。そこで、四半期の最初の月に期限3カ月以内の理財商品を発行する。興味を持った資金の出し手が資金を預金から理財商品に移転するため、各四半期の最初の月に預金が減少するものの、各四半期末には預金が急増する(図表7)。このため、銀行理財商品のうち期限が3カ月以内のものが6割を超えるなど大半を占めている。

(図表7) 預金残高の前月差



(資料) 中国人民銀行

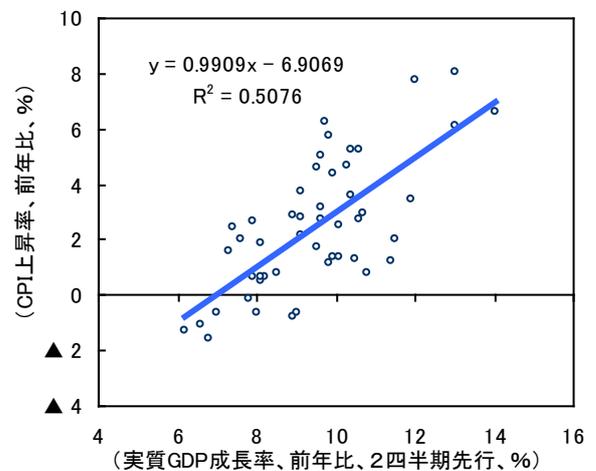
3. シャドーバンキングの潜在的リスク

(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。成長率が7.0%を割り込む水準まで低下すると、経済が縮小スパイラルに陥る恐れがある。実際、成長率とインフレ率の相関関係からすれば、成長率が7.0%を下回ると、インフレ率がマイナスになる可能性が高い(図表8)。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

(図表8) 実質GDP成長率とインフレ率



(注) 2011Q1~2013Q1のデータ。
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

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。中国がこれまで投資主導で成長する傾向が強かったことを勘案すると、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だろう。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。したがって、公共投資の財源をコストの高いシャドーバンキングに期待することは困難である。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高値で所有する不動産を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。もっとも、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恐れもある。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) 急進的なリスク回避行動

さらに、注意すべきは二次的なリスクである。一旦、理財商品の元本割れが起こると、急激なリスク回避行動が発生する恐れがある。

急激なリスク回避行動がおこる条件として、理財商品に対する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に、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強い。

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。理財商品の調達再度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

中国のシャドーバンキングは、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、欧米のシャドーバンキ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。そこで、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、中国版シャドーバンキ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といえよう。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。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。代表的なものとして、地方融資平台の発行する債券(城投債)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言われているが、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。住宅ローン債券を小口化・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、実体経済を金融が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くとも、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、本年 1~3 月期には前年比 58.5% 増と銀行融資(12.0% 増)をはるかに上回るスピードで拡大し、銀行融資規模にほぼ匹敵するまでになっている。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。ただし、理財商品の販売先が個人や企業向けであっても、15~18 兆元といわれる膨大な地方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失敗し、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。

4. 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。中国人民銀行の資金供給により、インターバンク市場を含む金融市場は落ち着きを取り戻している。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。これを受けて、26 日の SHIBOR 翌日物は 5.6% まで低下し、8 月入り後も 3% 台で推移している。今後も、短期金利の上昇を放置することはないとみられる。

第 2 に、景気の下振れに対する対応能力である。政府は景気減速の下限をより意識してきており、構造調整を進める一方、景気てこ入れ策に着手した。7 月 3 日、李克強首相がマケドニアのグルエフスキー首相と会談した際に、成長率目標は達成可能とコメントした。さらに 9 日、同氏は広西の地域経済情勢座談会で、成長率が下限を割らないよう改めて要請した。同月 23 日、成長率目標とは 7.5% であり、成長率の下限は 7.0% であるという同氏のコメントを中国メディアが伝えた。

具体的な景気対策として、以下の 3 点が指摘できる。まずは投資プロジェクトの承認加速である。実際、新設着工プロジェクトの計画総投資額は 6 月に大きく拡大した。今後、電力・ガス・水道など環境対策にも繋がる設備の新規投資計画に対して積極的に承認する公算が大きい。次に、資金面からの支援である。7 月入り後、中国人民銀行は鉄道総会社の資金調達支援を表明した。上半期の竣工鉄道建設は通年計画の 33.2% にとどまる点も勘案すると、鉄道総会社の資金難が緩和され、下

半期の鉄道の固定資産投資の増勢が加速する可能性が高い。また、19日に発表された貸出金利の下限撤廃は景気にもプラスである。さらに、元高対策である。大きな雇用を抱える輸出企業の収益を下支えするために、過度な人民元高を抑制すると予想される。実際、元高は6月に頭打ちとなった。政府のてこ入れ策により、当面景気の失速は避けられる。景気の安定を確保できれば、シャドーバンキング問題が深刻化するリスクを小さくすることが可能であり、問題が顕在化するまで一定期間の猶予はあると判断される。

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。目下、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、地方融資平台の融資残高は2012年末時点で9兆3,000億元とされている。

加えて、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。張明氏が指摘するように、シャドーバンキングはあくまでもセカンドベストの選択肢である。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享受する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步といえよう。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。この結果、中小零細企業のシャドーバンキングからの資金調達に歯止めがかかる可能性がある。

このように、短期的には、政府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、バブル崩壊を加速させかねず、現実的な政策の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リ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。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注意が必要である。

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、急がねばならないことは、預貸金金利の一層の自由化に踏み切ることである。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、その代償は実体経済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
3. 李立栄「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督の在り方－」日本総合研究所『Business & Economic Review』2012年7月号

(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經濟政治研究所国際金融研究中心 Working Paper No. 2013W5

