



中国のシャドーバンキングと 拡大する地方政府債務

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 上席研究員 植田 賢司

ueda@iima.or.jp

開発経済調査部 研究員 五味 佑子

yuko_gomi@iima.or.jp

<要旨>

- 中国のシャドーバンキング（影の銀行）が拡大しており、特に銀行理財商品のリスクが懸念されている。銀行理財商品で集められた資金の多くは、インフラプロジェクト向けに地方政府が設立した「融資平台」に向かっている。そのインフラプロジェクトの不採算性から、銀行理財商品に対する信認が崩れ、社会におけるマネーの流れに目詰まりが起これ、中国の金融システム全体を揺るがすような事態に発展することが懸念されている。
- 中国の銀行は、現状経営は安定し不良債権比率も1%を切る水準にまで低下しているが、融資平台向け融資を相応に抱えており、潜在的な不良債権リスクを持つ。政府も問題の深刻さを認識し対応策を講じている。そして、中央政府には、問題処理のための相応の体力もあることから、最終的なコントロールは可能だろう。しかし、予防的な対応がどの程度迅速にできるかという点では疑問が残る。
- 中国のシャドーバンキングの仕組みをみると、かつ

レポート内の重要用語を
HPトップページ右上部「用語解説ツール」で解説しています。以下のURLにリンクしていますので「用語解説ツール」を是非ご活用ください。
<http://www.iima.or.jp/Docs/keyword/keyword.pdf>

ての中国の国際信託投資公司（ITIC）問題や 2008 年のアメリカのサブプライム問題と異なり、最終的な資金の出し手は個人であり、海外の投資家の保有もほとんどない。この観点からは、システミックリスクが顕在化したとしても、あくまで中国国内の問題に止まり、影響が直接海外へ波及する恐れは少ないだろう。

- しかし、仮に今回、システミックリスクの発生にまで至らず金融危機を回避することができたとしても、問題を根本的に解決しない限り今後再び同じことが繰り返される可能性がある。中長期的に、金融自由化や財政改革、さらには経済効率向上に資する都市化政策の推進が求められる。

＜本文＞

1. 中国におけるシャドーバンキングの現状

(1) 中国におけるシャドーバンキングとは

近年中国でシャドーバンキングが急拡大している。中国におけるシャドーバンキングについては定義が難しいが、中国の政府系シンクタンクの中国社会科学院金融研究所の最近のレポートによると、「銀行のオフバランス業務と、銀行以外の金融機関の活動をさす」とされている。これに従って整理・推計すると以下の通りとなる（図表 1）。

図表 1：中国のシャドーバンキングの内訳（2012 年末時点での推計）¹

| アクセス | 種類 | 残高(兆元) | 対 GDP 比(%) | 参照 |
|--------------|---------------|--------|------------|--------|
| 銀行ルート | 銀行理財商品 | 7.1 | 13.7 | 図表 4-1 |
| | 内 銀信合作 | 2.0 | 3.9 | |
| | 銀行引受手形 | 5.9 | 11.4 | |
| 銀行以外の金融機関ルート | 信託財産 | 7.5 | 14.5 | 図表 4-2 |
| | 内 信託貸付 | 2.8 | 5.4 | |
| | 委託貸付 | 5.7 | 11.0 | |
| | 証券会社資産管理業務 | 1.9 | 3.7 | 図表 4-3 |
| | 質屋 | 0.3 | 0.6 | |
| | 保証会社の融資残高 | 1.2 | 2.3 | |
| | 小額金融会社 | 0.6 | 1.2 | |
| | その他金融会社（財務公司） | 3.4 | 6.6 | |
| リース | 0.8 | 1.5 | | |
| 非金融機関ルート | 民間貸借（地下金融） | 2.0 | 3.9 | |
| 合計 | | 34.4 | 66.3 | 図表 2、3 |

出所：中国人民銀行、中国証券業協会、中国信託業協会、中国信託業協会、中国証券監督管理委員会資料、各種報道より筆者作成

¹ 全体感を把握するために表のような整理をしたが、ここで挙げたシャドーバンキングは、一部重複する可能性がある。規模の合計は、銀信合作で重複する部分を控除して算出した。

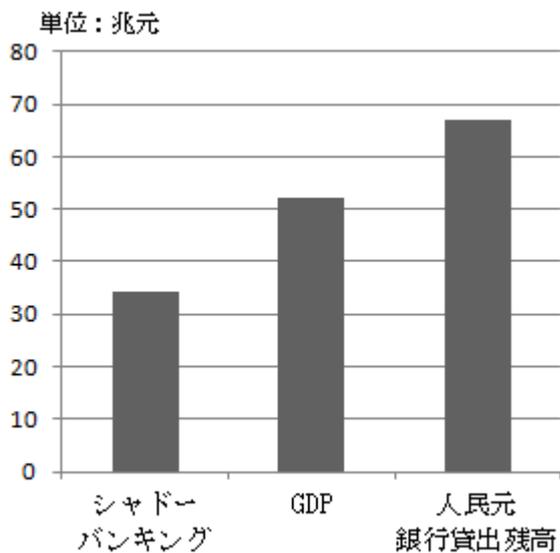
| | |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 用語解説 | |
| 銀行理財商品 | 銀行が主に個人投資家向けに販売している投資信託のような運用商品。 |
| 銀信合作 | 銀行と信託会社が共同で行う業務。銀行は信託会社を通じて組成された資産運用商品を顧客に販売し、その資金を企業に貸し出す。 |
| 銀行引受手形 | 顧客の手形の決済を銀行が支払い保証する仕組みの手形。銀行引受自体は銀行の与信規模に算入されない。 |
| 信託貸付 | 信託会社を經由して大衆向けに資産運用商品を販売し、調達した資金をプロジェクト会社に貸し付けるもの。 |
| 証券会社 資産管理業務 | 顧客と契約を結んだ上顧客の資金を運用・管理するもの。中国の証券会社は日本と異なり、ブローカー業務や証券の受託販売及び発行業務、自己勘定取引などに加え、投資顧問業務、財務顧問業務、資産管理業務、証券ローン業務も行っている。 |
| 委託貸付 | 銀行を介在させて、資金の余裕のある企業から不足している企業へ資金を融通するもの。 |
| 小額金融会社 | 小口融資を専門とし、民間小企業や自営業者向けの短期的な資金需要に対応するもの。 |
| 財務公司 | グループ企業に対する財務、支払、保証、貸付などの業務を行うもの。 |
| 民間貸借 (地下金融) | 家族、知人などの個人間の信用での貸借のこと。 |

出所：野村財団、三菱東京 UFJ 銀行経済調査室、JP モルガン、各種資料より著者作成

シャドーバンキングに関する公式の統計はなく、シャドーバンキングの定義については見解が分かれるが、その規模感については、残高ベースで約 20 兆元～30 兆元（対GDP 比 40～60%程度）とする推計が多い模様である²。中国人民銀行が 2011 年より「社会融資規模」の統計を公表するなど、中国当局も全体像の把握に努めているとみられるが、例えば銀行理財商品ひとつをとっても、2012 年 12 月末時点の残高について、中国人民銀行では 6.7 兆元、中国証券監督管理委員会では 7.6 兆元、中国銀行業管理監督委員会では 7.1 兆元と推計が割れており、実態が把握できていないようだ。

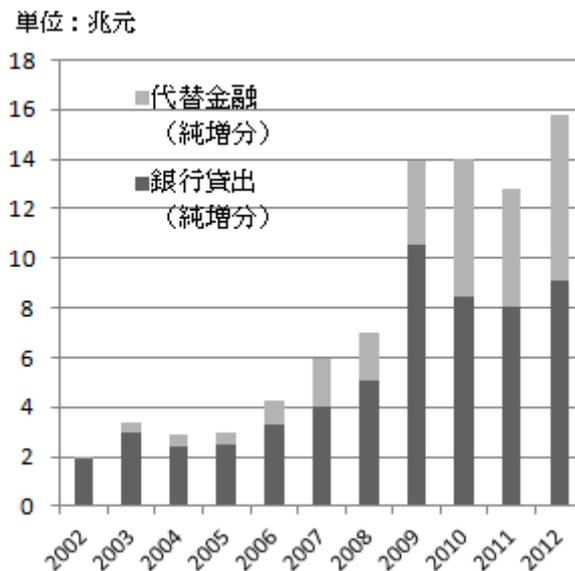
² 2012 年末時点のシャドーバンキングの規模について、クレディ・スイスは 22.8 兆元、JP モルガンは 36 兆元、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は 3 兆 7000 億ドル (約 23 兆元) と推計している。

図表 2：シャドールンキングの規模
(2012 年末時点)



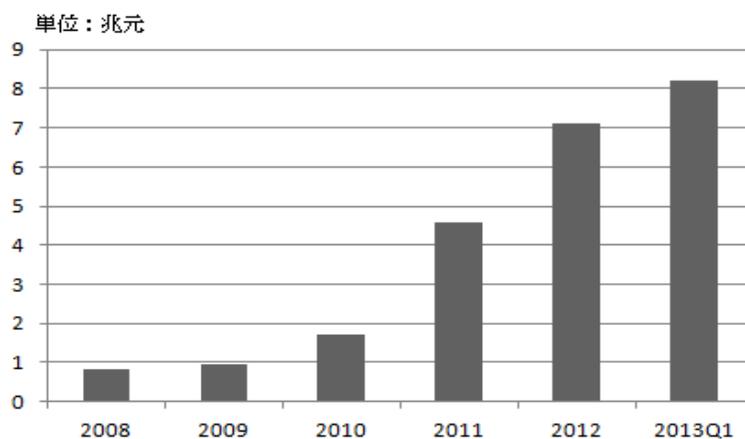
出所：中国国家统计局、中国人民銀行
シャドールンキングは図表 1 の 34.4 兆元

図表 3：社会融資規模における銀行貸出
と代替金融³の推移



出所：中国人民銀行

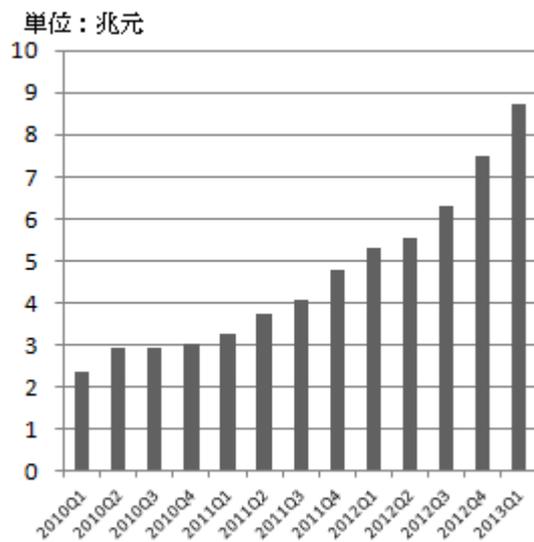
図表 4-1：銀行理財商品残高の推移



出所：中国銀行業監督管理委員会

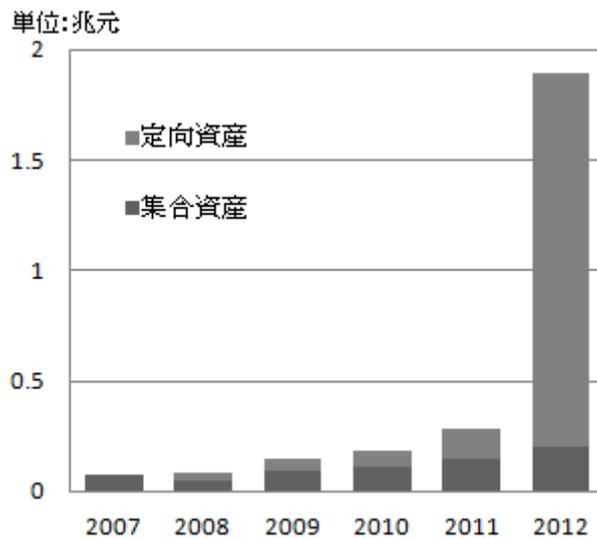
³ 代替金融とは、中国人民銀行が公表している社会融資規模のうち銀行貸出を除いた、委託貸出、信託貸出、銀行引受手形、社債、非金融機関の株式発行の合計をさす。

図表 4-2： 信託財産の推移



出所：中国信託業協会

図表 4-3： 証券会社資産管理業務⁴の推移



出所：中国証券業協会

他の国と同様、中国においてもシャドーバンキングの問題点は、当局が適切に規制・監督できていない点である。中でも、その商品性から特に問題視されているのは、銀行理財商品である（詳細は後述）。実際に、2012年11月には華夏銀行上海嘉定分行で販売された10%以上の予定利回りの理財商品で元利金不払いが発生したことや、2012年12月には中国建設銀行上海市分行が代理販売した理財商品で50%以上の損失を被ったとして、顧客が集団で銀行を訴える事件も起きるなど、社会問題化している。

(2) シャドーバンキング拡大の背景

中国の2012年末のGDPが52兆円であるのに対し、マネーサプライは97兆円、人民元貸出は約67兆円と大量の流動性があるにも関わらず、シャドーバンキングが拡大している背景には、当局による金融規制がある。

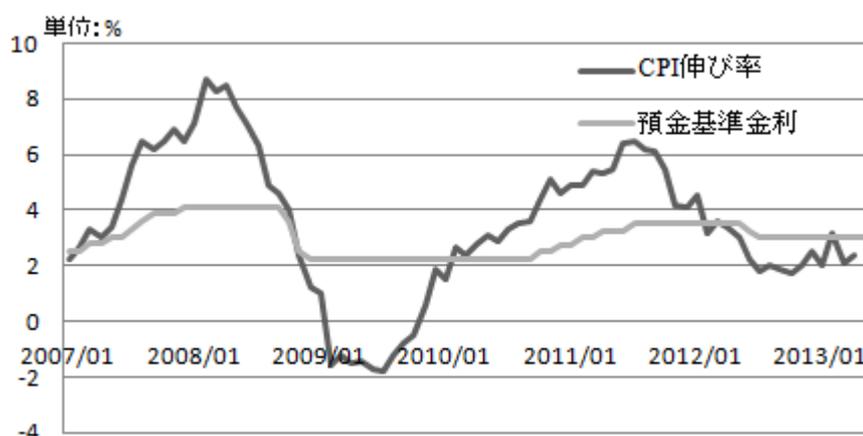
シャドーバンキングの問題が注目される前から、「民間貸借」と呼ばれる当局の規制外の金融（いわゆる地下金融）は存在した。むしろ、中小企業は個人間の「民間貸借」で資金調達をするのが一般的である。北京大学国家発展研究院とアリババが2012年に

⁴ 証券会社の資産管理業務には、定向資産、集合資産、限定性資産の3分類がある。（なお、限定性資産の規模は2012年で約35億元とわずかなため、グラフでは割愛した）①定向資産：証券会社と顧客が1対1で契約し、顧客の資金を運用するもの。②集合資産：証券会社が私募形式で投資家から資金を集め、顧客と契約を結んだ上で資産管理するもの。③限定性資産：集合資産の一形態。投資範囲が国債・債券など信用や流動性の高い商品が中心で、株式や株式ファンドの組み入れ比率に制限がある。

った調査によると、四川省や湖北省などの中西部の中小企業の資金調達手段（複数回答）は、親戚や友人からの借入が69.3%と最も高く、銀行借入は37.7%に止まり、浙江省や江蘇省などの長江デルタ地帯の中小企業であっても、銀行ルートへの調達は48.1%となっている。というのも、2004年までは銀行の貸出金利に上限があり、銀行は信用力の低い中小企業に対して貸出を行わなかった。また、貸出金利の上限撤廃後も、預金金利の上限規制（現行では基準金利（3%）の1.1倍）と貸出金利の下限規制（2012年7月6日から2013年7月19日までは基準金利（6%）の0.7倍⁵）は存続したため、総量規制で融資総額に制限がある中、大企業向け貸出で一定の利ザヤを確保できる銀行は、あえてリスクをとって中小企業向け貸出を増やしてこなかった。したがって、シャドバンキングというインフォーマルな金融形態には、銀行貸出にアクセスできない中小企業の資金調達手段を可能にするという存在意義もあった。

今日的には投資家・預金者という運用サイドからも金利規制のゆがみが起こっている。1年物定期預金金利は現在、3%に据え置かれているが、預金金利はしばしば消費者物価上昇率を下回る実質マイナス金利の状態になることもあり（図表5）、高利回りをうたう理財商品は有利な運用商品として人気を高めている。中国銀行業監督管理委員会によれば、中国で販売された銀行理財商品は2013年3月末に、8.2兆元（約130兆円）に達したとされ、同時点の銀行預金総額（97.9兆元）の約8.4%に相当する規模となっている。

図表5：1年物定期預金基準金利とCPI



出所：Data stream

⁵ 2013/7/20より、中国人民銀行は貸出金利の下限規制を撤廃する旨発表した。

(3) 銀行理財商品とは

銀行理財商品とは、銀行が主に個人投資家向けに販売している投資信託のような運用商品のことである。預金者が理財商品を購入すると、顧客の銀行預金は「代理業務負債」という勘定に振り替えられ、銀行のバランスシートから切り離される。最低購入金額は、50,000 元（約 80 万円）とするものが多い。中国国家统计局によれば、2012 年の都市部の民間企業職員の平均年収が 26,252 元（約 42 万円）、非民間企業職員の平均年収が 46,769 元（約 75 万円）であるから、購入者は資金に余裕のある中間層以上であると考えられる。中国社会科学院のレポートによれば、期間が 6 カ月以下の短期商品がほとんどで、1 カ月～3 カ月以内のものが 60%を占める。足元の期待収益率は 4～5%程度で、理財商品の半数以上は債券に投資している。

このうち、特に問題となっているのは銀行理財商品の 50%を占める「資金プール理財商品」と呼ばれるものである。これは、銀行が多様な商品に投資し効率的に収益を上げることが目的としたパッケージ型の商品だが、分別管理すべきものをどんぶり勘定で運用するなど管理が杜撰である点、商品販売時に投資家へのディスクロージャーが不十分である点、また、短期商品にも関わらず、長期性資産に投資されているという期間のミスマッチなどの問題点が指摘されている。また、投資先が株式や商品とは違い、国債、社債などの債券への投資は比較的风险が低いという触れ込みで販売を伸ばしているが、実際には高利回りを確保するために、後述する「城投債」のような低格付の債券へ多く投資しているようだ。

2. 地方政府とシャドバンキング

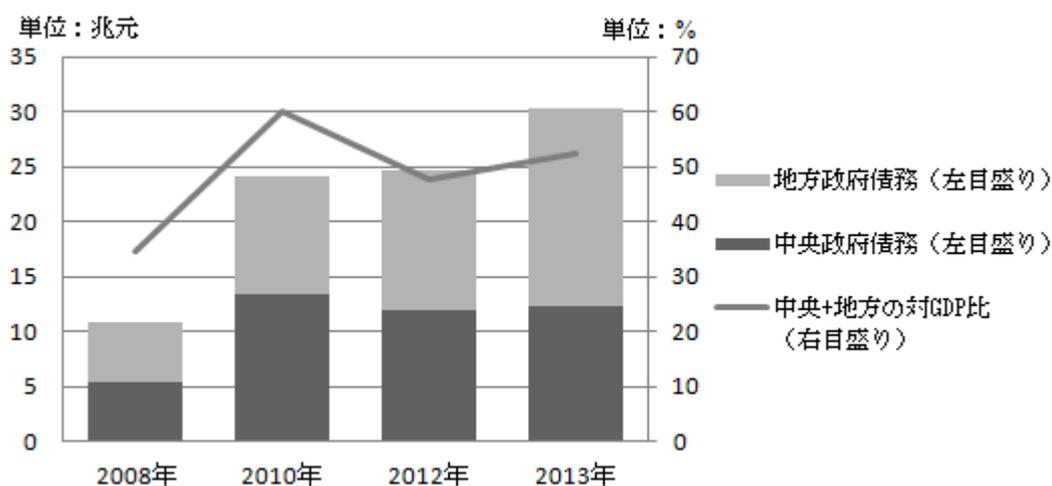
(1) 地方政府と「融資平台」

現在の中国では、地方政府は、様々な公共サービス提供の負担を担う一方で、分税制⁶、地方債発行の原則禁止などのため財政状態は恒常的に厳しい。このような状況における地方政府の資金調達窓口となったのが、不動産開発や道路・鉄道建設などのプロジェクト向けに地方政府が出資、設立した「融資平台」と呼ばれる法人である。国家審計署（会計検査院に相当）は 2011 年 6 月、2010 年末の地方政府債務残高が対 GDP 比で 26.9%に当たる 10.7 兆元（約 170 兆円）と発表し、そのうち 46.4%が融資平台の債務が占めていることを明らかにした。また、報道によれば、同署は 2013 年の地方政府債務の規模は 15 兆元～18 兆元（約 225 兆円）に拡大すると予測している（図表 6）。

⁶ 分税制とは、税金を税目及び納税主体により中央税、地方税、（中央と地方の）共有税に分ける制度。中央政府の財政収入確保を目的に導入された。

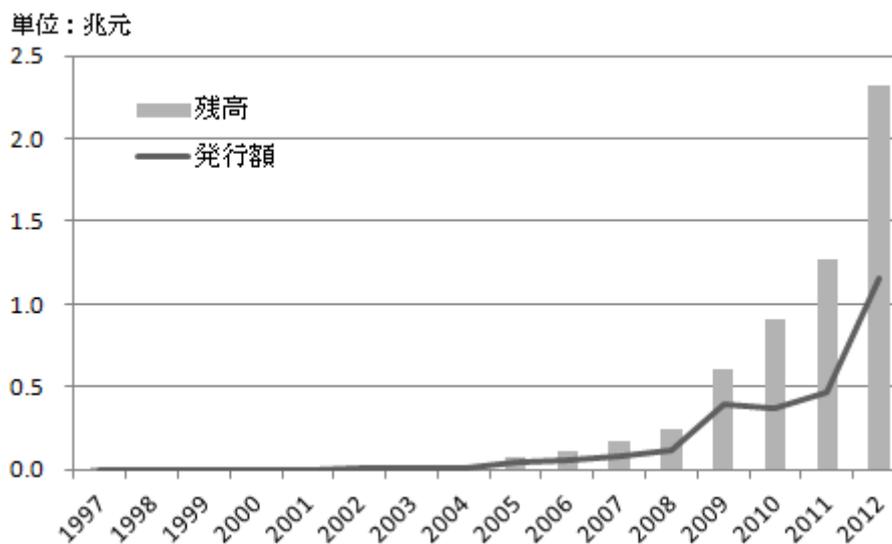
この融資プラットフォーム向けの銀行融資について、不良債権化のリスクを警戒した中国当局は、2010 年後半以降総量の規制に踏み切った。しかし、他の地方政府と成長を競うような考えも背景にあり、地方政府の投資意欲は旺盛であり、融資プラットフォームが発行する債券「城投債」の発行額が増え続けている。(図表 7)

図表 6：中国の政府債務総額と GDP 比



出所：IMF、CEIC、報道より著者作成 (2013 年は予測)

図表 7：城投債の発行量



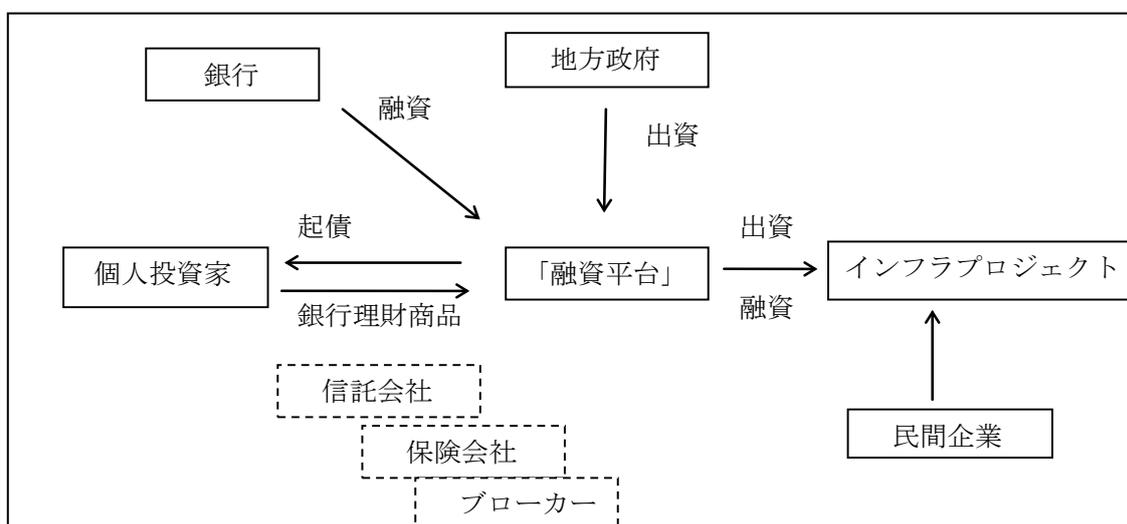
出所：WIND

なお、2013Q1 の新規発行は 3641.2 億元、通年に換算すると 1.5 兆元のペース

中国社会科学院のレポートによれば、城投債は、中国で発行される社債の80%程を占め、平均残存期間は5.7年である。2006年にはゼロであった無担保社債は2012年には78.5%まで増加し、発行体の格付がAA以下のものが24.4%を占めているという。また、報道によれば、発行の年金利は7%以下が一般的で、銀行借入に比べ調達コストを抑えることができるのが魅力だ。

この城投債に多く投資しているのが銀行理财产品である。銀行は高収益を確保するために、投資対象を債券とするものの大部分を、低格付の城投債へ投資しているといわれ、個人投資家のマネーが融資平台を支える構造が見えてくる（図表8）。

図表8：一般的な融資平台のスキーム例（→は資金の流れ）



出所：筆者作成

(2) 懸念されるシステミックリスク

中国国内では、シャドバンキングを金融イノベーションと評価する傾向がある一方、そのリスクも認識されている。中国証券監督管理委員会の肖鋼主席は、2012年10月に行われた新聞インタビューの中で、「新たな理财产品の発行によってロールオーバーが行われている理财产品は、基本的には“ねずみ講”であって、発行者の信認が少しでも崩れ始めるとデフォルトに陥るリスクが大きい」と批判している⁷。

融資平台のなかには地方政府が投資ブームに乗って盲目的に設立し、プロジェクトの採算性が疑問視されているものもある。また、暗黙の政府保証によって資金調達したケ

⁷ 2012年10月12日付“China Daily”記事

ースもある。報道によれば、中国銀行業監督管理委員会の尚福林主席は 2013 年 4 月、「中国の銀行の、地方融資プラットフォーム向けの総融資残高は 2012 年末時点で 9 兆 3000 億元（約 150 兆円）だったが、うち 37.5%が 3 年以内に返済期限を迎える見通しで、これが銀行システムに難題をもたらす恐れがある」との見方を示している⁸。このように、マネーの流れが目詰まりを起こすことで、中国の金融システム全体を揺るがす可能性が懸念されている。

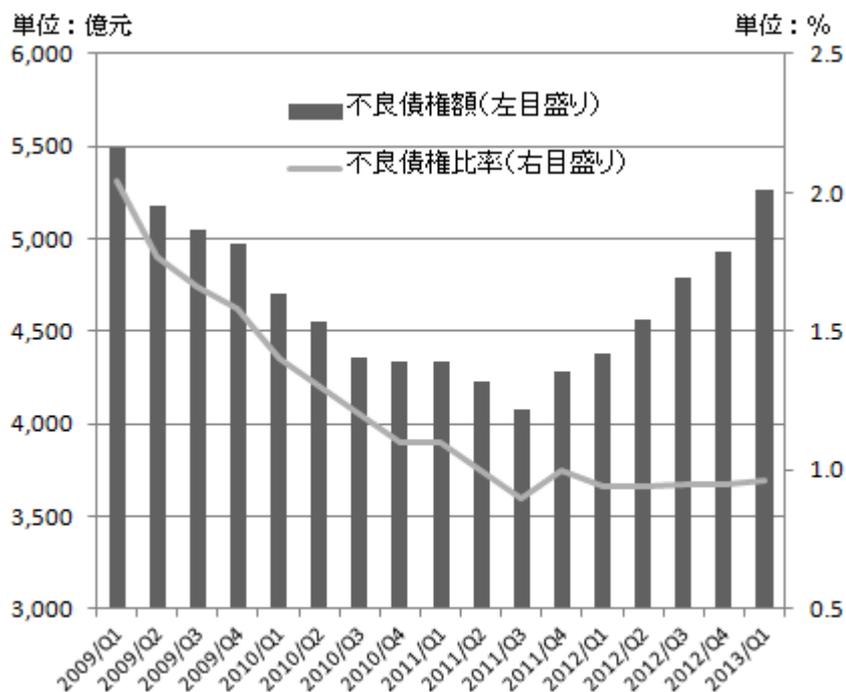
3. 今後の見通し

世界的にも中国のシャドーバンキングの急拡大に伴う金融リスクが注目され、2013 年 4 月に大手格付会社フィッチ・レーティングスが中国国債の格付を AA マイナスから A プラスへ格下げした他、ムーディーズ・インベスターズ・サービスも、格付は Aa3 を確認したものの、見通しを「ポジティブ」から「安定的に」引き下げた。

中国の銀行は、現状経営は安定し不良債権比率も 1%を切る水準にまで低下しているが、不良債権額は 2011 年第 4 四半期以降増加傾向にある（図表 9）。前述の通り、中国の銀行の融資プラットフォーム向け融資は、2012 年末時点で 9 兆 3000 億元と貸出の約 14%を占めており、融資プラットフォームのプロジェクトの中には採算が疑問視されているものもあることから、仮に今後これらの融資が焦げ付いた場合、銀行の不良債権比率が跳ね上がることが懸念される。

⁸ 2013 年 4 月 24 日付“WALL STREET JOURNAL”日本語版記事

図表 9：銀行の不良債権額の推移



出所：中国銀行業監督管理委員会

これに対し、中国当局もしかるべき対応をとり始めた。今年3月、中国銀行業監督管理委員会は、銀行に対して理財商品の監督を強化する通知を出し、対応資産を厳格に分別管理することや購入者へ商品内容の十分な説明を行うことなどを義務づけた。さらに5月には銀行に地方政府向け融資の抑制とリスク管理の徹底を求めている。

中国政府の対応能力という点では、国家の歳入をみると、かつてのようなペースで急増してはいないものの、2012年の歳入金額は11.8兆元となお安定的に増加しており、中央政府債務の水準も低く抑えられている（図表6）。加えて、共産党・中央政府は地方政府の債務を遥かに凌ぐ規模の資産価値のある土地や国有企業を実質的に保有している。したがって、中央政府には最終的には相応の体力があり、ある程度のコントロールは可能だろう。ただし、中央政府の保有資産の全てが必ずしも換金性の高いものではないため、どの程度予防的な対応が迅速にできるかという点には不安が残る。

なお、中国のシャドバンキングの拡大について、かつての中国のITIC問題や2008年のアメリカのサブプライム問題と類似しているとの指摘もある。仕組みをみると、最

最終的な資金が不動産に関わっていることなどが類似点として挙げられる。一方で、最終的な資金の出し手は家計（個人）であり、家計は貯蓄の範囲で投資しているため、必ずしも高いレバレッジが存在しているわけではないこと、また、海外の投資家が直接関わっていないということが相違点として挙げられる。こうした観点からは、システミックリスクが顕在化したとしても、あくまで中国国内の問題に止まり、影響が直接海外へ波及する恐れは少ないだろう。

図表 10：住専、ITIC、サブプライム・ローンとの比較

| | 日本の住専(住宅金融専門会社) | 中国の ITIC (国際信託投資公司) | 米国のサブプライム・ローン | 中国のシャドールーニング |
|----------|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 危機の時期 | 1995 年頃 | 1998 年頃 | 2008 年頃 | ? |
| 特徴 | 銀行が住宅ローン推進のために設立した住専が、その後、事業用不動産投資に傾斜し破綻 | 地方自治体が、自身の資金調達のために ITIC を設立。銀行監督を回避しつつ、資金調達、証券・不動産投資を拡大した後、破綻 | 低所得者向け住宅ローンなどを原資産とする各種証券化商品が急成長した後、資産劣化と流動性枯渇を機に不良化 | 金融当局の監視が十分に行き届かない与信や資金調達が急拡大したため、当局が規制強化に動いた |
| 主な資金の出し手 | 国内銀行 | 金融機関 (含む海外) | 金融機関 (含む海外) | 国内の個人 |
| 主な最終投資先 | 住宅、不動産 | 不動産、金融、貿易、運輸、エネルギー、通信など様々なインフラ関連事業 | 住宅、不動産 | 住宅、不動産 |
| 海外への波及 | 小 | 中 | 大 | 小 |
| 損失の規模 | 約 840 億ドル (約 7.9 兆円) (対 GDP 比約 1.7%) | 約 120 億ドル (約 996 億元) (対 GDP 比約 20.6%) | 約 1.4 兆ドル (対 GDP 比約 10.6%) | 損失規模は不明、 残高ベースで 約 5.4 兆ドル (約 34 兆円) (対 GDP 比約 66.3%) |

出所：整理回収機構、日本経済研究センター、富士通総研経済研究所、IMF、各種資料より著者作成

4. 終わりに

中国におけるシャドーバンキングの拡大が世界的にも問題視される中で、中国当局はシステミックリスクの発生による金融危機を回避し、その拡大に歯止めをかけようとしている。予断は許さないが、仮にうまく収めることができたとして、今後再び同じことを繰り返さないために中国の新指導部は国内の金融改革を進める姿勢を示しているが、この点に関し最後に以下のように指摘しておきたい。

シャドーバンキングは、銀行監督の目をかいくぐって信託、証券へと波及していった。シャドーバンキングを完全に規制することは難しく、適切に監督するためには、一段の金融自由化を行うことで金融弱者の銀行アクセスを可能とすると同時に、債券市場、株式市場といった直接金融の発展を促進し、シャドーバンキングの資金を監督可能な状況へ誘導することが重要である。

また、一般公共サービスや社会保障といった国民生活に重要な役割を果たしている地方政府が、その遂行のために必要な財政収入を十分得られないため、シャドーバンキングに依存するようになった点が問題である。分税制を見直し、中央から地方へ税再分をシフトするとともに、県、郷鎮といった最下層の地方政府が確実に税収を得られるモデルに転換することが必要であろう。

シャドーバンキングの資金は、融資プラットフォームを通じて多くの都市部のインフラ投資に回った。現在の指導部は「都市化」を強力に旗振りしているが、戸籍や土地制度などの問題を棚上げし、「空間の都市化」のみ推し進めるだけなのであれば、このまま経済合理性のない不必要な不動産投資が続けられることにもなりかねない。中央政府による都市化政策は、戸籍や土地制度などの問題の抜本的な改革を伴うものとするべきであり、箱モノの建設だけに終わってはならない。

参考文献

- ・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」季刊中国資本市場研究 2012 Summer
- ・金森俊樹「中国のシャドーバンキング—その国内評価とリスクへの政策対応—」国際金融 1249号、2013年6月1日
- ・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」季刊中国資本市場研究 2013 Spring
- ・田中修「地方政府の債務問題と金融リスク」2013年5月9日
「財テク商品のリスク」2013年5月30日
- ・北京大学国家発展研究院、阿里巴巴集団
「中西部小微企业经营与融资现状调研报告」、2012年5月
「长三角小微企业经营与融资现状调研报告」、2012年9月
- ・刘东民「城投债研究」中国社会科学院世界經濟政治研究所、2013年4月28日
- ・肖立晟「人民币理财产品分析」中国社会科学院世界經濟政治研究所、2013年4月26日
- ・薛恒敏「商业银行理财产品会计核算解析」China bond、2013年4月
- ・中国人民銀行「2013年第一四半期貨幣政策執行報告」2013年5月9日
- ・Dong Tao, Weishen Deng “China: Shadow banking - Road to heightened risks” CREDIT SUISSE, 2013/2/22
- ・Haibin Zhu, Grace Ng, Lu Jiang “Shadow banking in China” J.P.Morgan, 2013/5/3

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2013 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>