

表1 地方債務に占める銀行融資シェアが減少 (億元)

	2010年末		13年6月末	
合計	107,175	(100)	178,909	(100)
うち銀行融資	84,680	(79.01)	101,187	(56.56)
地方政府等発行債券	7,567	(7.06)	18,457	(10.32)
信託融資	—	—	14,252	(7.97)
企業債券	—	—	8,827	(4.93)

(注)カッコ内はシェア%、—は数値なし
(出所)中国審計署発表数値より筆者作成

今年中に償還期限が来る信託商品は5・3兆元と前年比50%超増加する見込みだ(2月12日付新華社系の都市紙「現代快報」)。

信託会社は、集めたかなりの資金を民間企業のみならず地方融資プラットフォーム(地方政府が事業を行うための資金調達機関)などを通じて地方政府にも貸し出している。中国審計署(日本の会計検査院に相当)の発表では、地方債務総額17・9兆元のうち、銀行融資の割合が10年末の79%から13年6月末の57%にまで低下する一方、信託融資は1・4兆元にのぼる(表1)。

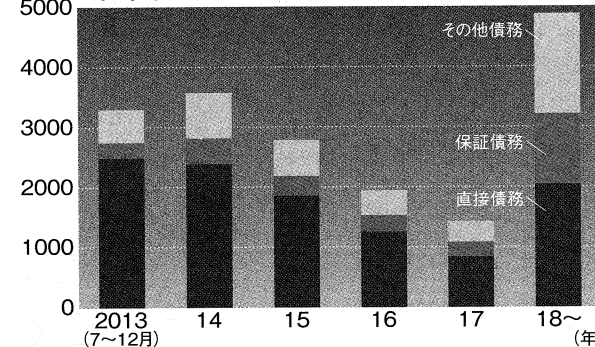
ここから、08年の4兆元の大規模景気対策に絡んで、信託商品をはじめとするシャドーバンキングによる資金が、地方政府や不動産、炭鉱開業者者に流れ込んだことが読み取れる。信託業協会統計から地方債務関連を探ると、13年末時点で、政府主導インフラ関連融資残高、地方政府と信託会社が共同で行うインフラ・民生関連の開発プロジェクト(政信合作)への融資残高は、それぞれ2・6兆元、9600億元となっている。総地方債務ベース(17・9兆元)で、14年中に期限が到来する債務は全体の20%(3・6兆元)で(図)、これらが全て予定通り回収できるかどうかのリスクも高まっている。短期の調達でインフラ投資などの長期運用というシャドーバンキングの調達と運用の期間のミスマッチも勘案すると、信託会社の当面の資金繰りへの圧力は高く、今後も同様のデフォルト騒ぎが起る可能性がある。

GITICの教訓

今回の信託商品問題は、98年の広東国際信託投资公司(GITIC)破綻を思い起こさせる。

GITICとは、80年代から蔵入基盤の弱い地方政府が資金調達のために設立した国際信託投资公司(ITIC)の一つである。ITICは外債発行などで資金を調達し、地域政策的なインフラ事業に資金を供給していたが、次第に不動産・株投資

今年中に3.6兆元の返済期限が到来する



(出所)中国審計署発表数値より筆者作成

にのめりこみ、90年代後半、不動産バブル崩壊とともに多くが経営困難に陥り、暗黙の政府保証が付いていると思われるITIC発行の債券がデフォルトした。GITICもその一つで、ほかのITIC案件も含めると日本の大手銀行は数千億円単位の損失計上を余儀なくされた。

GITICと信託商品問題との類似点と相違点を確認しておこう。

第一の類似点は、いずれも返済(元本)は保証されていてリスクはないという暗黙のルールを破って、債権者や投資家(GITICの債券を買った邦銀など外銀、信託商品は同商品を購入した個人投資家)に損失を負担させるか、市場の混乱を避けるために公的資金を投入するかが問わ

れていることだ。

第二に、当時4大国有銀行(工商银行、建設銀行、農業銀行、中国銀行)を中心に銀行が効率の悪い国有企業に融資する一方、ITICが高利回りの債券や借入れで資金を調達し、これを高リスクの不動産開発事業や株式投資などで運用していた。今回は信託会社が、高利回りで資金を調達して、銀行融資を受けにくい中小企業やハイリスクの不動産やインフラ関連投資に充てていた。

他方で、相違点もある(24頁表2)。GITICのケースでは日本の金融機関も含め債権者は外国人投資家がほとんどだったが、今回の信託商品は大半が中国国内の投資家だ。次に、中国が世界経済に占める比重は格段に大きくなっている。

さらに景気動向との関連では、GITIC問題が表面化した00年代初めの中国は、世界貿易機関(WTO)加盟やオリンピック招致を追い風に経済成長を加速させようとしていたのに対し、現在は意図的に持続的な中速度成長へ転換させようとしている時期だ。

部分的なデフォルトも

以上を踏まえ、信託商品にデフォルト懸念が再び生じた場合の中国当局の対応を占おう。

理財商品の破綻処理

中国が画策する 影の銀行への秘策

4兆元の景気対策の副産物であるシャドーバンキングと理財商品問題に、かつて4大銀行の不良債権処理に使ったスキームの活用が模索されているようだ。

かなもり としき
金森 俊樹 (大和総研常務理事)

1 月中旬、山西省の炭鉱会社向け融資のため中誠信託が中国工商银行を通じて販売した30・3億元(515億元)の信託商品(信託会社が組成した金融商品で、理財商品の一種)「誠至金開1号」が償還されなかった。そんな観測情報が駆け巡った。結局1月末、信託商品保有者は中国工商银行から元本は保証される旨の通知を受け取り、デフォルト(債務不履行)は避けられた。

しかし、資金の出所は今なお不透明なままである。中誠信託は三つの「戦略投資家」、すなわち自らと工商银行および山西省政府が合意したとされているが、銀行、省政府とも否定。また、工商银行の不良債権受け皿機関だった華融(1999年、国有銀

5・3兆元が年内に償還

「誠至金開1号」は2011年2月、期間3年、利率9・5~11%で販売された。実は12年中央にもデフォルトのうわさが流れた。当時、満期到来前だったため関係者は動揺し、販売した工商银行は支店での信託商品販売を停止したと言われる。中誠信託には同様の信託商品が全部で四つあるので、これは水山の一角にすぎな

が、政府や銀行が保有する海外資産を売ることである。

もし中国が保有する大量の海外の株式や債券などを売却すれば、理財商品による損失の穴埋めは十分に可能だろう。だが、その副作用は大きい。世界の金融市場で中国が売りに回れば、大幅な下落は避けられない。特に世界が懸念するのは、中国が大量に保有する米国債である。

「中国が理財商品への対応に、外貨

準備に手を付ける」——市場関係者の間に、こんな臆測を呼んだ途端、米国債市場は動揺するだろう。中国の3・8兆元(380兆円)に上る外貨準備金の中で、換金しやすく潤沢に保有する資産が米国債だからだ。

すでに「中国の米国債売り」を警戒する声がある。昨年12月末時点で世界最大の1兆2689億(約130兆円)の米国債を保有しているが、前月に比べると、478億(減

少しているからだ。いずれにせよ、中国が売りに動けば米国債とドルの急落を引き起こす可能性が高い。

また、中国経済全体の資金繰りに注目すると、さらに不気味なデータがある。図2は国際決済銀行(BIS)の統計を基に、03年3月を100とし、その後の世界全体の借り入れなどの与信残高と中国の対外与信残高の推移を示したものだ。リーマン・ショック後に中国の対外借り入

れが急増していることがわかる。

4兆元の経済対策の資金として、シャドーバンキングに加え、海外マネーが大量に流入したためと考えられる。理財商品問題をきっかけに海外の金融機関が中国向け貸し出しを絞り込めば、中国バブル崩壊につながりかねない。

理財商品が中国の実体経済や金融市場を通じて、世界経済を揺るがす可能性はある。

いとされていた(12年6月25日付経済情報サイト「財經網」)。

このデフォルト騒動があった当時、すでに中国国内では通常の銀行融資でないシャドーバンキング(影の銀行)への懸念が出始めている。今回の騒動は結局、その後も事態は何ら変わらないままだったことを物語っている。2月初めには、経営難に陥った石炭採掘会社、山西聯盛能源に関連して、吉林省信託が中国建設銀行を通じて販売した信託商品「松花江77号(総額9・7億元)」の一部が、融資先が再建中として満期を迎えても償還されないままになっていることも明らかになっている。

中国信託業協会は、昨年末の信託資産残高が10・91兆元(約185兆円、前年比46%増)対国内総生産(GDP)比19%と過去最大になったと発表した。業界関係者によると、

表2 GITIC問題が発生した1998年との比較

	1998年	現在
GDP	世界7位	世界2位
世界輸出シェア	3.40%	13.9% (2012年)
世界輸入シェア	2.50%	12.1% (2012年)
外貨準備	1,450億ドル	3.8兆ドル (2013年末)

(出所) 中国人民銀行統計などより筆者作成

まず、公的資金による救済はしないケース。信託商品は、①国内投資家が主であるため、対外的な配慮を必要がない、②個人投資家のリスク意識(自己責任原則)を高めて金融改革を加速させたい、③ある程度の景気鈍化はむしろ許容できるという観点から、今後は救済しないと

いう対応があり得る。デフォルトを容認しないケース。これは当局が①GITIC時に比べ、中国経済の混乱が世界に与える影響は格段に増しており、混乱は断固回避すべきという外圧を予想し、②国内投資家の不満が高まり暴動など社会不安に火が付く危険性を懸念して、デフォルトさせないシナリオだ。

また、昨年11月の3中全会で動静

が伝えられず、経済改革の進捗を管理する「領導小組」でもナンバー1にとどまった李克強首相の改革への意欲と改革を進める政治的基盤が、GITIC問題を主導した朱鎔基元首相と比べて脆弱という点も見過せない。

結局、金額や投資家の広がり、金融システムのリスクを見ながら、混乱を避けつつ金融改革への意欲は示したうえで、モラルハザードを起さない範囲で、部分的・地域的にデフォルトを容認する可能性が高い。

AMCの活用

信託商品のデフォルト懸念増大に伴い、別の対応策もうわさされる。かつて不良債権処理に使われた冒頭のAMCの活用だ。GITIC破綻後の99年、WTO加盟に伴い4大国有銀行を改革し、その競争力を強化

するため、四つのAMC(工商銀行、華融、建設銀行、信達、農業銀行)が設立された。そこに総額約1.4兆元の不良債権が移管され回収が図られた。AMCは近年、不良債権処理のための政策的組織という当初の形態から、証券、保険、リースなどの幅広い金融取引を手掛ける総合金融サービス会社への転換を模索している。すでに華融と信達が株式会社形態へ

移行。信達は昨年12月、香港市場に上場し25億米ドルを調達した。華融も上場を計画している。

4大国有銀行が保有しているAMC債券は不良資産化すると言われていたが、08年の4兆元景気対策効果で不動産市況が高騰したため、11年以降AMCは「黄金期」を迎えた。

例えば、最大規模の華融の13年末の総資産は4000億元強と08年に比べて12倍、13年の収益は192億元(前年比59%増)だ。AMCの主たる資金源は資本金と国内金融市場での金融債券発行で、資金調達コストは相対的に低く、不動産市況の好転で一気に収益性が高まった。

AMCは信託商品にどのように関わるのか。

AMCが信託商品を買収する「ファンド」へ出資、あるいはファンドの管理運営者になる。または、AMCが信託会社の株の一部を買収し、信託会社はそれによって得た資金で、販売した信託商品を償還する。さらに、AMCが信託商品で資金調達した不動産開発業者らに直接融資する形で、関与を強める(このケースはすでに数件の事例がある)。つまり、AMCがインフラ開発企業の新たなシャドーパーキングとなるのだ(13年7月12日付金融情報サイト「金融界論壇」)。

AMCが処理スキームの一つの鍵

を握ると見る市場関係者は少なくない。ただし、近年のAMCの収益状況好転の要因は、基本的には4兆元の大規模景気対策がもたらした「不動産バブル」である。

公的資金の許容度

仮に、事実上デフォルトした信託商品をAMCが引き受けたが、処理しきれなかったり、それがAMCの経営に大きな打撃となるようなら、結局、当局としては信託商品問題のハードランディングを避けるためには、公的資金投入がどの程度許容されるかの判断が必要になってくる。

かつては不良債権の発生原因として、国有企業の非効率さと銀行のガバナンス(統治)欠如に加え、計画経済から市場経済への移行という政策的要因が共有できたからこそ、96年以前に発生した不良債権だけをAMCに移管し、そこに公的資金が投入された。しかし、今はそうした理屈は通りにくい。

デフォルトさせた場合、金融システムや実体経済への影響が大きいとみれば、公的資金の投入もあるかもしれないが、一方で、それほど影響が大きくないと判断すれば、デフォルトさせるかもしれない。ケース・バイ・ケースの対応となるだろう。

