

2013年7月1日 全10頁

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

常務理事 金森俊樹

[要約]

- 中国でシャドーバンキングと認識されている主なものは、個人等が地下で貸し付けるインフォーマルな金融、信託会社の信託商品、銀行の信託貸付、委託貸付等である。
- その規模について正確な統計はないが、30兆元（対GDP比55%）近いとも言われており、いずれにせよ近年急拡大している。
- 中国におけるシャドーバンキングは、金融が完全に自由化されていない状況下で、規制の外で市場原理が貫徹した結果であり、中国国内でも改革派を中心に肯定的評価が多い。
- 他方で、不動産価格が下落した場合等に生じる可能性のあるリスクも認識されてきており、金融当局はリスクへの政策対応を採り始めている。

(*) 本稿は、(一財)外国為替貿易研究会発行「国際金融」2013年6月号に掲載されたリポートを加筆修正したものである。

世界的な金融危機の一因と認識され、国際的にもG20の場で、その規制・監督強化が検討されているシャドーバンキング（通常の銀行以外の証券化ビジネス等の金融形態の総称、影の銀行）だが、昨年後半頃から、中国でも「影子銀行」と称され、その急拡大が問題となってきた。本件が注目され始めた直接的背景は、2010年秋、温州で資金難に陥った中小企業が相次いで倒産する中で、「民間借貸」の存在が注目されたこと、またおそらく温州での問題もあって、IMFが2012年10月に作成した世界金融安定化報告（Global Financial Stability Report）の中でこの問題を取り上げたこと、そして昨年末、華夏銀行が中国で初めて資産運用商品の違約通知を行ったことに加え、中信信託を始めとするいくつかの大手信託会社の資金難が明らかになったとの報道（1月29日付経済参考報）があり、これまで暗黙の了解（潜規則）で、元本利息が保証される（剛性貸付）リスクのない商品とされてきた影子銀行商品に対する認識が、大きく揺らぐ事態になったことである。

1. 中国で影子銀行と言われているものは何か？

中国において、影子銀行の公式の定義はなく、またその範囲については議論もあるようだが、中国国内の学者・金融関係者等の各種論評・発言を基にすると、おおむね以下の3つの領域が影子銀行と認識されていると考えられる。

- ① 個人等がアンダーグラウンド（地下銭庄）でインフォーマルに貸し付けるいわゆる民間借貸で、最も不透明で実態がよくわからないもの。監督規制を受けている銀行が国有大企業への融資中心であるのに対し、これらは中小企業向けが主で高リスク、利率は20%以上になる場合も多い。不動産担保をとる場合もあるが、個人的な信頼関係に基づくだけのものも多く見られる。
- ② 各種信託商品を提供する信託会社。不動産、地方融資平台等に運用している。信託商品の最低ロットは100–300万元で、購入者は富裕層が主体。その意味ではリスクは限定的と見られている。信託会社は、また下記③の銀行の資産運用商品も受け入れている（銀行信託合作）。
- ③ 銀行が自らの名前で個人等に提供している資産運用商品（理財商品）と、企業が銀行に資金を預け入れ、銀行が仲介して他の企業やプロジェクトに貸し付ける委託貸款。いずれもオフバランス取引（不列入資産負債表外交易）である。理財商品については3–6月の短期商品が多く、90%以上は1年以内。資産運用商品を提供している主な銀行としては、中国建設銀行、中国銀行、チャイナ・マーチャントバンク、中国工商銀行、交通銀行がある。2012年の平均収益率は4.1%程度（銀行監督委員会幹部発言、1月30日付第一財經日報）。上記②と同様、不動産、融資平台等に運用している。銀行がからんでいため、一般投資家から全くリスクのない商品と認識されがちである。

①には、最近急速に拡大しているネット上での個人間の金融、「P2P 網際（peer to peer、人人貸ネット）借貸平台」も含まれよう。また銀行引受手形（銀行承兌匯票）や非銀行部門が保有する企業債券も影子銀行と見なされていることが多い。以上から、中国で影子銀行と見られているものは、米国等で一般に言われているレバレッジ効果の高い証券化商品を主としたシャドールバンキングとは、若干その性質が異なる面もあるように思われる。

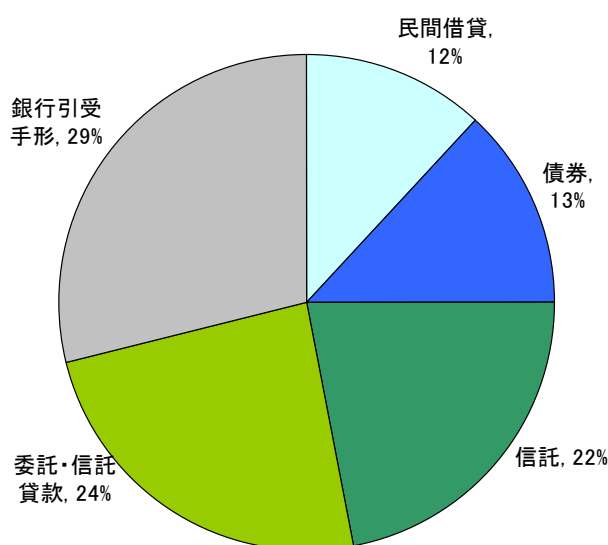
2. どの程度の規模なのか？

公式の統計がないため、様々な数値が飛び交っている。2012年9月末時点の規模（ストックベース）で見ると、最も低い推計で13.6兆元（対12年GDP比26%）、最も高い推計で24.4兆元（同47%）との数値がある一方、12年末時点で27.88兆元（上海証券研究所）あるいは28.6兆元（方正証券）と、GDP比で54–55%程度の規模にのぼるとの見方もある（以上、12年12月

5日、14日付金融時報中国語版、13年1月30日付経済参考報）。IMFレポートの推計値はGDP比40%で、中国国内ではこれを上回る規模の見方があることがわかる。

上述①、②、③の分類に則して見ると、①については、人民銀行2011年調査では11年5月末3.38兆元、IMF推計は対GDP比6-8%（11年GDP47.2兆円を基にすると2.8-3.8兆元）である。12年末3.5兆元という推計もある（方正証券、1月30日付経済参考報）。P2Pネットワーク平台の取引量はなお全体からみれば小額であるが、11年60億元から12年300億元と急拡大しており、12年末の残高は低く見積もっても100億元以上はあると見られている（1月29日付経済参考報）。②は、中国の経済統計サービスWIND咨訊によると、12年末の管理資産総額が7兆元を超え、保険業の資産規模を上回った。③について、人民銀行調査では、11年6月末3.57兆元（対総預金比4.5%）だが、IMFは12年9月末8-9兆元（対預金総額10%）、方正証券は12年末8.5兆元（信託貸放2.8兆元、委託貸放5.7兆元）と推計している他、13年1月、銀行監督委関係者が述べたとされるところでは、「2007年には5,000億余元にすぎなかったものが、現時点で約7.4兆元に達し、信託会社や保険会社の資産規模を上回った」（1月30日付第一財經日報）。Fitch Ratingsの推計は最も大きく、11年末8.5兆元、12年末13兆元としている。また資産運用商品数は、ある外銀の調査によると、2010年から12年にかけて2倍と急増、社会科学院の推計では、2011年23,858商品、12年30,000商品が販売されている。①、②が一部重複している可能性があるが、3つを単純合計すると、12年末でおよそ20兆元近く、対GDP比40%程度となる。上述の中国国内の最も高い推計は、この上限値に銀行引受手形6兆元、非銀行部門が保有する企業債券約4兆元を加えたものだ。華創証券によれば、②のインフラ、不動産、商工業関連の信託商品で、2013年中に支払い期限が来るものは2兆元、銀行が提供する資産運用関連も含めると3兆元以上になるという（1月29日付経済参考報）。

図表1 影子銀行のおよその内訳



（資料）WIND、上海証券研究所、1月30日付経済参考報。

人民銀行も、伝統的な銀行ローン以外の融資チャンネルが拡大していることを注視しており、その証拠に2011年から「社会融資規模」という統計を、2002年に遡って発表し始めている¹。それによると、2012年の社会融資規模は15.76兆元、うち銀行ローンは8.20兆元と社会融資総額の52%、2013年1-5月、同シェアは46.3%まで低下している。2000年代初はこの比率が90%以上であり、銀行ローン以外の融資が急拡大していることがわかる。

図表2 社会融資規模

(単位: 億元、%)

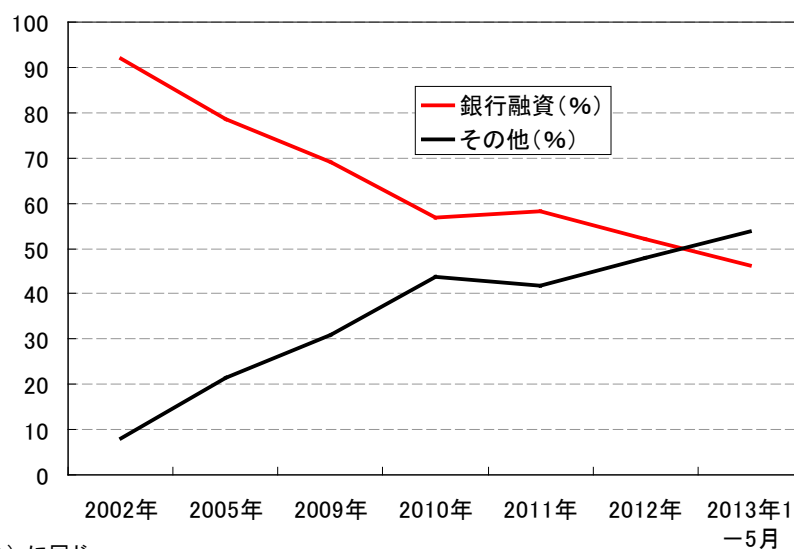
	2002年	2005年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年1-5月
社会融資規模	20,112 (100)	30,008 (100)	139,104 (100)	140,191 (100)	128,286 (100)	157,600 (100)	91,004 (100)
人民元融資	18,475 (91.9)	23,544 (78.5)	95,942 (69.0)	79,451 (56.7)	74,715 (58.2)	82,000 (52.0)	42,149 (46.3)
委託貸款	175 (0.9)	1,961 (6.5)	6,780 (4.9)	8,748 (6.2)	12,962 (10.1)	12,800 (8.1)	9,128 (10.0)
信託貸款	----	----	4,364 (3.1)	3,865 (2.8)	2,034 (1.6)	12,900 (8.2)	11,190 (12.3)
企業債券	367 (1.8)	2,010 (6.7)	12,367 (8.9)	11,063 (7.9)	13,658 (10.6)	22,500 (14.3)	11,620 (12.8)
その他	1,095 (5.4)	2,493 (8.3)	19,651 (14.1)	37,064 (26.4)	24,917 (19.4)	27,400 (17.4)	16,917 (18.6)

(注1) カッコ内は社会融資規模に占めるシェア。2013年1-5月の計数のうち、5月分は暫定値。

(注2) その他は、外貨融資、銀行引受手形(BA)等

(資料) 中国人民銀行発表数値より作成

図表3 社会融資総額に占める銀行融資シェア



(資料) (図表2)に同じ。

¹ 人民銀行の定義によると、「一定期間内に実体経済が金融システムから獲得した資金の総額で、フローの概念」である。

3. 中国国内の認識－積極的評価が主流か？

中国で影子銀行と呼ばれる金融が急拡大している基本的な要因は、金融の自由化がなお十分進んでいない、特に金利が自由化されておらず、一般に言われる「金利抑圧」現象が生じ、また銀行の融資量も当局によってコントロールされている中で、2010 年来、金融が引締め気味となったこと、そうした状況下で資金の出し手、借り手双方に金融サービス多様化への要求が強まっていることであり、その要求を満たすため、規制を受けている通常銀行業務の外で、市場原理が貫徹した結果であるということができる。すなわち、銀行は以前から国有企業への融資を優先する傾向にあるが、金融引締めの過程で多くの民間中小企業がさらに銀行融資を受け難くなり、民間借貸といった形で非銀行部門に頼るようになり、また人為的に低く抑えられた預金金利は実質マイナスで、資金の出し手は信託商品、民間融資等、預金以外の収益の高い運用を求める一方、銀行側も預け入れられる資金の流出を抑えるため、より収益の高い商品を提供するようになったことである。

このため皮肉と言うべきか、金利の自由化等を主張する改革派の学者らからは、影子銀行について、むしろ肯定的な評価が聞かれる。例えば、中国の有力な金融学者のひとりである李揚社会科学院副院長は、「資金の出し手、借り手双方の金融多様化への要求から発生したものであり、これを禁止または厳格な監督下に置こうとすると、金融効率面で大きな代価を支払うことになる」（2012 年 10 月 22 日付財新網新世紀）としている他、「中小企業金融に一定の役割を果たしている」（復旦大学教授、同 11 月 12 日付財經頻道）、「信託商品といっても、その市場リスクや取り扱う機関のモラルリスクは通常の金融機関と本質的に変わらず、特にリスクが大きいわけではなく、取引者がそのリスクを負うべきもの」（人民大学信託基金研究所長、1 月 29 日付経済参考報）、「銀行以外の融資チャンネルが多様化し発展する傾向自体は、悪いことではない」（中央財經大学教授、2 月 7 日付第一財經）「影子銀行はより資金需要に則しており、単純に取り締まるのではなく、管理監督に取り込むことによって、より多層的な金融体系が構築できる」（人民銀行金融政策委員、5 月 27 日付人民日報）等の評価である。中国の経済専門メディアである経済参考報は、上記記事も含めて 1 月末に影子銀行の特集を組んでいるが、その中で、「影子銀行は、市場と規制監督間の駆け引きの中で、既存の規制を突破しようとするひとつの金融イノベーション現象である。中国は現在、金融脱媒（筆者注：銀行等仲介業者を介さないで行う直接金融への移行）の過程にあり、また金利市場化や経済発展モデルの転換において重要な時期にある。そうした状況下で、影子銀行は金融発展を促す下から上へ向けての改革の原動力になるもの」との主張を展開している（1 月 31 日付経済参考報時評）。

金融当局も、人民銀行が 4 半期毎に発表する「中国貨幣政策執行報告」では、例えばその 2012 年第 3 四半期報告において、社会融資規模統計の中の銀行融資以外の部分が増加していることについて、「融資構造が多様化し発展している」と評価している他、人民銀行総裁、銀行業監

督管理委員会主席は、昨年 11 月党大会時での「中国金融改革与科学發展」と題する共同記者会見で、記者の質問に答える形で、「金融サービスへの需要は多様化しており、伝統的な銀行業務では必ずしも提供できないサービスもあり、多様化の方向は不可避」と発言している。さらに 2013 年 1 月に開催された「中国銀行業理財業務熱点問題座談会」の席上でも、銀監委幹部が銀行の理財業務について、「長足の発展を遂げており、実体経済の発展に役立っている。銀行業の改革転換を促進し、顧客のニーズにも応えている」、「理財商品の大半は健康的である」等、積極的に評価する発言を行い注目された（1 月 30 日付第一財經日報）。このように金融当局が肯定的発言をしている背景には、現実問題として良くも悪くも、影子銀行の存在が中国の経済成長を支えている側面は否定できず、特に景気後退局面では、急激に影子銀行への規制を強めると、景気の冷し過ぎが懸念されるという事情もある。

米国のサブプライム（次貸）のような問題が中国でも生じるリスクについては、「その規模はなお小さくなく、また大部分の非銀行部門の活動も監督下に置かれていることから、グローバル金融危機の中でクローズアップされた先進国の影子銀行の問題とは異なるもの」（人民銀行総裁、銀監委主席、上記記者会見）、「中国における資産運用商品の主体は個人で、米国のように資産価格の下落で銀行部門がバランスシート調整を行い、急激なデレバレッジ効果が生じるとは考えにくい」（北京大学教授他、参考文献 1）と、その可能性を否定する見方が支配的である。

4. リスクの認識と政策対応

他方で、影子銀行の急拡大が、中国の金融システムにとって以下のような不安定要因となってきたことも否定できない。

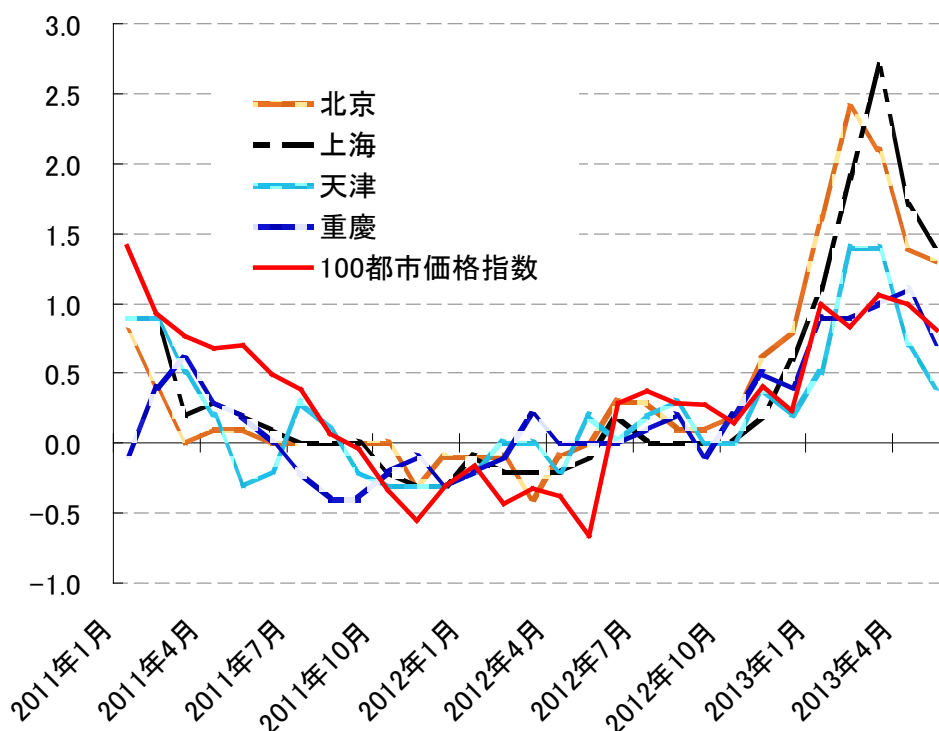
- ① 影子銀行の拡大によって、規制監督を受けている銀行が、競争上、収益を高めるため、預貸率規制や準備金規制を受けないオフバランス取引を拡大させており（あるいはせざるを得ない）、その結果、銀行本来のガバナンスが働きにくくなっている。他方、信託会社は、銀行と同様の規制監督を受けないで、事実上、銀行と同じような業務を行っている。
- ② 大半が期間 3-6 月の短期の資金を受け入れ、これをインフラ建設や不動産という長期運用に回しているというミスマッチ（錯配）があり、しかも商品の金利を 10%以上、時には 20%近くと、例えばインフラ建設の通常の利回りを大きく超える水準に設定していること。
- ③ 元来、信用リスクの観点から融資規制がかかっている不動産や融資プラットフォーム向けられている融資が多く、程度の差はあれ、ひとたび不動産市場が急落してくると、サブプライムと同様の負のスパイラルが起これ、現在少なくとも表面上は低い金融機関の不良債権比率が、短期間に急激に悪化する可能性も排除されない。中国の不動産市場は、金融引締め策や不動産投機抑制策を受けて、2011 年初から 2012 年半ばにかけ大きく軟化しているが、これは

昨年後半以降急速に影子銀行のリスクが注目されはじめたことと、タイミング的に無関係ではあるまい（図表4）。

- ④信託商品の拡大によって、これまで安定的であった銀行預金の変動が大きくなってきていることで、これは金融システムの安定性にとって重大な課題を提供している。（図表5）を見ると、預金の変動額は2009年頃までは比較的小幅であるが、09年以降、大きく変動するようになっており、しばしば残高が減少している月も出てきている。
- ⑤規制監督との関係では、特に急増するネット金融について、参入規制、業務規制、監督当局がないという「三不管」と呼ばれる状態を放置すると、容易に地下金融になるおそれがある（あるいはすでになりつつある）との認識が高まっている。監督当局がある場合でも、信託商品については、商品の性格上、銀行、証券と監督当局が複数またがり、単一の責任ある当局がないという問題がある。

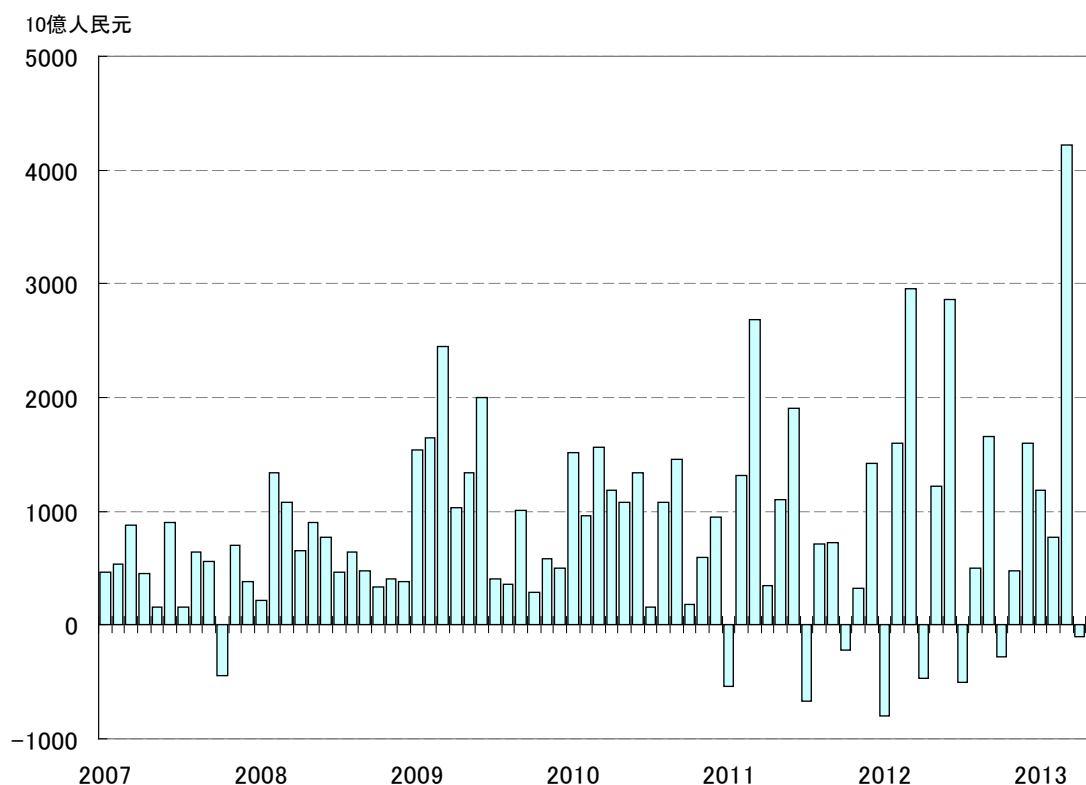
その他金融政策との関連では、これまでのようにM2や銀行融資額だけを見ていてよいのかという問題が生じている。人民銀行が上述の社会融資総額を発表し始めたのは、まさにそうした問題意識からであろうが、人民銀行にとって明らかに銀行融資は調節し易いが、影子銀行はそうはいかず、金融政策の有効性をどう確保していくかが問題になってきていると思われる。

図表4 主要都市新築住宅販売価格の推移（2011年1月以降、前月比%）



（資料）統計局主要70都市住宅価格指数、中国指数研究院100都市価格指数より作成

図表5 金融機関人民元預金の変動幅



(注) 月毎の増減額

(資料) 人民銀行統計より作成

上記の通り、影子銀行の規模はかなり広い幅をもって推計されているが、いずれにせよ急拡大を続けていることは間違いなく、中国金融当局としても、GDP比 130%の銀行融資残高と比べても無視し得ない存在になってきている。金融当局は、上述のように、対外的には（そしておそらく、国内的にも不安感を醸成することがないようにという考慮から）、本件は中国にとってそう深刻な問題ではないと説明しているが、同時に、それが中国の金融システムの不安定要因になってきており、また規制監督上の問題を提起していることも、十分認識している節がある。上述、昨年 11 月の共同記者会見の席上でも、「影子銀行に伴うリスクの管理監督については高度の警戒を維持していく必要がある」とも指摘しており、実際、銀行監督委員会は、すでに 2010 年、11 年に、「銀信理財合作業務の関連事項に関する通知」、「銀信理財合作業務の更なる規範化に関する通知」を発表するとともに、11 年 10 月、全金融機関に対し、オフバランス取引の詳細を報告するよう求めている。13 年 1 月に開催された全国銀行業務監督管理会議では、改めて「不動産業等へのオフバランス業務のリスクを厳しく管理すること」が強調されたと伝えられている。また人民銀行も、上述の社会融資規模統計の発表に加え、11 年 8 月、オフバランス資産の一部を預金準備率の積算対象に含めることを決定している²。また、13 年 2 月 26 日華爾街（ウォール・ストリート）見聞は、消息筋の話として、金融当局は銀行に対し改めてオ

² 銀行手形引受にかかる保証金預金を準備金預金の対象に入れること。

フバランス取引の詳細な報告を求めるとともに（3月末か4月初にも上海から試行的に開始）、銀行は資産運用商品を販売するにあたって、その規模、商品形態、利率、期限等を地方の監督当局に登録することを義務付け、さらに資産運用商品の総額を預金の20%までとする上限規制も検討中と伝えている³。

国際的なバーゼル規制との関係では、中国は2007年にバーゼルIIを導入しているが、11年4月に「中国銀行業の新管理監督基準の実施に関する指導意見」、11年6月「商業銀行杠杆（レバレッジ）率管理弁法」、12年6月「商業銀行資本管理弁法」を公表し、バーゼルIIIの導入に向けた準備も開始している。バーゼルIIIの中でグローバル金融危機を受けての改正の目玉であるレバレッジ比率も、指標のひとつとして導入することとされている。バーゼルIIIでは、すべてのオフバランス資産を一定の係数を掛けて計上することとされているが、中国当局も、基本的にこれを踏襲する予定となっている⁴。元来、中国の銀行は預金貸出中心で、欧米に比べレバレッジ比率は高かったが、オフバランス業務拡大で下落してくることが予想され、これら規制により、オフバランス業務の過度の拡張を抑制する効果が期待されている（参考文献2. 3.）。

5. 地下金融の「陽光化」

上述の通り、中国の影子銀行が注目され始めたひとつのきっかけは、2011年秋に温州で生じた中小企業の相次ぐ夜逃げ・倒産によって、アンダーグラウンドで個人等が高利で中小企業に貸している「民間借貸」の実態が明らかになってきたことである。これを受けて、2012年3月、国務院常務会議は「温州金融改革試験区」の設立を決定、具体的には以下を中心とする12項目をその任務として設定した。

- ①民間融資：民間借貸登記サービスセンターを設立する等、民間融資を発展・管理する制度を構築し、「民間借貸を地下から地上に出す（陽光化）」。
- ②小額貸款：小額の貸付を行う村鎮銀行、貸款公司、農村資金互助社といった新たな金融組織を発展させ、民間資金の動員を図る（中小企業金融専門機関の設立）。
- ③資産管理：専門的な資産管理機構を設立し、民間資金が法に依拠して投資を行うようにする。
- ④境外投資：個人の対外直接投資を検討し、温州の民間資金に新たな投資機会を提供する。
- ⑤資本市場：地域の資本市場を育成する。

³ その後3月、銀行監督委員会は、「銀行のローンやL/C等の通常の資産以外の資産への投資は、資産運用商品を販売して得た資金の35%以内、銀行の総資産の4%以内とする」との規制を発表した。

⁴ レバレッジ比率＝中核的自己資本/調整後オンバランス・オフバランス資産残高、中国ではこの比率を4%以上とすること、システム上重要な基幹銀行は2013年末まで、それ以外は16年末までに達成することとされている。

⑥債券商品：小企業の再担保制度を構築し、より多くの企業、とりわけ中小企業が、債券市場を通じて資金調達ができるようにする。

これら措置は、何れも地下に潜っている民間資金を動員しながら、適切な管理監督の下に置こうとするもので、影子銀行の中で最も透明性に欠ける「民間借貸」問題を是正しようとするものである。ただ具体的にどう進めるかが明らかでなく、これまでのところあまり成果は上がっていない。例えば、中小企業の債券発行による資金調達促進がうたわれているが、その基礎となる債券のリスクを評価するシステムが十分でないなどの問題が指摘されている⁵。また「試験区」とされているので、将来的には温州での経験を踏まえて、全国的な展開を考えているものと思われるが、言うまでもなく、影子銀行は、中国全体の金融システムに関わる話であり、その意味で、温州での試みが、今後どのように中国全体の金融改革に繋がっていくのか注視する必要がある⁶。さらに地下金融との関係では、「三不管」と言われているネット金融の急拡大を、今後どう規制監督していくのかも重要な政策課題となつてこよう。中国国内の影子銀行を巡る雰囲気は、2013年に入って、引き続きその意義を積極的に評価はしつつも、内在するリスクに警鐘を鳴らす方向へと、やや風向きが変わってきているように思われる。

(参考文献)

1. 黄益平, 常建, 杨灵修「中国的影子银行会成为另一个次债？」国际经济评论 2012年2月
2. 巴曙松「中国银行业实施的巴塞尔 III：进展与趋势」金融与保险 2012年第三期
3. 巴曙松「巴塞尔资本协议 III 在中国」国家发展研究中心 2012年7月
4. 「争议影子银行」财新 新世纪 2012年第41期
5. 「“影子银行：从幕后走向前台的新势力”上海证券研究所 2013年1月
6. IMF「Global Financial Stability Report」Chapter 2, October 2012
7. Financial Times 中国語版「专栏：中国金融体系仍暗藏风险」2013年1月7日
8. 金森俊樹「中国地下金融が指し示す問題」大和総研ウェブサイト（リンク、アジアインサイト 2011年10月27日）

⁵ 2013年1月2日付 China Daily は、これまで登記センターに登録された融資額は14億元と、推定される温州市の地下金融1,200億元に比し、微々たる水準に留まっており、改革のペースは遅すぎるとの関係者の言を伝えている。その要因のひとつとして、登録をすると、登記センターを通じて所得が把握され課税されることを恐れる貸付者が多いことが挙げられている。

⁶ これまでのところ、温州の他、2012年初に広東省珠江、2012年末に福建省泉州がパイロット地区として指定されている。