

2013年7月12日 全4頁

## 中国短期金融市場の混乱収束。第二幕に備えよ

経済調査部  
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

### [要約]

- 6月中旬の上海銀行間取引金利（SHIBOR）の急騰は、リスクが高いと目される資金調達  
の急増や金融秩序の乱れに対する金融当局の不快感を表明し、金融秩序の回復を促すた  
めであったと考えられる。しかし、6月24日には上海総合株価指数が前日比5.3%の急  
落を演じた。金融秩序の回復に向けた措置が、金融・資本市場の混乱を招いたのである。  
これを受けて、中国人民銀行が短期金融市場への資金供給を再開するなど事態の沈静化  
に努めた結果、7月11日のSHIBOR翌日物金利は3.35%と、今回の騒動が始まる前の水  
準をも下回った。短期金融市場の混乱はひとまず収束したのである。
- 潜在的な不良債権の認識やその抜本的な処理については、手付かずのままである。おそ  
らく、政府（省レベル）との関係が密接な貸出先に対しては、少なくとも今後1年～2  
年はロールオーバー（借り換え）によって、返済期限の長期化と分散化が図られよう。  
この点で当面はリスクが暴発する可能性は低い。
- しかし、潜在的な不良債権の認識や抜本的な処理を行うまではリスクを抱えたままとい  
うことには、注意が必要である。恐らく、中国政府が問題債権の洗い出しとその抜本的  
処理を行う段階で、中国の金融・資本市場は再び動揺し、経済成長率も大きく低下する  
公算は大きい。第二幕への警戒を怠るべきではない。しかし、これは中国の金融改革が  
大きな一歩を踏み出すことを意味する。並行して金利自由化を行うことも重要である。  
そうでなければ、現在の疑心暗鬼が晴れず、チャイナリスクの喧伝が続くことになろう。

## 短期金融市場の混乱はひとまず収束

リーマン・ショックを契機とする世界的景気低迷への対応として、2008年11月に4兆元の景気刺激策を発表した中国は、「保八」（2009年年間で8%の実質GDP成長率を死守する）を合言葉に、未曾有の金融緩和を実施した。2009年の人民元貸出増加額は前年比95.6%増の9.6兆元に達し、2010年末の地方政府融資平台（中国版第三セクター）の債務残高はGDP比26.7%の10.7兆元へと急増した。これらの資金は固定資産投資や不動産投資・投機に向かい、2009年の固定資産投資は前年比30.4%増を記録。中国経済は世界に先駆けて回復し、2009年の実質GDP成長率は同9.2%、2010年は同10.4%の高成長となった。2009年の需要項目別実質GDP成長率寄与度を見ると、総資本形成が8.1%ポイントとなったが、過剰投資が問題視される中国でも投資がこれほどの寄与をしたことはない。

地方政府融資平台の債務残高は2011年以降厳格に管理されるようになったが、それは、シャドーバンキング（影の銀行）<sup>1</sup>と呼ばれる銀行を経由しない金融の急拡大に形を変え、それを商品として支える「理財商品」（財テク商品）の急増が問題視されている。シャドーバンキングとは、地下金融、信託貸出<sup>2</sup>、委託貸出<sup>3</sup>などの総称であり、一部は中小企業、不動産、地方政府融資平台、インフラプロジェクト向けの投融資などで運用されている。全体の残高に関する公式統計は存在しないが、中国銀行業監督管理委員会の尚福林主席が6月29日のフォーラムの席上で行ったスピーチによると、2013年3月末の理財商品の残高は8.2兆元であり、2012年の名目GDP比では15.9%となる計算である。シャドーバンキング全体の残高はGDPで40%~50%程度との推計が多い。

日本ではシャドーバンキング＝悪玉論が支配的であるが、現地エコノミストの間では6:4か7:3の割合でプラスの評価の方が多く、具体的には、①銀行からの貸出に多くを期待できない中小企業の重要な資金調達手段となりつつある、②金融の自由化・多様化を推進する一つの形態である（過度の銀行貸出依存からの脱却）、との評価である。一方、3割~4割の批判は、本来なら淘汰されるべき中小企業の単なる延命や不動産投資・投機、さらには期待収益率の低いプロジェクトのために資金が使われている、といった点に向けられている。

6月中旬の上海銀行間取引金利（SHIBOR）の急騰は、こうしたリスクが高いと目される資金調達の急増や金融秩序の乱れに対する金融当局の不快感を表明するためであったと考えられる。SHIBOR 翌日物は6月5日の4.62%から上昇傾向を強め、端午節の連休（6月10日~12日）を挟んで6月20日には13.44%へ急騰した。資金需要が高まる連休前に銀行間取引金利が上昇することはよくあるが、連休明け後も上昇が続いたのは異例である。中国人民銀行がオペレーションによってマーケットに資金を供給し、金利低下を促すことは可能であり、それを取ってしなかったのは、上記のような金融秩序の乱れに対する金融当局の不快感を表明し、金融秩序の

<sup>1</sup> シャドーバンキングについては、7月1日付け大和総研レポート「中国のシャドーバンキング」（常務理事金森俊樹）に詳しい。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20130701\\_007376.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20130701_007376.html)

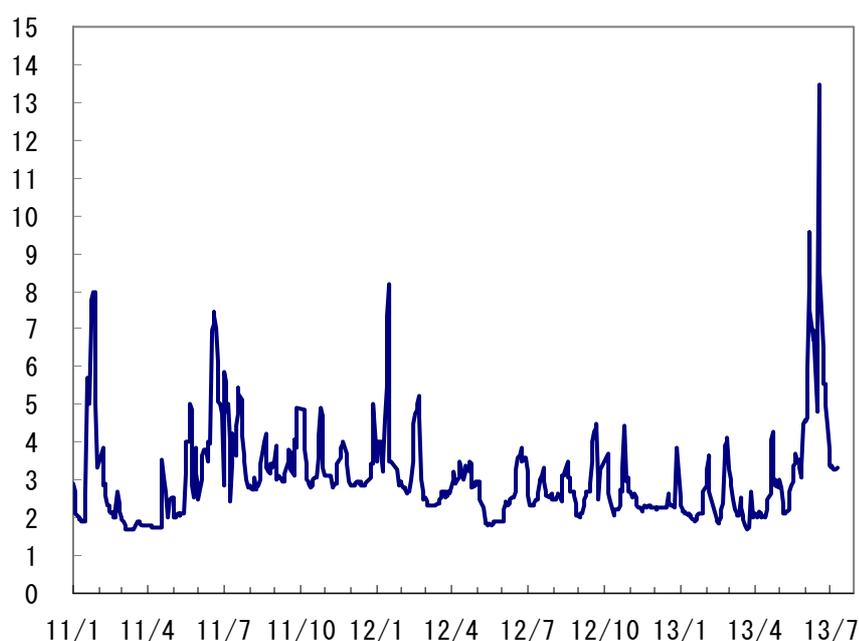
<sup>2</sup> 信託貸出とは、個人や企業が委託者、信託会社を受託者として、別の企業に貸出を行うこと。貸出先、金額、期間、利率などは受託者（信託会社）が決定。

<sup>3</sup> 委託貸出は、貸出先、金額、期間、利率などを委託者が決定する点が信託貸出と異なる。

回復を促すためであったと考えられる。特に、理財商品は3ヵ月～6ヵ月の短期商品が多いが、運用対象は中長期が中心で期間のミスマッチが発生している。このため、顧客への支払金を短期金融市場から調達するケースも多い。上海銀行間取引金利の急騰は、急拡大する理財商品への警鐘と捉えられるのである。一連の動きは、中国人民銀行の「金融改革」の一環とみなすことも可能であろう。従来、中国の金融政策は、総量規制や窓口指導などに依存していたが、今回は市場金利を活用して当局の意図を浸透させようとしたといえる。

しかし、6月24日の上海総合株価指数は前日比5.3%の急落を演じた。金融秩序の回復に向けた措置が、金融・資本市場の混乱を招いたのである。これを受けて、中国人民銀行が短期金融市場への資金供給を再開するなど事態の沈静化に努めた結果、7月11日のSHIBOR翌日物金利は3.35%と、今回の騒動が始まる前の水準をも下回った。短期金融市場の混乱はひとまず収束したのである。

SHIBOR 翌日物金利の推移（単位：％）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

## 第二幕は潜在的な不良債権の認識と抜本的な処理

今回の上海銀行間取引金利の急騰は、リスクが高いと目される資金調達の急増や金融秩序の乱れに対する金融当局の警鐘であり、地方政府融資平台やシャドーバンキングの残高を急増させない程度の効果は期待できよう。

しかし、潜在的な不良債権の認識やその抜本的な処理については、手付かずのままである。おそらく、政府（省レベル）との関係が密接な貸出先に対しては、少なくとも今後1年～2年は

ロールオーバー（借り換え）によって、返済期限の長期化と分散化が図られよう。既述の 6 月 29 日の尚福林・中国銀行業監督管理委員会主席のスピーチによると、2013 年 3 月末時点の地方政府融資平台への貸出残高は 9.59 兆元で不良債権比率は 0.14%にとどまるという。しかし、これはロールオーバーによって貸し倒れを発生しないようにしているためで、問題が先送りにされているにすぎないと理解すべきであろう。

このように、当面はリスクが暴発する可能性は低い。しかし、潜在的な不良債権の認識や抜本的な処理を行うまではリスクを抱えたままということには、注意が必要である。最大の問題は、シャドバンキングの残高がどれだけあるのかが公表されず（地方政府融資平台向けの貸出残高は、日本の会計検査院に相当する審計署や中国銀行業監督管理委員会が折に触れて言及）、地方政府融資平台やシャドバンキングの貸出先の分類やリスクの高低の開示などが行われていない点である。このことが、中国の金融・資本市場、さらにはマクロ経済全体に対する不安や疑心暗鬼を生じさせる元凶となっている。

シャドバンキングの GDP 比を 40%~50%と仮定し、それに直近の地方政府融資平台の債務残高 9.59 兆元 (GDP 比 18.5%) を加え、両者の重複分を差し引くと、GDP 比 50%~60%程度 (26.0 兆元~31.1 兆元) というのが妥当な線かもしれない。もちろん、この全てが潜在的な不良債権であるというのは極論である。仮に 2 割~3 割が潜在的な不良債権だとすると、GDP 比は 10%~18%程度<sup>4</sup>となるが、これも全て推測の域を出ない。

恐らく、中国政府が問題債権の洗い出しとその抜本的処理を行う段階で、中国の金融・資本市場は再び動揺し、経済成長率も大きく低下する公算は大きい。第二幕への警戒を怠るべきではない。しかし、これは中国の金融改革が大きな一歩を踏み出すことを意味する。並行して金利自由化を行うことも重要である。そうでなければ、現在の疑心暗鬼が晴れず、チャイナリスクの喧伝が続くことになるだろう。

以上

<sup>4</sup> 中国は 1999 年に 1.4 兆元 (GDP 比 17%) の不良債権を資産管理会社に移管したが、それでも 2000 年末の不良債権比率は 35%に達していた。