

2014年1月28日 全4頁

中国：理財・信託商品は元本割れがない!?

損失補てんによる重大なモラルハザードの発生

経済調査部

シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 中国でシャドーバンキングが膨張している。そのなかで圧倒的な存在感を持つのが、銀行が仲介する理財商品と信託会社の信託商品である。両者には様々な問題が指摘されているが、大和総研が最大の問題と捉えるのは、経営不振企業や不採算プロジェクトの元本を地方政府や信託会社が負担する「損失補てん」が行われているため、よりハイリスク・ハイリターンであるはずの信託商品でさえ、元本割れやデフォルトの実績がないことである。元本割れがなく、高利回りであれば、投資家の選好は高まるばかりで、これが理財商品と信託商品の残高急増をもたらしている。重大なモラルハザードの発生である。
- こうしたなか、2014年1月31日に満期を迎える30.3億円の信託商品がデフォルトに陥るとの騒動が発生したが、その原因のひとつが経営者による経済犯罪だったこともあり、従来通り「元本は保証」で決着するもようである。これにより、理財商品や信託商品の雪崩式の解約は避けられ、金融システムの安定は保たれるとみられる。しかし、その一方で、理財商品と信託商品に対するモラルハザードは増長されよう。
- 今後販売される理財商品や信託商品については、(1)所轄官庁による監督管理の強化、(2)特にリスクに関する情報開示の徹底的な強化と透明性向上、(3)投資家の自己責任の原則の徹底周知、(4)銀行、信託会社による投資・貸出先のモニタリングの強化、などが必要不可欠である。モラルハザードの蔓延を改善するには、期日を区切って、それ以降販売される理財商品と信託商品については、自己責任の原則を適用すると宣言することが第一歩となろう。

膨張するシャドーバンキング

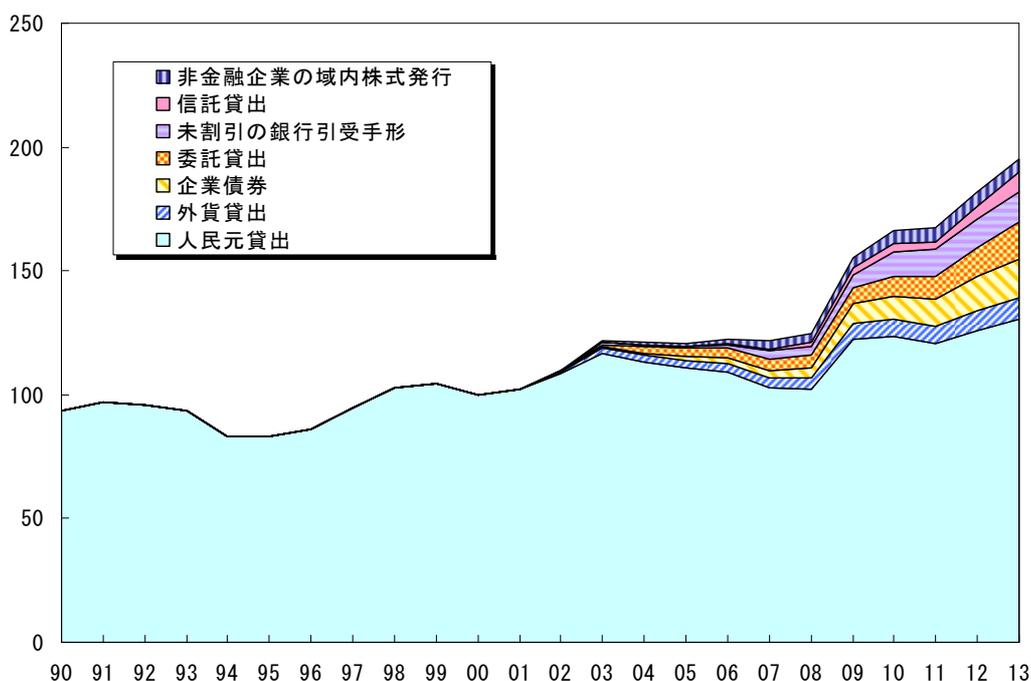
中国で社会融資総量残高が膨張している。社会融資総量残高は、金融システム全体から経済に供給された資金の残高であり、その名目GDP比は2008年の124.7%から2013年には195.1%へと急膨張した。きっかけは2008年11月の4兆元の景気対策の発動とそれに伴う未曾有の金融緩和の実施であり、当初は銀行から地方政府融資平台への貸出が急増した。人民元貸出と外

貸出の名目 GDP 比は2008年の106.6%から2009年には129.0%へ急上昇した。2010年以降は、景気過熱懸念が高まり、銀行貸出の伸びが抑制された一方で、銀行貸出以外の資金調達が増加。社会融資総量残高から人民元貸出と外貨貸出を除いた、銀行貸出以外の資金調達残高の GDP 比は、2008年の18.2%から2013年は56.2%へと急拡大している。内訳では、企業債券、委託貸出、銀行引受手形、信託貸出が増加しているが、特に委託貸出と信託貸出は、投資家の資金を銀行が仲介者となって企業などに貸し出すものであり、銀行は貸し手リスクを投資家に転嫁し、手数料を受け取るビジネスモデルである。

中国人民銀行が2013年5月に発表した「中国金融安定報告2013」は、中国のシャドーバンキングを、①正規の銀行システムの外で、②流動性と信用転換機能を有し、③システミック・リスクを引き起こす可能性があり、④当局による監督管理が不十分か、監督管理を回避する可能性のある、機関や業務によって構成される信用仲介システムであるとしている。具体的には、銀行のオフバランスの理財商品（資産運用商品）、信託会社の信託商品、小口貸付会社、質屋、信用保証会社、私募エクイティ・ファンド、農村資金互助社、民間金融などであり、そのなかでも圧倒的な存在感を持つのが、銀行が仲介する理財商品と信託会社の信託商品である。

銀行が仲介する理財商品の残高は2012年末の7.1兆元から2013年9月末には9.9兆元と急増している。2013年の平均利回りは5.0%で、満期は1ヵ月～3ヵ月、次いで3ヵ月～6ヵ月のものが多く、6ヵ月以内の商品が全体の8割程度を占める。一方で、運用期間は1年超が多く、期間構造のミスマッチが発生している。投資先は金融商品が中心であるが、委託貸出が3割程

図表1 社会融資総量残高の名目 GDP 比の推移



(注) 2001年以前は人民元貸出のみ。2002以降はフローの社会融資総量を累計。ちなみに、2002年のフローの社会融資総量のうち人民元貸出は全体の91.9%を占めた

(出所) 中国人民銀行、国家統計局資料より大和総研作成

度を占める。最低投資金額は5万円（約85万円）であり、個人投資家の購入が全体の68%、機関投資家は32%となっている。基本的には、金融商品での運用が中心であり、投資リスクは相対的に低いと目されている。

一方、信託会社の信託商品の残高は2012年末の7.5兆元から2013年9月末には10.1兆元とこちらも急増している。2013年の平均利回りは8.8%で、満期は1年～2年のものが多いが、運用期間は中長期のものも多く、やはり期間構造のミスマッチが発生している。投資先は企業への信託貸出や不動産プロジェクトであり、ハイリスク・ハイリターンが建て前となっている。最低投資金額は100万円（約1,700万円）と高額のため、投資家は一部富裕層と機関投資家を中心である。

図表2 銀行の理財商品と信託会社の信託商品の概要

	銀行の理財商品	信託会社の信託商品
残高	2012年末は7.1兆元、GDP比13.7% 2013年9月末は9.9兆元、GDP比17.4%	2012年末は7.5兆元、GDP比14.4% 2013年9月末は10.1兆元、GDP比17.8%
平均利回り	5% (2013年)	8.8% (2013年)
期間	満期は1ヵ月～3ヵ月、3ヵ月～6ヵ月が多い 運用期間は1年超が多い	満期は1年～2年が多い 運用期間は中長期
投資先	債券・MMF34%、信託貸出30%、預金21%、 株式等11%、デリバティブ1%、 その他3% (2012年末)	工業・商業企業29.5%、インフラ26.0%、 金融機関11.4%、証券市場10.8%、 不動産9.3%、その他13.0% (2013年9月末)
最低投資金額	5万円 (約85万円)	100万円 (約1,700万円)
投資家	個人62%、プライベートバンク6%、 機関投資家32% (2012年末)	一部富裕層、機関投資家

(出所) 銀行業監督管理委員会、中国信託業協会資料より大和総研作成

元本割れがないのは「損失補てん」のため

両者に共通する問題としては、①商品の満期と運用の期間的ミスマッチ。一部の銀行は多くの理財商品を連続販売し、資金を一括して運用する「資金プール」を利用して、異なる満期・リスクの資産プールで運用しているため、一対一対応ができず、運用がブラックボックス化している。同様に一部の信託商品は連続発行方式により、短期資金を中長期プロジェクトに投資している、②一部の理財商品と信託商品は地方政府融資平台、不動産、生産能力過剰、エネルギー多消費・汚染物質多排出業種と企業に資金提供を行い、マクロ経済コントロールや産業構造高度化に逆行している、③一部の理財商品と信託商品の情報開示は不十分で、投資家のリスク判断を妨げている。往々にして利回りの高さを強調し、リスクに対する言及は不十分である、などがあげられる。

しかし、大和総研が最大の問題と捉えているのは、理財商品は株式に投資するものを除き、元本割れをしたケースがなく（2013年は利回りゼロはあったが、元本割れはなかった）、よりハイリスク・ハイリターンであるはずの信託商品もデフォルトや元本割れとなった実績がないことである。特に、信託商品でこれまでデフォルトや元本割れがないのは、経営不振企業や不採算プロジェクトの元本を地方政府や信託会社が負担する「損失補てん」が行われているためである。元本割れがなく、高利回りであれば、投資家の選好は高まるばかりで、これが理財商

品と信託商品の残高急増をもたらしている。重大なモラルハザードの発生である。

こうしたなかで、2011年2月1日に中誠信託が組成し、中国工商銀行が販売した信託商品が3年の満期を迎える2014年1月31日にデフォルトに陥るのではないか、との騒動が起きた。この信託商品は山西省の山西振富能源集団に対する30.3億元の信託貸付を小口化したもので、想定利回り10%で販売された。ところが経営者は違法な資金調達をした咎で逮捕され、口座には数百万円しか残されていないという。これまでのケースであれば、地方政府や信託会社などが肩代わりをして決着のはずなのだが、何故今回はこれほど注目されたのか？

その謎を解く鍵は、2013年12月中旬に国务院弁公庁が出したとされる107号文件と呼ばれる通達である。各種報道を総合すると、107号文件はシャドーバンキングの規制強化を求めたもので、①金融機関は代理で資産運用を行い、投資家は自己責任を負い、金融機関は責任を尽くすという要求に従い、当局は金融機関の資産運用業務を厳格に監督管理する、②投資家の委託を受けて資産運用を代理で行うという信託会社の機能を明確にし、信託会社が市場での取引のない資産運用の資金をプールするなど、シャドーバンキングの特徴を持つ業務を展開することを禁じる、といった内容が含まれているという。今回は初めて、投資家の自己責任が問われるのではないかとの思惑である。

しかし、今回のデフォルト騒動については、その原因のひとつが経営者による経済犯罪だったこともあり、従来通り、「元本は保証」で決着するもようである。

2014年1月24日付けの大和総研レポート「地方政府債務、問題山積だが暴発は回避へ」¹では、「政府偶発債務は、①政府保証債務と、②政府保証はないが政府が一定の救済責任を負う可能性のある債務の合計であり、債務者が返済不能となった場合に政府債務になり得る債務である。偶発債務の返済のうち、財政資金が負担した割合は2007年以降の最高で①は19.1%、②は14.6%に達している。返済済みであるため不良債権と認識されないが、少なくとも返済義務のある債務者やプロジェクトが返済不能に陥っていることは事実であり、潜在的な不良債権比率はかなり高いと推察される」とした。今回の騒動が上記ケースに当てはまるのかもしれない。

いずれにせよ、元本を全額保証することにより、理財商品や信託商品の雪崩式の解約は避けられ、金融システムの安定は保たれるとみられる。しかし、その一方で、理財商品と信託商品に対するモラルハザードは増長されよう。

今後販売される理財商品や信託商品については、(1)所轄官庁による監督管理の強化、(2)特にリスクに関する情報開示の徹底的な強化と透明性向上、(3)投資家の自己責任の原則の徹底周知、(4)銀行、信託会社による投資・貸出先のモニタリングの強化、などが必要不可欠である。モラルハザードの蔓延を改善するには、期日を区切って、それ以降販売される理財商品と信託商品については、自己責任の原則を適用すると宣言することが第一歩となる。

以上

¹ 大和総研レポート 齋藤尚登「地方政府債務、問題山積だが暴発は回避へ～残高の急増抑制、社債発行による金利負担軽減と債務期間構造の長期化～」(2014年1月24日)

http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20140124_008135.html