

2017年3月7日 全8頁

中国：当局が懸念する理財商品の新たな問題

債券市場でのレバレッジ拡大と不良債権のオフバランス化への懸念

金融調査部
研究員 中田 理恵

[要約]

- ここもと中国当局は理財商品に対する警戒を強めている。背景にはレバレッジ取引の拡大、理財商品を利用した銀行債権のオフバランス化への懸念があると考えられる。
- 市中金利が低下を続ける一方で、理財商品の収益率は下げ止まっている。このため銀行から理財商品資金の運用を委託されたファンド等は収益確保のためにレポ市場を利用したレバレッジの拡大を進めてきた。
- 銀行の理財商品が返済に懸念のある貸出債権のオフバランス化に利用されているのではないかといった懸念も浮上している。
- 銀行業全体で見ると理財商品残高は貸出額合計の3分の1程だが、銀行の規模別で見ると、株式制商業銀行の理財商品残高は貸出額の6割に相当し、リスクが偏在している。
- 中国当局は短期金利の引き上げや、理財商品を広義の貸出と位置付けてリスク管理する等の対応を行っている。

はじめに

理財商品の新たな問題

今年2月に中国人民銀行は一部の政策金利の引き上げと理財商品の増加抑制策の導入を行った。ここもと、中国当局は理財商品に対する警戒を強めている。理財商品は以前より、暗黙の元本保証や期間構造のミスマッチ等が指摘されてきた。最近ではこれらに加えて、理財商品が不良債権の隠れ蓑となっているのではないかと、レバレッジ取引による過度なリスクテイクを行っているのではないかと懸念が浮上してきている。

本レポートでは商業銀行が抱える主要なオフバランスリスクである理財商品によるレバレッジ取引とオフバランス融資のリスクについて述べる。

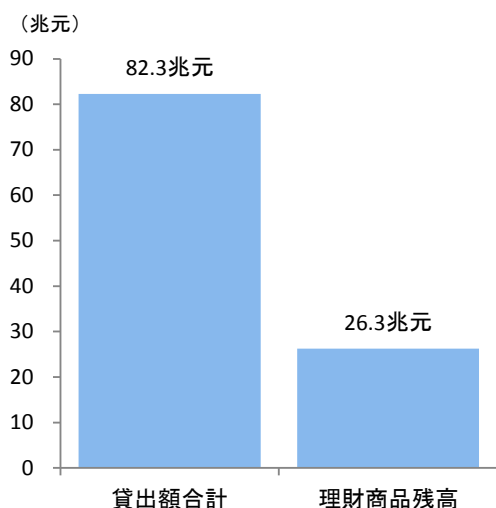
1. 理財商品の概要と現状

理財商品とは2004年ごろから中国で販売されている金融商品の一つである。複数の投資家から資金を募り投資するしくみであり、元本保証や収益保証、予想収益率の公表等をしている商品も存在する。2016年6月末時点で商業銀行の貸出額合計が82.3兆元（約1,366兆円、※1元16.6円換算、以下同様のレートで換算）であるのに対し、同時点の商業銀行が組成した理財商品の残高は26.3兆元（約437兆円）に達している。

理財商品の残高の75%以上は非元本保証・変動収益型（元本が保証されず、収益率も変動する理財商品）であるが、商業銀行が組成する理財商品はデフォルト実績がないことや、中国の主要な商業銀行が国有銀行であることから、「デフォルトの危機に陥った際には銀行が肩代わりしてくれるため暗黙の元本保証がある」といった誤った期待が生じていることが以前から問題視されている。

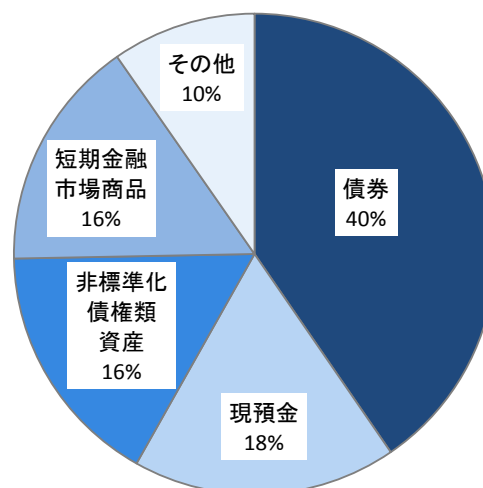
理財商品の主な運用先は債券、現預金、非標準化債権類資産などである（図表2）。非標準化債権類資産とは、中国当局が、銀行による理財商品を利用したオフバランス融資、つまり銀行のバランスシートに記載されないものの実質的な企業への貸出に近い運用を把握するために導入した概念である。これについては2.（2）にて詳しく述べる。

図表1 商業銀行の貸出額と理財商品残高 2016年6月末時点



(注) 貸出額に理財商品は含まれない
(出所) 中国銀行業監督管理委員会より大和総研作成

図表2 理財商品の運用先（残高比） 2016年6月末時点



(注) その他は株式、ファンド、デリバティブ等が含まれる
(出所) 中央国債登記決算有限責任公司より大和総研作成

2. 理財商品の新たな問題点

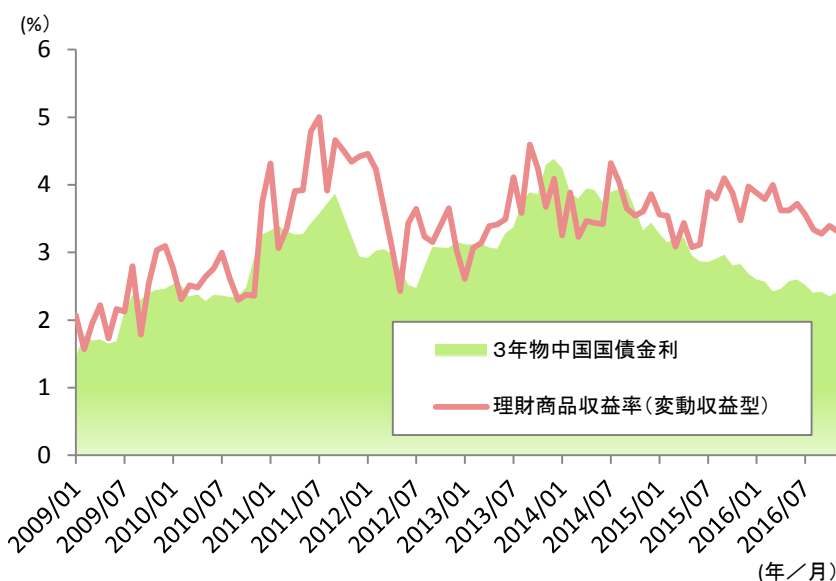
上記の理財商品の概要に述べた暗黙の元本保証の問題の他に、最近では新たな問題が浮上してきている。一つは銀行間市場を利用したレバレッジ取引、もう一つは理財商品を利用した債権のオフバランス化である。

(1) 運用難の末のレバレッジ取引拡大

下げられない理財商品の収益率と低下する市場金利

図表3は理財商品の収益率と市場の金利を比較したものである。2015年半ばから市場金利(国債の金利)が低下する一方で、理財商品の収益率は下げ止まっている。この背景には理财商品の販売形態や銀行間の競争が関係していると考えられる。現在販売されている理财商品の中には販売時に予想収益率を公表しているものもあり、そうした商品は販売時に示した予想収益率をなるべく達成することが求められるであろう。また、銀行は他の銀行との競争のため、理财商品の収益率を容易に下げ難いのではないだろうか。

図表3 理财商品(変動収益型)の平均収益率と中国国債(3年)金利



(注) 収益率は年換算かつ実績値、直近は2016年12月末時点

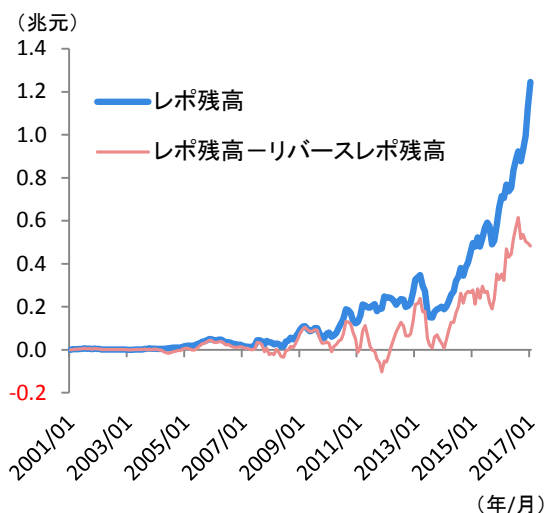
(出所) 中央国債登記決算有限責任公司、全国銀行間コール取引センターより大和総研作成

債券市場におけるレバレッジ取引の拡大

市場の収益率が低下する一方で、理财商品の収益確保を迫られた結果、理财商品の資金の運用をファンドや証券会社等へ外部委託する銀行が増加している。こうして外部委託された資金は一般的に「委外資金」と呼ばれる。2015年後半以降、「委外資金」は特に債券市場に多く流入した。さらに「委外資金」の運用を委託されたファンド等はレポ市場の利用等によるレバレッジ拡大を行ってきた。この結果、債券市場におけるファンド持分の残高とレポ市場におけるフ

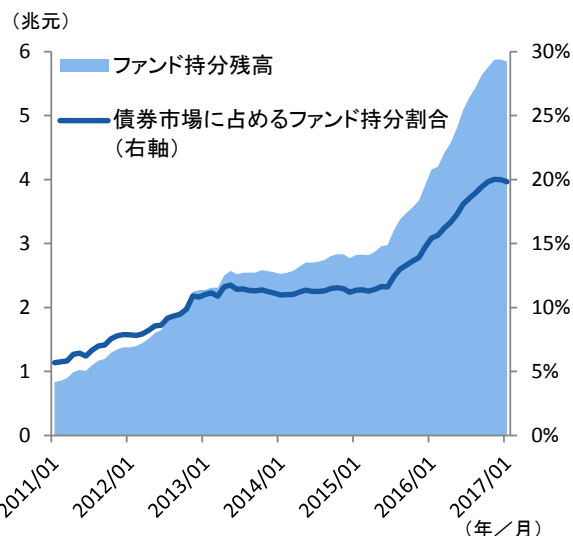
ファンドの運用額は急激に増加した（図表4、5）。

図表4 ファンドによるレポ取引残高



(注) 残高は月次ベース、直近3カ月平均
(出所) 中央国債登記決算有限責任公司より大和総研作成

図表5 ファンドが保有する債券残高



(注1) ファンド持分割合は銀行間市場における割合
(注2) 債券には国債、中央銀行手形、商業銀行債、政策性銀行債、企業債が含まれる。
(出所) 中央国債登記決算有限責任公司より大和総研作成

レポ市場を利用したレバレッジ取引のしくみ

「委外資金」を受託したファンドによるレバレッジ拡大のしくみにはいくつか種類があるが、代表的なものとしてはレポ取引を利用したものが挙げられる。レポ取引では保有する債券を担保として一定期間の資金の借入れが行われる。レポ取引の契約期間が終了する際には、資金の借り手は借入金を返済するとともに、担保に出した債券の返却を受ける。現地の報道によれば、ファンドは銀行から委託された理财商品の資金（「委外資金」）をもとに債券を購入、これをレポ市場で担保に出すことでさらに資金を得て債券を購入することでレバレッジを拡大しているようである。これにより金利低下局面では債券が値上がりすることに加えて、レバレッジをかけた分少ない元手で得られる収益を拡大することができる。

足元におけるレバレッジ取引動向

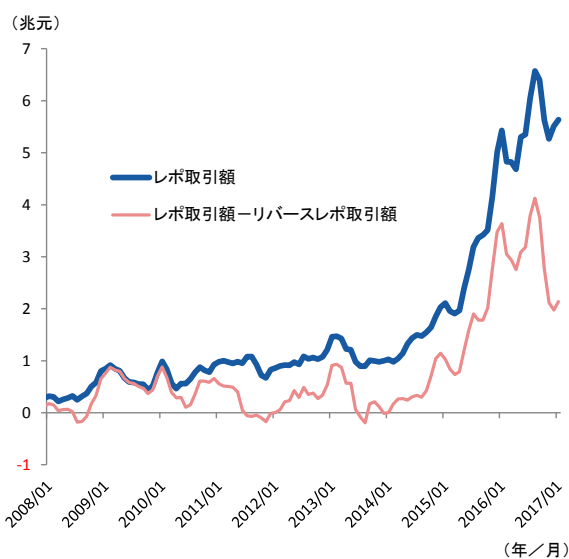
昨年11月下旬から、債券のデフォルトや海外の金利動向、債券の不正取引の発覚等の影響により金利は急激に上昇した。債券価格が下落局面に転じたことでレポ市場の取引も減少が見られ、「委外資金」を元手とするファンド等のレバレッジはやや調整が行われたように見受けられる（図表6）。また、今年2月には人民銀行が公開市場操作の際に実施するリバースレポの金利と常備貸出制度（SLF）¹の金利を上げた。こうした金利はレポ市場の金利を左右するものであり、特にSLFはレポ金利の上限として機能してきた（図表7）。中国当局は資金調達コスト

¹ 金融機関からの要請に応じて、中国人民銀行が債券を担保に短期的な資金を供給する制度。

を上昇させることでレバレッジの抑制を図っている可能性がある。

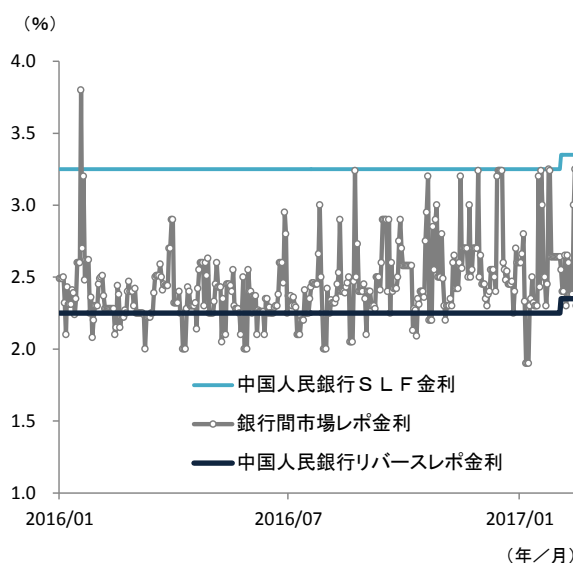
債券市場の継続的な金利低下及び価格上昇は停滞する局面に入ったとみられる一方で、依然として理財商品の資金は新たな運用先を模索しているようである。最近では「委外資金」を受け入れるファンドが株式市場での運用拡大を図っているとの報道もある。市場金利と理财商品の収益率の溝が埋まらない限り、また異なる市場でレバレッジが拡大する可能性は残るであろう。

図表6 ファンドによるレポ取引額（フロー）



(注) 取引額は月次ベース、直近3カ月平均
(出所) 中央国債登記決算有限責任公司より大和総研作成

図表7 各種短期金利（7日物）



(注) 全て7日物金利
(出所) 中国人民銀行、全国銀行間コール取引センターより大和総研作成

(2) 不良債権の隠れ蓑となっている？

不良債権比率は本当に低水準か？

2016年12月末時点の、中国銀行業監督管理委員会が公表する中国商業銀行の不良債権比率は1.74%と低水準にあるといえる（なお、統計上で使用されている不良債権の定義があいまいである点等、商業銀行のバランスシート内の貸出における潜在的な不良債権のリスクについては2016年5月26日付大和総研レポート「[中国 不良債権問題の現状と解決への課題](#)」にて既に述べた通りである。）。

しかしながら、当該統計は商業銀行の「貸出」つまりバランスシート内のリスクしか捕捉しない。一方で理财商品の一部には「簿外融資」と呼ばれる実質的に貸出に近い運用が行われている部分もある。また、最近では銀行が不良債権化する可能性のある貸出債権を理财商品に移すことでオフバランス化し、不良債権としての認識を回避しているのではないかといった報道も見受けられる。

理財商品のうち簿外融資にあてられている額はどのくらいか？

こうした簿外融資の規模を測るべく導入されたのが、前述した図表 2 内の非標準化債権類資産である。非標準化債権類資産は「銀行間市場及び証券取引所市場で取引されていない債権性資産。貸付資産、信託貸付、委託債券、…（中略）…を含み、これらに限らない」と定義されている。なお、定義が広範かつあいまいな理由は、特定の資産のみを規制対象として指定すると、銀行側が別の名称及び形式で実質的には簿外融資に近い運用方法を生み出した場合に、適切なリスクの捕捉や規制ができなくなる恐れがあるためである。統計では非標準化債権類資産の額は約 4.4 兆円（約 72.5 兆円）となっている。

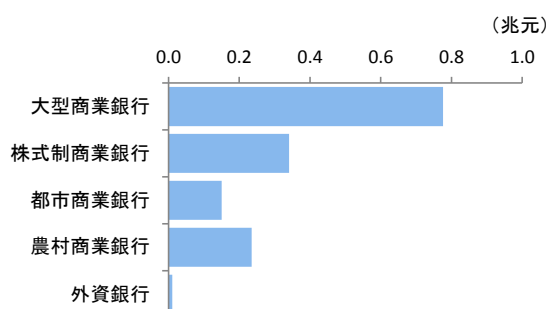
簿外融資はもともと金利規制や預貸規制があった当時に、銀行が規制を回避する形での融資の実施及び利益拡大を企図した結果として発生したものであるとされる。このため、その運用先には返済の可能性に問題のない債権も含まれている。また、2016 年 4 月には中国銀行業監督管理委員会から「銀行業金融機関の貸付資産収益権の譲渡業務に関する通知」が発表され、個人投資家向け理財商品への不良債権の受益権の譲渡（不良債権を理財商品の投資先にすること）が原則禁止となっている。しかしながらオフバランス融資に関してはリスクの大小が不明瞭である点には注意が必要である。

3. 銀行規模別に見たリスクの偏在

図表 8、9 は銀行の規模別に見た商業銀行の不良債権額、不良債権比率である。大型商業銀行は不良債権額が大きいが、これは貸出額合計の大きさに起因するところが大きく、不良債権比率は他の銀行とさほど変わりはない。不良債権比率で見た場合は農村商業銀行がやや他と比較して高い状況である。

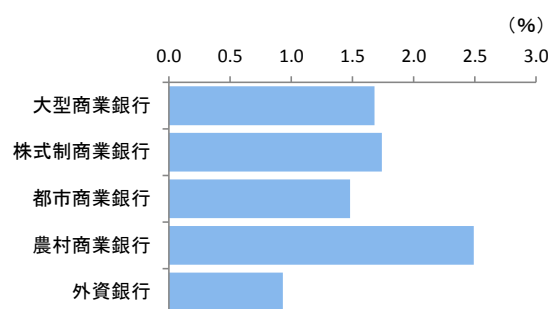
しかしながら、前述した通り理財商品が抱えるリスクが増加しているとすれば、銀行が抱えるリスクは理財商品を含めて考えるべきとも思われる。図表 10 は銀行の規模別の貸出額と理財商品残高を示したものである。各銀行の規模感については図表 11 に総資産シェアと銀行数を示した。株式制商業銀行の総資産規模はおおまかに述べると大型商業銀行の 2 分の 1 程度だが、その理財商品残高は大型商業銀行を上回っている。また、銀行業全体で見ると理財商品残高は貸出額合計の 3 分の 1 程度だが、銀行の規模別で見ると、株式制商業銀行の理財商品残高は貸出額の 6 割に相当する。こうしたリスクの偏在には留意が必要である。

図表 8 不良債権額 2016年12月末時点



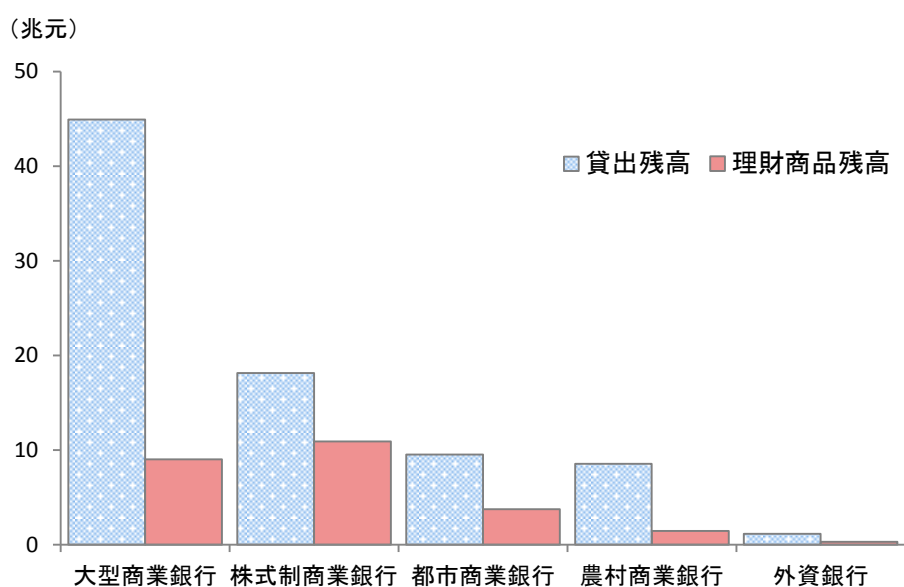
(出所) 中国銀行業監督管理委員会より大和総研作成

図表 9 不良債権比率 2016年12月末時点



(出所) 中国銀行業監督管理委員会より大和総研作成

図表 10 銀行規模別の貸出残高と理財商品残高 (2016年6月末時点)



(出所) 中国銀行業監督管理委員会、中央国債登記決算有限責任公司より大和総研作成

図表 11 中国銀行業概要 (2015年末時点)

中国銀行業概要 (2015年末時点)			
分類項目	銀行数	該当する銀行	総資産シェア
政策性銀行	3	国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行	10%
大型商業銀行	5	中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、交通銀行	39%
株式会社商業銀行	12		19%
都市商業銀行	133		11%
農村商業銀行	859		8%
外資銀行	現地法人: 41 中国支店: 97 (注)		1%

(注) 中国銀行業概要内の外資銀行の銀行数は2014年12月末時点の値

(出所) 中国銀行業監督管理委員会より大和総研作成

4. 当局による対応

理財商品の実態はオフバランスリスクとは言い難い

以上に述べた理財商品が抱えるリスクの拡大を受けて、中国当局は理財商品に対するリスク管理及び規制を強めている。前述したリバースレポやS L F等の短期金利の調整もその一環であろう。

また、2016年第4四半期の中国金融政策執行報告（2017年2月公表）では理財商品を広義の貸出に位置付けてリスク管理することを表明している。同報告ではその根拠の一部として「目下、簿外理財業務は名称上『簿外（オフバランス）』となっている。しかし、取引上の法的な関係は十分に明確ではなく、業務区分も十分にはっきりとしていない。ある程度の投資元本と収益の保証があり、リスクが顕在化した際には銀行は往々にしてバランスシート内で解決しており、真の意味でのリスク隔離が実現できていない。」としている。このため、理財商品を広義の貸出に含めることは、銀行システムの信用拡大状況の全面的な捕捉につながるとしている。

理財商品に対しては今後も段階的に規制強化が行われていく可能性がある。理財商品は中国の銀行業にとって重要な収入源であるため、規制は一時的に収益に負の影響を与える恐れがある。しかしながら、長期的にみればシャドーブバンキングにおける不透明な取引の減少や不良債権の実態把握につながり、金融の正常化にプラスとなることが期待できるであろう。