

中国の金融改革とシャドーバンキング

—その背景と危険度を検証する—

帝京大学経済学部専任講師 員要鋒



2014年には中国の大手信託会社「中誠信託」の石炭開発会社向けの信託商品のデフォルト懸念が浮上し、後に地方政府関係会社の介入とみられる救済で元本だけは償還されたものの、利息が未払いのままに終わる「事件」があった。それ以外にも複数の信託商品の支払遅延などが相次ぎ、中国におけるシャドーバンキング問題への懸念が高まっている。

シャドーバンキングとは、世界金融安定理事会（FBS）の定義によると、銀行システム外の主体または活動による信用仲介である。つまり、銀行のバランスシート（預金・貸出）を経ずに、貸し手と借り手を結びつける信用仲介のことである。「影の銀行」と訳されて、危うい金融機関と誤解されがちだが、実は、リースやファンドなどの形で、どの国にもシャ

ドーバンキングは存在している。

中国におけるシャドーバンキングの規模に関しては、統計データの制約で研究者の間でも、明確なコンセンサスはないものの、2013年末で、その年のGDPの6割強程度と推定されている。金融市場が発達して資産証券化商品が多く存在する米国の約150%やイギリスの約370%だけではなく、あるいは間接金融の比率が高い日本の約70%に比べても、中国のシャドーバンキングの対GDP比率は、決して高い水準ではない。

それでは、なぜ中国のシャドーバンキングは注目されているのか。それは、中国は従来から銀行融資を中心とする間接金融システムであるのに、近年、銀行融資以外の理財商品や信託商品などの信用供与が急速に拡大したからである。

中国の社会総融資（実体経済が金融市場から調達する資金の総量であり、ストックではなくフローである）統計データによると、2002年には社会総融資の9割以上が銀行融資だったものが、近年、銀行融資は同5割強にまで下がっている。代わりに、銀行融資以外のいわゆるシャドーバンキングが5割近くまでに上昇した。

シャドーバンキングは、銀行に比べて、金融当局の監督が届きにくいことから、その規模の拡大は金融システムの不安定化につながると指摘されている。シャドーバンキングの一部は、政府が推進する経済構造調整策に反して、バブル気味の不動産市場や過剰設備を抱える鉄鋼産業などに流れ込み、マクロ経済政策の有効性を低下させたとも見られている。また、

シャドーバンキングを通じての中国全体の信用（負債）水準は、とてつもなく高い水準となり、社会全体の信用リスクを増大している。

一方、シャドーバンキングの急拡大は、市場のニーズに応えるための金融イノベーションであり、多様な金融商品の提供による実質的な金利の自由化を通じて資金の利用効率を高め、金融システムの効率化に一定の役割を果たしているというプラス要素も見逃せない。

中国におけるシャドーバンキング問題を巡る議論では、銀行の不良債権といったイメージが先行し、問題点として取り上げられることが多い。本稿では、現在公表されている資料に基づき、中国の改革開放以降の金融改革過程、シャドーバンキングの規模が急拡大した背景や問題点などを解説したい。

1、「改革開放」以降の金融改革

1978年に改革開放政策が始まって以降、経済改革の柱の1つである金融改革も30年以上にわたって続けてられてきたが、その内容によって3つの時期に分けることができる。

初期段階（1978～1992年）の

改革は、金融の財政からの「自立」と金融機能の「正常化」であった。改革開放前の計画経済時代には、唯一の銀行である中国人民銀行が中央銀行でもあり、市中銀行でもある、それがいわゆる「モノバンク」制度であったが、人民銀行を中央銀行として、四大国有專業銀行を市中銀行とする二層銀行システムに代わった。

改革開放初期では、あくまでも計画経済を堅持しつつ、市場経済を取り入れるという経済改革であったが、改革が進むにつれて、中央財政収入の対GDP比率が低下（約30↓13%）し、家計部門貯蓄の対GDP比率が大幅増加（約9↓52%）したのに伴って、それまでの財政を通じての企業への資金配分から銀行等金融機関からの資金配分へと、資金配分方法の大きな変革が必要となった。これにともなって金融機関を中心とする資金配分システムに対応する金融制度改革・財政制度改革が要請されたのであった。

次の段階では、国有專業銀行の商業銀行化と第1次不良債権処理（1993～2001年）が、「社会主義市場経済」の創出過程と平行して行われた財政・金融改革に伴って進められた。

とりわけ、この時期、本格的な市場経済メカニズムの導入によって、間接的に

財政・金融政策を運営する必要性が高まったのである。その金融改革は、主に①中央銀行である人民銀行の機能強化と金融政策運営面での直接的なコントロールから間接的なコントロールへの移行、②政策性金融機関の設立と国有專業銀行の商業銀行化、③国有商業銀行の第1次不良債権処理、即ち、主に2700億元の資本注入と1・4兆元の不良債権の切り離し等が行われた。

第3の段階は、第2次不良債権処理と国有商業銀行の株式上場など（2001年～現在）の段階である。

WTO加盟協定による金融業の開放スケジュールを受けて、迫りくる海外金融機関との競争に備え、国内金融機関、特に国有商業銀行の競争力を高めるべく、政府主導による国有商業銀行の株式市場上場を中心とした各金融機関の第2次不良債権処理及び自己資本増強等の金融改革が行われたのである。

とりわけ、国有商業銀行だけではなく株式制銀行、地方都市銀行、合作銀行、信用社に至るまで銀行セクター全体の不良債権処理が包括的に実施され、自己資本比率や収益性等財務状況は大幅に改善された。また、短期金融市場・資本市場（株式市場、債券市場）の整備も行われ

た。

2003年以降、外貨準備による資本注入、財政支援による不良債権処理、海外戦略投資家の受け入れ、株式会社化を経て株式市場に上場というプロセスで大連有商業銀行（工商銀行、建設銀行、中国銀行、農業銀行）は相次ぎ上場を果たした。2014年6月末、中国の銀行システム全体の自己資本比率は12%を超え、不良債権率は1%台とされている。これまでに指摘された国有商業銀行の巨額の不良債権による中国金融システムの脆弱性は、すでに解消されたともいえる。

上場した国有商業銀行4行は、資産総額、税引き前利益、自己資本額比率等が、世界の銀行業においてもトップクラスである。そして、中国は2009年に国際決済銀行（BIS）のバーゼル銀行監督委員会のメンバーになった。その一方、リーマンショックを端に発した「世界的な金融危機」の影響で、欧米の大手銀行の競争力は急速に低下した。大幅に改善された中国銀行システムは、中国経済の早期回復の原動力になったと見られる。

このように政府の主導によって、漸進的に行われた金融改革を通じて形成されている現在の中国金融システムは、政府（地方政府を含む）所有の国有商業銀行

を中心とする間接金融システム、銀行・証券・保険等の部門別の監督管理制度、厳格な資本流出規制と人民元相場の安定化のための為替介入、それに伴う多額の外貨準備の蓄積、預金準備率制度に依存する金融政策運営によって特徴付けられる。（次頁表参照）

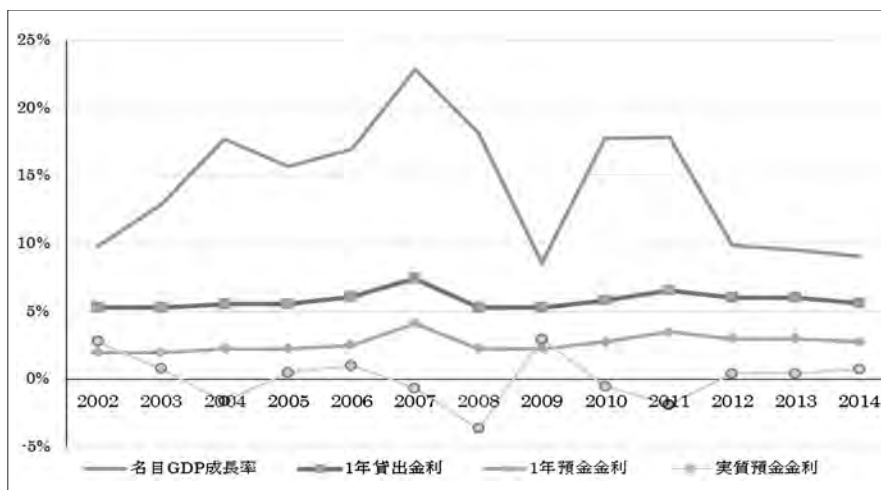
2、中国におけるシャドーバンキング規模の急拡大の背景

前述のように中国の金融システムは、従来から銀行融資を中心としているが、近年、銀行融資以外の信用供与、すなわちシャドーバンキングが、急速に拡大している。その背景には、資金提供側である家計部門、資金利用側である企業部門と理財商品等を提供する金融機関にそれぞれのニーズがある。

- (1) 資金提供側である家計部門は、収益性の高い金融商品へのニーズが非常に高い

中国の家計部門の貯蓄志向は強く、30年以上にわたった高度経済成長の中で蓄えられた金融資産は、銀行を通じて資金

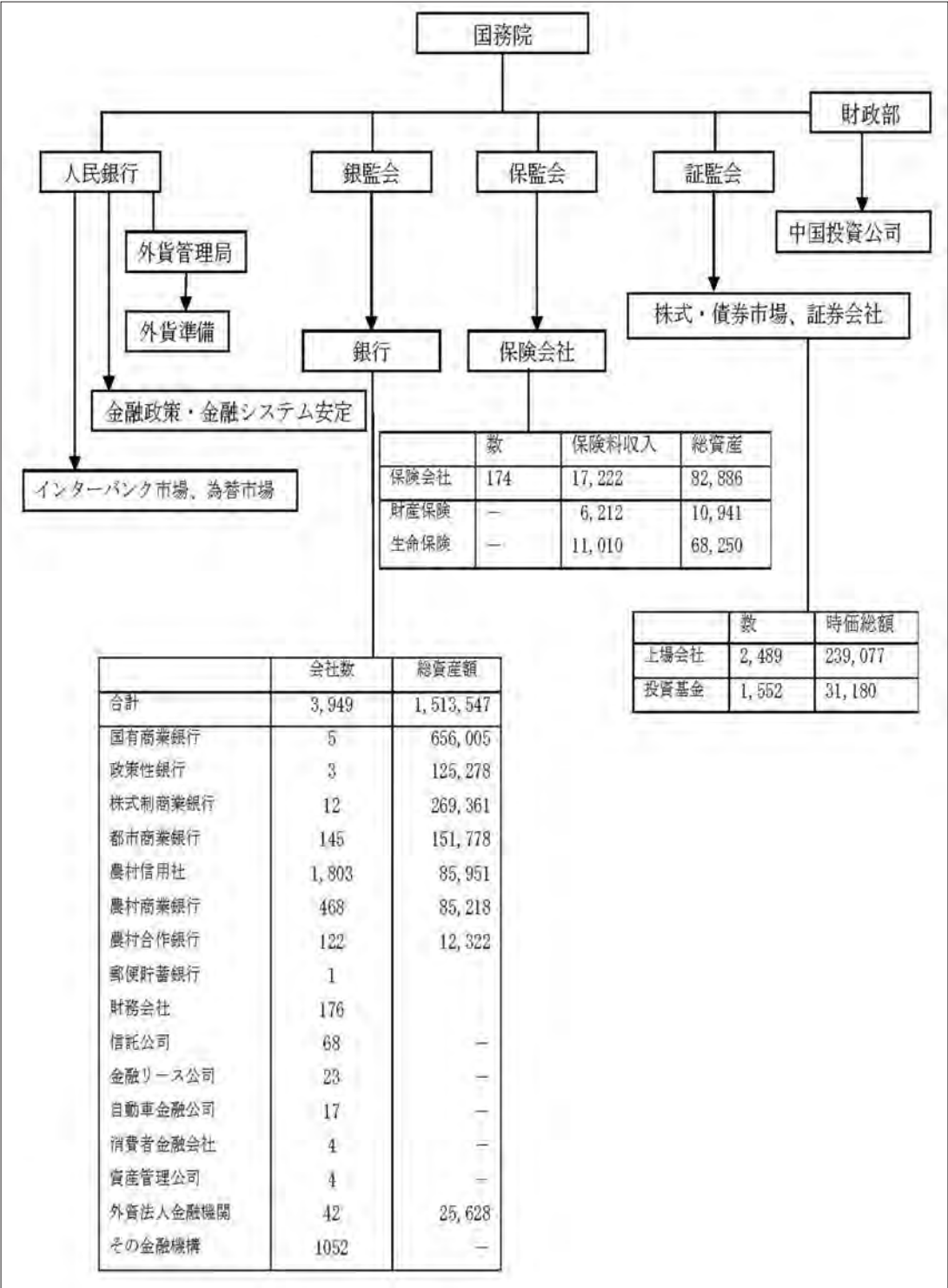
図表1. GDP 名目成長率と金利の推移



出所：中国人民銀行、中国統計局 備考：2014年のデータは、2014年第三・四半期のデータである。

不足の企業部門へ流れ、投資や生産の拡大につながり、中国経済の高度成長に寄与している。しかし、金利規制の下では、預金金利が人為的に低く抑えられており、消費者物価指数を差し引いた実質金利は、

中国金融システムと管理体制



出所：中国金融学会編『中国金融年鑑』(2014)、『中国銀行業監督委員会2013年報』、『中国证券先物統計年鑑』(2014)、『中国保険年鑑』(2014) によって作成。すべて2013年末時点のものであり、単位：億元。
表中の「銀监会」「保监会」「证监会」はそれぞれ銀行業、保険業、証券業の「監督委員会」。

せいぜい1〜2%台、あるいはマイナスである。しかも、2001年以降の名目GDP成長率は、高いときには20%を上回る年もあり、平均的に15%以上であった。さらに住宅等の価格が高騰している。

こうした事情から家計部門は、より収益性の高い金融商品への需要が非常に高い。

一方、社債や株式市場などの資本市場の整備が遅れているため、適切な投資先が限られている。株式市場は、代表である上海証券取引所指数は2007年10月に6000ポイントを超えたが、翌年にその3分の1以下の1800ポイントまでに下がり、その後若干は上昇したものの、現在では2500ポイント前後で推移している(2014年11月)。安定的な投資先としては、適切ではないことは明白である。

(2) 資金の利用側である企業では、投資などへの資金需要が旺盛である

日本の高度成長期のように、中国も人為的低金利政策を実施している。名目GDP成長率に比べ、貸出金利が非常に低い水準に抑えられていることによって、インフラや産業投資への傾斜的資金配分が行われ、高い成長が実現してきた。

民間企業などの資金需要が非常に高い

一方で、国有大型商業銀行を中心とした銀行システムは依然として国有企業を中心に資金を提供してきた。このため特に中小企業を中心とした民間企業の資金需要が高まっている。

また、投資牽引の経済成長の中では、地方政府による投資が大きな役割を果たしてきた。

中国政府は、2008年の世界金融危機による経済低迷への対応策として、いわゆる「4兆元の景気刺激策」を実施した。これを受けて、地方政府は、「融資平台」といわれる会社を通じて主に銀行借入によって資金を調達し、インフラ建設や都市開発等大規模な投資を行い、経済の立ち直りを果たした。

しかし、2009年後半以降、不動産価格の高騰やインフレの昂進に見舞われ、中国人民銀行は金融引き締めに転じた。投資を急速に拡大していた不動産デベロッパーや地方融資平台、過剰設備を抱える産業向けの貸出を厳しく制限し始めたため、実体経済は資金不足に陥った。特に建設中の大掛りなプロジェクトを抱える地方政府への融資平台会社や中小民間企業は、深刻な資金不足に陥っている。そのため銀行融資以外の融資ルートが必要となり、シャドーバンキングへの需要が

高まっているのである。

(3) 仲介する金融機関

不良債権問題処理の長く苦しい経験から、中国金融当局は、銀行に対して貸出金利、預貸比率(75%)や高めの預金準備率等を設定し、また行政指導や窓口規制を通じて銀行の貸出を制限している。しかし、金融改革を経て中国の金融市場は、従来の国有商業銀行に加えて株式制銀行12行、地方の都市銀行

図表2. 金融機関の理財商品の募集金額(億元)と対総資産の割合

	2013年上半期	2014年上半期	増加率	総資産	対総資産比
国有商業銀行	205,738	299,463	46%	710,139	42%
株式制銀行	91,758	140,519	53%	304,438	46%
都市銀行	18,797	29,229	56%	167,738	17%
外資銀行	11,181	12,645	13%	25,628	49%
農村合作金融機構	4,517	7,453	65%	210,601	4%

信託会社等市場のプレーヤーは大幅に増えており、資金の獲得競争が激しい。株式市場の上場を果たした国有商業銀行や株式制銀行等は、当然ながら株主から収益性確保の圧力がある。

銀行など金融機関は、いわゆる規制上の裁定行動 (regulatory arbitrage) が活発となり、規制の弱い取引形態である理財商品や委託貸出等シャドーバンキング商品を開発して、家計部門と企業部門のニーズに応じて、高い手数料を得て収益率を高めている。

中国のシャドーバンキングは、金利規制の下で高利回りを求める投資家と経済高度成長の中の旺盛な資金需要に因應する一方、銀行等金融機関の規制を回避するための金融イノベーションともいえる。また、シャドーバンキングの拡大を通じて、金利の自由化が実質的に進展していることも事実である。

3、シャドーバンキングの急拡大に生じた問題点

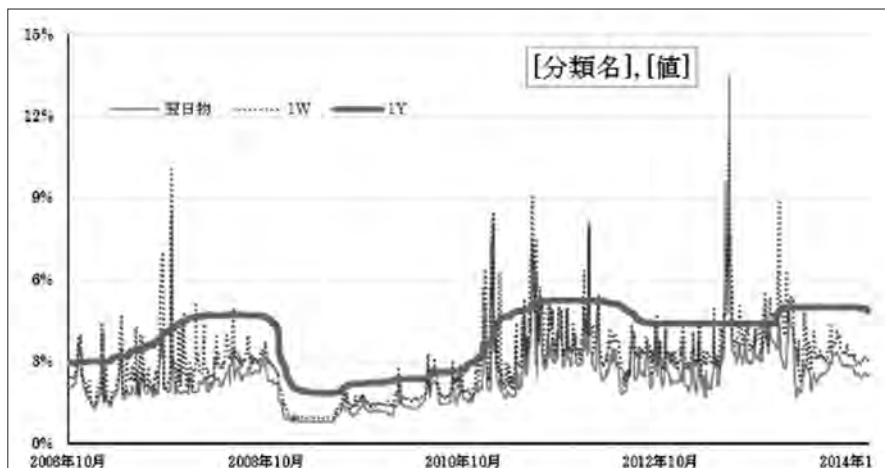
銀行の理財商品や信託商品等の大半は、元本保証がない商品設計だが、銀行が販売することから、投資家は、預金と同様に「暗黙の元本保証」が存在すると理解

している。これまでに銀行預金などが焦げ付きになるケースがなかったことから、同様に理財商品なども保証されていると思っている投資者がほとんどである。この「暗黙の元本保証」は、金融商品などのリスクをかえりみずに高い収益率のものに傾くモラルハザードを助長し、シャドーバンキングの拡大の要因にもなっている。金融商品のリスクに対する認識のなさは、社会全体の信用拡大を増大しており、将来的に個別案件の債務不履行が起こった場合には、いっせいに取り付けが起こって流動性リスクを招く恐れがある。

また、預金が収益性の高い理財商品などに流れ込むことによる銀行の流動性リスクにも注意する必要がある。また、中国のシャドーバンキングは、主に3か月以内の短期の理財商品を販売して投資家から集めた資金を長期で運用する構造を持ち、資金の期間ミスマッチが生じている。

中国の銀行も同様な構造になっているため、決算期や税金納付期など資金需要の高い時期がくるたびに、金融市場参加者がいっせいに資金の確保に走るため、図表3に見るようにインターバンク市場

図表3. 短期金融市場金利の推移 (SHIBR)



出所：中国銀行業理財市場年度報告、中国統計年鑑、中国人民銀行により作成

の金利上昇で金融市場がひっ迫する。こういう流動性がひっ迫する時期に、個別商品のデフォルトが起り、投資家の不安心理をかきたてて、資金の取り付けといった事態になれば、資金繰りの困難から、

企業倒産が相次ぐことになる恐れもある。

こうした流動性リスクなど金融信用取引に付随する様々なリスクは、シャドールバンキングだけではなく、通常の銀行業務にも存在する。したがって、預金準備や預金保険など規制によってリスク管理体制を整える一方、そもそも実態の把握が難しく、監督が行き届きにくいシャドールバンキングのリスク管理体制への対処も必要である。急拡大したシャドールバンキングの機能が損なわれた場合には経済へ悪影響を及ぼす可能性がある。シャドールバンキングにおいてリスクを適切に管理できているか懸念されている。

4、中国政府・金融当局の対応

中国政府は、上述のシャドールバンキングの問題点を意識して、その対応を進めており、矢継ぎ早に規制を強化している。2013年12月國務院弁公庁107号文件では、各金融監督当局に対して金融機関の資産運用業務を厳格に監督するように要請し、投資家の責任と金融機関の資産運用代理機能を明確化し、損失補てんを禁止するなどを指示した。また、財政部・发展改革委・人民銀行・銀行業監督管理委員会などの当局は、理財商品

に対して、販売前に事前登録の義務付けによる情報公開、金融機関が商品ごとに資産を保管・管理すること、また金融機関による収益の保証の禁止など、地方政府の融資プラットフォームの信託商品や理財商品等の販売の禁止、産能過剰・環境汚染等の企業の社債発行の制限などを打ち出している。

シャドールバンキングのなかで最も重要である銀行理財商品の運用に関しては、中国銀行業監督管理委員会（日本の金融庁に相当）は、2013年3月に銀行理財商品の運用先について、市場価格がつかない信託などの商品は理財商品販売残高の35%以内、かつ銀行資産の4%以内に制限する規制を導入した。同年

図表4. 理財商品の投資先(制限産業等)の変化（単位：億元）

	2013年末残高	2014年6月末残高	増減
地方政府融資平台	1,249.04	1,342.50	93.46
不動産	922.77	804.73	-118.04
産能過剰・環境汚染	234.80	157.99	-76.81
合計	2,406.61	2,305.22	-101.39

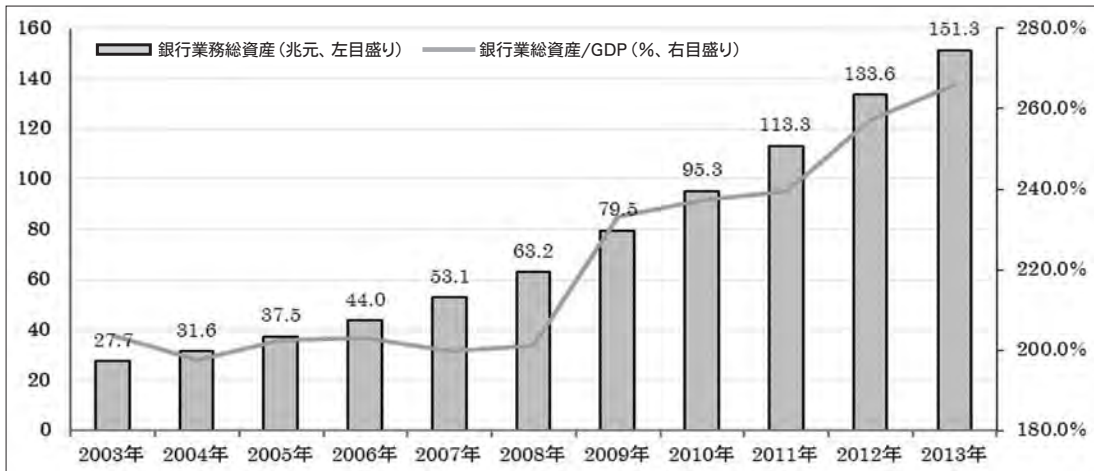
6月からは、新規の理財商品を当局に事前登録するよう義務付け、情報開示を推進して取引の透明性を向上するよう努力している。

2013年3月の記者会見で李克強首相は、「個別案件でみれば（債務不履行は）回避困難である。今後監視を強化し、時宜にかなった処置を行うことで、地域的、システマ的な金融リスクの発生を必ず回避しなければならない」と述べた。中国政府は、金融システム全体に影響を及ぼさないよう、案件を慎重に選別しながら、限定した範囲での債務不履行を許容していくものと見られる。

5、中国金融システムの安定性

中国におけるシャドールバンキングの規模の急拡大は、アメリカのサブプライム・ローン問題に端を発した金融危機のように、多数の理財商品等のデフォルトによる銀行の信用不安を生じて次第に金融危機を招く懸念はないのかと指摘されることが多いが、レバレッジが低く、規模もそれほど大きくはなく、銀行システムが健全であることから、現時点では、金融危機に発展する可能性はかなり低いと考えられる。

図表5. 中国銀行業総資産額と対GDPの比率の推移



中国のシャドーバンキングの規模は急速に拡大しているといっても、銀行融資と比べればそれほど大きくはない。金融市場の整備遅れなどから中国では資産証券化商品が非常に少なく、レバレッジの高い金融商品はほとんどない。銀行セクターの自己資本比率は12%以上と十分に高く、不良債権率も1%台で比較的に健全である。さらに金利規制の下で高い利ざやが確保され、収益性も高く、貸倒引当金対不良債権の比率が約300%に達している。

中国では、銀行理財商品はもちろん、信託商品の販売にも、多くの場合に銀行が深く関わっており、銀行が販売した理財商品等は、全体的に安定に運営されていると見られている。仮に一部が焦げ付きになっても銀行システムの安定性を揺るがす可能性は低い。とはいえ、中国の金融システムの効率という観点から見れば、M2（現金と銀行預金）対GDPの比率はすでに200%以上であるにもかかわらず、市中では資金緊迫の状況が続いている。すなわち、金融システムの資金利用効率は依然として低いままである。

さらに、中国金融システム全体のチェックアンドバランスという点からは、金融システムの安定性は必ずしも高いとは言

いがたい。人民銀行や銀行監督管理委員会など金融当局は、銀行セクターなど業態別に監督を行っていて、チェックアンドバランス機能が有効に働いているように見える。しかし、それぞれの金融当局、主要な金融機関及びその貸出先である国有企业などは、いずれも最終的には共産党に従属し、権限は党に集中しているため、全体としてチェックアンドバランスが機能しない恐れがある。5大国有商業銀行など主要金融機関は、香港と上海の証券取引所に上場しているとはいえ、コーポレート・ガバナンスの確立はまだほど遠い。そういう面では、中国金融システムの安定性は、大きく改善したものものの、金融機関の民営化などを含めてさらなる改革を推進し、安定的かつ効率的な金融制度を構築していくことは引き続き喫緊の課題である。

(2014年11月21日・アジア研究懇話会)

講師略歴 (いん ようほう)

1978年 中国河南省洛陽市生まれ
 帝京大学大学院経済学研究科
 博士課程修了 経済学博士
 現職 帝京大学経済学部専任講師