

# 中国のシャドーバンキング

日本銀行北京事務所

最近、中国のシャドーバンキングへの関心が高まっています。「シャドーバンキング」とは、銀行の預金・貸出を経ずに、貸し手と借り手を結びつける信用仲介の動きのことです（注1）。「影の銀行」と訳されるため、「危ない金融」と誤解されることも多いシャドーバンキングですが、実は、どの国にもリースなどシャドーバンキングは存在します。

では、なぜ今、中国のシャドーバンキングが注目されるのでしょうか。それは実態把握が難しい中、シャドーバンキングの拡大テンポが急速であり、かつ急拡大したシャドーバンキングの機能が損なわれた場合に経済へ悪影響を及ぼす可能性があるからです。

一見つかみどころがないだけに、シャドーバンキングを巡る議論は、イメージ先行になりがちです。本稿では、なるべく客観的な事実在即し、中国におけるシャドーバンキング急拡大の背景やその規模、中国の金融経済への留意点などを紹介します。

## 1. シャドーバンキングとは

中国のシャドーバンキングとは、具体的にはどのような資金の動きを指すのでしょうか。

シャドーバンキングは、資金の貸し手と借り手の双方の側面から捉えることができます（図表1、2）。まず、資金を運用する預金者・投資家からみると、銀行理財商品や信託商品が代表的な運用対象です。中国では預金金利の上限は一定水準に規制されているのに対し、これらの商品は金利規制の対象外であり、預金金利より高い予定利回りとなっています。

銀行理財商品等により調達された資金は、社債、銀行引受手形、信託貸出、委託貸出といっ

たかたちで、借り手である企業や地方融資プラットフォーム（資金調達機能と開発デベロッパーを兼ねた地方政府傘下の投資会社、注2）に流れています。こうした資金の流れについて、当局の規制は銀行貸出と比べ緩やかなものとなっています。

## 2. シャドーバンキング拡大の背景

中国政府は、〇八年に発生したリーマンショックに端を発する金融危機に対応し、大規模な景気刺激策を実施しました（いわゆる「四兆元の景気刺激策」）。

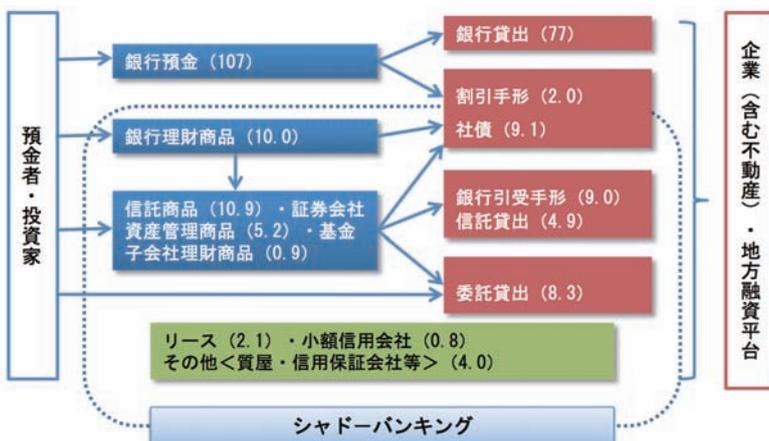
この素早い対応により、中国経済は経済大国の中では最も早い立ち直りをみせましたが、〇九年後半以降、不動産価格の高騰やインフレの

昂進に見舞われました。

これを受けて、中国人民銀行（中央銀行）は、〇九年後半から金融引き締めを転じ、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プラットフォーム、過剰設備を抱える産業向けの貸出を厳しく制限し始めました。このため借り手は、銀行借入以外の資金調達手段を求めることとなりました。

一方、急速な経済発展の中で金融資産を蓄えていた家計部門では、預金金利が規制されている中で、より有利な金融商品への資産運用ニーズが高まっていました。このように、貸し手と

図表1 中国のシャドーバンキングの全体像（単位：兆元）



（注）2013年末時点

図表2 シャドーバンキングにおける金融商品・金融取引

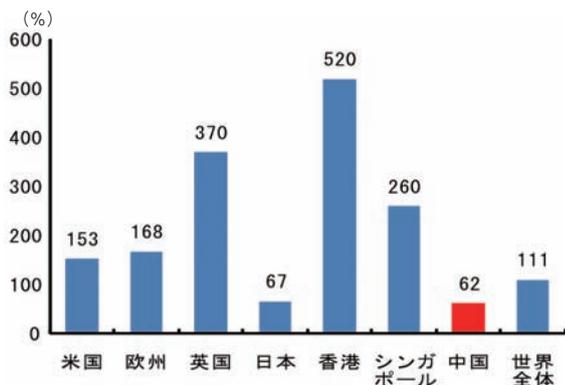
<資金の出し手サイド：主な資金運用商品>

銀行理財商品	銀行が販売する金融商品。仕組みとしては、銀行が販売する固定収益型の投資信託に近い。最低購入金額は5万円(約80万円)程度。
信託商品	信託会社が販売する金融商品。全体のうち20%程度は、銀行理財商品の資金を受け入れる「銀信合作」と呼ばれるタイプ。銀行理財商品に比べ、予定利回りが高く、最低購入金額も100万円(約1,600万円)と大きい。

<資金の借り手サイド：主な資金調達手段>

銀行引受手形	企業が発行する手形のうち、銀行が保証を付けたもの。
信託貸出	投資家から委託を受けた信託会社が行う資金運用のうち、貸出の形態を取るもの。
委託貸出	企業間の資金貸借。その際、銀行が仲介、資金管理等を行う。
リース	企業がリース会社にリース料(賃借料)を支払って生産設備等の供与を受ける取引。
小額貸出	ノンバンクである小額信用会社が行う貸出取引。
その他民間金融	友人・知人間での資金貸借や、法律で認められていない非正規金融として行われる資金貸借。

図表3 シャドーバンキング残高の対GDP比率



(出所) FSB "Global Shadow Banking Monitor Report 2012", JP Morgan "Shadow Banking in China" (2013年5月)を参照。中国は日本銀行北京事務所の試算による。

図表4 社会融資総量残高と銀行貸出残高の対GDP比率



(注) 社会融資総量は、2002年初残高を銀行貸出残高とし、その後のフローの社会融資総量を累計して日本銀行北京事務所が推計。また、分母の名目GDPは、各年の数値を用い、各月が等速で増加していると仮定、また2014年は、2013年と等速で増加していると仮定。

借り手の両者のニーズが合致して、銀行の預金・貸出を経由しない資金の流れ、すなわちシャドーバンキングが急拡大することとなったのです。

### 3. シャドーバンキングの規模

それでは、中国におけるシャドーバンキングはどの程度拡大しているのでしょうか。

まず、図表1をベースとして、中国のシャドーバンキングの規模(残高)を試算すると、一三年末時点では三五兆元(二元〓約一六円)、対GDP比率は六割程度と推計されます。これは主要先進国と比較して、決して高い水準ではありません(図表3)。

もっとも、現時点のシャドーバンキングの残高は、一〇年末の三倍以上に増えているとみられ、このところの拡大テンポがかなり速いこと

が指摘されます。

### 4. シャドーバンキング急拡大がもたらす問題

#### (1) 流動性リスクの増大

シャドーバンキングの拡大は、金融システム全体の流動性リスク(資金繰りがつかなくなるリスク)を増大させる点が挙げられます。シャドーバンキングを通じて資金仲介では、最終的な資金の出し手は相対的に短い期間で資金を出し、資金の取り手はそれを長期間の運用・投資に充てています。

このため資金の出し手が、何らかの理由で資金放出を控えると、資金の取り手は資金繰りに窮する恐れがあります。

こうした流動性リスクをはじめ、金融取引に

付随する様々なリスクは、通常の銀行システムにも存在します。しかしながら、当局の規制を含めて、リスク管理体制面には大きな差があり、シャドー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ます。

#### (2) 借り手の債務残高の増加

次に、シャドーバンキングが、借り手企業の債務残高の増加を伴って、拡大してきていることが挙げられます(図表4)。民間部門の負債レベルを示す社会融資総量(注3)残高の対GDP比率は、〇九年以降急速に上昇し、現時点ではGDPの二倍に達しています。一方、銀行貸出残高の対GDP比率は、一〇年以降さほど上昇していません。したがって、負債レベルの急上昇は、シャドーバンキングを通じてもたら

されたと考えられます。

中国では「四兆元の景気刺激策」の副作用として、企業や公的部門の過剰設備と過剰債務が深刻な問題となつています。シャドーバンキングは、過剰設備を抱える企業や、追加の銀行借入が禁じられている地方政府に新たな資金調達ルートを提供したのです。

この結果、信用リスク（債務を返済できなくなるリスク）が増大しているほか、中国経済が構造的に抱える過剰設備問題を助長する恐れも指摘されています。

### (3) 実態把握の難しさ

シャドーバンキングは、銀行システムの外側における資金仲介であるため、金融当局が実態を把握しにくい点が問題解決を難しくしています。一〇年以降、銀行理財商品や信託商品の販売増加に対応し、中国当局は様々な規制を打ち出してきました（後述）。

中国では「上に政策あれば下に対策あり」とよく言われます。金融機関は、規制導入の都度、貸し手と借り手の金融ニーズに応えるべく、新しい取引手法を開発してきました。シャドーバンキングは当局の目の届かないところで、借り手の債務を膨らませ、貸し手のリスクを増大させている可能性がある点には留意が必要です。

## 5. 金融当局の対応

上述の問題点を意識して、中国金融当局はシャドーバンキングへの対応を進めており、特

に一二年末以降、矢継ぎ早に規制を強化してきました（図表5）。

まず、シャドーバンキングの主要な資金の入り口である銀行理財商品に関する規制を強化しています。中国銀行業監督管理委員会（日本の金融庁に相当）は、昨年三月、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等の商品を理財商品販売残高の三五%以内かつ銀行資産の四%以内に制限する規制を導入しました。

また、昨年六月からは、金融機関に対し、販売する銀行理財商品を当局に事前登録するよう義務付け、取引の透明性を向上させました。

さらに、昨年十二月には、政府関係部門に通知を送付し、金融監督当局の分担範囲を明確化し、準備が整った分野から、シャドーバンキングに対する監督を強化する方針を示しました。

金融機関に対する規制強化の動きに加えて、借り手に対する規制強化も同時に進めています。一二年十二月には、地方政府による違法な資金調達を厳しく取り締まる方針を改めて示しました。また、昨年十二月に地方政府幹部の業績評価基準を見直し、地方債務残高を評価項目に加えました。それまでは地方政府が経済成長を追い求めるあまり、地元国有企業に不採算投資を強いたり、地方融資プラットフォームを通じて借入を増やしてインフラ投資を進めたりといった事例がしばしば見られていました。

シャドーバンキングは、資金の一部を提供することで、こうした地方政府の行為を支えてきた面がありましたが、今後、借り手の資金調達

行為が適正化され、シャドーバンキングの急拡大に歯止めがかかることが期待されています。

## 6. 債務不履行の発生と中国金融システムの安定性

本年入り後、中国では、信託商品の支払遅延例が複数発生し、シャドーバンキングへの懸念が改めて高まりました（図表6）。銀行理財商品や信託商品の大半は元本保証がない商品設計ですが、これまで元本割れとなるケースがなかったことから、投資家は「暗黙の元本保証」が存在すると理解してきました。「暗黙の元本保証」は、投資家のモラルハザード（保証の存在のためにかえって危険回避を行わなくなる現象）を招き、シャドーバンキングを拡大させる要因となってきました。その意味では、個別案件の債務不履行の発生は、モラルハザードを防いで金融システム全体を健全に発展させる効果があると言えます。

一方、流動性リスクには、なお注意が必要です。前述のとおり、シャドーバンキングは、投資家から短期の資金を取り入れ、長期で運用する構造を持っています。個別商品の債務不履行であっても、仮にそれが投資家の不安心理を高め、投資家が資金提供を過度に控える事態になれば、資金調達主体の資金繰りがひっ迫し、企業倒産が相次ぐ懸念もあります。

この点について、李克強総理は、本年三月の記者会見で「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

図表5 シャドーバンキングに関する当局の規制等

時期	公布主体	内容
2012年12月	財政部 発展改革委 中国人民銀行 銀監会	地方政府に対して、以下の行為を禁止。 ①公益性資産にもとづく地方融資平台への資本注入、②信託等による公益的プロジェクトの資金調達、③地方政府による債務保証、④地方政府関係者による理財商品販売等。
2013年3月	銀監会	商業銀行に対して、銀行理財商品の運用の際、市場性のない資産の残高を理財商品の35%以内かつ銀行総資産の4%以内にする、運用資産を1対1で分別管理することを義務付け。
同4月	発展改革委	問題のある企業（過剰設備、環境汚染、資産比でみた負債額大）に対して、社債の発行を制限。
同6月	銀監会	商業銀行に対して、理財商品の販売開始の10日前までに当局が運用するシステムに事前登録することを義務付け。
同7月	証券業協会	証券会社に対して、投資指図を委託者（銀行）が出し、投資リスクを委託者（同）が負担することを確認するとともに、一定規模以下の銀行との銀証合作（銀行と証券会社が協力すること）を禁止。
同12月	国務院	シャドーバンキングに関する監督当局の職責を明確化し、監督が手薄だった金融機関に対する監督を強化する方針を明示。

(注)「財政部」は日本の財務省に相当。「発展改革委員会」は、国土計画・投資計画・マクロ経済運営等に関する中央官庁。「銀監会」(中国銀行業監督管理委員会)は金融庁に相当。「証券業協会」は証券会社による自主規制機関。「国務院」は内閣に相当。

図表6 最近の債務不履行案件

サンセイインフロンティア 山西振富能源 ＜炭鉱＞	業容拡大のため2011年に信託を通じて資金調達。その後、行政手続等により主要炭鉱の稼働開始が遅れる中、違法行為を行った当社経営者の逮捕もあり経営難に。支払期日前に元本部分の返済はされたものの、利子部分は未払いに（本年1月）。
サンセイレンセイ 山西聯盛集団 ＜炭鉱＞	2011～2012年にかけて生産能力を増強するために、信託商品等により資金を調達。その後、石炭価格下落もあり、経営が悪化。信託の期日到来後も未返済（本年2月）。

にかなった処置を行うことで、地域的、システム的な金融リスクの発生を必ず回避しなければならぬ」と述べています。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、限定した範囲で債務不履行を許容していくものと見られます。

なお、中国では、銀行理財商品はもちろん、信託商品の販売にも、多くの場合銀行が深く関わっています。銀行が、自分が販売した商品で発生した問題に対して、投資家から一定の責任を求められる可能性もあります。幸い、中国の銀行は、不良債権比率が1%程度と低いほか、

自己資本比率も一二%以上と十分に高く、銀行システムは比較的健全と言えます。仮にシャドーバンキングで問題が生じて、銀行システムに飛び火し、銀行システムを大きく揺るがす問題に発展する可能性は、現時点では低いと考えられます。

## 7. シャドーバンキングと金利自由化

最後に、中国におけるシャドーバンキングの拡大と金利自由化の関係について述べます。これまでみてきたように、中国のシャドーバンキングは、預金金利が規制されている中で、高利

回りを求める投資家に支えられ急速に拡大してきました。これは裏返せば、実質的な金利自由化が、シャドーバンキング拡大を通じて進展していることを意味します。本年三月、周小川・中国人民銀行総裁は、個人的見解と断りつつ「預金金利の自由化は、一～二年で完了できると思う」と述べました。実質的な金利自由化が進んでいる以上、預金金利を規制する意義が薄れていることを踏まえた発言とみられます。

将来、預金金利の規制が完全に撤廃された場合、シャドーバンキングを通じた資金の流れは、その多くが再び通常の銀行システムによる信用仲介に回帰していくものと想定されます。

こうしてみると、世界が注目する中国のシャドーバンキング急拡大が、中国の金融経済の過渡期における現象としてもご理解いただけるのではないのでしょうか。日本銀行北京事務所では、国際局、香港事務所と連携し、変貌する中国の金融経済を日々ウォッチしています。

(注1) 国際的な金融規制の枠組みを議論する場である金融安定理事会(FSB)では、シャドーバンキングを「銀行システムの外側で信用仲介機能を果たす活動」と定義しています。

(注2) 中国では、地方政府が債務を負うことが禁止されています。このため地方政府は公共政策に近い業務を行うために公営企業を設立し、当該企業を通じて資金調達を行うことが一般的です。このような企業を「地方融資平台」と呼びます。

(注3) 社会融資総量は、中国人民銀行が公表している金融関連統計。貸出に加えて、委託貸出、信託貸出、銀行引受手形、債券発行等のデータを公表しており、広い範囲の資金の動きを把握することができます。