

中国のシャドーバンキング ～銀行とのつながりや理財商品を中心に～

第一章 中国のシャドーバンキングの拡大と特徴

1-1 資金循環の概要

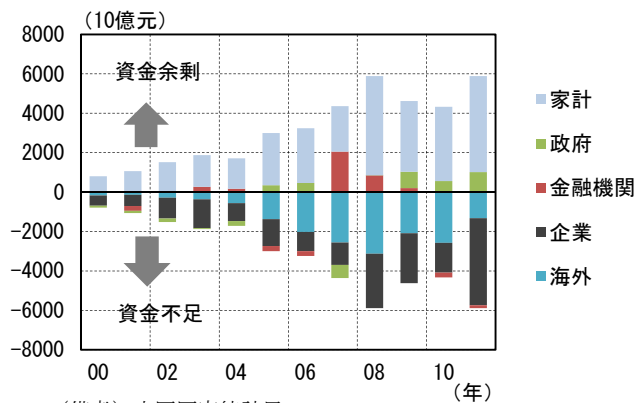
- ・近年、中国では銀行貸出以外の信用供与（いわゆる、シャドーバンキング）が急拡大している。当局の監督が行き届きにくいシャドーバンキングの拡大は金融システムの不安定化に繋がりがねないため、市場では懸念が広がっている。本稿では、欧米と異なる中国のシャドーバンキングの特徴を明らかにし、金融市場改革の中でこの問題の本質を捉えていくことを試みた。
- ・中国のシャドーバンキングを考察する前に、資金循環を確認しておく。中国の資金循環表（図表1、2、3）から、以下の3つの特徴が見てとれる。（i）家計の貯蓄志向が強く、家計の余剰資金が資金不足部門である企業へ流れ、投資や生産の拡大につながってきた。（ii）中国の金融システムは間接金融中心であり、家計余剰資金の多くは銀行預金として貯蓄され、そして銀行貸出として企業へと流れる。一方、社債や株式などの直接金融の規模はまだ小さい。（iii）シャドーバンキングを通じた一部資金の流れ（例えば家計資金による銀行理財や信託商品への投資）は「その他」に分類されるとみられ、10年以降、「その他」における家計の運用超と金融機関の調達超は急増しており、シャドーバンキングの拡大がうかがえる。

図表1 中国の資金循環表（2011年、フロー）（10億元）

	家計		企業		金融機関	
	運用	調達	運用	調達	運用	調達
預貯金	4,769		4,137		540	11,342
貸出(借入)		2,550	1,027	7,721	10,604	1,141
預金準備金					3,615	3,615
国債	▲ 79		▲ 1		694	
社債			▲ 4	1,366	1,370	
株式	328		▲ 7	574	168	▲ 32
対外投資			817	1,669	▲ 343	25
国際準備資産					2,506	
その他債券、保険準備金等	1,014		▲ 171	▲ 223	▲ 96	837
その他	1,382		881		414	2,675
総額	7,414	2,550	6,679	11,106	19,472	19,604
資金過不足		4,864		▲ 4,427		▲ 132

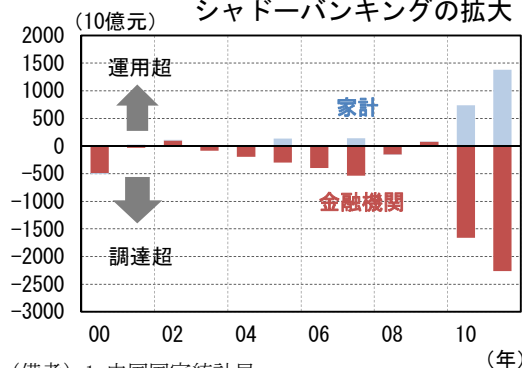
(備考) 1. 中国人民銀行 2. 貸出には信託貸付、委託貸付、銀行約束手形も含まれる

図表2 主体別の資金過不足



(備考) 中国国家統計局

図表3 資金循環表の「その他」からみるシャドーバンキングの拡大

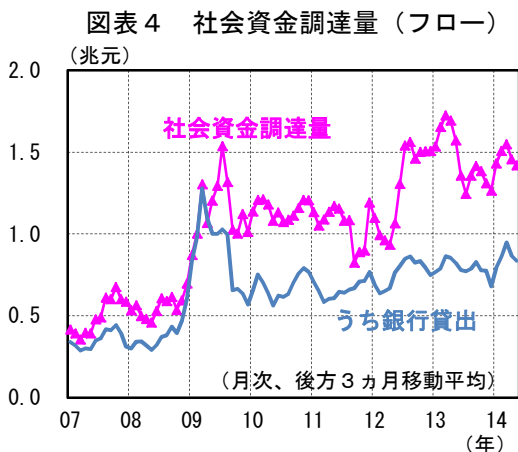


(備考) 1. 中国国家統計局

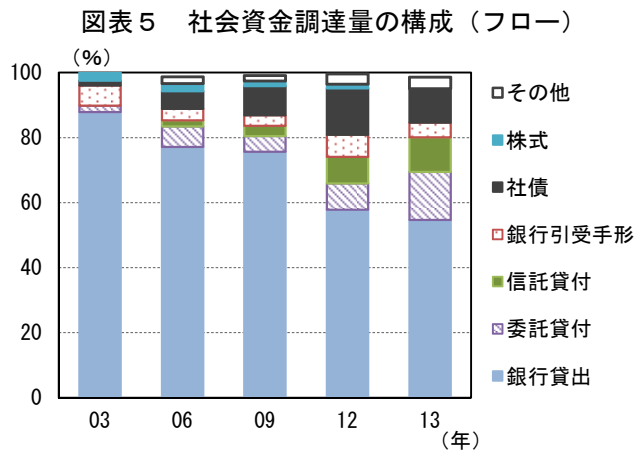
2. 資金循環表における家計と金融機関の「その他」の過不足の推移

1-2 シャドーバンキングの増加とその背景

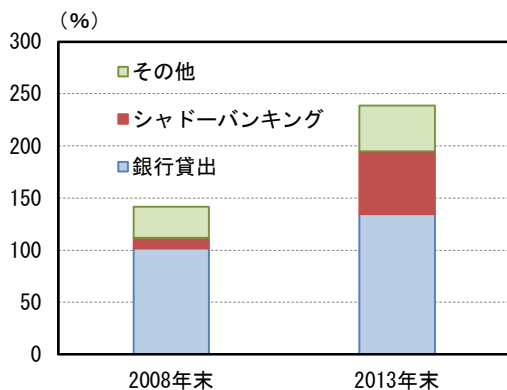
- ・銀行貸出以外の資金調達を把握するために、人民銀行は11年から社会資金調達量という指標を公表するようになった。これを見ると、中国ではリーマンショック後、銀行貸出と社会資金調達量との間の乖離が拡大しており、銀行貸出以外の与信が大きく増えていることが分かる（図表4）。銀行貸出以外の構成をみると、社債も増加しているが、銀行引受手形、委託貸付、信託貸付などいわゆるシャドーバンキングの増加が目立っており、そのシェアが拡大している（図表5）。シャドーバンキングの急増に伴い、信用残高はGDP比で08年の約140%から13年の約240%まで上昇した（図表6）。
- ・シャドーバンキング増加の背景には、貸出総量規制の下での事業主体の資金調達拡大のニーズと、規制金利（預金金利の上限規制）の下で高い利回りを求める預金者のニーズがある（図表7）。従ってシャドーバンキングは金融の効率化や金利自由化において一定の役割を果たしているとも言える。
- ・貸出総量規制には、預貸率（貸出残高／預金残高 \leq 75%）及び、新規貸出総量規制や融資平台・不動産への貸出規制といった窓口指導がある（融資平台とは、地方政府の投融资プラットフォームで、金融機関から資金調達しインフラ整備や都市開発を行う）。



- （備考）1. 中国人民銀行 2. 図表4は日本政策投資銀行により季節調整
3. 国債、外国投資、投資ファンド、インフォーマルな貸付等は含まれない
4. 銀行貸出には信用組合などが含まれ、外貨建ても含まれる、以下同。社債と株式は金融機関を除く

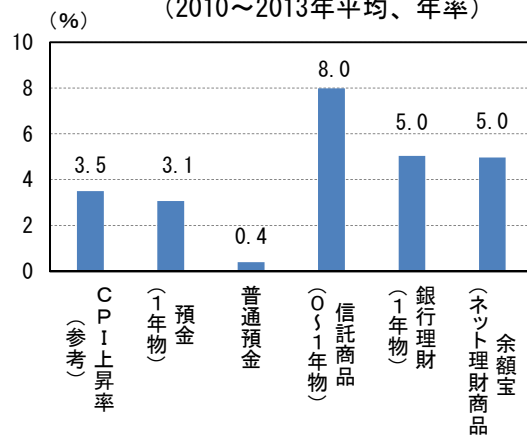


図表6 信用残高の対GDP比



- （備考）1. 中国人民銀行、中国国家统计局、Wind資訊、各種報道により日本政策投資銀行作成
2. その他は国債、（非金融機関の）社債・株式など

図表7 理財商品収益率、預金金利
（2010～2013年平均、年率）

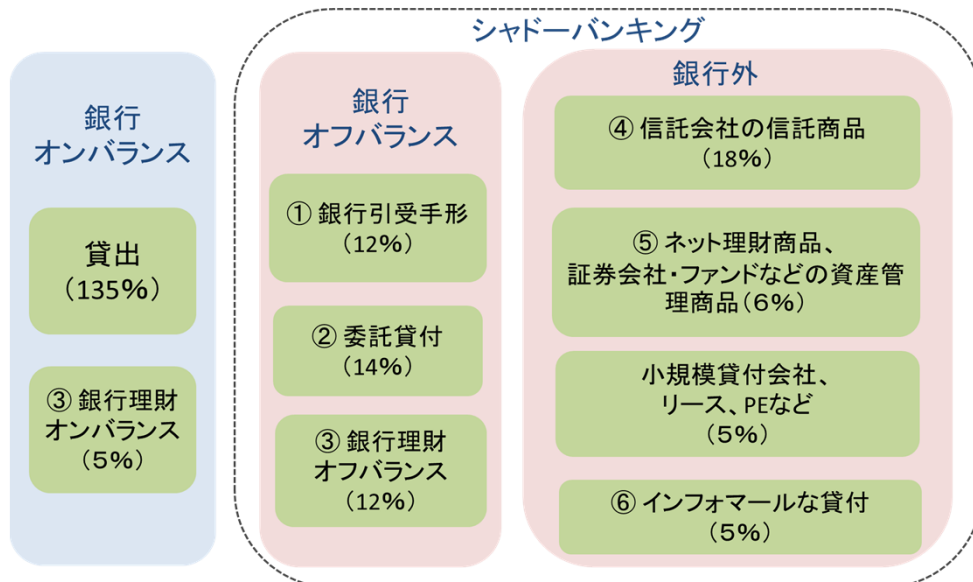


- （備考）1. 中国人民銀行、中国国家统计局、Wind資訊、天広基金
2. 信託商品は非証券投資類のみ

1-3 欧米と異なる中国のシャドーバンキング

- ・シャドーバンキングは、一般的に銀行システム以外の信用仲介を指している。中国のシャドーバンキングについて様々な定義や分類があるが、本稿では図表8のようにまとめている。これを見ると、中国のシャドーバンキングには、完全に銀行システム外にあるリース、PE(プライベート・エクイティ・ファンド)、インフォーマルな貸付などもあるが、銀行のオフバランスにある銀行理財、委託貸付、銀行引受手形や、銀行システム外にありながら銀行と協力関係をもつ信託商品などの規模が大きく、中心的な役割を果たしている。
- ・すなわち、欧米に比べ中国のシャドーバンキングは銀行との繋がりが強く、“影の銀行(シャドーバンキング)”というよりも、“銀行の影”と表現するのが適切である。直接金融が発達している欧米に比べ、中国では銀行が圧倒的に強く、他の金融機関が未発達であることがその背景にある。また、統計データが乏しいため、中国のシャドーバンキングの規模についても諸説があるが、本稿の試算では対GDP比約60%(13年末)になっているとみられる。

図表8 中国のシャドーバンキング(資金運用の視点から)



(備考) 1. 中国人民銀行、中国国家统计局、Wind資訊、各種報道により日本政策投資銀行作成
 2. 数値は13年末の対GDP比。銀行理財は信託商品にも投資するなど重複の部分もあり、シャドーバンキング全体の対GDP比は約60%

(主な項目の説明)

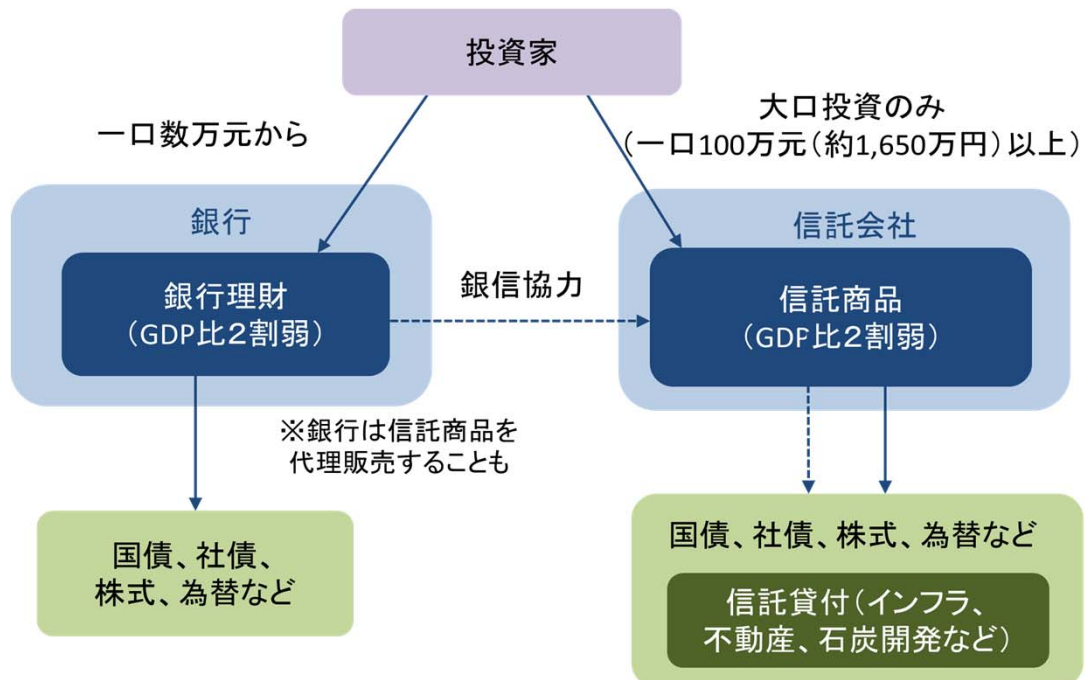
① 銀行引受手形 (Undiscounted Bankers' Acceptances)	銀行が信用保証を建てた企業間信用
② 委託貸付	銀行が仲介する企業間の貸借。銀行の信用保証はなし
③ 銀行理財	銀行が組成・販売する投資信託に類似した金融商品。株式、債券、貸付などで運用
④ 信託商品	信託会社が組成する金融商品。証券投資のほか、信託貸付などにも運用
⑤ ネット理財商品	インターネット上で販売される理財商品。1元から投資可、随時引き出し可能
⑥ インフォーマル貸付	個人間や個人企業間の貸借

第二章 シャドーバンキングの中で重要な役割を担う理財商品

2-1 理财商品の概要と銀信協力

- ・中国のシャドーバンキングの中で、理财商品は大きな役割を担っている。理财商品とは、投資家から集めた資金を株式、債券、貸付などで投資・運用する金融商品であり、日本の投資信託に類似している。
- ・理财商品は、銀行が発行する銀行理财のほか、信託会社の信託商品、大手IT会社のネット理财商品などもある。理财商品の主力は銀行理财と信託商品であり、13年末には両者それぞれ約10兆元（165兆円）、対GDP比2割弱の規模に達している（図表9）。
- ・信託会社はインフラ、不動産などの信託貸付を行っているが、資金調達手段である信託商品は一口100万元以上となっているため、個人投資家からの資金集めは容易ではない。一方、銀行は膨大な顧客を持っており、銀行理财によって簡単に資金を調達できるが、信託業務が制限されている。
- ・こうした中、銀行と信託が相互に補完する形で、銀信協力モデル（中国語：銀信合作）が多用されてきた。銀信協力は、銀行は単一委託人として銀行理财で集めた資金を信託会社の信託貸付などに投資するという手法で、これを通じ、銀行理财の資金の一部は融資平台や不動産へ流れる構図となっている。

図表9 理财商品の主力である銀行理财と信託商品



(備考) 日本政策投資銀行作成

2-2 銀行理財とその問題点

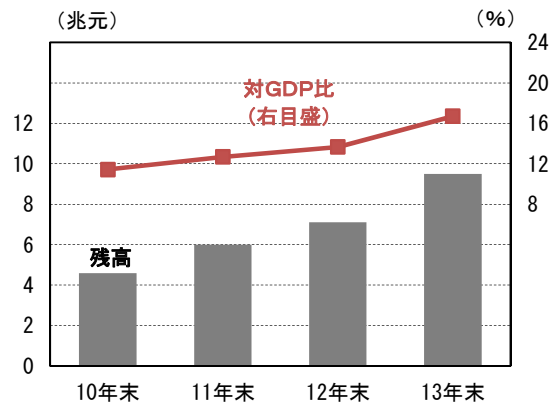
- ・銀行理財には、運用手段や元本保証の有無などにより様々な種類の商品があり（図表10）、その残高は10年末の4.6兆元から13年末の9.5兆元へと2倍強に拡大している（図表11）。
- ・銀行理財の規模が急拡大しているのに対し、制度面の整備が追い付いていない。そのため、銀行理財は（i）銀信協力などを通じ、貸出規制の厳しい融資平台や不動産へ投資している。（ii）ほとんど短期的な商品だが、中長期運用が多く、期間のミスマッチが生じる。（iii）非元本保証型であっても、投資家の多くは暗黙の銀行信用があるとみなしており、モラルハザードを助長するなどの問題を抱えている。
- ・これらの問題に対し、銀监会（中国銀行業監督管理委員会）は様々な規制策を打ち出しているが、銀行は新たな理财产品の開発などで、規制を回避しようとしている。例えば、10年に銀监会は銀信協力に対し規制策を打ち出し、貸付型の銀行理財が減少したが、実際はポートフォリオ型に信託貸付が組み込まれたり（図表12、13）、（信託受益権とインターバンク取引の利用などで）銀信協力モデルを変えたりすることで、依然多くの銀行理財資金が貸付に流れているとみられる。

図表10 銀行理財の分類

運用手段別	【金利型】 国債、コール、銀行預金などリスクが低く、所謂固定利付け金融商品への投資
	【貸付】 銀信協力を通じ信託貸付での運用
	【株式】
	【為替】
	【コモディティ】
元本保証の有無	【元本保証型】
	【非元本保証型】
資産計上の有無	【オンバランス】 (元本保証型は銀行の負債に計上されるものが多い)
	【オフバランス】

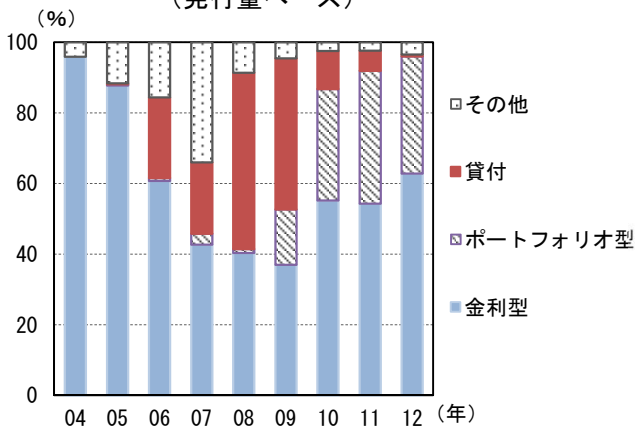
(備考) 1. 日本政策投資銀行作成
2. 金利型も各商品の組み合わせであるが、安全資産のみのため、ポートフォリオ型には分類されない

図表11 銀行理財の規模



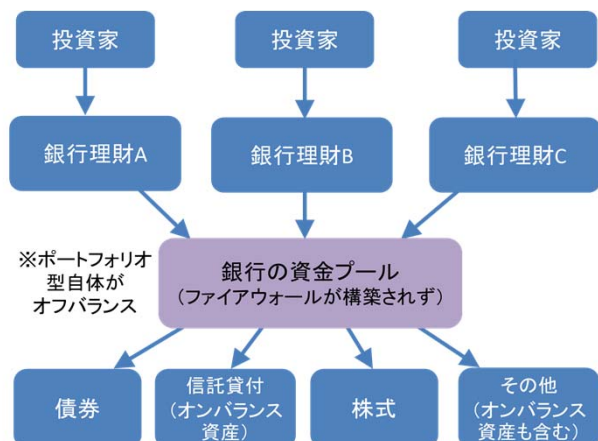
(備考) 中国国家統計局、Wind資訊

図表12 運用手段別銀行理財の構成 (発行量ベース)



(備考) 1. 中国社会科学院、12年は9月まで
2. その他は株式、為替、コモディティなど

図表13 ポートフォリオ型銀行理財

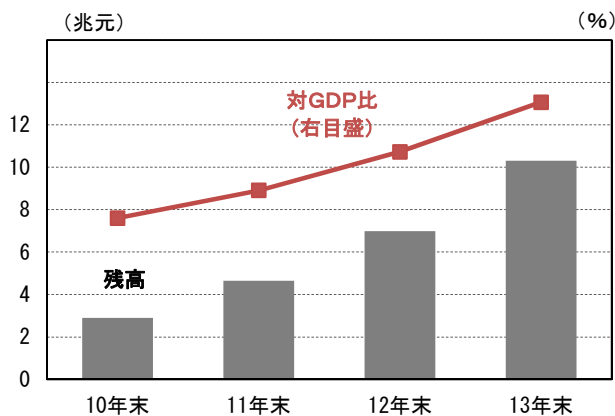


(備考) 日本政策投資銀行作成

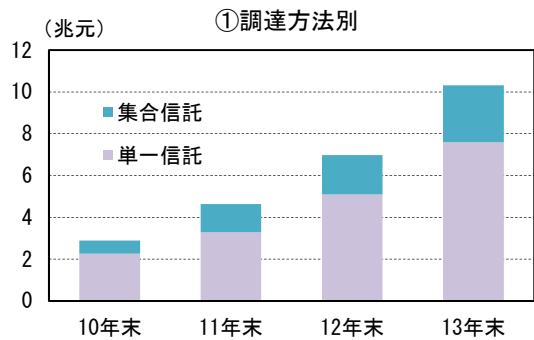
2-3 急拡大する信託商品

- ・近年、中国の信託業界は急成長しており、信託商品の残高は10年末（2.9兆元）から13年末（10.3兆元）にかけて3.5倍強に拡大した（図表14）。中国の信託会社は日本の信託銀行と違って、預金業務が制限されており、信託業務のみを行っている。
- ・信託商品には単一信託と集合信託がある。単一信託は、委託人が一人で主に金融機関や企業などの機関投資家向け商品である。集合信託は、委託人が複数で主に個人投資家向け商品である。前述のように信託商品の最低投資額が高額であるため、個人投資家の参入が難しく集合信託が少ない。一方、単一信託は全体の約7割を占めており、銀信協力はその中に含まれるとみられる。また、信託商品の運用方法の約半分は貸付であり、運用分野の多くはインフラ、不動産となっている（図表15）。
- ・銀信協力の残高は増え続けているが、信託商品全体に占める割合が低下している（図表16）。銀監会の規制強化もあり、銀信協力の増加ペースがやや鈍化しているが、集合信託や銀信協力以外の単一信託が増加していることがうかがえる。

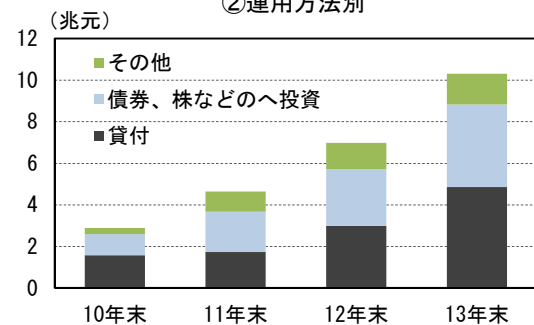
図表14 信託商品の規模



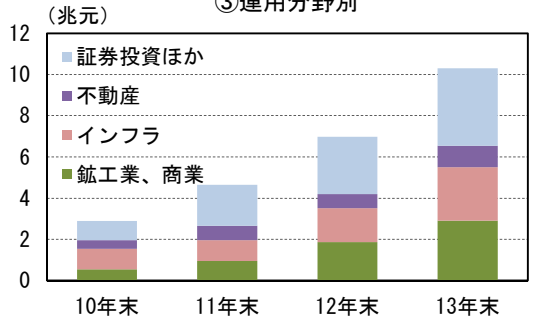
図表15 信託商品の内訳



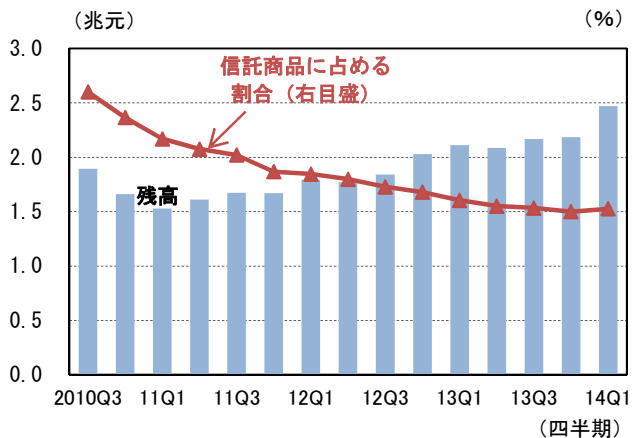
②運用方法別



③運用分野別



図表16 銀信協力の推移



(図表14～16備考) 中国国家统计局、中国信託協会

2-4 信託商品のデフォルト懸念

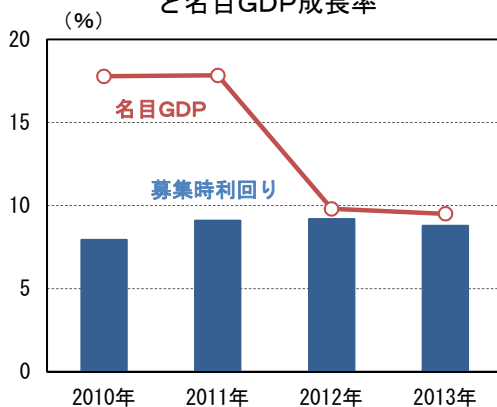
- ・14年に入り、信託商品のデフォルト懸念が浮上している（図表17）。大手信託会社である中誠信託の信託商品について関係者による救済で償還に至ったが、中堅の吉林信託の信託商品については、債務償還に向けて現在なお関係者で協議が続いている。
- ・12年以降、経済成長が鈍化したにもかかわらず、信託商品の募集時利回りにほとんど変化はない（図表18）。一部では10%以上の高利回り商品の発行もあり、過度にリスクの高い運用が行われている可能性が高い。過剰投資問題を抱えるインフラ、不動産、石炭などの分野への運用は、経済成長率の低下に伴い、今後、デフォルトが徐々に表面化する恐れがある。
- ・理財商品は（一部の元本保証型銀行理財を除き）元本保証はなく、投資家がリスクを負うが、個人投資家の間では自己責任原則が浸透しておらず、これまで絶対償還（中国語：剛性兑付）の神話が守られてきた（図表19）。しかし、絶対償還の維持は、市場の歪みの是正を先送りするだけでしかない。李克強首相は3月の全人代で、システミック・リスクが起こらないように監督監視を強化しなければならないが、個別のデフォルトは避け難いとの見方を示した。

図表17 信託商品のデフォルト懸念ケース

発行者	中誠信託	吉林信託
商品名	誠至金開1号	松花江77号
代理販売	中国工商銀行	中国建設銀行
投資先	山西振富 (石炭開発会社)	山西聯盛 (石炭開発会社)
投資金額 <投資人数>	30.3億元(約500億円) <約700人>	9.7億元(約160億円) <不明>
経緯	・14年1年半ばにデフォルト懸念 ・1月末に資金確保し元本償還 (関係者により救済した模様)	・13年11月から償還不履行 ・救済のため関係者間(山西省、 銀行等)で協議継続

(備考) 各種報道により日本政策投資銀行作成

図表18 信託商品の募集時平均利回り
と名目GDP成長率



(備考) 1. 中国国家统计局、Wind資訊
2. 信託商品は非証券投資類のみ、1-2年物

図表19 理財商品に対する自己責任
原則未浸透の背景

(1) 投資家側の認識不足

- ・銀行発行の銀行理財は、預金と同様に元本保証と誤認される傾向。
- ・信託商品の多くも信用力の高い銀行が代理販売することが多いため、銀行の金融商品と誤認されがち。

(2) 販売側のリスクの説明不足

- ・そもそも、投資家に対してリスクを十分に説明していないケースが多い

(3) 絶対償還の実績

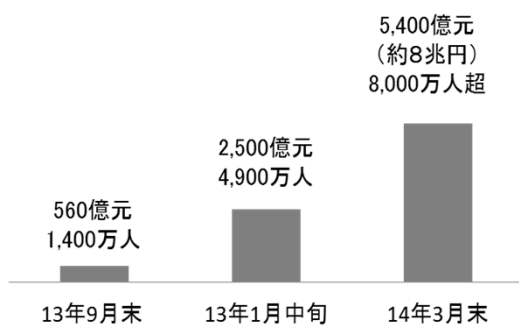
- ・これまで理財商品は最終的にデフォルトしたことがなく、絶対償還（中国語：剛性兑付）の神話が守られてきた。

(備考) 日本政策投資銀行作成

2-5 ネット理財商品と新しい金融商品に対する当局の姿勢

- ・最近、銀行理財や信託商品のほか、ネット理財商品が急増し、注目を集めている。その代表的なものは、ネット通販最大手「アリババ」の「余额宝」であり、13年6月サービス開始から1年足らずで5,000億元（約8兆円）超の規模に達した（図表20、ただし、最近の利回り低下に伴い頭打ち感が出ている）。余额宝は、銀行預金よりも金利が高だけでなく、従来の理財商品と違い、小口預け入れ、即時引き出しが可能という特徴を持ち、預金金利規制の網を逃れた事実上の「高金利の普通預金」とも言える（図表21）。
- ・余额宝の大部分は、低い預金金利で十分に預金を集められない銀行へのインターバンク貸付（協議預金）で運用されている（図表22）。銀行側から見ると、低金利で調達可能だった預金の一部が余额宝へ流出し、高金利の協議預金での調達に振り替わるといった構図になっており、コストの上昇を招き、不満の声も大きい。銀行側は類似商品の開発で対抗しようとしており、結果的に規制金利が徐々に崩れていくことになる。
- ・ネット理財を含む理財商品などの新しい金融商品の出現に対し、当局は完全に否定しているわけではなく、その正当性や役割を認めている。むしろ、システムック・リスクが生じないように制度整備や監督監視を強化しながら、こういった商品の出現を機に、金利の自由化など金融改革を促進する姿勢を見せている。

図表20 余额宝の規模と利用者数



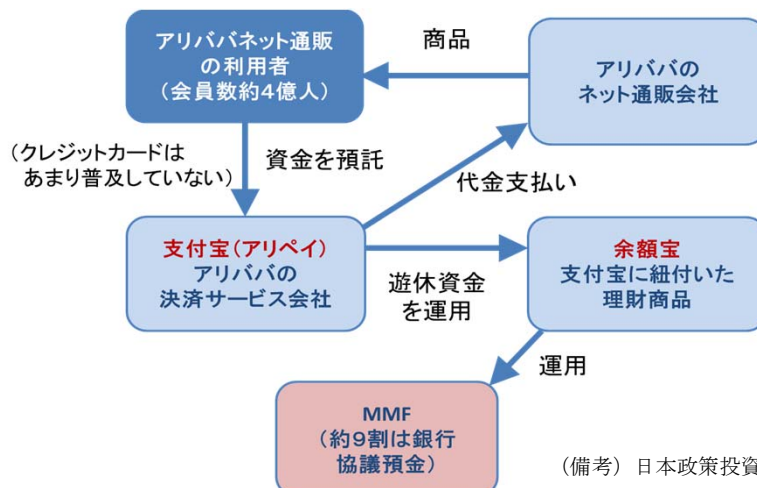
(備考) 各種報道により日本政策投資銀行作成

図表21 余额宝と銀行理財・銀行預金の比較

	余额宝	銀行理財	普通預金
年利回り	5%程度	平均5%程度	0.35%
流動性	即時引き出し可	満期が数ヶ月のものが多い	即時引き出し可
最低運用額	1元(約16.5円)から	数万元から	1元から
運用額上限	一口座100万元まで	上限なし	上限なし
運用方法	主にMMF	株式、債券、貸付など様々	—
その他	毎日の収益をネットで確認可能	—	—
規模	ネット理財全体約1兆元(余额宝5,400億元)	9.5兆元	預金全体で107兆元

(備考) 1. 中国人民銀行、Wind資訊、各種報道により日本政策投資銀行作成
2. 規模はネット理財が14年3月末、銀行理財と銀行預金は13年末

図表22 アリババの決済サービスと“余额宝”

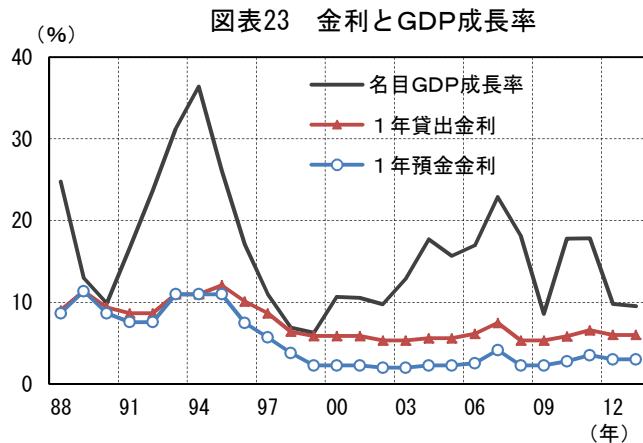


(備考) 日本政策投資銀行作成

第三章 シャドーバンキングと金融市場改革

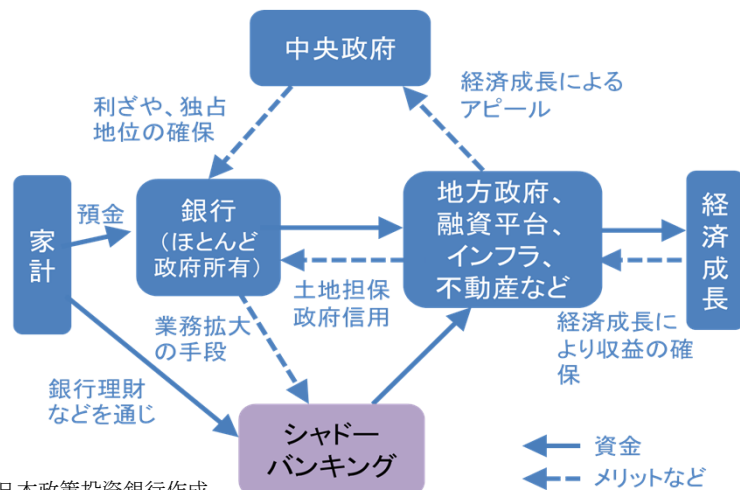
3-1 シャドーバンキング拡大の背景にある金利、投資体制

- ・シャドーバンキング拡大の背景には、規制金利下による旺盛な資金需要と投資がある。中国は日本の高度成長期のように、人為的低金利政策を実施し、名目GDP成長率に比べ、貸出金利がかなり低水準に抑えられる一方、預金金利は更に低く抑えられ、これまで銀行は3%前後の利ざやを確保してきた(図表23)。これにより、インフラ、基幹産業への計画・傾斜的資金配分が行われて高い経済成長が実現されてきた。
- ・また、投資主導型経済の中、地方政府による投資が大きな役割を果たしている。地方政府は財政資金だけではなく、融資平台を通じ主に銀行借入によってインフラ建設や都市開発を行い、高度経済成長に寄与してきた。融資平台や不動産に対する貸出規制が厳しくなる中、シャドーバンキングへの需要が高まっている(図表24)。
- ・ただし、金利改革は徐々に推進されており、13年7月に貸出金利の自由化(下限の撤廃)が実現された。預金金利には依然上限があるが、14年3月の全人代で人民銀行の周小川総裁は1~2年以内に預金金利の上限を撤廃する可能性を示唆した。一方、過度な投資を減らし投資型から消費型への経済構造改革も進められようとしている。今後、このような金利自由化や成長モデルの変遷はシャドーバンキングにも影響をもたらしていくとみられる。



(備考) 中国人民銀行、中国国家統計局

図表24 中国の投資主導経済成長モデル



(備考) 日本政策投資銀行作成

3-2 まとめと今後の展望

- ・中国のシャドーバンキングの本質は、以下の2点に集約できる。まず1点目は、欧米と異なり、中国のシャドーバンキングには銀行が深く関与しており、シャドーバンキングの問題は金融の中心である銀行自身の問題でもあるということである。2点目は、中国のシャドーバンキングは、現行の金融制度と市場ニーズの乖離により生じたもので、間接金融から直接金融へ移行する過渡期の産物という側面を有し、特殊性と多くの問題点を抱えていることである。
- ・経済成長が鈍化する中、過剰投資問題を抱えるインフラ、不動産、エネルギー関連へのシャドーバンキングの運用リスクが高くなっている。銀行理財など銀行の関与が強い金融商品は、仮にデフォルトが発生すれば、銀行の信用が大きく損なわれ、商品販売が困難になったり、取り付け騒ぎになる可能性があり、銀行全体の流動性リスクにつながる恐れがある。そのため、償還困難となった場合に、資金力のある銀行が損失を補填し救済する公算が大きい。一方、社債や信託商品など銀行とのつながりの薄い金融商品は、投資家の自己責任がより強く求められており、デフォルトの可能性も比較的高いが、デフォルトが発生した場合、銀行ひいては金融システムへの影響は限定的であろう（図表25）。
- ・今後も個別のデフォルトが出てくるとみられるが、以下の2つの理由から、システミック・リスクへ発展する可能性は高くないと考えられる。一つ目の理由は、金融市場が不安定な状況になれば、人民銀行による流動性供給が行われる可能性が高いためである。もう一つの理由として、シャドーバンキングの規模（対GDP比約60%）は極端に高いわけではなく、政府の財政状態は健全で、いざという時に救済する余力があることが指摘できる。ただし、仮に融資平台や不動産市場が大きく変動すれば、その影響は遥かに深刻であり、金融市場の混乱に繋がりがかねないので、留意が必要である。
- ・今後、当局はシステミック・リスクが生じないように制度整備や監督強化を急ぐと共に、金融市場全体（金利、為替など）の改革を推進し、市場メカニズム（デフォルトの容認など）により、シャドーバンキング問題をコントロールしていくとみられる。金利の自由化などは競争を激化させ、一部の中小金融機関が破綻する可能性もあり、預金保険制度などの関連制度の整備と対応策が必要とされる。
- ・将来的に金融制度が一層市場に合致したものになれば、預金金利の上昇による理财产品の優位性の低下や、投資家自己責任の明確化などにより、シャドーバンキングもその特殊性と問題点が薄れて、先進国のように市場メカニズムに基づく“一般の金融商品”になるであろう。ただし、金融改革にはそれほど時間が残されていない。経済成長が大幅に鈍化する前に問題解決の進展が求められている。

図表25 各金融商品のリスク評価

		リスク発生した場合のインパクト (銀行システムへの波及で評価)		
		大	中	小
（銀行の負担可能性で評価） リスク発生の可能性	高		・社債 ・信託商品 (銀信協力以外)	・インフォーマルな貸付
	中	・銀行理財 (オフバランス)	・信託商品 (銀信協力) ・委託貸付	
	低	・銀行理財 (オンバランス) ・インターバンク取引 ・銀行引受手形		

(備考) 1. 日本政策投資銀行作成
2. 銀行理財の金利型や信託商品の証券投資型など比較的安全な商品は除く

- ・本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：日本政策投資銀行と明記して下さい。
- ・本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部
Tel: 03-3244-1840
E-mail: report@dbj.jp