



中国金融市場の動揺とその背景

～シャドーバンキングの影響と今後の動向～

発表日：2013年6月27日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 米国の金融緩和縮小観測により国際金融市場では新興国への資金流入が細っているが、中国景気の減速の深刻さが確認されたことで投資家のリスク許容度は悪化、新興国市場を巡る環境は一変している。
- 中国では、シャドーバンキングによる融資膨張と資金繰り悪化が金融システムリスクに繋がるとの警戒から短期金利が急上昇したため、信用収縮が実体経済のさらなる悪化を引き起こすとの懸念を生んでいる。
- シャドーバンキングは世界金融危機後の景気回復を促した一方、不動産やインフラの過剰投資を招いた。当初は金融機関が中心だったが、足下では大手国有企業にも広がるなど複雑化し、その規模もGDP比5割超に達するとの見通しもあるなか、不良債権化リスクが高まっていることから早期の対応が必要だ。
- 新政権は問題解決に本腰を入れるとの話もあり、期待が高まる一方で法的整理への方法・手段は確立しておらず、規模も2004年辺りの不良債権処理とは異なり、対応策は以前にも増して困難になっている。
- 同国の金融市場は閉鎖的なため、問題顕在化による国際金融市場への影響は不透明だが、様々な形で海外資金が流入した可能性はあり警戒は必要だ。実体経済を下押しすれば世界経済への影響は避けられない。政府は軟着陸を目指そうが、問題の根源は広範に亘っており、迅速かつ効率的な解決策が不可欠だ。

《中国の金融システムリスク懸念に繋がる恐れがあるなか、迅速かつ効率的な課題解決の模索が不可欠》

- 先進諸国の量的金融緩和の影響により世界的な資金供給量はかつてない規模に拡大するなど、いわゆる「カネ余り」が意識されるなか、世界経済の底入れ期待が高まったことも重なり、緩和マネーの一部はより高い収益を求めて新興国や資源国などに流入する動きが続いてきた。しかし、先月以降米国による量的金融緩和の縮小観測が国際金融市場で意識されるようになると、これによる米国の金利上昇に伴い新興国や資源国向け投資の妙味が相対的に低下すること、これまでの資金流入による新興国の資産価格の上昇ペースが急であったことも重なり、新興国などへの資金流入は細った。さらに、世界経済のけん引役として期待されてきた中国経済の減速が予想外に長引いており、世界経済の足かせになると警戒されて投資家のリスク許容度は悪化し、新興国などに流入してきた資金は足下において流出に転じている。結果、1ヶ月半くらい前まで株式、通貨、債券の「トリプル高」だった金融市場は「トリプル安」に転じるなど、新興国を取り巻く環境は大きく変化している。
- 足下では、中国経済の足踏みが予想外に深刻な様子が確認されるなか、同国の金融市場においてはこれまで「影子銀行（シャドーバンキング）」を通じた融資拡大が景気を下支えしてきた一方、この動向に不透明感が増しているとの観測が強まっており、金融市場のリスク要因になる懸念が出ている。シャドーバンキングとは、規制が厳しい上に人民銀による長期の金融引き締めの影響で資金需給のひっ迫が懸念される同国金融セクターで規制を掻い潜る形で実施された融資を意味するが、以前これが注目を集めたのは世界金融危機後の不動産投資の拡大に関係する。「リーマン・ショック」に始まる世界金融危機は、世界的な信用収縮や景気低迷を通じて同国経済にも悪影響を及ぼし、同国政府は総額「4兆元」に上る景気刺激策や金融緩和により景気浮揚を図る方針を打ち出した。一連の景気対策では、地方政府主導で不動産開発が大幅に拡充された結果、同国経済は文字通りの「V字回復」を果たしたが、一部の不動産市況はバブル的な上昇を招く弊害も生んだ。また、独自

財源の乏しい地方政府は開発資金を銀行借入に依存したほか、地方政府傘下の金融会社（LGFV）を通じた資金調達により規制を上回る融資を受けた。しかし、短期資金による資金調達の一方、投資回収は中長期となるマチュリティ・ギャップの問題が生じたほか、政府・人民銀の金融引き締めの影響で不動産市況が調整した結果、資金繰りに行き詰る懸念が高まった。当時、政府は金融機関に対して返済猶予を要請して事態収拾を図り、政府は2010年末時点の地方政府の債務残高が10.7兆元に達しており、地方政府にこの圧縮を求める考えを示した。

- その後も物価上昇懸念などを背景に政府・人民銀による金融引き締め姿勢が維持された結果、市中の資金需給はひっ迫する状況が続いてきた。しかし、世界経済の回復の遅れを背景に経済成長のけん引役であった外需も鈍化するなか、不動産市況の動向に収益が左右されやすい金融セクターは様々な形で融資拡大を模索するようになる。資金調達力の乏しい中小金融機関は「理財商品」と呼ばれる高利回りの小口金融商品の販売を通じて資金調達を行い、こうした資金は地方のインフラ投資や不動産開発などに回することで同国景気は比較的堅調を維持してきたが、収益性の乏しいプロジェクトの乱立や足下で懸念されている過剰設備に繋がった面は否めない。さらに、こうした動きは大手国有企業にも広がっているとされ、設備投資などの名目で行われた資金調達が結果的に中小企業の資金繰りのほか、地方のインフラ投資や不動産投資などに回っているとの見方も強まっている。結果、足下におけるシャドーバンキングを通じた融資額は、総額でGDPの5割を上回る水準に達しているとの推計も出ている。つまり、地方政府の過剰なインフラ投資や不動産投資を警戒し、中央政府が抑制を求めた後も、地方政府は経済成長率向上を目指したことで様々な資金調達の仕組みが抜け穴的に築かれ、その規模は以前よりも膨張していたことになる。
- 同国政府は先月以降、金融機関による理財商品の販売規制などシャドーバンキングの拡大を食い止める動きを強めているが、これは金融機関の資金繰り悪化を引き起こすとの懸念から、短期市場では金利が急上昇するなどの影響が出ている。こうした事態を受けて、金融市場では同国政府がシャドーバンキングの圧縮に本腰を入れるとの観測が強まり、一部で政府・人民銀が金融引き締めを継続することで実体経済に下押し圧力が掛かる「オーバー・キル」に至るとの連想に繋がっていると考えられる。しかし、同国政府は日本のバブル崩壊及びその後の不良債権処理を詳細に研究している一方、政府内には過度な引き締めが実体経済の悪化を長引かせることを警戒する向きもあり、これが事態打開のタイミングが後ずれしてきた一因になったとの見方もある。他方、市場の一部では、昨年秋の共産党大会を経て誕生した習・李政権が過去の「負の遺産」であるこの問題に果敢に対応するのでは、との期待もある。同国では1990年代に膨張した金融機関の不良債権を2004年から段階的に法的処理した経緯があり、当時は国有商業銀行が抱える不良債権を中央政府が簿価で買い取ることで実質的に公的債務化する処理が採られた。しかし、今回はシャドーバンキングを通じた融資規模が極めて大きいことに加えて、そのツールが複雑化しており、法的整理の方法・手段なども確立していないことを鑑みれば、対応は前回に比べて格段に困難になっている。さらに、同国には「見做し」公的債務とされる鉄道部の債務のほか、年金関連の債務なども存在しており、これに地方政府関連の債務が加われば公的債務残高のGDP比は100%近くに達するとの見方もある。同国経済は高成長時代の終えんを迎え、債務の同国経済に対する負荷も大きくなっており、迅速な問題解決が求められる一方、方策は以前にも増して困難になっている。
- 他方、同国の金融市場は外国人投資家による取引が基本的に規制されるなど閉鎖的な環境にあることから、金融市場のシステミックリスクが国際金融市場に波及するか否かは極めて不透明である。ただし、昨年秋以降の同国の貿易統計で香港や保税地域向け輸出が急拡大した背景に、この相対として相当額の海外資金が同国金融

市場に流入したとの見方が強まっており、その意味では国際金融市場にも無関係な問題とは言えない。さらに、金融市場の混乱が信用収縮を引き起こして実体経済を一段と下押しする事態となれば、世界経済における同国経済の存在感が高まっている状況下では、貿易量の縮小や企業収益の悪化などを通じて金融市場の悪材料に繋がることも予想される。同国政府は事態のソフト・ランディング（軟着陸）を模索していると考えられるが、そのためには地方政府を含めた公的部門の財源のあり方など統治システムを含めた広範な課題を解決していく必要がある。課題解決の道のりには時間を要することが予想されるが、問題の深刻さを鑑みれば迅速かつ効率的な解決策を早期に図ることが求められよう。

図 1 短期金利(SHIBOR 翌日物)の推移



図 2 輸出額の推移



以 上