

## シャドーバンキング問題に揺れる中国経済

～G20でも焦点に。全人代で改革の具体策は示されるか～

発表日：2014年2月25日(火)

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)

- 中国経済を巡る不透明さは世界経済の「かく乱要因」になる懸念がある中、特に「シャドーバンキング」を巡る問題は、全体像が依然不明であることが事態を混乱させている。世界金融危機後に実施した大規模景気対策が直接的なきっかけになったが、その背景には中国経済が高成長を治める一方で経済格差が社会問題化するなか、共産党・政府が景気維持を重視せざるを得なかった事情もうかがえる。
- 巨額対策は景気の「V字回復」を促す一方、共産党内の競争に投資計画が利用され、過大投資を招いた。政府は大銀行などに融資抑制を打ち出したが、借り手である地方政府や企業、銀行や信託会社、投資家や預金者の利害が一致してシャドーバンキングが広がった。昨年末の信託商品残高はGDP比2割に達しており、今後の中国経済の注目材料はシャドーバンキングの取り扱いに集中することは避けられない。
- 中国金融市場の閉鎖性を勘案すれば、シャドーバンキング問題が国際金融市場に直接飛び火する可能性は低いが、実体経済面で悪影響が出るリスクは避けられない。来月の全人代では昨秋以降発表された改革案の具体策が発表される見通しだが、対処を誤れば甚大な悪影響が出る可能性もある。世界的なマネー縮小懸念によるリスクもくすぶる中、共産党・政府には慎重かつ適切な構造改革の進捗が求められる。

### 《全人代を控え景気の不透明感はくすぶるが、問題の根幹であるシャドーバンキングの対処は喫緊の課題》

- 中国経済を巡っては、足下において再び不透明さが高まる兆候がうかがえるなど、世界経済の「かく乱要因」になることが懸念されている。中でも最も注目を集めているのは、いわゆる「シャドーバンキング」を巡る問題ではないであろうか。シャドーバンキングは、地方政府の債務構造を巡る迂回融資的な性質を帯びた狭義のものから、足下では「理財商品」と呼ばれる信託商品を通じた資金調達により様々な投資計画をファイナンスする広義のものにまで広がりを見せているが、依然として全体像が見えないことが事態を混乱させている。こうした銀行を経由しない資金取引が急速に拡大するきっかけは、いわゆる「リーマン・ショック」に始まる世界金融危機後に中国政府が実施した巨額の景気刺激策であることは明らかである。政府が示した景気刺激策は2年間で総額4兆元と2008年当時の中国のGDPの約13%に相当する金額であり、中国経済を文字通り「V字回復」させることを至上命題にした対策である。一方、一連の対策が後々問題を引き起こした要因は、財源の裏打ちがなされている投資計画などは全体の3分の1程度に過ぎず、残りの3分の2については地方政府や国有企業などが独自に投資計画を積み上げる形式を採ったことにある。共産党を中心とする中国の政治体制下では、地方政府や国有企業のトップは共産党中央の一員であり、常に共産党内での出世競争に晒されている。事実、江沢民政権以降の中国共産党は経済成長を党中央における評価軸に据える姿勢を強め、中国経済は高度経済成長を実現する一方、地域間などの経済格差が社会問題になった。この問題解決のため、江政権は「西部大開発」で地域間格差是正を目指したほか、その後を継いだ胡錦濤政権は「科学的発展観」や「和諧社会」などのスローガンを掲げて持続可能な経済発展を目指したが、有効な手立てを打つには至らなかった。世界金融危機が景気下振れリスクになる可能性を目の当たりにした胡政権は、社会問題の解決より景気建て直しにより民衆の不満を緩和することを優先せざるを得なかったと判断することが出来よう。

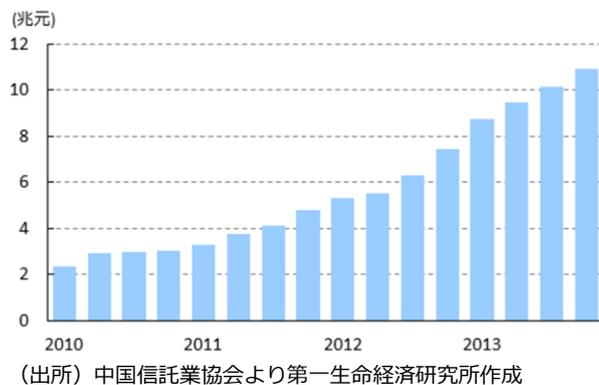
- 地方政府や国有企業などによる投資計画の実施はインフラや設備投資の過剰感を生んだほか、過大な不動産開発などはバブル的な価格上昇を招いたことから、中央政府は国有銀行などに投資計画への融資抑制を打ち出した。しかしながら、地方政府や国有企業の立場になれば、実績を挙げるためには投資計画の進捗が不可欠である一方、銀行をはじめとする金融機関の立場では、営利企業として融資実行により利益を計上する必要があり、双方の利害が一致する形で様々なツールを通じて資金調達が行われる状況が続いた。さらに、中国の金融市場

においては資金需給の円滑化を図る観点から金利が低水準で据え置かれる状況が続いているが、預金者の立場に立てば普通預金をはじめとする銀行預金の魅力を削いできた。こうした場合、通常は株式や債券といった直接金融が受け皿になることが考えられるが、中国の株式市場は 2007 年 10 月に最高値を付けて以降、構造的な問題などが足かせとなり株価は低迷し続けていることから、一般の投資家層が醸成される状況にはなっていない。そこに高利回りを謳う「理財商品」を通じて資金調達を行う仕組みが出たこと

は、資金の出し手・受け手双方にとって魅力的に映ったことが考えられ、飛躍的にシャドーバンキングが拡大する一因になったと考えられる。さらに、理財商品などを実際に売買するのは大手銀行をはじめとする金融機関であり、このことも商品の目論見書などに拠らず暗黙の信頼性を与えてしまうことに繋がったと言える。結果、中国信託業協会が発表した昨年末時点の信託商品の残高は 10.91 兆元と昨年の中国の GDP の約 2 割に達しており、信託商品がシャドーバンキングの中心的な存在になっている可能性が高いとみられる。先月末から今月初めにかけては、一部の金融商品で元利払いの遅滞が発生するテクニカル・デフォルトが発生したとの報道も出ており、今後も元利払いが集中する月末などにはこうした問題が再び表面化する可能性は残る。シャドーバンキングを通じて調達された資金の多くは商工業や鉱業をはじめとする民間企業の資金繰りに利用されており、その割合は 4 割近くを占める上、金融や不動産、地方政府向け貸付などを併せると全体の約 9 割になる。投資目的の多くは中長期の運用対象である一方、資金調達は比較的短期で行われるマチュリティー・ギャップの問題を抱える中、金融機関の流動性管理のあまさは時に短期金利の急上昇を招くリスクをはらんでおり、今後の中国金融市場にとってはシャドーバンキングの扱いが最重要課題になることは間違いない。

- なお、中国の金融市場は極めて閉鎖的であり、海外資金の流入が厳格に管理されている上、これまでのシャドーバンキングに関する説明の通り、ここに登場するプレイヤーはすべて中国国内の銀行・金融機関、信託会社、投資家・預金者に留まっており、この問題が国際金融市場に直接的に与える影響は限定的と考えられる。しかし、シャドーバンキングが連鎖的にデフォルトする事態に陥れば、その規模がすでに政府が対応可能な水準を上回っている可能性も予想され、実体経済に大きな打撃を与えることは避けられない。2000 年代以降の世界経済の伸びしろの半分近くは中国経済の成長に寄与していることを勘案すれば、実体経済面で世界経済に与える悪影響は極めて大きいものになると見込まれる。来月 5 日には、習近平政権として初めて中国の経済政策を討議する全人代（全国人民代表大会）を開催し、昨年秋に共産党が開催した三中全会（第 18 期中央委員会第 3 回全体会議）及び昨年末の中央経済工作会議において示された改革の具体策を示すとの見方が強まっている。投資に偏重した経済構造の転換や、シャドーバンキング問題への抜本的な対応は中国経済にとって喫緊の課題になっているが、手順を間違えれば実体経済を大きく下押しするリスクがある一方、先延ばしを繰り返せば事

図 信託商品残高の推移



態收拾を一段と困難にする可能性もある。足下で米国をはじめとする先進国景気の回復期待が高まっていることは、世界経済にとってプラスである一方、その背後で行われるQE3（量的金融緩和第3弾）縮小による金融政策の正常化プロセスは世界的なリスクマネーの収縮を招くリスクもあり、中国経済の変調が予期せざる投資家行動を引き起こすことも予想される。先週開催されたG20では、声明文に初めて「シャドーバンキングへの対応」が明記されるなど中国の果たすべき役割に焦点が当てられた。世界第2位の経済規模となり、その規模は日本の約1.9倍となるなど、世界経済にとって見過ごすことの出来ない状況となっているだけに、全人代では構造問題への具体的な取り組み及びロードマップが示される必要があるだろう。

以 上