

# 中国における金融リスクの動向

## 高まる信用リスクと複雑化するシャドーバンキング

アジア調査部中国室主任研究員

三浦 祐介

03-3591-1385

- 中国の指導部が金融リスクに対する警戒感を強めている。その背景には、信用リスクの高いセクターへの資金の集中と、仕組みを複雑化させつつ拡大するシャドーバンキングの問題がある
- 商業銀行は不良債権処理を行うのに十分な自己資本や貸倒引当金を有しているが、シャドーバンキングで発生した流動性リスクがインターバンク市場等を通じて金融機関間で拡散する恐れも
- 金融当局は2017年に入り相次いで対策を講じているが、リスク解消には一定の期間を要する見込み。2016年半ばから中国の景気は回復しているが、金融不安定化のリスクには引き続き留意が必要

### 1. 2017年の重点施策とされた「金融リスクの防止」

中国の指導部が金融リスクに対する警戒感を強めている。その警戒感が明確に示されたのは、2016年10月末に開催された中国共産党中央政治局会議の場だ。同会議で、習近平国家主席が金融政策に関して「資産バブルの抑制と経済・金融リスクの防止に特に力を入れる」と述べ、金融リスクに対する懸念を強めたことが明らかにされたのである。

その後、2016年12月開催の中央経済工作会議を経て、2017年3月に開催された全国人民代表大会で「金融リスクの防止」が当年の重点施策に盛り込まれた。さらに同年4月25日には、経済情勢を主な議題とする会議と併せて、中央政治局により開催された定例勉強会において金融リスクがテーマに取り上げられた。同勉強会では、習主席が「金融の安全は国家の安全の重要な構成要素であり（中略）金融の安定維持は、我が国経済社会の発展の全局にかかわる戦略的、根本的な重大事」とであると強調している。こうした言葉から、指導部が現在、金融リスクの防止を国家の大局をも左右する重要な政策課題と認識していることがうかがえる。

それでは、このように指導部が重ねて強調している金融リスクとは、具体的にどのようなものなのだろうか。本稿では、まず中国が現在抱える金融リスクの所在を分析したうえで、金融機関の耐性や中国政府の最近の対応等を踏まえながら、金融リスク解消上の課題を考察する。

### 2. 金融リスクの所在

#### (1) 信用リスクの高いセクターへの資金の集中

中国当局が金融リスクを警戒している背景として、まず、経営状態が悪く、経済の構造調整に伴い多くの企業破たんが見込まれるセクターに資金が多く流入していることが挙げられる。

社会融資総額残高の中で大半を占める銀行貸出、債券、信託について、業種別および所有形態別の

残高（2015年末時点）をみると、業種別では製造業や、建設・不動産といった不動産開発関連産業、インフラ関連産業のほか、小売・卸売向けの資金が大きなシェアを占めていることが分かる<sup>1</sup>（図表1）。また、所有形態別では国有企業向けの資金が、過半を占めていることが分かる。特に債券については、残高の約9割が国有企業により占められている。

上記の業種はいずれも、2008年末から2010年にかけて実施された4兆元の景気刺激策を契機に、国有企業を中心に非効率な投資が多く行われた結果、過剰生産能力や住宅の過剰在庫、地方政府債務などの問題が顕在化している業種で、経営効率が悪く本来は淘汰されるべき「ゾンビ企業」も多いとされている。例えば、中国人民大学の聂辉华等（2016）が上場企業の財務データにより推計した結果によれば、2013年時点で、鉄鋼、不動産、建設・装飾、商取引（卸売等）などの業種においてゾンビ企業の比率が高い<sup>2</sup>。

習政権は、経済の構造調整を進めるため、これらの問題に本腰を入れて取り組んでいる。2015年末に開催された中央経済工作会議では、過剰生産能力の淘汰、住宅在庫の処理、過剰債務の処理、企業のコスト引き下げ、有効供給の拡大から成る「三去一降一補」の方針を掲げ、製造業や不動産業の分野での過剰投資の解消を優先課題とし、2016年には鉄鋼業等の生産能力淘汰目標も設定した<sup>3</sup>。また、2017年には、上述のゾンビ企業の整理や企業のデレバレッジを重点経済政策に盛り込んだ<sup>4</sup>。

これらの政策に基づく取り組みの進展に伴い、その副作用が金融システムに徐々に現れつつある。例えば、商業銀行の不良債権比率は、2014年末から2016年末にかけて、年を追うごとに1.25%、1.67%、1.74%と上昇してきた。また、業種別では、2015年末時点ですでに製造業や卸・小売業の不良債権比率がそれぞれ3.4%、4.3%と、全業種平

図表1 銀行貸出・債券・信託残高  
（金融業を除く業種別・所有形態別、2015年末）

（単位：兆元、%）

業種	銀行貸出	債券	信託	左記合計 (シェア)	
農林水産	1.0	0.0	0.1	1.2	1.6
採掘・製造	14.2	2.2	0.6	17.1	23.0
採掘	2.0	1.2	0.2	3.3	4.5
製造	12.2	1.1	0.4	13.7	18.5
不動産・建設	7.9	4.0	2.4	14.3	19.2
建設	2.9	2.9	1.0	6.8	9.2
不動産	5.0	1.1	1.4	7.5	10.1
インフラ	16.1	3.2	2.2	21.5	28.9
電気・熱供給・ガス・水	4.0	1.1	0.3	5.4	7.3
交通運輸・倉庫・郵政	7.6	1.9	0.5	10.0	13.5
水利・環境・公共施設管理	4.5	0.2	1.4	6.1	8.1
その他サービス	14.1	0.5	3.5	18.1	24.3
小売・卸売	7.2	0.3	0.5	8.0	10.7
リース・ビジネスサービス	5.1	0.1	1.4	6.6	8.9
その他	1.8	0.1	1.6	3.5	4.7
合計	53.4	12.1	8.8	74.3	100.0

所有形態	銀行貸出	債券	左記合計 (シェア)	
国有企業	26.8	11.3	38.1	57.5
中央国有企業	—	3.8	3.8	—
地方国有企業	—	7.5	7.5	—
非国有企業	27.1	1.1	28.2	42.5
合計	53.9	12.5	66.3	100.0

（注）1. 債券は、企業債、公司債、MTN、CP、私募債、政府支持債券の合計。信託は、信託貸出以外（投資など）も含む点に留意。なお、信託資産の総残高に占める信託貸出の2015年末時点のシェアは36.5%。

2. 非国有企業は、民営企業、外資企業等のほか、集体企業も含む。

（資料）中国人民銀行、中国信託業協会、CEIC Data、Windより、みずほ総合研究所作成

均（1.67%）より高かったが、債券のデフォルト状況から判断して、現在でも鉄鋼や機械、食品加工などの製造業や鉱工業製品の卸売業などで不良債権が多くみられるものと推察される。しかし、ゾンビ企業の処理は道半ばであり、今後も不良債権が増加する可能性は低い。

## （2）シャドーバンキングの広がり

金融リスクが警戒されるもうひとつの要因として、金融当局の監督管理が十分に及びづらいシャドーバンキングの広がりがある。

中国のシャドーバンキングは、金融リスクを招きうる火種として2010年代初頭から中国内外の関心を集めてきた。シャドーバンキングの拡大に深く関わってきたのは商業銀行であり、競争激化、監督管理・規制の強化を受けた商業銀行の経営行動がシャドーバンキングの拡大を助長してきた面がある。

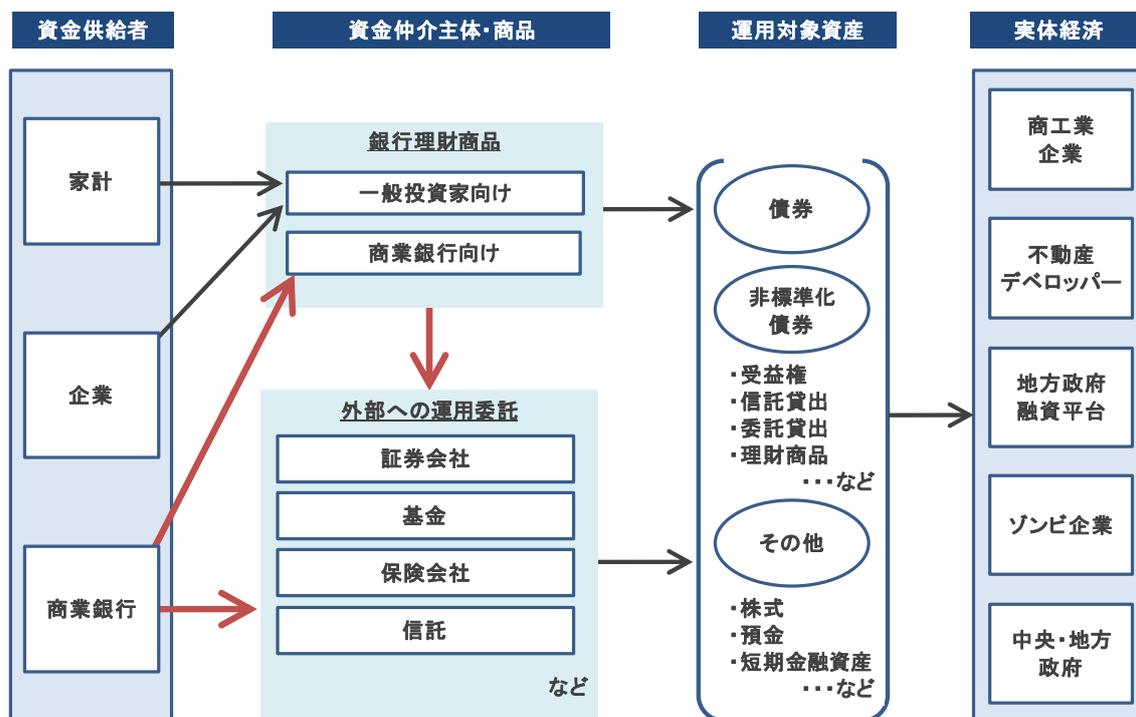
シャドーバンキングが抱えている問題点として、主に以下の3点が指摘できる。

### a. 運用構造の複雑化

1点目が、運用構造の複雑化だ。中国のシャドーバンキングは、4兆元の景気対策後の金融引き締め過程で強められた貸出規制を回避するため、銀行がオフバランスの取引を積極的に行うことで本格的な広がりをみせるようになった。当初は、例えば信託会社との協力の下、信託貸出資産で構成された理財商品を投資家に銀行が販売することで、銀行の貸出以外のチャネルを通じて、デベロッパーや地方政府融資平台などに資金供給するといったモデルが多用されていた。その後、銀行業監督管理委員会（銀监会）など金融当局がシャドーバンキング規範化のために規制を強化したものの、証券会社の資産管理業務等に関する規制緩和が新たな銀行の規制回避のルートを作り出す結果となり、かえって資金の流れが複雑化してきた<sup>5</sup>。

最近の商業銀行を中心とするシャドーバンキングの概観は、図表2の通りだ<sup>6</sup>。以前から変化した点

図表2 近年の商業銀行によるシャドーバンキング活用の特徴



(注) → は資金の流れを表す。

(資料) 銀监会重庆监管局交叉金融业务课题组 (2017)、Hans, Fan (2016) 等を参考に、みずほ総合研究所作成

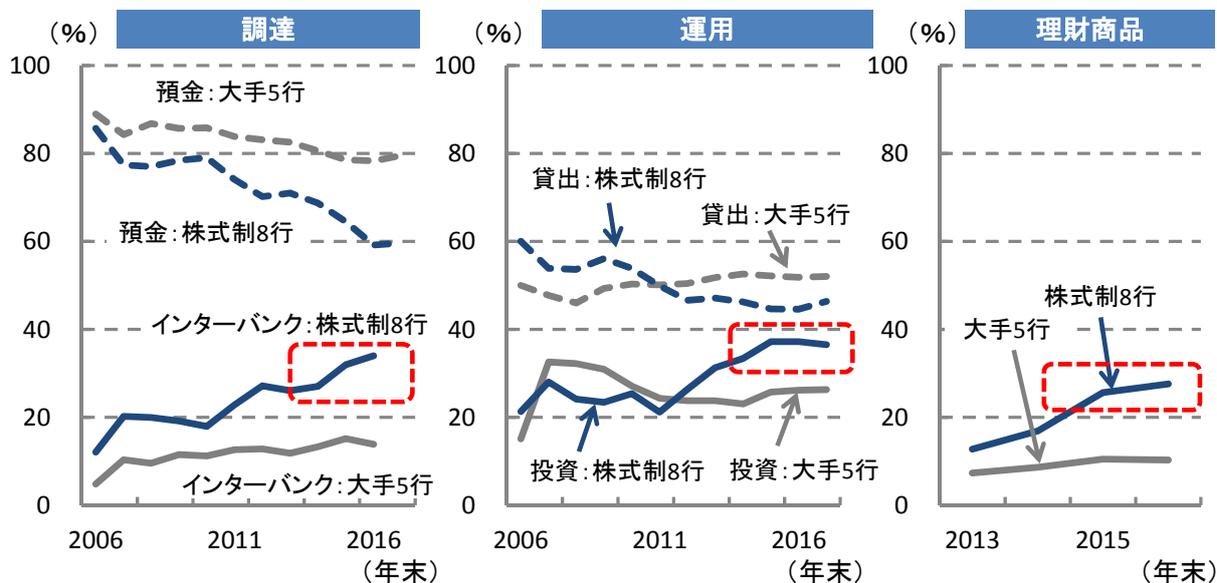
として、自己資金や銀行理財商品の資金を運用するプロセスにおいて、商業銀行が他の商業銀行向けに販売する理財商品や、証券会社や基金（ファンド）など外部金融機関への運用委託（中国語で「委外」）の果たす役割が大きくなってきたことが挙げられる<sup>7</sup>。その規模は明らかではないが、10～14兆元とする中国の研究機関による推計がある<sup>8</sup>。自らの資産運用能力が低い中小金融機関ほど外部に運用委託している資金の比率が高く、銀行理財商品の運用が外部に委託されているケースもある<sup>9</sup>。また、投資対象の資産の中には、流動性の高い債券等の資産だけではなく、個別の不動産開発プロジェクトからの受益権のように流動性の低い「非標準化債権」と呼ばれる資産も少なからず含まれており、こうしたスキームを通じて貸出規制対象企業・業種に資金が融通されているとみられる<sup>10</sup>。

こうして資金の流れが多層化し、各段階で金融機関による利鞘や手数料収入の獲得が目指されることで、資金運用のレバレッジ率の上昇と、実体経済の資金調達コスト上昇、不動産業などに対する貸出規制の形骸化といった問題が引き起こされている。また、銀監会の管轄外である証券会社や保険会社等が銀行との連携を増しているにもかかわらず、現行の金融行政は中央銀行および銀行、証券、保険といった業態別の所管官庁に分かれているため、機動的かつ有効な対策をとることが難しくなりつつあり、システミックリスクが起きやすくなっているとの指摘も聞かれる。

### b. 流動性リスクが顕在化しやすい調達・運用構造

2点目の問題が、期間のミスマッチによる流動性リスクが顕在化しやすい調達・運用構造だ。この問題はシャドーバンキングが取り沙汰された頃から指摘されているが、十分に解決しないまま現在に至っている。上述の通り、理財商品などシャドーバンキングの資金には、最終的に不動産開発の個別プロジェクトなど流動性に乏しい資産に投じられ、長期で運用されているものも多い。これに対して調

図表3 主要商業銀行の資金調達・運用シェアおよび理財商品の資産総残高比



(注) 1. 大手5行は、工商銀行、建設銀行、農業銀行、中国銀行、交通銀行。株式制8行は、中信銀行、光大銀行、華夏銀行、民生銀行、招商銀行、興業銀行、平安銀行、上海浦発銀行。  
 2. 調達のうち「インターバンク」は、コールマネー、売現先、同業預金、債券（譲渡性預金が含まれる）の合計。運用のうち「投資」は、売買目的有価証券、デリバティブ金融資産、その他有価証券、満期保有目的有価証券、長期持分投資、買現先、投資未収金の合計。  
 3. 直近は、調達および運用については2017年3月末、理財商品については2016年末。

(資料) 中国銀行業協会、各行有価証券報告書、Windより、みずほ総合研究所作成

達サイドでは、預金者の理財商品購入資金や、商業銀行がインターバンク市場で他行から調達した資金など、短期の資金が中心となっている。特に近年、規模が小さい商業銀行ほど、こうした資金調達・運用を行う傾向が強まっている。例えば、主要13商業銀行の資金調達・運用構造の変化をみると、大手5行に比べて規模の小さい株式制商業銀行において、調達サイドでは譲渡性預金やコールマネー、売現先などインターバンク市場からの調達資金の比率が、運用サイドでは貸出ではなく投資業務で運用される資金の比率が高まりつつある。また、理財商品の対総資産比をみても、株式制商業銀行での拡大が目立つ（図表3）。

このように期間のミスマッチによる問題が発生しやすい構造にもかかわらず、これまで理財商品のデフォルトが発生したケースは稀だ。その背景にあるのが、各理財商品と運用対象資産を一対一対応にせず「どんぶり勘定」で運用する、資金プール（中国語で「資金池」）を用いた運用管理方式だ。この方式によって運用収益を資金プール内でやりくりして各理財商品の償還を管理することで、デフォルトの発生を避け、預金者や投資家からの評判を落とさないようにしているとみられている。銀行がオンバランスの自己資金を用いて補てんをすることもあるようだ。

これに対して銀监会は2013年に通達を出し、資金プールでの運用を禁止し、各理財商品で独立した運用・会計処理を行うよう商業銀行に求めたが<sup>11</sup>、現在も続いているとみられる。実際、理財商品の確実償還（中国語で「剛性兑付」）の問題について話を聞いたある商業銀行の資産運用部署の担当者からは「投資対象全体でみてデフォルトの確率が低く、収益性が高ければ、一部の資産で短期的に問題が発生しても、それを自己資金でカバーすることは問題ないと思う」と、資金プールでの運用や自己資金による補てんを容認するような意見も聞かれた。

### c. 止まらない規模の拡大

3点目の問題が、シャドバンキングに関わる上述の問題が残存したまま、規模が拡大の一途をたどってきたということだ。

例えば社会融資総額統計の分類に基づき、シャドバンキングを構成する理財商品の主な投資対象である債券<sup>12</sup>や、委託貸出、信託貸出、銀行引受手形の2016年末時点の残高をみると、その多くが、

**図表 4 各年末の社会融資総額残高の規模**

(単位: 兆元)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	
							2010年 =1	
銀行貸出		57.0	65.9	75.0	84.9	95.8	107.8	1.89
シャド バンキング が関係する 資金	債券	5.2	7.5	9.3	11.7	14.6	17.9	3.46
	委託貸出	4.4	5.2	7.2	9.3	11.0	13.2	2.99
	信託貸出	1.7	3.0	4.8	5.4	5.5	6.3	3.68
	銀行引受手形	5.1	6.1	6.9	6.9	5.9	3.9	0.77
	非標準化債権	—	—	—	11.6	16.3	23.0	1.99(※)

(注) 1. 銀行貸出（人民元および外貨）と債券、委託貸出、信託貸出、銀行引受手形は、社会融資規模（ストック）統計による。非標準化債権の残高は、「瑞銀：社会融資中“缺失”的影子信贷有多少？」（『财经网』2016年7月1日）記載の方法を用いて推計。

2. 2016年末までの伸び幅は、非標準化債権のみ「2010年=1」。

(資料) 中国人民銀行、中国信託業協会、中国証券投資基金業協会、CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

銀行貸出残高を上回るペースで拡大している（前頁図表4）。このほか、同統計で遺漏があると指摘されている信託や証券、基金による非標準化債権への投資残高も、商業銀行による外部への運用委託の拡大等に伴って近年増加しており、2016年末時点で推定23兆元に及ぶ可能性がある。シャドーバンキングの中身は多層化しているため、重複する可能性はあるものの、これらを単純に合計すると2016年末時点で64.3兆元と、銀行貸出残高（107.8兆元）の6割に近い規模にまで拡大していることになる<sup>13</sup>。

### 3. 金融リスクに対する金融機関の耐性と当局の対応

#### （1）金融機関の耐性

蓄積する金融リスクに対して、金融機関の耐性はどの程度あるのだろうか。不良債権の処理能力という観点からみると、まだ余力があると考えられる。

例えば、主要13行の貸倒引当金繰入額のコア業務純益<sup>14</sup>に対する比率の推移をみると、まだ1を下回る水準にある（図表5）。近年同比率が上昇傾向にあるため、不良債権処理の費用負担は高まっているとみられるが、大手5行を中心に貸倒引当金を積み増す余地はまだ存在しているといえよう。コア業務純益と貸倒引当金繰入額の差額をその余地とみなせば、主要13行合計で、2016年単年で約1.4兆元の追加処理余力があることになる。

また、自己資本の水準をみても、全商業銀行の総自己資本比率は2016年末で13.3%と、銀监会が定める最低水準である8%を上回る水準にある<sup>15</sup>。仮に8%まで引き下げるとすれば、約5.8兆元分の資本毀損余地がある計算となる。さらに、既に積み立てている貸倒引当金も、同時点で約2.7兆元ある。

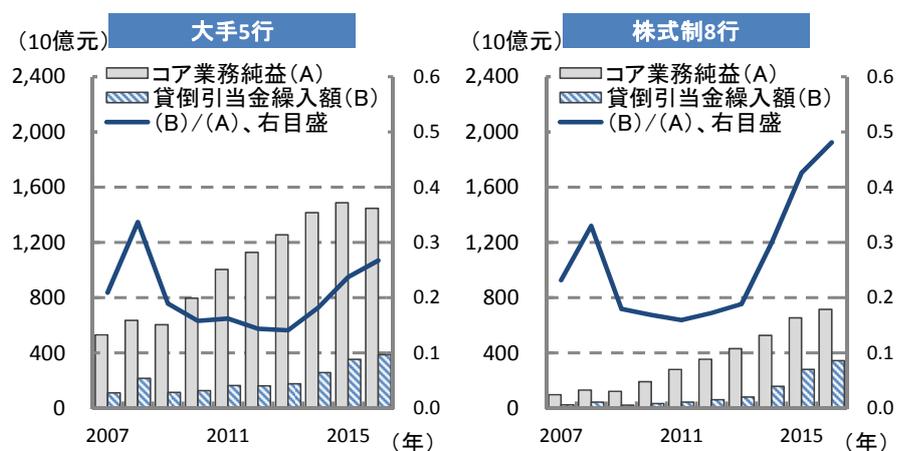
これに対して、今後処理が必要な不良債権残高を「銀行貸出の不良債権および要注意先債権」と「シャドーバンキングで発生しうる不良債権」の合計とする単純な仮定に基づいて推計すると、8.5兆元程度となる<sup>16</sup>。これは、上述の単年度の利益からの捻出余地と資本毀損余地、貸倒引当金の合計（9.9兆元）を下回る水準となる。

李克強首相は、2017年3月に開催された全国人民代表大会で、金融リスクについて言及した際、「商業銀行の自己資本比率と不良債権カバー率は高く、用いることのできるツールも多い。

（このため）金融のシステムリスク防止というボトムラインをしっかりと守るにあたり（中略）能力と方法を有している」と述べているが、自己資本や貸倒引当金に厚みがあることは上述の分析からも確認することができる。

ただし、懸念されるのは、シャドーバンキングにおける

図表5 主要商業銀行のコア業務収益と貸倒引当金繰入額



(注) コア業務純益は、各期の「資金運用収支」+「手数料収支」-「経費」（「資産減価損失」は除く）により算出。貸倒引当金繰入額は、各期の「資産減価損失」で代替（資産減価損失の大半が貸倒引当金繰入額のため）。

(資料) 各行有価証券報告書、Windより、みずほ総合研究所作成

流動性リスクの顕在化だ。シャドーバンキングを通じた資金の場合、2節で述べた通り流動性リスクが相対的に高い。ある商業銀行がインターバンクで調達した資金がショートし、それが資金の出し手となっている他行の資金繰りを悪化させるなど、リスクがインターバンク市場を介して金融機関相互で悪影響が拡散してしまう恐れがある。中国は他国と同様、上述の自己資本比率だけでなく、流動性カバレッジ率等の指標も用いて流動性リスクへの商業銀行の耐性も監督管理しているが、シャドーバンキングの仕組みが複雑化しているだけに、留意が必要だ。

## (2) 金融当局による政策対応の状況

金融当局は、シャドーバンキングの問題を金融リスクの中でも特に注視している。例えば、2017年3月2日に開催された郭樹清・銀監会主席の記者会見では、2017年の重点施策として金融リスクへの対処を挙げた際、「現在、（関与する金融機関やその業態等が）交錯した一部の金融商品は、市場をまたいで幾重にも重なる入れ子構造になっており、その大元にある資産が分からず、（資金が）最終的に流れている先を誰も知らない」と、2節でも指摘したシャドーバンキングの複雑さや、それに起因する不透明さの問題を強調した。

こうした金融当局の問題意識を反映し、リスク抑制に向けた政策対応が最近加速している。具体的な対策の類型としては、①各種通達の公布、②マクロプルーデンス評価システム（MPA）での査定対象の拡充、③穏健で中立的な金融政策運営の3点が挙げられる。

### a. 各種通達の公表

2017年に入ってから、銀監会を中心に矢継ぎ早に通達が公布されている（図表6）。これら通達の主な目的は、現行の規制体系に存在する不足点の補完や金融機関による法規違反の取り締まり強化だ。

例えば、理財商品の最終投資先の資産の把握および登録など投融資対象資産のリスクの把握や、必要な引当金の計上、緊急時の流動性確保手段の準備、リスクに対するモニタリング体制の強化、資金プールによる理財商品の管理禁止、非標準化債権への投資規模の制限、金融商品の投資家向け情報公開の強化などが金融機関に要求されている。また、「銀行業の『法律、規則、内規への違反』行為の特別取締りの実施に関する通知」など一部の通達は、インターバンク業務や理財業務等の実務における違反行為を具体的に列挙したうえで、自主検査をし、報告するよう求めている<sup>17</sup>。

図表6 2017年に金融当局等が公布した、または検討中のシャドーバンキング関連政策

所管官庁	通達名
人民銀行	・金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見(内部審査稿)(2/21メディア報道)
銀監会	<ul style="list-style-type: none"> <li>・銀行業の「法律、規則、内規への違反」行為の特別取締りの実施に関する通知(3/29)</li> <li>・銀行業の「監督管理ルール違反、資金空回り、関連当事者を通じた利益獲得」の特別取締りの実施に関する通知(3/29)</li> <li>・銀行業の「不当なイノベーション、取引、業績インセンティブ、手数料徴収」行為の特別取締りの実施に関する通知(4/7)</li> <li>・銀行業の市場秩序の乱れの取締りの実施に関する通知(4/7)</li> <li>・銀行業の実体経済への貢献の質・効率の向上に関する指導意見(4/7)</li> <li>・銀行業のリスク防止・コントロールの取り組みに関する指導意見(4/10)</li> <li>・確実な監督管理の弱点補強および効果向上に関する通知(4/12)</li> <li>・商業銀行の担保管理の手引きの発行に関する通知(4/26)</li> </ul>
銀行業理財登記保管中心	・銀行理財商品の通貫した登記の更なる規範化の取り組みに関する通知(5/15)

(資料) 中国銀行業監督管理委員会、「整个资管行业将迎来统一监管」(『财经网』2017年2月22日)、「理财产品穿透登记出新规」(『财经网』2017年5月16日)等より、みずほ総合研究所作成

銀監会の担当者が5月に開いた会見の場で述べているように、これら通達は決して新規の規制を課すものではなく、既存の規制を順守するよう商業銀行に改めて要請したものだ。新しく就任した郭樹清主席のもと、これまで徹底されてこなかった監督管理を強化しようとする姿勢がうかがえる。

また、人民銀行も他の金融当局と共同して、業種をまたぎ展開されている資産管理業務を規範化するために、上述の内容と類似した主旨で「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」を起草していると報じられている。

#### **b. マクロプルードンス評価システム（MPA）での査定対象の拡充**

人民銀行は2016年から、金融リスク防止のためにマクロプルードンス評価システム（MPA）を導入し、商業銀行の財務内容を四半期毎に査定している。導入当初は、オンバランスにおける「広義の貸出」（貸出のほか、債券投資、売現先なども含む）やオフバランスの委託貸出などの資産の伸びの度合い等に基づき、金融機関のスコアリングを実施してきたが、2017年から「広義の貸出」に当該行が組成した理財商品も加えられることとなった。「広義の貸出」がM2の伸びを過度に上回るペースで増加すると減点されるため、理財商品の規模拡大ペースを抑制する圧力となる可能性がある。

#### **c. 「中立的な」金融政策運営**

中国政府は、金融政策の運営方針を2017年に入り「穏健で中立的」にするとし、それまでの実質的に緩和気味だった金融政策運営を見直した。この方針のもと、必要な流動性は適宜供給する一方、インターバンクにおける金融機関の資金調達金利をこれまでよりも高めの水準になるよう誘導し、シャドーバンキングの野放図な拡大を抑制するような政策運営を行っている<sup>18</sup>。

### **4. まとめと今後の展望**

以上、本稿では中国で警戒感が強まりつつある金融リスクについて、その所在や金融機関の耐性、当局の対応状況を分析した。

2節および3節で詳しくみたように、中国は現在、経済構造改革のためのゾンビ企業の整理や企業のデレバレッジの促進を推し進めている最中であり、経済全体として信用リスクが高まりつつある。習政権はこれら取り組みを引き続き進める姿勢であり、今後も不良債権が新たに発生すると予想されるが、これに対して商業銀行は一定の耐性を有していると考えられる。

ただ、伝統的な銀行貸出とは異なるシャドーバンキングが、スキームの複雑化を伴いつつ規模を拡大させている。その代表的なチャネルである理財商品については、これまでのところデフォルトの発生が抑制されてきたことから、理財商品は確実に償還されるものだとの認識が預金者や投資家にいまだ根強くみられるのが現状だ。こうしたなか、今後、金融市場健全化の観点からデフォルト発生が増加すれば、預金者・投資家の不安が高まり、理財商品を通じた資金供給のチャネルが細ることで、企業の資金繰りが悪化し、企業倒産の増加を引き起こす恐れもある。また、商業銀行が運用主体である場合には、突発的に顕在化した流動性リスクがインターバンク市場等を介して金融機関の間で拡散し、最悪の場合、システムリスクを引き起こす可能性も否定できない。このリスクを抑制すべく、金融当局は最近相次いで対策を講じているが、既にシャドーバンキングにより生まれた金融商品や金融取引が広がりを見せている以上、リスクを十分に解消するには一定の期間を要するとみられる。

このように、中国指導部は目下、金融システムの安定維持という短期的課題と、デレバレッジ等を

通じた経済・金融の健全性向上という中期的課題に同時並行で対処する必要に迫られているが、首尾よく進めることができるかは、予断を許さない。今年に入り、主要経済指標が昨年と比べて改善をみせたことなどから、中国経済に対する楽観ムードもみられるようになったが、金融不安定化のリスクが依然として潜んでいることには引き続き留意が必要だ。

## 【参考文献】

- 神宮健（2016）「複雑化する『影の銀行』300兆円が元本保証なし」（毎日新聞出版『週刊エコノミスト』2016年11月22日号）
- 神宮健（2017）「生保会社に業務改善命令『万能保険』の投機を問題視」（毎日新聞出版『週刊エコノミスト』2017年1月10日号）
- 関根栄一（2017）「中国・証券会社の資産管理業務に対する規制の変遷と今後の展望」（野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号）
- 日本銀行（2001）「全国銀行の平成12年度決算と経営上の課題」（日本銀行『日本銀行調査月報』平成13年8月号）
- 三浦祐介（2016）「中国人民銀行の政策運営の展望」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年12月22日）
- みずほ総合研究所アジア調査部（2016）「2016年全人代と中国の政策展望」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年4月13日）
- みずほ総合研究所アジア調査部中国室（2017）「2017年中国全人代のポイント」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2017年3月16日）
- 李超（2017）「揭开委外投资的面纱」（华泰证券『宏观研究/专题研究』2017年4月26日）
- 梁琪等（2017）「银行影子的发展及其运作模式探析」（中国城市金融学会・城市金融研究所『金融论坛』2017年4月）
- 刘彦召（2017）「银行委外规模有多大？」（西部证券『宏观经济研究报告』2017年4月28日）
- 马军伟（2013）「委托贷款资金来源及运用」（中国金融出版社『中国金融』2013年第23期）
- 明明（2017）「委外的测算、监管的影响以及对近期监管文件的梳理」（中信证券『CITICS债券研究』2017年4月24日）
- 聂辉华等（2016）「中国僵尸企业研究报告—现状、原因和对策」（人民银行国家发展与战略研究院『年度研究报告』总期第9期）
- 银行业理财登记托管中心（2017）「中国银行业理财市场年度报告（2016年）」
- 银监会重庆监管局交叉金融业务课题组（2017）「银行业金融机构交叉金融业务调查研究—以重庆市为例」（中国银行业监督管理委员会『金融监管研究』2016年第10期）
- Hans, Fan (2016), “New WMP draft rules :continued tightening on shadow credit”, *Deutsche Bank Market Research*, July 28

- <sup>1</sup> 社会融資総額に占める銀行貸出（人民元および外貨）、債券、信託貸出のシェアは、69.1%、11.5%、4.0%（2016年末）。なお、同シェア8.5%を占める委託貸出の詳細に関する統計は存在しないが、中国人民銀行南京支店が2013年に江蘇省で実施したサンプル調査の結果によれば、2013年6月末時点で、不動産業や製造業、地方政府融資プラットフォーム向けの貸出が多い（馬（2013））。
- <sup>2</sup> 聂等（2016）は、以下の①および②の条件を2年以上連続で満たしている企業をゾンビ企業としている。①実際の支払利子が、銀行借入および債券の残高と金利により推計された所要支払利子よりも少ない、②EBIT（利払い前・税引き前利益）が①の所要支払利子よりも少なく、かつ前年の債務残高が総資産残高の50%以上で、当年の借入が前年から増加している。
- <sup>3</sup> みずほ総合研究所調査本部アジア調査部（2016）。
- <sup>4</sup> みずほ総合研究所調査本部アジア調査部中国室（2017）。
- <sup>5</sup> 詳しくは、関根（2017）、梁等（2017）参照。
- <sup>6</sup> このほか、保険会社や証券会社も、銀行理財商品と類似した資産運用商品を販売している（例えば、保険会社の「万能険」など）。
- <sup>7</sup> 銀行理財商品の保有主体別シェアをみると、金融機関のシェアは2013年末の3.8%から2016年6月末には15.3%まで上昇している。
- <sup>8</sup> 李超（2017）、刘彦召（2017）、明明（2017）など。
- <sup>9</sup> 理財商品や資産管理業務に関するデータ収集・分析を行っている中国の研究機関、普益標準によれば、銀行理財商品のうち運用を外部に委託している比率（残高ベース、2016年9月末時点）を金融機関の規模順でみると、国有商業銀行で8.03%、股份制商業銀行で9.73%、都市商業銀行で24.86%、農村金融機関で49.68%となっている（「2016年27万亿银行理财资金投向全景解析」〔『搜狐』2016年11月18日〕）。
- <sup>10</sup> 銀監会の重慶監管局が管轄エリア内の商業銀行を対象に実施した調査では、2016年6月末時点で、購入した他行の理財商品や外部に運用委託した資金の残高5,155億元のうち、75%（3,866億元）が非標準化債権に投資されている。そのうち、1,272億元が地方政府融資プラットフォームに、835億元が不動産関連企業に投資されている（銀監会重慶監管局交叉金融业务课题组（2017））。
- <sup>11</sup> 銀監会が2013年3月25日に公表した「关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知（商業銀行理財業務の投資運用に係る問題に関する通知）」。
- <sup>12</sup> 例えば、2016年末時点で、銀行理財商品の投資残高のうち、43.76%が債券である（銀行業理財登記托管中心（2017））。
- <sup>13</sup> 商業銀行の投資業務の残高は主要13行だけでも2016年末時点で38.5兆元、また商業銀行が組成している理財商品の残高は2016年末時点で29兆元（うちオフバランスで計上される元本が保証されない分は7割強）となっている。
- <sup>14</sup> 金融機関の基本的な収益力を図る指標。「資金運用収支」＋「手数料収支」－「経費」（「資産減価損失」は除く）により算出。
- <sup>15</sup> 実際には、この最低水準に資本バッファ2.5%、さらにシステム上重要な金融機関には資本サーチャージ1%を加えた水準で管理されている。また、カウンターシクリカルな資本バッファ0～2.5%も設定されている。
- <sup>16</sup> 不良債権残高および不良債権比率は、2016年末時点でそれぞれ1.5兆元、1.74%で、要注意先債権も加えると、4.9兆元、5.61%となっている。また、図表3で示したシャドウバンキングに関する資金（64.3兆元）について、上記の5.61%を当てはめると、約3.6兆元となる。これらを合計し、8.5兆元とした。
- <sup>17</sup> 保険業や証券業でも、自己資金の投資運用や個人・法人向け資産運用商品の運用に関して、流動性リスクなど銀行業と似たような問題が存在する（例えば、神宮（2017））。それに対処するため、保険監督管理委員会や証券監督管理委員会からも通達が出されている。特に保険監督管理委員会からは、「保険業のリスク防止・コントロールのさらなる強化の取り組みに関する通知」（2017年4月23日公表）や「監督管理の弱点補強による厳密で有効な保険業の監督管理体制構築に関する通知」（同5月7日公表）など銀監会通達と同様の趣旨の通達が相次いで公表されている。
- <sup>18</sup> 詳しくは三浦（2016）参照。