

## 「影の銀行」問題

### ～高度成長からの“出口”を模索する中国新政権の試練

2013/7/30

(Daily Diamond (週刊ダイヤモンド・電子版) 2013年7月23日掲載)

#### 1. 中国の景気は2四半期連続で減速

7月15日、中国の国家統計局は、2013年4～6月期の経済成長率が前年同期比+7.5%と、2四半期連続で減速したことを発表した（図表1）。この成長率は、リーマンショック時のボトムとなった2009年1～3月期（前年同期比+6.6%）を除くと、国有企业・国有銀行問題に見舞われデフレが続いていた2001年10～12月以来の低さであり、従来の尺度からすれば警戒水準というべきものであった。

減速の背景には、①2012年に打たれた景気浮揚策の効果に期待が高まる中、不動産の投機や地方政府投資の過熱が早くも懸念されるようになったことを背景に、中央政府が経済政策を引き締め気味に運用するようになったため、投資に下押し圧力がかかったことと、②海外経済が持ち直してきたものの、為替が米ドル高に向かったため、米ドルとの連動性が高い人民元も他の通貨に対して割高となり、輸出に減速圧力がかかったことなどがある。

胡錦濤前政権までであれば、このような成長率の低下は、政権にとって大きな障害であり、財政・金融政策による梃入れは最善の解であった。しかし、習近平新政権は、そのような梃入れを見合せざるを得なかったようである。それは、農業、環境・エネルギーなどの従来の課題に加えて、「中所得国化」、「人口ボーナスの終焉」、「情報化」などの新たな課題が表面化したことと、リーマンショック時に打たれた「4兆元（約65兆円）の経済対策」と、それに伴う28兆元（2009～10年の「社会融資総額<sup>1</sup>」、約450兆円）の資金供給により、過剰生産能力と過剰流動性が発生したことから、構造改革が待ったなしとなつたためであろう。

新政権の経済政策を総括するのが李克強総理であることから、新政権の経済政策は、日本の「アベノミクス」をもじって「リコノミクス（Likonomics、李克強経済学）」と呼ばれているが、その三つの柱は「追加刺激策を出さない（財政政策）」、「デレバレッジ（金融政策）」、「構造改革」である。短期的な景気の減速を容認し、中期的な安定成長・改革路線を押し出す構えをみせていく。

図表1 経済成長率

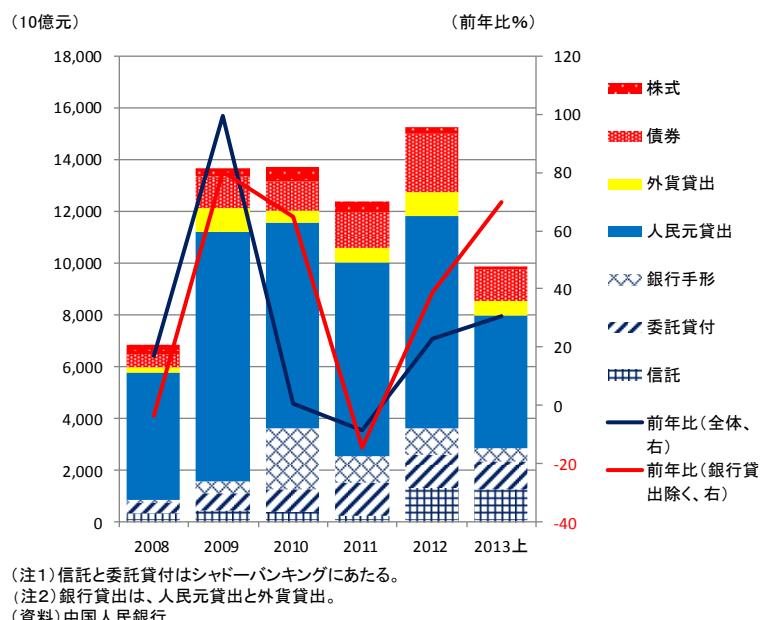


## 2. 「影の銀行」に警告

このように習近平新政権は、安定成長・改革路線を推し進めようとしているが、2013年に入ってからの経済指標、特に金融指標はそうした動きに些か反した動きをみせている。経済成長率が先述のとおり鈍化した一方、1~6月の不動産販売額は前年同期比+43.2%、銀行貸出を除いた社会融資総額は同+69.8%と大幅に加速した（図表2）。実態は把握し切れていないが、「影の銀行（シャドーバンキング）<sup>2</sup>」が急膨張した。6月には、影の銀行で中心的な役割を果たしている高利の金融商品である「理財商品（Wealth Management Fund<sup>3</sup>）」の償還が集中して企業や銀行の資金需要が高まったことなどを背景に銀行間市場金利が急騰。ちまたではバブルが破裂し、隠れたリスクが表面化するのではないかとの観測を呼んだ。

市場金利の急騰は、中国人民銀行が銀行に対し、流動性の供給を絞り込むことで、影の銀行に関する業務を拡大させないよう警告を発したのが真意であり、7月に入ると市場金利は正常化。事態は収束に向かっている。しかし、一連の警告で不動産、影の銀行のブームが落ち着いてくるかはまだわからない。リスクへの警戒はしばらく続くとみられる。

図表2 社会融資総額



## 3. 政府は「出口」を模索

それでは影の銀行のリスクは、中国を失速させるインパクトを持っているのであろうか。結論を先に言えば、否、中国にとっては管理可能な範囲であろう。

そもそも、中国の影の銀行の商品は、銀行の簿外で大口の資金を集め、地方政府融資平台（わが国の第三セクターに相当）や不動産開発に投資するシンプルな商品が中心である。米国のサブ・プライムローンでは、最終的なリスクの所在がわからないほど、証券化商品が複雑に組成されていたが、中国ではそうではない。

問題は、①地方政府融資平台や不動産業者による安易な開発・投機が助長されていること、②ローリスク・ハイリターンの大口定期と誤解されており、預金が影の銀行に流出していること、③影の銀行では長期資金を調達することが難しいので、借り換え（オールオーバー）のリスクがあることなど、審査能力の低さや情報の透明性の低さに起因する問題が中心である。

これらは、日本の80年代のバブルに似たところがあるが、①中国では土地と開発を切り離すことができず、土地のみを転がすことは容易でないこと、②土地の供給が政府によって統制されていること、③不動産の売買に多額の自己資金が必要な仕組みになっていることなどから、日本のバブル時の金融機関と比べてもレバレッジが働いているとは考えられない。

また、影の銀行への関与という意味では、大手銀行の関与は相対的に低い。大手銀行は国有企业や外資企業など優良な貸出、巨大な規模と政府のバックアップを背景とした豊富な資金を持っている。関与を深めていたのは、信用が低く、資金集めに苦労をしていた中堅・中小銀行である。大手銀行が盤石な中では日米で起きたような金融の混乱は起きにくい。

さらに、地方政府融資平台などを含んだ政府債務残高は、対GDP比6割程度と決して低くないが、経常収支黒字が続く中、外貨準備は3.5兆ドルと世界一潤沢で、資本逃避が簡単に起きる環境ではない。

問題は、成長に対する高い期待が残存していることから、消費よりも貯蓄を選好する傾向が変わっていないことと、そのマネーが効率性の低い分野に流れやすくなっていることである。

6月の市場金利の急騰=影の銀行への警告は、新政権が経済成長率を第一とした発展モデルと決別し、安定成長・改革路線を進める姿勢を金融市场においてみせたものである。米国流に言えば「出口戦略」を模索し始めたということであろう。

1. 社会融資総額とは、金融機関を除く企業、家計、政府などの主体が調達した資金の総額のこと、株式、債券のほか、信託、委託貸付、手形などを含む。
2. 影の銀行とは、①銀行の簿外取引、②投資銀行や信託会社、ファンド等のノンバンク、③地下銀行等不法な手段による金融仲介。2012年末の規模は政府推計で15兆元、欧米機関の推計で20~30兆元とみられている。
3. 理財商品とは、貸出資産、債券などを組み合わせて組成するファンド商品。

以上

担当	経済調査チーム 鈴木 貴元	T E L : 03-3282-9703 E-mail: SUZUKI-T@marubeni.com
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・ 本稿に掲載されている情報および判断は、丸紅経済研究所により作成されたものです。丸紅経済研究所は、見解または情報の変更に際して、それを読者に通知する義務を負わないものとします。
- ・ 本稿は公開情報に基づいて作成されています。その情報の正確性あるいは完全性について何ら表明するものではありません。本稿に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものとします。