

ポスト金融危機における信用供与拡大の内実への考察 —市場型間接金融の四つの手段を中心にして—

邢 明 明

Abstract

After the 2008 financial crisis, the bank loans still account for the majority of credit provided to China's real sector, but, other channels of credit extension are growing rapidly. At the same time, China's economic growth starts slowing its pace. State-owned firms have low productivity but survive because of better access to credit markets. Then, a lot of money was put into the interbank market and trust products for getting margins. Banks do the same thing through trust companies for the margins. In this paper, transaction data will be analyzed to elucidate money flow between real sector and non-regular financial system.

キーワード……信用供与 拡大 利ザヤ 経済成長鈍化 乖離

1. はじめに

2008年の世界金融危機以後、中国では信用供与の規模が拡大しつつある。その中に、伝統的な銀行貸出のシェアは縮小し続ける一方、金融規制の緩和と改革に伴い、委託貸付、信託貸付、社債、銀行引受手形などの市場型間接金融¹⁾の規模とシェアは大きく拡大し、金融市場全体における信用供与が増えてきている。しかし、信用供与の拡大は必ずしも経済成長の促進に繋がっているわけではない。GDP増加率は金融危機以後の2010年以外の他の年度がすべて前年より縮小している。経済の減速に伴い、拡大された信用供与が経済成長を押し上げる効率の悪化も顕著になっている。GDPと社会融資総量の比率は2008年までの5年間の平均4.99から2014年までの5年間の3.3まで下がってきた。この問題について、むしろ経済構造の側面に大きな原因があるが、信用供与側にも原因がある。

金融危機後、信用供与が大きく拡大した委託貸付、信託貸付、社債、銀行引受手形はシャドーバンキングの重要構成として多数の研究の分析対象となってきた。三浦・佐野(2013)は理財商品と信託商品を中心として、シャドーバンキングの全体像を俯瞰した上で、シャドーバンキング問題を解決する鍵が不動産価格と地方財政だと指摘している。また、関(2013)は金融リスクを高める要因であるシャドーバンキングを警戒する必要があるが、それ自体は金融危機を招く可能性が必ずしも大きくないと指摘した。他に、湯元・関(2013)はシャドーバンキングのリスクを考察した上で、政府の対応策と危機回避能力が有効だと指摘している。これらの

研究はすべてシャドーバンキング問題を巡ってリスクと対応策を中心とした議論のため、実体経済との関係性には必ずしも言及していない。陳（2014）は金融業と実体経済の乖離の角度から、金融市場にある資金の“空回り”問題を明らかにした上で、その原因を偽りの市場化、モデル転換期の矛盾と金融緩和政策に帰し、理論と実務の両側面から問題の解決案を打ち出した。しかしながら陳の研究では金融システムと実体経済の全般的な状況が主な考察対象であるため、信用供与の手段などの個別問題に関するデータの詳細な分析は行われていない、という課題が残っている。

本稿は、世界金融危機以降の中国国内における信用供与の拡大に伴う経済成長の鈍化という視点から、信用供与が拡大し続けている委託貸付、信託貸付、社債、銀行引受手形の構造を明らかにし、その上で信用供与の拡大と経済発展鈍化の関連性の一側面を明確にするものである。

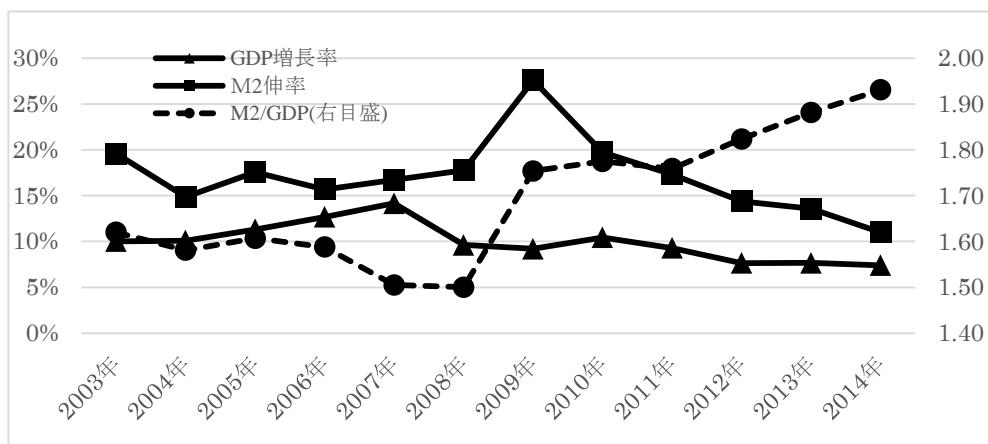
2. 通貨供給の拡大に伴う市場型間接金融の信用供与の拡大

2.1 金融危機後の通貨供給の拡大

金融危機が勃発後、中国経済も巨大な打撃を受けて、経済成長率は2007年の14.2%から2008年の9.6%まで落ち込んでいた。速やかな経済回復を図るために、中国政府は2008年末末まで頻繁に利下げと預金準備率の引下げを行い、緩和的な金融環境を狙っていた。

図1に示すとおり、金融緩和の結果として、M2²⁾の前年比伸率は2008年の17.8%から2009年の27.6%まで大きく伸びていた。その後、M2伸び率は2014年の11%に下降しているが、2009年の激増のM2供給量を考慮すると、市場に大量の通貨が供給されていたと考えられる。

図1 GDP 増長率、M2 伸率と M2/GDP の推移

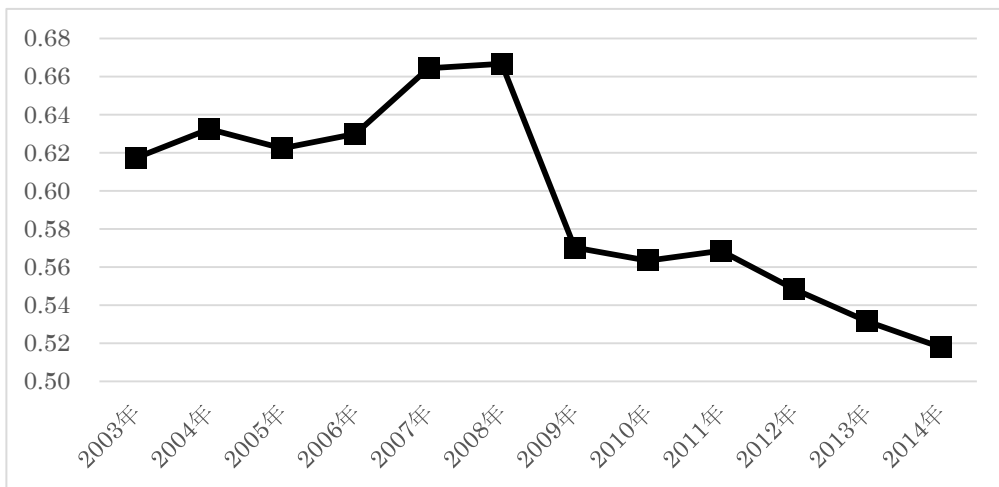


出所：『中国統計年鑑』の各年版より作成。

また、GDP と M2 の増加率の乖離が 2009 年以後収斂しているように見えるが、M2 と GDP の比率を見てみると、2009 年の M2 の急増により大きく伸びた後、2010 と 2011 の二年間の横ばいを経て、2011 年の 1.76 から再び上昇し始め、結局 2014 年の 1.93 まで伸びていた。それに経済成長の鈍化という背景を考慮すると、必要以上のマネーサプライが続けられていることが分かる。

続いて、図 2 の貨幣の流通速度の推移を見てみると、金融危機以後 2009 年の急下降を経て、2010 年と 2011 年では横ばい、そして 2014 年では 0.52 まで下がっていた。これは金融危機前の 2008 年の 0.67 と比べると、大幅な下降だといえる。

図 2 貨幣の流通速度の推移



出所：『中国統計年鑑』の各年版より作成。

最後に、通貨供給の適応を判断する $(M2-GDP-CPI)$ ³⁾の値を確認してみる。2004年から2007年までのM2平均増加率の16.2%より2009年から2014年のM2平均増加率は1%高の17.3%になる。また、同期間のGDP増加率を考慮に入れると、2004年から2007年の平均12.1%より2009年から2014年の平均増加率は3.5%減の8.6%になる。さらに、CPIの変動影響を考察に入れると、2004年から2007年の $(M2-GDP-CPI)$ の平均増加率の差の1.2%より2009~2014年までの値は3.9%増の5.1%になる。これらの分析に基づき、金融危機以後の通貨供給が経済成長のニーズを上回っていることが推測できる。

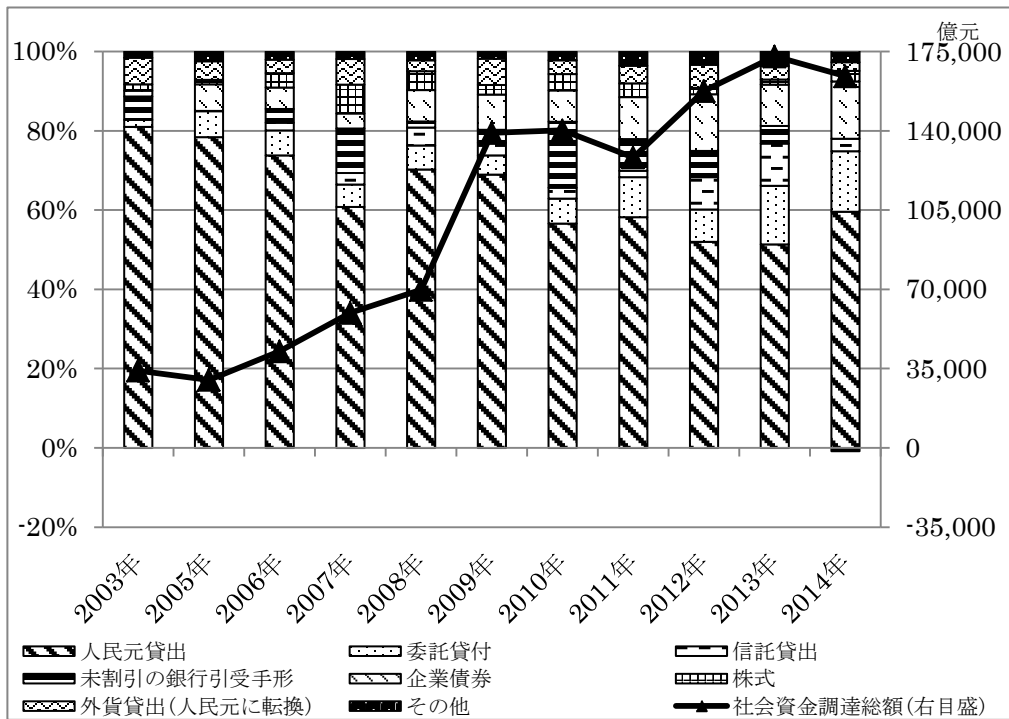
2.2 市場型間接金融の信用供与の拡大

通貨供給の拡大に伴い、2006年以降の信用供給の規模も右肩上がり状況が続いている。図3に示すとおり、金融危機後の2009年の社会融資総量が2008年の6.98兆元より倍増の13.91兆

元まで拡大したことが分かる。その後、2010年と2011年の横ばいを経て、2012年から再び上昇をはじめ、2013年の17.29兆元まで拡大した。

社会融資総量の構成変化を確認すると、社会融資総量が拡大する一方、銀行貸付のシェアは2009年から減少傾向が続いていることが分かる。具体的に、2008年には、銀行貸付は社会融資総量の70.3%を占めていたが、2013では51.4%まで減少した。その一方で、2008年以後、委託貸付、信託貸付、未割引銀行引受手形、企業債券の規模が大きくなったと同時に、シェアも大幅に拡大した。

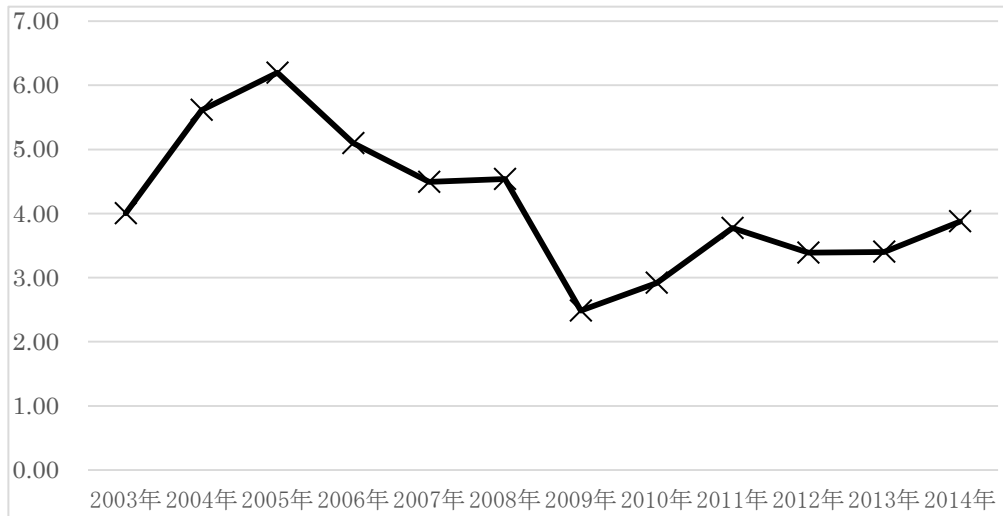
図3 社会融資総量の残高と構成内訳の推移⁴⁾



出所：『中国統計年鑑』の各年版より作成。

こうした資金調達の構成変化により実態経済との影響関係はどうなっているか。当年度のGDP総額と社会融資総量の比率で確認してみる。図4に示すとおり、金融危機前の経済過熱期である2005年から2008年の間、社会融資総量はGDPを押し上げる効果が弱くなっていたが、平均値が約5.08にある。2008年の金融危機以後、2009年の信用供与の激増により2.48まで急下降したが、経済の回復と信用供与規模の縮小により2011年の3.77まで回復しながらも、その後大きな伸びがなく2014年まで3から4の間に留まっていた。2009年から2014年の平均値が約3.3であり、危機前の5.08より経済への押し上げ効果が相当に弱くなった。

図4 GDP/社会融資総量の推移



出所：『中国統計年鑑』の各年版より作成。

3. 市場型間接金融の資金調達構造と運用の内実

前述のとおり、金融危機以後、銀行貸出のシェアが縮小し続けていることに対し、委託貸付、信託貸付、未割引銀行引受手形、企業債券の規模が大きくなり、シェアも大幅に拡大した。本節では、これら規模が大きくなった資金調達方式の構造と運用の内実を明らかにし、信用供与の拡大と実体経済鈍化との乖離の一因を探究する。

3.1 委託貸付の構造と運用

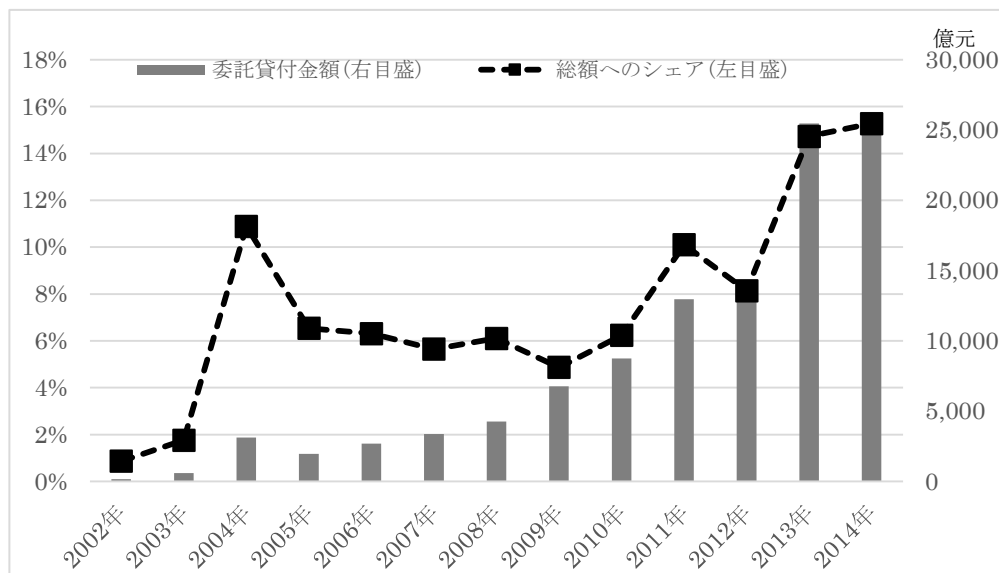
委託貸付⁵⁾業務は銀行貸出以外の資金調達手段として、常に貸手会社が子会社、株持会社の間に流動資金の提供として使われている。特徴として無関連会社への貸出が少ない点があげられる。その規模は金融危機前に5%、6%の水準を維持していたが、金融危機後の2010年から10%以上に拡大し、2014年には15.3%まで上昇した。

図5は年ごとの委託貸付の金額と社会融資総量に占めるシェアの推移を示している。図に示すとおり、2004年前の委託貸付の規模は極めて小さく、2003年のシェアも1.8%しか占めていなかった。2004年には、人民銀行が基準金利に基づく実質貸出金利の上下限を拡大するに伴い、銀行貸出以外の調達手段の金額が益々大きくなってきていた。そこから2008年まで、委託貸付金額が社会融資総量の拡大とともに増えてきているのにもかかわらず、シェアは6%前後に止まり、大きな伸びがない。

2008年と2009年の大規模な信用緩和の影響で、社会融資総量が倍以上に拡大したが、銀行

を經由する貸出の規模が大きくなり、委託貸付のシェアが縮小した。その後、2010 年後半から 2011 年半ばまでの引締めにより、社会融資総量が 2009 年の規模に止まり、銀行貸出の規模も著しく縮小した。それに反して、委託貸付、銀行手形、企業債券の規模が大きく増長し、合計シェアも大幅に伸び 2008 年の 29.8%から 2013 年の 49.7%まで大幅上昇した。その中に、委託貸付の規模が 2012 年の倍以上に拡大した（図 5）。2014 年には、社会融資総量が縮小し、銀行貸出シェアが拡大したが、委託貸付と企業債券による調達金額のシェアが前年度より上昇した。

図 5 年ごとの委託貸付の金額と社会融資総量へのシェアの推移



出所：『中国統計年鑑』の各年版より作成。

ここに委託貸付を行う会社はどのような会社であるか、委託貸付を經由し資金を調達する会社はどのような会社であるか、その調達コストはどうであるか、などの疑問が存在する。そこで以下に委託貸付の実態を考察する。

現在、資金規模以外の統計データが不備のため、上場企業のデータを通じた分析となる。2011年、上場企業が非関連企業向けの委託貸付額(新規分)は 443.7 億元の規模に至った(陳 2014)。2012年、120 社上場企業が非関連企業向け約 306 億元の委託貸付を行い、その中に 67 社の貸出金利は 7%~12%の間に設定され、残りの 53 社は 12%~25.9%間に設定されている。また、浙江省のデータを見てみると、委託貸付の相手はすべて地元の不動産会社、地方政府融資プラットフォームである(21 世紀経済報道 2013)。2014 年前半、上場企業が 1026 億元の委託貸付を行い、前年同期より 20%増加した。借入会社が上場企業との関係から見ると、子会社が約

60%強、持株会社が約 20%強、無関連会社が約 20%未満からなっている。その中に、無関連会社向けの貸付は相当の部分が不動産会社と地方政府プラットフォームに流入してきた。その貸出金利は 7%~26%間に分布しているが、地方政府プラットフォーム向けの金利は基本的に 10%以下であるのに対し、貸出金利を 12%以上に設定されるのはすべて不動産会社である（上海証券報 2014）。

これらの状況は上場企業である河南中原高速有限公司からも確認できる。当企業の有価証券報告書によれば、借入先には 2010 年 3 社のうち 2 社、2011 年 9 社のうち 7 社、2012 年 5 社のうち 4 社が不動産会社である。貸出金利はすべて 25%前後に設定されていた。そして、これらの会社は当該企業と関連がないとされている。また、子会社と関連会社向け委託貸付を行う場合の事例として、上場企業の四川川投能源と保定天威（ST 天威）の例が取り上げられる。これらの企業の有価証券報告書によれば、銀行貸出の基準金利で各自の子会社に数億元の委託貸付を行ったとされている。しかしながらその後、生産性過剰のシリコン産業を営む子会社が破綻し、母会社が損害を被った。

2013 年、上場企業の委託貸付金額は年間の新規委託貸付総額の 6.9%を占めるにとどまっている。証券管理機関と銀行機関に厳しく監督される上場企業さえハイリスクを無視し、生産性過剰分野、地方政府プラットフォームを相手に委託貸付を行っているので、そのほかの非上場企業は上場企業より更なるハイリスク、ハイリターンを追及することが推測できる。さらに、委託貸付の資金源を考察すると、これらの上場企業の有価証券報告書においては調達資金ではないと明記している。中国では、調達資金（銀行借入、株式、社債などにより調達する資金）で委託貸付を行うのは禁止されている。

しかし、実際に委託貸付を行う際、調達資金であるかと明確に判断できないので、ここは所謂グレーゾーンとなる。中原高速を例に取上げ詳細を説明する。2009 年から 2014 年の企業の流動比率は 92.7%、69.4%、45.7%、33.2%、69.9%、57.7%である。ここから見ると、会社自身の短期支払い能力が極めて不足なのに、どこからの保留資金で委託貸付を行うかという疑問が生じる。さらに、資金調達状況を調べてみると、毎年、銀行から高速道路建設プロジェクト（会社の本業）専用借入を何回にしていることが窺える。そして、2013 年と 2014 年に、合計 4 回の“非公開定向債務融資工具”（銀行引受私募債券）を発行し、7%ぐらいの利回りで 50 億元の資金を調達してきたことが分かる。

3.2. 信託貸付の構造と運用

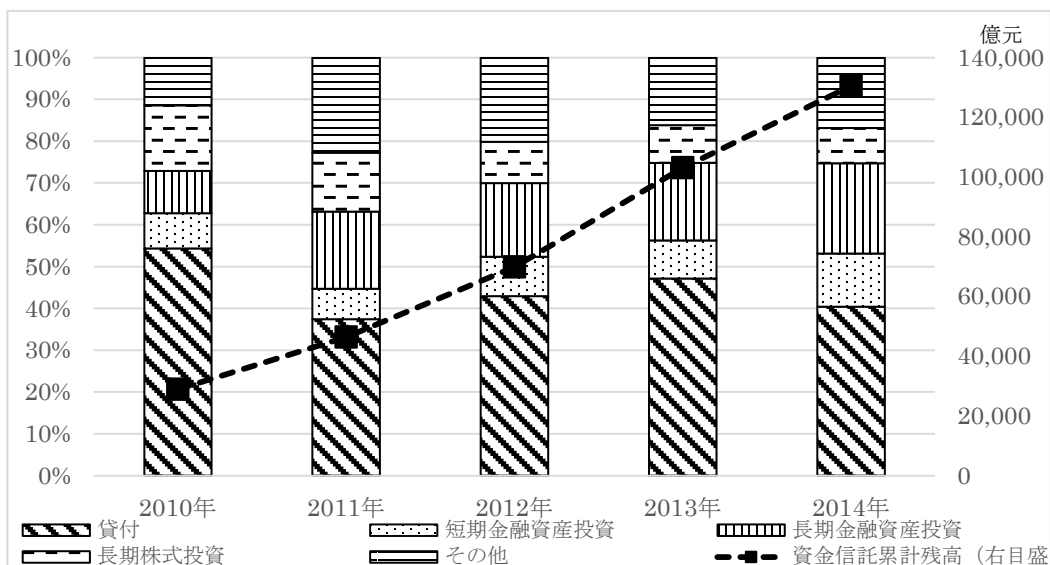
信託貸付とは、信託会社が扱う信託商品による個人、企業及び投資機関から募集された資金の投資手段の一種類である。中国信託業協会の統計資料によると、2014 年の信託貸付の累計残高は 2010 年 1.57 兆元より 3 倍以上増の 5.27 兆元に拡大した。また、詳細は図 3 に示すとおり、2003 から 2011 年までの間に、年間の社会融資総量に占める比率は 2008 年の 4.5%を除い

て、ほぼ1%~3%の間で変動していることが分かる。しかし、2012年の金額が前年比6.32倍に急拡大し、翌年また44%増に拡大した。また、当年度の社会融資総量に占めるシェアは2012年8.2%、2013年10.7%まで大きく伸びていた。信託貸付を考察する際には信託貸付の資金源としての信託商品を分析する必要がある。そこでは、信託商品によって銀行貸出以外の社会融資総量の各種手段と深く結び付き、相互に資金の流動が発生している可能性が考えられる。

信託商品は資金源により、集合資金信託、単一資金信託と財産管理信託の三種類に分けられている。集合資金信託は公開的に複数の投資家（個人が多い）から資金を受け、約束した信託商品に投資する。これは主に信託会社及び銀行が販売する理財商品として存在する。信託商品の総金額に占めるシェアは、2010年20.6%、2011年28.3%、2012年25.2%、2013年24.9%、2014年30.7%になっている。こうした商品がデフォルトになると、個人投資家が主体なので、巨大な社会影響になりやすい。単一資金信託は単一の投資家（富裕層、企業、投資機構）から資金を受け、特定信託商品に投資する。これは信託商品の総金額に大きなシェアを占めている。2010年から2014年までのシェアは74.5%、68.2%、68.3%、69.6%、62.6%である。また、商品情報の不公開で真実の状況が読み取れない。財産管理信託は名称通り受託人（NPO 組織が多い）の代わりに財産管理を行う。規模は極めて小さく、2010年から2014年までのシェアは4.9%、3.6%、6.5%、5.5%、6.7%にすぎない。

図6は信託商品の調達資金の投資手段の構成変化を示している。資金残高は2011年60.5%、2012年50.5%、2013年47.6%、2014年26.5%の増加率で穏やかに増長している。

図6 信託商品による募集資金の累計残高と投資手段構成の変化⁶⁾

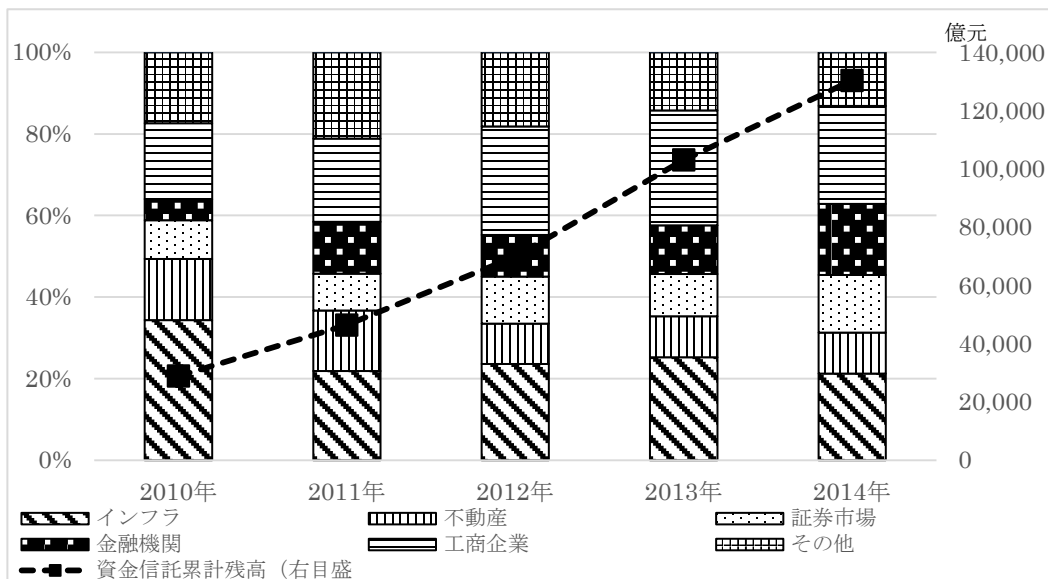


出所：中国信託業協会の「信託商品統計」より作成。

その中、信託貸付のシェアは2010年の54.4%から2011年の37.4%まで縮小し、一旦回復の様子を見せたが、50%以下に変動している。長期株式投資も同じく縮小をし、2010年の15.7%から2014年の8.5%までに縮小した。これらに引き換え、短期金融資産投資⁷⁾は2010年の8.4%、2011年の7.3%、2012年の9.5%、2013年の9.1%、2014年の12.7%のペースで緩やかな拡大を見せつつある。長期金融資産投資⁸⁾も同じく2010年の10.2%、2011年の18.4%、2012年の17.5%、2013年の18.5%、2014年の21.6%のペースで拡大している。

信託商品により調達された資金は信託商品の経由でどの分野に投資されたか。図7はその投資先の構成変化を示している。投資分野としては、インフラ建設、不動産業、証券市場、金融機関、工商企業、その他に分けられている。図7を見ると、インフラ建設、不動産業への投資が小さくなっていることが分かる。これらに反して、証券市場、金融機関、工商企業への投資が大きくなっている。

図7 信託商品による募集資金の投資先構成の変化⁹⁾



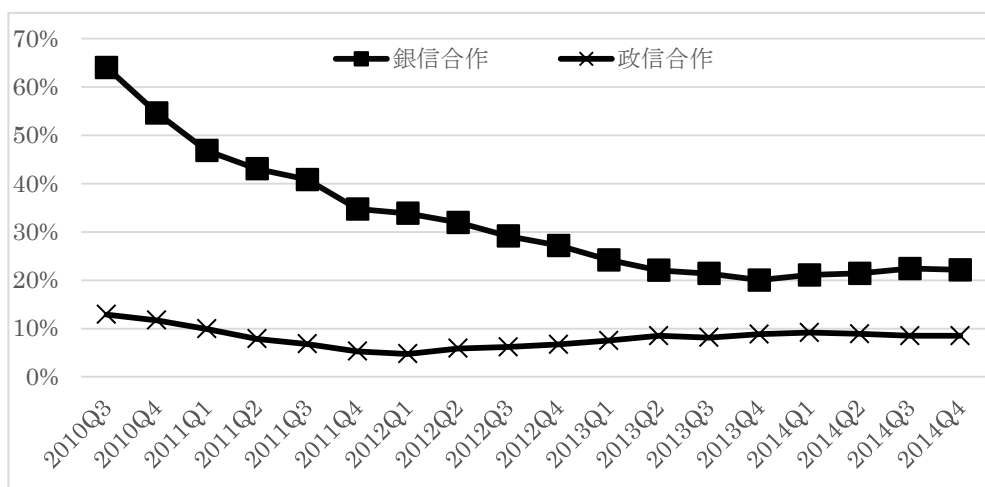
出所：中国信託業協会の「信託商品統計」より作成。

信託会社は信託商品を立ち上げる際、銀行と政府と協力し立ち上げる商品があり、こうした商品は相当な規模に至っている。図8は「銀信合作」（銀行と信託会社による商品）と「政信合作」（政府と信託会社による商品）の信託商品が信託残高に占める割合の推移を示している。「銀信合作」の規模は2010年第3四半期の64%から2011年第3四半期の40.8%に急下降し、2013年第4四半期にあたって再び20%減の20%まで下降したが、そこから横ばいになり、2014年まで20%~22%の間に留まる。こういう変化は政府のコントロールに繋がっている。2010

年から金融環境が引締められ、与信管理強化、銀行資本金強化、預貸金比例の強化などの管理手段により銀行貸出が困難になり、大量のインフラプロジェクト、不動産業界が資金不足の状況に陥っていた。これをきっかけに、信託商品をはじめとする市場型間接金融の調達手段が大きく成長してきた。

「政信合作」は2011年と2012年の二年間に一旦5.27%まで落ちてから、2013年から横ばいで、8%ぐらいに留まる。これも「銀信合作」と同じく金融監督機関の管理強化に影響されたとみられる。また、「政信合作」の資金が主に地方のインフラ建設に流れていくと認識されている。

図8 資金信託残高に占める銀信合作と政信合作のシェアの推移

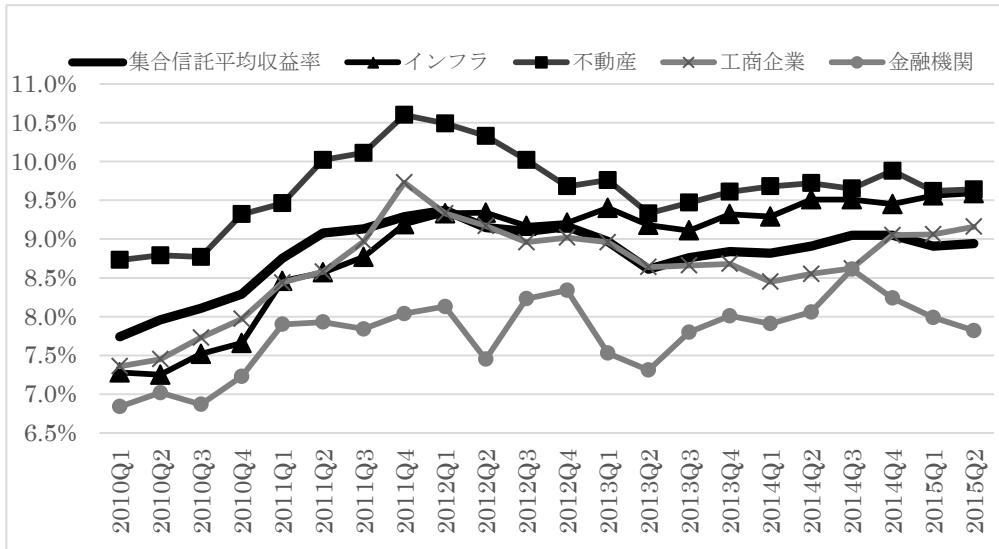


出所：中国信託業協会の「信託商品統計」より作成。

信託商品の収益率に関して、前述したとおり信託商品の情報は集合信託しか公開されていないので、これらのデータに基づき信託商品の収益率変化を確認する。図9に示すとおり、集合信託商品の平均収益率¹⁰⁾は、2010年から右肩上がりとなり、2012年初に頂点の9.4%に上昇してから逆転し、2013年の第二四半期は8.6%まで下がった。そこから横ばい状態になり、8.6%～9.1%の区間を往復している。分野別に確認すると、インフラ、不動産、工商企業の収益率は平均収益率と同じ軌道で変化しているのに対して、金融機関向けの商品の収益率は幅広い範囲に変動しているが、平均収益率を上回ったことがない。

不動産業向けの収益率は常時に平均収益率を上回り、2011年と2012年の収益率高騰期を除き、常に0.8%ほどの差がある。インフラ建設の収益率は2012年第二四半期をもって平均収益率を超えてから、0.4%ほどの差で平均収益率の上を動いている。工商企業向けの収益率は常時に平均収益率を巡って動いており、大きな乖離が生じていない。

図9 集合信託商品の平均収益率と投資先別の収益率の推移



出所：用益信託網（www.usetrust.com）より作成。

3.3. 社債の構造と運用

中国の社債は主に企業債券、CP・SCP（短期融資券）、MTN（中期融資券・中期手形）、中小企業集合手形、公司債と譲渡可債券からなる。債券取引市場がインターバンク市場と取引所市場に分かれているが、債券の90%以上はインターバンク市場で取引されている。社債取引状況も同じく90%ぐらいの債券はインターバンク市場で取引されている。

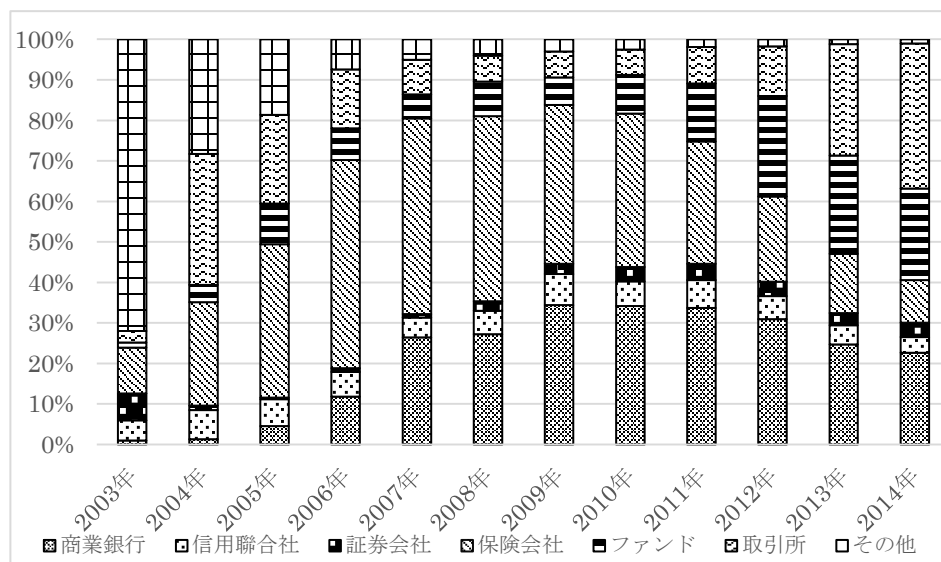
図3に示されているとおり、企業債券規模が金融危機以後、大きく伸びていることが分かる。社会融資総量に占めるシェアは2007年の3.8%から2008年7.9%に上昇してから、穏やかに上昇しつつ2014年の14.5%まで拡大していた。企業債券の拡大とともに、CP、SCP、MTNなどの調達ツールによって調達してきた金額も大きく拡大している。その規模は2013年の社債調達金額の62%を占めるように拡大した。これらの拡大した社債の発行体を見てみると、2013年には100%のSCP、66.2%のCP、78.2%のMTN、94.9%の企業債、27.3%の公司債の発行体は国有企業である（五味2014）。

すなわち、国有企業は社債資金調達市場には圧倒的なシェアを占めているのである。もう一方、中小企業集合手形の発行規模を見てみると、2013年の61.22億元、2014年の4.3億元にすぎない。中小企業集合債、中小企業私募債の資金を付け加えても、2013年の約4兆元、2014年の約5兆元の社債規模と比べると、無視できるほどの金額だと言える。

次に、社債の企業債の保有先の構成を確認する。1997年インターバンク債券取引市場が成立してから、債券発行体制、取引方式改革、取引者範囲の拡大などの改革が行われ、2004年

以後の資本市場の急速な発展につれ、債券市場も急速に発展した。図 10 に示すとおり、金融危機前に、保険会社、取引所、銀行の合計債券保有率が圧倒的なシェアを占めていたが、2006年から保険会社のシェアが50%前後を占めるようになり、取引所が縮小し続けるのに反し、銀行のシェアが拡大し続けている。2009年を境として、取引所のシェアが再び上昇の傾向に戻り、2009年の6.3%から2014年の35.9%まで拡大したのに対して、銀行のシェアが2009年の34.5%から2014年の22.7%まで縮小した。取引所の傾向と同じく変動するのはファンドであり、2009年6.8%から2014年22.5%まで拡大した。保険会社の縮小が顕著になり、2008年の45.7%から2014年の10.6%まで下降した。そのほかの信用聯合社と証券会社のシェアはあまり大きな変動がない。ここからみると、金融危機以後の企業債の保有者は主に銀行、ファンド、保険会社、取引所であり、常に90%以上のシェアを占めている。

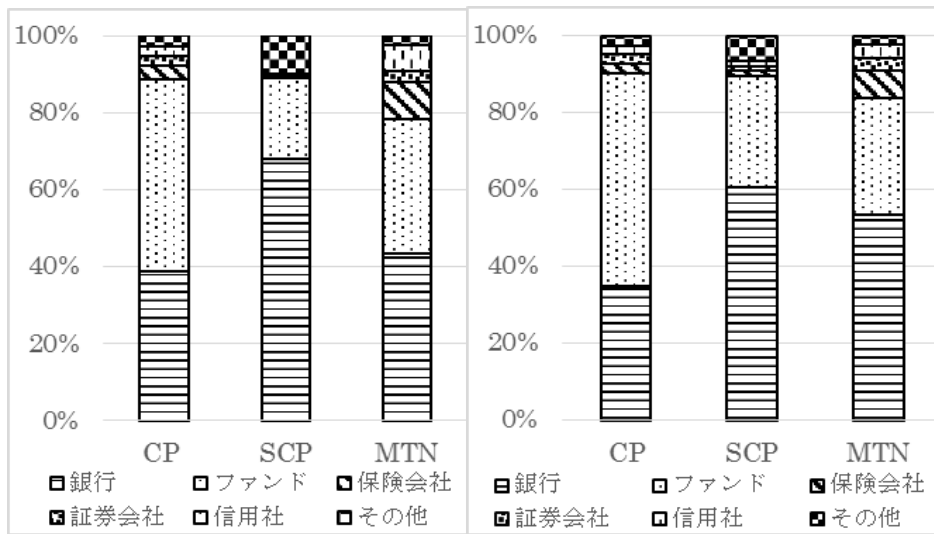
図 10 企業債保有者の構成の推移



出所：中国債券信息网の債券統計データより作成。

続いて、社債の大きなシェアを占めている CP、SCP、MTN の保有先を確認する。これらの債券はすべてインターバンク市場で取引されているので、保有先はすべて機関投資者である。図 11 に示すのは 2013 年、2014 年のデータである。これを分析したところ、CP・SCP のような短期融資券の 90% ぐらいは銀行とファンド会社に保有されていることが分かる。MTN には銀行とファンド会社が 80% ぐらいのシェアを占めているが、保険会社の 10% を加えると、90% にも至る。これらに基づいて、CP、SCP は銀行の超短期貸出と同質のものだとみられる。また、MTN は銀行の中長期貸出と同質のものだとみられる。

図 11 2013（左）、2014年（右）のCP、SCP、MTNの保有先の構成



出所：上海清算所の「固定収益産品統計」より作成。

さらに、Asian bonds Online の統計により、中国の社債ターンオーバー率¹¹⁾は2011年以後急激に縮小して、2008年から2010年の1.3前後から2014年0.22まで下降した。この指標は債券保有者が債券満期まで保有するシェアが高騰し、債券は事実上銀行の長期貸付と同じ性質を持つようになることを意味する。

3.4 銀行の引受手形の構造と運用

図3に示すとおり、銀行引受手形のシェアの変動が大きいことが分かる。金融危機前の2007年と金融危機後の2010年の両年度とも急に前年度より大幅に伸びていた。2010年以後の規模が緩やかに縮小するのに反して、2007年以後の規模は僅かなシェアになった。その原因として、2010年以後、銀行オフバランス取引の抑制を図るため、銀信合作の規制、預金準備金範囲の調整などのような引締め手段が相次ぎ打ち出されていたことがあげられる。

銀行引受手形の取引は、2011年8月25日「保証金預金を預金準備金積立の範囲に含めることに関する通知」により大きな影響を受けていた。この措置により、新たに約9000億元が預金準備金として積立てられることになり、これは預金準備率の約1.2ポイント引上げに相当する規模と推計されている（神宮2011）。今まで、企業が銀行に保証金を預け入れ、銀行引受手形を発行してから割引方式により銀行から資金を調達する。その預け入れた保証金は今まで預金準備金積立の範囲に含まれていないので、保証金をテコにした信用創造が拡大されている。

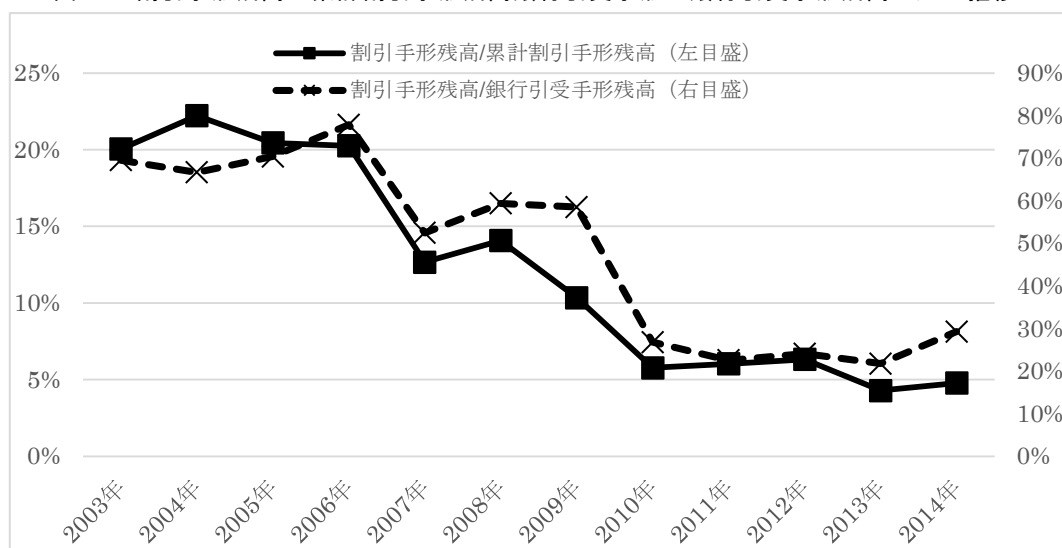
また、企業が手形で調達してきた資金を再び保証金として銀行に預け入れ、手形を発行することがある。このように数度にわたり手形の発行、引受、割引を求めていることは実質貸出の

増加をもたらす以外にリスクも高められている。さらに、銀行は、信用社などの金融機関との間で再割引、売戻条件付買入などの同業者間取引を行い、貸付規模抑制の間隔をついている（陳 2014）。これらのことにより、企業の実質借入金利が高くなり、実体経済に投入される資金が統計データより少なくなる。また、銀行の方は名目的な預金規模が膨張し、貸出できる資金が拡大される（肖 2014）。

図 12 に示すとおり、割引手形残高と累計割引手形残高の比率は金融危機以後に大幅に下降したことが分かる。その比例は 2006 年の 20.6% から 2007 年の 12.7% まで下がり、2008 年に 14.1% まで回復したが、2009 年と 2010 年の下降後 5% 前後に留まる。同時に、それらの規模を確認すると、累計割引手形残高は 2005 年の 6.75 兆元、2008 年の 13.5 兆元、2010 年の 26 兆元、2014 年の 60.7 兆元のようなペースで拡大している。この変化は手形を発行する企業が手形売却損を被っても即時に手形を現金化するシェアが高騰することを意味する。

また、図 12 に示すとおり、割引手形残高と銀行引受手形残高の比率は割引手形残高と累計割引手形残高の比率と同じペースで変化していることが分かる。2010 年以後の比例はその前の 60% 台より大幅に縮小し、20% 台で横ばいになった。この変化は大量の手形割引が銀行のバランスシート外で取引されていることを意味する。

図 12 割引手形残高と累計割引手形残高銀行引受手形・銀行引受手形残高の比の推移



出所：中国人民銀行の『中国貨幣政策報告』の各四半期版より作成。

4. まとめ

本稿では、ポスト金融危機における金融政策の緩和がもたらした信用供与の拡大は必ずしも

実体経済の発展に繋がるわけではないことを明らかにするため、伝統的な銀行貸出以外の信用供与の構造と運用先を分析し、金融深化に伴う金融業と実体経済の間に生じる乖離の原因を説明することを試みた。

本稿での分析に基づき、下記の内容が判明した。

まず、M2とGDPの増加率の乖離が2010年以後に収斂の方向に進んでいたが、2008年と2009年のM2の大幅な増加と危機以後の経済低迷により、事実上M2の供給が多く提供されている。それに伴い、金融危機後の社会融資総量が2009年の急増後穏やかな増長が続き、規模が大きく拡大している。その中で注目されるのは銀行貸出以外に信用供与方式のシェアが大きく伸びていることである。

次に、金融危機後、調達金額のシェアが大きく伸びた委託貸付、信託貸付、社債、銀行引受手形の調達構造と運用の中身及びその問題点が明らかになった。

- ① 資本市場から資金を容易に調達できる国有企業と大型企業は委託貸付の貸出主体である。また、上場企業の例より、無関連会社向けの貸付はほぼ不動産会社と地方政府プラットフォームに貸出していることが分かった。貸出金利は地方政府向けの10%以下に対し、不動産会社向けの金利は12%以上にある。さらに、利ザヤ獲得のため、銀行借入と債券発行によって調達してきた資金が委託貸付と理財商品購入に使用される疑いが生じる。
- ② 信託貸付の規模が大きく拡大したが、そのシェアは縮小しつつある。2010年以後、金融市場にある長期金融資産と短期金融資産への投資が大幅に増加したのに対し、2014年の長期株式投資のシェアが2010年の半分の8.47%まで縮小した。資金の投資分野を確認すると、2010年以後、証券市場、金融機関、工商企業への投資が多くなった。特に、金融機関への投資は3倍ほど拡大した。信託商品の投資主体が企業及び機関投資家を考慮すると、実体経済に投入される資金が想像以上に少ないことが考えられる。
- ③ 社債の約8割以上は銀行、ファンドに保有されている。また、社債のターンオーバー率は2010年以後急激に縮小状態が続き、社債の長期貸付の性質が顕著になってきた。さらに、社債の発行体を確認した結果、社債発行額において国有企業の発行額が圧倒的なシェアを占めていることがわかった。
- ④ 銀行引受手形の割引率が2008年以後急激に縮小し、金融危機前の50%台から20%台まで減少したことは銀行バランスシート外で発生する手形割引取引が多くなったことを意味する。また、累計手形割引残高の規模が大きく膨らんだことは手形割引の市場が急に拡大していることを意味する。手形割引の循環が存在するため、実体経済への資金投入が多くなったと見えるが、事実上少なかった。

上述のように、銀行貸出、社債により簡単に資金を調達ができる国有・大型企業は、委託貸付、信託商品を通じ、不動産業、インフラ建設、生産性過剰の工商企業に資金を貸し出している

る。利ザヤ獲得目的で銀行も信託会社と協力し、インターバンク市場での取引を通して、実体経済に資金を投入している。これらのことは資金が実体経済に流れていく過程が長期化し、コスト高になる恐れをもたらしてきた。また、銀行貸出、社債発行などにより調達してきた資金が再び委託貸付、信託貸付の形で貸出を行うことは、資金が金融市場での空回りになるため、実際に実体経済に投入される資金が統計データより少なくなる問題点も指摘できる。

本論文では信用供与が拡大したにもかかわらず、経済成長の鈍化を食い止められない原因について、主に市場型間接金融の詳細データを検討することを通じて明らかにした。しかし、このような信用供与手段の拡大は、中国金融市場の深化と制度改革と深くかかわっているため、より深い理論上の分析が必要となる。それは今後の課題としたい。

<注>

- 1) 福田（2014）は、銀行（商業銀行）などを經由する預金・貸出を軸とした従来型の間接金融と区別するために、投資信託、証券化商品、シンジケートローンなど、市場型の取引を用いた間接金融は、「市場型間接金融」と呼ばれるとしている。本稿では、当該定義に従って、中国の委託貸付、信託貸付、社債、銀行引受手形の取引特徴に基づき、これらを「市場型間接金融」と定義している。その妥当性については検討の余地がある。
- 2) 中国人民銀行は、M1に都市部住民の貯蓄預金残高と企業の定期預金、信託預金及びその他の預金を加えたものがM2と定義されている。具体的に、M1は現金通貨（M0）、企業の普通預金、機関・団体・部隊の預金、農村部の預金、個人所有の要求払預金を合計したものである。
- 3) 夏・陳（2007）は、 $(M2-GDP-CPI)$ の値は流動性が過剰であるかを判断する一指標であると指摘している。理論上はその差が0になったら理想の通貨供給状態であるが、実際の分析を行う際、2%～3%の差は理想な状態にあるとみられる。
- 4) 2004年のデータは不備があるため記載しない。
- 5) 委託貸付とは、受託人（貸手）である銀行は委託人である企業、個人などから資金を引き受け、委託人が確定した借手、用途、金額、期限、金利などの条件のもとで貸出を行うことをいう。また、受託人である銀行機関は資金の管理、監督及び回収協力に責任を負う。
- 6) そのシェアは年末の累計残高に占める割合である。
- 7) 短期金融資産とは期限が1年以内のインターバンク市場を中心に取引する商品を目指す。
- 8) 長期金融資産とは期限が1年以上の金融商品を目指す。
- 9) 注4と同じ。
- 10) 全部の集合信託商品を統計しようとするが、情報の制限で100%を保証しない。
- 11) ターンオーバー率：債券取引量と債券の平均残高の比率。

<参考文献>

（日本語文献）

- 夏斌・陳道富（2007）、「中国の過剰流動性に関する報告」『季刊中国資本市場研究』、2007 Autumn、pp.24-45
- 神宮健（2011）、「中国のオフバランス取引とディスインターメディアーション」『知的資産創造』、2011年12月号、pp.76-77
- 邢明明（2015）、「ポスト金融危機における中国中小企業資金調達への考察」『現代社会文化研究』、第61号、pp.153-169
- 五味佑子（2014）、「中国社債市場の現状と展望」国際通貨研究所 Newsletter 2014 No36、pp.1-11

三浦有史、佐野淳也（2013）、「シャドーバンキングが映し出す中国の構造問題－消費主導型経済への転換を阻害する地方の権益構造－」『日本総研—Research Focus』、No.2013-024、pp.1-10

関志雄（2013）、「中国におけるシャドーバンキングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』、2013 Autumn、pp.1-8

陳道富（2014）、「金融業と実体経済が乖離する中国の現状とその原因及び対策」『季刊中国資本市場研究』、2014 Spring、pp.17-33

福田慎一（2014）、『金融論—市場と経済政策の有効性』、有斐閣、p.7

湯元健治・関辰一（2013）、「中国のシャドーバンキング—そのリスクと政府対応力をどうみるか—」『日本総研—Research Focus』、No.2013-007、pp.1-13

（中国語文献）

河南中原高速有限公司、四川川投能源股份有限公司、保定天威集团有限公司三社の「年度報告書」（有価証券報告書）2005年～2014年版

上海清算所、「上海清算所固定収益産品統計」2012年～2014年版

肖小和・張蕾・張涵文（2014）、「新形势下進一步加強票據業務風險管理」『杭州金融研修学院学報』、2014年第8期、pp.18-20

中国国家统计局、『中国統計年鑑』2003年～2014年版

中国中央結算公司、「中国債券信息网 債券統計データ」2003年～2014年版

中国人民銀行、「中国貨幣政策報告」2003年～2014年版

中国信託業協会、「信託商品統計」2010年～2014年版

上海証券報、2014年7月30日、「上市公司成財主、半年委託貸付超千億」

（http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201407/t20140730_4464003.html）最終閲覧日：2015年12月1日

用益信託網（<http://www.yanglee.com/research/index.html>）最終閲覧日：2015年11月22日

21世紀經濟報道、2013年5月13日、「120家上市公司306億元涉非関連委託貸款」

（<http://bank.hexun.com/2013-05-03/153728941.html>）最終閲覧日：2015年12月1日

主指導教員（溝口由己准教授）、副指導教員（敵成男准教授・武藤秀太郎准教授）