

経済マンスリー [解説]

中国：理財・信託商品に係わる金融リスクの現状評価と見通し

【要旨】

- ◇ 中国では3月上旬に国内公募社債市場で初のデフォルトが発生。当局は金融商品のデフォルトを容認する姿勢に転換したとみられ、今後は急拡大してきた理財商品と信託商品でもデフォルトの発生が見込まれる。
- ◇ 信託商品は、理財商品に比べ、①「最低投資金額が高額で、投資家に富裕層が多い」、②「発行期間が長い」、③「利回りが高い（→投資先のリスクが高い）」、④「規制強化が遅れてきた」、などの特徴がある。理財商品以上に潜在的なデフォルト圧力が大きいと想定される。
- ◇ 償還予定額をみると、信託商品はこの4-6月期に、これまでに比べ「インフラ関連」を中心に償還額が増加し、借り換え圧力が強まる見通し。
- ◇ 理財・信託商品残高（20兆元弱、2013年末）のうち、“償還能力の疑わしい商品が含まれている可能性が高い母集団”残高は相応の規模との試算も可能。デフォルトが（中国経済にとって）大規模に発生する展開も否定できない。
- ◇ 米国サブプライム商品と比較すると、「期間の大幅なミスマッチ」、「裏付資産の評価が困難」など類似点も多い。一方、投資家層などは大きな相違がある。
- ◇ 急速な景気悪化などにより、理財・信託商品でデフォルト圧力が大幅に高まった場合、損失負担の主体によりその後の展開に大きな差が出よう。
- ◇ 販売・組成金融機関が損失負担するシナリオでは、中国国内で金融危機的状况が発生するリスクがある。
- ◇ デフォルトを容認し個人投資家が損失負担するシナリオでは、信用が急速に縮小するとともに、社会不安が一段と高まるリスクがある。
- ◇ 中央・地方政府が損失負担するシナリオは、相対的には最も金融・景気への短期的悪影響が軽い。問題の先送りだが、大幅なデフォルト圧力に直面した際は蓋然性が高そうだ。

はじめに

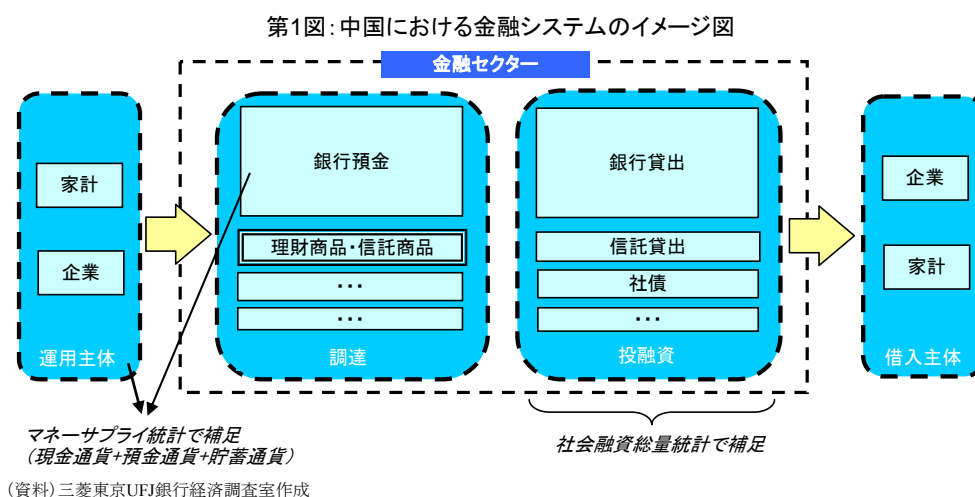
3月、中国の国内公募社債市場で初めてのデフォルトが発生した。信用の拡大を抑制するため、当局はデフォルト回避を優先するこれまでの姿勢を幾分変えつつあるようだ。「昨今の急速な信用拡大」と「足元の景気減速傾向」を踏まえれば、今後も社債やそれ以外の金融商品においてデフォルト圧力が高まるとみられる。

拡大してきた金融商品のなかで、理財商品と信託商品は特に問題含みとみられ、その動向が注目される。本稿では、「理財・信託商品の現状」を確認した後、「今後、仮にデフォルト（圧力）が大幅に増加した際の金融市場・景気への影響」を考察する。

1. 中国の金融システムにおける理財・信託商品の位置付け

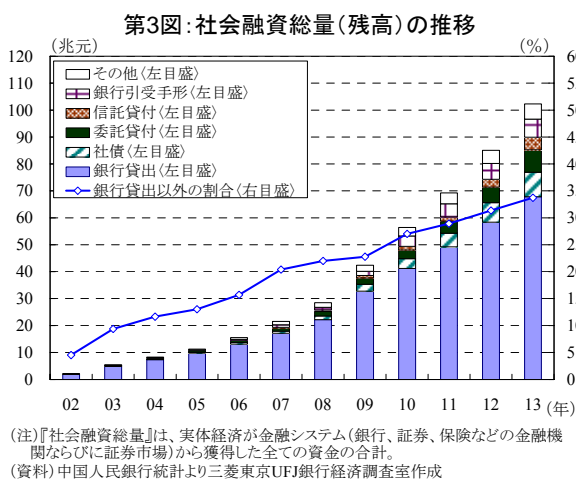
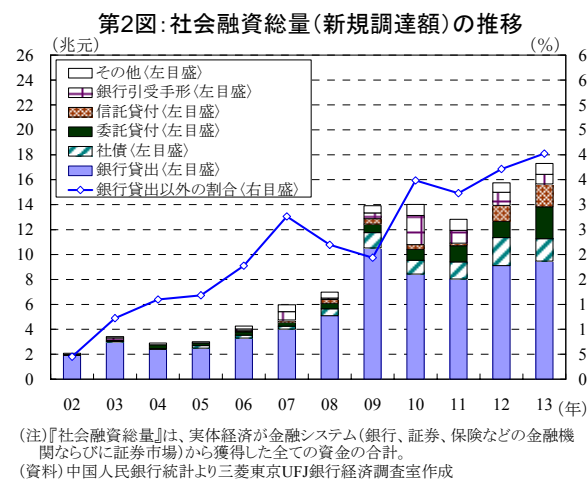
理財・信託商品は、金融セクターにとって預金などと同様の資金調達手段である（第1図）。「銀行預金・銀行貸出」以外を広義のシャドールバンキングとすれば、理財・信託商品はシャドールバンキング部門の主要な調達手段で、シャドールバンキング部門の各種の投融資と結び付きが強いと言える（後述）。このため、理財・信託商品の動向を注視することで、シャドールバンキング部門の信用状態を広く把握することが可能となる。

加えて、理財・信託商品は、①残高規模が大きいこと、②短期間の調達であること、③高リスクの投融資との結び付きが強いこと、などから発行が困難になった際に、シャドールバンキング部門の各種投融資への資金供給が滞り、金融システム全般へ大きな影響を与える可能性がある。この点において、理財・信託商品は、それ自体のデフォルトの発生・多寡だけではなく、販売環境なども含めた動向が注目される。



なお、中国において信用量を把握する際に一般に用いられる「社会融資総量」は、貸出や債券など金融セクターから実態経済への投融資を集計した統計である。ここで社会融資総量の状況を簡単に確認しておく。社会融資総量の新規調達額（2013年）は

17.3 兆円。うち委託貸付や信託貸付など銀行貸出以外は 7.8 兆円で、社会融資総量全体の 45.2%を占めている（第 2 図）。社会融資総量の残高については、2002 年から新規調達額のデータが存在するため、それらを累計して算出すると、2013 年末時点で 102 兆円程度となっている。銀行貸出以外は 34.5 兆円で、社会融資総量残高全体の 33.7%を占めている（第 3 図）。なお、マネーサプライ（M2：現金通貨+預金通貨+貯蓄通貨）の残高は 2013 年末で 111 兆円程度となっている。



2. 理財・信託商品の概要と現状

(1) 理财产品の概要と現状

理财产品は、主に個人向けの資産運用商品であり、銀行が組成・販売している（企業が購入するケースもある）。理财产品の発行期間は短く、1～3 ヶ月が中心である。1～3 ヶ月のなかでも、以前は 1 ヶ月未満の超短期の発行が多かったが、2012 年の規制強化を受け 1 ヶ月未満は減少している。

理财产品には「元本保証型」と「元本非保証型」の 2 種類があり、「元本保証型」は銀行にとってオンバランス扱い（バランスシートへ計上）、「元本非保証型」はオフバランス扱い（バランスシートへ非計上）である。ここ最近では「元本非保証型」が主流となっている。なお、「元本非保証型」であっても、（販売時の説明が不十分なこともあり）購入している個人投資家は、元本保証と受け止めているケースが多い模様。

また、理财产品は投資形態によって、①「金利型」、②「信託融資型」、③「バランス型（ポートフォリオ型）」、④「その他」に大別される。

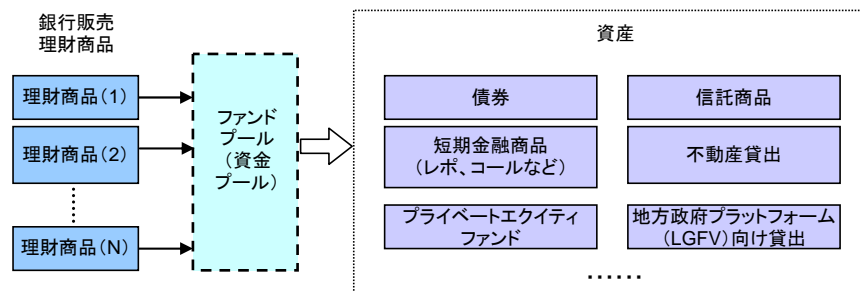
①の「金利型」は、比較的流動性が高く、信用リスクが低い「債券」や「短期金融商品」に主に投資する商品で、低リスク型と位置付けられる。現在、理财产品のなかで組成が最も多いタイプである。

②の「信託融資型」は、“銀信合作（bank-trust cooperation model）”とも呼ばれ、銀行が理财产品を販売して集めた資金を、信託商品に投資するものである。「信託融資

型」に対しては、銀行が預貸規制を回避する目的で利用する傾向を強めたことなどから、銀行業監督管理委員会が2010年、11年に一連の規制・監督を導入。それ以降、「信託融資型」の組成割合は低下しており、代わりに③の「バランス型」の割合が高まっている。

「バランス型」の投資対象は幅広く、「債券」や「短期金融商品」に加え、「不動産貸出」、「地方政府プラットフォーム向け貸出」、「信託商品」、「中小企業向け貸出」など信用リスクの高い分野も含まれる（第4図）。また、「バランス型」は、資金を理財商品別に管理せず、1つにまとめて管理する“資金プール”と呼ばれる手法を用いているケースが多い。この“資金プール”についても、(i) デフォルト時の損失分担が不透明、(ii) 投資家のリスク・リターンが不釣り合、(iii) 流動性リスクが高い、などの点で問題が多いとの見方が強まり、規制強化が進んでいる状況だ。

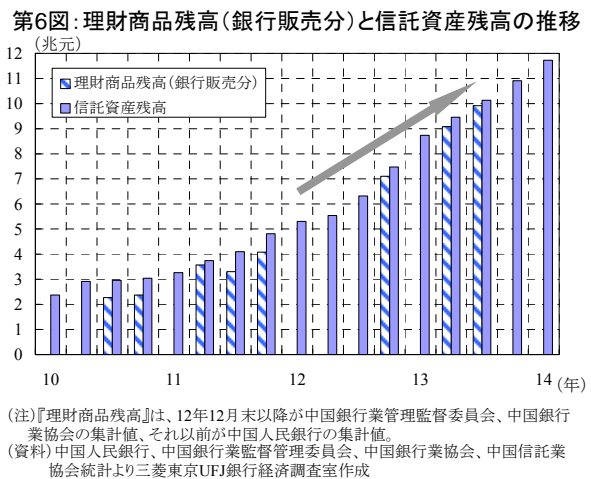
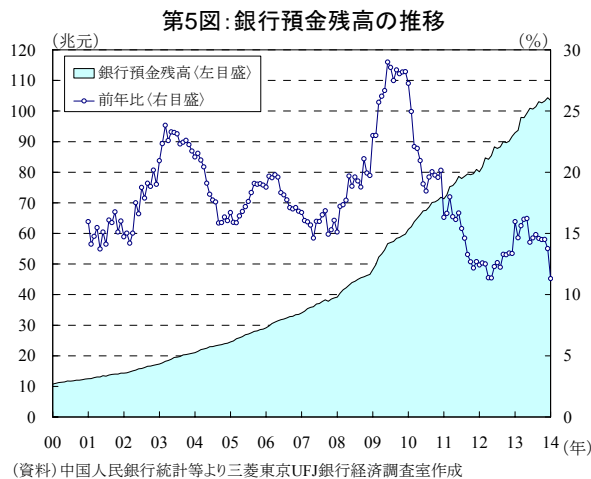
第4図：バランス型(ポートフォリオ型)理財商品の仕組み図



(資料) サンフランシスコ連銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

理財商品の利回りは、5%程度である。中国では預金金利に規制が存在するなか、実質預金金利の低い状態が続いているため、高利回り運用商品へのニーズは強い。預金金利の規制については、中央銀行が預金基準金利を設定し、預金金利の上限をその110%と定めている。現在の預金基準金利は3%であるため、預金金利の上限は3.3%。2013年の消費者物価上昇率(2.6%)で実質化すると、昨年の実質預金金利上限は0.7%と低い。

このため、近年は銀行預金の増加ペースが鈍化するなか（第5図）、理財商品の残高が増加してきた。理財商品の残高については、(大半を占める) 銀行販売分のみ、当局から発表(言及)されており、直近2013年9月末で9.9兆元(名目GDP比17%程度)となっている(第6図)。



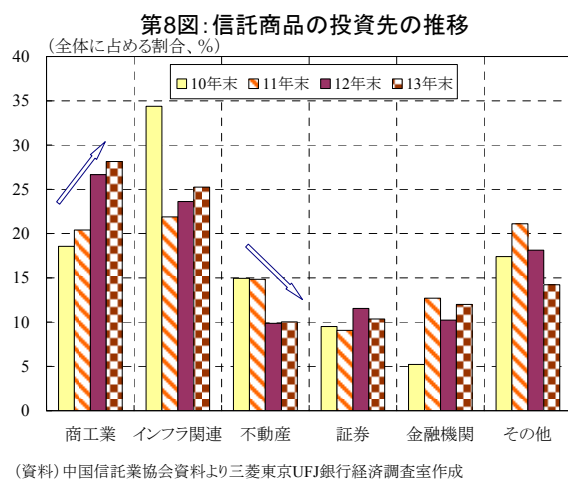
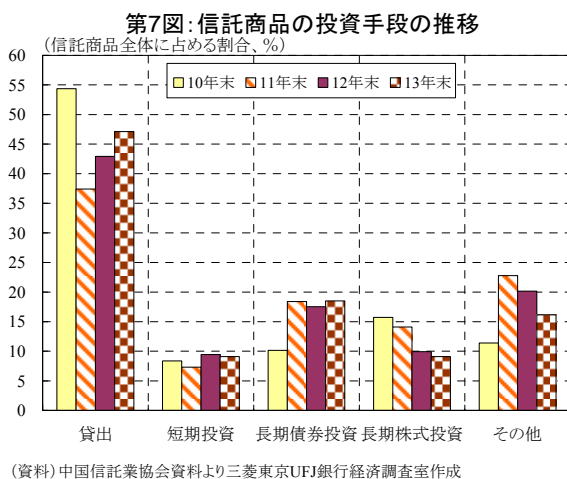
(2) 信託商品の概要と現状

信託商品は、信託会社が組成し、信託会社または銀行が販売している運用商品である。最低投資単位を100万元とする商品が多く、主な投資家は富裕層である（機関投資家が購入するケースもある）。残高については、2014年3月末で11.7兆元（名目GDP比20%程度）となっている（前掲第6図）。

信託商品の投資手段（2013年末）をみると、「貸出」が最大の47%を占め、次いで、「長期債券投資」が19%、「長期株式投資」が9%、「短期投資」が9%となっている（第7図）。

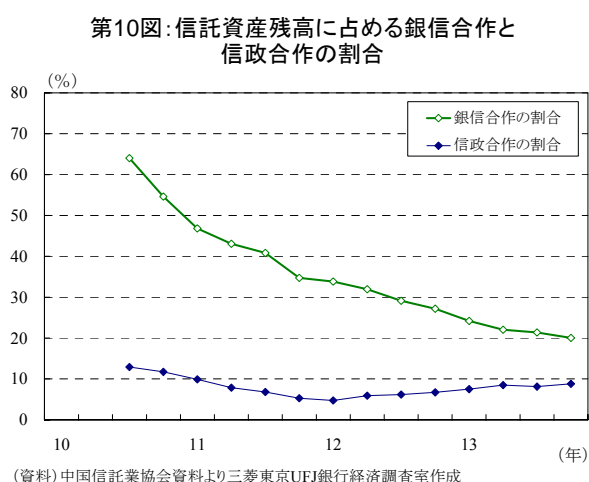
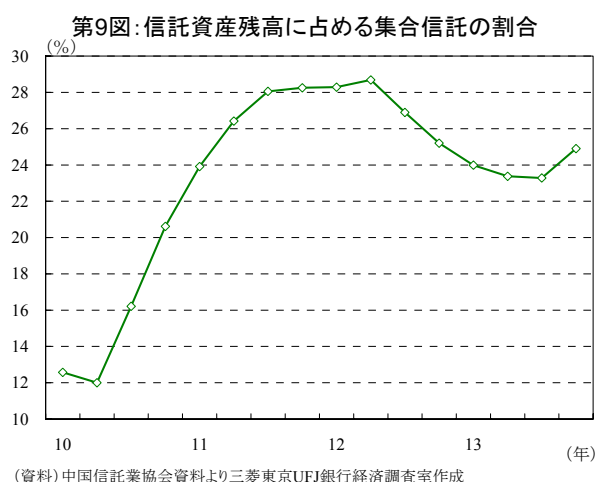
また、信託商品の投資先（2013年末）は、「商工業」が最大で28%、「インフラ関連」が25%、「不動産」が10%、「証券」が10%、「金融機関」が12%、「その他」が14%となっている（第8図）。投資先の過去数年の推移をみると、「商工業」の割合が高まってきた一方、「不動産」の割合が低下している状況だ。

より詳細な投資先内訳は不明だが、「商工業」は、“石炭”、“鉄鋼”、“非鉄”など、過剰供給能力を抱え、銀行による貸出の難しい業種が多いとみられる。また、「インフラ関連」は、地方政府の関与するインフラプロジェクトなどが多いとみられる。



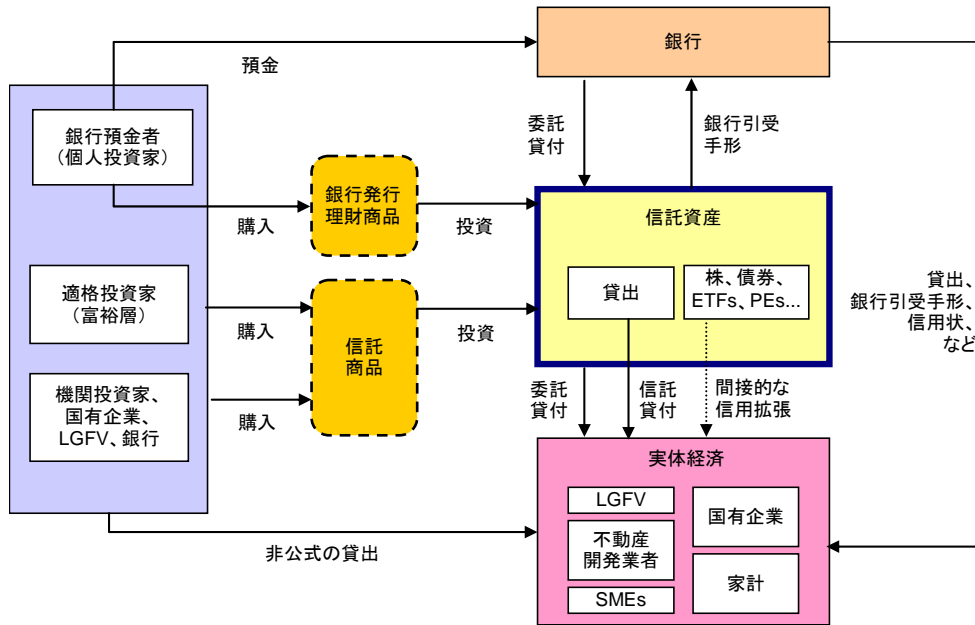
次に信託商品をスキームでみると、①単一の投資家に販売する「単一信託 (single trust)」、②複数の投資家に販売される「集合信託 (collective trust)」、③「財産管理信託 (property trust)」の3つに分類される。このなかで「集合信託」は、デフォルト時の権利関係が不透明なことなどから、特に問題が大きいとみられている。実際、過去数年の間にデフォルト寸前に至った信託商品は、大半が「集合信託」であった。「集合信託」が信託資産残高に占める割合は、2013年末で25%程度(第9図)。ピークの2012年4-6月期末(28.7%)からは低下したが、依然割合は大きい。

加えて、スキームに基づくより詳細な分類で、特色のある信託商品の動向を確認する。まず、「銀信合作」が信託資産残高に占める割合は、2013年末で20%程度(2.2兆元)。2010年以降、低下傾向で推移している(第10図)。また、「信政合作」(政府と信託会社が協力する形で作られた信託商品)については、信託資産残高に占める割合が8.8%(0.96兆元)。2010年以降、ほぼ横這いで推移している(第10図)。「信政合作」の資金は、主に地方政府のインフラ関連プロジェクトへ向かっているとみられる。



このような信託商品を発行している信託会社は、65社存在する。中国の信託業界全体の従業員数は1万人程度で、信託会社1社当たりの従業員数は平均200人以下。信託会社の監督当局は銀行業監督管理委員会であり、信託会社は大手銀行や地方政府が主要株主であるケースが多い。信託会社のビジネスは、信託商品や銀行理財商品で資金を調達し、信託貸付や株式・債券投資などで運用することが中心である(第11図)。加えて、信託会社は委託貸付や銀行引受手形などにも携わっている。

第11図: 信託会社のビジネスモデル



(注)『LGFV』は地方政府プラットフォーム。『SMEs』は中小企業。
 (資料) サンフランシスコ連銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 理財商品と信託商品の比較

理財商品と信託商品の残高は、類似した軌道で増加してきており、ともに 10 兆元程度となっている。理財商品と信託商品を比較すると、信託商品は、①「最低投資金額が高額で、投資家に富裕層が多い」、②「発行期間が長い」、③「利回りが高い (→投資先のリスクが高い)」、④「規制強化が遅れてきた (後述)」、などが指摘できよう (第 1 表)。信託商品は、理財商品に比べ、潜在的なデフォルト圧力が大きいと想定される。

第1表: 理財商品と信託商品の比較

	理財商品	信託商品
主な投資家	個人	富裕層、機関投資家
主な販売者	銀行	銀行
発行残高	10兆元程度	11兆元程度
最低投資額	3~5万円程度	100万円程度
平均発行期間	1~3ヵ月程度	2年程度
平均利回り	5%前後	7~10%前後
投資家に対する保証	有り無し両タイプ (但し、実際には無しのタイプでも銀行が保証すると受け止められている)	無し (但し、実際には信託会社などが保証すると受け止められている)
投資先	債券や短期金融商品などが中心 →低リスクの投資先が多い	企業向け貸出が中心 →高リスクの投資先が多い

(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 理財・信託商品への規制強化の動き

「理財・信託商品の急速な残高拡大」と「問題の多い商品設計・取引の増加」を受け、2010年頃より当局は規制を強化してきた（第2表）。具体的には、2010年に「銀信合作」に対する規制を強化し、2013年には「資金プール」に対する規制も強化。昨年末には、“シャドバンキングの監督管理に関する内部通達”が出され、直近4月8日には信託商品に対する規制・監督が一段と強化された。規制・監督が十分とは言えないものの、以前との比較では、特に理財商品に関して健全化へ向けた動きが進んでいる。

第2表: 理財商品と信託商品に対する規制強化・変更の動き

日付	商品	当局	内容
2009年7月6日	理財	銀行業監督管理委員会	理財商品の投資範囲・対象を明確化(非上場株式などは含まず)
2010年8月12日	理財 信託	銀行業監督管理委員会	銀信合作への規制強化(2年以内にオンバランス化を求める)
2010年9月9日	信託	銀行業監督管理委員会	信託会社へ資本規制を導入(最低純資本として、2億元または純資産の40%のどちらか多い額の保有を義務付け)
2011年8月28日	理財	銀行業監督管理委員会	理財商品の販売規制強化
2011年11月	理財	銀行業監督管理委員会	1ヵ月未満の個人向け理財商品の発行を禁止
2012年12月	理財 信託	銀行業監督管理委員会	銀行へ販売している投資商品の内部監査実施を要請(理財・信託商品含む) 銀行へ販売している第3者組成の投資商品の詳細なリストの提出を要請
2012年12月11日	理財 信託	銀行業監督管理委員会	理財商品監督のため、銀行業界幹部による専門家委員会を立ち上げ
2013年3月25日	理財	銀行業監督管理委員会	銀行は理財商品で集めた資金の35%、もしくは前年末の総資産の4%を越えて非上場債券(非標準化債権資産)へ投資してはならない 資金プーリングの禁止
2013年5月10日	理財	中央国債登記結算・上海清算所	自己勘定と理財商品口座間での債券取引(ファンド・プーリング)を禁止
2013年8月21日	信託	人民銀行	信託会社による融資の全てを信用情報データベースに加える
2013年11月22日	理財	規制当局	国内銀行に対し保有する理財商品の報告を義務付け(中央預託清算機関の登録制度を通じ公表)
2013年12月	理財 信託	国务院	シャドバンキングの監督管理に関する内部通達107号文書(銀行理財業務・信託会社業務について、監督当局に管理徹底を求める)
2013年12月26日	理財	証券登記結算有限責任公司	銀行理財商品による優先株取得を認可
2014年2月13日	理財	人民銀行	理財商品で銀行間債券市場に投資する場合、商品毎に別々の口座を設置
2014年4月8日	信託	銀行業監督管理委員会	・ファンド・プールに対する規制の強化 ・流動性リスクが高まった際に株主から緊急サポートを受けられる仕組み作りを信託会社に求める ・新商品は発売の10日前までの当局に報告

(資料) 各種報道・資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

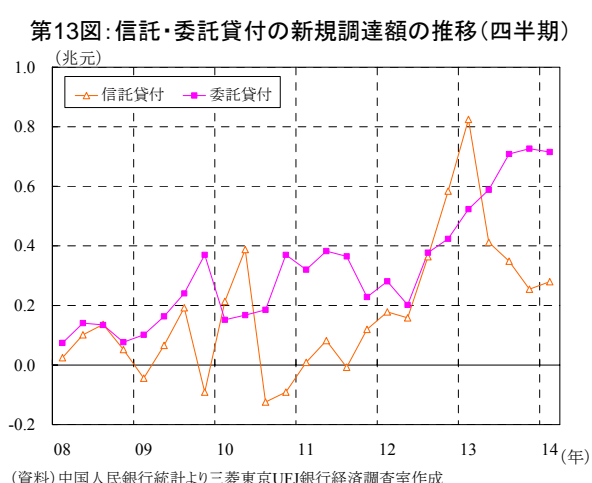
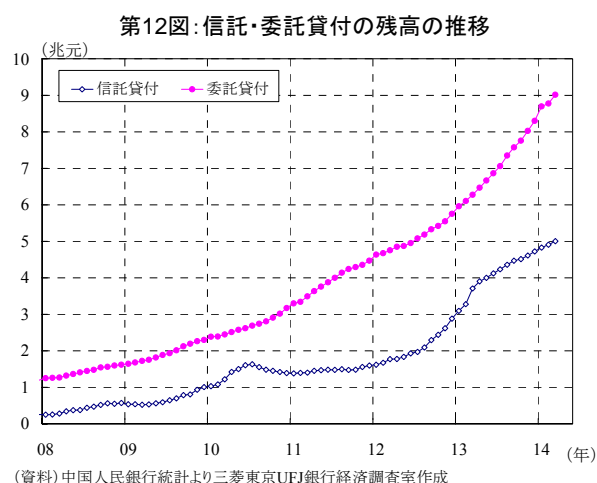
3. 信託貸付と委託貸付の現状

ここでは信託商品の最大の投資手段である貸出（信託貸付）と委託貸付の現状を確認する。委託貸付は、金融機関の仲介による企業間貸付であるが、理財・信託商品においても一部で投資していることから、関連する信用（投融資）手段と位置付けられる。金融機関にとって、委託貸付は信用リスクを負わない手数料ビジネスで、オフバランス扱いとなる。

(1) 信託・委託貸付の信用全体に占める割合

2013 年末の残高は、信託貸付が 4.7 兆円で社会融資総量残高 (102.3 兆円) の 4.6%、委託貸付が 8.3 兆円で社会融資総量残高の 8.1% を占めている。両貸付残高ともに、中国の信用全体のなかで大きな割合を占めている (第 12 図)。なお、信託業協会の発表では、2013 年末で信託資産 (10.9 兆円) の 47% が貸出であるため、ここでの信託貸付残高とほぼ一致している。

2013 年を通じた新規調達額は、信託貸付が 1.84 兆円で社会融資総量全体の新規調達額 (17.3 兆円) の 10.6%、委託貸付が 2.55 兆円で同 14.7% を占めている。新規調達額は、信託貸付が 2013 年 1-3 月をピークに減少している一方、委託貸付は 2012 年 4-6 月以降調達額の拡大が続いている (第 13 図)。このところの委託貸付の増加傾向は注目されるところだ。



(2) 信託・委託貸付の地域別動向

信託・委託貸付の 2013 年の新規調達額を地域別にみると、委託貸付は何れの地域でも利用されており、信託貸付も大半の地域で利用されていることが分かる (第 3 表)。信託貸付と委託貸付の新規調達額の合計 (2013 年、名目 GDP 比) は、上海市、青海省、雲南省、北京市、貴州省などで大きい。また、委託貸付と信託貸付の合計額の銀行貸出に対する割合は、上海市、黒竜江省、雲南省などで大きい状況である。

第3表：地方政府別にみた委託・信託貸付の新規調達額(2013年)

(億円)

	①		②		②の 名目 GDP比	②÷①	①		②		②の 名目 GDP比	②÷①	
	銀行 貸出	委託・ 信託 貸付	委託 貸付	信託 貸付			銀行 貸出	委託・ 信託 貸付	委託 貸付	信託 貸付			
1 北京市	4,798	2,838	2,552	286	15%	59%	17 湖北省	2,866	1,877	781	1,096	8%	65%
2 上海市	3,444	3,667	1,884	1,783	19%	106%	18 雲南省	1,955	1,721	564	1,157	15%	88%
3 黒竜江省	1,518	1,527	407	1,120	10%	101%	19 重慶市	2,405	1,311	845	466	10%	55%
4 山東省	5,023	2,264	1,329	935	4%	45%	20 貴州省	1,801	971	485	486	12%	54%
5 河北省	3,047	1,656	813	843	6%	54%	21 青海省	646	378	86	292	18%	59%
6 山西省	1,811	879	711	168	7%	49%	22 チベット自治区	412	336	21	315		82%
7 天津市	2,465	1,081	552	529	8%	44%	23 陝西省	2,405	945	677	268	6%	39%
8 福建省	3,484	2,584	1,022	1,562	12%	74%	24 四川省	4,125	2,142	1,449	693	8%	52%
9 江西省	1,987	1,300	383	917	9%	65%	25 湖南省	2,459	553	417	136	2%	22%
10 河南省	3,155	846	577	269	3%	27%	26 広西チワン族自治区	1,725	543	543	0	4%	31%
11 安徽省	2,876	1,158	607	551	6%	40%	27 広東省	8,516	2,846	1,960	886	5%	33%
12 江蘇省	7,143	2,383	1,901	482	4%	33%	28 甘肅省	1,621	264	253	11	4%	16%
13 内モン自治区	1,644	646	245	401	4%	39%	29 海南省	752	131	131	0	4%	17%
14 遼寧省	3,419	766	815	▲49	3%	22%	30 新疆ウイグル自治区	1,996	195	▲152	347	2%	10%
15 浙江省	5,793	2,089	1,365	724	6%	36%	31 寧夏回族自治区	574	67	67	0	3%	12%
16 吉林省	1,529	341	280	61	3%	22%	合計	87,394	40,305	23,570	16,735		

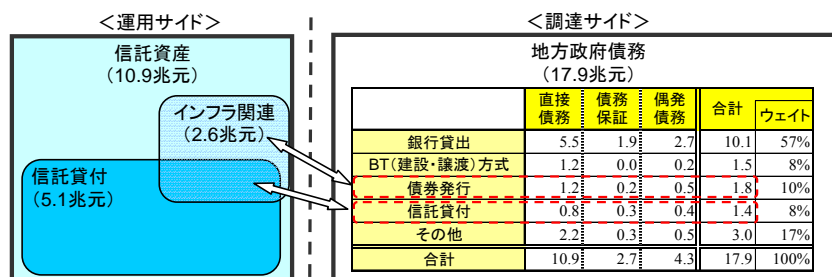
(注)『②の名目GDP比』における色付けは、10%より大きい箇所、『②÷①』における色付けは、50%より大きい箇所。
(資料) 中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 信託商品と地方政府債務

信託商品は、地方政府のインフラプロジェクトが大きな投資先となっている。地方政府の債務残高 17.9 兆元（直近 2013 年 6 月末時点、内訳は直接債務が 10.9 兆元、債務保証が 2.7 兆元、偶発債務が 4.3 兆元）について、調達手段別にみると、信託貸付は 1.4 兆元で全体の 8%を占めている（第 14 図）。また、全体の 10%を占める債券についても、信託商品は投資をしている。

前述の社会融資総量統計に基づく信託貸付は、同時期（2013 年 6 月末）で 4.12 兆元であったため、中国における信託貸付全体の 34%程度が地方政府へ向かっている計算だ。なお、信託業協会が発表している信託貸付の投資先において、地方政府向けは（大半が「インフラ関連」に分類されているとみられるものの）どのカテゴリーに分類されているかは判然としない。

第14図：信託資産と地方政府債務



(注)『運用サイド』は2013年末、『調達サイド』は2013年6月末の数値。
(資料) 中国信託業協会、審計署資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. 理財・信託商品における返済困難な事例

今年に入り、1月下旬と2月中旬に信託商品2件で返済困難な状況がクローズアップされたが、それ以前にも、理財・信託商品では数多くのデフォルト寸前の事例が発

生している（第4表）。信託業協会の2月13日の発表によれば、2012年には約200億元の信託商品（全体の0.27%）で満期時に何らかの問題が発生している。

以下、今年に入ってクローズアップされた2事例の内容と、2事例共通の投資先であった石炭業界の現状を確認する。

第4表：理財商品・信託商品の返済困難な事例（一部）

	発生時期	区分	組成金融機関	販売金融機関	投資先	顛末
①	2012年11月	理財	Zhongding Wealth Management Center	華夏銀行 上海支店	—	1.4億元の元利金不払いが発生。13年1月には元本返済。
②	2012年12月	信託	CITIC信託	—	湖北省の民間鉄鋼会社	13.3億元を投資家から調達、利払いに遅れ。地方政府も加わり対応。
③	2012年12月	理財	Northeastern Securities	中国建設銀行 吉林省の支店	—	30%価格が下落し、顧客が集団で銀行を訴える
④	2013年7月	理財	—	江蘇省の投資会社	—	年利18%などで、400人から6000万元程度を集めていた。警察が代表者を拘束。
⑤	2013年夏	信託	陝西省国際信託	—	化学会社	陝西省国際信託が元利金支払いを肩代わり
⑥	2014年1月	信託	中誠信託	中国工商銀行	山西振富能源	第三者の商品買取により、元本は返済
⑦	2014年2月	信託	吉林省信託	中国建設銀行	山西聯盛能源	—

（資料）各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（1）今年に入っての返済困難な事例①

1月下旬、中誠信託（大手信託会社）が2011年2月に発行した信託商品「誠至金開1号集合信託計画」の返済困難な状況が注目された。販売は中国工商銀行、約700人から30億元を集めており、投資先は山東省の民営採炭会社「山西振富能源集団」であった。「山西振富能源集団」は2012年に既に破綻しており、その筆頭株主は違法な預金受け入れで逮捕されている。

デフォルトを回避するため、地方政府が50%、販売銀行と組成信託会社が各25%損失を負担すると報じられていたところ、1月31日の返済期限直前に別の投資家が商品を買取った。これにより、元本は投資家に返済されたが、利息は支払われないこととなった。

（2）今年に入っての返済困難な事例②

2月中旬には、吉林省信託投資（吉林省長春市）が発行した信託商品「吉信・松花江77号山西福裕能源項目収益権集合資金信託計画」の返済困難な状況が注目された。販売は中国建設銀行で、発行残高は9億7,240万元、投資先は山西省の民営採炭会社「山西聯盛能源」であった。

「山西聯盛能源」は、昨年の債務残高が300億元で、既に債務再編を申請している。顛末は不明ながら、同社と山西省政府は戦略的再建案に署名しているため、地方政府の関与によりデフォルトが回避されたとみられる。

(3) 石炭業界の現状

このように上記 2 事例ともに、投資先は石炭会社である。中国の石炭会社は現在、厳しい経営環境にある。2013 年の中国の石炭消費量は、景気減速と大気汚染の深刻化などをうけ、前年比+2.6%と低迷。石炭価格は、2013 年に 16%下落し、4 年ぶりの安値圏となっている。石炭会社は、①「石炭業界での過剰生産能力の存在」、②「昨今の大気汚染への問題意識の高まりに伴う石炭から他エネルギー源へのシフト」などを考えると、今後も厳しい経営環境が継続しよう。

石炭会社向けの信託商品の償還は、2013 年の 5 件から 2014 年は 19 件に増加する (Bloomberg 調査)。中国では、「内蒙古自治区」と「山西省」と「陝西省」が 3 大産炭地と呼ばれており、それら地方政府が苦境に陥った石炭会社の債務を肩代わる余力も注目される。2013 年 6 月末の債務残高をみると、「内蒙古自治区」が 4,542 億元 (名目 GDP 比 27%)、「山西省」が 4,179 億元 (同 32%)、「陝西省」が 6,094 億元 (同 38%) となっている。

6. 今後の理財・信託商品のデフォルト圧力

今後の理財・信託商品のデフォルト圧力を把握するため、「信託商品の償還スケジュール」を確認し、「償還能力が疑わしい」理財・信託商品残高」を試算する。

(1) 信託商品の償還スケジュール

調査会社「用益信託」のデータ (4 月 18 日時点で取得) を用いて、(集合) 信託商品の今後の償還予定額を四半期毎にみると、今年 1-3 月の 886 億元から 4-6 月は 1,072 億元に増加 (第 5 表)。この 4-6 月はこれまでに比べ償還・借り換え圧力が大きく強まりそうだ。投資先別に 4-6 月の償還をみると、「インフラ関連」の償還が 1-3 月よりも大幅に増加。「不動産」は 1-3 月と同額程度の償還が見込まれており、「商工業」の償還は 1-3 月より減少する。

さらに、最近の (集合) 信託商品の投資先別発行実績をみると、この 1-3 月は「インフラ関連」や「商工業」の発行が (前年との比較で) 抑制されたようだ (第 6 表)。

なお、本データは信託商品の一部をカバーしているにすぎないため、償還予定額と発行実績額を比較することはできない。但し、償還予定額内での投資先や期間のウェイト、発行実績額内での投資先や期間のウェイトは他の調査結果とも類似していることから、信託商品全体の動向として捉えても問題なさそうだ。

第5表：一部信託商品の当面の償還予定(2014年)

		件数	金額 (億円)	平均期間 (年)	年平均収 益率(%)
全体	1-3月	555	886	1.59	8.90
	4-6月	629	1,072	1.45	8.83
	7-9月	494	881	1.45	8.59
	10-12月	564	954	1.52	8.74
金融	1-3月	134	138	1.45	8.00
	4-6月	171	172	1.17	7.85
	7-9月	144	119	1.17	7.95
	10-12月	177	153	1.77	8.03
不動産	1-3月	95	257	1.85	10.20
	4-6月	103	262	1.84	10.23
	7-9月	92	193	1.95	9.69
	10-12月	104	316	1.57	9.35
インフラ	1-3月	105	172	1.85	8.97
	4-6月	130	354	1.85	9.48
	7-9月	69	213	1.63	9.11
	10-12月	63	152	1.62	9.35
商工業	1-3月	152	242	1.43	8.64
	4-6月	173	202	1.23	8.38
	7-9月	158	309	1.37	8.35
	10-12月	151	189	1.32	8.82
その他	1-3月	69	77	1.45	8.91
	4-6月	51	82	1.30	7.93
	7-9月	31	47	1.37	8.73
	10-12月	68	142	1.22	8.18

(資料)用益信託(use-trust.com)資料より三菱東京UFJ銀行
経済調査室作成

第6表：一部信託商品の最近の発行実績(2013-14年)

		件数	金額 (億円)	平均期間 (年)	年平均収 益率(%)		
全体	2013年	1-3月	1,243	2,284	1.69	8.98	
		4-6月	1,448	2,765	1.58	8.61	
		7-9月	1,421	2,751	1.62	8.77	
		10-12月	1,784	3,493	1.56	8.84	
金融	2014年	1-3月	1,706	2,601	1.60	8.84	
		2013年	1-3月	355	437	1.25	7.53
			4-6月	515	561	1.07	7.29
			7-9月	503	592	1.37	7.81
10-12月	586		520	1.20	8.01		
不動産	2014年	1-3月	570	485	1.47	7.96	
		2013年	1-3月	240	704	1.97	9.78
			4-6月	267	920	1.90	9.34
			7-9月	296	1,082	1.89	9.50
10-12月	302		1,250	1.84	9.60		
インフラ	2014年	1-3月	301	821	1.87	9.67	
		2013年	1-3月	255	537	1.92	9.40
			4-6月	223	600	1.93	9.19
			7-9月	164	454	1.92	9.12
10-12月	242		623	1.88	9.31		
商工業	2014年	1-3月	262	463	1.87	9.29	
		2013年	1-3月	217	339	1.55	9.00
			4-6月	268	461	1.53	8.65
			7-9月	307	431	1.42	8.67
10-12月	291		375	1.39	8.69		
その他	2014年	1-3月	249	338	1.34	8.55	
		2013年	1-3月	176	267	1.58	8.42
			4-6月	175	223	1.47	7.84
			7-9月	151	192	1.53	8.26
10-12月	363		725	1.57	8.09		
その他	2014年	1-3月	322	491	1.46	8.32	

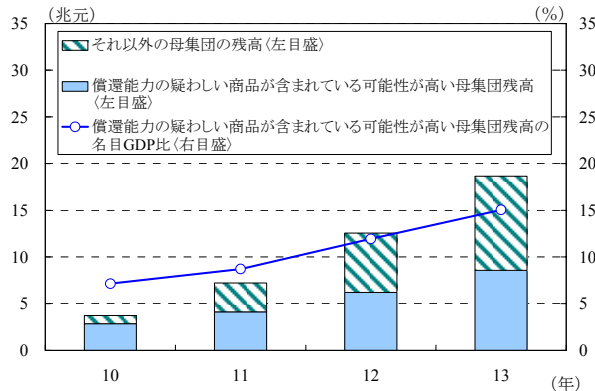
(資料)用益信託(use-trust.com)資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 理財・信託商品の償還能力

理財・信託商品ともに、投資先の情報開示が不十分であるため、“償還能力の疑わしい”商品残高を特定することは難しい。商品スキームの分類などを基に一定の仮定を置いて、“償還能力の疑わしい商品が含まれている可能性の高い母集団”を試算すると、相応の規模に達するとの結果も得られる(第15図)^(注)。

(注) 試算は以下の通り。理財商品と信託商品の合計額については、単純合算ではなく、重複している可能性が高い「銀信合作」の残高を、理財商品部分から控除。理財商品残高は、公表されている銀行販売理財商品残高で代替。但し、銀行販売理財商品は2013年9月末の残高を使用。信託商品については、「銀信合作」と「信政合作」に加えて、「集合信託」全体についても“償還能力の疑わしい商品が含まれている可能性の高い母集団”として算出。一部重複している可能性もある。また、理財商品については、2013年3月に「理財商品で集めた資金の35%を超えて非標準化債権資産へ投資してはならない」との規制を踏まえ、理財商品残高(「銀信合作」控除後)の35%が“償還能力の疑わしい商品が含まれている可能性の高い母集団”として算出。規制は2013年に発表されたものだが、2012年以前についても、同様の比率を使用し試算。

第15図：理財・信託商品において“償還能力の疑わしい商品が含まれている可能性が高い母集団残高”の試算



(資料) 中国信託業協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

7. 理財・信託商品でデフォルト（圧力）が大規模となった際の影響

前述の通り、理財・信託商品で“償還能力の疑わしい商品が含まれている可能性の高い母集団”残高は相応の規模の可能性があり、今後デフォルトが（中国経済にとって）大規模に発生する展開も否定はできない。仮に、景気の急速な悪化などでデフォルト（圧力）が大規模となった際の金融市場・景気への影響について、まず、米国サブプライム商品との比較を行い、その上で想定されるシナリオを整理する。

(1) 米国サブプライム商品との比較

理財・信託商品と米国サブプライム商品との類似点は、①「(資金調達と運用の)期間のミスマッチが大きく、満期資金を借り換えで充当することが多いため、流動性リスクが顕在化し易い」、②「投資家にとって裏付資産の評価が困難」、③「投資先に不動産関連のウェイトが高い」、などが指摘できよう（第7表）。

相違点については、①「投資家層」、②「理財商品には格付けが存在しない」、③「理財商品にはセカンダリー市場が存在しない」、などが指摘できる。①に関し、サブプライム関連商品の投資家が主に金融機関（海外を含む）であったのに対して、理財・信託商品の投資家は主に個人（中国国内）である。また、商品自体の比較ではないが、預金保険制度や破綻処理制度の有無、政府の救済能力（政治体制）なども大きな相違点であろう。

第7表:「中国の理財・信託商品」と「米国のサブプライム商品」の比較

		中国の理財・信託商品	米国のサブプライム商品(金融危機前)
商品の比較	投資家	個人投資家	機関投資家(主に欧米金融機関)
	販売者	中国の商業銀行	米国の金融機関
	保証	有り無し両タイプ	無し(優先劣後構造)
	残高	理財・信託商品残高の単純合計は21兆元(名目GDP比37%)程度	サブプライム住宅ローンは1.3兆ドル(名目GDP比9%)、住宅ローン全体では8.8兆ドル(同63%)(ともに2006年末)
	投資先(裏付資産)	中国の企業向け貸出、地方政府向け貸出	米国の住宅ローン
	商品設計・問題点	<ul style="list-style-type: none"> 銀行が規制回避を目的に組成するケースがあり、問題のある投資先割合が高い 短期調達と長期運用のミスマッチが大きい 投資先などの情報開示が不十分 商品設計が複雑 	<ul style="list-style-type: none"> 証券化によるリスク移転を前提としており、組成段階でモラルハザードが発生 証券化を多用した複雑なスキームでリスク分析が困難、高レバレッジの商品も存在 裏付けとなる住宅ローンは、住宅価格上昇を前提としていたことなどから、引受基準が甘い
金融システムの比較	監督体制	銀行以外でも当局の監督下にある。但し、業態毎に縦割りで横断的な監督は不十分。	ノンバンクなどの監督体制に不備
	破綻処理制度	無し	有り
	預金保険制度	無し	有り
	中央銀行の流動性供給能力	2013年に短期流動性ファシリティを新設、公開市場操作は主要政策手段として日常的に実施	FRBは緊急時の特例条項を活用、事業会社も含め大規模に流動性を供給
	中央銀行のリスクテイク能力	中央銀行は独立機関ではなく、政府の一部門	損失発生により中央銀行が資本不足に陥った際の対応は不透明
その他	政府の救済能力	共産党一党体制であり、政策の柔軟性と機動性は高い	民主主義であり、救済基金(TARP)を設立するために議会の可決が必要となった。議会は一度否決するなど、機動的な対応には限界がある。

(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 想定される今後のシナリオ

今後、景気の急速な悪化などで理財・信託商品のデフォルト(圧力)が大規模となった際に想定されるシナリオを、“損失負担の主体”によって分類する(第8表)。損失負担の主体は、①「投資家」、②「組成・販売金融機関」、③「中央・地方政府」、の3者が想定し得る。金融機関の損失負担については、組成信託会社ではなく、販売銀行が担うことになるであろう。信託商品は元本非保証のため、信託会社に損失を肩代わりする十分な余力(資本)は存在しないためである。信託会社の純資産は2,555億円。内訳は、賠償準備金(引当金)が90.6億円、払込資本が1,117億円、留保利益が849億円。純資産は、信託資産の2.3%程度である。

第8表:デフォルト(圧力)が大規模となった際に想定されるシナリオ

損失負担	想定されるリスク	概要	景気への悪影響度合い
シナリオA 組成・販売金融機関 (デフォルトを抑制)	中国国内で金融危機的状況が発生	<ul style="list-style-type: none"> ①金融機関は大規模な損失負担で、デレバレッジを強める ②不十分な情報開示と複雑な商品性が、金融機関のカウンターパーティリスク上昇に拍車、金融市場は凍結状態に ③預金保険が存在しないなか、預金者による銀行への取り付け(騒ぎ)が頻発 ④景気は大幅に失速し、マイナス成長に ⑤資本規制の存在から、海外への金融危機の波及は抑制される可能性がある 	●●●
シナリオB (個人)投資家	信用が急速に縮小、抗議デモが相次ぎ社会不安が高まる	<ul style="list-style-type: none"> ①個人投資家は理財・信託商品の解約へ殺到、理財・信託商品は期間のミスマッチが大きいため、大規模な流動性リスクに直面 ②流動性リスクに金融機関が融資で対応するも、経済全体でみた信用は急速に縮小、景気を下押し ③元本保証と受け止めていた個人投資家は抗議デモを実施、社会不安が一段と高まる ④個人投資家は手元資金の範囲内での投資が多いため、保有資産の売却圧力は限定的、但し高額消費などは抑制される 	●●
シナリオC 中央・地方政府 (デフォルトを抑制)	緊縮財政が景気を下押し、モラルハザードが助長され問題は先送り且つ拡大	<ul style="list-style-type: none"> ①損失負担で中央・地方政府の財政状況が悪化、緊縮財政運営が景気の下押しに ②政府保有の米国債や海外資産が大規模に売却される展開も想定される ③モラルハザードが助長され、理財・信託商品は拡大基調を維持 	●

(資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

デフォルト圧力が大幅となった際に、組成・販売金融機関が損失を負担する『シナリオ A』では、中国国内で金融危機的状況が発生するリスクがある。「不十分な情報開示」と「複雑な商品性」が、金融機関のカウンターパーティリスク上昇に拍車をかけ、「預金保険などの未整備」も状況を深刻化させよう。一方で、資本規制の存在から、金融危機的状況の海外への波及は抑制される可能性がある。

足元の商業銀行の状況を確認しておくとして、中国人民銀行によれば、昨年末の銀行貸出残高は 71.9 兆円で、うち企業向け貸出は 55.2 兆元。銀行業監督管理委員会によれば、商業銀行の昨年末の不良債権比率（対象は企業向け貸出）は 1.0% で不良債権額は 5,921 億元であった（第 9 表、第 16 図）。

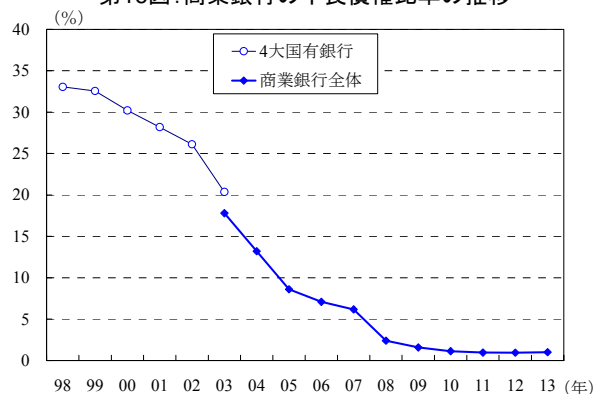
仮に、先に試算した理財・信託商品において“償還能力の疑わしい商品が含まれている可能性の高い母集団”残高を、全て商業銀行の（企業向け貸出）不良債権として計上するとすれば、不良債権比率は現在の 1.0% から 10% 超へ急上昇することとなる。

第9表: 商業銀行の不良債権額・比率

	2011年	2012年	2013年	2013年	2013年
			6月	9月	12月
金額 (億元)					
商業銀行全体	4,279	4,929	5,395	5,636	5,921
大型商銀	2,996	3,095	3,254	3,365	3,500
株式制商銀	563	797	956	1,026	1,091
都市商銀	339	419	496	526	548
農村商銀	341	564	625	656	726
外資	40	54	63	62	56
比率 (%)					
商業銀行全体	0.96	0.95	0.96	0.97	1.00
大型商銀	1.10	0.99	0.97	0.98	1.00
株式制商銀	0.60	0.72	0.80	0.83	0.86
都市商銀	0.80	0.81	0.86	0.87	0.88
農村商銀	1.60	1.76	1.63	1.62	1.67
外資	0.41	0.52	0.60	0.57	0.51

(注) 四半期末の色付けは、前四半期末から増加・上昇した箇所。
 (資料) 中国銀行業監督管理委員会統計より三菱東京UFJ銀行
 経済調査室作成

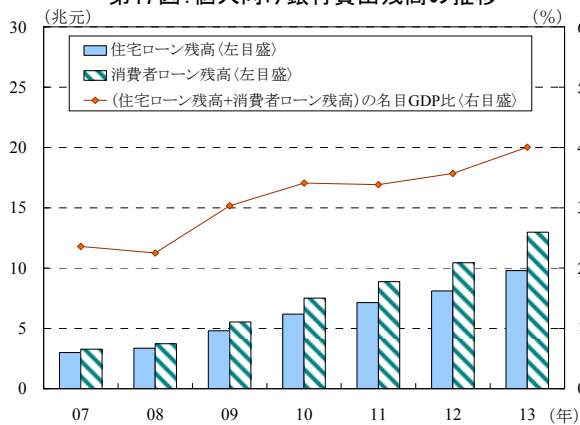
第16図: 商業銀行の不良債権比率の推移



(注) 2002年より貸出債権の分類方法を変更(独自の4分類から、国際標準の5分類に)。
 (資料) 中国銀行業監督管理委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

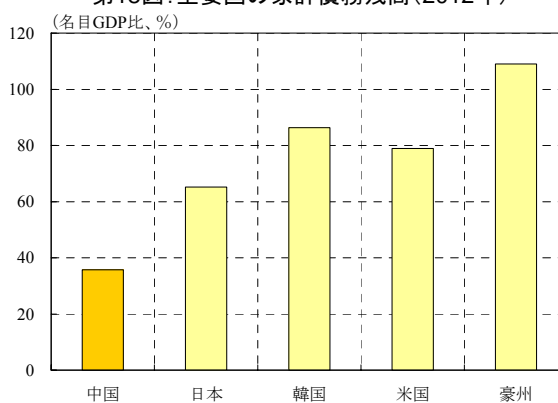
大規模なデフォルトが容認され、個人投資家が損失負担する『シナリオ B』では、信用の縮小が景気を下押しすることに加え、社会不安が一段と高まるリスクがある。一方、個人は借り入れではなく、手元資金の範囲内で投資してきたケースが多いとみられるため、大規模に理財・信託商品がデフォルトした場合、高額消費の抑制は不可避ながら、他資産の投売り（デレバレッジ）などは限られる可能性が高い。中国の個人向け銀行貸出残高（中国では家計債務残高も同程度と想定）は、2013 年末で名目 GDP 比 40% 程度。名目 GDP 比は年々高まってきているが、他国との比較では依然低水準である（第 17、18 図）。

第17図:個人向け銀行貸出残高の推移



(資料) 中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図:主要国の家計債務残高(2012年)



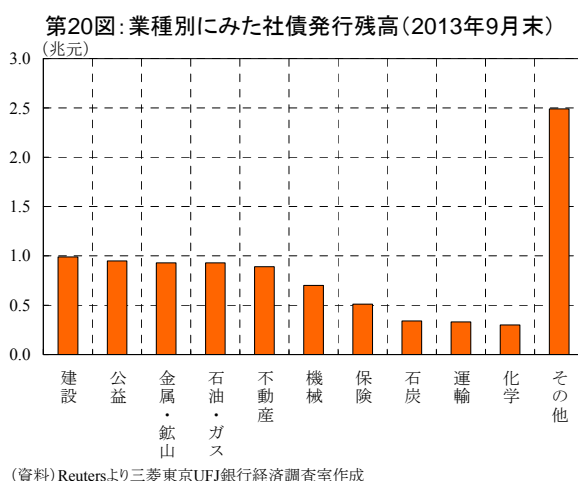
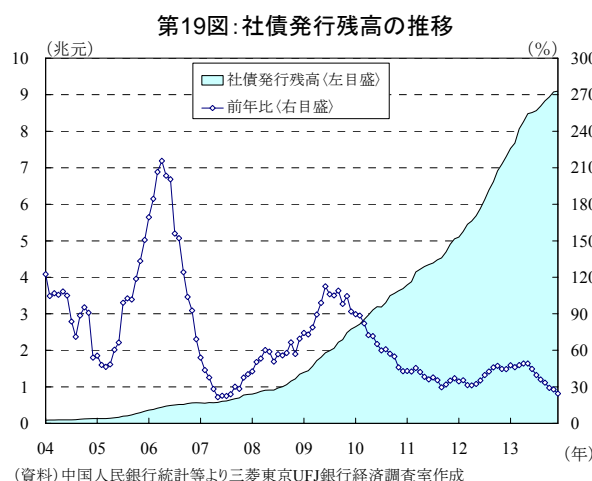
(注)『中国』は、銀行からの債務のみ。

(資料) IMF、国際決済銀行統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中央・地方政府が損失負担する『シナリオC』は、損失負担で中央・地方政府の財政状況が悪化、緊縮財政運営が景気の下押しとなるが、短期的な景気への悪影響度合いは相対的には最も軽いと考えられる。モラルハザードが助長され問題の先送りだが、デフォルト圧力が大幅となった際には当該シナリオの蓋然性が高そうだ。なお、『シナリオC』では、政府が保有する米国債や海外資産を大規模に売却する展開も想定され、その場合には国際金融市場の混乱に繋がり得るため、注意が必要だ。

(補足) 社債市場の動向について

3月にデフォルトした社債は、「上海超日太陽能科技股分有限公司」(格付:CCC)が2012年3月7日に発行したものである。発行額は10億元、発行期間は5年、利率は8.98%であった。社債全体の発行残高は、昨年末で9兆元程度に達している(第19図)。業種別にみると、「建設」、「公益」、「金属・鉱山」、「石油・ガス」などで発行が多い(第20図)。



以 上

(H26.4.30 栗原 浩史 hiroschi_2_kurihara@mufg.jp)

発行: 株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。