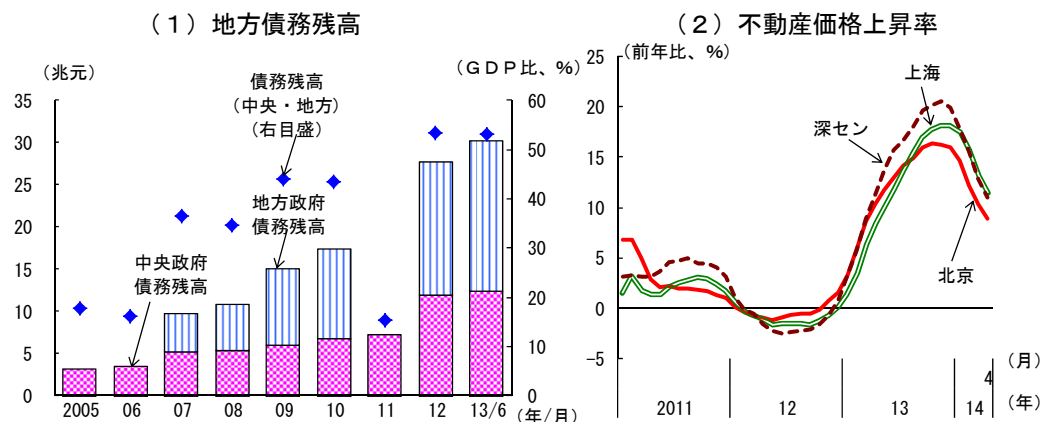


金金利は、金利規制の下で現在は基準金利（1年物）が3.0%と低水準となっており、平均利回り5%と相対的に高い理財商品が成長した。

また、シャドーバンキングの問題に密接にかかわる問題として、13年に上昇傾向となった不動産価格の動向も注目されている。理財商品や信託貸出の資金供給先として、不動産会社や、地方政府の資金調達機関である「融資平台」も含まれているからである。これに対応する形で、地方政府の債務も増加傾向にある¹⁷（第1-1-3-14図）。

第1-1-3-14図 地方債務と不動産価格上昇率：

地方債務は増加傾向、不動産価格は上昇幅が緩やかに



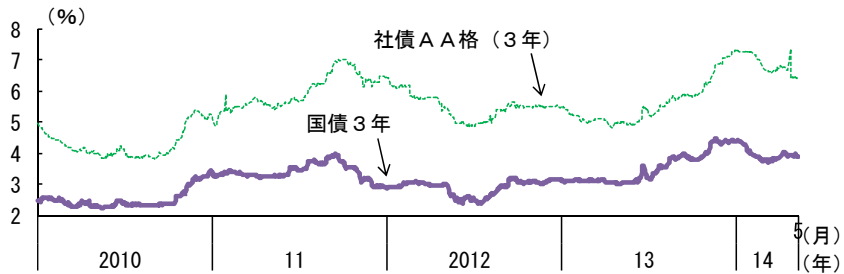
(備考) 1. 中央・地方政府債務残高は、05年から11年までは財政部より、12年及び13年6月末は審計署より作成。不動産価格は国家統計局より作成。
2. 05年、06年、11年の地方政府債務残高は公表されていないため、残高(GDP比)は中央のみ。

14年初より、いわゆる「シャドーバンキング部門」の一端である理財商品等において、デフォルトやデフォルト懸念の複数の事態が発生した。こうした動きを受け、上海銀行間取引金利（7日物）は1月下旬～2月中旬には5%台に上昇するなど、一時的に高めに推移し、金融市場に不安定な動きがみられた（後掲第1-2-3-18図）。

また、シャドーバンキング部門からの資金への依存度合いが比較的高いとみられる中小の製造業、不動産業等を中心に、リスクプレミアムの上昇や融資の縮小等が大きければ、経済活動を下押しする可能性がある（第1-1-3-15図）。

¹⁷ 一方、中国当局は14年5月、「中央・地方政府の規範的かつ合理的な債務管理と債務リスクの予防」を目的として、上海市等10地域において、地方債券の直接発行・償還を試験的にを行うことを発表し、「融資平台」の資金調達機能をなく奪っていくことを表明した。

第1-1-3-15図 社債市場のリスクプレミアム：上昇傾向

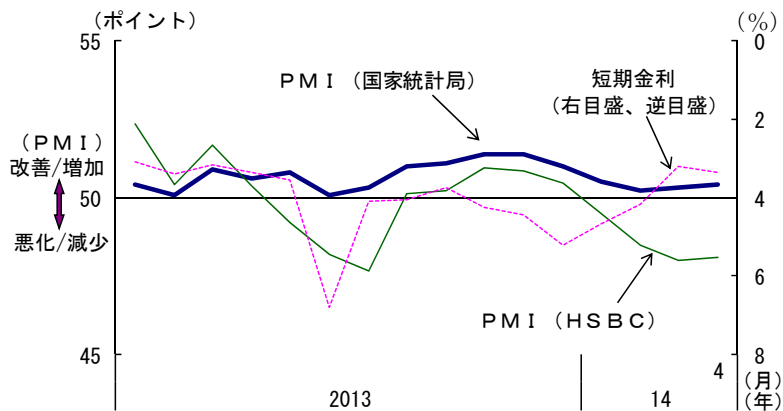


(備考) 全国銀行間同業短期融資センターより作成。

実際、14年初より固定資本投資や生産活動において、弱めの動きがみられているが、実体経済が悪化すれば、金融市場の不安定性も増すという関係も指摘できる。例えば、企業の業況感を示す製造業購買担当者指数（PMI）は、13年後半より低下がみられ、50前後で推移している（第1-1-3-16図）。このように金融の不安定性と成長率の低下が相乗的に拡大していけば、経済の下押しの影響がより明確になっていく可能性もある。

第1-1-3-16図 短期金利の上昇と製造業の活動：

13年後半には実体経済の弱さと短期金利に相関も



(備考) 1. 国家統計局、HSBC、ブルームバーグより作成。
2. 短期金利はSHIBOR（7日物）の期中平均。

こうした動きの背景には、政策対応が挙げられる。中国政府は14年3月に開催した全国人民代表大会（以下、「全人代」という。）で14年の経済成長目標を13年と同様に7.5%前後と13年並みのやや高めに設定するとともに、金融改革を進め金融リスクの監督強化を進める方針を示している¹⁸。特に、全人代に先立って、13年末に金融機関に対して国

¹⁸ 詳細は第2節を参照。

務院通達を出し理財商品の規制強化を進めてきている。

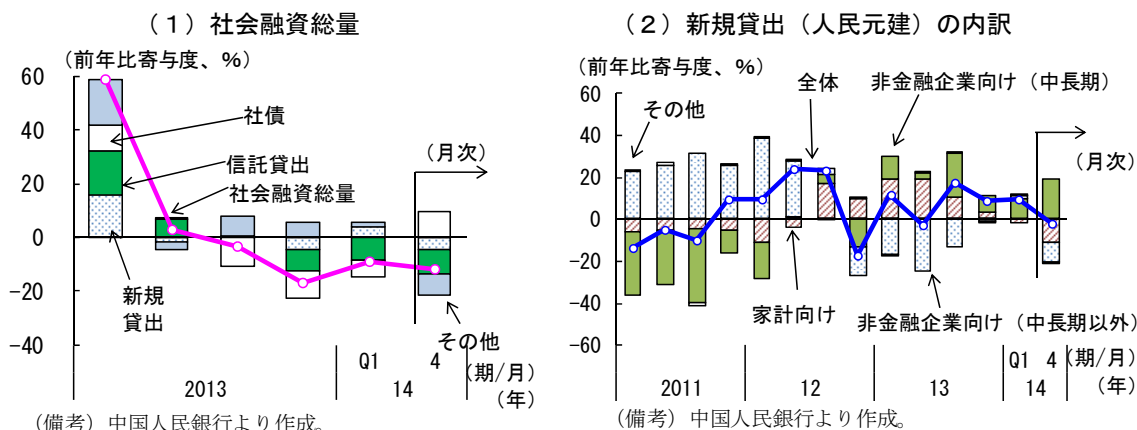
中国のシャドーバンキングは、銀行システムには直接関わっていないため、システムリスクにはならないとの見方もある一方で、これは銀行の貸出制限等を回避するものであるため、元本保証の必要がなくとも結局は銀行が保証する「剛性兌付¹⁹」という暗黙の保証が付与されている場合もあるとの指摘もある²⁰。また、理財商品の対象となる企業に対し、ほかの銀行が貸し付けているケースもある。

シャドーバンキングに対する規制の影響としては、次の二点がある。

まず、理財商品等のデフォルト等の発生について、こうした債務の再構築が秩序だで行われれば、ハイリスク・ハイリターンという認識を市場により促すとともにモラルハザードを抑制することとなり、金融リスク管理強化の観点からはむしろ評価できる。

次に、これまでのところ信用供給を総じてみれば、理財商品等を減らし銀行貸出を増やす動きもみられる（第1-1-3-17図）。特に13年7～9月期以降は非金融企業向けの中長期貸出の増加が続いている。中長期貸出が伸びているのは、シャドーバンキングや社債から貸出（中長期）に移行するなど資金調達方法の変更によるものとみられる。

第1-1-3-17図 融資の動向：社債・信託貸出減少の一方、非金融企業向け中長期が増加



理財商品から銀行融資へのシフトの評価については、信用が急速に縮小しない効果はあるがリスク管理の観点からは慎重にみる必要がある。そもそも、中国では国有銀行を中心に行われる金融制度であったことから、銀行以外に金融市場の導入（市場化）、国有

¹⁹ 中国人民銀行（2014）では、リスクが実現した際に、発行者や販売会社等が信用を維持するため、自己資金での立替、投資家への価値補償等を通じて、理財商品の元本と収益の支払を保証することを指しており、剛性兌付によって金融システムのリスクの増大、モラルハザードの発生等を指摘している。

²⁰ Claessens S. and Ratnovski, L. (2014)

行以外に民間行の参入（民営化）、規制金利から市場金利への移行（自由化）等の動きを進めてきた。これは、多くの途上国と同様に、市場が機能するための金融インフラの整備の発展に合わせて市場化等を進めてきたともいえる。

しかし、そのテンポを超えた動きとして、理財商品等が、「規制裁定」として、いわば自然発生的に成長した。これを単純に融資に戻すことは、金融改革の流れと方向が逆になるだけでなく、インフラ整備の推進が遅れたままになるおそれもある。

長期的な視点に立った金融市場の健全な発展につなげるためには、秩序ある形でのデフォルト発生を容認することによるモラルハザードの是正²¹、適切なリスク評価、資金偏在の是正等のほか、適切な管理の下での理財商品等の発達等を通じて、健全な形で市場を育成していく必要もあろう。

（５）ウクライナ情勢

ウクライナにおいては、国内の親EU派と親ロシア派の政治的な対立から、14年2月に親ロシア派のヤヌコビッチ政権が崩壊した。直後に親EU派からなる暫定政権が誕生したが、3月初めにはロシアによる軍事的な介入が行われるのではないかと懸念が広がり、加えてEUやアメリカ等が対ロシア制裁にむけた動きをみせるなど、国際的な問題へと発展した（第1-1-3-18表）。

こうした動きを受け、ロシアにおいては、株価や通貨が一時大きく下落した（第1-1-3-19図）。また、ロシアとの経済的なつながりが大きいヨーロッパにおいても、ドイツのDAX等、主要な株価が一時下がった（第1-1-3-20図）。このように、ウクライナをめぐる国際的な緊張が高まった当初には、ロシアやヨーロッパの一部の金融市場に地政学的リスクの高まりの影響が一時的にみられた。

3月半ば以降も、ウクライナにおいてはクリミアのロシア編入の動きやウクライナ東部州の自立（独立、自治拡大、ロシアへの編入等）を目指す動き等がみられ、情勢の緊迫化が続いている。一方、国際社会においても、アメリカやEU等がロシアやウクライナの一部関係者・企業に対して渡航制限や資産凍結等を行うなど、緊張が断続的に続いている。しかしながら、金融市場への影響については、ウクライナにおける武力衝突が限定的であることや欧米とロシアの対立が深刻化すると懸念がやや落ち着いたことから、これまでのところ限定的である（第1-1-3-20図）。

²¹ 14年3月の全人代後には、李克強首相が「デフォルトは避けられない」と発言し、投資は自己責任によることを示し、暗黙の保証は金融市場の健全な発展に対して悪影響を及ぼすことを示唆した。また、4月上旬には中国銀行業監督管理委員会から信託会社に対して、「売者尽責、買者自負」という投資者の自己責任原則が掲げられるなどのシャドーバンキングを規制する行政指導が公表された。

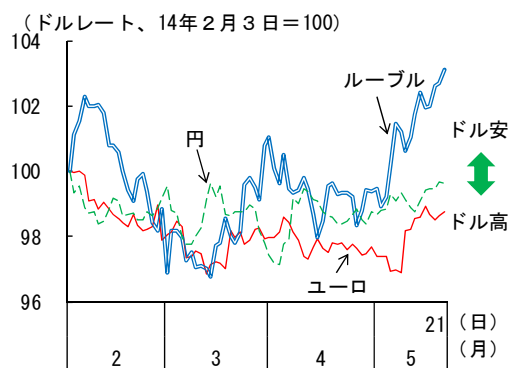
第1-1-3-18表 ウクライナ情勢

国際政治動向	金融情勢動向
2月22日(日) ヤヌコヴィッチ政権が崩壊	26日(水) ウクライナ中銀総裁がIMFに金融支援を要請 28日(日) ウクライナ中銀が銀行預金の外貨引出を制限【上限1日15,000グリブナ(約1,500ドル)】
3月1日(土) ロシア連邦院がウクライナでの軍事力使用を決議 3日(月) アメリカ国防総省がロシアと軍事面の関係停止を発表 EUがロシアとのビザ協議停止を発表 5日(水) EUが資産凍結の措置を発表 6日(木) アメリカが関係者の入国制限・資産凍結等を発表 16日(日) ロシア編入に関するクリミア自治共和国の住民投票(賛成96.8%) 17日(月) アメリカが渡航制限・資産凍結の対象を発表 EUが追加の渡航制限・資産凍結を発表 ロシアがクリミアを主権国家として承認する大統領令に署名 18日(火) 日本がロシアとの国際協議の停止・凍結を発表 20日(木) アメリカが渡航制限・資産凍結の対象拡大 ロシアが一部アメリカ高官等の渡航制限を発表 21日(金) EUが渡航制限・資産凍結の対象を拡大	3日(月) ロシア中銀が緊急会合で利上げ等を実施【1週間物入札レポレート5.5%→7.0%】 4日(火) アメリカがウクライナへの融資保証等を発表【10億ドル規模】 5日(水) EUがウクライナへの支援プログラムを発表【110億ユーロ規模】 11日(火) EUがウクライナからの輸入品にかかる一部関税の暫時的撤廃を発表 24日(月) G7がウクライナの経済安定のために金融、技術支援、貿易促進、エネルギー安全保障等の分野での支援の提供を約束(ハーグ宣言) 日本が最大1500億円(約15億ドル)のウクライナに対する経済支援を表明 27日(木) IMFがウクライナへのスタンプバイ融資【140~180億ドル規模】の事務レベルでの合意を発表
4月7日(月) ドネツク州で親ロシア派が行政庁舎を占拠、「ドネツク人民共和国」樹立を宣言 11日(金) アメリカが渡航制限・資産凍結の対象拡大 14日(月) EUが渡航制限・資産凍結の対象拡大 15日(水) ウクライナ軍が行政庁舎等を占拠した武装集団の強制排除を実施 17日(木) 露、米、ウクライナ、EUが協議、共同声明採択(ジュネーブ合意) 26日(土) G7がウクライナ東部の不安定化に対する懸念及びロシアの軍事行動への非難等を表明(ウクライナに関するG7首脳声明) アメリカが入国制限・資産凍結の対象拡大、ロシアの軍事力に資するハイテク製品の輸出の許可取消 EUが入国制限・資産凍結の対象拡大 29日(火) 日本がウクライナの主権と領土の一体性の侵害に関与したとされる23名の渡航制限を発表 5月11日(日) ドネツク州で自治の拡大に関する住民投票を実施 12日(月) EUが入国制限・資産凍結の対象拡大 13日(火) ロシアが米国向けのロケットエンジン輸出制限を発表 25日(日) ウクライナ大統領選挙で親欧米派ボロシエンコ氏が勝利	11日(金) G20財務大臣・中央銀行総裁会議声明にてウクライナ経済を注視しリスクに留意する旨等を表明 15日(水) ウクライナ中央銀行が緊急会合を開催、政策金利を引き上げ(通貨安対応のため) 21日(月) アメリカがウクライナへの包括的支援策を発表【5000万ドル規模】 25日(金) 日本がウクライナにおける民主化支援のための緊急無償資金協力を表明【80万ユーロ規模】 30日(水) IMFがウクライナ向け融資を承認【170億ドル規模】

(備考) 各種資料より作成。

第1-1-3-19図 為替：

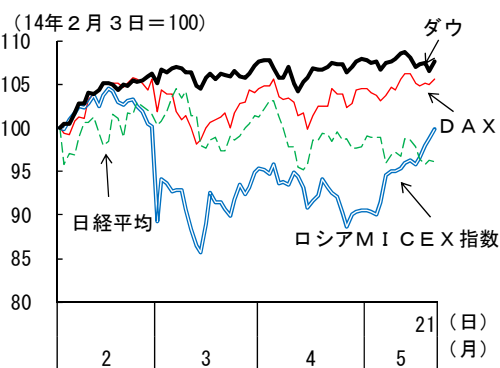
ルーブルが一時下落



(備考) ブルームバーグより作成。

第1-1-3-20図 株価：

ロシア、欧州株が一時下落



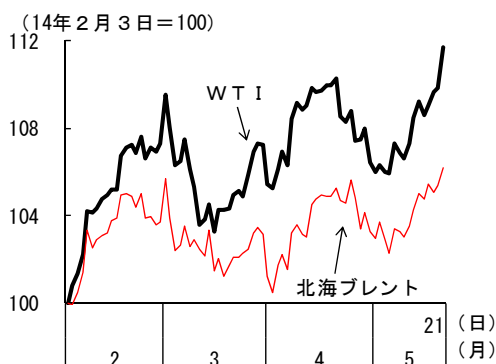
(備考) ブルームバーグより作成。

ただし、今後の情勢次第では、ロシアやウクライナとつながりの深い地域や一部の商品に影響が出る可能性がある。まず、ロシアは、原油や天然、穀物等の一次産品の供給元として世界市場で多くのシェアを占めており、また、ウクライナも小麦等の世界的な生産地である。そのため、14年2月以降、原油価格や小麦等の穀物価格が上昇した(第

1-1-3-21図、第1-1-3-22図)。また、ヨーロッパの国は、エネルギーをロシアに少なからず依存しており、例えば、ギリシャ、ドイツ及びイタリアは、国内で消費する天然ガスの約4～6割をロシアから輸入している。今後、地政学的な緊張がさらに高まった場合、商品価格の上昇等、国際金融市場に影響が生じる可能性やロシアからのエネルギー輸出に影響が生じ、ヨーロッパ経済に影響が生じ得ることが考えられる。また、そうした金融面、実体面の影響を通じて、世界経済が下ぶれするリスクがあることから、引き続きウクライナ情勢を巡る国際的な政治・経済情勢には留意が必要である。

第1-1-3-21図 石油価格：

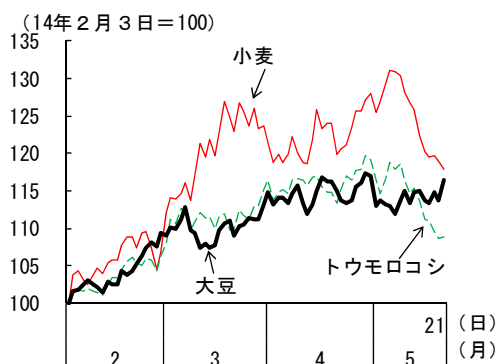
14年2月以降上昇



(備考) ブルームバーグより作成。

第1-1-3-22図 穀物価格：

14年2月以降上昇



(備考) ブルームバーグより作成。