

月刊『統計』2017年2月号掲載

“新常态”への適応を目指す中国の金融制度改革

キヤノングローバル戦略研究所 岡寄 久実子

(要旨)

- 中国では、2001年のWTO加盟を機に、市場化と対外開放を強く意識した金融制度改革が進展した。不良債権処理と株式制への移行を軸とする改革を通じて財務内容を改善させた銀行業金融機関は、2008年末に政府が打ち出した「4兆元の景気刺激策」に呼応して貸出を伸ばし、同国経済の回復に貢献した。
- しかしながら、近年、短期間に大量に投入された融資の利払い・返済負担が、地方政府関連機関や国有企業に重くのしかかっている。2015年以来、中国政府は「三去、一降、一補（過剰生産能力・過剰在庫：過剰債務の削減、生産コストの引下げ、弱点分野の補強）」を重点政策課題に掲げ、金融部門に協力を求めている。国有企業の債務削減に関しては、1990年代末の失敗（甘い見通しに立った企業再建計画が破たんし、銀行の不良債権が増加）を繰り返さない工夫が求められている。
- 金融分野における「市場化の推進」に関しては、資本取引規制、金利規制、金融業務規制が統合的に緩和されることが望ましい。その過程で金融秩序の安定を維持するためには、監督部門と中央銀行の連携体制の強化やモニタリング能力の向上など、リスク管理システムの整備も重要である。

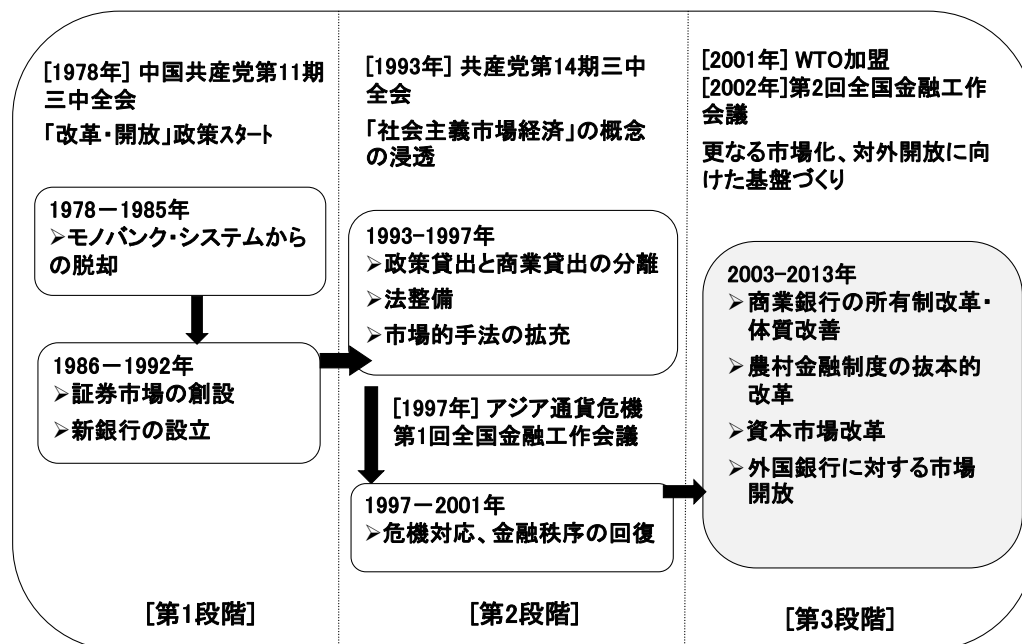
“新常态”がもたらす変化

中国では2012年以降、経済成長速度の鈍化が鮮明となった。同年秋から翌年3月にかけて成立した新政権は、その減速は景気循環による一時的な調整といったものではなく、大きな構造的な変化を伴うものと判断した。そして、その状態を「中国経済の発展は“新常态（英文では new normal）”に移行しつつある」と表現し、経済政策の重点目標を「“新常态”に適応する」こと、すなわち様々な分野において構造改革を推進し、安定成長を実現することに置いた。こうした状況の下、経済活動に必要な資金を供給する金融システムも、高度成長期とは異なる役割を果たすことが求められるようになっている。

これまでの中国における金融制度改革の流れを振り返ると、同国共産党中央委員会（以下、党中央）及び中央政府の漸進主義的な経済体制改革方針に従い、金融制度改革もモノ

バンキング制度からの脱却を皮切りに、段階的に進められてきた（図1）。金融システムへの市場メカニズム導入が本格化したのは90年代半ば以降であるが、折悪しくその時期に過去の経済過熱の影響や国有企業の業況悪化といった事象が顕現化し、銀行業金融機関は不良債権の増加と自己資本不足の問題に直面することとなったⁱ。さらに、問題の解決が十分でないうちに、2001年12月には中国のWTO加盟が実現し、加盟約束に基づき5年以内に同国の銀行市場を完全に開放するという新たな課題が加わった。

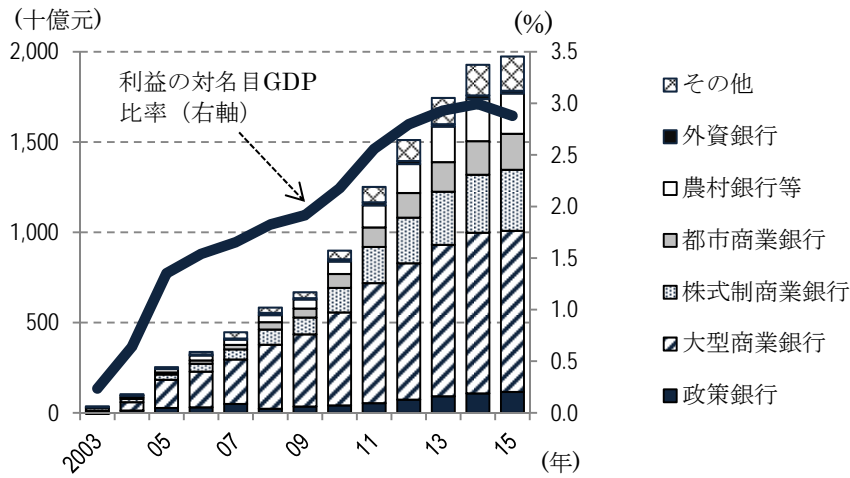
図1 中国の金融制度改革の流れ



資料: Okazaki (2007) をリバイス

金融システムが置かれた状況に強い危機感を抱いた党中央と中央政府は、2002年2月に第2回全国金融工作会议を開催し、公的資金投入を含む政府支援の下で、商業銀行と農村信用社（農村部の組合金融機関）を立て直すことを決定した。5大国有商業銀行（現在は大型商業銀行と分類されている）の改革については、地方政府や国有企業からの干渉を排除するために、所有と経営の権限及び責任を明確にし、条件の整った先から株式制に移行することを目標に据えた。当該改革の過程では市場の圧力を活用することが有効との考えから、主要銀行は海外市場での株式上場を目指すこととなった。また、政府は農村信用社に対しても公的資金を投入するとともに、合併吸収を軸とした組織再編を促した。改革の成果はすぐに表れはじめ、中国の銀行業金融機関は2004年以降、総じて高収益を上げられるようになった（図2）。2008年のリーマンショックの影響が中国経済に及んだ際、同国政府はいわゆる「4兆元の景気刺激策」を打ち出したが、その実行過程で銀行が十分な貸出を供与できたのは、直前5年間の抜本的な制度改革のおかげであった。

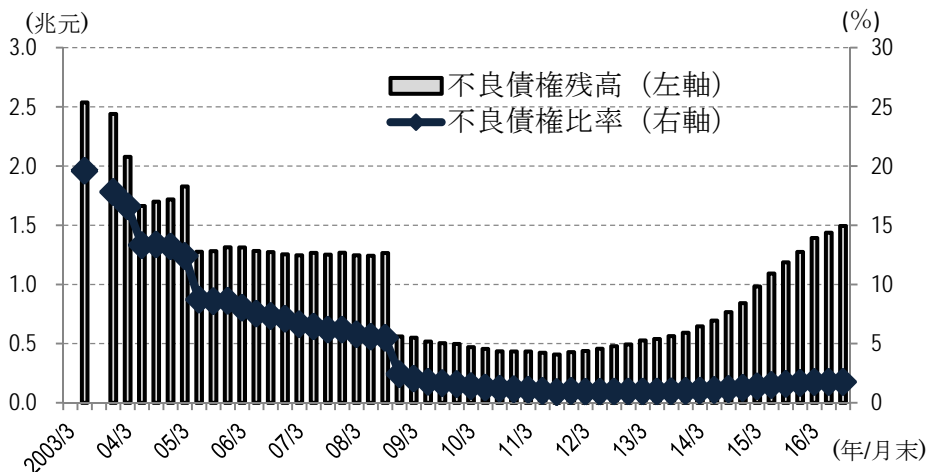
図2 中国銀行業金融機関の当期利益の推移



注：2006年以前は税引前利益、2007年以降は税引後利益の推移
資料：CEIC China Database

しかしながら、投資に過度に依存した経済成長を長続きさせることは不可能で、現在、中国は成長モデルの転換に真剣に取り組まなければならなくなっている。2008年末から短期間に大量に投入された融資の中には借り手の返済能力を超えてしまったものも少なくなく、2010年には地方政府関連機関や国有企業の債務状況が再び問題視されるようになった。借り手の不振を受け、それまで順調に低下してきた銀行の不良債権は、2011～12年をボトムに、増加基調に転じている（図3）。2015年以降、人民銀行による利下げと競争激化による利鞘縮小といった要因も加わり、大手行を中心に収益が伸び悩む先が増えている。

図3 中国商業銀行の不良債権動向(1992～2014年)



注：2003、2004年は、主要商業銀行のみの計数
資料：中国銀行業監督管理委員会

この間、債券市場の育成は徐々に成果が表れつつあるものの、当該市場においても、一部ではあるがデフォルトが発生し、当局は当該市場の拡充にやや慎重になっている。株式市場は、これまで何度か急騰と暴落を繰り返した結果、市場の信託を十分に得られない状況から抜け出せていない。銀行部門へのリスクの集中を緩和するためにも、健全な資本市場の育成が不可欠であり、中国政府もその重要性は認識しているが、思い切った政策をなかなか打ち出せずにいる。

当面の政策課題と中長期の目標

2015 年末、党中央と中央政府は当面の重点政策課題の 1 つに「三去、一降、一補（過剰生産能力・過剰在庫・過剰債務の削減、生産コストの引下げ、弱点分野の補強）」を掲げ、金融部門に協力を求めた。人民銀行と銀行・証券・保険監督当局は 2016 年 4 月、鉄鋼業及び炭鉱業の過剰生産能力削減について、金融機関向けのガイドラインを公表した。監督当局は金融機関に対し、

- ① 設備投資関連融資は、対象によって条件に差をつけて実行する
- ② 企業の過剰債務削減につながる直接金融市場を育成する
- ③ 再建可能な企業については債務リストラに協力する一方、企業の吸収合併向けの資金需要にも適切に応じる
- ④ リストラ人員や関連企業が新たな有望ビジネスを起こす動きに対し、創業融資の道を開く
- ⑤ 輸出や海外進出をサポートする

ことなどを求めている。

これらの要求が“新常态”に適応することに繋がるか否かは、金融機関に企業の状況を適切に見抜く力があるかということと、金融機関の判断が関係者の間できちんと尊重されるかということにかかっている。1990 年代の中国の国有企業改革においては、企業負担軽減措置のしわ寄せが銀行に集中し、結果として銀行の不良債権が膨張、銀行の融資余力を大きく阻害してしまった。当該不良債権は、その後の高度経済成長のおかげで、金融システム全体に大きな負の影響を及ぼさずに時間をかけて処理することができたが、安定成長に向かう現在、同様の幸運は期待できない。

この点に関しては、2016 年 12 月の共産党中央経済工作会议において、2017 年も「三去、一降、一補」の課題に注力することが確認されたが、同時に、金融リスク予防の重要性についても認識の共有が図られた。会議公報には、とくに資産バブルの防止、監督体制の改善、システミックリスクの防止に努めなければならない、ということが明記されている。

金融制度改革の中長期的な課題は、

- ① 中央銀行が金融市場調節を自在に行える体制を確立する
- ② 中央銀行を中心に、多種類の金融機関が併存する金融システムを徐々に構築する

- ③ 多様な信用供与手段や融資ルートを発展させる
- ④ 金融機関に経営自主権を与え、自らの判断で責任をもって融資を実行し、リスク管理を行うようにさせる

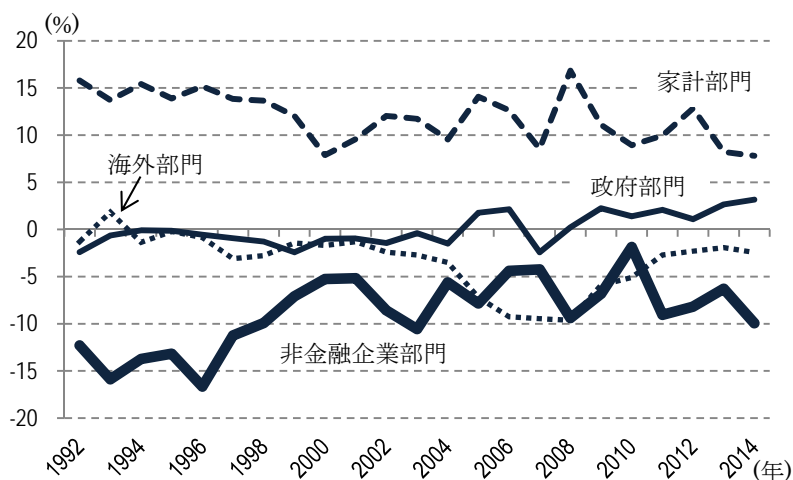
という 1984 年に掲げた目標から大きな変化はない。これらの目標は、表面的にはかなりの程度達成されており、近年の政府目標の表現は 1984 年当時と同じというわけではない。しかし、市場経済化のための本質的な改革はまだ不十分であり、更なる取り組みが必要とされている。

金融リスクの主な担い手

1978 年に改革開放政策をスタートさせる以前の中国では、政府は計画経済を標榜し、中央政府が社会資源を集中的に管理、配分する体制となっていたため、金融仲介機能は殆ど必要とされていなかった。改革開放政策の進展につれ、非金融企業部門が大きな資金不足部門となる一方で、家計部門の貯蓄形成が進み、両者の間を銀行中心の金融システムが仲介するようになった（唐 2005）。人民銀行編纂による中国の資金循環統計をみると、1992 年以降、非金融企業部門の資金不足を家計部門の貯蓄が補う形が続いている（図 4）。

なお、近年、政府に対する社会福祉、環境保護、インフラ建設等に関連する支出要求が強まっているにも関わらず、政府部門は資金余剰部門となっている。この点に関しては、本来財政資金で対応すべき案件を国有企業が担っている可能性や、地方政府のインフラ投資資金の調達等を担ってきた地方政府融資平台ⁱⁱの勘定管理（財政資金と事業性資金の区別等）が適切でない可能性を排除できないように思われる。

図 4 中国の制度部門別資金過不足の推移(1992~2014 年)



資料: CEIC China Database

次に、非金融企業部門及び家計部門の資金調達及び運用の特徴についてみると、非金融企業部門の資金調達は、近年債券発行が増えつつあるものの、金融機関からの借入が依然として中心で、7割近いシェアを占めている。非金融部門の運用は、10年ほど前までは預金が8割前後のウェイトを占めていたが、ここ数年その比率が急速に低下し、「その他」手段による運用が増えている。家計部門の運用も預金中心であるが、最近では保険と「その他」手段のシェアが拡大している（表1）。「その他」手段の中心は、いわゆる財テク商品（中国語では「理財商品」）であろうとみられており、シャドーバンキングの動きも無視し得ないものとなりつつある。

表1 非金融部門及び家計部門の資金調達・運用構成比(期中平均)

① 非金融企業部門 (％)							
	運用			調達			
	預金	「その他」	対外債権 (直接投資を含む)	金融機関 借入	債券発行	株式発行	対内直接 投資
1992~1996	85.3	-21.9	n.a.	75.3	1.2	1.4	n.a.
2012~2014	52.5	25.4	9.2	69.1	15.1	3.6	11.5

② 家計部門 (％)						
	運用					
	現金	預金	債券	株式	保険	「その他」
1992~1996	11.5	76.7	8.7	2.0	1.0	0.0
2012~2014	2.8	57.8	2.9	1.5	14.5	17.4

資料: CEIC China Database

人民銀行は、金融安定化委員会（FSB）の定義を参考に、シャドーバンキングを「正規の銀行システムの外で、流動性と信用転換機能を有し、システミックリスクや規制回避を引き起こす可能性のある機関または業務によって構成される信用仲介システム」と定義し、小額貸出会社、質屋、信用保証会社、私募エクイティファンド、農村資金互助社、各種民間融資機関などが、その主体に該当すると説明している。近年急増しているインターネットを活用した P2P やリース業なども、シャドーバンキングの一部である。中国のシャドーバンキングの規模については、各種民間融資機関の活動に係る部分の推計が難しいこともあって、中国内外の研究機関等の推計をみても、同国名目 GDP の 15~70%相当とかなりの開きがある。

間接金融優位の中国金融システムの中心は、商業銀行である。WTO 加盟を受けた銀行制度改革がスタートした 2002 年末に 23 兆元（同年 GDP の 190%）であった銀行業金融機関の総資産残高は、2015 年末には 199 兆元（同 291%）に達している。銀行業金融機関の主力は大型商業銀行 5 行（工商、建設、中国、農業、交通銀行）で、これら 5 行は世界ランキングでも上位を占めている（英 The Banker 誌集計による 2015 年末時点の総資産残高世界順位は、工商 1 位、建設 2 位、農業 3 位、中国 5 位、交通 23 位）。但し、5 行の総資産

残高の国内シェアは1997年には7割以上であったが、2015年末には4割を切っている(表2)。全国規模で業務展開を行っている株式制商業銀行ⁱⁱⁱ、地域限定型の都市商業銀行及び農村商業銀行の3業態は、業態内ではばらつきはあるものの、総じて積極的な業務拡張戦略を採り、貸出を中心にシェアを伸ばしている。

表2 銀行業金融機関の概要(2015年末)

業態名	法人数 (行/社)	従業員数 (千人)	総資産残高 (億元)	総資産残高 シェア(%)
政策性銀行	3	63	192,847	9.7
大型商業銀行	5	1,730	781,630	39.2
株式制商業銀行	12	402	369,880	18.6
都市商業銀行	133	370	226,802	11.4
農村商業銀行	859	464	152,342	7.6
農村合作銀行	71	26	7,625	0.4
農村信用社	1,373	369	86,541	4.3
外資銀行	40(現地法人数)	47	26,808	1.3
ノンバンク金融機関	385	77	64,883	3.3
新型農村金融機関・郵政貯蓄銀行・民営銀行・その他	1,380	255	84,096	4.2
合計	4,261	3,803	1,993,454	100.0

資料:銀行業監督管理委員会年報2015年

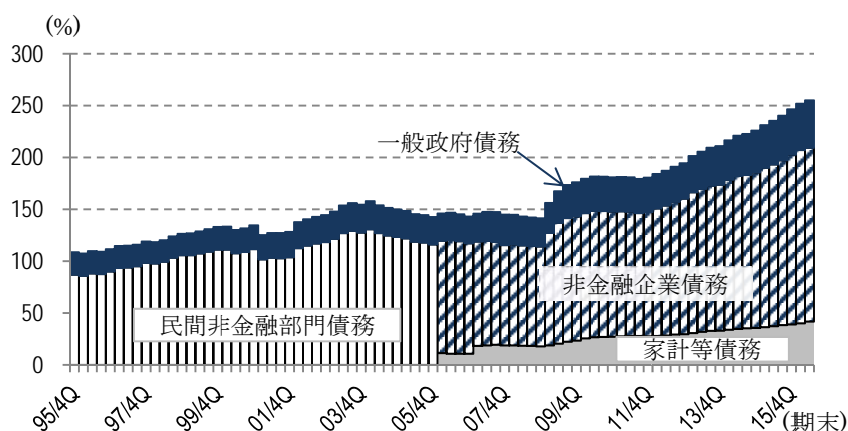
2016年9月、総資産残高で国内第5位の郵政貯蓄銀行が、香港に株式を上場した。同行は、国内の小口資金需要を満たすことを目的に、2007年に従来の郵政貯蓄局を改組して設立された銀行で、全国に4万件以上の営業拠点を有している。これまでのところ、融資ノウハウが十分でないという理由で、預金残高に対する貸出残高の比率は4割弱とあまり大きくない。株式上場によって自己資本を拡充したほか、複数の外銀や国内金融機関と戦略的協力合意に至った同行が、今後どのような業務展開を推進するのか、動向が注目されている。

なお、中国の大型商業銀行5行は株式を上場しているが、交通銀行を除く4行に対する政府出資比率は5割以上となっており(工商69.3、建設57.1、中国64.0、農業79.2、交通26.5%)、株主の多様化はあまり進んでいない。上述の郵政貯蓄銀行も、国有企業である中国郵政集団が発行株式の67.5%を保有している。出資者である政府機関(財政部と中央匯金投資公司)は、銀行の意思決定の場である董事会(取締役会)に株主董事を送り込んでいる。各行の株主董事の経歴を見る限り、専門知識を有する人材が選ばれている模様であるが、やや同質性が強いように見受けられる。

過剰債務問題と銀行のリスク

このところ、中国の経済主体が抱える債務の大きさが、同国内外の関心を集めている。国際決済銀行（BIS）の統計によれば、中国の非金融部門の債務残高は、2009年、2010年と急増し（前年比伸び率：+35.9%、+21.6%）、その後も、前年比15~20%の高い伸びを続けている。債務残高の対名目GDP比率は、2008年末の141%から、直近2016年第2四半期末の255%へと急拡大を示している（図5、2008年末制度部門別内訳：政府27、非金融企業96、家計18%→2016年6月末同：46、168、42%）。

図5 中国の制度部門別債務残高の対GDP比率の推移(1995/4Q~2016/2Q)



資料: 国際決済銀行ホームページ

名目GDPに対する債務比率そのものに理論的な深い意味がある訳ではなく、どの程度の債務規模が適当かは、各国の経済環境や成長段階によって同一ではないだろう。しかし、一般に、当該比率が大きく変動した場合や、トレンドの変化が明確である場合は、背後に大きなショックあるいは構造変化が生じている可能性が高く、政策対応を誤ると、金融危機をもたらす恐れがあると考えられている。

人民銀行、中央党校、政府系シンクタンク等の研究者の大半は、中国の債務が国内の貯蓄によって賄われていること（このため、国外の干渉を受けずに債務処理を進められる）と、銀行の資金源が預金中心であること（変動の大きいマネー市場や資本市場への依存度が小さい）などを理由に、中国の足元の債務状況が金融危機に繋がる可能性は低いとみている（余・金編 2016）。しかし同時に、このままでは借り手の負担が累積し、経済活動に支障をきたす可能性が高く、持続可能な経済成長の妨げとなるとの見方でも一致している。

地方政府債務については、会計検査院に相当する機関も乗り出して、その実態把握とそれに基づく対応措置の適用が進められている。一部地方では、地方政府融資平台の銀行借入を債券発行に切り替え、銀行がそれを購入するという動きがみられている。この場合、

一般的には貸出金利よりも債券金利のほうが低いため、銀行収益にとってはマイナスに作用する。また、一部ではあるが、財政法で禁止されている地方政府による債券発行を可能にする方法として、中央政府が地方政府に代わって当該地方政府のために債券を発行する実験も行われている。

国有企業の債務削減についても様々な手法が提案されているが、とくに関係者の期待が高いのがデット・エクイティ・スワップ (DES) である。DES は、1990 年代末の国有企業の債務負担削減策として活用されたが、その際には以下のようなモラルハザードの問題が生じたと報告されている (余・金編 2016)。

- ① 債務者が DES をフリーランチとみなしていた
- ② 再建見込みが薄い企業に温情で DES を適用したところ、成果は上がらず、数年後に破産するしかなくなり、損失額が大きくなった
- ③ 実際には正常に元本返済と利払いができる企業が、DES による利払い負担削減の魅力に惹かれ、(DES 適用企業になるために) 故意に返済を遅らせるといった動きが広がった
- ④ DES 適用の条件である企業に対するリストラ要求が甘く、対象企業の体質改善につながらなかった。

今次 DES については、政府は市場メカニズムを効かせた対応を図ると説明しているほか、主な銀行が株式上場行となり、国内外投資家の目に晒されている現在、上述のような企業に対して甘い対応を採ることは難しくなっていると思われる。既に一部商業銀行が企業との間で DES 実施の覚書を交わす動きがみられており、今後その成果 (あるいは問題点) が明らかになってくるだろう。

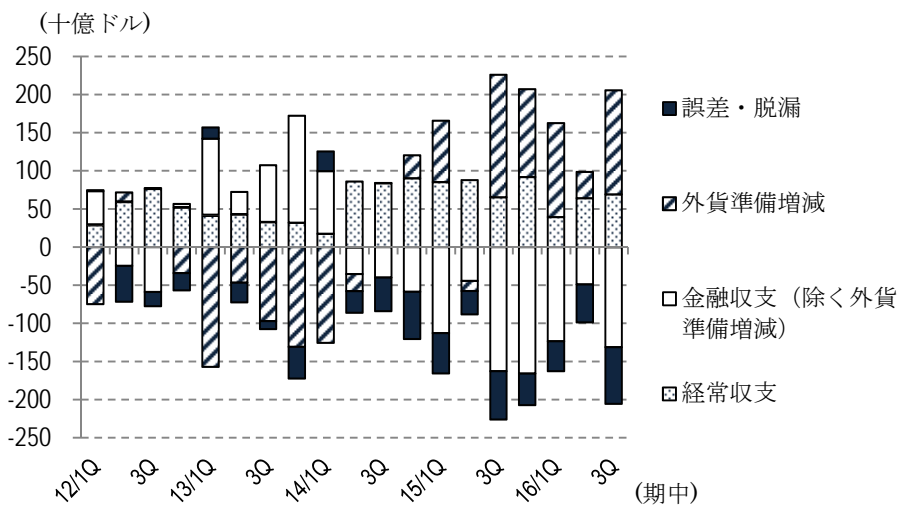
市場化推進の難しさ

中国の金融制度改革のもうひとつの大きな課題は、金融の自由化をいかに進めていくかという点にある。党中央及び中央政府は市場秩序を守るという意識からか、目標に「自由化」という言葉は用いず、「市場化の推進」あるいは「市場メカニズムの導入」といった表現を用いるが、究極の目標は、金利及び為替レートが市場の需給を反映して動くようにすることと、実体経済のニーズに応じてクロスボーダーの資金移動を機動的に行えるようにすることであろう。

資本取引規制、金利規制、金融業務規制の緩和は整合的に行われることが望ましいが、中国では国内の脆弱なセクターへの配慮からか、規制緩和の足取りが極めて慎重になっている。2013 年 9 月に中国 (上海) 自由貿易試験区が開設され、多国籍企業の資金管理に係る規制緩和等の実験が行われることが期待されたが、その歩みはかなり抑制的であるように窺われる。しかし一方で、経常勘定だけでなく、対内外直接投資に係る規制が緩和されていることもあって、クロスボーダーの資本移動は年々大きくなっている。ここ数年、国

際収支統計の誤差脱漏が目立つのは、規制の網を潜り抜けた取引が少なくないことを示している（図6）。

図6 中国の国際収支の推移
(四半期ベース、2012/1Q～2016/3Q)



資料: CEIC China Database

トラブル発生時に金融秩序の安定を維持できるかどうかは、監督部門と中央銀行の連携にかかっている。金融監督制度の見直し（銀行、証券、保険の動きを包括的に把握できる体制の整備）、モニタリング能力向上のための統計整備と人材育成、金融機関の破たん懸念が強まった際に監督当局と中央銀行、預金保険機構が速やかに対策を決定し、実行に移せる制度の構築、など、リスク管理システムの整備を進め、適切なペースで市場メカニズムを導入してゆくことが望まれる。

- i アジア通貨危機発生後の1997年11月、党中央と中央政府は金融面の問題に対処するために、第1回全国金融工作会議を開催し、国有商業銀行4行への公的支援の実施（資本注入と新設の資産管理公司への不良債権移管等）を決定した。
- ii 中国では地方政府が直接債務を負うことが禁じられているため、地方政府事業（インフラ建設や公共サービスの提供等）に必要な資金を調達する目的で様々な機関が設立されている。地方政府融資平台とは、そのような役割を果たす機関の総称。
- iii 1987年以降90年代にかけて、銀行の種類を増やす目的で、全国に拠点展開が可能な商業銀行13行の開設が認められた（うち1行は経営破たんにより閉鎖）。これら銀行は最初から株式制であったため（但し、深セン発展銀行が開設後3年強で株式を上場した以外は、90年代末まで未上市）、「株式制商業銀行」というカテゴリーに分類された。商業銀行全てが株式制となっている現在、業態名として「株式制商業銀行」を用いるのは必ずしも適切ではないように思われるが、本稿では銀行業監督管理委員会の分類に従い、当該名称を使用する。

参考文献:

- 関志雄 (2015) 『中国「新常态」の経済』 日本経済新聞出版社
- 張卓元編 (2015) 『新常态下的中国经济走向 (新常态下的中国经济的行方)』 広東経済出版社
- 唐成 (2005) 『中国の貯蓄と金融』 慶應義塾大学出版会
- 姚余棟・金海年編 (2016) 『中国債務：如何走出高杠杆陷阱 (中国の債務：いかにして高レバレッジの罠から抜け出すか)』 中信出版社
- 劉鴻儒等 (2009) 『変革－中国金融体制発展六十年 (変革－中国金融制度発展の 60 年)』 中国金融出版社
- Okazaki, Kumiko (2007) “Banking System Reform in China: the Challenges of Moving Toward a Market-Oriented Economy,” Rand Corporation Occasional Paper 194
- Sheng, Andrew and Ng Chow Soon eds, (2016) *Shadow Banking In China*, Wiley