

中国では、企業および地方政府関連機関と金融機関が過剰生産能力や過剰債務の削減に取り組み中で、経済成長の鈍化がみられていることもあり、一部で金融リスクが顕現化し始めている。同国経済の安定成長への移行をスムーズに進めるためには、金融リスクを適切に管理し、金融の市場化を着実に進めることが重要である。

# 中国の金融リスク管理の現状と課題 — 経済の安定成長へのスムーズな移行の鍵

● 岡崎久実子 一般財団法人キャノングローバル戦略研究所 研究主幹

## 経済成長を牽引した金融資本の動き

中国では、1980年代半ば以降金融の動きが段階的に活発になった。84年秋の共産党大会において、国有計画経済中心の都市部でも、経済改革・開放政策を本格的に導入することが決まると、銀行を核とする金融の役割が広がり始めた。銀行は、中国人民銀行（中央銀行）の指導の下、個人や企業の余剰資金を預金として集め、それをインフラ建設投資や国有企業の設備投資に融通し、同国経済活動の拡充に貢献した。90年代後半以降は、政策的な誘導を受け、国有部門向け融資に加え、民営企業向け融資や個人向け住宅ローンも次第に増加させた。

流通貨幣と銀行預金を主な対象として計測されるマネーサプライ(M2)の動きをみると、90年代半ば頃までは、M2残高は大きな振れを伴いながらも、経済規模の拡大を強く牽引するような伸びを続けてきた。その後2000年以降のM2残高は総じて安定した推移を辿っていたが、09年にはやや突出した動きを示した(図1)。

これは、08年下期にグローバル金融危機の打撃を緩和するために打ち出された、いわゆる「4兆元の景気刺激策」の影響を受けた動きであった。中央政府による奨励を受けて、全国各地でインフラ建設、企業の設備更新・拡張、住宅建設等の動きが活発化し、そのための資金調達も急増した(調達された資金は、現金または銀行預金として世の中に滞留するため、M2残高

も急増)。こうした投資は、中国に高い伸び率の経済成長をもたらし、社会の安定に大きく貢献した。

## 過剰債務問題の顕現化

しかしながら、短期間に大量に実行された投資プロジェクトの中には、投資の効果や借入主体の返済能力に関する検討が不十分なものがかなり含まれていたと指摘されている。また、産業全体の供給能力と需要量のバランスに対する現実的な見通しを欠いた設備投資の急増は、やがて過剰生産能力の問題となって製品価格の暴落を引き起こし、企業収益を圧迫し始めた。経済成長速度が鈍化し始めた12年以降、過剰生産能力、過剰住宅在庫、過剰レバレッジ(企業等の財務基盤に比して過大な債務の累積)、企業の経

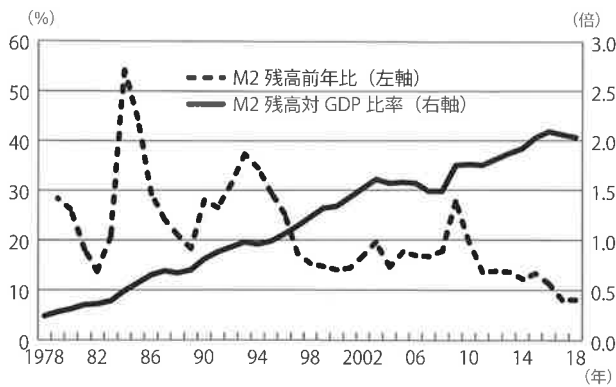


深圳の建設現場。2018年11月に筆者撮影

営コストの高さ、脆弱な産業基盤などの問題が、政策当局や企業経営者達の間で強く認識されるようになった。とくに、レバレッジを効かせすぎた資金調達は、金融バブルを膨張させるリスクが高いと考えられ、16年頃には国際機関等からも注意喚起が寄せられる事態となっていた。

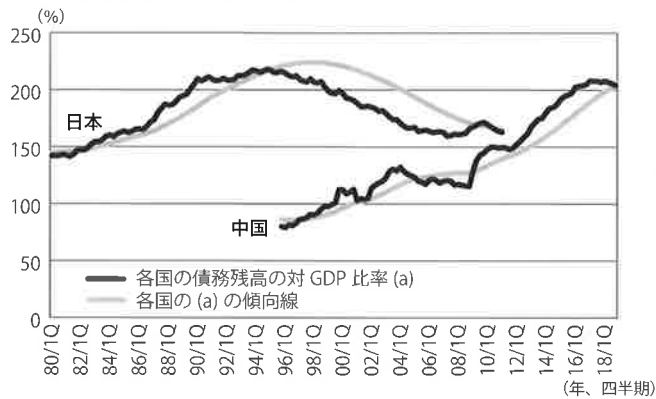
例えば、国際決済銀行(BIS)の統計で、民間非金融部門(非金融企業と家計部門)について、債務残高のGDPに対する比率(以下、債務率)の傾向線からの乖離度合いをみると、中国では12年以降、上方への乖離が目立っている(図2)。一般論として

図1 中国のマネーサプライ (M2) 残高の推移



(出所) 中国金融年鑑、CEIC China Premium Database

図2 中国と日本の非民間金融部門債務残高の対 GDP 比率の推移



(出所) BIS credit-to-GDP gap statistics

民間非金融部門の債務率が長期的な傾向線から大きく上方に乖離している場合、その背後では金融バブルが膨張している可能性が高く、その状況を長く維持することは不可能で、後に深刻な調整を強いられることが多い、と考えられている。

図2で示されているように、日本では80年代後半に乖離幅が拡大していた。そして、90年代の前半に資産バブルが弾けると、企業と銀行は長期にわたるバランスシート調整を余儀なくされてしまった(債務残高の対GDP比率は、傾向線から下方に大きく乖離)。他にも、程度の差こそあれ、ス

### 銀行行動の変化

16年と17年に、「三去(過剰生産能力、過剰住宅在庫、過剰レバレッジの解消)、一降(企業コストの引き下げ)、一補(弱点分野の補充)」が経済政策

ウエーデン、タイ、イタリア、スペインなどが、似かよった経験をしている。

中国の金融当局は、そうした経験を繰り返さないよう、「デレバレッジ(過剰レバレッジの解消)には時間がかかる」と発言している。しかし、不採算プロジェクトや企業のリストラは着実に進めなければならず、政府のかじ取りは難しさを増している。

重点課題に掲げられると、金融当局による銀行業を中心とする金融機関への指導も強まった。

例えば、16年4月には、金融当局が通達を出し、鉄鋼および石炭産業の過剰生産能力削減に対する金融面からの支援方針を公表した。通達は、金融機関に対し、①対象によつて条件に差をつけた設備投資関連融資の実行(企業からの融資引き上げを含む)、②企業の過剰債務削減につながる直接金融市場の育成、③再建可能な企業の債務リストラへの協力と企業の吸収合併向け資金の提供、④リストラ人員や関連企業による起業支援、⑤輸出や海外進出の支援、等を奨励した。

さらに、16年10月、国務院は「企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引き下げに関する意見」を公表し、①企業の合併再編の推進、②コーポレートガバナンスの改善による自己拘束力の強化、③企業資産の活性化、④多様な方式による債務構成の最適化、⑤市場原理に基づいたデット・エクイティ・スワップ(DES)の実行、⑥法令に則った破産の実施、⑦エクイティ・ファイナンスの積極的展開等を通じて、デレバレッジを進めることを奨励した。金融機関には、とくにDESへの協力と、適切なベースでの

不良債権処理(不良債権の売却と償却)の実行が求められている。

銀行等は、一方々金融当局が不適当と考える融資(不動産乱開発、不採算資源開発、環境汚染につながる融資等)を削減し、不良債権を処理しつつ、一方では、ある程度の融資規模を維持することを期待されている。このため、彼らは倒産リスクが相対的に小さいとみなされている国有企業や民営大企業への融資に傾斜しがちとなった。また、金融当局によるシャドーバンキングに対するモニタリング強化を受けて、18年には信託貸出、委託貸出(銀行を仲介した企業間信用)、銀行引受手形等の融資が減少に転じ、結果として民営中小企業が資金繰りに苦しむ事態が広がった。こうした事態を受け、最近の金融当局の銀行に対する指導は、中小企業向け融資の奨励が中心になっている。

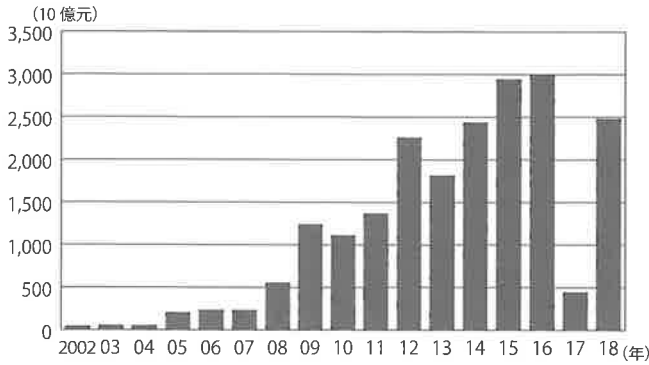
以上のような政策の下、09年以前年比30%台の高い伸びを示した人民元貸出(中国の企業および個人による資金調達)の7割程度を占める)は、10年半ば以降、徐々に伸びを鈍化させたものの、現在も依然として2桁の伸びを維持している(19年上半年期は13%台の伸び)。この間、預金・貸出金利に関する規制はほぼ撤廃されてい

表1 中国の債券デフォルトの件数と金額

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 上期
件数(件)	6	25	56	35	120	65
額面金額(億元)	13	115	394	337	1,177	489

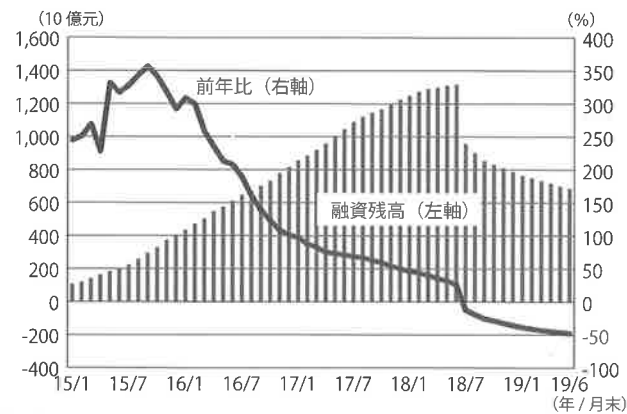
(出所) 各種報道(2017年以前)、CEIC China Premium Database(2018年以降)

図3 中国における社債のネット発行額の推移



(出所) CEIC China Premium Database(社会融資総量統計ベース)

図4 中国におけるP2P融資残高の推移



(出所) CEIC China Premium Database

含む幅広い層に対し、利便性と収益性の高い金融商品を提供するようになった。金融当局は、そうした動きを「金融の創新(イノベーション)」として歓迎しているが、モニタリング体制が整っていないために、投資家に不利益をもたらす案件も増えている。このため、17年下期以降、当局

は規制強化のスタンスを強め、結果として市場が萎縮し、中小企業の資金繰り難につながっていると懸念されるような事象も生じている。例えば、インターネット上に開設したプラットフォームで、投資家と資金調達希望者をマッチングさせるP2P金融は、短期間で全国に広まった。P2P融資残高は、18年6月末のピーク時でも1兆3000億元程度と、人民元貸出残高の1%程度に過ぎないが、その利便性の高さは大いに歓迎されていた。しかし、P2Pプラットフォームの運営ルールやモニタリング体制が整っていないために、借り手による資金の持ち逃げを始め、投資家とのトラブルが頻発するようになった。トラブル回避のために、プラットフォーム運営事業者は利用者登録に関する審査の強化等を求められるようになり、18年下期以降、運営事業者、利用者数ともに減り始め、融資残高も大幅に縮小している(図4)。

中国政府は「金融の創新」の旗は降ろしておらず、民間金融機関を含む様々な事業者が、新たな発想で社会に効率的かつ安定的に資金を供給し、また、人々の資産形成に貢献することを期待している。フィンテックの発展のためには、ルールと(市場メカ

るとはいえ、金融当局による指導は続いている模様であり、その恩恵として、銀行は一定の利鞘を確保できている。ただし、不良債権処理コストの増大が経営基盤を圧迫している金融機関も少なくない模様であり、金融当局には中小銀行等の資金繰りに対する細やかなモニタリングが求められている。

### 債券市場の変調

中国では、銀行への金融リスクの集中を緩和するため、09年以降、企業および地方政府関連機関による債券発行が奨励されるようになった。イン

ターバンク債券市場等の整備も進み、社債による資金調達量は、16年頃まで着実に増えてきた(図3)。19年6月末時点では、企業および地方政府関連機関による資金調達残高に占める社債発行残高のシェアは、10%となっている。

目下、債券市場で懸念されているのは、14年以降、デフォルトが発生していることである(表1)。14年以前にも、償還の危機に直面する発行体がないわけではなかったが、社会不安の台頭を懸念する中央政府の意向を受け、銀行等が支援に乗り出し、デフォルトを回避していたと、市場ではみられて

### フィンテックへの期待

近年、中国ではインターネットを活用した資金運用・調達手段が急速に発展し、それまで金融へのアクセスに苦勞していた民営中小企業や個人を

さらなる改善が求められている。

は規制強化のスタンスを強め、結果として市場が萎縮し、中小企業の資金繰り難につながっていると懸念されるような事象も生じている。

例えば、インターネット上に開設したプラットフォームで、投資家と資金調達希望者をマッチングさせるP2P金融は、短期間で全国に広まった。P2P融資残高は、18年6月末のピーク時でも1兆3000億元程度と、人民元貸出残高の1%程度に過ぎないが、その利便性の高さは大いに歓迎されていた。しかし、P2Pプラットフォームの運営ルールやモニタリング体制が整っていないために、借り手による資金の持ち逃げを始め、投資家とのトラブルが頻発するようになった。トラブル回避のために、プラットフォーム運営事業者は利用者登録に関する審査の強化等を求められるようになり、18年下期以降、運営事業者、利用者数ともに減り始め、融資残高も大幅に縮小している(図4)。

中国政府は「金融の創新」の旗は降ろしておらず、民間金融機関を含む様々な事業者が、新たな発想で社会に効率的かつ安定的に資金を供給し、また、人々の資産形成に貢献することを期待している。フィンテックの発展のためには、ルールと(市場メカ

ニズムを尊重した）モニタリング体制の強化が必須の課題となっている。

## 政府のリスク管理体制の整備

中国では近年、政府部門の金融リスク管理体制の整備面での新たな動きがみられている。17年11月、国務院内に金融安定発展委員会が設立され、18年3月には主要幹部が固まった。同委員会は、中国の金融システムの安定発展を促すために、幅広い部門の幹部を参加させている。具体的には、従来の監督部門（中央銀行と銀行、証券、保険監督部門による連携体制）に加え、マクロ経済・制度改革（国家発展改革委員会、財政部）、法整備（国務院法制辦公室、最高人民法院）、インターネット取引環境の整備（中央インターネット安全情報化委員会）、社会の安定確保（公安部）、規律維持（中央規律検査委員会）等の部門から、大臣ないし副大臣クラスが参加することになっている。

同委員会の主任は劉鶴副総理が務め、副主任には人民銀行行長と国務院常務秘書長が就き、ハイレベルの意思統一を迅速に行う体制が出来上がった。劉副総理はマクロ経済運営やその他重要な経済改革の多くの責任者でもあり、金融の安定を図りつつ、制度

改革を促す上では最適の人的配置と考えられる。また、委員会の事務局は人民銀行に置かれ、危機時の流動性供給を保証しているようにみえる。

銀行業金融機関の危機については、15年に設立された預金保険機構も関与し始めている。今のところ、預金保険の発動事例は生じていないが、19年5月に公的管理に移行した都市商業銀行の発行済債券等の処理に際しては、預金保険機構も、同債券の一時買取り・保管者として関与した模様である。

## 新たな対外開放の狙い

17年の共産党大会以降、中国の金融市場の対外開放について、新たな動きがみられ始めている。同国のWTO加盟を機に、銀行業の対外開放はかなり進展したものの、証券業や保険業については、出資制限や業務内容の制限が広範にかかっていた。ここに来て、対外開放を進展させようという動きが出てきたのは、米中摩擦の影響もあるだろうが、海外の先進的な経営手法やリスク管理手法を中国に導入する、という狙いも大きいようにうかがわれる。

既に、外国証券・保険会社が中国に進出する際の出資制限に関して、緩

和措置が適用されているほか、債券市場や資産運用市場の活性化・高度化に資する緩和政策も打ち出されている。19年7月、国務院金融安定発展委員会は、証券・保険業の出資制限撤廃を、従来予定していた21年から20年に繰り上げると発表するとともに、外資格付け機関が格付け対象とし得る中国内債券の拡大、外資金融機関による資産管理会社・年金管理会社への参入認可、外資金融機関に対するインターネットバンク債券市場での引受幹事業務の開放等の措置を発表した。

人民銀行スポークスマンは、一連の措置によって中国の金融市場の対外開放が進み、外資金融機関の利便性が向上するとともに、例えば、インターネットバンク債券市場に外資金融機関の引受幹事参入を認めることは、中国企業の融資コスト高の問題解消に資することが期待されると述べている。

## 重要度を増す市場との対話

中国経済の規模拡大につれ、同国金融市場の規模も飛躍的に拡大し、成長資金を潤沢に供給できるようになっている。ただし、融資の受け手としては、国有企業や地方政府関連機関が優先されている状況の改善は容易ではない模様で、中国政府は国内金融機

関に対し、中小企業金融の重要性を訴え続けている。リスク管理の観点から、中小企業の信用格付けが全体として、相対的に低いことは事実としても、金融機関は個々の企業の経営実態を正確に把握し、信用査定を行うべきである。

中小企業金融については、市場メカニズムに任せざるべき内容と、社会の安定への配慮から政府として支援すべき内容とを区別し、前者については、今以上に新しい金融技術を活用した金融商品の投入を積極的に認めていくべきであろう。経済格差の大きい中国においては、後者の視点も重要であるが、財政ないし公的制度による支援は、モラルハザードと汚職・腐敗の蔓延への配慮が欠かせない。この点では、情報開示を進め、市場からのチェックが働くシステムを確立することが重要であろう。

また、経済のグローバル化が進む中で、中国の金融リスクの顕現化は、周辺地域はもとより、世界経済にも大きな影響をもたらす可能性が高い。金融の対外開放が一段と進むことが予想される中、中国政府や市場運営者関連団体、個別金融機関にはそれぞれの立場からの情報開示を、一段と進めることを期待したい。