

中国経済の中長期展望—重要課題分析

正念場にさしかかる 中国の金融リスク対応

岡崎久美子 キヤノングローバル戦略研究所 研究主幹

中国では、2015年以降集中的に取り組んできた金融のデレバレッジについて、一定の成果が見られ始めている。ただし、デレバレッジの推進は深刻な信用収縮を招く恐れもある。フィンテックに代表される金融のイノベーションの芽を摘むことなく、金融秩序の安定を確保するために、当局には大胆さと慎重さのバランスをとることが求められている。

中国における債務急増の背景

中国では2009年以降、国有企業を中心に債務が急増した。これは、08年のグローバル金融危機への対応策として発動された経済刺激策に、地方政府、国有企業、そして銀行が主力である金融機関が積極的に呼応した結果であった。銀行融資、信託融資、債券発行などを原資としたインフラ投資や設備投資は、中国経済を力強く牽引し、09年から11年にかけて、同国は平均9.9%の高成長を実現した。

この間、中国の米ドル建て名目GDPは10年に日本を追い越し、世界第2位の規模に達している。ちなみに、米ドル建てGDP規模について中国の米国に対する比率をみると、00年の12%から06年の20%を経て、17年には62%へと急上昇を示している。01年末のWTO加盟を機に飛躍的な成長路線に入った中国経済は、グローバル金融危機による打撃を投資主導の成長で乗り越え、国際的なプレゼンスを高めたのである。

しかし、投資主導による経済成長の持続可能性については、当初から同国内外で疑問の声が小さくなかった。短期間に集中的に実行したインフラ投資の中にはフィジビリティ調査が十分で

なかつたものがかなり混ざっていた模様であり、また、短視眼的な計画に基づく設備投資の急増は、数年後には過剰生産能力の累増となって製品価格の暴落につながり、債務者が返済資金を捻出できないケースが出始めた。12年以降、経済成長速度が鈍化するにつれ、過剰生産能力、過剰住宅在庫、過剰レバレッジの問題が次第に深刻となり、中国経済の構造調整改革を進める上で大きな障害となってしまった。

レバレッジとは梃子ないし梃子の作用という意味で、金融分野においては、自己資金以外に大きな借入を行うことを通じて、より大きな借入を得ようとする行動を指す（「レバレッジを効かせる」という表現がよく使われる）。そして、膨らんだレバレッジを解消する行動がデレバレッジと呼ばれ、中国語では「去杠杆」と表記されている。

歯止めがかかったレバレッジ比率の上昇

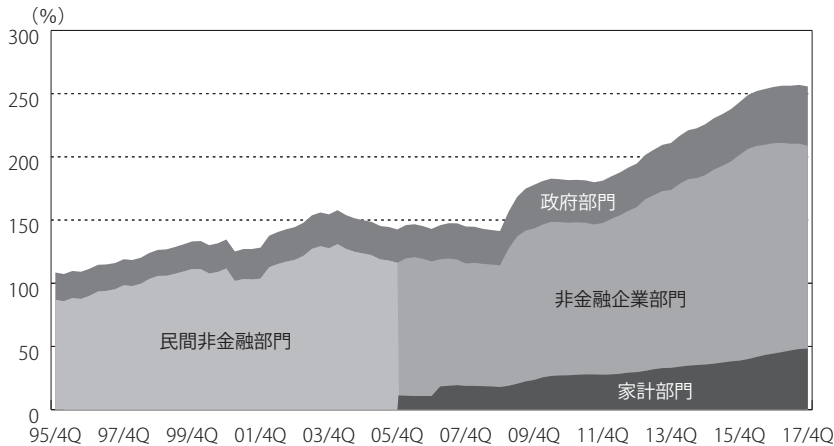
中国政府は、15年下期から金融のデレバレッジを最重要政策課題の一つに掲げ、金融機関、地方政府、国有企業等への働きかけを強めてきた。例えば、鉄鋼と石炭産業については、中国人民銀行（中央銀行。以下、人民銀行）と金融監督機関がガイドラインを提示し、

過剰生産能力削減のための金融面からのサポートを誘導した。また、國務院（内閣に相当）は、一定の限度内ではあるものの、地方政府が債券を発行することを認め、それによって返済期間の長期化や調達金利の低下を図ることを可能とした。

一連の取り組みは徐々に成果を現しつつある。ここに来て、マクロのレバレッジ比率（本稿では、債務残高の対名目GDP比率を観測）は、急速な上昇傾向に歯止めがかかった形を示している。

図1は、国際決済銀行（BIS）が編纂している主要国間の比較が可能な統計だが、公表までに時間がかかるため、今年に入ってから動きは反映されていない（直近値は17年末）。最近の動向については、BISにデータを提供している中国政府が、独自の推計結果を紹介することがある。同国政府は、18年上期の国内金融経済情勢を振り返る中で、「18年第1四半期中に、非金融部門全体のレバレッジ比率は、前年同期に比べ1.1%ポイントの縮小となった」と述べ、さらに「（第2四半期の金融経済情勢について討議した）人民銀行金融政策委員会は、構造的なレバレッジの解消は安定したペースで進んでいると判断している」などと、政策効果が現れていることをアピールしてい

図1 中国の制度部門別レバレッジ比率の推移



(出所) BIS total credit statistics

表1 簡易推計による制度部門別レバレッジ比率の推移

(単位%)

| | 政府部門 | | | 非金融企業部門 | 家計部門 | 非金融部門合計 |
|-----------|------|------|----------------|------------------|----------------|------------------|
| | 中央政府 | 地方政府 | 小計 | | | |
| 2015 年末 | 15.5 | 21.4 | 36.9 (41.7) | 153.4 (162.7) | 38.8 (38.8) | 229.1 (243.3) |
| 2016 年末 | 16.1 | 20.7 | 36.8 (44.5) | 155.7 (166.4) | 44.3 (44.4) | 236.8 (255.3) |
| 2017 年末 | 16.3 | 20.0 | 36.3 (47.0) | 152.7 (160.3) | 48.3 (48.4) | 237.3 (255.7) |
| 2018 年6月末 | n.a. | 19.4 | n.a. | 151.5 | 50.4 | n.a. |

(注1) () 内は BIS 統計の数値。本推計の非金融企業部門債務は、国内銀行貸出、委託貸出、信託貸出、銀行引受手形融資、社債発行の合計 (クロスボーダー貸出、小額貸出公司融資等を含まず)、政府部門債務は中国財政部公表データを計上 (BIS 統計は IMF による推計値を計上)。

(注2) 分母となる名目 GDP は、4 四半期計数の移動合計値。

(出所) CEIC China premium database、BIS total credit statistics

る。また、筆者が公表統計を利用して18年6月末までの部門別債務動向を推計したところ、非金融企業部門のレバレッジ比率に小幅の低下傾向がみられている(表1)。

マクロデータを用いたレバレッジ比率の水準に絶対的な意味があるわけではなく、それだけで政策の効果を量ることはできない。とはいえ、中国の金融リ

スクの防止・解消に向けた諸施策の成果を判断する一要素として、当該比率の推移を確認することは有用である。

「百年目標」と金融リスクの防止・解消

18年4月、中国共産党の経済政策方針に関する最高意思決定機関である中央財經委員会は、同国の「二つの百年

目標」のうち、最初に期限が到来する「第一の百年目標(建党百年の2021年までに小康社会を全面的に建設する)」達成のためには、金融リスクの防止・解消が引き続き重要な課題であることを確認した。そして、その課題をクリアするためには、以下の諸点が重要であると指摘した。

- ① 最低ラインを守るといふ考え方を堅持し、安定の中で前進し、主な矛盾点をしっかりと抑える、
- ② 構造的なレバレッジ解消を政策の基本方針とする、
- ③ 力を結集して、経済社会の安定を脅かし、システムリスクを誘発する可能性のある問題を優先的に処理する、
- ④ 中央と地方の金融監督管理メカニズムの構築を急ぎ、地方政府のリスク対応に関する責任を強化する。

なお、「第二の百年目標」は、建国百年の2049年までに、「富強・民主・文明・調和をかなえた社会主義現代国家の建設を達成し、中等先進国の水準に達する」こととされている。

党の方針を受けて、18年7月には新メンバーによる國務院金融安定發展委員會(詳細後述)の第一回会議が開催された。会議は、「17年10月の党大会以降の金融リスク防止に関する取り組みは、良好な成果を上げている」と総

括し、「構造的なレバレッジ解消は、秩序正しく進んでいる」と評価した。

「構造的なレバレッジ解消」という表現は、前述の18年4月の中央財經委員会で初めて用いられ、市場関係者の注目を集めた。市場関係者は党の方針について、「中国の部門別レバレッジ比率は二様ではなく、高いレバレッジは地方政府と国有企業に集中している。民間企業と家計部門のレバレッジ比率は高くない。構造的なレバレッジの解消とは、全体の数値を一律に下げることではなく、対象によって異なる政策対応を採る、そうしたやり方を追求することを意味している」(広発証券マクロ・チーフアナリスト)などと、受け止めている。

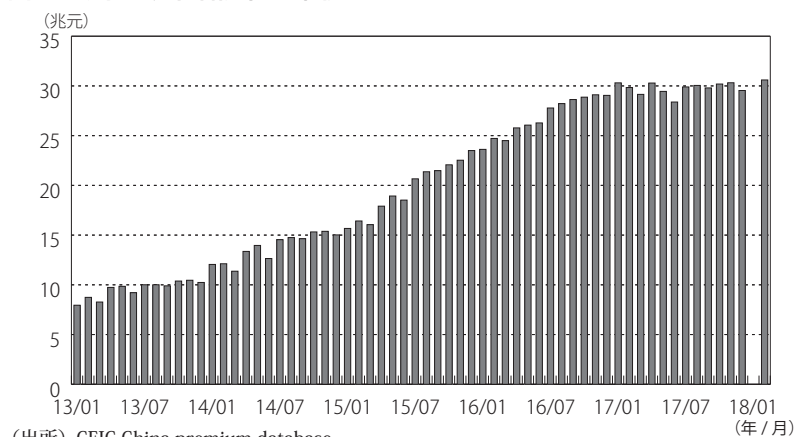
デレバレッジを急ぎすぎると、社会全体で深刻な信用収縮を起し、金融危機をもたらす恐れがあるため、中国政府としては、全体のレバレッジ比率の着実な低下を意識しつつも、やみくもに数値の低下を追求することはないと、確認したのである。

18年の6月頃から、経済の減速懸念や対米貿易情勢に対する不透明感の強まりなどを受け、株式市場や外国為替市場などに散発的な動揺の気配が感じられることもある中で、デレバレッジの推進にも一段と細やかな配慮が求められている模様である。

金融商品の発展とリスク管理の複雑さ

政策遂行のうえで難しいのは、デレバレッジ推進のさじ加減で、金融当局が手を緩めると、本来市場から退出すべき債務者が、体質を改善することなく生き延びてしまう可能性が高い。その場合、潜在的金融リスクはますます大きくなり、将来の対応が一層困難になりかねない。金融当局にはマクロ、ミクロ双方の情勢をしっかりと把握し、債

図2 銀行理財商品残高の推移



権・債務者双方に対し、適切な信号を送りながら、金融リスクの圧縮・解消に努めることが求められている。

1990年代の債務再編に比べて、足元の政策対応が難しくなっている要因のひとつに、金融商品の発展がもたらしている矛盾というものがある。中国では、金融の自由化はまだ限定的にしか進展していないが、それでも10年頃からは、「理財」と呼ばれる、個人や企業向けのいわゆる「財テク」商品を核にした金融ビジネスが次々と誕生し、人気を集めるようになっていく。

また近年は、インターネットを活用した資金運用・調達手段が急速に広まり、従来の総じて硬直的な銀行預金・貸出ビジネスでは提供できなかった金融サービスが、中国全土で普及し始めている。中国はフィンテックの分野では、極めて独創的なサービスを生み出している面もある。そうした新しいサービスの開発は、「金融の創新(イノベーション)」として奨励されているが、中には中央銀行や監督機関による監視が行き届かず、金融秩序を混乱させるような事例も少なくない模様であり、17年下期以降、金融当局はどちらかというと規制強化の面に政策の重点を置いていくようにみえる。

その結果、銀行の理財商品残高の増勢は鈍化し(図2)、そうした資金の運用先であった中小企業向け融資が逼迫し、企業経営にネガティブな影響を及ぼしているとの情報もある。人民銀行は、中小企業向け貸出に利用することを前提とした預金準備率の引下げや、銀行向け中銀貸出の提供などの措置を講じ、金融市場の整頓が中小企業金融の圧迫とならないよう対応している。ただし、一連の政策の効果を評価するには、今しばらく融資の利用状況などについて多面的な確認が必要であろう。

地方政府の「隠れ債務」の問題

中国では14年以前は、原則として、地方政府が市場から直接資金調達を行うことは認められておらず、地方財政の不足分は中央政府から資金を移転するという厳しい予算管理が行われていた。しかし、実際には地方政府は政府会計から独立した法人(「地方政府融資プラットフォーム」と総称、以下、地方融資プラットフォーム)を設立し、銀行借入や社債発行を通じた資金調達を実行させていた。

08年11月にいわゆる「4兆元の景気刺激策」が打ち出されると、全国各地でインフラ建設計画等が次々と立ち上がり、それに応えるべく地方融資プラットフォームの債務も急増した。また、当該刺激策

を受け、地方融資プラットフォームだけでなく、学校や病院等の公益・社会サービス事業機関も、慎重な返済計画を立てずに、施設改造を目的とする銀行からの借入を増やしたと指摘されている。

問題は、地方融資プラットフォーム(統計上は国有企業債務として計上されることが多い)の大きさだけでなく、地方政府会計から独立しているはずの当該債務について、地方政府が本来は禁止されている保証の提供などを行い、実質的な債務者となっている点にもあった。13年以降、会計検査院の数度にわたる重点調査を経て、地方政府債務の実態把握が精力的に行われている。その過程で、地方政府として責任を負うべき債務については、限定的ながら債券を発行し、債務負担を軽減することも認められるようになっていく。

ただし、現在のところ、会計検査院や省政府による精査が末端政府レベルまで徹底されているとは言えない模様である。また、ここ数年奨励されている産業投資基金という、地方の産業高度化のための資金調達手段にも改善すべき点が多いとの指摘がある。当該基金は、投資家が事業内容を理解したうえでリスクを負う投資という制度であるにも関わらず、投資家と呼び込むために、地方政府が陰で保証を提供

表2 金融安定発展委員会(2018年7月会合の主な出席者)

| |
|---------------------------------|
| 主任:劉鶴(國務院副総理) |
| 副主任兼弁公室主任:易綱(人民銀行行長) |
| 副主任:丁学東(國務院常務副秘書長) |
| 郭樹清(銀行保険監督管理委員会主席、人民銀行党委書記兼副行長) |
| 劉士余(証券監督管理委員会主席) |
| 樊功勝(人民銀行副行長) |
| 韓文秀(中央財經委員会弁公室副主任) |
| 連維良(国家發展改革委員会副主任) |
| 劉偉(財政部副部長) |
| 李書磊(中央規律委員会副書記) |
| 鄧声明(中央組織部副部長) |
| 蔣建国(中央宣伝部副部長、國務院新聞弁公室主任〈当時〉) |
| 楊小偉(中央インターネット安全情報化委員会弁公室副主任) |
| 孟慶豊(公安部副部長) |
| 劉焯(國務院法制弁公室副主任) |
| 劉貴祥(最高人民法院裁判委員会専門委員〈副大臣級〉) |

(出所) 中華人民共和国中央人民政府ウェブサイト(2018年7月3日掲載)

このようにアレバレッジを進めるうえで、このようにアレバレッジを進めるうえで、長年の懸案であった金融監督管理体制の整備について、新たな動きが出てきている。17年7月に開催された共産党中央委員会で國務院が主催した第5回全国金融工作会議は、金融システムの安定を図るためには関連政府機関が横断的に協力する仕組みを構築すべきであるとして、國務院内に金融安定発展委員会を設置することを提言した。

同年11月には、当該委員会が正式に開設されたが、党及び中央政府の首脳陣交替の時機と重なったため、具体的な活動は報道されていない。18年3月に新たな國務院体制が固まると、当該委員会のトップに劉鶴副総理が就くことが決まり、7月に第1回会合が開催された。

このようにアレバレッジを進めるうえで、長年の懸案であった金融監督管理体制の整備について、新たな動きが出てきている。17年7月に開催された共産党中央委員会で國務院が主催した第5回全国金融工作会議は、金融システムの安定を図るためには関連政府機関が横断的に協力する仕組みを構築すべきであるとして、國務院内に金融安定発展委員会を設置することを提言した。

このようにアレバレッジを進めるうえで、長年の懸案であった金融監督管理体制の整備について、新たな動きが出てきている。17年7月に開催された共産党中央委員会で國務院が主催した第5回全国金融工作会議は、金融システムの安定を図るためには関連政府機関が横断的に協力する仕組みを構築すべきであるとして、國務院内に金融安定発展委員会を設置することを提言した。

このようにアレバレッジを進めるうえで、長年の懸案であった金融監督管理体制の整備について、新たな動きが出てきている。17年7月に開催された共産党中央委員会で國務院が主催した第5回全国金融工作会議は、金融システムの安定を図るためには関連政府機関が横断的に協力する仕組みを構築すべきであるとして、國務院内に金融安定発展委員会を設置することを提言した。

このようにアレバレッジを進めるうえで、長年の懸案であった金融監督管理体制の整備について、新たな動きが出てきている。17年7月に開催された共産党中央委員会で國務院が主催した第5回全国金融工作会議は、金融システムの安定を図るためには関連政府機関が横断的に協力する仕組みを構築すべきであるとして、國務院内に金融安定発展委員会を設置することを提言した。

海外との情報共有

金融危機発生の原因やその後の展開は、個々の国・地域の環境によって区々であるが、中央銀行と監督当局、財政当局が対応すべきことの中には共通する課題も少なくない。また、経済のグローバル化が進展する中で、一国の金融市場の動揺が世界各国の市場に伝播することも頻繁になっている。

金融危機発生の原因やその後の展開は、個々の国・地域の環境によって区々であるが、中央銀行と監督当局、財政当局が対応すべきことの中には共通する課題も少なくない。また、経済のグローバル化が進展する中で、一国の金融市場の動揺が世界各国の市場に伝播することも頻繁になっている。

金融危機発生の原因やその後の展開は、個々の国・地域の環境によって区々であるが、中央銀行と監督当局、財政当局が対応すべきことの中には共通する課題も少なくない。また、経済のグローバル化が進展する中で、一国の金融市場の動揺が世界各国の市場に伝播することも頻繁になっている。

