

# 金融の「安定」と「市場化」のバランス ～技術進化を活かす工夫を～

**中**国の金融制度改革は市場メカニズムを浸透させる方向で進んでいるが、近年は債務問題への対応もあつて、市場化に向けた動きは緩やかになっているように見える。金融市場の安定は極めて重要であるが、金融技術の進歩や経済のグローバル化の進展に金融制度改革が遅れをとらないためには、現状を打破する思い切った対応も必要なのではないか。



岡寄久実子  
一般財団法人  
キヤノングローバル戦略  
研究所  
研究主幹

## WTO加盟を受けた危機感 の共有

中国の金融制度改革は、他分野の改革同様、時間をかけて段階的に進められてきたが、2001年末の同国のWTO加盟は、銀行業金融機関に画期的な変化をもたらした(図1)。中国は、WTO加盟後5年以内に銀行市場を完全に対外開放すると約束していた。しかし、当時の国内銀行は外国銀行との競争に耐え得る体力をもっていなかったため、数年内に銀行を立て直さなければならぬとの危機感が関係者の間でしっかりと共有されるようになった。

当時の状況を振り返ってみると、国内貸出の約7割を提供していた4大国有銀行は、90年代半ばに全国に広がった投資過熱の後遺症としての貸出の焦げ付きや、国有企業の業況悪化に起因する返済遅延などのために、多額の不良債権を抱えていた。株式制商業銀行など他業態の銀行も、多くは財務体質が脆弱な状況にあった。とくに4大国有銀行については、1998年から00年にかけて財政部から資本注入を受けるとともに、政府支援の下で当時の貸出残高の2割以上に相当し

た不良債権を簿価で専門買取り機関(資産管理公司、以下AMC)に移管したにもかかわらず、その後わずか数年で、再び自己資本比率の低下と不良債権比率の大幅上昇が鮮明となったショックは大きかった。

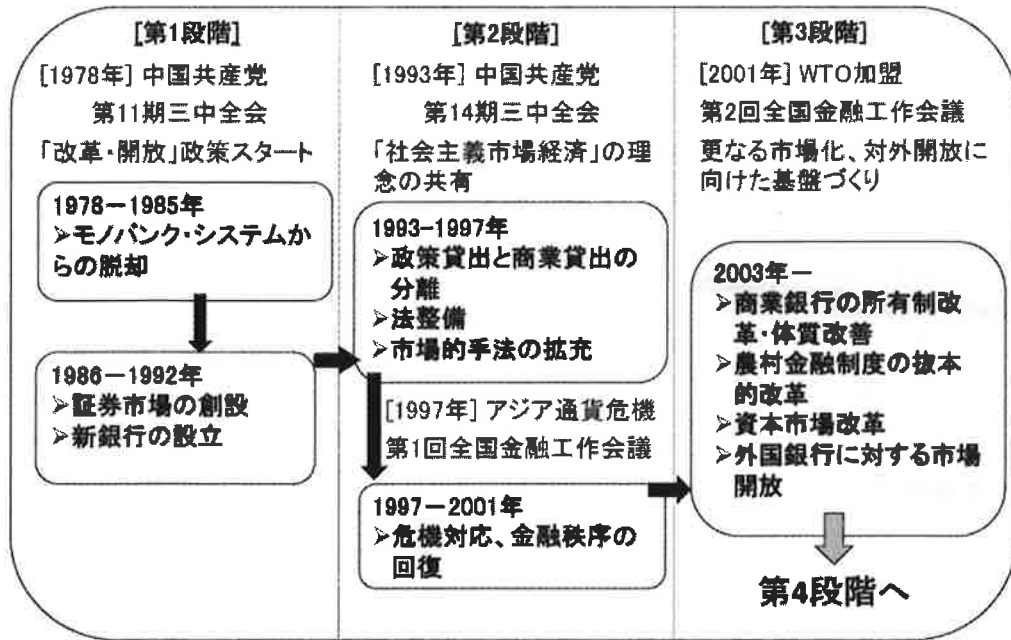
また、全国に4万社以上あった農村信用社も、90年代に預金を都市部での投機的運用に回した営業店が多く、その結果、不良債権が積み上がり、財務の建て直しが喫緊の課題となっていた。農村信用社は組合金融機関でありながら、出資者と議決権の関係があまりまいで、経営責任の意識が希薄化しており、その改善も重要な課題と考えられていた。

## 全国金融工作会議の成果

こうした状況に危機感を募らせた共産党首脳陣と中央政府関係者は、WTO加盟直後の02年2月に全国金融工作会議を開催し、国有商業銀行と農村金融機関の再建に注力することで合意した。前者については、国有商業銀行5行を株式制に組織転換し、条件が整えば株式の上場を目指すことが決まった。共産党首脳が一堂に会し、金融問題に特化した会議を開催したことは、会議後に黄菊副総理

中国のサプライサイド構造改革の課題と展望

図1 中国金融制度改革のこれまでの流れ



単に資本協力を求めるので、海外戦略投資銀行幹部は、家に對して、

の投資を仰いだ。中国政府や国有商業銀行は、海外戦略投資銀行幹部は、家に對して、

ルハザード回避の観点から、上場先には海外(香港)の証券取引所が選択され(後に上海でも市場)、海外投資家の信認を得やすいように、各行は海外の有力金融機関に「戦略投資家」という立場での投資を仰いだ。中国政府や国有商業銀行は、海外戦略投資銀行幹部は、家に對して、

(当時)をトップとし、周小川中国人民銀行行長が事務局長的な役割を務める国有商業銀行改革委員会の創設につながり、諸施策の実現を容易にした。

国有商業銀行の不良債権は、国の政策に影響された部分が大きい。かつたという事実を踏まえ、前回同様、中央政府による資本注入と不良債権処理コストの支援といった措置が取られた。ただし、不良債権のAMCへの移管に関して部分的な入札が行われるなど、「市場メカニズム」を取り入れる工夫がいくつか織り込まれた。

さらに、モラルハザード回避の観点から、上場先には海外(香港)の証券取引所が選択され(後に上海でも市場)、海外投資家の信認を得やすいように、各行は海外の有力金融機関に「戦略投資家」という立場での投資を仰いだ。中国政府や国有商業銀行は、海外戦略投資銀行幹部は、家に對して、

はなく、リスク管理やコーポレートガバナンスの向上に役立つ助言を得ることを期待していた。マイノリティー出資(1)投資家の出資比率は最大20%まで)とはいえ、中国の主要銀行が海外金融機関の出資を受け入れ、銀行の意思決定プロセスに関与することを認めたいのは画期的なことであった。

農村金融機関の改革については、膨大な数の零細農村信用社の再建が主目標とされた。信用社を経営状況や地元の経済規模等にに応じて、農村商業銀行、農村合作銀行、省レベルで統合された連合信用社に再編し、中国人民銀行(中央銀行。以下、人民銀行)が資金支援を行い、不良債権処理を促した。16年末までに農村信用社の数は1125社に集約され、114行の農村商業銀行と40行の農村合作銀行が生まれている。また、従来農村においてインフォーマルな融資活動を行っていた零細金融組織を、村鎮銀行や農村資金合作社としてフォーマルな金融機関に再編する試みも推進された。

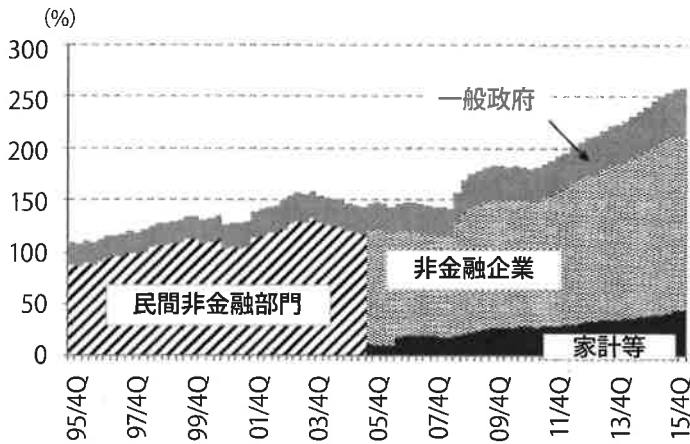
「4兆元の景気刺激策」の後遺症

上述の改革の成果はすぐに表れは

はじめ、中国の銀行業金融機関は04年以降、総じて好収益を挙げられるようになった。08年には国際金融危機の打撃により中国も景気後退が深刻化しかけたが、中央政府がいわゆる「4兆元の景気刺激策」を打ち出し、危機の伝播を遮断することに成功した。当該政策が可能だったのは、主要商業銀行が多額の貸出を実行できる力を取り戻していたからであった。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できず、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いとなっている。金融面では、急増した債務の持続可能性が懸念されている。国際決済銀行(BIS)が公表する主要国の債務統計によると、中国の債務残高の対GDP比率(以下、負債比率)は08年末の141%から16年末の257%へと急上昇を示し、注意信号が灯っている(図2)。

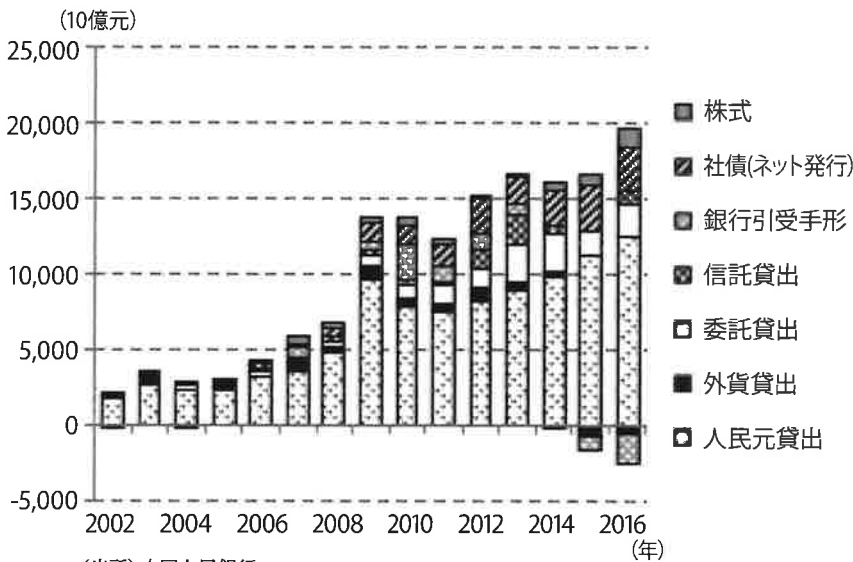
この状況については、国際通貨基金も警鐘を鳴らしている(IMF「2017」)。とくに、09年から10年にかけて、インフラ投資や生産設備の増強を積極化させた地方政府と国有企業の債務返済能力が懸念されている。

図2 中国の制度部門別債務残高の対GDP比率の推移



(出所) 国際決済銀行 (BIS)

図3 社会融資総量 (フロー統計) の推移



(出所) 中国人民銀行

「供給サイドの構造改革」と  
デレバレッジへの取組み

12年11月から翌年3月にかけて成  
立した習近平・李克強政権は、当時の  
中国が置かれた状況を、①高度経済  
成長から中高速成長への転換、②経  
済構造調整がもたらす生みの苦しみの  
発生、③前政権による経済刺激政  
策の消化、の3つの事象が重なった時  
期にあると捉え、政策課題を検討し  
た。15年下期には、「供給サイドの構造  
改革」と銘打った大目標が掲げられ、

その実現のために「三去(過剰生産能  
力・不動産在庫・過剰債務の解消)、一  
降(企業コストの低減)、一補(脆弱部  
分の補強)」の課題に重点的に取り組  
むことが決まった。

全国で実施された措置としては、  
中央政府による地方政府会計の実地  
検査、債務借り換えやデット・エクイ  
ティ・スワップ(債務の株式化)の推奨  
地方ベースAMC(資産管理会社)の

設立などがある。ただし、債務規模が  
膨大で、中央政府による実態把握が  
容易でないうえ、中央・地方政府とも  
に社会の安定を最重視していること  
もあり、債務削減のペースは総じて緩  
やかなものに止まっている。

今のところ、主な債権者である銀行  
は、全体としては厚めの自己資本と貸  
倒準備金を維持しており、また、政府  
による救済措置が必要となった場合

市場の育成が重要であると、長年に  
わたって指摘されてきたが、関連政策  
の成果はあまりはかばかしくない。近  
年、監督当局と人民銀行が協力し、債  
券市場の整備に乗り出したこともあつ  
て、社債発行は着実に増えている(図  
3)。

ただし、発行者の審査や発行条件  
の決定が市場で厳格に行われている  
とは必ずしも言えない模様であり、例  
えば、財務内容が芳しくなくても、国  
有企業であれば地方政府が「暗黙の保  
証」を提供し(法的には地方政府が保  
証を行うことは禁じられている)、比  
較的有利な条件で容易に社債を発行  
できている実態を問題視する声も上  
がっている。

問題解決の先送りに  
よつてリスクが増大す  
る可能性が大きいこ  
とは、関係者間でより  
強く認識されるべきで  
はないか。

債券市場にお  
けるモラルハ  
ザードの問題

中国では、銀行部門  
へのリスク集中を緩  
和するためには資本

共産党首脳部や中央政府は、社債  
のデフォルトや株式価値の急落等に  
よる社会の混乱を嫌い、デフォルトを  
生じさせないよう関係者に働きかけ  
ることが少なくないと言われている。  
市場メカニズムが効く環境を整備す  
るためには、債券のデフォルトを人  
為的に抑え込んだりせず、市場参加  
者に「小さな失敗」を経験させ、リス  
ク管理の意識を強めるよう誘導する  
ことが大切であるとの指摘もある(朱  
「2017」)。

## フィンテックがもたらす チャンスとリスク

近年の中国の金融システムの変化として見逃せないのは、フィンテックを活用した金融サービスの急成長である。とくにインターネット・ショッピングから派生した金融サービスの広がりが目立っている。

13年6月、インターネットショッピング最大手のアリババは、顧客が決済用口座「支付宝」に預けていた人民元資金を、1元単位で「余额宝」という投資ファンド口座に移動し、運用を委託できるサービスを開始した。スマートフォン上で簡単に操作できる利便性、



中国のインフラ投資資金需要は依然として大きい(上海市浦東新区の地下鉄工事)

銀行預金に比べ高い金利、運用実績を随時確認できる面白さなどが人気を呼び、当該サービスは瞬く間に人々の間に広まり、他の事業者も同様のサービスを手掛けるようになった。その後、金融当局が若干の規制を適用したことを受け、当該サービスの爆発的な拡張は収まったものの、17年6月の余额宝運用資産残高は1兆4300億元と、全国で業務を行っている株式制商業銀行大手1行の個人預金残高を超える規模に成長している。

インターネット技術の活用は、中小企業金融や農村金融にも大きな変化をもたらしている。例えば、これまで銀行のサービスになかなかアクセスできなかった民間企業に対し、手元余裕

資金を効率的に運用したいと願う企業をマッチングさせるP2Pプラットフォームは、短期間で全国に広がった。17年8月末時点のP2P融資残高は1兆1000億元と、銀行等による国内融資残高の1%弱に過ぎないが、今後の発展が期待されている。ただし、P2Pプラットフォームの中には、安直な顧客審査や資金の持ち逃げなど、トラブルを引き起こすものも少なくなく、違法行為の監視・摘発が重要な課題となっている。

## 技術進化が求める金融の 市場化

冒頭の図1に記したように、中国の金融制度改革は市場化を更に進める方向に向かっている。ただし、広大な国土に膨大な人口を抱え、地域間・個人の格差が非常に大きい同国において経済の舵取りを担っている共産党首脳陣や中央・地方政府の幹部たちは、「安定」最重視の姿勢を崩しておらず、市場の混乱を恐れ、金利の自由化や資本規制の緩和になかなか踏み切れずにいる。

国民の金融リテラシーの程度にかなりの差があるように見受けられることもあり、金融当局の慎重なスタンス

は十分に理解できる。しかし、制度改革のペースを上回るペースで新しい金融技術が生まれている現実を目をつぶることもできないのではないかと、高度経済成長期は終わったとはいえ、中国のインフラ投資や製造業の技術向上等のための資金需要は依然として大きく、国内の預金等を効率的に運用することが求められている。金融当局には、ルールの明文化、違法行為の摘発体制の確立、約束不履行に係る公平な裁判の普及など、環境整備に向けた努力を継続しながら、現状を打破するタイミングを見極めることが期待されている。



### 〈参考文献〉

- 朱寧(2017)、森山文那生訳『中国バブルはなぜつぶれないのか―剛性泡沫』日本経済新聞出版社
- 李智慧(2015)「中国ネット事業者による金融革新:アリババ、テンセントの戦略と日本企業への示唆」野村総合研究所『知的資産創造』15年11月
- IMF (2017), 『People's Republic of China, Staff Report for the 2017 Article IV Consultation』, IMF Country Report No.17/247