

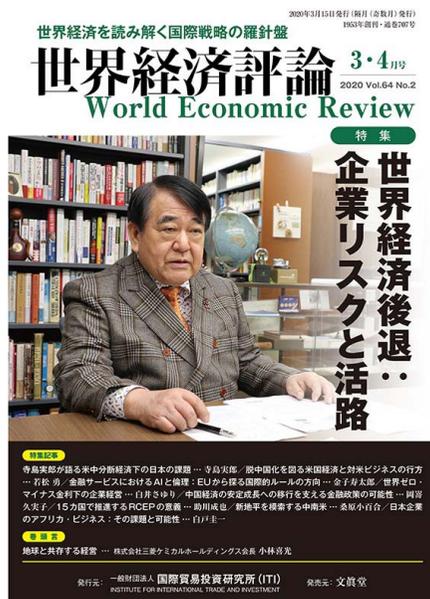
Back Number

本論文は

世界経済評論 2020年3/4月号

(2020年3月発行)

掲載の記事です



世界経済評論

定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp
雑誌のオンライン書店

中国経済の安定成長への 移行を支える 金融政策の可能性



キャノングローバル戦略研究所研究主幹 岡寄 久実子

おかざき くみこ 1984年東京外国語大学卒業後、日本銀行に入学。国際局、福岡支店、総務局、情報サービス局、香港事務所、金融研究所勤務等を経て（ランド研究所、外務省経済局、中国人民銀行上海総部への出向経験を含む）、2016年より現職。主な研究分野は、中国の金融・財政制度改革。

中国は経済の改革開放政策に舵を切った1978年以降、年平均9.4%の高い成長を続け、ドルベースの経済規模では世界第2位の大国となっている。ただし、最近の中国では、2009年前後に膨張した債務問題の解消に努めると同時に、高度成長の終焉に伴う需要の変化や対外経済摩擦の深刻化に、金融システムや金融市場を混乱させることなく、対応してゆくことが求められている。

2015年以降の集中的な取組みを経て、中国のマクロの債務残高の急伸は収まりつつあるように窺われる。一方で、金融市場の一部で約定違反等の混乱が散見されるようになり、秩序の回復が求められている。中国の強みであるインターネット技術を活かした金融サービスの多様化を進める動きは、新たな発展の種として、今後の展開が期待されているが、現状、当局はどちらかというと抑制的なスタンスで臨んでいる。

中国が「2つの百年目標」を達成して、建国100年の2049年までに、富强・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ためには、国際協調の枠組みの中で構造改革を着実に進めていくことが重要であろう。

はじめに

中国経済は、1978年末にスタートした改革開放政策の下、2018年までの40年間、平均で実質9.4%（年平均）の成長を続けてきた。この間、同国の名目GDPは1978年の約3,700億元から2018年の92兆元へと250倍の拡大を示し、ドルベースの経済規模では、世界第2位となっている。日本の名目GDPが、1950年からの40年間（高度成長期とバブル膨張期を挟む）で、約125倍の増加となったことと比べると、

そのインパクトの大きさがより強く感じられる。もっとも、2012年以降、中国の経済成長速度が鈍化する一方で、過剰生産能力、過剰住宅在庫、過剰債務の問題が深刻化し、ここ数年は産業構造の転換と金融リスクの管理が重要な政策課題となっている。

金融リスク管理の主管部門である中国人民銀行（中央銀行）と銀行保険監督管理委員会（以下、銀保監会）にとって厄介なのは、中国が高度成長から安定成長への円滑な移行を目指す中で、金融リスクを抑えるだけでなく、経済構造改革や顧用の確保などへの配慮も求められてい

ることで、政策のかじ取りは難しくなっている。

I 金融制度改革が目指す姿

1984年、中国共産党第12期第3回中央委員会全体会議（12期三中全会）は、農村から始めた経済制度改革を都市部でも展開することを決定し、改革の対象として、価格システム、税制、財政制度、金融制度等を掲げた。金融制度改革については、人民銀行副行長を座長とする検討グループが、国内外の専門家との討論などを経て、党中央及び中央政府に対し、以下のような目標を設定することを提言した（劉ほか、2009）。

- ①「集中・統一」の原則の下、中央銀行が金融調節を自在に行える体制を確立し、経済を活性化させると同時に、マクロ管理を実現できるようにする、
- 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し、中心都市を拠り所とする規模の異なる金融センターを形成する、
- ③多様な信用供与形式と融資ルートを発展させる、
- ④金融機関の経営管理において、企業化と現代化を実現させる。

これまでのところ、改革は大きな成果を挙げたと評価できるが、上述の目標は完全に達成されたわけではなく、残された課題は難しいものばかりであり、改革の道筋がみえにくくなっているように感じられる部分もある。

例えば、③の信用供与形式や融資ルートの多様化の面では、中国経済の成長とともに、産業を構成する主体が国有企業、集団所有制企業、

民営企業、外資企業などへと多様化しているにも関わらず、金融サービスの提供は国有企業優先という旧来の状況が続いているとの批判が根強い。近年はインターネットを活用した金融サービスが、中小民営企業などに新たな扉を開きつつあるものの、ルールの整備などが追いついていないという課題がある。

また、①の中央銀行の金融調節についてみると、金利メカニズムの浸透はある程度進んでいるものの、総需要のコントロールは、依然としていわゆる「窓口指導」などの行政的な手法が効力を発揮している模様である。4千機関を超える中国の銀行業金融機関の経営基盤整備の改革（自己資本の増強、リスク管理体制の整備、経営陣及び職員の技能向上等）が道半ばである状況下、競争の激化と落伍者の続出をもたらす可能性がある金利の市場化に対し、金融当局は慎重なスタンスを維持している。

④の金融機関の経営管理については、主要商業銀行の株式上場を機に、経営戦略策定の独立性や透明性の向上などが進んだ一方で、リスク管理面では、なお多くの課題を抱えているとの指摘が少なくない。また、そもそも商業銀行の独立性と言っても、大型商業銀行の殆どは政府が主要株主であり、地方拠点の中小商業銀行も出資者が地方政府関係機関であることが多い。監督当局は、「政府は、出資はするが経営には関与しない」との趣旨の説明をしばしば口にしてはいるが、共産党との関係も含め、金融機関経営の自主権と責任のあり方については、なお議論の余地があるように思われる。

II 過剰債務問題の背景

これまでの金融政策の流れを振り返ってみる

と、景気刺激とリスクコントロールのバランスをとる難しさが浮かび上がってくる。

例えば、1990年代半ば頃までの中国では、まだ「供給が需要に追いつかない（中国語：“供不应求”）」というモノ不足の状況がベースであったため、金融緩和などによって投資意欲が刺激されると、瞬く間に建設資材等の急騰が広がり、インフレが深刻化することがあった。その後、国内の生産能力の向上につれて、消費者物価は総じて安定的に推移するようになったが、過剰投資を受けた生産能力の過剰が工業製品の出荷価格を下落させるなど、デフレ懸念が強まる時期もあった（図1）。また、1998年に住宅の購入・所有を可能とする住宅制度改革（ただし、土地の所有権は政府に帰属）がスタートすると、金融緩和期には不動産価格が高騰する状況も頻発し、人民銀行は資産価格の動向も注視しなければならなくなった。

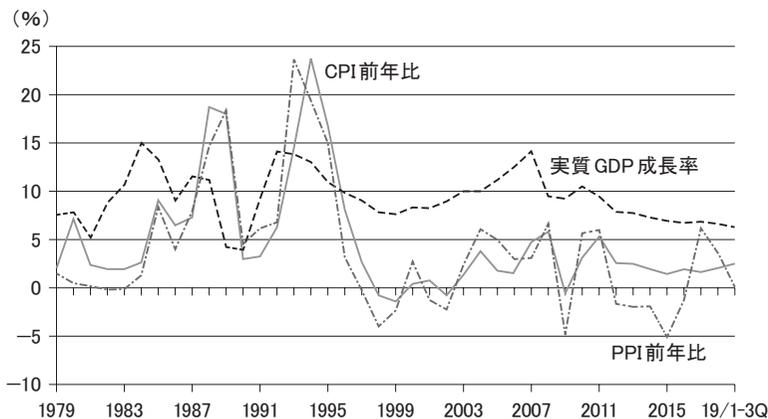
2008年、グローバル金融危機が勃発し、中国でも輸出不振を受けた景気後退や失業問題が深刻化しかけた。そこで共産党中央委員会と中央政府は、いわゆる「4兆元の景気刺激策」を打ち出し、インフラ建設や産業設備の更新を促

すことで、景気を回復させようとした。その資金源は、中央政府1.18兆元、地方政府1.25兆元その他（国有銀行、民営企業など）1.57兆元と、中央政府による財政支出のウェイトは3割弱で、地方政府の資金と銀行融資のウェイトが大きかった（日本貿易振興機構・海外調査部、2009）。

III 地方政府関連融資の複雑さ

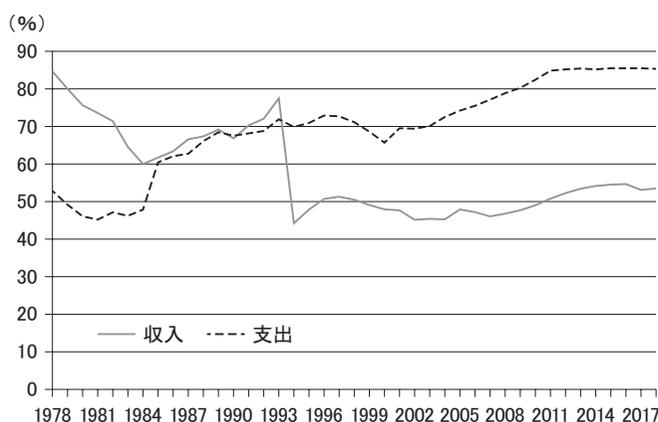
当時、主な経済主体がどのように行動したかについて、まず、地方政府の状況を見ると、中央政府と地方政府の間で財源の配分と政策実施の役割分担が不均衡で、地方政府の資金不足が常態化していた問題がある。1993年の税制改革によって、税収は地方政府よりも中央政府に多く配分されるようになった一方、地方政府が遂行すべき業務は中央政府よりも圧倒的に多く、財政支出全体に占める地方政府支出の割合は上昇傾向を辿った（図2）。こうした事情のため、ほとんどの地方政府は恒常的な財源不足に悩まされていた。制度的には、地方の財源不足は中央政府によって補填されることになって

図1 中国の実質経済成長率と物価の推移



資料出所：CEIC China Premium Database

図2 中国の地方政府の財政収支の国全体に占める割合



資料出所：CEIC China Premium Database

いたが、地方政府の実感としては、中央政府による資金配分は地元のニーズを満たすには全く足りていなかった。当時の地方政府は、債券発行や銀行からの借入れなどを通じて独自に資金調達を行うことを禁止されていたため、政府会計から独立した事業体（後に「地方融資平台」と総称されるようになった）を立ち上げ、その組織に債券を発行させたり、銀行から借入れを受けさせたりして、主としてインフラ整備や学校・公立病院等の建設・運営のための資金調達を行わせていた。

独立会計である地方融資平台の債務について、地方政府が責任を負うことはないはずであったが（地方政府は資金調達だけでなく、保証を提供することも禁じられていた）、実際には多くの地方政府は様々な形で地方融資平台の資金調達に関与し、実態として地方融資平台の債務を保証していた。このため、金融機関の地方融資平台に対する融資スタンスは、甘くなりがちであった。行政上の規制が多い銀行業金融機関にとって、地方政府からの融資要請は断りにくいものであった（地元経済の発展に非協力的であるとみなされると、経営に支障をきたす

と考えられることが多かった）うえ、「最終的には地方政府が返済責任を負ってくれる（暗黙の保証の提供）」という安心感があったことが、融資相手や対象プロジェクトについてのリスク査定を形骸化させていた可能性が高い。

IV 旺盛だった企業の投資意欲

「4兆元の経済刺激策」には産業の高度化や公害対策の推進なども織り込まれていたため、鉱工業及びサービス業でも投資意欲が強まった。また、高速鉄道の建設加速に伴う新駅周辺の再開発プラン等を受けて、各地で不動産投資も盛り上がった。問題は、鉱山開発、設備増強、不動産開発などの多くが、全国的な需要を冷静に予測することなく、各地で競い合うように推進されたため、投資効率の低いプロジェクトが次々と打ち上げられ、過剰投資となってしまったことにあった。

例えば、製造業の一部では数年の内に生産能力が過剰となり、製品価格が下落し、企業収益の悪化につながり、最終的には借入金の元利払いや社債の償還に支障を来す事象がみられるよ

うになってしまった。また、2010年頃までは、エネルギー需要の増加を見込んだ石炭などの資源開発向け投資意欲も旺盛で、そのための資金調達も活発に行われていたとみられているが、採算の合わない鉱山開発が各地で実行され、債務負担だけが残ったプロジェクトも少なくないと報道されている。

V 理財商品とシャドーバンキング

上述のような地方政府や企業の投資プロジェクトに対する多額の資金供給を可能としたのは、豊富な国内貯蓄の存在であった。もともと中国では、個人にとって、銀行預金以外に余裕資金を運用できる市場はかなり限られていた。株式市場と不動産市場は個人投資家にも開放されていたが、株式市場は乱高下が激しい上、2010年以降2014年頃までは総じて低調な地合いが続いていた。また、不動産市場については、政府が投機的動きを抑え込む政策を打ち出しており、一般には自己居住目的以外の不動産購入はハードルが高く、資産運用目的で不動産投資を行う主体は、企業や一部富裕層に限られていた。一方で、1990年代後半以降の社会保障制度改革や住宅制度改革の進展、さらに子女の教育コストの増加等を受けて、人々は将来に備えた貯蓄を一層重視するようになり、同時に高利回りの貯蓄商品に対するニーズが強まっていた。

金融当局としても、そうしたニーズに全く応えないというわけにはいかず、個人の資産運用目的の商品として、銀行や信託・保険会社による理財商品（財テク商品）の販売を容認した。理財商品は、2004年に登場した当初はそれほど目立つものではなかったが、次第に複雑さを増して、高い運用利回りを可能とするようにな

り、2010年頃にはシャドーバンキングを支える中心的商品として注目を集めるようになっていた。

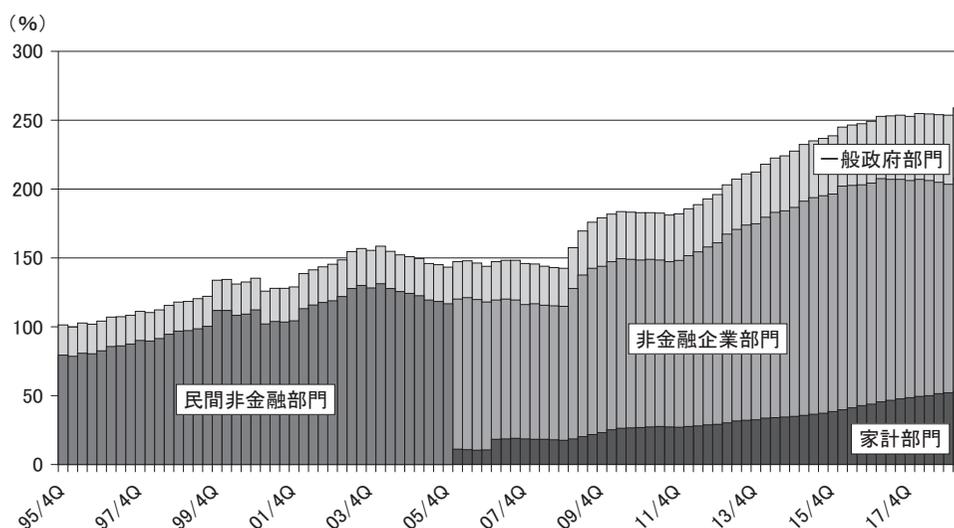
人民銀行は、主要国中央銀行及び監督当局の討議の場である金融安定理事会（FSB）の定義を参考に、シャドーバンキングを「正規の銀行システムの外で、流動性と信用転換機能を有し、システミックリスクや規制回避を引き起こす可能性のある機関または業務によって構成される信用仲介システム」と定義し、小額貸出会社、質屋、信用保証会社、私募エクイティファンド、農村資金互助社、各種民間融資機関などが、その主体に該当すると説明している。この定義によれば、理財商品や信託商品はシャドーバンキングに含まれないとの議論もあるが、商品構成の複雑性や集められた資金の流れの不透明性などに注目し、両者をシャドーバンキングに分類する研究もある（梅原、2015）。筆者は、後者の捉え方のほうが中国の実態を反映していると考えている。

中国の商業銀行の多くは、窓口指導等による融資抑制が厳しくなると、それを迂回する手段としてシャドーバンキングを活用し、様々な投資プロジェクトに資金を提供していたとみられている。

VI デレバレッジの大号令

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：+37.3%、+20.8%）、その後も2014年まで、前年比15~20%の高い伸びを続けた。その結果、債務残高全体の対名目GDP比率は、2008年末の142%から、2014年末の228%へと急上昇を示し、2019年第1四

図3 中国の制度部門別債務残高の対GDP比率



資料出所：BIS total credit statistics (2019年9月公表データ)

半期末には259%となっている（図3、内訳：政府51、非金融企業155、家計54%）。

こうした債務急増の動きについては、当初から行き過ぎを懸念する声が国内外で上がっていたものの、中国経済が高度成長を続けている間は、主要債権者である商業銀行の不良債権比率が着実に低下していたこともあって、共産党指導部及び中央政府は、部分的な注意喚起を発する程度の対応に止まっていた。しかし、経済の減速が明確になった後、2013年頃になると、一部国有企業や地方融資平台が債務の返済に窮しているとのルーマーが広がり始め、会計検査院に当る組織が地方政府関連融資の実態調査に踏み出した。そして、2015年12月の中央経済工作会议では、2016年の重点経済政策として「三去（過剰生産能力・過剰住宅在庫・過大レバレッジの解消）、一降（企業コストの引下げ）、一補（弱点分野の補強）」が採択された。

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、より大きなりターン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。

デレバレッジの推進については、人民銀行と銀保監会が中心となって、各種ガイドラインを公表し、2016年と2017年は重点的に債務リスクが進められた。地方政府関連の債務については、2014年に予算法が改訂され、全国人民代表大会（国会に相当）が設定する総額の範囲内で、地方政府が自ら債券を発行し、建設プロジェクトの資金に充当させることが認められるようになった。

企業債務の削減については、2016年10月、中央政府が「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）の活用，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，といった手法を軸にデレバレッジを推進することを奨励した。

VII シャドーバンキングの抑制

金融当局は、過剰債務問題の「入口」の一つとなっていた高利回りの運用スキームの抑制にも乗り出した。まず当局は、当時の理財商品や信託商品が、金融機関等による損失補てんを受けて元本割れないよう運用されていた実態を問題視し、2013年末頃から、商業銀行や信託会社に対し、理財商品・信託商品の設計を明確にするとともに、投資家に自己責任の原則を理解させるべく、丁寧な説明を行うよう指導を強めた。当局は理財商品そのものを否定したわけではないが、顧客確保を重視するあまりモラルハザードを蔓延させるような理財商品の販売のあり方について、改善を強く求めるようになった。同時に、当局は銀行のオフバランス取引（委託貸出、銀行引受手形等）に対するモニタリングも強化し、信用創造の過度な拡大を抑えにかかった。

2010年代後半には、P2Pに代表される新たなサービスも急速に広まった。P2Pとは、インターネットを利用したプラットフォーム上で、資金の運用希望者（投資家）と調達希望者（企業等）をマッチングさせるサービスを指す。投資家にとっては自己責任でリスクをとるかわりに相対的に高い利息を受け取ることができるというメリットがあり、企業サイドには、多少金利が高くても、タイムリーに必要なだけの資

金を調達できるというメリットがあるということと、2015年から2017年にかけて融資残高が急増した。しかしながら、P2P市場の盛り上がりにつれて、虚偽情報の登録、資金の持ち逃げ、資金調達後の破たんなどのトラブルが増え、2018年以降、当局はプラットフォームの運営を抑制するスタンスに転じている。

VIII 景気後退への配慮と 金融リスク抑制のバランス

上述のようなデレバレッジの推進とシャドーバンキング抑制の政策措置等を受けて、中国全体の債務残高の急増傾向には歯止めがかかったようにみえる（前掲図3）。2019年11月25日、人民銀行は年次報告書「中国金融安定報告2019」を公表し、これまでの金融リスクの防止と解消を目指す政策対応は、一定の成果を挙げたと評価している。そして具体的な成果としては、

- ①マクロのレバレッジ比率の安定、
- ②高リスク金融機関への秩序だった対処、
- ③金融秩序の整備（インターネット金融の整頓、非合法資金調達活動の取り締まり等）、
- ④金融市場動揺への対処（一部中小銀行の流動性不足の緩和等）、
- ⑤監督制度の整備（資産管理に関する法整備、シャドーバンキングの抑制、金融持ち株会社に対する監督管理の強化等）、

などが紹介されている。

また、報告書は、当面の政策スタンスについて、国際経済・金融面の不安定要素の増加と国内経済の下押し圧力の増大等が見込まれる中、変化する金融リスクへの対処が重要であると指摘し、政策課題として、

- ① 穏健な金融政策の維持による適切な流動性管理,
- ② 実体経済の発展への更なるサポート,
- ③ シャドーバンキング関連リスクの解消,
- ④ 高リスク金融機関のリスク管理能力増強,
- ⑤ 金融秩序の整頓,
- ⑥ 金融市場の動揺防止,
- ⑦ 監督制度の改善,
- ⑧ 金融分野の改革開放の推進,

など、緩和・引き締め双方に及ぶ課題を掲げている。

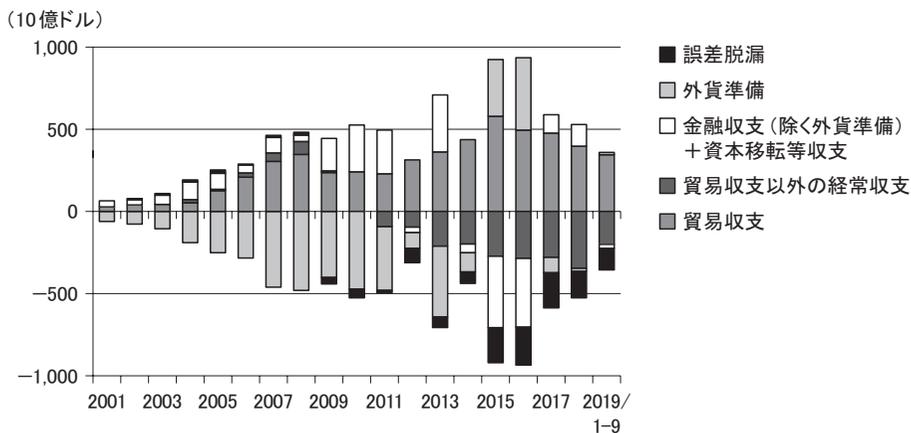
金融機関の経営を巡る環境が厳しくなる中、2019年には、経営破たんが懸念され、救済措置が採られた中小商業銀行が複数現れた。金融当局は個別銀行のトラブルが銀行業全体に波及しないように注意を払い、また、金融リスク管理の強化が景気を下押ししないよう流動性の供給に気を配っている。ただし、実際の政策運営上は、困難も多い模様である。

例えば、地方のインフラ建設をサポートする趣旨から、財政部は地方政府による債券発行を前倒しで実行するよう促している。地下鉄網や

ライフラインの整備など、全国各地でインフラ建設需要は依然として強いと思われるが、やはりプロジェクトの採算性をきちんと把握したうえで進めることが重要であり（採算性が低くても実行すべき建設があることも事実であるが）、投資資金の確保が容易だからと言って、建設を急ぎ過ぎるのは危険である。甘い見通しでの建設プロジェクトの実行は、将来、金融機関の不良債権増となる可能性が小さくない。

また、米国との摩擦が深刻化する中、2019年、米国は中国を為替レート操作国と認定した（20年1月解除）。今後、米国は中国に対し、金融面では市場メカニズムの一層の導入や、対外開放の拡充を求める可能性が高い。この点に関して注意すべきなのは、国際収支動向である。中国の国際収支動向をみると、貿易収支は大幅な黒字を続けているが、近年、貿易収支以外の経常収支（旅行収支や知的財産権に関する収支）は赤字となっている（図4）。また、資金流出方向の誤差脱漏が目立っており、資金流出圧力が強いことを示唆している、こうした状況で、金融市場の対外開放や市場メカニズムの

図4 中国の国際収支の推移



資料出所：China Premium Database

更なる導入を急ぎ過ぎると、大幅な資本流出を誘発し、市場を混乱させる恐れがある。

人民銀行や傘下の国家外貨管理局は、為替レート決定メカニズムの市場化改革は相当長い時間をかけて取り組むスタンスであるが、中国の経済面での存在感の増大につれ、国際金融界の中国への期待も大きくなっているだけに、いつまでも為替レートの変動制約やクロスボーダーの資本移動にかかる規制を厳しいままにしておくことはできないだろう。

Ⅸ 2つの百年目標と「強国」への道 (結びに代えて)

中国は、①建党100年の2021年までに、「小康社会（ある程度ゆとりのある社会）」を全面的に建設し、②建国100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、という「2つの百年目標を追求している。その過程では、供給サイドの構造改革の深化、イノベーション型国家の建設加速、農村振興戦略の実施、地域協調発展戦略の実施、社会主義市場経済化制度の改善・加速が重要であるとされ、金融部門には市場メカニズムの浸透を図りながら実体経済に貢献することが求められている。

中国政府は最初の百年目標の達成については、すでに一応のめどは立っていると考えているようにみえる。ただし、中国の一般国民が、「小康社会」の全面的到来を実感しているかという、疑問が残る。地域間、個人間の経済格差は大きく、所得の再分配や発展が遅れた地域への挺入れなどの面の改善が進まないと、格差は益々広がってしまう恐れがある。1990年代

に提示された「社会主義市場経済」という言葉の定義はあえて曖昧にされているが、それゆえに人々が目指す社会のあり方が分かりにくくなっているようにも思われる。市場メカニズムが十分に機能する社会主義経済をどのように構築していくのか、その中で金融の役割をどう位置づけるのか、多面的な検討が求められている。

第2の百年目標はなお30年も先のものではあるが、過去20年前後の間の中国経済の躍進に鑑み、諸外国の間では、中国がこの旗印を掲げて従来の国際経済秩序の変革に挑戦してくるのではないかと、警戒的な声も上ってきている。しかし、中国経済がグローバル化の恩恵を受けて成長、発展を遂げてきたことは間違いなく、その認識は中国内でも共有されている。

中国共産党指導部や中央政府には、国際協調の枠組みの中で構造改革に取り組んでいく意思を行動で具体化していくことを期待したい。同時に、国際経済・金融面の協調の枠組みに参加する国・地域にも、中国の実態を先入観に捉われずに受け止め、協力し合って、経済のグローバル化の負の側面を克服し得る国際経済秩序を構築する努力が求められている。世界全体の繁栄のためには、対話を重ねる中で、百年前には想像し得なかった技術革新を活かす智慧を生み出さなければならない。

【参考文献】

- 梅原直樹 (2015) 「中国のリスク評価に関する試論～全体像をどのように捉えるか～」国際通貨研究所 Newsletter 2015. 9.25 (No. 30, 2015)
- 日本貿易振興機構・海外調査部 (2009) 「緊急調査レポート “中国政府による景気刺激策と効果、日本企業のビジネスチャンスとリスク” 報告書」
- 劉鴻儒ほか (2009) 『変革—中国金融体制発展六十年』(中国語、中国金融出版社)