



金融業と実体経済が乖離する中国の現状と その原因及び対策¹

陳 道富*

要約

1. 近年、中国では金融市場の規模拡大と実体経済の成長との相関関係が次第に薄れつつある。金融市場の効率性も低下し、大量の資金が低生産性部門に流れ、中小企業の資金需要を押し出している。また、調達資金が必ずしも実体経済に回らず、金融市場で運用され、企業の資金調達コストが上昇している。国際資金の大規模な流入・流出も、金融市場のねじれと関係がある。
2. 中国の金融市場において「クラウディングアウト効果」が生じた原因は、①成長段階の変化や実体経済のリスク・収益性のゆがみ、②金融市場での市場参加者間の不公平な競争、③金融規制や管理監督の問題、④事実上の金融緩和政策などの要因が考えられる。
3. 中国の金融市場のゆがみは、単純な償還期限のミスマッチの問題ではなく、資源配分のミスマッチによる償還能力不足の問題である。中国の金融システムは、足元では損失の補填や流動性逼迫に対応できるが、その前に市場調整措置を打ち出し、市場参加者による適切なインセンティブ制度を構築する必要がある。
4. 中国の金融市場における流動性リスクや償還能力リスクは、調整の臨界点に近づきつつある。中国が調整の主導権を持てる時間はもう残り少なくなっており、積極的にデレバレッジのプロセスを進め、金融や経済のリスクを早期に解消する必要がある。

I. はじめに

金融業は実体経済に貢献すべきものである。しかし近年、中国において金融業の市場規模の拡大と実体経済の成長との相関が次第に薄れつつある。単に金融市場を発展させるだけでは、両者の相関の強化には役立たない。金融業が持つ資源配分最適化機能をより効果的に発揮するためには、金融分野における改革の推進に加え、実体経済における価格シグナルの整理、とりわけ政府と市場との関係を整理することが必要である。

¹ 本稿は「金融業と実体経済が乖離する中国の現状とその原因及び対策」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

* 陳道富 國務院發展研究中心金融研究所綜合研究室主任

Ⅱ. 金融業の市場規模と実体経済との乖離

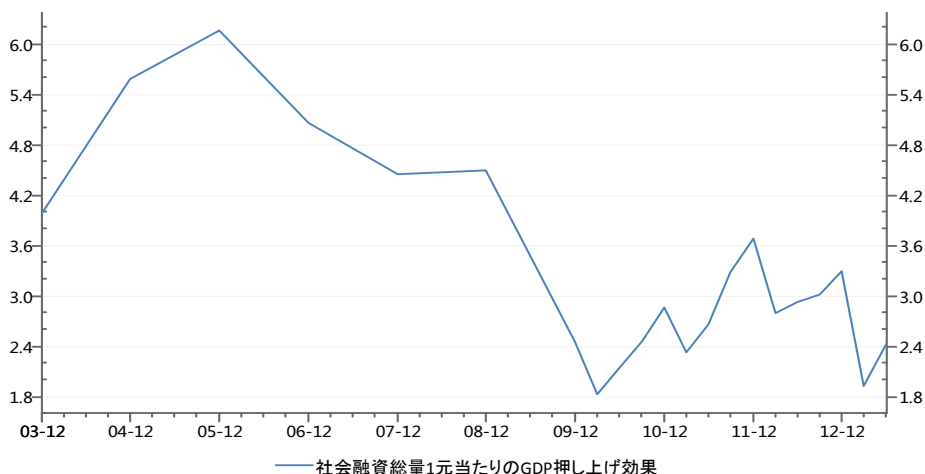
近年、金融業の市場規模と実体経済との乖離が進みつつあり、金融業の市場規模が拡大する一方で、GDP や工業生産額（付加価値ベース、以下同様）などの指標は低い水準で推移している。大量の調達資金が生産性の低いインフラ事業や不動産、その他生産過剰となっている業界に投入されており、一部で資金の「空回り」すら見られる。資金の大規模な流入や流出が発生しているが、これらは中国経済のファンダメンタルズを考慮した投資活動ではなく、国内外での利ざや獲得を狙ったものであり、こうした活動が中国における金融業と実体経済の乖離をより大きなものとしている。つまり、中国の金融市場には明らかなねじれが生じており、「クラウドディングアウト効果」が鮮明になっている。

1. 低下する金融市場の効率性

実際の産出量から判断すると、近年、貸付の投入が生産性を刺激する効果は大幅に弱まっている。国内の社会融資総量（非金融企業による国内での資金調達総額）²や新規貸付が急速に増加している一方、経済成長（特に内需）を反映する各指標は低下を続けている。2005～2008 年には、1 元当たりの社会融資総量によって生み出される GDP は 4 元に上ったが、2012 年には 3.3 元へ、2013 年 1～6 月には 2.44 元まで下がっている（図表 1）。

貨幣の流通速度³は急速に低下している。貨幣の流通速度は 1990 年代を通じて減速し続けた後、2003～2008 年には一旦落ち着いた。しかし、2009 年における過度な金融緩和政策や、その後の社会融資総量の GDP 押し上げ効果の低下により、貨幣の流通速度は 2009 年、2012 年の二度にわたり低下している。2009 年には 2008 年の 0.71 に対して 0.61 に下がり、2012 年には更に低い

図表 1 社会融資総量 1 元当たりの GDP 押し上げ効果



（出所）Wind 資訊

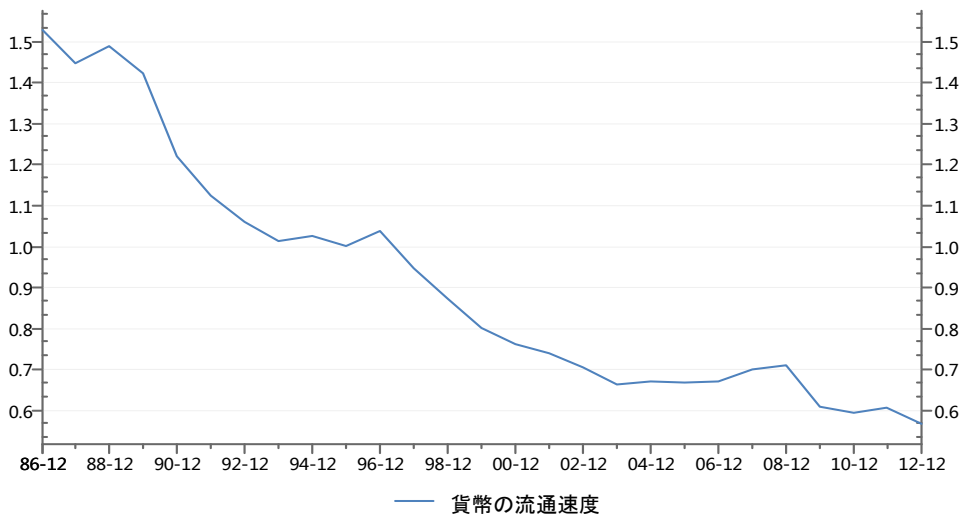
² 非金融企業が国内金融機関や市場から調達した外部資金の規模を示している。これには、人民元建て貸付、外貨建て貸付、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形の割引、株式発行による資金調達、債券発行による資金調達及びその他の資金調達が含まれる。

³ 貨幣の流通速度は、貨幣が一定期間（通常は 1 年間）に流通する回数を指す。通常は GDP/当期 M2 の平均値を用いる。

0.57 を記録した。2013 年上半期の通貨供給量の伸び率はなお名目 GDP 成長率を上回っているが、両者の比率は縮小し続けている（図表 2）。

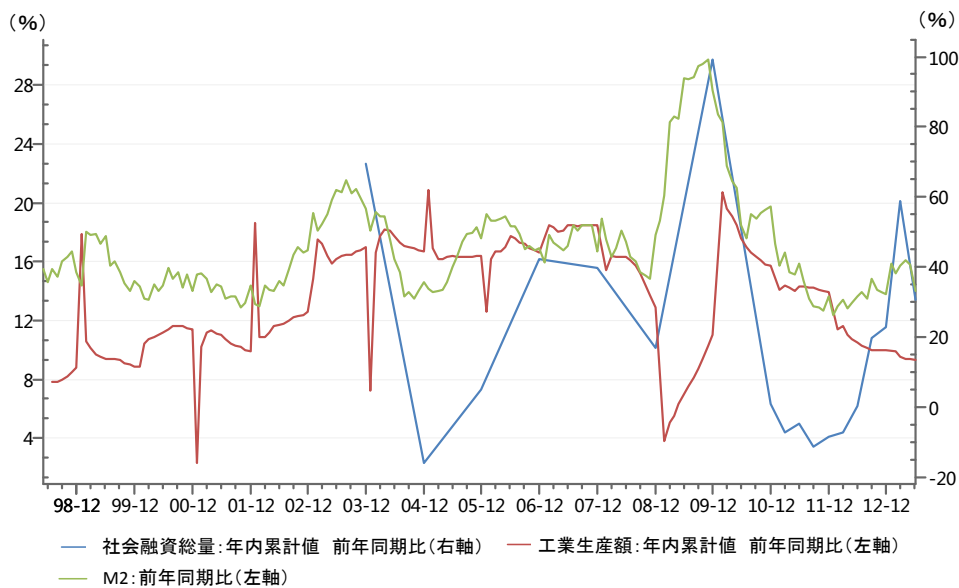
工業生産額と広義の通貨供給量（M2）、社会融資総量の増加率をそれぞれ比較すると、乖離が生じていることが見られる。これまで、M2、社会融資総量の累計増加率（前年同期比ベース、以下同）は、工業生産額の累計増加率と連動していた。しかし、2012 年以降、三者の動向が乖離をみせつつある。M2 と社会融資総量の年内累計値の増加率が上昇を続ける一方、工業生産額の累計増加率は下降の一途にある（図表 3）。

図表 2 貨幣の流通速度の推移



(出所) Wind 資訊

図表 3 社会融資総量、工業生産額、M2 の増加率（前年同期比）の比較



(出所) Wind 資訊

工業企業の負債は、M2 や社会融資総量の推移と連動していない。工業企業の負債増加率（前年同期比、以下同）は2011年以降、低下し続けており、2011年9月の20.51%に対し、2013年5月には11.2%に縮小した。社会融資総量や通貨供給量の伸びは、必ずしも工業企業の負債増加に直結していない。このことは、調達資金の相当部分が、实体经济の工業セクターに投入されていないことを示している（図表4）。

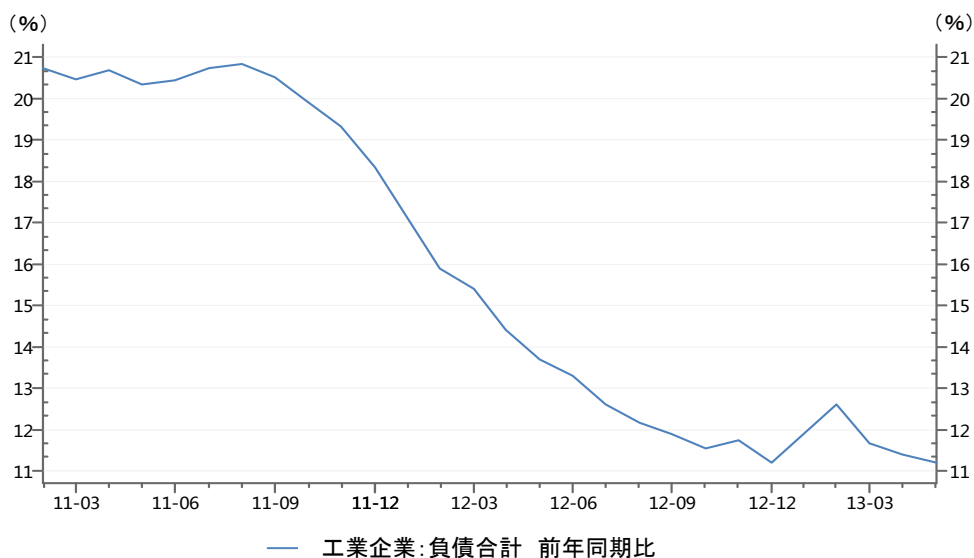
2. 金融市場のねじれ：鮮明な「クラウドディングアウト効果」

中国では現在、多額の調達資金が提供され、表面上は实体经济部門に投入されているが、このうち大量の資金が生産性の低い部門や業界に流れている。生産性やキャッシュフローが良好でない業界、例えばインフラ事業（地方政府融資プラットフォーム会社）、生産過剰業種、不動産などは、暗黙の保証を提供する政府や銀行の存在や、不動産価格の上昇観測があるため、リスク判断が歪められ、収益性が高く評価され、金融市場で（収益性の高い業界であると）幅広く認知され、調達資金を獲得しやすい。上述の業界は金利に対する感応度が低いか、あるいは金利負担能力が高いため、これら業界の資金需要が金融市場を主導した結果、近年は市場金利が上昇している。2013年3月末、地方政府融資プラットフォーム会社や不動産向け貸付残高が各種貸付残高に占める割合は35%に達し、消費者ローン及び非金融企業向け中長期貸付残高の3分の2を占めるまでになった。2013年1~5月、「城投債（地方のインフラ建設を目的に発行される債券）」による資金調達額が企業債の資金調達額全体に占める割合は約40%に上った。これら業界は、经济体に巣食う「腫瘍」のごとく、投下された資金の大部分を吸い上げつつ、中小企業の資金需要を蚊帳の外に押し出している。

3. 資金の「空回り」によって上昇する市場金利水準

表向きには、社会融資総量とは国内の金融機関や金融市場から非金融企業に投下される資金を指す。これら資金は实体经济に投下されており、「空回り」には当たらない。しかし実際に实体经济

図表4 工業企業の負債増加率の推移（前年同期比）



(出所) Wind 資訊

経済が金融システムから獲得する実質的な資金調達額は、社会融資総量の規模を下回る。一部の非金融企業は、金融機関や金融市場から取得した資金を委託貸付や理財（資産運用）などの形で再び金融システムに投下している。また、一部の非金融企業は、利子の一部を資本化している。つまり、調達資金が実体経済の拡大に利用されていない。さらには、調達資金が実体経済の運営に直接関係していないケースさえある。資金運用による利益獲得を図る企業と、通常の事業経営に従事する企業とが、同じ土俵で限られた低コストの資金を奪い合っているため、ベンチマーク金利水準の高騰を招いている⁴（図表5）。

第一に、委託貸付の存在により、実体経済に投下された調達資金規模が実際より大きくなっている。企業が委託貸付に振り向ける資金の多くは、銀行からの借入、あるいは資本市場から調達した資金であるため、資金が二重に計算され、実体経済に投下された資金が実際より大きく見えることになる。近年、委託貸付は大幅に増え、2008年から5年間の新規委託貸付の月間平均額はそれぞれ355億元、565億元、729億元、1080億元、1070億元であった。2013年1～5月の月間平均は1,825.6億元であった。2011年及び2012年、上場会社の非関連企業の間での委託貸付額（新規分）は、それぞれ443.7億元、306億元であった。2013年上半期は約200億元だった。小口貸付会社の設立発起人、あるいは出資者となった上場企業は100社を超える。

第二に、商業手形や銀行間取引などによっても、実体経済に投下される資金規模が大きくなる。このため、企業の資金調達コストが実質的に上昇している。銀行は企業への貸付形態として手形割引以外を認めない（保証金として割引額の20～50%の預金が必要）場合が多く、企業は割引方式で商業手形を発行することにより資金を調達する。企業によっては、銀行から預金条件を提

図表5 リスクフリー金融商品の金利水準



(注) 定期預金金利：1年物の種類は、中国語で「整存整取」と呼ばれ、預け入れ時も引出時も全額で行う必要がある預金であるため、ここでは「拘束型」と訳した（訳者注）。

(出所) Wind 資訊、中国債券情報網

⁴ 中央銀行が預金基準金利を歴史的低位水準に設置していないことも、ノーリスク金融商品の利回りの高止まりをある程度説明している。

示された上に、数度にわたり商業手形の発行、引受、割引を求められる場合もある。銀行は、農村信用社などの金融機関との間で再割引、売戻条件付買入などの同業者間取引を行い、貸付規模抑制の間隔をついている。このことにより、銀行の実質的な貸付金利が高騰する一方、銀行の名目的な預金規模が膨らみ、貸付規模抑制回避の隠れ蓑となっている。

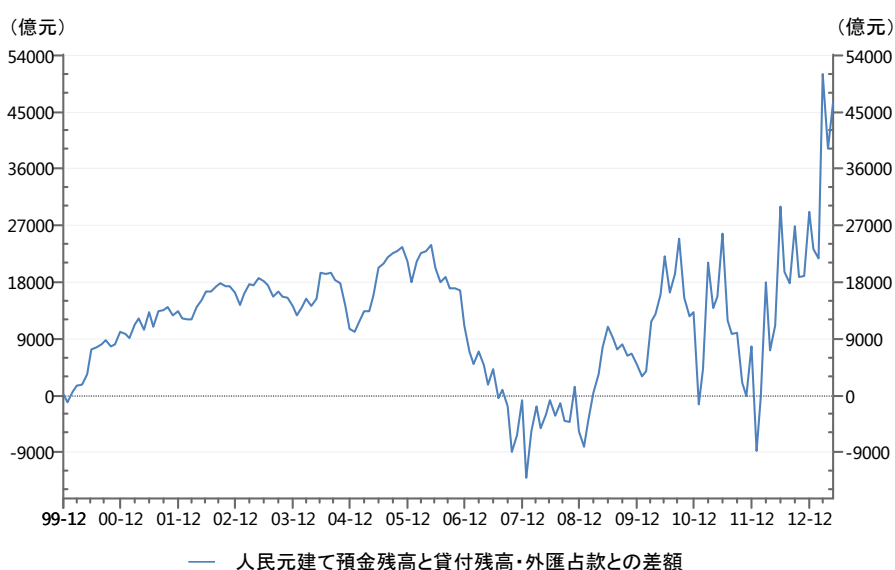
預金という観点から見ると、商業手形などの保証金は、定期預金の形で預け入れられることが多い。企業の定期預金が企業預金に占める割合は、2011年の35～36%程度から、2013年の約41%に急増している。「外匯占款（取得した外貨と引き換えに中央銀行から供給される人民元資金）」や貸付のほか、非貸付資産の拡大も通貨創造の重要な手段となりつつある。人民元建て預金残高と貸付・外匯占款との差額は、従来の9,000億元程度から5兆元近くに急拡大している（図表6）。

商業手形の発行や割引の状況からは、大量の手形割引が商業銀行のバランスシート外で発生していることが分かる。商業銀行が銀行引受手形を発行する場合、銀行の再割引によって貸付を実行する形が大半である。残高から計算すると、割引率は安定的で、以前は0.65程度を維持してきた。しかし2013年末時点の銀行が引き受けた満期前の商業手形残高約9.2兆元に対し、割引残高はわずか24%であった。通常の場合で計算すると、約3.77兆元の手形割引が、商業銀行のバランスシート外で発生していることになる（図表7）。

また、商業銀行が保有する他の銀行に対する債権が、他の銀行からの債務に比べて急速に拡大している。2009年末は5.4兆元であったが、2013年5月には15.4兆元に増え、わずか3年5カ月の間に3倍近くに増えた（図表8）。

第三に、新規借入が既存債務の返済に利用され、利息が資本化すると、資金調達の拡大が実体経済の成長推進にはつながらず、資金の「空回り」現象が起きる。2013年5月現在、家計・企業の債務負担は82.9兆元を超えた。金利を保守的に見積もって7%と考えた場合でも、利息支出は4兆元を超える計算となる。

図表6 人民元預金の形成をめぐる構造の変化



(注) 「外匯占款」とは、「取得した外貨と引き換えに中央銀行から供給される人民元資金」を指す（本文中の定義）。

(出所) Wind 資訊

図表 7 商業手形割引の形態に見られる変化



(出所) Wind 資訊

図表 8 拡大する銀行間取引資産



(出所) Wind 資訊

4. 金融業の融合加速、資金調達連鎖延長で利ざや獲得が活発に

企業だけでなく、金融機関も、資金調達活動による利ざや獲得を図っている。金融機関は自身の強みを生かし、規制下にある低金利の正規金融システムと、高金利の民間金融との間で利ざやの獲得を図り、各分野に異なる監督基準を適用し、大きな利益拡張を図っている。異なる部門間の資産管理業務で合作（協業）した場合、監督体制や基準が緩くなる。ここには一部にモラルハ

ガードが存在しており、かつ近年になって急速に拡大している。

まず、銀行、信託、証券、保険、ファンドなど異なる業界にまたがる合作が増えている。「チャンネル」（中国語で「通道」）を受け持つ金融機関の種類も増えつつあり、金融機関（特に銀行）と銀行間取引（コール取引）、債券、及び非標準型直接金融市場との連携がより緊密になっている。一方で、資金提供者から実際の資金使用者までの融資の連鎖が長くなったため、企業が最終的に負担する資金調達コストが上昇している（図表9）。

5. 外国為替相場的大幅変動、国際資金の大規模な流入・流出

一部の貿易会社は、国際市場、特に香港などのオフショア人民元市場を利用して、利ざやの獲得を図っている。2013年1～4月、中国の金融機関における外匯占款（外貨資産購入額）は1.51兆円で、月平均で3,775億元増えた計算である。4月には、人民元から米ドルへの交換レートが急上昇した。中国の香港、台湾や一部ASEAN諸国への輸出が急増したが、これらは深圳など特殊関税区からの商品が主体で、容積が小さく、単価の高い商品が多い。人民元建て信用状の開設件数も急増している。但し、5月は外匯占款の増加が669億元に留まり、82%近くの縮小となった。6月は人民元の対米ドル交換レートが下がり始め、外匯占款は純減となった（図表10）。

中国経済に対する国際社会の懸念を反映して、人民元の対米ドル交換レートは大きく変動し、国際資金の大規模な流入、流出が起きた。これは、必ずしも中国経済のファンダメンタルズを正しく反映したものでなく、中国の金融市場のねじれと密接な関係がある。これにより、輸出企業の競争力が損なわれ、中国の金融市場のねじれがさらに悪化し、為替相場の下落、資本流出の潜在リスクが残された。

図表9 2012年末現在の中国における「影の銀行（シャドーバンキング）」の規模

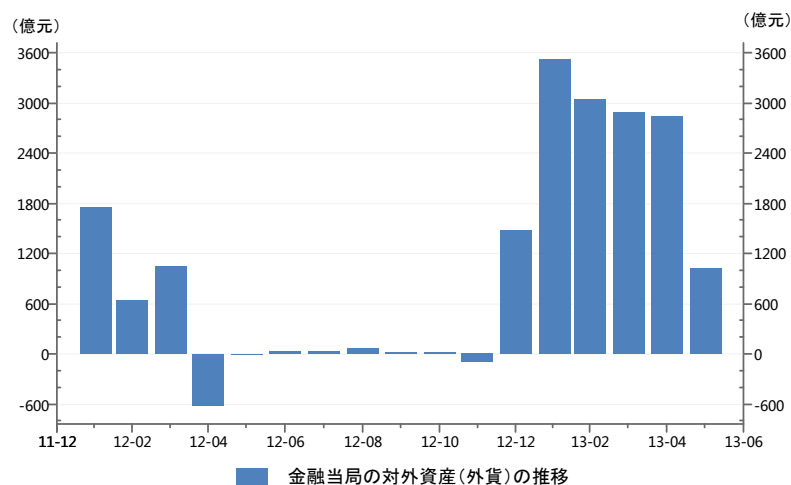
（単位：兆元）

商品類型	全商品の推計総額
銀行理財（資産運用）商品（オンバランス）	1.50
銀行理財（資産運用）商品（オフバランス）	5.60
集合資金信託計画	1.90
単一資金信託計画（チャンネル業務）	2.50
単一資金信託計画	2.60
証券会社投資計画（チャンネル業務）	1.50
証券会社投資計画（その他）	0.40
委託貸付	5.90
ファイナンスリース（銀行貸付計上分を除く）	0.94
質取引	0.28
小口貸付会社	0.59
民間融資	4.50
合計	28.21

（注） 重複計算部分を除外せず。

（出所） Wind 資訊、中国信託業協会

図表 10 外匯占款の推移



(注) 「外匯占款」とは、「取得した外貨と引き換えに中央銀行から供給される人民元資金」を指す(本文中の定義)。

(出所) Wind 資訊

Ⅲ. 金融市場のねじれを招いた原因の分析

金融市場において、これほど鮮明な「クラウディングアウト効果」が生じた原因は、多岐にわたる。例えば、実体経済レベルの体制やメカニズム、金融システムのモデル転換や監督不足、さらには金融市場環境における事実上の金融緩和政策などの要因が考えられる。

1. 成長段階の変化、実体経済におけるリスクや収益性のゆがみ

生産性の低い部門に絶えず資金が集まり、さらには正規の金融システム外にある市場化レベルの高い民間融資までもが流入しているのは、なぜだろうか。市場は理性的であり、リスクを織り込んだ収益性を追求する。ゆえに、政府による介入や、政府による暗黙の保証の存在によって、実体経済のリスクや収益性が歪められていることこそ、問題の最たる根源である。戦略的新興産業、例えば太陽光発電などの新エネルギー産業や、鉄鋼、非鉄金属といった生産能力過剰業種においては、多かれ少なかれ、産業政策や地方政府主導の影響が見て取れる。地方政府の介入はさらに、一部銀行の上述の業界向け貸付からの迅速な撤退も妨げている。地方政府融資プラットフォーム会社が支えるインフラ事業には、必ずしも十分な経済合理性があるとは言えないが、見込まれる土地売却益や土地の信用保証機能、政府による暗黙の保証の存在が、資金の絶え間ない流入を促している。不動産向け貸付は、住宅価格の上昇観測や価格高騰によって促されており、住宅価格の高騰により地方の土地売却益が拡大し続けているため、地方政府は地価の高値維持を望み、さらには国有不動産会社を設立して不動産業界に直接介入し、地方政府融資プラットフォーム会社のキャッシュフローの均衡を図っている。

要するに、政府の直接的、間接的な介入や信用保証こそ、生産性の低いセクターが資金を獲得できる理由である。当然のことながら、政府の介入や信用保証が生じる内的原因は多岐にわたる。これは中国の行政体制や財政・税制改革によるものであると同時に、中国がリーマン・ブラザー

ズの破綻後に起きた金融危機後の対応のために実施した大規模な景気刺激策の後遺症でもある。

では、他の実体経済セクターが十分な資金を得られないのは、なぜだろうか。まず、資金が政府の信用を裏付けとする低リスク分野から除外されたため、高い資金調達コストを負担しなければならないことが挙げられる。また、中国の実体経済の収益性がやや低下し、自主的な投資意欲が不足していることも一因である。

三大モデル転換（工業化と都市化、経済の市場化、開放型経済への移行）によって発現した構造的な成長力はなお存在するが、勢いは弱まりつつある。資源の優位性（労働力、資源、環境）、特に人口ボーナスも次第に失われ、中国経済の潜在成長率はすでに低下しつつある。より重要なのは、中国の30年にわたる急成長の間に、成長メカニズムが少しずつ変化してきたことである。資源を集中投下して一大事業を展開できるような、展望が明確な分野や機会はほぼなくなり、囲い込み式の粗放的な発展の時代はほぼ終わりを迎えた。中国経済は今後、粗放的な成長から緻密なモデルへの移行、専門性の向上、生産中心から生産性・消費需要中心への移行、コスト削減や効率化（合併再編、業界集中度の上昇を含む）、分業化、需要主導型などを目指す新段階を迎えるだろう。専門人材や民間取引コスト削減の仕組み（社会の相互信頼を基盤とする）が果たす役割は、より重要になるだろう。ミクロの視点から見ると、近年は企業が新たな投資チャンスを探すのは困難になっており、実体経済への投資活動の魅力は低下の一途を辿るだろう。

2. 偽りの市場化：同一市場内における運営メカニズムの違いと不公平な競争

同一市場に対しては、同一の運営メカニズム（ルール）を適用すべきであるが、市場の適正な区分、特に政策的な資金需要と商業上の資金需要とを区分するための固定された仕組みは中国に存在しない。現在の金融市場における「クラウドディングアウト効果」の本質は、同一市場に異なる運営形態（主に政府・銀行という暗黙の信用提供者の有無によって異なる）が存在し、競争によって「悪貨に良貨が駆逐されている」ことにある。

資金源という観点から見ると、銀行の資産運用商品と他の集合投資商品（ファンド、信託投資）は事実上、「不公平な」競争関係にあり、この競争が市中のリスクフリー商品の金利を押し上げている。各種金融機関はいずれも、広い意味での資産管理業務を手掛けており、これには証券会社による資産管理、ファンド会社が提供するファンドや商品、「陽光私募」と呼ばれる私募投信、保険資産管理会社の資産管理、銀行の理財商品などが含まれる。うち銀行の理財業務は、政府による暗黙の保証を借りた銀行の信用力（銀行信用の乱用にあたる）を背景に、大量の預金者を対象とし、投資家の資格・条件は緩やかなリスク識別能力を持たない投資家向けに資産運用商品を販売している。これら資産運用商品は真のリスクフリー商品ではなく、かなりの資金が地方政府融資プラットフォーム会社や不動産業界に投入されており、実際にはハイリスク・ハイリターンの商品となっている。換言すれば、これら高金利の資産運用商品には実際には一定の信用リスクがあるものの、銀行の信用力の裏には暗黙の政府保証があるため、市場からはリスクフリーの金利水準と見なされる結果となっている。銀行の資産運用資金プールの構成資産の種類について、法律には明確な規定がなく、他の資産運用商品や資産証券化商品に比べ、柔軟性がとりわけ高い。

資金を使用する者の視点からは、倒産間際だが政府の信用力を利用できる企業（生産能力過剰業種）と正常な経営状態にある企業との間、あるいは社会的責任を負う政策的金融機関（地方政府融資プラットフォーム会社）と一般営利機関の間では、それぞれ目標や財務規制の程度が異

なるに関わらず、すべて同一金融市場で資金獲得を争っている。

3. モデル転換期の「生みの苦しみ」：金融の市場化と行政規制との矛盾

金融機関、特に銀行は、なぜ「影の銀行」システムに関与したがるのだろうか。まず、不良資産を分離して商業化を進めた商業銀行は、すでに上場を果たし、効果的なインセンティブ制度を整えており、規模拡大や収益獲得の意欲が高い。一方で、中国のマクロ調整や金融監督においては、今なお行政機関による管理が実施され、産業界への投資規制や、事実上の貸付規模の制限などの規制が存在する。また、預貸比率の規制などがあり、営業活動も監督される。さらには約20%に上る法定預金準備金率が設定されている。非合理的な監督下に置かれた商業銀行は、リスク織り込み後の収益シグナルに対応するべく、各種行政規制を回避したいと考えている。

より重要なのは、中国が金融モデル転換に向けた重要な時期を迎えており、直接金融と間接金融のシステムが融合し始めていることである。業態別管理監督規制とユニバーサルバンキング化、機関に対する監督業務と機能型サービスとの間で、それぞれ矛盾が先鋭化しつつある。その結果、金融機関は各種規制を回避するインセンティブと能力を持つに至った。金融機関はユニバーサルバンキング化や業態間協力、一部オンバランス規制指標が不合理な業務（銀行間や農村信用社などとの取引）などを模索している。

4. 事実上の金融緩和政策

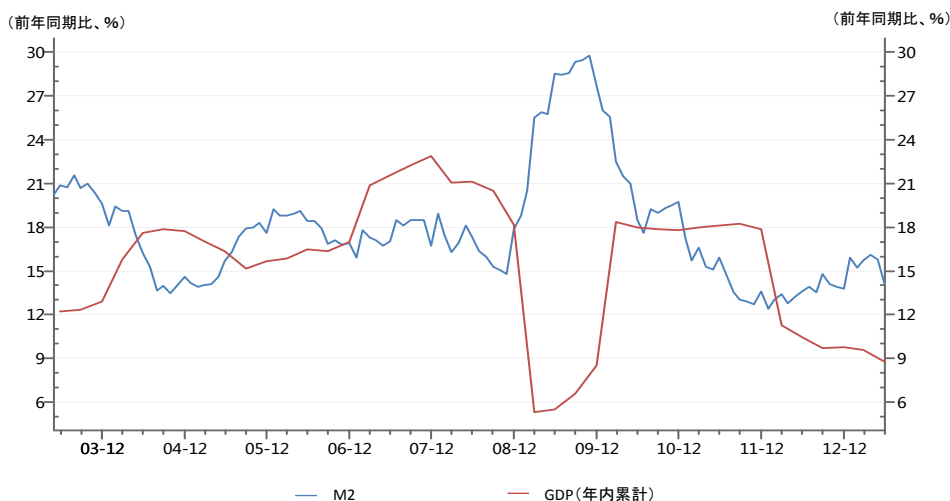
金融システムが生産性の低いセクターにこれほど大規模な資金を絶え間なく提供し続けられるのは、なぜだろうか。これは、中国の金融市場環境において、事実上の金融緩和政策が取られているためである。通貨の運営状況を最終的に決定づけるのは、金融政策、金融監督、金融機関及び市場運営、実体経済の動向であり、これらの作用が重なって、結果に至るのである。中国の近年の金融政策や金融監督は、結果から言えば相対的に緩和型だったと言える。

まず、中国の監督体制には空白部分や一貫性の欠如、不完全性といった問題があり、さらには金融イノベーションが活発であるため、監督の実効性は低い。中国の「影の銀行」システムに対する監督基準は緩やかである。各金融分野の境界分野では連携不足や監督体制の欠陥が見られ、担当部門間でも監督基準にバラつきがあり、一部で実績競争も存在する。市場における収益追求のため、監督の網の目をくぐる金融イノベーションが活発化した結果、金融機関に対する規制が実質的に弱まり、金融機関の業務拡張能力が拡大している。特に、実体経済の一部分野においては、政府による暗黙の保証を背景に、金融機関による過度な業務拡張が起きている。

また、中国の金融政策は事実上の金融緩和政策になっている。2008年以降、中国における信用規模は大幅に拡大しており、2011年を除いて、前年同期比の信用の増加率は、GDPの名目成長率を軒並み大きく上回った。より重要なのは、銀行間市場における金融機関の資産拡張が進む中、中央銀行が「銀行の適正な流動性を維持する」という通常のオペレーションを維持したことである。これは、モラルハザードが広がる中での金融機関の過度な信用拡張につながった。この間、中国の金融政策は「安定・健全」を基調としていたが、4兆元規模の景気刺激策後に、なお固定資産投資の安定成長を保つことは、実際のところ中立的な政策とは言いがたい（図表11）。

要するに、中小企業が資金調達の高コストに直面する一方で、通貨供給量の面では拡張型の金融政策が採られていたことが分かる。

図表 11 GDP（年内累計）の上回る通貨供給量の伸び率



(出所) Wind 資訊

IV. 基本的判断

ゆがんだ金融市場の環境においては、量的な面での金融政策であれ、マクロプルーデンス政策であれ、いずれも現在の金融資源配分のミスマッチを根本から解決することはできない。現在の流動性の問題は、単純な償還期限のミスマッチによる問題ではなく、資源配分のミスマッチによる償還能力不足の問題である。この場合、ある程度の資源を投入してミスマッチによる損失を補填する必要がある。中国は現在、静態的リスクに対する引当資産を潤沢に保有しており、金融システムの損失には十分対応できる。しかし、損失を補填するに先立ち、市場経由の調整措置を打ち出し、市場化を進めるための適切なインセンティブ制度を構築しておく必要がある。中国にとって、このプロセスを可及的速やかに進めることが必要であり、さもなければ、中央政府の介入を欠く中で、金融市場は自力での調整を迫られることになる。金融拡張政策を採っていた場合であっても、米国における量的緩和政策の縮小を受け、中国の投資家は徐々にこの問題を意識し始め、従来の非合理的な展望は一変し、金融市場の調整も 2~3 年程度は伸びたとしても不可避であろう。中国が能動的に調整措置を進められる時間は、もう残りわずかである。

1. 金融政策の効果は限定的

現在の量的な面での金融政策、さらにマクロプルーデンス政策はまだ不完全だが、このこと自体は金融市場のねじれや資源配分のミスマッチの根本的原因ではない。政府による暗黙の保証やモラルハザード、銀行信用の乱用を背景に、地方政府融資プラットフォーム会社や過剰な生産施設は、高い資金調達コストを投入して、キャッシュフローの流動性を維持している。この部分の流動性は、持続不能で非合理的な市場展望という脆弱な基盤の上に存在している。不動産価格が上がり続けるという観測は、民間資金の流れを不動産業界に引き寄せている。しかし、不動産価格の上昇は、政府の土地規制や土地売却益とかなり密接な関係にあり、ここにも政府が提供する暗黙の保証の存在が垣間見える。金融資源の配分は、実体経済の歪んだリスクや収益性に基づいた合理的な配分となっている。

このような流動性の局面においては、金融政策の効果はほとんど期待できない。いかなる資金を投下（量的緩和）しても、すべて経済合理性を欠くプロジェクトや事業体に配分されてしまう。マクロプルーデンス政策、さらには行政的な規制措置を採ったところで、金融機関と金融市場はすでに融合しつつあるため、金融企業、非金融企業とも金融イノベーションによって構造的な改革措置を回避あるいは活用し、資源をマクロ政策が想定しない分野に導いたり、利ぎやの獲得を図ったりするだろう。実体経済の非合理的なインセンティブ制度やバランスを欠く構造は、金融システムが持つべき資源配分能力を阻害している。

金融が持つべき実体経済への貢献機能を更に発揮する上で、鍵となるのは市場の調整措置により実体経済のインセンティブ制度を変え、金融市場に広く存在するねじれを是正することである。金融分野に資源配分の最適化機能を発揮させる上で重要なのは、政府・市場の関係を整理し、市場のリスク評価機能を発揮させることである。このためには、まず不必要な参入時の行政審査を撤廃し、金融機関の正常な経営やリスク管理などに対しても、「老婆心」による介入を減らすことが必要である。同時に、金融機関における職員任命制度も整理しなければならない。それでこそ、政府による暗黙の保証を排除し、市場によるリスク評価機能を正しく発揮できる。次に、市場からの退出メカニズムを整え、金融監督や、中央銀行による再貸付及び預金保険を柱とする適切な金融セーフティーネットを構築する必要がある。最終的には、中国社会のセーフティーネットを整備し、社会的救済と金融安定との適切な境界を探ることとなる。

2. リスク引当資産は損失補填に対応可能、但し適正な市場メカニズムが必要

中国の地方政府融資プラットフォーム会社、生産過剰業種、不動産業界には深刻な問題が存在するが、中国には現在のところ、潤沢な静態的リスクに対応するための引当資産があり、損失の補填や流動性逼迫に十分対応できる。

政府債務の角度から見ると、全体としては中国には償還能力の問題は存在しない。2013年6月末、中国の国債発行残高は8.2兆元、鉄道部の債務残高は2.6兆元、地方政府の債務残高は推計15~20兆元程度であった。政府系債務の対GDP比は50~59%である。鉄道部債や地方政府債のうち、相当部分は事業キャッシュフローを伴っていることを考慮すると、税金などの財政支出が実際に必要なものは、地方債務の50%⁵以内に留まる。この場合、政府性債務の対GDP比は40%以内に収まる。基本養老保険基金（公的年金）の積立不足分など隠れた政府負債を考慮すれば、中国の実際の政府債務の対GDP比は40~60%の間と想定される。しかし同時に、中国にはまだ大量の国有資本があり、国有資本の比重を適宜引き下げれば、政府債務の比重を抑制することができる。

流動性の観点から見れば、中国の流動性は潤沢である。銀行の法定預金準備率はすでに20%に達し、中央銀行手形の発行残高は約4兆元から減り続けているが、なお7,000億元余りを残している。商業銀行が保有する国債金額は膨大であり、ゆえに中央銀行にとって、公開市場操作により金融システムへ流動性を供給するための条件は整っている。中国にはさらに、3兆ドルを超える外貨準備があるほか、20余りの国と通貨スワップ協定を締結しており、スワップ金額は2兆元を超える。

⁵ 四大銀行が2011年に発表したデータによれば、地方政府融資プラットフォーム向け貸付残高は3兆元未満であり、キャッシュフローで債務を完全にカバーできる割合は80%超で、ほぼカバーできる割合を加えると90%以上に達する。

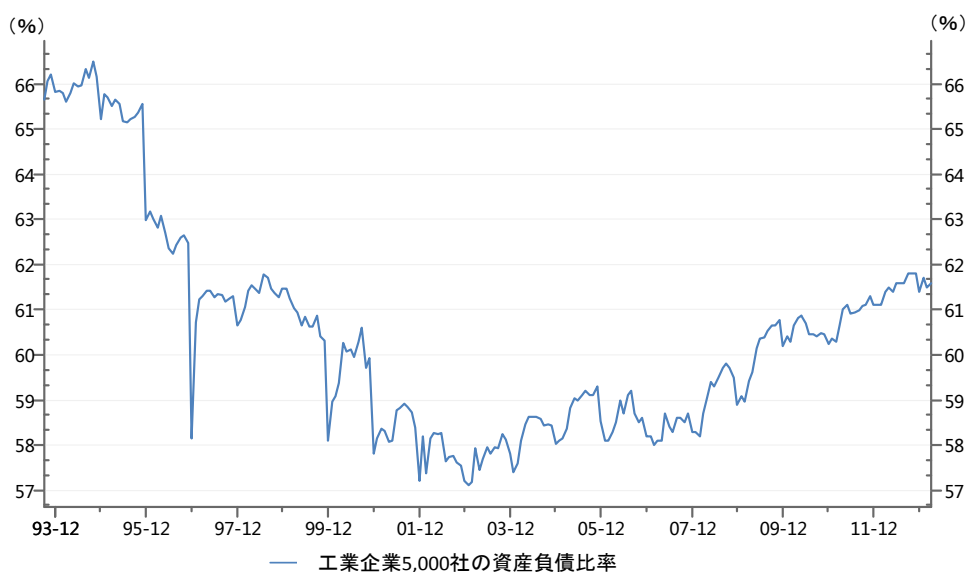
商業銀行の角度から見れば、2012 年末時点で中国の銀行が保有する自己資本は 8.67 兆元、うち中核的自己資本 (Tier1) は 6.43 兆元 (Tier1 比率 9.85%) で、さらに 1 兆 5,370 億元の貸倒引当金が計上されている。2012 年の納税後利益は 1 兆 5,000 億元 (納税前利益は 2 兆元超とみられる) だった。商業銀行の静態的リスク引当資産は 12 兆元程度に達する。現在、銀行の不良債権率は 1%未満である。不良債権の損失率を 50%と仮定すれば、不良債権率が 5.7%まで上昇した場合 (計算は 2012 年末時点の人民元建て貸付残高に基づく) も、商業銀行は現有の貸倒引当金で補填することが可能である。さらに、不良債権比率が 11.9%まで上がった場合、商業銀行は納税前利益をすべて投入すれば補填が可能である。不良債権による損失の補填に全自己資本の投入が必要になるのは、不良債権比率が 38.9%にまで達した場合である。

ただし、当然ながら、効率的な市場メカニズムが構築されていない段階で、拙速に静態的リスク引当資産を投入すれば、市場に蔓延するモラルハザードを悪化させるばかりであり、中国の貴重な静態的リスクに対する引当資産を浪費し尽くしてなお、リスクの元凶である体制の問題を解決できないという結果に終わりがかねない。リスクの継続と蓄積が顕在化すると、中国はリスク解消のためのマクロ調整能力を喪失してしまう。

事実として、中国の地方政府や企業の債務は現在なお膨らみ続け、レバレッジ比率が上昇している。2013 年 6 月、中国の固定資産投資の増加率が 20.1%に達した一方、財政収入や土地収入の伸びはわずか 7.5%で、工業企業の利益増加率も 12.3%に留まった。エクイティファイナンスの増加率に至ってはマイナス 16.5%であった。一方、債務の資金調達額は急速に伸び、債券による資金調達は 48%増、銀行貸付は 14.2%増、委託貸付、信託貸付、銀行間取引資産の増加率はそれぞれ 292.96%、258.39%、23.62% (2013 年 5 月末) であった。企業のレバレッジ比率はなお上昇中である。中央銀行の発表によれば、企業 5,000 社の資産負債比率もまた上昇期にあり、2004 年初頭の 57.4%から 2013 年 6 月末の 61.6%へ上昇している (図表 12)。

要するに、中国には当面の損失を補填するに十分な静態的リスクに対する引当資産を有してい

図表 12 なお高まりつつある工業企業の資産負債比率



(出所) Wind 資訊

るものの、リスクがまだ制御できるうちに、市場調整措置を主体的に打ち出し、市況の変動を踏まえて有効かつ合理的なインセンティブ・メカニズムの構築を図る必要がある。資源配分のミスマッチが今後も続けば、2~3年後には、発生しうる損失が現在の静態的リスク引当資産でカバーできる範囲を超えてしまう恐れがある。その時になって慌てて対応した場合、短期的な経済・金融の安定にのみ終始してしまい、体制の根本的な改善は容易には進まないだろう。経済における供給サイドからの改革を主体的に推し進め、インセンティブ・メカニズムの調整、特に政府と市場との関係の整理を図り、メカニズムの最適化と並行して経済・金融の状況変化に対応し、静態的リスク引当資産を投入するべきである。それでこそ、「メカニズムを金で買う」ことが可能になる。つまり、現在の体制メカニズムにおいては、金融の調整は早めに、受け身ではなく主体的に進めることが望ましい。

3. 調整の臨界点に近づく金融市場、主導権を持てるチャンスは残りわずか

実体経済の収益性は、すでに金融業が求める収益水準を下回っている。2012年、一定規模以上の工業企業の資産収益率は7.46%、一方で銀行の貸付金利（加重平均金利）は6.78%（一般顧客向け貸付の加重平均金利は7.07%）、全債券（中央銀行手形を除く）の平均金利は7.15%だった。一般企業に対する実質金利が上述の2種類の金利を上回ることを考えれば、一定規模以上の工業企業の資産収益率はすでに金融業が求める収益水準を下回っている。2012年は、貸付及び債券（中央銀行手形を除く）の利払いのみで、年間GDPの11.5%に達した。

地方政府融資プラットフォーム会社や生産能力過剰業種において、フリーキャッシュフローが債務・利息支払い支出に対して不足し始め、状況は逼迫しつつある。地方政府の現在保有する債務残高は12兆元を超えると見られ、金利を7%として計算すると、年間の利息支払い支出は8,400億元に達する。一方、地方政府の近年の土地売却益は高く見積もっても3兆元程度であり、このうち処分可能な金額は30%以内、すなわち9,000億元程度とみられる。つまり、地方政府の土地売却益は地方債務の利払いを維持できる程度の額に過ぎない。

企業はさらに、大きな流動性リスクを背負っている。実体経済の観点から見れば、中国の貯蓄資金は投資資金より多いものの、中長期の金融商品が不足しているため、流動性の問題を引き起こしている。中国では固定資産投資の規模が大きいため、中長期資金の需要は多いが、金融システムにおいて提供できる中長期資金の量では、固定資産投資のために必要な中長期資金を賄うことはできない。過去3年間の中国の固定資産投資額（実行ベース）は合計96兆4,300億元に達したが、預金取扱金融機関から提供された中長期貸付は35億2,900万元（うち非金融企業向け中長期貸付は2012年末現在でわずか24.72億元）に留まる一方、各種中長期債券の預託残高（発行残高）は5兆3,800億元、過去3年間のエクイティファイナンス金額はわずか2兆7,000億元であった。これは、企業が深刻な償還期限のミスマッチ問題に直面しており、固定資産投資のうち相当部分が短期資金に支えられていることを意味している。企業は事実上、流動性の吸収（民間金融などからの借金を利用して債務を返済する）という問題を引き起こす当事者になっている。経済の減速が続けば、企業の資金繰りの悪化は避けられず、企業による流動性の獲得は難しくなる恐れがあり、さらには信用リスクが商業銀行などの金融機関の流動性にも影響を及ぼしかねない。

実体経済における投資の効率性は低下し、回転率も低下し、基礎資産の平均収益率も低下傾向にあり、リスクが上昇している。その一方で、資金の回転速度は上がり、資金の規模も拡大し、

リスクを織り込んだ収益性が求められている。リスクが大きくなるほど、金融市場が求める収益性も高くなり、これにより実体経済における利子負担は重くなり、リスクが更に増すという悪循環が生じる。このため、金融業界は単なる償還期限のミスマッチによる流動性リスクのみならず、償還能力リスクにも直面することになる。前者は金融手段によって、あるいは中央銀行の救済により解決が可能である。一方、後者を解決するためには、実体経済の収益率を上げ、必要な債務再編を進めなければならない。もし、金融手段のみで状況を維持しようとするれば、信用規模を必要以上に拡大することになり、「ゾンビ企業」の温床となって、実体経済の効率化や金融市場の正常な運営を妨げる恐れがあり、無制限に維持すべき策ではない。実体経済の需要という裏付けがないままで財政負担を拡張したり、資金を国際移動させたりすることは、政府が金融手段を用いて効率の低い経済活動を守っていることを意味する。

現状では、地方政府の財政収入水準や、事実上の起債による財政赤字補填能力は、地方政府の信用を裏付けとするインフラ事業（地方政府融資プラットフォーム会社）や生産過剰業種にとって、継続的な債務による資金調達が可能かどうかを決定づける要因である。さらに、地方政府の財政信用力は、当該地方の将来の財政収入見通しや、中央政府や中央銀行の救済及び救済能力に対する市場の判断に左右される。後者は、モラルハザードを社会に広くもたらしてしまう可能性をはらんでいる。

一方、中央銀行が金融市場での介入によって市場金利を引き下げ、地方政府の債務負担能力や金融機関の業務拡張能力を拡大することも、市場の調整時期を決定づけるもう一つの要素である。実体経済の収益性低下（収益性の低い資産の比率が拡大）と、金融リスクの増加による投資利回りの上昇は、いずれも自己加速化する傾向がある。市場においてこのような運営構造が広く認識されたり、あるいは国内において深刻なインフレや資産バブルが続いたりすれば、中央銀行は自国通貨レート維持と金融システムの安定化との間で板挟みとなり、実体経済の裏付けのない金融緩和はもはや踏みとどまらず調整の臨界点に達してしまう。

資本項目が開放されれば、国際的な通貨競争がもう一つの足かせとなるだろう。市場において大規模な資産の建値通貨の交換、あるいは資金の海外流出が起きれば、市場の縮小は避けられず、清算を余儀なくされるだろう。

中央銀行や中央政府は現在まだ積極的な介入に着手していないが、地方政府や金融システムはすでに現実問題として流動性リスクや償還能力リスクに直面している。より重要なのは、市場はすでに基礎資産の持続性維持の困難さを認識しつつあり、中央銀行や中央政府の姿勢に過敏になっていることであり、中国の金融市場は調整の臨界点に近づきつつある。米国経済が着実な回復基調になり、量的緩和第三弾（QE3）の終了が検討される中、国際的な金融市場の環境には変化が起きようとしており、中国が調整の主導権を持てる時間はもう残り少なくなっている。中国国内においては積極的にデレバレッジのプロセスを進め、金融や経済のリスクを早期に解消する必要がある。

著者紹介

陳 道富 (Chen Daofu)

国務院発展研究センター金融研究所総合研究室 主任

1976年生まれ。2002年中国人民銀行研究生院（大学院）卒業、修士。専門は金融政策と金融改革。

主要著書に『中国私募基金報告』、『証券投資基金』などがある。

- ・国務院発展研究センター（DRC）は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research