

中国金融

～リスクと新たな発展の可能性～

野村総合研究所（北京）金融システム研究部長

神宮 健



■ 1. はじめに

中国の実質GDP成長率を見ると、2016年第4四半期（Q4）に前年同期比6.8%増とQ3から0.1ポイント上昇し、続く2017年Q1は同6.9%増となったことで、2015年Q1から7四半期続いた成長率低下に歯止めがかかった。但し、今後については、16年秋以降の不動産市場に対する引締め策の影響を受けて、固定資産投資の2割弱を占める不動産投資が減速する可能性や米国の対中貿易政策等の不透明要因があること等から必ずしも楽観できない。

マクロ経済政策を見ると、7年連続で「積

極的な財政政策と穏健な金融政策」の組み合わせとなる中、2017年の金融政策は金融リスク防止を重視するとしており、金融緩和バイアスがかかっていた2016年に比べると中立性が強い。このため景気の下支えが必要な場合は、積極的な財政政策に頼ることになる。

中国政府は、当面、こうしたポリシーミックスを続け、供給側改革等が奏功して新たな経済発展のエンジンが出現するのを待つシナリオと思われる。本稿では、足元での金融リスクへの対応と今後の経済発展を促すと期待される金融面の新たな動きを見ることで、このシナリオの現実性を考える。

■ 2. 金融リスクと対応策

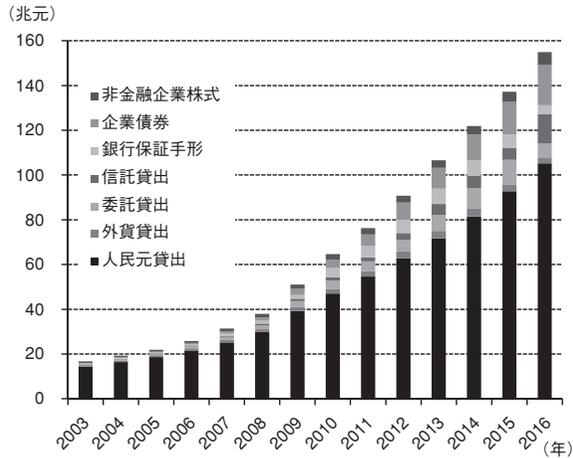
(1) 債務・不良債権のリスクの所在と不良債権処理

まず、マクロベースで国内非金融部門（企業・個人）の資金調達規模（残高ベース）を見ると、2016年末時点で合計約156兆元に上

〈目次〉

- 1. はじめに
 - 2. 金融リスクと対応策
 - 3. 新たな金融の発展
- 結び

(図表 1) 社会資金調達規模の推移



(出所) 人民銀行、CEICより野村総合研究所作成

(注) 残高ベース。社会資金調達は国内非金融企業と個人によるもの。

る。そのうち、銀行貸出が約108兆元で全体の約7割を占める。銀行にリスクが集中しやすいとも言える。残りの約3割、約47兆元が銀行以外のルートでの資金調達であり、その一部は、後述するように事実上の証券化等を利用したいわゆるシャドーバンキングと関連している(図表1)。

中国経済のリスクとして債務残高が大きいことがよく指摘される。借入主体別に見ると、国際比較上、債務の対GDP比率が高いと指摘される部門は非金融企業部門(2015年末131%)である(注1)。こうしたことから、中国の金融リスクを見る上では銀行と非金融企業の分析が中心となる。

そこで、商業銀行の不良債権残高を見ると、2017年3月末で約1.58兆元である。近年のボトム2011年9月末の約4,100億元の4倍近く

に増加しているが、不良債権比率の水準は1.74%と低い。但し、事実上の不良債権が含まれると言われる要注意先債権が約3.4兆元(2016年末、貸出残高の3.87%)あるため(注2)、実態は公表データより悪化していると見られる。

次に、不良債権処理の動きの動きを見ると、2016年から活発化している。不良債権の処理方法には、資産管理会社(AMC)への売却、不良債権の証券化、債務の株式への転換(デットエクイティスワップ。以下「債转股」。“股”は“株式”の意味)等がある。

第一に、資産管理会社への売却である。1990年代末に4大国有銀行の不良債権処理のために4社(長城、信達、華融、東方)のAMCが設立された。当初は行政指導の下で運営されていたが、その後行政色は徐々に薄

れた。現在では株式会社化されており、経営も多角化し、不良債権処理においては回収・譲渡、担保物件処理、債转股に加えてM&Aや債務リストラ等も手がけている。

報道によれば、国内の銀行は2016年に約5,000億元の不良債権を売却し、そのうちの9割を4大AMCが購入した^(注3)。

また、2013年に銀监会は各省での地方AMC設立を許可した。現在は、30社余りの地方AMCが、主に地域の金融機関を対象に業務を行っている。但し、地方AMCについては、株主である地方政府の政策的な思惑の影響を受けるか否かを今後見ていく必要がある。

第二に、不良債権の資産証券化である。中国では資産証券化自体は2000年代半ばに導入されたが、リーマンショック後に停滞し、2012年に再開した。不良債権の資産証券化も2016年5月に8年ぶりに再開している。2016年の試行額は500億元で、試行銀行6行により17件、156億元（対象不良債権は510億元）の資産証券化が実行された^(注4)。

第三に、債转股である。これは不良債権を株式化して企業経営を改善した後、配当受け取りや株式売却・上場等で利益を得るモデルで、この方法自体は上述した90年代末の不良債権処理時からAMCが使用している。

今回は、2016年3月に、中国政府が、鉄鋼・石炭産業の過剰生産能力解消、つまり産業再編において債转股を使用する方針を打ち出した点が新しい。中央国有企業である中鋼集

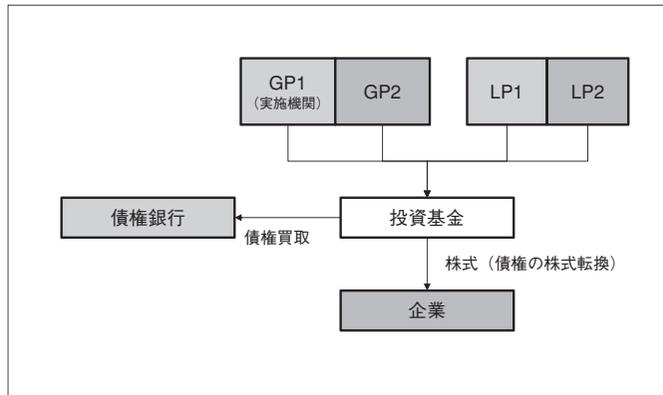
団の債转股がその第一号となった（正式調印は2016年12月）。

続いて9月には、国務院が「企業レバレッジ率の積極的・穏当な引下げに関する意見」を発表し、市場化と法治化の原則が明確になった。90年代の債转股は、政府が対象企業を定め、AMCに銀行の不良債権を簿価で買い取らせ、損失は政府が穴埋めした。これに対して、今回は、「市場化」、つまり、対象企業は市場参加者が自ら決定し、債権の譲渡価格も参加者間で決定する。また、政府は損失を補償しない。

モラルハザードを防ぐため、債转股利用の禁止対象（ゾンビ企業、過剰生産能力拡張のおそれのある企業等）も明らかになった。あくまで、将来の事業発展が期待できるが現在一時的に困難に陥っている企業が対象である。また、銀行は債转股実施機関（銀行の子会社等）を通して債转股を実施するとされた。銀行が規制上、株式を直接保有できないためである。具体的には、債转股実施機関がゼネラルパートナー（GP）として出資して投資基金を作り、対象債権を買い取った上、株式に転換する方法等が使われている（図表2）。

ところで、この投資基金について見ると、債権銀行の発行した資産運用商品の資金がリミテッド・パートナー（LP）になっている場合がある。このスキームの場合、債转股後の株式の保有構造を見ると、債権銀行の子会社である債转股実施機関がすべて保有するわけではなく、一部は、LPである資産運用商品

(図表 2) 債转股実施の例



(注) GP (general partner) 1は銀行の子会社などの実施機関。LP (limited partner) 1に銀行の資産運用商品の資金が入る場合もある。

(出所) 野村総合研究所作成

に投資する個人投資家等が間接的に保有することになる。債権の買い取り価格や株式価格の設定にもよるが、債権銀行は、債権を返済してもらった上で（正常債権の場合、簿価で買い取りとなる）、その後のリスクの一部を個人投資家等に転嫁しているとの批判もある。今回の債转股は産業再編に資するためのものであり、正常債権が対象の場合もあるが、実体上は不良債権処理となっているという批判と合わせ、注意したいところである。

(2) 複雑化したシャドーバンキングとそのリスク

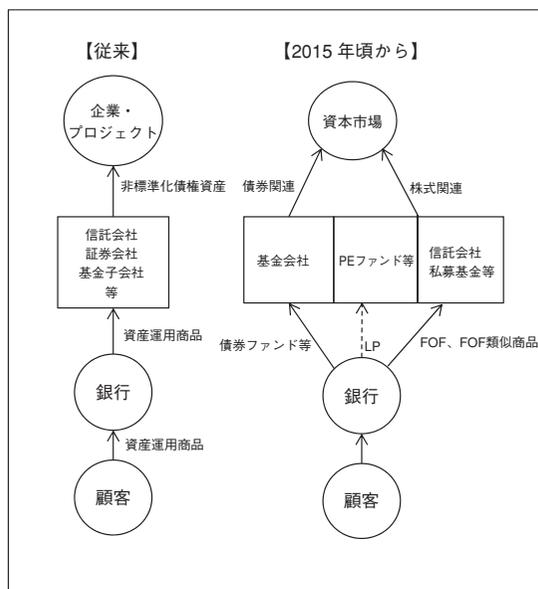
課題はあるものの市場メカニズムを取り入れた不良債権処理が動き出したことは評価できる。但し、これは銀行のバランスシート上の不良債権の処理である。銀行のリスクを見る上では、中国のシャドーバンキングにおい

て中心的役割を果たす銀行のオフバランス（簿外）取引も見なければならない（注5）。

2010年頃から目立つようになった銀行のオフバランス取引は、基本的に融資規制・自己資本比率規制を回避するための迂回融資である。迂回ルートとして信託会社や証券会社等の資産運用商品が使われ、銀行・保険・証券の金融業態別の縦割り行政の結果、業態により規制が異なることも利用される（規制アービトラージ）。また、最終的に個人投資家に販売される資産運用商品は、元本保証がないためオフバランス扱いである。

加えて、2015年頃から金利が低下する中で、オフバランス取引から得られるリターンの引上げを狙った動きが見られる（注6）。具体的には、迂回ルートの中に、PEファンドやファンドオブファンズ（FOF）等を組み込むケースがある。つまり、銀行が顧客に販売す

(図表3) 銀行のオフバランス取引の例



(出所) 野村総合研究所作成

る資産運用商品の資金の一部は間接的に株式(関連)投資に向かっている。また、これらのファンドが絡んだ取引の中では、仕組債(優先部分と劣後部分に分かれる)が使われる等、資金の流れは複雑化している(図表3)。

単純な迂回融資に比べてリスクが増しているが、現行の業態別縦割り規制の下では、個々の規制当局がいくつかの業態を跨ぐ資金の流れの全体像を把握するのは難しい。迂回ルートに参加者が増え、商品構造が多層化する中では、最終的に誰が、特に個人投資家が何に投資し、リスクがどの程度なのかがわかり難くなっている。これは金融システム全体のリスクの把握や投資家保護にかかわる問題である。

銀行における資産運用商品の販売は、元本保証無し商品の場合でも「銀行で販売される商品は安全である」との社会通念に依存してきた面があり、銀行が迂回融資スキームを作ってきたという事実と合わせて考えると、最終的な借り手が破綻した場合、銀行が責任を取らざるを得なくなる可能性がある。

人民銀行はこうしたリスクを捉えるため、銀行がオフバランス資産運用商品で調達した資金の運用部分をMPA(マクロプルーデンス評価体系)における「広義の貸出」に含めた(2017年から実施)。

人民銀行が、2016年に導入したMPAは、7つの面(資本とレバレッジ、資産負債、流動性、金利決定行為、資産の質、対外債務リ

スク、貸出政策執行) から銀行を評価・ランク分けし、それにより各銀行が人民銀行に積む準備預金の金利を調整する。MPAの計算においては債券・株式投資等を含む「広義の貸出」が使われている。ここにオフバランス資産運用商品の運用資金を含めることで、オフバランス取引をリスク評価に反映する意図である(注7)。

MPAにおける「ペナルティー」は準備預金金利の低下であり、銀行行動に与える影響は小さいとの見方もあるが、オフバランス取引をリスク評価に反映する動きが具体化した点は重要である。

より根本的には、現行の金融業態別規制を商品・サービスの機能に基づく規制へ変更することが重要である。これは、長らく議論されてきたが、ようやく、2017年2月に、一行三会(人民銀行、銀监会、証监会、保监会)等による「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」の案がインターネット上で流布した。

その主旨は、まさに各金融業態の資産運用商品(資産管理商品)の標準を統一し、規制アービトラージを防ぐことである。金融機関の資産管理業務はオフバランスに限られ、元利保証は禁止される。また、資産運用商品は、非標準商品(取引所・銀行間市場で取引されない債権性資産。信託貸出、手形、売掛債権、各種受益権等)のうちの商業銀行貸出資産とその収益権に投資できず、また、その他の資産運用商品(FOF以外)にも投資できない。

後者は多層的な商品構造を禁止するためである。さらに、資金プール業務(ロールオーバー発行、集合運用、期間ミスマッチ等のいわゆるドンブリ勘定)や規制回避のためのチャネル業務も禁止される。そして、リスク準備金・レバレッジ・純資産規制を統一する。

この草稿は正式に発表されたものでないが、資産運用商品に対して、ようやく統一的な規制作りが具体化していることは評価できる。

(3) 依然残る地方政府債務のリスク

ここでは、日本でも度々話題となることので多い中国の地方政府債務について見ておく(注8)。

2014年10月の国务院の「地方性債務の管理強化に関する意見」(「意見」)等により、地方政府は地方債を発行して資金調達できるようになった。それまでは、地方政府は正式に借入ができず、融資平台(資金調達プラットフォーム会社)を作るなどして間接的に資金調達していたため、実質的な借入規模や地方政府保証の有無が不透明になっていた。「意見」により融資平台の資金調達が原則禁止され、また地方債が予算管理されることになったため地方政府財政の透明度は増した。

地方債は、新規の資金調達の他、2014年以前に融資平台等が借入れた地方政府債務の返済のためにも発行されている。債務の透明化と債務の金利負担の軽減を進めるためである(注9)。このいわゆる置換え債は、2015年3.2

兆元、2016年4.9兆元発行されており、2017年も2016年並みに発行されれば累計発行額は約13兆元となる。過去の債務残高は15.4兆元（2014年末）であることから、置換えによる透明化はかなり進むことになる。

しかし、新たな影の債務が生まれている。ここ数年、地方政府の財政負担軽減のために導入が進んでいるPPP（Public Private Partnership、官民協力モデル）では、地方政府が建設プロジェクト等に資本参加している投資基金等に対して、プロジェクトの買戻し・収益保証・分割払い（地方政府予算から支出）等を承諾することで、事実上の地方政府の債務が生じているケースが見られる。

結局、不透明さが問題となった融資プラットフォームと同様の状況が一部で出現している。このため、2017年5月に、財政部等6部門は、事実上の地方債務化の行為を禁止する通知を発表し取り締まりを強化しているところである。

■ 3. 新たな金融の発展

中国が長期的な経済発展を遂げるためには、金融リスクの顕在化を防止する措置を採る一方、新たな経済の成長点を作り、また、経済全体の生産性を上げる必要がある。この点で、金融面の新たな動きが積極的な役割を發揮することが期待される。

第一に、2013年頃から中国で盛んになったインターネット金融の金融包摂（Financial Inclusion）分野における応用が挙げられる。

金融包摂は、すべての人々が、経済活動に必要な金融サービスを利用できる状況を作るという貧困対策上の世界的な取組みであり、中国では2016年1月に国務院が「金融包摂発展の推進計画」の5年計画を発表した。従来の金融体制下では金融サービスを受け難かった農民、小・零細企業、都市部の低所得層、身体障害者、老人等に、金融サービスを提供する方針が示された。また、2016年の中国におけるG20では金融包摂にデジタル技術を利用するデジタル金融包摂の原則が取り入れられた。

過去数年間、インターネット金融を使った大規模詐欺事件等が発生したにもかかわらず、中国政府は2016年までインターネット金融を本格的に規制せず、状況を観察していた。その結果、インターネット金融の利点として、実店舗が必要でないこと等から伝統的な金融機関よりもコストが低いこと、モバイル決済やP2P金融（インターネット上の個人対個人の直接貸借）の例に見られるように、地域的な限定性がなく広範囲で利用可能であること、ビッグデータ等の利用により信用リスク評価の改善が図れること等が確認された。

eコマース（電子商取引）大手のアリババによれば、2010年から本格化した同社の金融事業（現在、螞蟻金融服務集団）の実体経済への累積貸出額は8,000億元を超える（注10）。主に、タオバオ等に出店する小・零細企業や農村部の主導的企業を介した農民への貸出である。

第二は、新たな技術の導入である。中小企業金融では、ビッグデータを利用したインターネット上のサプライチェーン金融が発達しつつある。同じくeコマース大手の京東傘下の京東金融はファクタリング(売掛債権回収)・小口貸出・動産(在庫)担保融資・資金運用の4業務を行っている。商品販売前の在庫金融は動産担保融資、販売後はファクタリングを利用し、回収資金の当面の資金運用も行えるというように、商品販売サイクルに合わせた中小企業金融を一括して取り扱う。

動産担保の融資について見ると、従来、中国における動産担保の融資は、在庫のチェックが難しいことから詐欺被害が生じるといった問題があった。2015年9月に動産融資サービスを開始した京東金融は、倉庫会社と提携して、担保物件の生産・輸送・在庫・販売のデータを収集・チェックし、また、蓄積されたデータに基づいて将来価格を予想しながら在庫評価を行い、融資限度額を調整している。

ブロックチェーン(分散型台帳技術)の導入も積極的である。インターネット銀行の微衆銀行は、貸出資金源の多くを他行に頼るため、貸出に関する決済等のデータを他行と共有する必要があり、そこでブロックチェーン技術を試行的に導入した(2016年9月)。招商銀行も、クロスボーダーの支払業務において同技術を導入し(2017年2月)、また、手形やサプライチェーン金融の領域でも試行している。京東金融はインターネット金融における消費者ローンのABS業務でブロックチ

ェーンの使用を開始した。これにより原資産の消費者ローンに関する情報を業務参加者が共有し、また偽造や改竄を防止する(2017年3月)^(注11)。

このように、中国でFintechと言えば、これまでのインターネット金融の流れに加えて、最近ではビッグデータやブロックチェーンの利用が話題になっている。

■ 結び

中国経済について日本では、不良債権問題等の金融リスクが注目されることが多い。リスクが存在することは確かであるが、中国政府は、既に不良債権処理等の金融リスク顕在化の抑制に本格的に取り組んでいる。上述したように課題はあるものの、時間をかけながら処理していくものと見られる。その一方で、中国はブロックチェーンやビッグデータなどの技術を日本よりも積極的に利用している。2年前に打ち出された、インターネットと製造業・eコマース・物流・金融等の社会各分野の融合を進めてイノベーションを促すという国家戦略「インターネット+ (プラス)」が進み、金融分野でも新たなビジネスが生まれている点は注目される。現状では規模はまだ小さいが、今後、中国が新たな金融の姿を他に先駆けて実現させる可能性も見ておかなばならない。こうした金融面の動きは、中国経済が新たな成長モデルや成長点を模索しながら新たな発展段階へ移行することを促すこ

ととなろう。

(注1) 2015年末時点で債務合計の対GDP比は249%。
他の部門は、政府約57% (含、融資平台 (資金調達プラットフォーム会社))、家計約40%、金融約20% (中国社会科学院推計に関する報道より)。図表1とは別統計である。

(注2) 2016年末の不良債権比率は1.74%である。

(注3) 2017年4月6日付、各種報道による。

(注4) 中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、交通銀行、招商銀行。また、本文中の金額より予想回収率が約30%であることもわかる。

(注5) 中国におけるシャドーバンキングの多くは、銀行システムと並列するものではなく、主に銀行の迂回融資である。

(注6) 上述したように融資平台が発行する高金利の債券が減少したこともリターン低下の一因であった。

(注7) MPAの前身は、2011年に人民銀行が導入した「差別準備金動態調整」・「合意貸出管理」メカニズムで、各銀行に自己資本比率等により異なる預金準備率を適用した。

(注8) 図表1の非金融部門資金調達の統計には、従来は非金融企業部門に含まれていた地方政府の融資平台の債務のうち地方債に振り替わった部分は、地方政府の債務となるため含まれていない。

(注9) 借換え債発行による金利負担減少は4,000億 (2016年。政府予算報告による)。地方債の金利が、融資平台発行の債券等の金利より低いため。

(注10) 2017年1月5日付、各種報道による。

(注11) 各種報道による。

