

「インド太平洋戦略と一帯一路構想」第3回研究会 議事要旨

1. 開催日時：2019年11月6日（水）17：30－19：30
2. 開催場所：明治大学明治大学駿河台キャンパスグローバルフロント17階C6会議室

3. 出席者（敬称略）

座長

- 川口 順子 武蔵野大学国際総合研究所フェロー

講演者

- 岡嵯久実子 キヤノングローバル戦略研究所研究主幹

メンバー

- 岡部 俊哉 日本電気株式会社顧問、前陸上幕僚長
- 鎌江 一平 明治大学大学院研究員
- 西谷 公明 国際経済研究所非常勤フェロー
- 林 良造 武蔵野大学国際総合研究所長
- 三船 恵美 駒沢大学教授
- 山口 修 日通総合研究所主席研究員

事務局

- 前田 順子 武蔵野大学国際総合研究所客員研究員

4. 議事（要旨）

（1）講師講演

講師：岡嵯久実子（一般財団法人キヤノングローバル戦略研究所研究 主幹）

テーマ：チャイナ・マネーの“実力”

概要：

1. 冒頭

中国の国力の実態については分からないことが多く、金融の力についても同様。従って、報告のタイトルはやや大げさであるが、中国の金融制度改革の現状と課題を考えるひとつの切り口として、中国の国内外における金融の“実力”について考えてみたい。中国の金融市場および金融機関の規模や外貨準備高は、かなり大きなものになっている。ただし、一国の金融の力を量るうえで重要なのは、その国の金融制度に対する信認であり、ボリュームの増加だけをもって評価するのは適当ではない。また、近年、中国は金融面でも積極的に外に出ようとしており、国際金融の世界ではその影響力が注目されているが、評価に当たっては先入観にとらわれず、客観的なデータに基づく分

析を心掛けなくてはならない。日本と中国の金融制度には似通った特徴もあるため、日本の金融危機の経験に照らして中国の金融制度の現状をみると、興味深い発見もある。また最近、フィンテックなど、日本が遅れをとっていると思われるような分野もあり、中国の新しい金融サービスの動向は、日本にとって重要な参考となる面もある。

2. 中国・金融制度改革 40 年の成果

経済の改革・開放政策に踏み切ってからわずか 40 年間で、中国の金融制度は“政府の会担当”程度の機能から、中央銀行と多様な商業銀行が集まる体制にまで成長した。中国は 2001 年には WTO 加盟を果たし、金融市場の対外開放を約束したが、それは上海に世界トップクラスの銀行が入ってくることを意味し、中国の主要銀行は競争に耐えられるよう抜本的な構造改革を実行した。この間、1997 年のアジア通貨危機や 2008 年のグローバル金融危機などが生じたが、中国はクロスボーダーの資本移動をかなり制限していたこともあって、直接的な打撃は小さかった。その一方で、これら危機の教訓に学び、監督管理体制を整備してきた。これまでの改革の道程は決して容易なものではなかったが、中国政府と金融機関は悩みながらもきちんと段階を踏んできたと言えるだろう。

1979 年に改革開放政策が開始された当初は、人民公社の解体につながるような農村部の改革が中心であった。その後、都市部の改革へと進み、その中で金融制度改革も実質的なスタートを切った。1984 年には国務院金融制度改革研究小組（委員会）が設置され、制度改革の重点課題を提言。当初の目標は、1) 中央銀行が自主権を持ち、マクロ管理ができる体制の確立、2) 多種類の金融機関が並存する金融システムの構築、3) 多様な信用供与形式と融資ルートの発展、4) 金融機関の経営管理における企業化と現代化の実現であった。これまでに 2), 3) についてはかなりうまく進んできたと言える。1) については、現在は一部に中央銀行の政府からの独立を主張する声もあるが、中国という国の体制上、難しいところ。4) の企業の自主権についても、目標を達成しているかという点、まだ疑問が残る。主要商業銀行は株式制に移行しているが、その意思決定メカニズムが完全に商業・企業ベースになっているとは言えない。

次の大きな起点となったのが 1991 年。1989 年の天安門事件後、市場システムや西側経済のメカニズムを取り入れたことが天安門事件に繋がったとの批判が共産党内で沸き上がり、保守的傾向が強まり、大きな揺り戻しがあったが、江沢民総書記は経済制度問題に関する検討会議を招集し、改めて市場化に向かうことを確認した。なお、この検討会のメンバーの多くは、その後の金融制度改革を力強くリードしていった。

1993 年からは、4 大国有銀行の業務を商業銀行業務と政策銀行業務に分け、商業銀行は商業化の道を進むことを明確にした。1995 年には、商業銀行法と中央銀行法が施行されている。なお、商業銀行法の内容をみると、利益の追求を商業銀行に認める内容であったが、「国家の産業政策の指導の下で貸出業務を展開する」との条文があるように、国家の指導の強さがにじみ出ている。また、2003 年の改正で削除されたが、「国務院の批准を得た特定貸出プロジェクトについて国有独資商業銀行（すなわち 4 大銀行）は貸出を実行しなければならない。損失が生じた場合は国務院が相応の救済措置を採用する」（41 条補足）旨を規定する条文もあった。

1993 年の鄧小平の南巡講話以降、中国は市場経済に向かい加速、建設ラッシュが続いた。その結果、25% のインフレ率（1993 年）や銀行の貸出増による不良債権の増加などの問題が発生。1997 年頃になると問題が顕著化し、同時期にアジア通貨危機が起こったこともあり、銀行のリスク監督

体制の再構築が始まった。アジア通貨危機については、中国は直接的な影響はさほど受けなかったものの、タイなどの経験（金融の自由化や対外開放の推進で、短期資本の出入が大きくなったが、管理体制の整備が追い付いていなかった）を教訓として、改革に取り組むことになる。

1997年に第一回全国金融工作会議が開催され、「銀行を真の銀行」に変革するという目標が掲げられた。その際に、4大銀行の不良債権をほぼ全て不良債権管理会社に移管し、更に財政部からの資本注入が行われるなど、4大銀行を立ち直らせる政策が施行された。しかしながら、当該対応は根本的な改革には至らなかった。例えば、工作会議の政策目標の一つに「金融面から国有企業改革等の経済調整を加速する」とあることから、銀行は不良債権の重荷から一旦解放されても、その見返りとして国有企業改革をサポートせよ（改革に必要な資金を提供せよ）という指導が強く入り、そうした融資は再び不良債権となってしまったという事象もあったと言われている。2000年前後には4大銀行の不良債権比率が20-40%に及んだとの見方もあり、銀行システムは再びぜい弱な状況に戻ってしまった。

その時期にWTO加盟交渉はピークを迎え、中国は2001年末に加盟を果たす。WTO加盟交渉の過程では、既存加盟国の間に、中国の加盟をその後に続くであろう体制移行諸国の加盟条件のモデルにしようとの意図もあったことから、サービス業については総じて高めの要求が出され、その最たるものが銀行セクターの対外開放だったとの指摘がある。中国は、2006年末までに銀行業における内外差別を撤廃すると約束をしたため、先進諸国の銀行との競争に耐えられるよう、中国の銀行を立て直す必要に迫られた。2002年に開催された第二回金融工作会議では、1997年の銀行改革では行政介入（とくに地方政府の介入）を排除しきれなかったとの反省から、主要銀行を株式制に転換する方針を採択した。さらに、画期的だったのは、5大銀行（4大銀行+交通銀行）については、外国金融機関（ゴールドマンサックスやバンクオブアメリカ、ロイヤルバンクオブスコットランド等）に戦略投資家としての参加を呼びかけ、戦略投資家を経営の意思決定に参加させることで透明化を推進するとともに、海外投資家の信認を得て海外上場を容易にすることを目指した点にある。

2003年以降の金融制度改革を受け、2007年頃になると主要商業銀行はかなりの利益を上げられるようになった（2003-2007年平均は前年比約7割増の収益）。WTO加盟を機に財貿易黒字と直接投資のネット流入が急増し、流入した外貨は外貨準備として積み上がった。そうした外貨の急増を受け、中国政府は2005年以降は対外投資の本格化に向かい始めた。なお、多くの国に共通することであるが、外貨準備の内訳はなかなか分からない。市場では、中国の膨大な外貨準備の中には資源開発投資等に向けられたものもかなりあるとの指摘があり、コモディティ価格の変動などを受け、そうした投資が大きな損失を被っている可能性を取り沙汰する声も聞かれている。

一連の金融制度改革の中で、金融市場の規模も大きく成長。マネーサプライが飛躍的に伸び、経済に潤沢に資金が提供されていたと評価することが可能。ただし、2009年以降の金融緩和の動きは後に債務問題を引き起こす結果となってしまった。中国における企業や家計の資金調達の大半は銀行からの人民元貸出が主であり、2019年を見ても人民元貸出が148.6兆元と構成比の約7割を占めており、引き続き銀行が重要な役割を果たしていくことが分かる。

現在、The Banker誌による銀行ランキングでは、中国の商業銀行が上位4位を占めている。過去10年余の間に大きく上昇しており、収益力も高い。他方で、株式市場改革の進展は、さほど目覚ま

しくない。市場の中心が国有企業株式であり、その国有企業改革が進んでいないことが問題。それでも時価総額は、深圳、上海を合わせると日本や香港の市場規模を上回る。2019年以降、債券発行残高も急伸。2019年6月末の社債発行残高は日本の5倍以上である。

3. 中国金融リスクの所在

銀行の資産が増えるということは、それだけ銀行から借り入れている人がいるということ。社債発行残高も、債務残高の増加を意味する。中国の制度部門別債務動向を見ると、非金融企業部門の債務残高が大きい。非金融企業部門には、実態として地方政府の代わりに事業を実施している企業（地方融資平台）が多く含まれている。というのも、2015年まで地方政府は直接借入れが許されていなかった。不足分は日本でいうところの地方交付金で調整されるという仕組み。それでは十分ではないと考えた地方政府は、政府会計から独立した組織を設立し、その組織に資金調達をさせ、インフラ建設事業等を進めさせてきた。地方政府自らの借金でない以上、本来は債務責任を負わなくてよいはずであるが、詳しくは分からないが、何らかの形式で最終的責任は地方政府が負うことを約束しているような案件がかなりあることが判明し、2013年以降、実態調査や債務のリストラが重要な政策課題となっている。

ここ数年の中国の債務比率の趨勢は、日本のバブル期に似ているように見える。日本はバブル崩壊後、バランスシート調整（企業による債務の返済/銀行による貸出の回収）が進められ、その影響を受けて、経済活動が委縮してしまった。そこで、日本政府は数度にわたる緊急経済対策を実行したため、また、この時期には高齢化の進展に伴う社会保障費の増加等もあり、政府部門の債務が大きく膨れ上がった。中国は日本の経験を研究し、同じような状況にならないよう、かじ取りを模索しているようだ。

中国共産党指導部や中央政府が過剰債務問題の深刻さを認識したのは、2013年頃からであった。2012年に習近平総書記が就任し、2013年の共産党第18期三中全会で「改革の全面的深化」に取り組むことを決定し、人々の期待が高まったものの、今に至るも、金融面における市場メカニズムの導入はさほど進んでいない。その理由の一つとして、地方政府及び国有企業の過剰債務問題の深刻化があった。地方政府債務については、まず実態調査が行われ、14年には予算法が改正され、インフラ投資に関する資金調達については地方政府が債券を発行することが可能となった。2015年末には翌年の経済政策目標として、「三去、一降、一補」（過剰生産能力、過剰住宅在庫、過剰レバレッジの削減、生産コストの引き下げ、弱点分野の補強）が掲げられた。

地方政府関連債務の整理に関しては、2016年11月に国務院が「地方政府債務問題応急処置法案」を公表し、債務の実態に即したリスク対応策を提言。モラルハザード抑制の観点から、原則として中央政府は救済に乗り出さないとし、省政府の責任で管内の政府債務問題を解決することを要求した。地方政府債務について懸念されるのは、市場では、いまだに地方政府債務の実態が中央政府に正確に報告されていないとみなされている点。そのような状況では、中央政府はリスクを把握するのが困難で、危機対応のシナリオも練りにくいのではないかと。

企業部門債務の整理としては、2016年4月に、鉄鋼・石炭業の過剰生産問題に関する金融面の対応としてガイドラインが定められた。また、同年10月には国務院が「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」を公表した。後者に関しては、とくに市場原理に基づいたデット・エクイティ・スワップ（DES：債務の株式への転換）が奨励されている。過去3年ほど

の間に、いろいろな措置が実行に移されているが、その効果については、引き続き丁寧にフォローしていかなければならない。

最近の銀行行動についてみると、いわゆるシャドーバンキング関連融資は減少している。商業銀行の不良債権比率をみると、ここに来て上昇が目立つのは農村商業銀行。債券市場では、デフォルトが増えており、2019年は前年をさらに上回ると予想されている。一点補足すると、2014年までにデフォルトが生じていなかったわけではなく、当時はデフォルトが懸念される事態になると、地方政府や中央政府の関係部門などが銀行に追加融資を促し、デフォルトを回避してきたというのが実情と言われている。最近になって、中央政府は市場による淘汰を少しずつ認めようとしているようにみえる。

2018年、中国人民銀行は銀行業金融機関（4千行・社近く）に対する健全性査定結果の全体像を公表。中小金融機関の中に、経営基盤がぜい弱な小規模金融機関がかなりあることを示唆している。2019年には一部地方銀行の破綻懸念（国営管理化含む）が報道され始めているが、監督当局としては、今のところ、政府や国有銀行等のサポートで経営を継続させ、システミックリスクの顕現化を避ける方針にあるようにみえる。

3. “走出去”とチャイナ・マネー

2018年の中国の対外直接投資の投資先を見ると、香港、ケイマン諸島、バージン諸島など、その先どこに流れているのか分からないものが多い。中国はアフリカにかなり投資をしていると言われているが、実態の把握は難しい。

銀行の対外資産、海外部門の収益を10年ほど前と比較すると（08年比）軒並み増加している。ただし、歴史的に外為の取り扱いが多い中国銀行以外の大型商業銀行における海外部門の資産割合は未だ10%以下であり、海外部門の存在感はまださほど大きくはない。

人民元の国際化の進展状況を量る一助として、経常取引総額及び貿易取引額に占める人民元決済額の推移をみると、2015年の第3四半期がピークで、2017年にかけて下降傾向を辿った後、ほぼ横ばい圏内の動きをしている。中国は、資本勘定の取引を厳しく規制しているため、非居住者が人民元を受け取っても、それを証券投資等で運用するには限界がある。人民元で又モノやサービスなど経常勘定で取引されるものを買うか、人民元の価値が上昇するのを待つしかない。資本取引規制の緩和が進まない限り、人民元による決済比率はさほど上がらないのではないか。

中国政府が人民元の国際化をさらに促進したいのであれば、資本取引規制の緩和と金融の市場化が必須であると思われるが、政府は急いではいないようである。為替市場については管理された変動相場制のままで、レートの変動はかなり小さな範囲に収められている。

国際収支統計を見ると、中国はクロスボーダーの資本移動をかなり制限しているにも関わらず、2015年から2016年にかけて資金流出が増え、その後、流出圧力はいったん収まったものの、依然として根強いように見える。資金流出方向の誤差脱漏の金額が大きいことがそれを示唆している。こうした状況下、外貨管理局は資本取引規制の緩和に慎重な姿勢を続けている。もっとも、昨今のインターネット技術の向上や、中国経済のグローバル化の進展に鑑みると、資本取引を厳しく規制するのは次第に難しくなっているようにも思われる。

中国は2つの百年目標（2021年までに“小康社会”を全面的に建設、2049年までに中等先進国の水準に達する）を掲げている。2018年の一人当たりGNIを見てみると、中国は高位中所得国に位置づけられている（世界銀行の基準）。一般に高位中所得国から高所得国へ抜け出すのは難しいと言われる中、中国は中所得国の段階で高齢社会を迎える可能性が高い。つまり十分に豊かになる前に高齢社会に突入してしまう可能性が高いということである。“中所得国の罠”を回避するためには、構造改革を進めることが重要であると考えられているが、高齢社会になってしまうと、痛みを伴う改革の推進はより難しくなるかもしれない。従って、高齢社会に突入する2025年、超高齢社会に突入する2030年代央ごろまでに出来る限りの改革と金融リスクの削減を進めるべきであろう。

（2）ディスカッション

- 地方政府の債務問題の今後の影響。
- 適切な統計やデータが取りづらい中、政府による管理は可能なのか。
- 今後、銀行経営の透明化や情報公開はどこまで進むか。
- グレーターベイエリア構想の進捗。金融改革と共産党との関係について。

（了）