

深水域へと向かう

2016年の中国の経済改革

— 金融システムへの負荷は徐々に増大 —



梅原直樹

1. はじめに

習近平政権は発足から来年で5年目を迎える。2017年秋には第19期共産党全国代表大会が開かれ、足元ではそれに向けた幹部人事が動き出している。国内の政治は敏感な時期を迎えている。

習近平政権は3年前の2013年秋、「三中全会」（中国共産党第十八期中央委員会第三次全体会議）で全面的な改革深化の方針を決定している。そして中国の改革は2016年に入り、とうとう深水域に入ってきた。習近平政権はこれを着実に進展させ、成果を上げる必要があるが、これには国内での利害調整を要するため、改革は長いプロセスとなる可能性がある。

習近平政権は今、重要な改革を進めようとしているが、その際も経済成長を急減速させることは許されていない。習近平政権はGDP目標も負わされており、安定成長と改革の深化という二兎を追わざるを得ない。これが成功するかは予断を許さない。

改革に伴う負荷やリスクは、今後、益々金融セクターに集まってくる可能性がある。もちろん最後の砦には、強い政府がある。これは中国にとって有利な条件と言える。しかし、問題は、

その前に改革に伴う負荷やリスクを如何に適切に管理し、調整できるかということである。経済成長が鈍化傾向にあり、全体のパイはこれまでのように増えない中、負担やリスクをうまく国内で分担し、処理できるかどうか最大のポイントであり、そこが中国政府の強さの真価が問われるところとなる。

習近平政権は、前胡錦涛政権から、成長速度のギアチェンジ期、構造調整陣痛期、過去の刺激策消化期の三つが重なる困難な時期（中国語で「三期疊加」）に国家運営を託された。現象面では今、経済成長率の低下、工業品価格の低下、企業収益の低下、財政収入伸び率の低下、リスクの上昇（中国語では「四降一昇」）と呼ばれるやや冷涼は状態が広がっている。しかし、習近平政権は「新常态」の掛け声の下、国民や社会を鼓舞し、そこから前向きなエネルギーを引き出そうとしてきた。この試みはこれまでのところ、成功しているように見える。

中国政府は2015年の半ばから2016年にかけて様々な改革施策を打ち出している。そのうち最も重要なものは、恐らく中央・地方の財源分担を含む税財政改革であり、これは国家運営の根幹に関わるものである。しかし、本稿ではこれには立ち入らず、以下では国有企業改革と供給側構造改革について述べた上で、2016年に

入って増加が見られた社債のデフォルトを通じて、改革の諸相を見て行くこととしたい。

2. 国有企業改革と供給側構造改革

(1) 国有企業改革

2013年11月に全面的な改革深化の決定が発表された際、多くの識者はその中の国有企業改革の方向性に注目した。国有企業改革は長期にわたり、中国の経済改革の目玉として見られてきた。しかし、その後政府からは具体的な改革案が一向に出て来ず、改革の遅れとして長らく指摘されてきた。そのような中、2015年9月に国務院（政府）はとうとう国有企業改革に関する指導意見を打ち出した。この指導意見は具体性に欠けており外部から見て分かりにくいものであったが、習近平政権下での国有企業改革の開始を告げるベルのようなものであり、国有企業改革具体化のための総括基本文書であった。その後、国有企業監督管理委員会、国家発展改革委員会、中国人民銀行など中央の各省庁はこの基本文書を踏まえて、具体的施策を打ち出していくこととなった⁽¹⁾。さらに、中央で形成された改革の取り組みは、地方において地方政府が中心になって進める国有企業改革に応用されることが期待されている。

2016年2月には国務院と国有資産監督管理委員会を含む中央省庁が10項目の改革試験点を打ち出した。その中には、中国誠通控股集団有限公司と中国国新控股有限公司を国有資本運営会社に改組することも含まれている。今後、中国はこれを活用して国有企業の再編や企業再生、さらにゾンビ企業のリストラを進めることになる。その際は4大AMC（Asset Management Corporation）⁽²⁾などの活用も想定される。そしてこの方式は、地方における国有企業の再編にも移植されることになる。各省（市・区）は既に地方版AMCを立ち上げ始めており、地方における企業再編に向けた環境づくりが少しずつ進んできている。

(2) 債務の株式転換

中国の国有企業改革には長い歴史があり、論点も多岐に亘る。現在も国有企業改革のゴール設定に関して党最高幹部の間でも意見の相違があるようだが⁽³⁾ これもある程度はやむを得ないものであろう。現在進められている改革方式については地方から批判も提出されており⁽⁴⁾ このあたりは今後地方毎に調整が行われると見られる。

今後、企業再生のリストラを進める際は政治利権や既得権益を調整し、経営責任を明確化しながら、損失の分担も協議することになり、改革の一筋縄とは行かないが、枠組みは着々と出来上がっている。そして、金融機関、金融システムとの関係で言えば、2016年に入ってから、債務の株式転換（Debt Equity Swap: DES）を通じた不良債権処理の議論が盛んになってきている。これは1999年の朱鎔基首相が行った改革を現代に応用する試みであるが、当時と現在とでは中国経済もそれを取り巻く環境も大きく変わっている。十分に議論を尽くさず当時のやり方でそのままDESを推し進めれば、国有企業において生じた損失を全て金融機関に押し付けるだけに終わる。これでは、責任を全てうやむやにすることになり、本当に必要な改革は実施されず、全てが曖昧に処理されることを意味する。社会にモラルハザードを蔓延させかねない。中央銀行、銀行監督管理局や銀行業界も安易なDESの議論に強い異和感があると思われる。

この議論の行く末は、今後の国有企業改革だけでなく、中国経済の将来も左右する可能性があり、注意深く見守る必要があるだろう。

(3) 供給側構造改革

国有企業改革とは別に供給側構造改革が2015年11月の中央財經指導小組で提起され、12月の中央経済活動会議で、2016年の5つの主要任務が決定した。これはすなわち、過剰生

産能力の削減、不動産在庫の削減、脱レバレッジ、企業のコスト引下げ、不足の補充（中国語では「三去一降一補」）である。

供給側構造改革とは、ケインズ経済学を踏まえた有効需要創出による政策とは対照的に、サプライサイドに着目し、その構造変化を促す政策である。レーガノミックスのバックボーンとなったサプライサイド経済学とも関係はあるが、それと同じではない。財・サービスの供給側である企業部門、政府部門に対して改革を施し、企業部門については、ゾンビ企業を退出させるなど、企業の健全化・効率化・スリム化・強化を実現し、創造性に富んだ企業の活動空間を拡大することが目指される。政府部門については、行政手続きの無駄を排除し、合理化を推進することが目指される。これらの結果、全要素生産性が高められ潜在成長率が上昇することが期待される。そうした枠組みの中で、2016年の中国の供給側構造改革の主要任務は、上記の5つに絞りこまれた。

① 鉄鉱・石炭業の過剰生産能力削減

5つの主要任務の中で中央政府が最も真剣に取り組んでいると見られるのは、鉄鉱・石炭業の過剰生産能力の削減である。国務院（政府）は2016年2月、鉄鋼業と石炭業について、今後3年-5年間の設備削減計画を公表した。これに続き7月には、2016年の年間の削減目標も定めた⁶⁾。しかし、7月末時点の削減の進捗率は目標に対して、それぞれ47%と38%にとどまり、中央政府は削減の進捗が遅い地方に対して罰則をちらつかせて実地検査の上で削減を督促する構えである。

ただ、中国には「上に計画あれば下に対策あり」のカルチャーもあり、地方によっては見せかけだけのノルマ達成報告をするところもないとは言えない。そもそも地方政府が中央に提出した削減計画も、既に不稼動の状態にある老朽設備を報告する例が多いとされ、実効性のある生産能力削減が行われるかどうかは、今後の推

移を見守る必要がある。

なお、本来の過剰生産能力の淘汰は、市場原理に委ねて進めることが望ましい。しかし、現状は、中央政府および各レベルの地方政府や銀行が深く関与する形となっている。地方政府においては、地元企業のリストラに手をつければ失業問題や不良債権問題の発生が避けがたくなるため、なるべく生産能力を温存しようとするバイアスが働くことになる。ただ、今回は鉄鋼の過剰生産能力の削減はG20の首脳コミニケにも盛り込まれ、中国の取組むべき課題として国際約束となってしまっている。中国政府は真剣に取り組まざるを得ないし、地方政府も抵抗だけしているわけにもいかない。

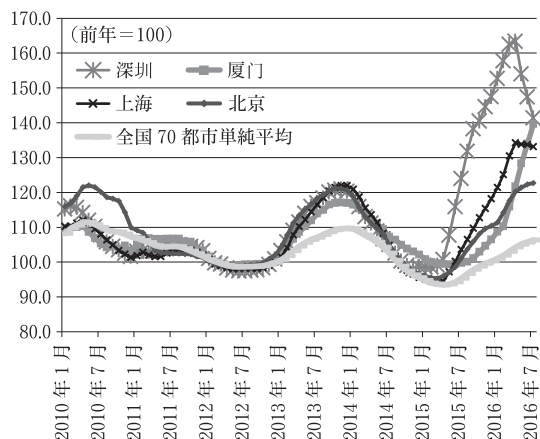
こうした事情を考えると、改革は長丁場になる可能性があるが、それでも中国政府がこの問題に真剣に取り組み出したことは、高く評価できる。実質的な設備削減が少しずつでも進めば、需給は引き締まり、PPIがプラスに転化する材料になる。そして、工業部門のデフレに歯止めが掛かれば、中国経済の「四降一昇」の風景を別のものに変えていくきっかけとなる可能性がある。

② 不動産在庫削減

不動産在庫の過剰問題は2014年前後に不動産価格が全国的に下落する中で顕在化した。過去、不動産価格は上がるもので下がらないとの信念が人々に共有されていた中で、地方政府は経済成長を達成するためにも不動産投資に力を入れてきた。しかし特に2014年半ばの以降の不動産価格の下落は、3線都市、4線都市といわれる地方小都市での不動産取引を低迷させ、その後も積みあがった在庫は今に至るまで大きな改善は見えていない。

他方で2014年11月以降2015年10月までに、中央銀行は利下げと預金準備率の引き下げにより金融緩和を実施した。このこともあり、2015年以降、深圳を筆頭に上海、北京、広州など超大都市（1線都市）や一部の大都市（2線都市

図表1 一部都市の不動産価格推移



(出所) 中国国家统计局

の一部)において不動産価格の顕著な上昇傾向が見られた(図表1)。不動産取引が動き出せば住宅在庫問題は解消に向かうが、このブームに取り残されているのが、3線都市、4線都市である。このように中国の不動産市場は、昨今二極化の傾向が顕著である。

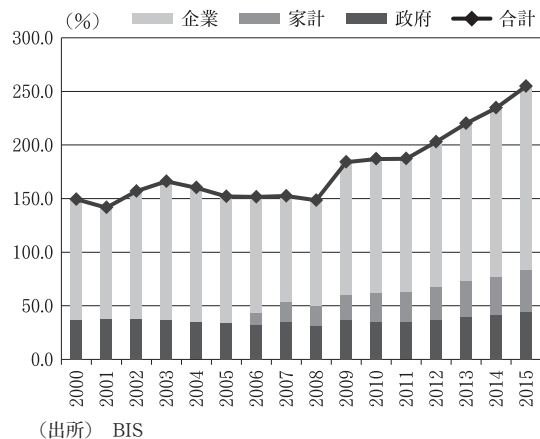
3線都市、4線都市の不動産在庫問題への解決策として、地方政府が不動産在庫を買い上げ、それを安く賃貸するという策が考えられた。しかし、小さな地方都市ではそもそも借り手が多くないのが実態である。都市化の掛け声はあるものの、小さな地方都市では大都市のように多くのサービス業の雇用が生まれる状況にはなく、在庫の解消に至るまでには時間がかかりそうだ。

その一方で、1線都市や一部2線都市では価格上昇を当て込んだ不動産購入ブームが起き、今やバブルの様相が強まっている。銀行も収益性の観点から積極的融資を行っている。もちろん価格上昇は永続せず、ブームはいつか終わるので、再び価格が頭打ちになった際に金融機関が大きなクレジットリスクを抱え込む形にならないように、政府当局は注意して経済運営をする必要があることは言うまでもない。

③ 脱レバレッジ

中国全体の債務構造は図表2に示されているように、政府部門の債務は50%に満たないな

図表2 中国の各セクターが抱える債務の対GDP比



(出所) BIS

がら、企業部門の債務がGDPの170%近くを占めている。これは中国経済の脆弱性を示すものと多くの論者が指摘している。このような構造は、伝統的社會主義經濟システムが、今も生きてることを示している。

社會主義經濟の伝統を未だ引きずる中、現代も、大手国有商業銀行は国有企業セクターや地方政府系企業への貸付けには積極的であるが、民営企業への貸付けは優先度が低くなりがちである。中国の大手国有商業銀行は、元々モノバンク時代の中国人民銀行から分離された出自を持ち、その仕事は国有企業の金庫番であった。銀行は政府の指示に基づいて資金を出し入れするのが仕事であった。

もちろん、大手国有商業銀行は1990年代末の不良債権切り離しの改革を経て、以来、株式制への改組や香港上場を通じて商業銀行への道を歩み始めた。しかし、リーマンショックはこれを後戻りさせることになる。2008年に実施された景氣刺激策は、中央政府の強い指導力が発揮され、銀行経営陣は政府より融資拡大を迫られ、經濟合理性を離れて融資判断を下すことになった。これ以来、大手国有商業銀行は、収益を上げるといふ意味では商業銀行の性格を帯びつつも、いつも政府の顔色を伺いながら経営を行う改革前の国有銀行としての性格が再び強まった。

しかしながら、金融当局は、金融改革や自由

化を少しずつ、着実に進めてきた。中でも金利自由化はここ数年で完全自由化の手前まで進展した。このことは銀行の預貸利ざやの縮小を招いており、これが不良債権償却原資を減少させる圧力になり始めている。

2016年の上半期は経済成長率が6.7%に鈍化し、PPIが依然マイナスの圏にとどまり第2次産業の低迷が明らかになる中、融資先の国有企业も徐々に苦境に陥るところが表れている。足元では政府主導による企業リストラも始まろうとしている。これは銀行にとっては不良債権発生速度の加速に繋がる可能性がある。

今後、一部中小金融機関の中には経営悪化に直面するところが出てくれば、政府による資本注入や、大中型の金融機関による吸収・合併も模索されるであろう。

このように銀行を取り巻く経営環境は厳しさを増しており、今後も様々なリスクに晒される可能性がある。経済全体および金融機関の脱レバレッジは当面は市場原理に沿って、経済の全体を健全化させる中で、少しずつ進むことが望ましい。しかし、それだけでは済まなくなる可能性もある。経済の対外開放が今後も進む中で、外部から衝撃が加われば、金融システム全体に大きな負担がかかる可能性もある。中国政府は改革の深化の中で、ますます金融リスクに対して敏感に対処する必要が生じてきている。

④ 供給側改革により金融機関の抱えるリスクは増大

供給側改革で5つの主要任務を追求すれば、痛みを伴う改革となる可能性が高い。その痛みは、失業や配置転換など労働セクターで発生するものと、金融セクターで発生するものになると考えられる。前者は、5つの主要任務の5番目の不足の補充、つまり社会保障政策によって手当てされることが期待される。そして後者については、業績が悪化した企業の不良債権を通じて金融部門に現れる。企業のリストラは、政府、企業、債権者、金融機関、投資家等の中で

損失やリスクの分担を話し合っ決めてことになるが、金融機関における不良債権の発生は避けたいと見られる。

2016年に入って盛んに行われているDESの議論も、金融機関に損失負担を迫るものとなる。今のところは、銀行法や破産法の整備不足の問題もあり、無責任で乱暴な議論にも見えるが、損失負担やリスク負担の考え方の整理や、そのルール作りを経て、早晚具体化されてくるだろう。この改革はきちりした道筋をつけられれば将来の中国経済の発展にとってプラスになるであろうが、金融機関への負担は相当重くなる可能性がある。

3. 国有企業の社債デフォルト事例に見る金融システムへの負担の増加

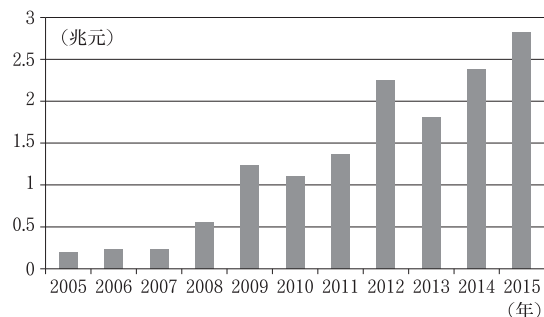
(1) 社債市場の拡大と国有企業による社債デフォルトの発生

中国の社債市場の育成は、金融改革の中において重要な施策のひとつである。近年、中国の社債市場は図表3が示す通り急速な拡大を遂げてきた。

しかし、以下の図表4に示される通り、2015年から2016年にかけて、複数の国有企业社債がデフォルトを起こした。これらは現在の供給側構造改革の一側面を映し出すものとなっている。

このデフォルト6事案は全体の一部分である

図表3 社会資金調達（残高）における社債残高の推移



(出所) 中国人民銀行

図表 4 2015 年以降の主な国営企業の社債デフォルト事例

企業名（カッコ内は初回デフォルト発生時期）	概要説明
保定天威集团有限公司 (2015 年 4 月)	中央直轄国有企業の中国兵器装備集団の 100%出資の企業集団。中国兵器装備集団のコア事業から遠く、地方政府傘下の国有企業集団の色が濃い。業績悪化、債券デフォルトを経て、2016 年 1 月より破産処理手続き開始。
中国第二重型機械集団／二重集団（徳陽）重型装備 (2015 年 9 月)	中央直轄国有企業。業績悪化。2013 年より国务院の批准の下、中国機械工業集団傘下でリストラ中。
中国中鋼株式会社 (2015 年 10 月)	中央直轄国有企業の中国中鋼集団の傘下企業。7 年債の利払いで延滞発生、同集団は政府と親会社を通じて対応協議中。元本（20 億元）償還期限は 2017 年 10 月。DES を初申請したとの報道あり、推移が注目される。
東北特殊鋼集団有限責任公司 (2016 年 3 月)	本社は遼寧省大連、製造拠点を大連、瀋陽、黒龍江省チチハルに有する地方国有企業。トップが自殺した直後に債券デフォルト発生。8 月末でデフォルト債券 8 本、総額 50.7 億元。地方政府主導によるリストラ協議中案件。DES による政府解決案は投資家の拒否反応が強かった模様。
中煤集団山西華昱能源有限公司 (2016 年 4 月)	中央直轄国有企業の中国中煤能源集団の傘下企業。石炭業は供給側構造改革の対象業種となっている。元本 6 億元がデフォルト。今後、2016 年に 15 億元、2017 年に 23.5 億元の社債償還期限到来。今後の対応協議中。
中国鉄路物資株式会社 (2016 年 4 月)	中央直轄の国有企業。元鉄道部の一部門として鉄鋼製品を取扱ってきたが、経営が悪化し、未償還社債総額は 168 億元に上る。しかし、国有資本運営の国策会社として活動している中国誠通控股集団の支援を受け、8 月には社債償還・利払いが正常化したと報じられている。

出所：ロイター報道等より筆者作成

が、後処理など参考になるところが多い。社債デフォルト企業の属する業界は、鉄鋼関連 3 社、石炭関連 1 社、機械製造関連 2 社となっており、どれも構造調整を要する業種であり、供給側構造改革とも深く関係する。

中央直轄国有企業の子会社である 1 社は既に法的整理段階に入っている模様であり、社債の全額償還は絶望的と見られる。幾つかの中央直轄国有企業系は、企業再生の可能性を探っているところがあり、順調に進めば、社債は全額償還される可能性がある。また、一部中央管轄企業は DES を所管部門に対して申請しているとの情報が流れており、別の地方国有企業では、所管の地方政府が、投資家に対して DES の可能性に言及したところ、協議が紛糾したとの情報も出ている。今後、DES に関する協議がどのような方向に向かうのかは気になるところである。

(2) 金融商品のデフォルト案件の発生と拡大

かつて中国の金融商品で、デフォルトが最初に話題となったのは 2014 年 1 月の旧正月前、

中国工商銀行が販売した山西省石炭関連企業向け融資を信託商品化したものであった。この案件はその後、地元政府と関係金融機関との間で協議が行われる中で新たな投資家が現れ、投資家は元本償還を受けることができ、損失を免れた。この時、李克強首相はかかる事案に対して、金融商品がデフォルトを起こすこと自体は異常ではなく、これがシステミック金融リスクや地域金融リスクを引き起こす恐れがなければ、基本的に市場原理に沿って解決すべきであるとの考えを示した。本案件は、社会の混乱を抑える観点が重視され、政府の総合的判断で投資家救済が図られたが、この事案は中国において、銀行が販売する金融商品は元金とも安全であり、期日には必ず支払われるとの観念（「剛性兑付」という言葉で表される）が過去の神話となる可能性を示した。

その後、金融商品のデフォルトは社債⁶⁾にも広がった。最初の事案は 2014 年 3 月、生産過剰業種の代表格であった太陽光パネル製造の民営企業において資金繰りが悪化し社債の利払いが困難になった事案であり、同社は 3 ヶ月後に経営破綻した。次の事案は、2015 年 4 月に民

営企業で起きた。そして、この直後から、社債デフォルト事案が国有企業にも広がり始めた。国有企業による社債デフォルトの発生は「剛性兌付」の観念を更に大きく揺るがすことになった。

中国政府は長年に亘り、少しずつ金融改革を進めてきている。短期金融市場の育成、社債市場の育成、直接金融市場の育成はどれも重要である。そのような社債市場で2016年に入り、多くのデフォルト事案が多発したことは、企業の信用リスクが社債市場を通じて金融システムに波及する可能性を示したこともなった。

これまでのところ国有企業の社債デフォルト事案も社債市場にとって局地的な問題にとどまっており、社債市場全体に大きなダメージや混乱をもたらすには至っていない。一時は社債発行市場がストップし、リスクプレミアムも急上昇したが、その後、数ヶ月で市場は既に落ち着きを取り戻している。

デフォルト事案が、市場参加者や投資家に信用リスクの存在をより強く意識させた点は、マーケットの健全な発展の観点ではむしろ良い知らせだったのかも知れない。ただし、そのような評価を下すのは時期尚早かも知れない。

(3) 供給側構造改革と金融セクターとの関係

今後、供給側構造改革の進展で、企業のリストラ案件は増加が見込まれる。リストラの際は、政府の関与は最小限にとどめ、市場と法律に則ってこれを実施することが望ましいとの議論は、中国内でも広くなされている。もちろん中国において政府部門の関与を一切なくすことは当面は不可能である。将来、政府の意見を指示ではなく、意向としてとらえることができるようになれば、金融機関や投資家などとの対話は成立する。そうすれば合理的な妥協点を見つけ出せる可能性も高まる。政府にとっては忍耐を要するが、透明性を高める努力は今後も益々必要になると考えられる。

供給側構造改革は、金融セクターに対してリスク管理の強化の面でも、改革を迫る。中国の金融に存在する指令性経済の名残や、不透明な慣行から決別するには、まだまだ時間がかかりそうであるが、改革の努力が必要である。

昨今、中国の銀行経営環境は、金利自由化、人民元の国際化、為替制度改革、資本取引規制緩和、インターネット金融・フィンテックの発展など様々な変化が見られる。また銀行の行動も、インターバンクでの資金調達と運用の増加、簿外の理財商品の活用増加増加など変化が生じている。そのような中で不良債権の処理の加速が求められるようになれば、金融システムにおけるリスクを高める。

これに対して、金融監督当局は、検査等を通じて実態把握に努めつつ、適切な規制を、適切な時期に導入しようと努力している。最近は、社債や理財商品を通じて証券市場の影響も金融システムに入り込みやすくなっており、銀行監督当局は証券や保険などの監督当局との連携が益々求められている。DESもそのような中で一つの挑戦となるであろう。今後も様々な変化に加速の可能性が見込まれる中、関係当局は引き続き多大な努力が必要と見られるが、そのような努力がシステミックリスクの防止することにつながると考えられる。

4. おわりに

9月4日5日、G20首脳会議が杭州で開催された。中国人民銀行は14日、自身のウェブサイト上に首脳コミュニケを含む50本余りの成果文書を掲載した。このG20首脳会議は包摂的な成長という新たな考えを打ち出すなど、中国にとって外交的な意義は大きかった。

習近平主席が過去、議長を務めた国際会議という意味では、2014年11月のAPEC首脳会議が思い出される。この時、習近平主席は一带一路構想を引っ提げて、個別首脳会談でAIIBのトップセールスマンとしての役割も果たした。

今回の G20 首脳会議ではこのような目玉となるアイデアやプロジェクトはなかった。しかし、2016 年に入って動き始めた改革を国際社会に知らしめ、同時に国内に対しても改革を国際約束に引き上げたことの意義は大きかったと言える。

2015 年以來の株価暴落と人民元切り下げは、世界に衝撃を与え、中国をとりまく国際環境は厳しくなった。中国経済が不安定化すれば世界経済を悪化させるため、中国経済の安定は G20 参加国の共通利益でもあった。2016 年に入って深水域に入った中国の改革は、経済に下押し圧力を与えて続けているが、これに対して、中国政府は金融緩和と財政政策で必死に下支えを行っている。供給側構造改革は、今後、金融機関や金融市場におけるリスクを高めていくものと予想される。経済成長のための金融緩和は、新たな不動産バブルを招きつつある。中国経済は徐々に脆弱さを増しつつあり、政策当局の舵取りは益々難しくなっている。

《注》

- (1) 国有企業改革に関する中央政府の文書は、このような推進方式を踏まえて「1+N」と言われている。つまり「1」に当たるのが 2015 年 9 月に國務院が出した指導意見であり、複数の省庁が準じだしていく複数の文書が「N」に当たる。
- (2) 東方資産管理会社、長城資産管理会社、華融資産管理会社、信達資産管理会社の 4 社。
- (3) 2016 年 7 月に開催された国有企業改革座談会の記録は、習近平主席と李克強総理の発言内容が異なり、両論併記のような形で記載された。
- (4) 張思平：对国有企业改革若干问题的看法
<http://cul.qq.com/a/20160607/045994.htm>
- (5) 國家發展改革委員會は、鉄鋼は全体の削減計画 1-1.5 億トンのうち 4500 万トン、石炭は全体計画 10 億トンのうち 2.8 億トンを 2016 年の削減目標と定めた。
- (6) 中国において非金融機関が発行する社債には、短期のコマーシャルペーパー（CP）、中期債（MTN）の他、日本の私募債のようなもの（「非公開定向発行非金融企業債務融資工具」（PPN））もある。社債の取引市場は銀行間市場と証券取引市場とに分かれるなど特色があり、現在も急拡大中である。

