



2019年2月25日

## 2018年の中国のデレバレッジ(過剰債務の削減)で疑われる信用収縮の発生

公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部 上席研究員 梅原 直樹

中国では全国人民代表大会の開催時期が近づいている。昨年（2018年）は、米国との貿易摩擦の激化という事態に見舞われたが、その一方、国内ではデレバレッジ（過剰債務の削減）の行き過ぎによる信用収縮と呼ぶべき状況が発生していた。

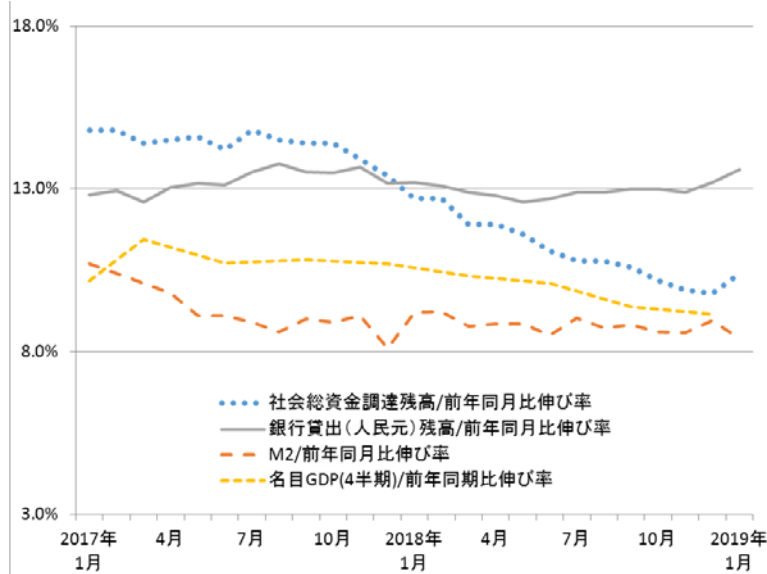
マクロでみると、中国の2018年の実質GDP成長率は6.6%と、前年の6.8%から0.2%ポイントの減速にとどまり、穏やかな経済運営に成功したように見える。しかし、ミクロで見ると、様子が違ってくる。大手国有セクター以外、いわゆる民営セクターにおいては、金融が引き締められ、資金調達環境が悪化して苦境に陥った企業が少なくないと思われる。これは、2017年からのデレバレッジ政策の副作用が出たためといえる。

図表1にあるように、2017年以来、社会総資金調達残高<sup>1</sup>の前年比伸び率は、人民元貸出、M2、名目GDPのいずれと比較しても、突出して減速したことがわかる。人民元貸出は社会総資金調達残高の内数であるので、人民元貸出以外のいわゆる「シャドバンキング」の金融仲介が機能不全に陥ったためとみられる。「シャドバンキング」はコスト高が問題とされてきたが、機能不全となればより深刻だ。資金の出し手と取り手をつなぐ役割が果たせず、資金が目詰まりを起し、それが連鎖して信用チェーンが断裂すれば、地域性金融危機を招くおそれもある。個別企業の状況は、マクロ統計では分かりにくい。しかし、図表2にあるデレバレッジ策の導入経緯とその修正過程を併せてみれば、民営企業セクターにおいて、いかなる苦境が生じたかが透けて見える。

中央銀行は昨年につき2019年1月にも、中小・零細企業にターゲットを絞った金融緩和策を打ち出した。しかし、問題は流動性ではなく、金融仲介・信用仲介機能そのものが働いていないことである。中国の中小規模銀行が、中小零細企業向けにしっかりと金融仲介サービスを提供できていれば良いが、不十分なままにとどまっている。人工知能（AI）など、フィンテックの進歩も著しいが、中小企業金融の利便性向上には十分に結びついていない。技術のブレークスルーが待たれるとはいえ、経験に基づくトラックレコードがなければ、ディープラーニングの材料がないということになりかねない。中小零細企業向けの信用仲介は、中国において古くて新しい問題である。

<sup>1</sup> 中国語では「社会融資規模存量」。

図表1 社会総資金調達残高、銀行貸出（人民元）、M2、名目GDPの各伸び率の推移



図表2 2017年、18年に打ち出されたデレバレッジ策とその軌道修正

図表2 2017年、18年に打ち出されたデレバレッジ(過剰債務削減)諸政策とその軌道修正

	政策動向	説明
2016年	「供給側構造改革」開始(2015年12月の中央経済工作会議で正式提起)	デレバレッジ(過剰債務の解消)を5大任務「三去一降一補」の1つとして打ち出す。
2017年	第三者支払い機関「顧客備付金」を段階的に中央銀行専用口座に移管することを決定(1月)	アリペイなどが顧客から預かった資金を商業銀行協議預金から中央銀行専用口座に段階的に移行する(2019年1月に移行完成)。
	全国人民代表大会(3月)	過剰債務引き下げを積極的かつ着実に進める(政府活動報告)。
	地方政府債務の管理強化(5月)	「地方政府の借入・資金調達行為のさらなる規範化に関する通知」。企業債券発行が停滞へ。
	全国金融工作会议(7月)	習近平主席の重要演説。金融リスクの防止とデレバレッジを強調。
	共産党大会(10月)	「習近平の新時代における中国の特色のある社会主義思想」を打ち出す。
	シャドーバンキング(資産管理業務)の管理強化(11月)	「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見(草稿)」。段階的な管理強化策。2019年6月までに完全実施。
	地方政府債務の管理強化(11月)	PPPによる地方政府の資金調達を厳格化。
2018年	銀行業界全般の監督強化(1月)	「銀行業市場の乱れた現象の整理をさらに深めることに関する通知」銀監発(4号)
	地方政府債務の管理強化(3月)	「金融企業の地方政府と国有企業に対する投融資行為の規範化に関する問題の通知」
	夏までに貿易摩擦が激化。P2Pプラットフォームで破綻が続出(7月)。債券デフォルトも徐々に増加。	デレバレッジを目指した規制強化が民間セクターの資金調達難を悪化させた。P2P破綻による「金融難民」も社会問題化。政府は7月末に会議を開き、政策の軌道修正を議論。
	「民営企業座談会」で習近平国家主席が重要演説(11月)	苦境に陥った民営企業を支援するべく会議を開催。金融当局も、これを受けて過度なデレバレッジの政策を緩和方向に。
	貿易摩擦に対応した米中首脳会談(12月1日)	関税引き上げ(25%)時期を90日間延期。→ 閣僚級協議へ
2019年	金融を通じた民営企業支援策(2月)	党・政府弁公庁「金融による民営企業向けサービス強化に関する若干の意見」
	全国人民代表大会(3月5日開始予定)	

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。