



2019年7月18日

中国のデレバレッジ政策と金融市場改革

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

2016年以降、中国ではデレバレッジ（過剰債務削減）に向けた政策が推進され、その成果は、マクロ経済統計における債務残高の増加速度の鈍化として現れた。2017年夏にはそうした動きの一環で、P2Pプラットフォームの破綻など物議を醸す事態も発生したが、関係当局の連携によって、これが大きな社会問題となることは回避された。しかし、その後2018年夏までに、沿岸部の民営セクター企業から資金調達環境が悪化したとの声が上がリ、この一因がデレバレッジ政策の副作用によって資金が実体経済の末端まで届きにくくなったことが指摘されると、当局も危機感を強めた。目的が何であれ、金融引き締め効果が強く現れた結果、一部地域の実体経済が苦境に追い込まれたことは、経済全体の成長の重石となりかねず、その責任は重大である。そもそも国有セクターとの待遇差が際立っていたなかで、2018年夏には米中通商摩擦が激化したことが重なり、民営企業経営者のマインドは萎縮した。

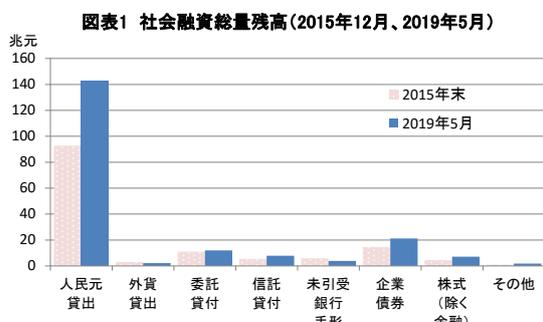
社会全体に不安が蓄積され始める中で、政府は2018年7月末に就業、金融、貿易、外資、投資、将来予測の6つの安定化策を打ち出した。金融当局も、同年秋にデレバレッジ政策の一部修正に取りかかり、資金が社会の末端まで行き届くよう民営セクターや中小企業向け融資を増加させるよう銀行に指示した。政府も、重要会議を開き民営セクターを鼓舞してみせた。12月初頭には米中首脳会談を開催し、米中両国の対立がこれ以上先鋭化しないよう対策を打った。こうした様々な安定化策や減税など諸策が効を奏し、2019年第1四半期の中国経済は、実質GDP成長率が前年比+6.4%と、急減速の回避に成功した。7月15日に発表された第2四半期の成長率も同+6.2%と、前期比0.2%ポイントの低下に留まった。上半期の成長率で見ると前年比6.3%と、2019年の通年目標である同6-6.5%の達成が危険視される状況は回避された格好だ。中身をみれば、輸入減などの不安要素がないわけではないが、消費は今のところ堅調であり、第三次産業が成長を牽引する形も定着してきたといえる。

ここ数年間をかけて行われた金融のデレバレッジ政策によって、シャドーバンキングの整理や金融制度面での管理強化が進んだことは、高く評価すべきである。もちろん、それによって失われた資金流路を、すぐに元のように戻すことはできず、枯れた流路は枯れたままである。この状況を打破するための銀行による中小企業向け貸出増加は、将

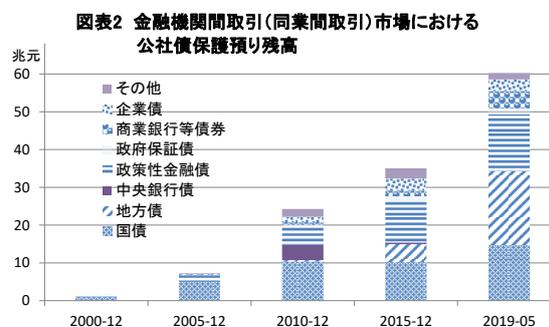
来、不良債権増加という副作用につながる可能性がある。さらに、近い将来、万一強い経済下支え策が必要となり、インフラ投資を急増させる事態になれば、鈍化した債務の増加速度は再び元のペースか、またはそれ以上のペースに戻さざるを得なくなる。中国経済は不安定のなかで、ようやく安定を確保した格好といえる。今来年中は、国際関係を安定軌道に戻し、金融と民進を安定化させ、経済社会の基盤を固めることが最も重視だ。したがって、不安定の原因となりかねないシャドーバンキングの整理は、避けて通れない道だったといえる。

さて、中国は中長期取り組みとして国内金融市場の整備や債券・株式市場の育成など、金融改革措置を進めている。中国の資金供給構造においては、引き続き間接金融が中心的地位を占める。図表1は社会融資総量残高の4年半前との比較だが、株式による資金調達確かに伸びてはいるもの、全体をみれば、やはり銀行が中心的地位を占める。図表2は金融機関同士(同業間)で取引される金融商品の期末残高及びその構成比である。ここでも市場の中心プレイヤーは銀行である。ここで取引される商品は9割方が政府や政府系機関によって発行された債券でだが、地方政府債券の残高が近年急拡大したことがわかる。この市場は普段は平穏だが、ここには様々なレベルの信用リスクが入り込む余地もある。そしてこの市場を通じて金融機関の間でリスクが拡散させる可能性もある。当局はそうしたリスクの所在や管理について、注意を払っている。

中国の金融市場は引き続き、発展・改革の途上にある。ボンドコネクトやストックコネクトの導入など海外市場との接続性が高まり、国際金融市場に組み込まれる度合いが徐々に高まっていくなかで、並行して整備・拡大が続く同業間市場について、その特性や変化を正確に理解していくことがますます重要になっている。



(注) 2019年5月の「其他」からは地方特別債券等12兆円(筆者推計)を除外。
(出所) 中国人民銀行



(注) 企業債は国家発展委員会によって発行承認される国有機関等の債券
(出所) 中央国債登記結算有限公司 (<https://www.chinabond.com.cn/>)

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せよう、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。