

中国における 金融リスクの所在と 政府の取り組み

株式会社野村資本市場研究所 北京首席代表

関根 栄一



中国における金融仲介のゆがみの問題

金融仲介とは「お金を融通する」ことを意味する。換言すれば、資金の需要者と資金の提供者をつなぐものである。仲介の形態には、銀行が預金を集めて需要者に貸し出す「間接金融」と、投資家が、需要者が発行する株式や債券を購入して資金を提供する「直接金融」とがある。資金の提供者は、間接金融の場合は、銀行経由、需要者の返済リスクを負担するのに対し、直接金融の場合は、直接、投資家が需要者の返済リスクを負担する。

一国の金融仲介において、間接金融と直接金融がどのように使われるかは、当該国の発展段階によって異なる。中国の場合、先進国で形成された製品やビジネスモデルにキャッチアップしていく過程では、キャッチアップすべき目標が明確であることから、過去の日本と同様、間接金融を中心とした金融仲介を通じた資源配分が急速な経済発展に貢献した。間接金融は、家計からの小口の資金を、銀行が間に入り集めて集中的に特定の産業に投資をすることで、一国が発展途上の段階にある場合、効率的で優秀なシステムとして機能する。

急速な発展を遂げた中国経済は、これまで経験してきたキャッチアップ型の成長モデルを脱却していくうえで、イノベーションを中心とした生産性の上昇に基づく成長モデルに移行していくためには、市場の価格決定メカニズムを十分に活用していく必要がある。このためには、資本市場を通じたリスクマネーの供給を図り、直接金融の割合を高めていくことが重要である。2017年10月の中国共産党第19回党大会でも、①直接金融の比率を引き上げ、多様な資本市場の健全な発展を促進すること、②金融業を含めたサービス業の対外開放を拡大すること、を政治報告に盛り込んでおり、金融仲介機能の改善に向けた政策の方向性を示していた。また、政治報告は、生産能力削減、在庫削減、レバレッジ削減などに取り組み、市場の需給関係を適正

化する方向性も示している。このためには、金融機関のバランスシート業務に加え、シャドーバンキングの拡大に代表されるような過去における金融仲介のゆがみの問題をただす必要もあることから、金融業の管理監督体制を整備する方向性も同時に示している。

中国政府は、直接金融の引き上げに向け、外資の証券業への出資上限を2018年から数えて3年後の2021年までに撤廃し、また金融リスクの制御についても向こう3年間の処理計画を設定するなど、時間軸を明確にして対応しようとしている。

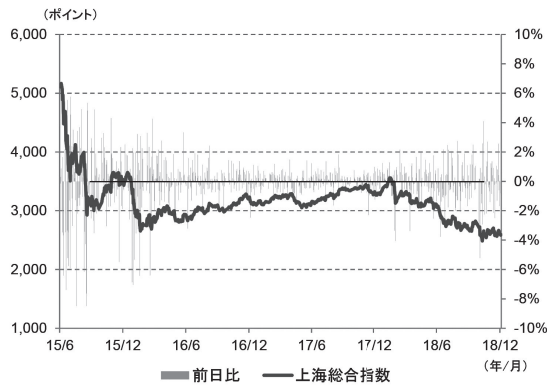
中国政府による株式市場対策の発表

ところが、株価の下落を契機に、金融市場での流動性の問題が顕在化してきた。2018年10月18日、上海総合指数の終値は前日比2.9%安の2486.42ポイントと、2500ポイントを割り込み、終値として2014年11月以来の安値を記録した。この株価下落を受け、翌19日、国務院の金融担当である劉鶴副総理は、①市場安定化策、②市場制度改革策、③長期資金の市場参入奨励策、④民間企業支援策（国有企業改革と民間企業発展の促進）、⑤対外開放の拡大、の5分野からなる株式市場対策を発表した。中国人民銀行・易綱総裁、中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）・郭樹清主席、中国证券監督管理委員会（証監会）・劉士余主席の各金融当局のトップも、上記5分野に関する声明を同日にそれぞれ発表した。

なぜ株価下落を警戒したのか

株価下落は、実は2018年の半ばから始まっている（図表1）。きっかけは、同年6月15日に米国政府が課すと決定・発表した中国からの製品輸入に対する制裁関税であり（7月6日に340億ドル分の制裁関税を発動）、中国経済への見通し不安感により投資家の売り注文が増加し、同年6月19日に上海総合指数の終値

図表1 上海総合指数の推移と前日比（2015年6月～）



注：2018年12月11日までの数値

出所：CEICより野村資本市場研究所作成

は2907.82ポイントと、2016年9月26日の2980.43ポイント以降、3000ポイント割れとなっている。

株価下落は、単に投資家の損失だけにとどまらない。実は、中国国内では、民間の中小企業を中心に、「株式担保融資」を通じた資金調達が増えてきた。株式担保融資とは、借り手が保有する株式に担保（質権）を設定し、時価評価額へ担保掛け目を乗じた金額を上限として融資を受ける方法である。担保として差し入れた株式の時価が上昇すれば、担保掛け目に応じて融資金額も大きくなる反面、時価が下落し、担保評価額が融資金額の一定割合（警告マージン比率）を下回ると、借り手は、担保価値の不足分について追加担保を差し入れるか、担保とした株式を売却して清算するかを決めなければならない。また、時価がさらに下落して、予め設定した第2の水準（維持証拠金率）を割り込んだ場合、貸し手は担保株式を売却して資金を回収することになる（強制清算）。株価下落が市場全体で続けば、貸し手は、いっせいに融資資金の回収に動き、借り手の流動性の問題に直面するシナリオが現実化してきた。追加で差し入れる担保のない借り手は、新たな融資資金も利用できず、破綻を余儀なくされ、最悪、实体经济の悪化と金融仲介機能の低下という「金融危機」が市場に訪れることになる。

株式市場対策の3つの柱

株式担保融資残高は、2018年9月末時点で約1.5兆元との試算もあるなかで、株式市場対策のうち、短期的には株価暴落に伴う株式担保融資の強制清算をいかに回避するかが課題である。このため、金融当局は、貸し手が株式担保融資を続けるよう行政指導を行う一方、借り手の流動性を支援するスキームを構築した。

1 つめが、借り手が株式担保融資を継続できるようにしたり、借り手の担保株式を買い取るための金融商品やファンドの組成である。借り手への投融資の原資としては、保険会社の資産管理子会社が組成する特別商品、中国证券业协会主導で複数の証券会社が組成したファンド、地方政府が組成するファンドが想定されている。2018年12月8日付金融時報や、中国证券业协会の発表によれば、保険会社が組成した特別商品は計6本で約860億元（12月5日時点）、証券会社18社が出資したファンドは計21本で341億元（11月30日時点）、地方政府が発行した救済ファンド向け特別債券は4000億元（同上）にのぼっているとされている。これらのうち、証券会社が組成するファンドは、最終的に、銀行・保険・国有企业・政府機関からも調達し、1000億元規模を組成することが目標となっている。

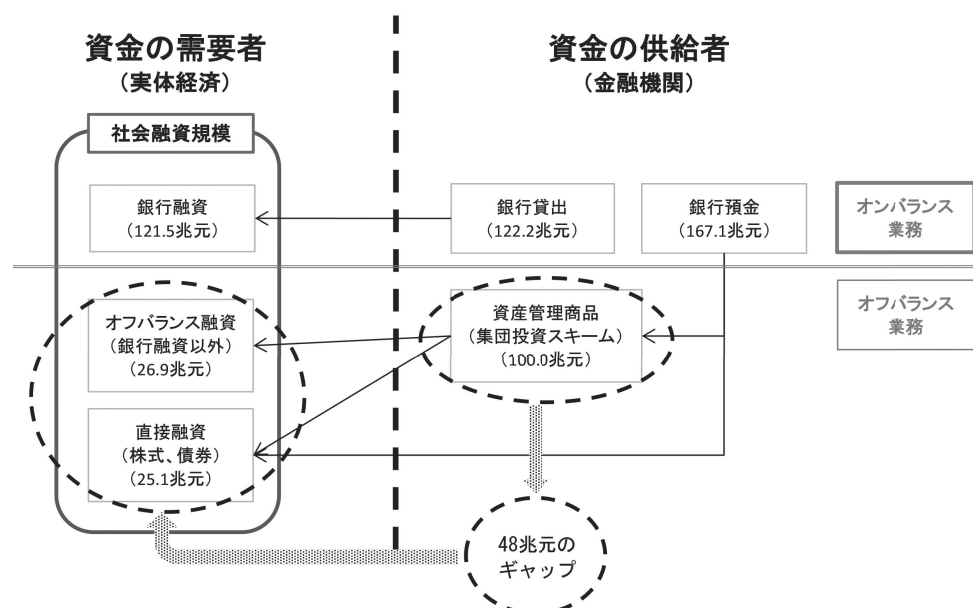
2 つめが、M&Aの証監会による承認手続きのスピードアップである。担保株式の処分（売却）は、株主の変更や、M&Aにもつながりうる。このため、証監会は、「小額スピード」審査制度を活用するとした。これは、M&A金額が小額の場合は、予備審査を経ずに、最初から本審査を行う制度である。同時に、証監会は、「レーンシステム」審査制度を活用するとした。これは、ハイテク分野のM&Aを優先して審査する制度で、産業の高度化を速やかに実現することに目的がある。

3 つめが、中国人民銀行による民間企業の債券発行支援プログラムである。同行による再貸出の一部を原資とした信用枠を設定し、民間企業が発行する社債の信用補完を行って、短期の流動資金の調達を支援する。具体的には、投資家が、社債購入と同時に、主幹事や専門保険会社が組成した信用リスク軽減ワラント（Credit Risk Mitigation warrant、略称CRMW）と呼ばれるデフォルト保険（中国版CDS）の保険料を払って購入し、当該社債が債務不履行になった場合に損失分を受け取れる仕組みのもと、中国人民銀行が当該損失分の支払を保証するものである。

民間の中小企業の資金調達問題が発生した要因

2018年に入り、株式担保融資に頼り始めた民間の中小企業には、これまでの資金調達源が次第に絞られてきたという事情がある。それは、中国政府が進めてきた脱レバレッジ政策の影響である。脱レバレッジには、いくつかの側面がある（図表2）。

図表2 社会融資規模と資産管理業務との関係（2017年末時点残高）



出所：中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

1 つめは、資金の需要者である実体経済の負債の削減である。中国人民銀行が公表している社会融資規模残高の統計によると、2017年末時点の実体経済の資金調達残高のうち、銀行融資（外貨建てを含む）が121.5兆円、銀行融資以外のオフバランス融資が26.9兆円、直接金融（株式、債券）が25.1兆円と、計173.5兆円となっている。実体経済が、過剰生産問題に代表されるように、バランスシート上、効率の悪い資産をリストラしていく過程では、その反対側にある負債もリストラしていかななくてはならない。負債には、金融機関のバランスシートに計上されないという意味での「オフバランス」融資もあるが、実体経済のバランスシート上、負債として認識されていることになる。

2 つめは、資金の供給者である金融機関の投融資の削減である。金融機関の投融資の業務には、バランスシート上のオンバランス業務と、バランスシート外のオフバランス業務とがある。前者の代表例が、銀行貸出であり、中国人民銀行別の金融統計によれば、2017年末時点の貸出残高は122.2兆円となっている。また、金融機関のオフバランス業務を、銀行預金を原資として、多数の投資家から集めた資金によって事業運営や有価証券などに投資して得られた収益を出資者に分配する仕組みである「集団投資スキーム」を、いわゆる資産管理商品と定義すると、同商品の発行残高は100兆円になっている。金融機関のバランスシート業務には、自己勘定での有価証券投資も含まれるが、同投資の内訳が国債と社債に分かれていないため、資産管理商品残高が、実体経済のオフバランス融資と直

接金融に全て充当されると想定すると、実体経済サイドの52兆円との間に48兆円のギャップ（過剰投融資）が存在することになる。このギャップの規模は、資産管理商品間の投資や、レバレッジを効かした投資が存在することを表わしていることとなる。単純な試算であるため、実体経済の資金調達と金融機関の投融資における1対1の関係把握については、今後の統計の整備を待つほかないが、実体経済の負債の削減は、金融機関の投融資規模の削減を伴うものとなる。

金融機関の投融資の削減のうち、オンバランス業務における銀行貸出への引当金は、貸出債権の不良債権化に伴う償却となって表れる。また、オフバランス業務の場合は、資産管理商品の規模が、段階的に縮小していく形で表れるが、それは、実体経済からすると、これまでの資金調達源の原資が失われていくこととなるので、借換先が必要である。借換先は、直接金融であれば社債の発行となるが、格付けの低い民間の中小企業の場合は、社債市場を通じて投資家を募ることはなかなか難しい。銀行融資を当てにする場合は、銀行サイドも担保として物的保証や人的保証を融資条件に求めることとなろう。今回の株式担保融資は、まさに前者の物的保証を民間の中小企業に求めた結果といえよう。

加えて、資産管理商品に代表されるオフバランス業務は、多数の投資家から資金を集めて投資を行っているもので、期間や流動性のミスマッチが商品の収益性の源泉になっているといえる。その一方、同商品は預金保険の対象外であり、商品に組み込んでいる資産価

格の下落が何らかのショックをきっかけに発生した場合、ミスマッチのリスクが顕在化し、商品の償還に問題が出て、投資家心理に悪影響を与え、換金のための投げ売りなどが発生する可能性がある。商品の規模やレバレッジの度合は比べ物にならないが、2008年に米国で発生した資産証券化商品の償還問題に端を発した「市場型危機」と発生メカニズムは共通している。このため、中国政府は、2017年11月に「金融機関の資産管理業務の規範化に向けた指導意見」の草案を公表し、2018年4月に正式版を公布し、現在、細則の制定と実施を順次進めて、資産管理商品のリスク面での管理を強化している。

民間部門への金融資源の配分の向上に向けた施策

民間中小企業の資金調達問題が顕在化したことをきっかけに、中国の政治指導者は、繰り返し民間企業の中国経済における重要性を強調している。中国での民間中小企業向け貸付の促進は、古くて新しい課題である。ここでは、工業分野に限られるが、企業規模別の貸付の動向をみてる。

まず、企業の規模別の定義については、工業・情報化部が、国家統計局、国家発展改革委員会、財政部とともに2011年6月18日に公布した「中小企業分類基準規定」と、同規定に基づき国家統計局が2011年9月11日に公布した「統計上の大・中・小・零細企業の区分弁法」とがある。これらの企業区分を基に、従業員数や売上高に基づいて規模を設定している。2016年末の工業分野の企業数は、大型企業が9631社（全体の2.5%）、中型企業が5万2681社（同13.9%）、小型企業が31万6287社（同83.5%）となっている（図表3）。

次に、規模別の企業向け貸出残高をみると、2016年末の（工業分野を含む）全業種向け国内貸出残高のうち、大型企業向けが22兆607億元（全体の35.3%）、中型企業向けが20兆6957億元（同33.1%）、小型企業向けが17兆5431億元（同28.0%）、零細企業向けが2兆2786億元（同3.6%）となっている。

工業分野に関する零細企業の企業統計は開示されていないものの、企業数で全体の8割以上を占める小型企業を例にとれば、雇用の裾野を支える意味でも、小型・零細企業の資金調達を支援することの重要性は、あらためて指摘するまでもない。

民間中小企業の資金調達問題のうち、銀行分野では、2018年11月9日、銀保監会の公式サイトで、郭樹清主席が、民間企業向けの貸付目標を設定することを明らかにした。これは「1・2・5」目標といわれているもので、新規の企業向け貸付に占める民間企業の比率を、①大手銀行は「3分の1」以上、②中小銀行は「3分の2」とすることで、③3年以内に銀行全体で民間企業向け貸付を5割以上に高めるというものである。資本市場では、株式市場対策の中に、①自社株買いの規制緩和に向けた会社法の改正や、銀行の集団投資スキームである銀行理財商品の改革といった制度改正、②金融業の対外開放の促進といった、中長期的なプランも入っている。中国政府にとって、短期的には、米中貿易摩擦を機に発生した株価下落による流動性リスクを抑制することが課題であり、中期的には、米中貿易摩擦を管理しつつ、金融仲介機能の改善と金融リスクの制御を同時に達成できるかが課題といえよう。



図表3 企業（工業分野）の規模別定義と現況（2016年および同年末）

企業規模		大型企業		中型企業		小型企業		零細企業		全体
基準	従業員数	1000人以上		300人～1000人		20人～300人		20人以下		
	売上高	4億人以上		2000万円～4億円		300万円～2000万円		300万円以下		
項目		数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値
企業数(社)		9,631	2.5%	52,681	13.9%	316,287	83.5%			378,599
総資産(億円)		508,070	46.8%	258,989	23.9%	318,806	29.4%			1,085,866
中核業務収入(億円)		436,445	37.7%	286,490	24.7%	436,064	37.6%			1,158,999
総利益(億円)		26,788	37.2%	19,405	27.0%	25,729	35.8%			71,921
(参考)全業種向け 国内貸付残高(億円)		220,607	35.3%	206,957	33.1%	175,431	28.0%	22,786	3.6%	625,781

注：企業規模別の国内貸付残高は、工業分野を含む全業種向けの数値
出所：国家統計局、『中国統計年鑑2017』、CEICより野村資本市場研究所作成