

中国：金融リスクの増大を懸念

経済調査部 齋藤 尚登

要 約

中国が 2020 年に小康（ややゆとりのある）社会の全面的完成を目指す上で、克服が必要な「三大堅塁攻略戦」のうち最難関は「金融リスクの防止・解消」であるが、金融リスクはむしろ増大している。

2020 年に中国政府がなすべきことの一つは景気減速をもたらした「民退」の改善、すなわち民営企業へのサポート強化であり、もう一つは国有企業の債務残高をこれ以上大きく増やさないことである。

習近平政権は、2017 年 10 月の第 19 回党大会において、経済の「中高速增长」を放棄し、「質の高い発展」を志向することを宣言した。これは成長率が多少低下したとしても、過剰投資とそれを支えた過剰債務問題などの緩和・改善に本格的に取り組む意志の表れであったはずである。

経済センサスによる GDP 遡及修正が行われれば、2020 年に 2010 年比で GDP を実質で 2 倍にする計画を達成するハードルは下がると想定される。その分、公共投資を無理に増やす必要性は低下するかもしれない。2020 年が金融リスクの低減を内含する「質の高い発展」への再スタートの年となるかにも注目したい。

目 次

- 1 章 成長率の低下に歯止めがかからなかった 2019 年の中国経済
- 2 章 2020 年の中国経済・社会の注目点と三大堅塁攻略戦
- 3 章 「質の高い発展」への再スタートを切れるか

1章 成長率の低下に歯止めがかからなかった 2019 年の中国経済

1. 行きすぎたデレバレッジとその修正で進んだ「民退」

2019 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 6.1%程度（以下、変化率は前年同期比、前年比）と、2018 年の 6.6%から低下したもようである。米中摩擦の長期化・深刻化による輸出低迷や製造業投資の伸び悩みが主因であるが、筆者はむしろ、行きすぎたデレバレッジ（負債率引き下げ）と、その修正で進んだ「民退」がより大きな要因であったと考えている。

中国の過剰投資・過剰債務問題は、リーマン・ショック後の 2008 年 11 月に発動された 4 兆元（当時の為替レートで 57 兆円）の景気対策を契機に深刻度が増し、債務残高の GDP 比はかつて金融危機に陥った国々と同等かそれ以上の水準となった。このため、2017 年春以降は、金融リスクの防止・解消が重要政策に位置付けられ、企業債務のデレバレッジが推進された。金融面ではシャドーバンキング、ネット金融の膨張抑制や監督管理の強化が行われたのである。

企業債務残高の 8 割は国有部門であり、本来であればデレバレッジは同部門を中心に行われるべきであった。しかし、シャドーバンキングの膨張抑制や監督管理の強化で大きな影響を受けたのは、民営企業であった。2018 年 5 月、6 月には、銀行貸出を除いた広義のシャドーバンキングによる資金調達金額が、大幅な純減（回収・償還超過）となった（図表 1）。中でも、企業もしくは個人の資金を銀行や信託会社が仲介して、第三者に融通する委託貸出や信託貸出は、純減が続いた。委

託貸出や信託貸出は、銀行貸出に多くを期待できない民営企業の資金調達の命綱であった。

景気減速感が強まる中、2018 年 7 月 31 日に習近平総書記が主宰する中共中央政治局会議が開催され、行きすぎたデレバレッジの修正が指示された。習政権が打ち出したサプライサイドの構造改革は、1. 過剰生産能力の解消、2. 過剰不動産在庫の削減、3. デレバレッジ、4. 企業コストの引き下げ、5. 弱点の補強の五つからなるが、政治局会議では、当面は「弱点の補強」、特にインフラ分野の増強を最優先することが明示された。デレバレッジの重要度は相対的に低下したのである。

2019 年 3 月の第 13 期全国人民代表大会（全人代）第 2 回会議で、李克強首相が行った政府活動報告では、2019 年の重点活動任務の筆頭に「マクロコントロールを革新・充実させ、経済の動きを合理的な範囲内に確実に保つ」ことを掲げ、2017 年～18 年に最重視された「サプライサイドの構造改革」は項目から姿を消した。さらに、政府活動報告は「リスクの防止・抑制に当たっては、ペースと度合いをしっかりとコントロールして、過剰生産能力の解消、監督管理の強化、環境保護の厳格化などによる経済収縮効果の相乗的拡大を防ぎ、経済動向が合理的な範囲内から決して滑り出ないようにする必要がある」として、当面は構造改革よりも景気の大きな下振れ回避を優先する姿勢を示した。

全人代が示した財政・金融政策で特筆されるのは、地方政府特別債券のネットの発行額が、前年予算比 8,000 億元（約 13.3 兆円）増の 2 兆 1,500 億元（約 35.9 兆円）とされたことである。地方政府特別債券はインフラ投資など収益性のある地方プロジェクトに用いられる。景気下振れリスク

図表 1 社会資金調達金額のネットの増減額

(単位: 億元)

	合計	人民元 貸出	外貨 貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の 銀行引受 手形	企業 債券	地方政府 特別債券	非金融 企業の 域内株 式発行	【参考】 広義の シャドー バンキン グ合計
2018年1月	31,412	26,850	266	▲ 714	455	1,437	1,894	0	500	4,295
2018年2月	11,997	10,199	86	▲ 750	660	106	734	108	379	1,711
2018年3月	15,937	11,425	139	▲ 1,850	▲ 357	▲ 323	3,611	662	404	4,373
2018年4月	17,748	10,987	▲ 26	▲ 1,481	▲ 94	1,454	4,042	808	533	6,786
2018年5月	9,517	11,396	▲ 228	▲ 1,570	▲ 904	▲ 1,741	▲ 351	1,012	438	▲ 1,651
2018年6月	14,883	16,787	▲ 364	▲ 1,642	▲ 1,623	▲ 3,649	1,308	1,019	258	▲ 1,541
2018年7月	12,235	12,861	▲ 773	▲ 950	▲ 1,192	▲ 2,744	2,189	1,851	175	147
2018年8月	19,533	13,140	▲ 344	▲ 1,207	▲ 688	▲ 779	3,541	4,106	141	6,737
2018年9月	21,342	14,341	▲ 670	▲ 1,432	▲ 909	▲ 548	15	7,389	272	7,671
2018年10月	7,374	7,141	▲ 800	▲ 949	▲ 1,273	▲ 453	1,523	868	176	1,032
2018年11月	16,042	12,302	▲ 787	▲ 1,310	▲ 467	▲ 127	3,918	▲ 332	200	4,527
2018年12月	16,221	9,281	▲ 702	▲ 2,210	▲ 509	1,023	3,895	362	130	7,642
2019年1月	46,179	35,668	343	▲ 699	345	3,787	4,829	1,088	289	10,167
2019年2月	7,089	7,641	▲ 105	▲ 508	▲ 37	▲ 3,103	875	1,771	119	▲ 446
2019年3月	28,737	19,584	3	▲ 1,070	528	1,365	3,561	2,532	122	9,150
2019年4月	14,084	8,733	▲ 330	▲ 1,197	129	▲ 357	4,078	1,679	262	5,682
2019年5月	14,524	11,855	191	▲ 631	▲ 52	▲ 768	1,039	1,251	259	2,478
2019年6月	22,998	16,737	▲ 4	▲ 827	15	▲ 1,311	1,517	3,545	153	6,265
2019年7月	10,830	8,086	▲ 221	▲ 987	▲ 676	▲ 4,562	2,944	4,385	593	2,965
2019年8月	20,115	13,045	▲ 247	▲ 513	▲ 658	157	3,389	3,213	256	7,317
2019年9月	23,569	17,612	▲ 440	▲ 22	▲ 672	▲ 431	2,440	2,194	289	6,397
2019年10月	6,619	5,470	▲ 10	▲ 667	▲ 624	▲ 1,053	2,042	▲ 200	180	1,159
2019年11月	17,547	13,633	▲ 249	▲ 959	▲ 673	571	2,696	▲ 1	524	4,163
2019年1～ 11月合計	212,292	158,065	▲ 1,070	▲ 8,080	▲ 2,375	▲ 5,707	29,409	21,457	3,046	55,297
前年同期比	19.3	7.2	純減幅 縮小	純減幅 縮小	純減幅 縮小	純減幅 縮小	31.2	22.7	-12.3	62.2

(注1) 社会資金調達金額の増減額は、金融システムから経済に供給された資金のネット増減額

(注2) 広義のシャドーバンキングは合計から人民元貸出と外貨貸出を差し引いたもの

(出所) 中国人民銀行から大和総研作成

が高まる中、インフラ投資を下支え役に景気の大
幅減速を回避しようとしたのである。

こうして、行きすぎたデレバレッジは修正され
ただけではなく、潤沢な資金調達が行われるよう
になった。しかし、その恩恵は国有企業を中心と
する大型企業に集中し、民営（中小・零細）企業
は蚊帳の外に置かれた。いわゆる「国進民退」で
ある。2019年1月～11月の社会資金調達金額
の増減額は19.3%増の21.2兆元に急増した。広

義のシャドーバンキング経由の資金調達金額は
62.2%増の5.5兆元となったが、この間大きく増
加したのは、企業債券と地方政府特別債券による
資金調達であり、この2項目で5.1兆元を占めた。
いずれも国有部門の資金調達が中心であり、民営
部門の資金調達難は改善されていない。

このことは固定資産投資の伸び率に表れてい
る。2019年1月～11月の固定資産投資は5.2%
増と、2018年の5.9%増から低下した。全体の

4割弱を占める国有部門は2018年の1.9%増から2019年1月～11月は6.9%増に回復した。一方で、6割強を占める民営部門は2018年の8.7%増から2019年1月～11月は4.5%増に鈍化している（図表2）。

2. 消費低迷の一因となったネット金融の監督管理強化

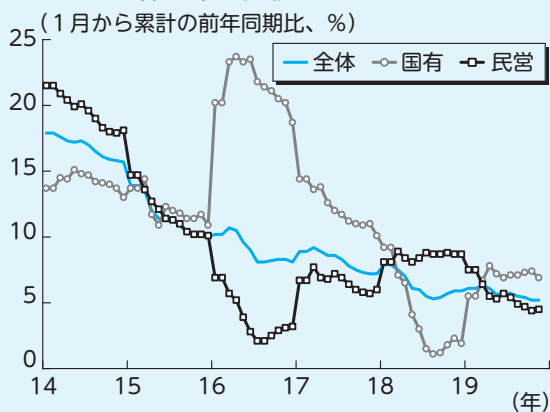
ネット金融の膨張抑制と監督管理強化は消費減速の要因の一つとなっている。

2019年1月～11月の小売売上は8.0%増と、2018年の9.0%増から一段と減速した。小売売上の1割弱を占める自動車販売金額が2018年5月以降、一時期を除いて前年割れとなったことが主因の一つである。これには、(1) 車両購入税減税（通常税率は価格の10%。2015年10月～2016年末は5%に半減、2017年は7.5%の軽減税率）の終了による反動減、(2) 米中摩擦の深刻化による景気や所得の先行きに関する不透明感の増幅、さらには、(3) デレバレッジの強化による民営（中小・零細）企業の資金繰りの悪化や、後述するP2P金融プラットフォームの経営破綻一

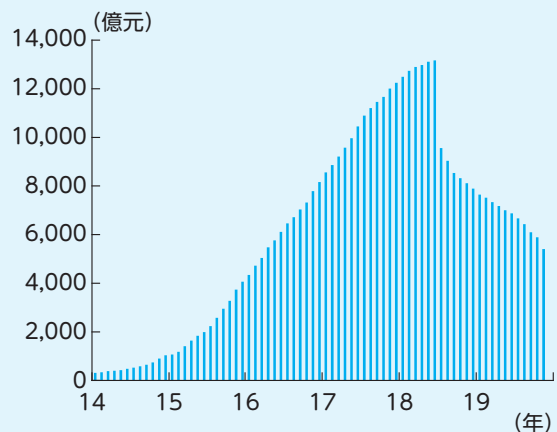
一などが影響していよう。

P2P金融プラットフォームはネット上で企業や個人から高利で資金を集め、中小・零細企業や個人に融資をするものであるが、新規分野のため規制はほとんどなく、詐欺まがいや健全性に著しく欠けるプラットフォームが急増し、2017年末には金融当局がリスクの高さを警告し、規制を強化する旨を通達していた。規制強化の一環で2018年6月末を期限に、P2P金融プラットフォームは当局が設定した商慣行基準を達成することが求められたが、多くのプラットフォームは廃業を選択した。このため、資金の出し手は、プラットフォームから資金を引き揚げようとし、流動性が枯渇したP2Pが経営危機・倒産に追い込まれるなど、業界全体が甚大な影響を受けた。2019年11月末時点でP2Pプラットフォームの融資残高は5,408億元に激減した。ピーク時の18年6月末の1兆3,170億元からは58.9%減であり、しかも減少は止まっていない（図表3）。こうした中で出し手の多くの資金回収は困難になっているという。これによって自動車をはじめとする高額な耐久消費財の購買意欲が削がれてい

図表2 固定資産投資全体、民間部門、国有部門の伸び率の推移



図表3 P2P融資残高



る可能性は高い。

ちなみに、P 2 P の融資残高のピークから直近 2019 年 11 月末までの減少額 7,762 億元は 2018 年の小売売上 38.1 兆元の 2.0% に相当する。中国政府は 2018 年 10 月 1 日より個人所得税の基礎控除額を 3,500 元（約 5.7 万円）から 5,000 元（約 8.2 万円）に引き上げ、1 年間で 3,200 億元の減税が行われるとしたが、これは小売売上の 0.8% に相当するにとどまる。

2 章 2020 年の中国経済・社会の注目点と三大堅塁攻略戦

1. 重要な民営企業のテコ入れ

2020 年に中国政府がなすべきことは何であろうか。まずは 1 章で示した「民退」の改善、すなわち民営部門のテコ入れが極めて重要になろう。「国進民退」は景気テコ入れ策などの恩恵が国有部門に集中することを批判する際に使われるが、国の政策を推進するのは国有銀行と国有企業であり、その効果がまず国有部門に発現するのは当然である。ただし、民営部門が政策の恩恵から遮断されたままでは、景気の底入れ・回復はおぼつかない。

習近平総書記は 2018 年 11 月 1 日に開催された民営企業座談会の席上で、「民営経済は 5、6、7、8、9 という特徴を有している。すなわち、民営経済は税収の 50% 以上、国内総生産の 60% 以上、科学イノベーション成果の 70% 以上、都市就業の 80% 以上、企業数の 90% 以上を占める」などとして、民営経済（企業）の重要性を再確認した。それまで一部で巻き起こっていた「民営企業不要論」にくみせず、論争にけりをつけた格好である。

加えて、民営企業には「2」という特徴もある。これは企業債務残高に占める民営企業の割合（約 20%）であり、企業の資金調達に国有企業に集中していることを示している。今後、必要となるのは、民営企業の資金調達を含めた経営環境をいかにして改善していくかであろう。

民営企業の資金調達難の改善は難しいが、方法がないわけではない。差し当たっては、民営企業向けの銀行貸出を増やす方法がある。大手行の預金準備率は 2019 年 11 月末時点で 13.0% と高水準であり、良し悪しはともかく、引き下げで解凍される貸出余力の相当部分を民営企業に振り向けることを中国人民銀行が窓口指導することは可能である。同時に窓口指導がきちんと実行されているかの検証も不可欠であろう。

資本市場の活用之余地も大きい。2019 年 7 月 22 日にスタートした上海株式市場の「科创板（ボード）」は、文字通りハイテク・イノベーション型の民営企業を中心とした資金調達の場合である。企業債券の分野でもリスクをある程度分散できる中小企業集合債の発行を増やすことも考え得よう。

2. 「小康社会の全面的完成」と「三大堅塁攻略戦」

中国共産党・政府にとって、2020 年は「小康（ややゆとりのある）社会の全面的完成」を達成する年と位置付けられている。これをスタート台に、2035 年までに社会主義現代化を基本的の実現し、2050 年には中国を富強・民主・文明・調和の美しい「社会主義現代化強国」に変貌させるのだという。

2017 年 10 月に開催された第 19 回党大会では、2020 年までが小康社会の全面的完成の決勝期と

された。これを勝ち抜くための重点として掲げられたのが、①重大なリスクの防止・解消、②貧困脱却、③環境汚染対策——であり、この三つが「三大堅塁攻略戦」とされた。後に、最大の重大リスクは「金融リスク」であることが明示されている。

結論を先に言えば、金融リスクの防止・解消が難関中の難関であるが、まずは貧困脱却と環境汚染対策について見ていく。

1) 貧困脱却と、より困難な所得格差縮小

中国では「中国農村扶貧開発綱要（2011年～2020年）」などを基に貧困対策が講じられ、農村貧困人口（2010年基準で年間収入が2,300元以下の人口）は2010年末の1億6,567万人から18年末には1,660万人に、農村貧困人口比率は

同様に、17.2%から1.7%に大きく低下した。このペースで農村貧困人口が減少すれば、2020年末にゼロとすることは難しくないようにみえる。

貧困救済重点地域では、中央・地方財政支出が大きく増加し、資金はインフラ整備や最低生活保障手当などに充当される。特に後者は貧困層に直接現金を支給するものであり、所得を一時的に増やすことは可能である。図表4は農村住民の可処分所得を五つの所得階層別に見たものであり、所得が最も低い20%の層は所得増加率が最も高いか、最も低いかのどちらかのケースが多いことが分かる。おそらく、増加率が高い年は、貧困撲滅を目的に財政からの補助金支給が増加したのであろう。教育や職業訓練などによって、雇用機会が増えて、雇用が安定し賃金が上昇すれば、所得増

図表4 農村所得階層別一人当たり純収入・可処分所得の推移

(単位：元、倍、%)

	農村一人当たり純収入・可処分所得 (金額)					所得格差 上/下	農村一人当たり純収入・可処分所得 (前年比)				
	下	中の下	中	中の上	上		下	中の下	中	中の上	上
2001	818	1,491	2,081	2,891	5,534	6.8	2.0	3.5	3.8	4.5	6.6
2002	857	1,548	2,164	3,030	5,896	6.9	4.8	3.8	4.0	4.8	6.5
2003	866	1,607	2,273	3,207	6,347	7.3	1.0	3.8	5.0	5.8	7.7
2004	1,007	1,842	2,579	3,608	6,931	6.9	16.3	14.7	13.4	12.5	9.2
2005	1,067	2,018	2,851	4,003	7,747	7.3	6.0	9.6	10.6	11.0	11.8
2006	1,182	2,222	3,149	4,447	8,475	7.2	10.8	10.1	10.4	11.1	9.4
2007	1,347	2,582	3,659	5,130	9,791	7.3	13.9	16.2	16.2	15.4	15.5
2008	1,500	2,935	4,203	5,929	11,290	7.5	11.4	13.7	14.9	15.6	15.3
2009	1,549	3,110	4,502	6,468	12,319	8.0	3.3	6.0	7.1	9.1	9.1
2010	1,870	3,621	5,222	7,441	14,050	7.5	20.7	16.4	16.0	15.0	14.0
2011	2,001	4,256	6,208	8,894	16,783	8.4	7.0	17.5	18.9	19.5	19.5
2012	2,316	4,807	7,041	10,142	19,009	8.2	15.8	13.0	13.4	14.0	13.3
2013	2,583	5,516	7,942	11,373	21,273	8.2	11.5	14.7	12.8	12.1	11.9
2014	2,768	6,604	9,504	13,449	23,947	8.7	-3.8	10.7	12.6	13.8	12.3
2015	3,086	7,221	10,311	14,537	26,014	8.4	11.5	9.3	8.5	8.1	8.6
2016	3,006	7,828	11,159	15,727	28,448	9.5	-2.6	8.4	8.2	8.2	9.4
2017	3,302	8,349	11,978	16,944	31,299	9.5	9.8	6.7	7.3	7.7	10.0
2018	3,666	8,508	12,530	18,051	34,043	9.3	11.0	1.9	4.6	6.5	8.8

(注) 金額・伸び率は2013年までが純収入、2014年以降は可処分所得。シャドーは伸び率が最低であること、斜体(太字)は最高であることを示す

(出所) 中国統計年鑑2019年版から大和総研作成

加の持続性も期待されようが、これはメインストリームではなさそうである。

このことは、ひとまず貧困から脱却しても、所得格差が縮小していくのは難しいことを示唆している。鄧小平氏が唱えた「先富論」（一部の人々、地域が先に豊かになり、そうではない人々、地域をサポートする）の下で、所得格差は拡大したが、胡錦濤政権以降は格差の縮小が目指され、例えば、各地方で最低賃金の大幅引き上げなどが実施された。そして、習近平総書記が唱えるのは「共同富裕」である。

しかし、現実には極めて厳しい。図表4で示したように、農村所得の上位20%と下位20%の所得格差は2001年の6.8倍から18年には9.3倍に拡大した。都市を含めても同様である。所得格差の程度を示すジニ係数（完全に平等な場合は0、

一人に全所得が集中している場合は1となる）は、1980年の0.23から上昇を続け、2008年には0.491まで上昇した。その後緩やかに低下したものの、2015年の0.462をボトムに再び上昇に転じ、18年は0.468となった（図表5）。一般にジニ係数は0.4が社会不安などの生じやすい危険水準とされるが、中国はこれを大きく超える水準が続いている。中国の消費ブームの底が浅いのは、中間層の厚みが薄いことが要因の一つであろう。

2) 着実に進む汚染対策

環境汚染対策について、省エネ・省資源や汚染物質削減は着実に進んでいる。2015年に終了した第12次5カ年計画の目標と実績を比較すると（図表6）、全ての項目が大幅な超過達成となった。

2016年から始まった第13次5カ年計画では、



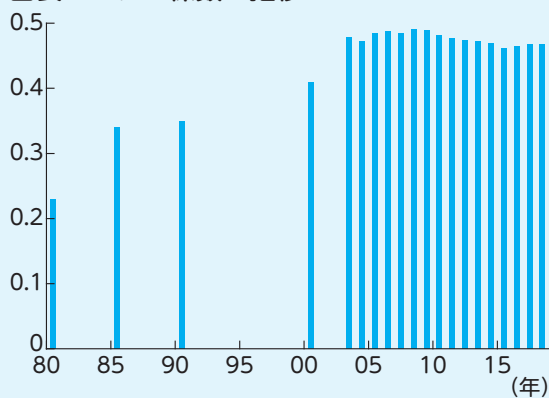
大気汚染と水質の改善が新たな目標として追加された。前者については、都市の空気質量優良日の割合を2015年の76.7%から20年は80%以上に引き上げ、PM2.5の濃度が年平均35マイクログラム／ m^3 を超えている都市はその濃度を20年までに18%低下させることが目標とされた。水質改善では、飲用に適する水質の割合を2015

年の66%から20年に70%に引き上げる一方で、中度重度汚染の水質の割合を同様に9.7%⇒5%以下に引き下げること为目标に掲げている。

以前からの継続目標については、単位GDP当たりCO₂排出量、COD（化学的酸素要求量）、SO₂（二酸化硫黄）、NO_x（窒素酸化物）の排出量削減などで、第12次5カ年計画の目標と比べてさらに一段高いハードルが設定された。省エネ・省資源関連では、第12次5カ年計画で単位工業生産当たりの水使用量を2010年比30%減とするもの、第13次5カ年計画では単位GDP当たりの水使用量を2015年比23%減としている。水使用量が相対的に少ない第三次産業を含む目標設定であり、ハードルはむしろ上がっている。

国家発展改革委員会が2018年末に発表した中間レビューによると、省エネ・省資源や汚染物質削減関連で進捗が遅れているのは、中度重度汚染

図表5 ジニ係数の推移



(出所) 中国国家统计局から大和総研作成

図表6 省エネ・汚染物質排出削減の進捗状況

	11・5実績	12・5目標	12・5実績	13・5目標
単位GDP当たり水使用量	2005年比36.7%減	2010年比30%減	2010年比35%減	2015年比23%減
単位GDP当たりエネルギー使用量	同19.1%減	同16%減	同18.2%減	同15%減
非化石エネルギーの一次エネルギー消費比率	8.3%	11.4%	12.0%	15.0%
単位GDP当たりCO ₂ 排出量	—	2010年比17%減	2010年比20%減	2015年比18%減
汚染物質排出量 COD（化学的酸素要求量）	2005年比12.5%減	同8%減	同12.9%減	同10%減
アンモニア性窒素	同18.2%減	同10%減	同13.0%減	同10%減
SO ₂ （二酸化硫黄）	同14.3%減	同8%減	同18.0%減	同15%減
窒素酸化物（NO _x ）	—	同10%減	同18.6%減	同15%減
（新規）都市の空気質量優良日の割合	—	—	76.7%	80%以上
（新規）基準未達成都市のPM2.5の濃度	—	—	—	2015年比18%減
（新規）飲用に適する水質の割合	—	—	66.0%	70%以上
（新規）中度重度汚染の水質の割合	—	—	9.7%	5%以下

（注1）11・5は第11次5カ年計画（2006年～2010年）、12・5は第12次5カ年計画（2011年～2015年）、13・5は第13次5カ年計画（2016年～2020年）の略

（注2）単位GDP当たり水使用量の第11次5カ年計画、第12次5カ年計画の目標は、単位工業生産当たり水使用量

（注3）（新規）は第13次5カ年計画で初めて採用された目標

（出所）国民経済・社会発展第13次5カ年計画要綱などから大和総研作成

の水質の割合を引き下げる目標のみであり、他は順調に進捗しているという。

省エネ・省資源や汚染物質削減については、エネルギー効率が低く汚染物質排出量の多い旧式の生産能力の削減、あるいは省エネ・汚染物質排出削減のための設備導入などの政策が奏功していることは確かである。汚染物質の排出削減では、エネルギー消費に占めるクリーンエネルギーのウエイト拡大や、石炭使用におけるクリーン化（端的には脱硫・脱硝）などが推進されている。さらに言えば、経済成長率が減速し、鉄鋼、セメントなどエネルギー多消費・汚染物質多排出型の産業の生産が抑制されたこと、経済のサービス化の進展により、単位GDP当たりの省エネ・汚染物質排出削減が減少したことも寄与していよう。

現地の定点観測からは、特に、大気汚染の度合いが軽減しつつあることを肌で感じる。ただし、大気・水・土壌汚染ともに削減余地はまだ大きい。第13次5カ年計画の中間レビューからは、今後の環境対策の重点が水質の改善となることが示唆されている。

3. 「三大堅壁攻略戦」、最難関は金融リスクの防止・解消

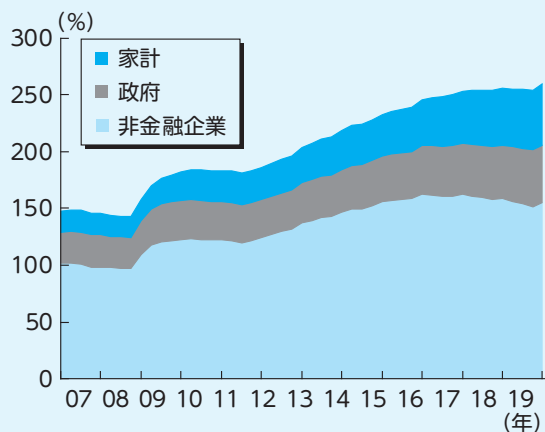
やはり、最難関は「金融リスクの防止・解消」である。BIS統計によると、非金融部門の債務残高のGDP比は2018年3月末の255.4%をピーク（当時）に18年末にかけて、若干低下したが、19年3月末には259.4%（内訳は非金融企業154.7%、家計53.6%、政府51.1%）と、再びピークを更新している（図表7）。

こうした中で、2018年以降は民営企業のデフォルトが急増し、19年に入ると地方銀行の経営難が相次いで表面化した。

民営企業に対する行きすぎたデレバレッジが行われたのは既述の通りであり、資金調達難が一段と深刻化した民営企業を中心に社債のデフォルトは急増した。中国では、2014年3月に上海超日太陽能科技株式有限会社の社債の利払いが不履行になったのが最初のケースであり、2014年～17年の社債のデフォルトは59社、1,066.6億元であった。2018年は43社、1,412.7億元と、金額ベースではこれまでの累計を超えた。2019年1月～9月は41社、776.4億元となっている。2014年～18年の各年のデフォルトを発行体の所有形態別に見ると、民営企業が60.0%（2014年）～76.7%（2018年）を占めたが、2019年1月～9月は84.6%に上昇した（図表8）。そもそも債券の発行件数は国有企業が圧倒的に多いことを考えると、民営企業のデフォルトの多さは際立っている。

次は、地方銀行の経営難についてである。2019年5月24日に、中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会は、包商銀行（内モンゴルの都市商業銀行、会長が失踪）に深刻な信用リスクが生じたため、同行を1年間、公的管理下に置く

図表7 中国の部門別債務残高のGDP比

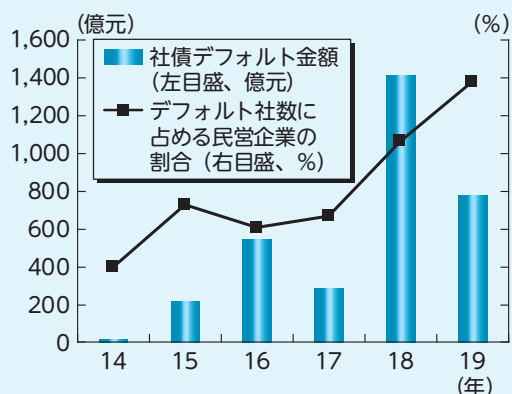


（出所）BIS統計から大和総研作成

ことを発表した。以降、錦州銀行（遼寧省の都市商業銀行、多数の融資先の債務不履行）、恒豊銀行（山東省の都市商業銀行、会長が規律違反で解任）、伊川農村商業銀行（河南省の農村商業銀行、会長が規律違反で解任）、吉林銀行（吉林省の都市商業銀行、会長が規律違反で解任）に対して、経営破綻を回避するための公的機関からの出資などの措置が取られた。経営難は乱脈融資や経営陣の汚職などに端を発するものであり、その是正や金融業界の汚職取り締まり強化が経営難の背景にある。

図表9は中国人民銀行による金融機関のランク

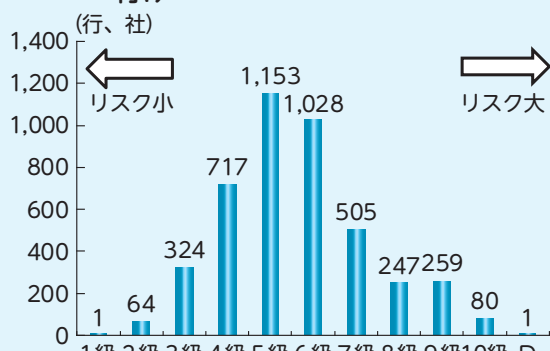
図表8 中国の社債のデフォルト状況



(注) 2019年は1月～9月

(出所) 上海新世紀資信評估投資服務有限公司資料から大和総研作成

図表9 中国人民銀行による金融機関のランク付け



(出所) 中国人民銀行「中国金融安定報告2019」から大和総研作成

付けである（2018年末時点）。対象は銀行（開発銀行、政策銀行、商業銀行、農村銀行、農村合作銀行、農村信用合作社）と非銀行金融機関（企業集団のファイナンスカンパニー、金融リース会社、自動車金融会社、消費金融会社）であり、主にコーポレート・ガバナンス、資本管理、資産の質、市場リスク、流動性、利益計上能力、情報システムなどの面で査定が行われる。ランクは1級～10級、そしてD（デフォルト）の11ランクであり、8級より数字の大きいランクは「高リスク」と見なされる。これによると高リスクとされたのは587社であり、全体の13.4%を占めるとされた。その多くが農村の中小金融機関であるという。

こうした状況を受けて、中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会は、2019年秋口以降、地方の中小銀行の健全化を強化する方針を発表した。短期的には、資本増強や流動性拡充の支援、リスク管理の強化などを行い、中長期的には、不透明な経営体制の抜本的な見直しを行い、経営難に陥った小規模金融機関（総資産残高1,000億元以下）に対しては、経営が健全な銀行などによる統合・合併・再編を行うとしている。

中国人民銀行による金融機関のランク付けに話を戻すと、大手銀行24行は1級1社、2級11社、3級7社、4級3社、6級1社、7級1社と査定されており、国有企業に融資を行う大手国有銀行に特段の問題はないようにみえる。果たして本当にそうなのだろうか？ 既述したように、デレバレッジは民営企業が中心に行われ、（大型）国有企業には切り込まれていない。本丸に切り込む前段階で、既に様々なリスクが表面化しているというのが現状なのであろう。

結局のところ、金融リスクを本質的に低減させ

るには、国有企業に対するデレバレッジを中長期的に維持する必要があるのだが、2018年夏以降はそれが棚上げにされてしまった。デレバレッジの先送りが短期で終結しなければ、金融リスクはますます増大し、そのツケはいずれ成長率の急低下として払われることになるだろう。

同時に、国有企業に対する拙速なデレバレッジも禁物である。国有企業の債務レバレッジの引き下げを急激に進めれば、企業倒産・失業者の急増や信用収縮が発生し、経済に大きなダメージを与え得る。もちろん、日本経済・産業界にとってこれは対岸の火事では済まされない。大和総研の試算によれば、中国の成長率が1%ポイント低下すると、日本の成長率は0.2%程度押し下げられる。

結局、できるだけ早いタイミングで国有企業のデレバレッジを漸進的に進める以外に、ソフトランディングの道はない。

3章 「質の高い発展」への再スタートを切れるか

差し当たり中国政府がなすべきことは何か？
一つは民営企業へのサポート強化であり、もう一つは国有企業の債務残高をこれ以上大きく増やさないことである。

2020年は2010年比でGDPを実質で2倍にする公約の最終年である。2019年の実質GDP成長率が6.1%と想定すると、20年は6.1%～6.2%程度の成長が必要となる計算であった。しかし、19年11月下旬に発表された第4回経済センサス（企業などの経済活動状況調査）を受けて、GDP統計の遡及修正が行われれば、そのハードルは下がると想定される。

2020年3月の全国人民代表大会（全人代）で発表される2020年の政府成長率目標も、従来で



あれば19年と同じ6%～6.5%とされるであろうが、これも6%前後に設定される可能性が高まった。その分、地方政府や国有企業が公共投資を無理に増やす必要性は低下するかもしれない。

習近平政権は、2017年10月の第19回党大会において、経済の「中高速成長」を放棄し、「質の高い発展」を志向することを宣言した。これは成長率が多少低下したとしても、中国経済が抱える諸問題、具体的には、過剰投資とそれを支えた過剰債務問題、資源浪費と環境問題などの緩和・改善に本格的に取り組む意志の表れであったはずである。

実は2019年11月以降、「質の高い発展」が中国のメディアなどで取り上げられるケースが増えている。例えば、11月19日付で「貿易の質の高い発展に関する党中央・国务院の指導意見」が発表され、11月29日には国家発展改革委員会と国家体育総局などが会議を開き、「スポーツ産業の質の高い発展」を図ることを2021年にスタートする第14次5カ年計画に組み入れることを発表した。

2020年が金融リスクの低減を内含する「質の高い発展」への再スタートの年となるかにも注目したい。

[著者]

齋藤 尚登（さいとう なおと）



経済調査部
主席研究員
担当は、中国経済 / 株式市場制度