

中国の金融改革の進展と課題

調査部

上席主任研究員 藤田 哲雄

要 旨

1. 現在第12次5ヵ年計画に従って進められている中国の金融改革は、金利の自由化、資本取引の規制緩和、人民元クロスボーダー取引の拡大、債券市場の発展、民間資本の活用、預金保険制度の導入検討、地方政府の金融監督体制の整備など幅広い政策課題を対象としている。
2. 中国の金融改革において、残された重要な自由化項目としては、金利の自由化、金融業務の自由化、為替の自由化、資本取引の自由化が挙げられる。このうち、金利の自由化については、ここ1～2年での実現が見込まれているものの、その他の項目については、時期や順序が明らかにされていない。
3. 日本の金融システム改革の経験と比較してみると、中国は日本より20年から30年程度遅れている。もっとも、自由化の順序については、日本の経験と同一である必然性はない。
4. 中国の金融改革は、中国経済が投資主導から内需主導による成長モデルへの転換を模索するうえで、必然的に遂行されるべきものである。中国は生産性の向上による成長を追求する発展段階に差し掛かっており、効率的な資源配分を可能にする金融システムが必要だからである。
5. 金融改革はその中心的な資金仲介者である国有銀行や、その中心的な資金調達者である国有企業の改革なくして進展を望むことが出来ない。民間資本の導入によるガバナンス構造の改革、競争環境が変化した際にも持続可能なリスク管理体制の検証など、課題は多い。最終的には、現行金融システムが守っている既得権益を打破することを政治的に決断することが求められよう。
6. シャドバンキング問題は、金融改革の遅れから規制裁定として理財商品が活用されたことが背景となっている。金利自由化の実現でこのような動きはある程度収束していくと思われる。理財商品は透明性が乏しくシステムの不安定化要因ともなり得るため、情報開示の拡充等によって透明性を高めることが必要である。

目次

1. はじめに

2. 中国金融改革の概観

- (1) 金融改革の歴史
- (2) 第12次5か年計画の概要と進捗状況
- (3) 残された自由化項目
- (4) 日本の経験との比較

3. 金融改革の意義と課題

- (1) 国内経済改革における金融改革の位置づけ
- (2) 金融グローバル化の観点
- (3) 改革の順序と課題

4. 金融の諸問題と金融改革

- (1) シェドバンキング問題
- (2) 地方政府債務問題

5. おわりに

1. はじめに

躍進が続いた中国の経済成長も、最近では7%台に低下して新たな発展段階に入った様相を見せている。近年の中国の経済発展には瞠目すべきものがあるが、金融システムに目を転じると、経済の規模や発展段階に対比して、金融の発展が遅れているように見える。たしかに、中国の4大国有銀行は世界の銀行ランキングでも上位を占めるようになっており、中国銀行がSIFIsにも数えられるなど、中国の金融機関の世界的な存在感は強まっている。しかし、金融システム全体として見ると、中国の金融システムは多くの規制が残り、効率的なものとは言い難い。中国政府は、長年にわたって金融部門の改革にも注力してきたが、目覚ましい経済の発展に対して金融改革が十分追いついておらず、両者の発展速度はややバランスを失った感がある。

本稿では中国の経済が新たな発展段階に移行しようとするなかで、中国の金融改革の進捗状況と今後の課題について議論の整理を試みた。中国では、経済成長モデルの転換が模索されているが、金融改革の推進は新しい経済成長モデルに不可欠な要素である。したがって、中国の今後の経済の動きを見るうえでも、金融改革の動向に留意することが必要である。なお、金融システムとは銀行部門のみならず、資本市場、保険などを含む幅広い概念であるが、本稿では中国の金融の大宗を

担う銀行部門に焦点を当てて論じることとする。

2. 中国の金融改革の概観

(1) 金融改革の歴史

中国の金融改革の現状を評価するには、これまでの金融改革の歴史を概観しておくことが有益である。

中国は社会主義経済体制であったため、改革開放以前には、金融システムは財政の付属物であったとされる。計画経済であるため、近代的な中央銀行もなければ、資本主義国にみられるような金融市場や金融機関も存在しなかった。中国人民銀行は1948年に設立されたが、当初は財政の一部門であり、国家の出納機関としての役割を担うに過ぎなかった。ここでは、財政と金融は一体であるため、中国人民銀行がマネーサプライをコントロールすることは不可能であった。同時に、中国人民銀行は国有企業、郷鎮企業、個人の経済活動に伴う貸出、預金、外国為替などあらゆる金融取引にも対応していた。

改革開放以降、1980年代半ばから財政と金融の分離がなされた。まず1984年から人民銀行は金融政策手段として預金準備率操作を導入するとともに、1985年には国全体の通貨供給をコントロールする信用創造計画の策定が財政部から分離され、国家計画委員会、財政

部、中国人民銀行が共同で策定するようになった。1995年には中央銀行法や商業銀行法が制定され、①金融政策運営の独立性の確保、②中国人民銀行の地方支店（分行）への地方政府の支配力排除、③中国人民銀行の政府財政部門からの独立性確保、などが目的とされた。もっとも、政府からの独立性という点では、人民銀行は小組員の指導のもとに通貨政策を制定するものとされており、政府のコントロールが強く及び得る点で、社会主義国としての特徴が現れている。

市場経済の導入により資金調達と運用は行政指令ではなく市場を通じて効率的に行われるようにする必要があった。中国人民銀行が財政部門から切り離されるとともに、それまでに4大銀行が人民銀行から分離され、商業銀行として歩み始めていた。しかしながら、これらの銀行の貸出の大半は国有企業向けのものであり、国有企業の多くが古い体制と過大な人員を抱えながら市場経済への転換を迎えていたため、経営不振に陥っていた。

1994年には政策金融機能が4大銀行から切り離され、政策性銀行3行（国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行）が設立されるとともに、これら3行を通じて政策的な融資が行われた。1995年から専業国有銀行の商業銀行化を促進するとともに、国有企業や専業国有銀行が出資する株式制の民間商業銀行の設立なども認められるようになった。株式制銀行には全国展開するものと、地域展

開するものがあり、後者は一定地域のみを主な営業地域とする。さらに地方には都市の城市合作銀行、農村部の信用社などが設立された。

4大銀行の貸出の多くが不良債権化しており、財務体質の強化が急務となっていた。1997年のアジア通貨危機をきっかけとして不良債権処理が本格化する。当時貸出債権の3割から5割程度が不良債権化しているとみられていた。1998年に4大銀行に2,700億元の公的資金注入を行ったほか、1999年から2000年に1.4兆元の不良債権を4つの金融資産管理会社（AMC）（信达、東方、長城、華融）に分離して不良債権問題を処理した。

2001年12月に中国はWTOに加入したが、金融の分野については5年以内に外資系金融機関との差別のない競争環境の実現が求められた。これは、中国の国内金融機関にとっては、急速に競争力を強化する必要に迫られることを意味した。このような大きな環境変化のなかで、2002年から4大銀行の株式会社化が進められ、経営体制、内部管理（コーポレートガバナンス）、財務状況などを改善し、国際競争力を増強することが目指された。2003年からはさらなる不良債権処理が進められるとともに、劣後債を発行して自己資本を増強するとともに、外資系金融機関の資本参加を受け入れて戦略的提携を結んだ。外資系金融機関との提携は資本力だけでなく、経営面やガバナンスを含む競争力の向上が狙いであっ

た。

4大銀行のうち、中国建設銀行、中国工商银行、中国銀行の3行は2005年から2007年にかけて次々と香港市場や上海市場に株式上場を果たした。中国農業銀行は営業基盤の多くに農村部を含み改革が遅れていたが、資本注入や組織変更などで財務体質の強化が図られ2010年には上海と香港市場で株式上場し、世界最大規模のIPOが行われた。4大銀行は世界の銀行ランキングでも上位を占めるようになり、一躍世界のトップランクに躍り出た。

4大銀行以外では、交通銀行が1986年の株式制商業銀行制度の導入によって改組され、さらに戦略的投資家による出資を受け入れ、2006年からは銀行監督管理上第5の国有商業銀行として位置づけられ、5大銀行に分類されるようになった。交通銀行以外の株式制商業銀行は中信銀行、招商銀行、中国光大銀行、華夏銀行、中国民生銀行などが1980年代の終わりから1990年代前半にかけて設立された。

銀行経営の質に関する監督も大きく変化してきた。2006年には銀行経営の収益性、資産の質、慎重性の3方面から総資産利益率、株主資本利益率、費用収入比、不良債権比率、自己資本比率、与信集中リスク、貸倒引当率の項目について数値目標が立てられた。2008年には、中国銀行業監督管理委員会が、バーゼルⅡの実施に備え、信用リスクの分類、内部格付けシステム、オペレーショナルリスクなどの分野でガイドラインを発表した。2010

年にバーゼルⅢが発表されると、中国銀行業監督管理委員会はバーゼルⅢとバーゼルⅡの同時推進を表明し、2012年から導入を開始した。このように、中国の金融改革は、4大銀行の改革を中心に大きく進展してきた。

(2) 第12次5ヵ年計画の概要と進捗状況

中国の金融改革は5年ごとに策定される5ヵ年計画に従って実施されている。現在の改革は2011年から2015年までの計画である第12次5ヵ年計画に基づいて進められている。同計画は中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会、中国証券業管理委員会、中国保険監督管理委員会、国家外国為替管理局の5つの金融部局によって作成され、2012年7月に公表されたものである。

同計画の力点として、マクロ金融のコントロール、経済構造改革の促進、国際収支の基本的な均衡、主要金融分野の改革の深化、金融イノベーション、金融市場の機能向上、総合的リスク管理、消費者保護などが挙げられている。具体的には、金利の自由化、資本取引の規制緩和、人民元クロスボーダー取引の拡大、債券市場の発展、民間資本の活用、預金保険制度の導入検討、地方政府の金融監督体制の整備など幅広い政策課題が掲げられている。

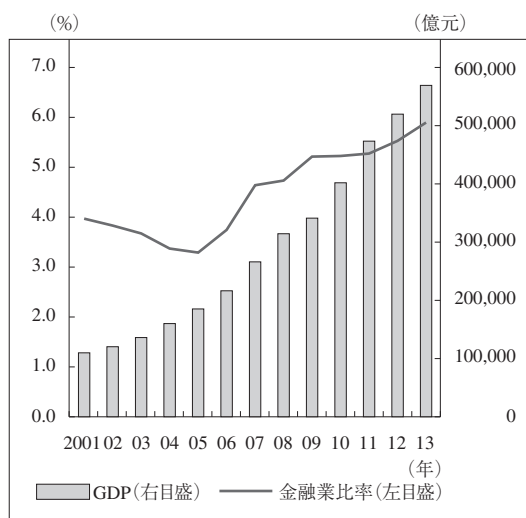
主な定量的な目標としては、第一に、金融業のGDPに占める比率を5%前後以上にすることである。金融業がGDPにもたらす付加価値

とは、大まかに言えば、貸出サービスの産出額： $(\text{貸出金利} - \text{参照金利}) \times \text{貸出額残高}$ 、預金サービスの産出額： $(\text{参照金利} - \text{預金金利}) \times \text{預金残高}$ 、手数料、証券等のディーリング益などから構成される。わが国の同比率は2010年時点で4.9%とされるが、政策としてはこれをイギリス並みの10%台に高めることも検討されている。

2001年から2013年までの中国におけるGDPと金融業の占める比率の推移を見ると、2001年時点で4%であったものが、2000年代前半にかけて3.3%に低下したものの、その後は順調に比率を上昇させて2013年は5.9%となり、この目標は達成されている。(図表1)

中国の4大銀行の収益構造を概観してみると、利息収入が約8割、手数料収入が2割弱

図表1 中国の名目GDPと金融業の占める比率



(資料) 中国国家統計局より日本総合研究所作成

という構造になっている。現時点では後述するように、貸出金利の自由化が行われているものの、預金金利は上限が規制されている。中国では経済成長率が高いことから、銀行の貸出が順調に増加していく状況にある。このような環境では貸出金利を引き下げて貸出額を増加させるインセンティブが働きにくいと考えられる。このため、一定の利鞘を確保することが可能となっている。しかしながら、今後、銀行等の競争環境が厳しくなれば、預貸金の利鞘が縮小し、その部分での収益を伸ばしていくことは厳しくなってくるであろう。一方で、手数料収入は金融業務の自由化が進むことで、預金や貸金のみならず、様々な金融商品やサービスの販売が可能になり、金融改革の進展とともに今後伸びる可能性がある。

中国が現時点でGDPの5.9%を金融業が占めることは、目標を達成しているように見えるものの、いくつかの問題点がある。一つは、金利が完全に自由化されていないなかで、預貸金による付加価値の産出額が、金利が市場で決定される場合に比べて相当嵩上げされている可能性が高いことである。金利の自由化、競争環境の変化によって今後もこのような付加価値の生産が維持出来るかどうかは不明である。

定量的な目標の2つ目は、社会的融資規模に占める非金融機関の直接金融の比率を2015年末時点で15%以上に高めるというものであ

る。社会的融資規模とは、資金調達全体の全体像を把握するために中国人民銀行が設定した金融指標の一つである。人民元貸出、外貨貸出、委託貸出、信託貸出、銀行引受手形のほか、社債や株式などを含んでいる。社会的融資規模において一定の直接金融の比率を目標とすることは、金融改革によって資本市場の発達が進められると期待されているものと考えられる。しかしながら、日本においてかつて1997年から金融制度を改革し、証券市場の育成を図ったものの、金融システムの構造は大きく変化しなかった。したがって、どのような政策誘導がこのような直接金融の比率を高めるのかは、一義的に決定されるわけではないと言える。少なくとも、中国の資本市場改革はまだ途上にあり、それらの改革を着実に進展させることが必要であろう。

2012年の社会的融資規模に占める非金融機関の直接金融の比率は12.3%であり、目標を達成出来ていない。

次に、定性的な目標としては、①金融資源配分における市場の基礎的役割をさらに強化すること、②金融機関の改革をさらに進化すること、③金融サービスが全分野をカバーする体制を基本的実現すること、④金融リスクを全体としてコントロール可能とすること、などの方針が示されている。

ここで示されるように、金融システムの市場化の推進は、現在の中国の大きな課題である。社会主義経済から市場経済へ転換したも

の、金融の分野については多くの規制が残り、市場メカニズムが発揮されにくい構造になっていると考えられる。市場化を推進する大きな方向性としては、価格（金利）や数量（融資量）の規制を出来るだけ撤廃していくとともに、市場の頑健性、信頼性を高めるために、セーフティネットの構築や情報開示のルール化の浸透など、市場インフラ整備を併せて進めることが必要である。

(3) 残された自由化項目

中国の金融改革に関して第12次5ヵ年計画通りに進んだとしても、中国の金融システムは、欧米の先進国とは相当かけ離れている部分があり、さらに踏み込んだ自由化が必要な部分が存在する。まず、銀行部門について見ると、主に以下の3点が指摘出来る。

第一は、預金金利の自由化である。貸出金利の自由化については既に2013年7月に完了しているが、預金金利の上限に規制がある。中国は現在、1年物定期預金金利を最高3.3%に規制している。これは、住宅価格の上昇率などに比べて低い水準で、銀行預金から流出した資金が、5%以上の金利を提示する理財商品に集まる要因になっていると言われる。預金金利の規制によって銀行には一定の利鞘が保証されるとともに、資金運用ニーズの強まりから預金貸金以外のルートでの資金仲介ルートが拡大している。

預金金利の自由化については、金利市場化

の最後の一步であり、ここ1~2年で実現可能とされる。2013年11月開催の第18期三中全会（中国共産党中央委員会第3回全体会議）では、資源配分において市場に決定的な役割を与える方針が定められ（注1）、その一環として金利自由化の推進を加速させることが課題として掲げられた。さらに、中国人民銀行の周小川総裁は2014年3月11日、個人的見解とことわりを入れたうえで、預金金利自由化について1,2年で実現出来る可能性が高いと述べている（注2）。

第二は、預金保険制度が導入されていないことである。これまでは、中国民生銀行を除くほとんどの銀行において株主に国や地方政府などが入っているため、銀行破綻ということは起こらなかった。しかし、市場化を進めるとなれば、退出のルールも平等でなくてはならない。銀行経営に競争原理を導入し、市場のガバナンスを活用して経営効率を高めるためには、その前提としてセーフティネットの整備、具体的には預金保険制度の導入が必要になろう。

李首相は2014年3月5日の全人代初日の政府活動報告で、預金保険制度を整備する考えを表明しており（注3）、預金保険の整備と金利の自由化によって、金融改革を進展させることが期待される。また、人民銀行の周小川総裁も2013年11月に預金保険制度の必要性を表明している（注4）。

第三は、業務の自由化である。中国の金融

制度では、銀行は基本的に証券業や保険業に跨る業務を行うことが出来ない。いわゆる業態別規制が守られている。監督体制も銀行、証券、保険について、それぞれ別個の監督機関（銀行業管理監督委員会、証券業管理監督委員会、保険業管理監督委員会）に分かれているため、監督体制からも融合的な業務を認めがたい仕組みになっている。日本では銀行の証券業務や保険業務を解禁したことで、銀行の取り扱う金融商品の幅が広がった。中国においても、利用者のワンストップニーズが高まれば、業態を跨る業務の自由化に踏み出す必要が生じる可能性が高い。

また、金融システム全体の問題では以下の2点が重要である。

第一は、為替制度の自由化である。中国の人民元の取引は為替レートを安定させるために、中国人民銀行が外国為替平衡操作を行っている。すなわち、人民銀行は外貨を売買し需給を調整している。中国は2005年7月より米ドル単一通貨へのペッグ制をやめて、通貨バスケット制に移行した。現在、銀行間為替市場における人民元対米ドルの取引価格の変動幅は、中国外貨取引センターが発表する米ドルの取引仲値の上下2%以内とされ、人民元対ユーロ・日本円・香港ドル・イギリスポンド・オーストラリアドル・カナダドル・ニュージーランドドルの取引価格の変動幅は、人民銀行が発表する同通貨の取引仲値の上下3%以内とされる。通貨価値の安定を維

持するために、為替相場は市場による変動相場制ではなく、中央銀行が需給を調整する、変動幅の限定された相場制を採用している。2013年9月に開催された三中全会の決定文によれば、2020年を目途に、為替レートの自由化、人民元を貿易だけでなく投資等にも自由に取引可能とすることが盛り込まれた。

中央銀行による需給の調整は、米ドルを購入して人民元高を抑制するというオペレーションが多くなり、外貨準備が積み上がる結果となっている。外貨準備は世界一の4兆ドルにまで達しており、これ以上積極的に増やすことはしないが、対外投融资・援助の原資として地政学的考慮をも含めて活用することが考えられている。地理的にはアフリカと中南米が重点であり、対象品目はエネルギーと各種原材料、水等である。さらに、外交手段として財政困難なユーロ圏国の国債購入などの方法も考えられている。

また、為替レートを所定の変動幅の範囲内に収めるために、中国人民銀行が日々介入を繰り返さなければならないことから、ベースマネーの変動を通じたマネーサプライのコントロールを困難にし、ひいては金融政策の有効性を低下させているとの指摘がある。（関[2014]）

第二は、資本取引の自由化である。中国では人民元の管理について、経常収支項目と資本収支項目で取り扱いの方針が異なっている。経常収支項目の外為取引については、

中国がIMF 8条国（注5）となった1996年12月から自由化されている。貿易収支のチェックについては、モノの移動と資金の移動の一对一の間接関係を照合する手続きが取られていたが、2010年から輸入企業の95%でこの手続きが免除されるようになった。一方、資本取引項目については厳格な管理が続けられている。資本収支項目には、外国直接投資、外債、証券投資などの項目が含まれている。これらの資本収支項目における取引については、基本的に外為管理局および関係当局の事前許可が必要とされる。

もともと、このような基本原則のなかで、証券投資の分野では適格投資家制度（適格外国機関投資家：QFIIおよび適格国内機関投資家：QDII）を導入して外国の機関投資家の中国証券市場への投資および中国の機関投資家の外国証券市場への投資を一定の範囲内で可能としている。さらに2011年12月から人民元適格域外機関投資家制度（RQFII）が導入され、2013年3月には投資主体および投資対象の範囲を大幅に拡大して、RQFIIの域内証券投資に対して規制緩和が進んでいる。

(4) 日本の経験との比較

ここで、中国の金融自由化の歩みと、わが国の金融自由化の歩みについて年代を比較してみよう。金利の自由化については、日本では完全自由化が1994年10月に行われた。中国においては、貸金については既に2013年7月

に自由化されており、貸出金利について見ると約19年の開きがある。

銀行業務の自由化については、日本は1997年から2001年にかけて行われた日本版金融ビッグバンで大きく進展した。業務分野規制や店舗規制が緩和・撤廃された。2002年以降には銀行業、保険業、証券業の各代理業務が解禁され業態別規制が実質的に緩和された。様々な規制改革が連続的に行われたため、改革の完了時期を一点に特定することは困難であるが、便宜的にここでは日本版金融ビッグバンの終了年である2001年を業務自由化が大きく進展した時期と考えると、実は日本でも改革以降、10年余りしか経過していない。すなわち、業務の自由化については日本では金融改革の最後の段階で実施されたものである。もちろん、論理必然的に業務の自由化が最後になるわけではないが、日本の場合は、グローバル化の進展に伴い、欧米に比肩し得る効率的な金融システムを目指したことが業務の自由化を推進した原動力にもなっていた。

中国においては、資本取引規制によって内外の金融資本市場が分断されていることから、グローバル化の影響は直接金融資本市場に現れにくい構造になっている。このため、業務の自由化については、外圧から改革を迫られている状況ではない。

次に、為替相場について見ると、日本の円は当初、いわゆるブレトンウッズ体制のもと

で固定相場制であったが、1971年のニクソンショックにより終結し、1973年に変動相場制が導入された。一方、中国人民元は改革開放政策の導入後、貿易が取引における公定レートと貿易取引における実勢レートが併存する二重相場制となったが、1985年に一本化され、1ドル=2.8元の固定相場となった。1994年に管理変動相場制が導入されたが、その変動幅は前日の0.3%以内に制限されており、事実上、ドルペッグとなっていた。2005年に人民元は対米ドルで2%切り上げ、管理フロート制・通貨バスケット制となった。前日比変動幅は段階的に拡大され、市場の動きに柔軟に対応する姿勢がみられる（図表2）。

現在の中国人民元の為替制度は管理変動相場制であるため、日本の変動相場制への移行と同視することは出来ないものの、中長期的には人民元相場は相当変動しているの、2005年が事実上の限定的な変動相場制の導入と考えることも出来る。両者を比較すると、日本の1973年と2005年では32年の開きがある。先述したように、2020年に為替相場の完全自由化が実現するとなれば、日本とは47年

図表2 人民元の変動幅の拡大
(%)

1994年	0.30
2007年	0.50
2012年	1.00
2014年	2.00

(資料) 日本総合研究所作成

の開きということになる。

最後に、資本移動の自由化について見ると、日本では長期間にわたって段階的な自由化を進めた。1964年にIMF 8条国に移行した後、資本取引の自由化が徐々に進み、1979年の外為法改正で資本取引は原則自由となった。しかし、事前の届出が必要であることや、有事規制などは残された。1997年の法改正で1998年から資本取引の許可・事前届け出制を原則廃止し、事後報告制となった。これにより、日本における資本取引の自由化が完了した。中国では、上述したように、資本取引の自由化はこれからである。三中全会では2020年までに資本取引の自由化を目指すことが決定された。仮に2020年に実現したとすると、日本の完全自由化から考えてみても22年の開きが生じることとなる。

このように、中国の金融改革は、その主要な項目の進捗状況において日本より20年から30年程度遅れているように見える。

(注1) <http://j.people.com.cn/94474/204188/8455206.html>

(注2) http://news.xinhuanet.com/politics/2014-03/11/c_133176363.htm

周総裁は、「存款利率最后要放开，这应该也是利率市场化中最后一步，因为其他的很多利率都已经放开了，存款利率放开肯定是在计划之中。我个人认为，是很可能在最近一两年就能够实现。」と述べている。

(注3) http://www.qstheory.cn/zywz/201403/t20140306_327659.htm

(注4) http://www.qstheory.cn/tbzt/tbzt_2013/sbjsz/gcls/201311/t20131128_296565.htm

(注5) IMF（国際通貨基金）協定第8条は、經常取引における支払いに対する制限の回避、差別的通貨措置の回避、他国保有の自国通貨高の交換維持性を規定している。IMF8条国とは、これらの一般的義務を受託した国を指す。

3. 金融改革の意義と課題

(1) 国内経済改革における金融改革の位置づけ

中国は2012年12月の中央経済工作会議において、投資主導経済から消費主導経済へ成長モデルを転換することを表明している。かつては、高い経済成長を重視し、金融システムは豊富な国内貯蓄を投資に振り向ける役割を担った。このため、過剰投資が行われるとともに、非効率な国有企業が温存され、金融システムは資金配分の効率性の点で問題があった。

中国の経済は、ルイスの転換点（注6）に差し掛かっているとの指摘もあるように（注7）、労働や資本の投入量を増加させることだけでの経済成長には限界が生じている。既に中国は、生産性向上という質的向上も追求すべき発展段階に差し掛かっていると考えられる。生産性向上の追求には資金の効率的配分が極めて重要であり、市場メカニズムを活用することが必要となる。したがって金融分野においても、政府のコントロールではなく、市場の調整機能によって資源配分されるようにしなければならない。この意味において、金融改革は、所得分配制度改革、財政税制改革、国有企業改革と並んで中国の今後の

経済改革全体の重要な要素と位置づけられるのである。したがって、国内経済の成長モデルの転換のためには、市場化を中心とした国内金融改革を成功させることが不可欠であり、金融改革の成功なくして国内経済改革の成功もあり得ないのである。

(2) 金融グローバル化の観点

過去30年間、中国は経済のグローバル化の流れに参加することで、高い経済成長を持続し、大きな経済的な利益を得てきた。しかしながら、金融に関しては、中国は独自の路線を歩み、急速な改革と金融市場のグローバル化を図るのではなく、漸進的な改革を進めてきた。アジア通貨危機の教訓の一つとして、金融のグローバル化は必ずしも急速に実施する必要はなく、経済の発展段階に応じて進めるべきだということがある。国内の金融システムの頑健性が十分とはいえない段階で、資本取引の自由化など金融のグローバル化を先行させると、ひとたび何らかのショックが生じた場合に急速な資本逃避などを通じて実体経済にも大きな打撃を与えるからである。金融のグローバル化に関する中国の漸進的な姿勢は、結果的にアジア通貨危機において中国の金融システムに直接与える影響を最小限にとどめることに役立った。

しかし、既に中国は世界第2位の経済大国であり、いつまでも世界的にみれば特異な金融システムを採用し続けることも困難になっ

てきている。たとえば、為替制度などではアメリカは人民元レートの柔軟化を求めており、中国は変動幅の段階的な拡大という柔軟な方法で対処しているが、同様に、今後は資本取引の規制緩和への要求圧力も高まってくる事が予想される。この意味で金融の分野についてもグローバル化を推進していく必要がある。もっとも、為替相場、資本管理、通貨の国際化といった問題について、先進国で行われている制度を一挙に受け入れることにはならず、基本的には漸進的なアプローチが採用されるものと思われる。

(3) 改革の順序と課題

日本では金融のグローバル化が金利の自由化や金融業務の自由化よりも先行して行われたが、中国の金融改革については、国内金融の市場化を先行して進め、為替制度の弾力化、資本取引の規制緩和、通貨の国際化等の金融のグローバル化の問題は、国内経済改革の進捗状況に応じて進展していくことが予想される。なぜなら、国内金融の改革なくしては、金融開国に耐えられる金融システムを構築することが不可能だからである。

そこで、国内金融の市場化を推進することが当面の金融改革の焦点となる。中国の金融システムにおける資金供給において、4大国有銀行が過半を占めるため、4大国有銀行の改革が極めて重要である。

4大国有銀行は株式上場を果たしており、

戦略的に外資系金融機関からの出資も受け入れている。4大銀行はいずれも、自己資本(Tier1)や総資産のランキングでは世界銀行ランキングの10位以内に入るほか(図表3)(図表4)、国際的業務に強い中国銀行や中国工商銀行は金融安定理事会(FSB)が選定す

図表3 世界の銀行ランキング

[自己資本(Tier1)による順位]

順位	銀行名	本拠国	百万ドル
1	中国工商銀行	中国	207,614
2	中国建設銀行	中国	173,992
3	JPモルガン・チェース	アメリカ	165,663
4	バンク・オブ・アメリカ	アメリカ	161,456
5	HSBCホールディングス	イギリス	158,155
6	シティグループ	アメリカ	149,804
7	中国銀行	中国	149,729
8	ウェルズ・ファーゴ	アメリカ	140,735
9	中国農業銀行	中国	137,410
10	三菱UFJフィナンシャル・グループ	日本	117,206

(資料) The Banker July 2014

図表4 世界の銀行ランキング

[資産規模による順位]

順位	銀行名	本拠国	百万ドル
1	中国工商銀行	中国	3,100,254
2	HSBCホールディングス	イギリス	2,671,318
3	中国建設銀行	中国	2,517,734
4	BNPパリバ	フランス	2,482,950
5	三菱UFJフィナンシャル・グループ	日本	2,451,395
6	JPモルガン・チェース	アメリカ	2,415,689
7	中国農業銀行	中国	2,386,447
8	クレディ・アグリコル	フランス	2,353,553
9	中国銀行	中国	2,273,730
10	ドイツ銀行	ドイツ	2,222,621

(資料) The Banker July 2014

る世界的にシステム上重要な金融機関（G-SIFIs（注8））にも含まれている（注9）。一見すると、4大銀行は世界的にみても十分な競争力を有しているのではないかとも思える。しかしながら、4大国有銀行は元々、100%国有の銀行であり、さらに遡れば政府の国有企業に対する出納機関としての役割を果たしていた組織である。すなわち、政府の意向に沿って国有企業に対する金融を円滑に行うことが最大の使命とされており、株式会社銀行になってもその体質は大きく変わっていないと考えられる。

2013年に貸出金利が自由化されるまでは、銀行の貸出金利と預金金利の差、すなわち利鞘は3%以上保証されていた。これは、日本の銀行はもちろん、アメリカの銀行に比べても厚い利鞘である。この手厚い収益源が保証されることで、多少の不良債権が発生しても処理が可能であるし、既存の融資先を厳しく選別する必要もなかった。すなわち、規制で保護された超過利潤によって、本来であれば審査で排除されるべき案件まで融資が行われるとともに、国有企業も非効率な経営を早急に改めなくて良いという状態が続いてきたものと考えられる。

したがって、4大銀行の世界ランキングにおけるプレゼンスは、このような規制金利によって保護された厚い利鞘を背景として成り立っているものである。もし、金利の自由化が進み、金融機関経営に効率性が求められる

ようになれば、4大銀行は到底、同ランキングで並んでいる外資系銀行に伍することが望み得ないものと考えられる。したがって、中国金融改革の順序としては、まず国内の自由化を加速し、4大銀行の競争力を外資系金融機関に対抗し得るものに高める必要がある。

金利の完全自由化はこのような構造を変革する必要条件になるが、それだけでは十分ではない。4大銀行は一部に外資系金融機関が株主となっているものの、大半は国有である。したがって、銀行のガバナンスを政府の意向ではなく、市場主導によって行うためには、これらの4大銀行を始めとする銀行の政府の持分を低下させ、民間資本の割合を高める必要がある。同時に、国有企業にも事業や企業の再編を通じて効率化を図るとともに、民間資本を導入してガバナンスの改革にまで取り組む必要がある。

このように、国内金融の改革には、銀行のガバナンス改革と国有企業改革の問題を避けて通ることは出来ないと思われる。これは、前指導部の胡錦濤時代にも指摘されていたことである。しかしながら、これまで国有企業や金融の構造は大きく変化することはなかった。したがって、習近平時代に改革に踏み込むためには、これまでにない大きな政治的な決断が必要であろう。

また、これまで手厚い利息収益で表面化していなかったリスク管理体制についても、将来的に利鞘が縮小していくなかでも持続可能

なものか検証していく必要がある。

(注6) 開発経済学上の概念で、農業から工業への労働力の移行が進み、農業の余剰労働力がなくなった段階のこと。1979年ノーベル経済学賞の受賞者である経済学者アーサー・ルイスにより提唱された。

(注7) たとえば、大塚啓二郎(2006)「中国 農村の労働者は枯渇」日本経済新聞、2006年10月9日

(注8) Systemically Important Financial Institutions の略。

(注9) 最新のアップデート版についてはFSB (2013), '2013 update of group of global systemically important banks' http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131111.pdf

4. 金融の諸問題と金融改革

(1) シェドローバンキング問題

中国では、銀行以外の金融仲介ルートであるシェドローバンキング（影子銀行）が近年急速に拡大しており、市場の混乱を引き起こすなどの問題も発生している。本章では、このシェドローバンキング等の問題について金融自由化や金融改革の視点から若干の考察を加えてみたい。

中国社会科学院の発表によれば、シェドローバンキングの残高は2012年末に20兆5,000億元と推計されている。中国のシェドローバンキングには様々な金融商品・サービスが含まれるが、注目されているのが、個人向けの資産運用商品である「理財商品」である。代表的な商品である信託商品の2013年末の資産残高は10兆9,100億元と名目GDPの2割に達した。信託商品は、個人から資金を預かり、企業や開発プロジェクトに投融資される。利回りが

7～10%であるため、預金金利に比べて高利回りであり急成長している。

中国のシェドローバンキングは欧米の金融危機をもたらしたシェドローバンキングを想起させて、昨年6月に上海銀行間短期金融市場で金利が急騰した際に、金融危機の再来を懸念する声もあったが、欧米型とはいくつかの相違が指摘されている。第一は、中国のシェドローバンキングの資金源はほぼ国内の貯蓄で賄われており、海外市場との関連性が極めて小さいこと、第二は欧米型で見られたような高レバレッジの仕組みが見られないため、万一投融資の回収に困難を来したとしても、銀行部門にその余波が一気に伝播する可能性は小さいことなどである。

中国のシェドローバンキングは一面では銀行以外の金融仲介ルートとなって金融仲介ルートの多様化をもたらし、様々なりスクプロファイルの投融資に対応出来る可能性を高めている金融イノベーションの側面も認められるという積極的評価も可能ではある。

しかしながら、中国のシェドローバンキングには問題点も指摘されている。第一は、その取引内容が不透明であり、不良債権化している可能性が高いことである。銀行に対する管理監督が厳しい一方で、シェドローバンキングは制度化されていない金融仲介形態であったため、規制が十分行き届いていない。そのため、銀行ルートの規制を逃れる便法として理財商品が利用され、銀行を通じた金融のコン

トロールが十分効果を発揮しない状況になっている可能性がある。この不透明性は、当該商品に対する正しいリスク評価やプライシングを不可能にするだけでなく、その規模が無視し得ないほど肥大化しているため、金融システムの不安定化要因となっている。

第二は、取引の不透明性にも関連するが、理財商品からの投融資が回収不能となり損失が生じた際に、投資家に自己責任を問い得るかが明らかではないことである。とりわけ、理財商品が銀行の窓口で販売されているような場合には、全ての個人投資家が、リスク商品であり損失が生じる可能性があると認識したうえで購入しているとは限らない。実際、2014年1月には、山西省の採炭会社に投資した理財商品が償還債務不履行となる寸前に、正体不詳の第三者による肩代わりで債務不履行を回避した。

このように、シャドーバンキングの問題の背景には、金利規制や銀行の融資規制を回避しようとする動きがあり、制度外の金融業態が利用されてリスクが潜在化している。中国のシャドーバンキング問題自体、金融システムにおける大きな問題ではあるが、対症療法的な対策では事態は根本的に解決しない。中長期的には金融自由化を進めて、様々なリスクプロファイルの運用資金と投資機会が円滑にマッチングされ、かつ情報の透明性を高めるという効率的な金融システムを整備することが最終的な目標とされるべきであろう。そ

の意味で、金融改革が進展しなければ、いずれ類似の規制回避目的の金融行動が生じるであろうし、それは金融システムの不安定化要因になり得る。このためにも、中国の当局は金融改革を加速させなければならないだろう。具体的な方法としては、以下のようなものが考えられる。

第一は、金利の自由化を加速することで、市場の歪みを縮小させることである。シャドーバンキングは資産運用側のニーズからすれば、預金金利の上限規制を実質的に回避する運用方法として利用されている。したがって、預金金利の上限規制が撤廃されれば、このような高利回り狙いの資金流入の傾向は弱まる可能性がある。

第二は、既存の銀行等の間接金融ルートでは資金が十分供給されていないセクターに対する金融の円滑化を促進することである。資産の調達側のニーズからすれば、銀行から借りられないような企業やプロジェクトであっても、理財商品などで集められた資金であれば利用出来る場合がある。たとえば、中国では中小企業金融の発達が遅れており、在来の銀行ルートでは資金を調達出来ない、少なからぬ企業がシャドーバンキング経由の投融資を求めているといわれる。このように便法としてシャドーバンキングを利用するのではなく、信用補完の仕組みや信用情報共有の仕組みを整備して、中国の銀行の金融能力を高めることが必要であろう。また、後述するよう

に、地方政府が地方融資平台という資金調達の導管体を設立し、理財商品経由でも資金を調達しているとも指摘されている。地方債務問題が金融システムのリスク要因にもなっており、地方財政改革も併せて進めることが必要だと考えられる。

第三は、情報開示を進めて自己責任原則を浸透させることである。情報開示が不十分な環境では自己責任を問うことは無理であるし、それゆえに政府の意向でデフォルト回避するのであれば、金融の市場化が進展することはない。すなわち、金融改革は進展しない。むしろ、個人投資家に自己責任を問い得る環境を整備すべく理財商品の情報開示や投資家教育を徹底させたうえで、理財商品のデフォルトも容認することが必要である。4大銀行の一つである中国銀行の李礼輝前行長（前頭取）は2014年3月10日、個人向け高利回りの理財商品について「一部は債務不履行（デフォルト）を容認すべきだ」と述べている（注10）。

(2) 地方政府債務問題

中国の地方債務問題については、既に佐野[2014]やZhang and Barnett [2014]などによって、構造的な分析がなされている。ここでその要点を述べれば、地方政府が地方融資平台を通じてシャドーバンキングによって資金調達しており、規模が現在も拡大している。その累積債務額は他国に比べてGDP対比必ずし

も高水準ではなく制御可能な範囲内にある、ということである。

このように、地方債務問題の根本は地方財政の問題であるものの、地方政府は地方融資平台を活用した金融ルートによって、具体的には、国有銀行の地方分行、地域の銀行や、シャドーバンキングを通じて資金を調達している。そして、そこには、市場的な規律が働く余地はほとんどなく、地方政府が地方の金融機関と結び付き、既得権益を守る構造があると言われる。

金融改革と地方債務問題の関係について考えてみると、第一に、地方政府は、シャドーバンキングを通じて実質的に資金を調達しており、シャドーバンキングの隆盛を支える役割を果たしている。さらに、その取引には必ずしも市場の規律が働いているわけではない。したがって、どのような資産に投資されているのか、必ずしも明らかではなく、不良債権化の恐れもある。このように、地方政府のシャドーバンキング経由の資金調達には問題があり、今後縮小させていく必要がある。

第二に、しかし急激に地方政府のこのような実質的な資金調達ルートを遮断するとすれば、地方経済に与える打撃は計り知れず、实体经济の悪化を通じて他のセクターにおいても不良債権の増加をもたらす可能性がある。したがって、地方経済の急速な悪化の回避に十分留意しながら、地方財政問題の抜本的な改革を進める必要がある。

以上から、中国の金融改革を進めるうえで、地方債務問題は極めて重要な部分を構成するものの、その進め方には実体経済への影響を勘案しながら慎重に進めることが必要であろう。

(注10) 日本経済新聞web版 2014年3月11日

5. おわりに

中国では上海自由貿易試験区が2013年9月に始動している。そこでは、様々な規制緩和が先行的に試行されるが、その中には金融分野も含まれている。また、一方で決済サービスなどの分野においては異業種からの参入を促し、アリババグループが提供する決済サービス「アリペイ（支付宝）」や資産運用商品（MMF）である「余额宝」は急速に利用が拡大している（注11）。いずれも、国有銀行を中心とする金融システムの中心部からではなく、周辺から新しい動きを起こして範囲を拡大させていく効果を狙っているように見える。MMFが人気を博して金利の自由化を加速させた例はアメリカの金融の歴史にもあり、中国においてもこれらの動きは、金融システム改革を促進する効果をもたらす可能性がある。

中国の金融改革は、実体経済改革の試金石にも位置づけられる重要な問題であるが、最終的には、現在の金融システムで守られている既得権益の打破を、政治的に決断出来るか

が問われよう。国有企業改革や地方財政改革といった構造的な問題点の指摘は今に始まった話ではなく、政治的な決断が先送りされ、高い経済成長の果実を分配することでその矛盾を覆い隠してきたともいえる。最近の中国経済の減速が示すように、経済成長方式の転換が待たなしの課題となるなかで、中国政府が強いリーダーシップを持って政治的な決断を行うことが必要であろう。

(注11) 余额宝の顧客数は2014年6月末時点で1億2,000万人。

【参考文献】

1. 関志雄 [2009] 「成功を収めた中国における国有商業銀行改革」(注12)『野村資本市場クォーター』2009年 Autumn, pp.111-116.
2. 関志雄 [2014] 「金融開国に向けた為替レート・金利・資本移動の自由化—金融政策の有効性の向上にも寄与—」経済産業研究所
3. 佐野淳也 [2014] 「中国・地方財政の債務構造と政府の対応策」『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.53 pp.34-53
4. 関根栄一 [2013] 「2015年までの中国の金融分野の改革プログラムの公表」『野村資本市場クォーター』2013年 Winter pp.137-148
5. 張秋華 [2012] 『中国の金融システム—貨幣政策、資本市場、金融セクター』2012年、日本経済新聞社
6. 三浦有史 [2014] 「中国の成長鈍化は安定成長への序章か—金融と財政両面のリスクを検証する—」『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.54 pp.60-96
7. Yuanyan Sophia Zhang and Steven Barnett [2014] 'Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China' IMF Working Paper WP/14/4, January 2014.