

討論用参考資料  
転載はご遠慮願います

# 中国の金融リスク顕現化の兆しと 政策対応

2021年5月25日  
キヤノングローバル戦略研究所  
岡崎 久実子

# 本日の話題

1. 自己紹介
2. 改革開放40年の経済発展
3. 金融リスクの顕現化
4. これまでの政策対応
5. 今後の要注目点

# 1. 自己紹介

- (1) 中国語専攻と留学
- (2) 日本銀行入行
- (3) 香港中文大学への留学
- (4) 香港事務所勤務
- (5) 外務省への出向
- (6) 日本銀行での調査・研究活動
- (7) 上海滞在
- (8) 「中国研究者」として

# (1) 中国語専攻と留学

## 中国の政治、経済上の出来事

78年8月 **日中平和友好条約**調印

12月 中国共産党**第11期三中全会**

➡ 文化大革命の終結、**改革開放政策**への転換

82年9月 第12回党大会

➡ 鄧小平「**中国の特色をもつ社会主義建設**」を呼びかけ

83年9月 国務院、「**中国人民銀行が専門的に中央銀行機能を果たすことに関する決定**」を通達(翌年1月実施)

## 中国関連の個人的な出来事

79年4月 東京外国語大学入学

82年9月 北京語言学院留学

(写真)

恩師の宿舎(北京大学)への通用門(83年5月、筆者撮影)

83年8月 帰国

## (2) 日本銀行入行(1984年4月)


### 【日本銀行と中国(1970年代、80年代)】

- 1972年 日中覚書貿易事務所に職員派遣  
→後に在中国日本国大使館に派遣
- 1974年 調査局長訪中
- 1976年 森永総裁訪中
- 1978年 陳希愈副行長(前行長)来日
- 1980年 前川総裁訪中
- 1981年 李葆華行長来日
- 1981年 役員相互訪問開始

資料:「日中中央銀行間協力の将来像(藤原副総裁講演要旨)」

### 【日本銀行入行後】

外国局、福岡支店、総務局、  
情報サービス局、国際局



(写真)

### (3) 香港中文大学への留学

#### 中国の政治、経済上の出来事

90年4月 上海浦東開発計画発表

92年1月 鄧小平「南巡講話」

10月 中国共産党第14回大会

➡ 「社会主義市場経済」の確立を提起

93年 経済過熱



(写真)

1993年8月4日

**ASIAWEEK**

“Moment of Truth :  
Reformer Zhu Takes the  
Helm as China Enters  
Treachorous Water”

93年10月 中国共産党第14期三中全会

➡ 「社会主義市場経済体制確立の若干の問題に関する決定」

#### 中国関連の仕事上の出来事



(写真)

経済特区建設の様子を表した  
ジオラマ(18年11月、深セン博  
物館にて筆者撮影)

92年12月 香港へ

93年 1月 香港中文大学留学

93年12月 帰国

(写真)

上: 90年頃の上海浦東地区 (資料: 森ビル「上海環球金融  
中心: コンセプト・開発経緯」)

右: 上海浦東新区 (16年12月筆者撮影)

(写真)

## (4) 香港事務所勤務(97年6月～01年3月)

中国・日本の政治、経済上の出来事	中国関連の仕事上の出来事
<p>97年7月 香港返還 アジア通貨危機</p> <p>11月 中国・全国金融工作会議 (国有商業銀行の不良債権処理)</p> <p>11月 日本・三洋証券倒産 山一証券自主廃業</p> <p>98年10月 中国・広東国際信託投資公司 (GITIC)の破綻</p>	<p>97年6月 香港事務所赴任</p> <div data-bbox="1157 446 1858 869" style="border: 1px solid black; text-align: center; padding: 20px;"><p>(写真)</p></div> <p>深セン博物館で上映されている香港返還式典の様子(18年11月筆者撮影)</p> <p>01年3月 帰国</p>



## (5) 外務省への出向 (01年3月～03年3月)

中国の政治、経済上の出来事	中国関連の個人的な出来事
01年12月 <b>WTO加盟</b>	01年3月 外務省経済局に出向 ・日星経済連携協定 ・WTO対中国経過的 審査メカニズム

## (6) 日本銀行での調査・研究活動

中国の政治、経済上の出来事	中国関連の個人的な出来事
03年～10年 国有商業銀行改革及び農村金融 制度改革	03年4月 日銀国際局
08年～09年 <b>グローバル金融危機</b> に対応し、 <b>「4兆元の経済刺激策」</b> を推進	06年4月 米ランド研究所 07年10月 日銀金融研究所

## (7)上海滞在

中国の政治、経済上の出来事	中国関連の個人的な出来事
12年11月 習近平・李克強体制の誕生	11年10月～14年8月 中国人民銀行上海総部に滞在
13年9月 中国(上海)自由貿易試験区開設	14年9月～16年3月 日銀国際局国際連携課

## (8)「中国研究者」として

2016年4月

キャノングローバル戦略研究所に転籍

[研究内容について]

[https://cigs.canon/fellows/kumiko\\_okazaki.html](https://cigs.canon/fellows/kumiko_okazaki.html)

(写真)

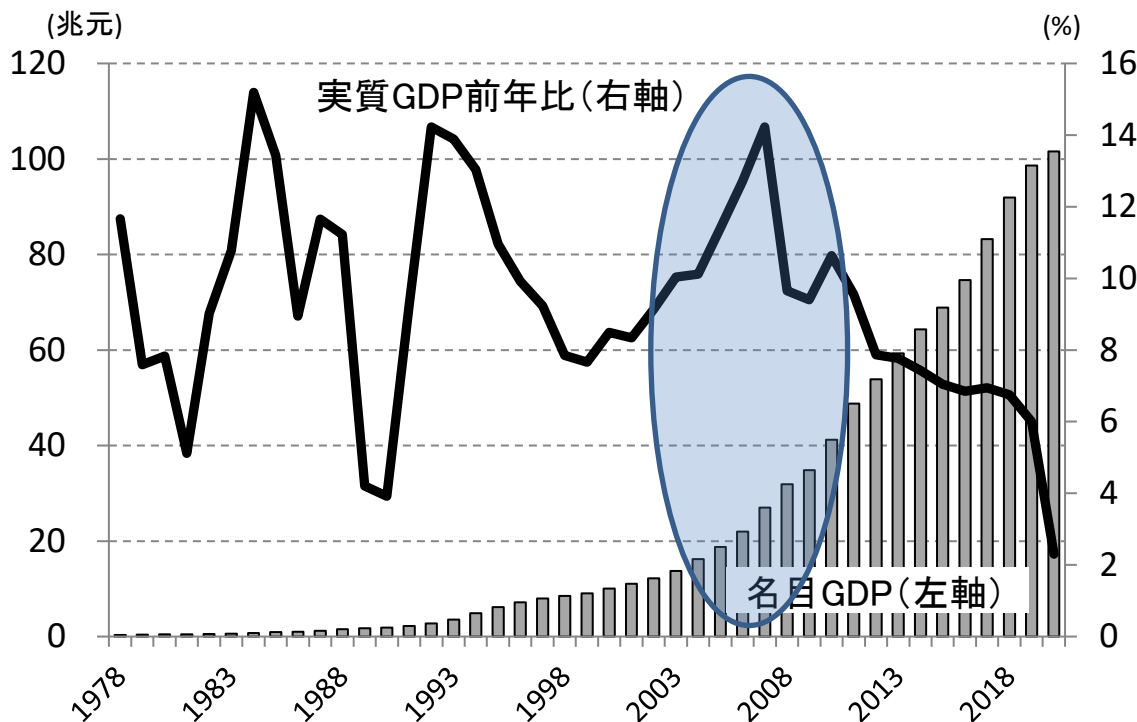
## 2. 改革開放40年の経済発展

- (1) 経済規模の変化
- (2) 経済発展の原動力
- (3) 急拡大した対外貿易
- (4) “走出去”の展開
- (5) 金融面からの成長サポート

# (1) 経済規模の変化

- 中国の経済規模は、改革開放政策スタート後、2020年までに270倍以上の拡大。  
——とくにWTO加盟(2001年12月)後10年間の急伸には目覚ましいものがあった。
- 国内総生産額は、2020年に100兆元台に。

図表1: 改革開放政策後の中国国内総生産額(GDP)の推移



資料: CEIC China Premium Databaseより筆者作成

図表2: 中国の名目GDP規模の変化

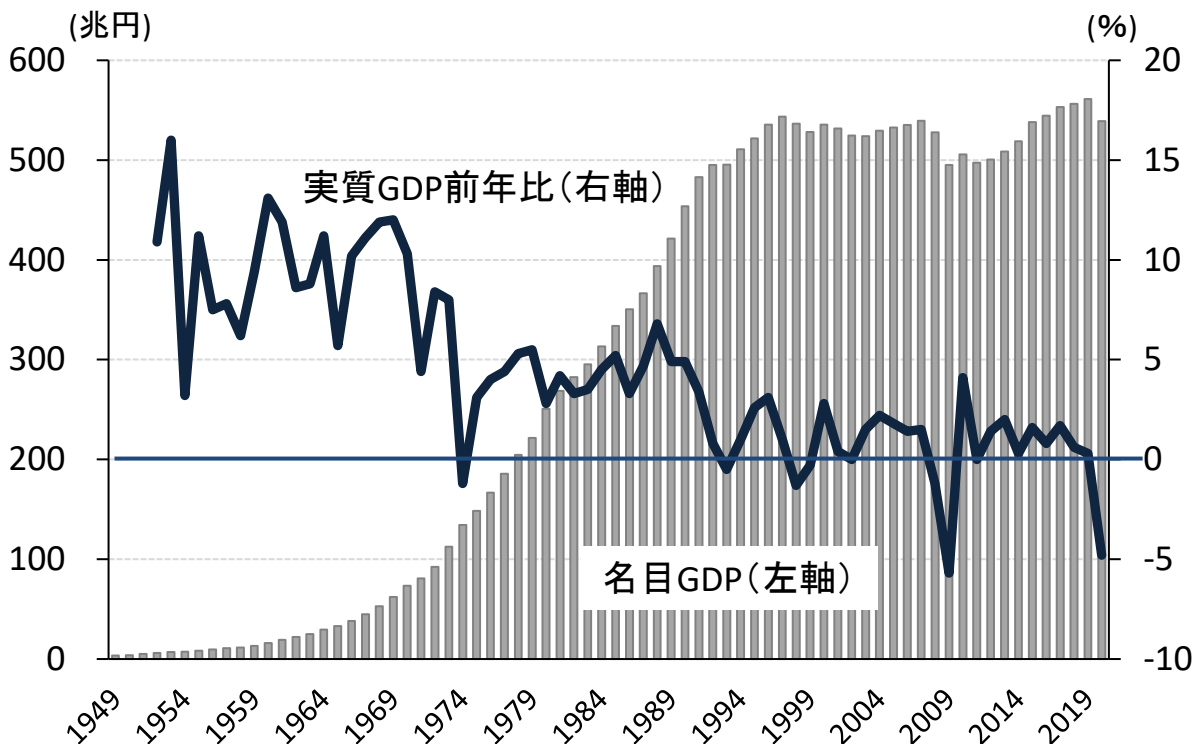
	名目GDP (十億元)	78年比 (1978年 値=1)
1978年	367.9	1
1980年	458.8	1.2
1990年	1,887.3	5.1
2000年	10,028.0	27.3
2010年	41,211.9	112.0
2020年	101,598.6	276.2

資料: CEIC China Premium Databaseより筆者作成

➤ 参考までに、戦後の日本のGDPの推移をみると、50年代から80年代にかけて急拡大。90年代後半以降、名目GDPは横ばい圏内で推移。

図表3: 日本の国内総生産額(GDP)の推移

図表4: 日本の名目GDP規模の変化



	名目GDP (十億円)	49年比 (1949年 値=1)
1949年	3,375.2	1
1960年	16,009.7	4.7
1970年	73,344.9	21.7
1980年	250,636.1	74.3
1990年	453,608.5	134.4
2000年	535,417.7	158.6
2010年	505,530.6	149.8
2020年	538,596.4	159.6

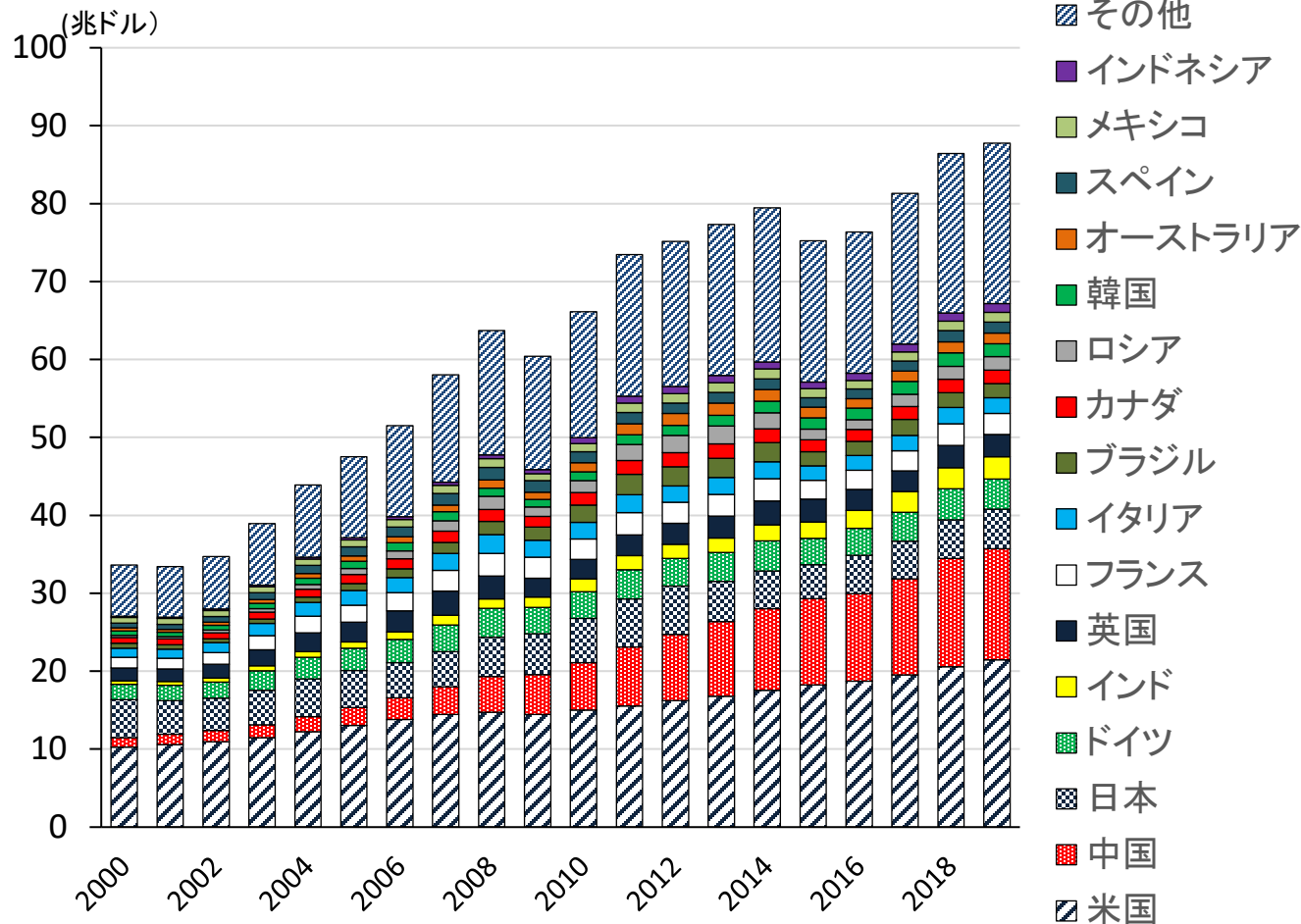
注: 1949、1950、1951~1954、1955~1979、1980~1993、1994~2020年のデータは不連続。

資料出所: 本邦内閣府統計サイトより筆者作成

資料: 本邦内閣府統計サイトより筆者作成

➤ 中国の名目GDP(ドル建て)は、1998年に1兆ドルを突破。2000年の順位は世界第7位。2007年に同3位、2010年に同2位に。2018年にはユーロ圏全体の規模を上回った。

図表5: 世界の名目GDPの推移



注: 2019年名目GDPが1兆ドル以上の国を個別記載。

資料: 世界銀行 World Development Indicatorsより筆者作成

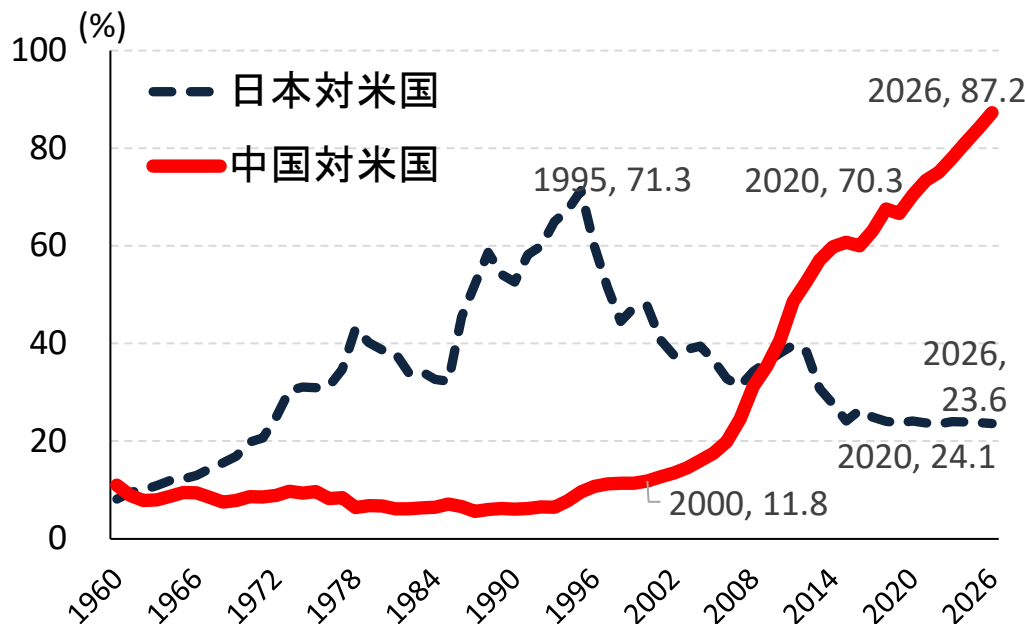
図表6: 2019年名目GDP規模上位10か国

国名	名目GDP (兆ドル)
米国	21.4
中国	14.3
日本	5.1
ドイツ	3.9
インド	2.9
英国	2.8
フランス	2.7
イタリア	2.0
ブラジル	1.8
カナダ	1.7
世界合計	87.7

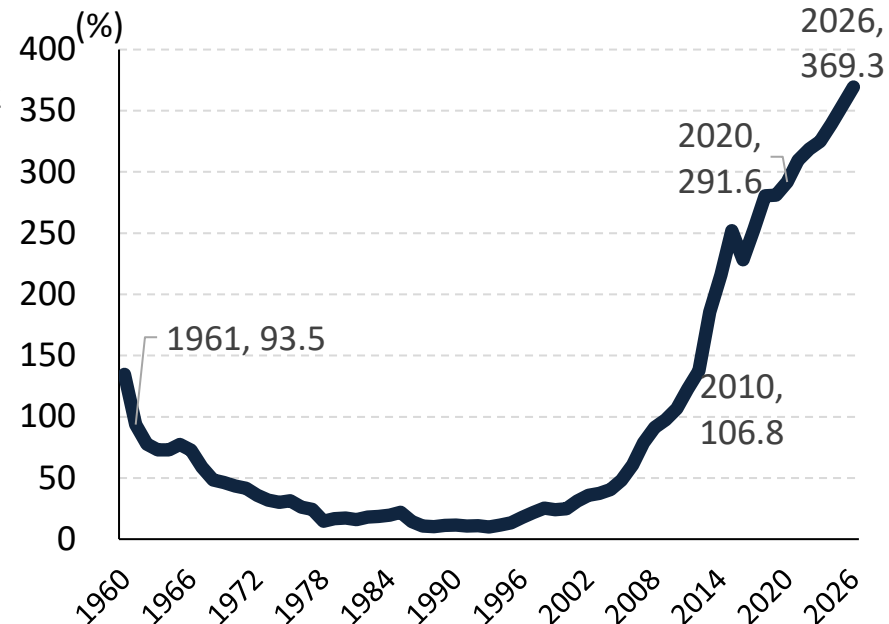
資料: 同左

➤ 2000年の中国の名目GDP(米ドルベース)は米国の1割程度(11.8%)であったが、2020年には70.3%へと急上昇。IMFの見通しによれば、2026年の同比率は87.2%。

図表7: 中国と日本の名目GDPの対米比率の推移



図表8: 中国の名目GDPの対日比率の推移



資料: 世界銀行 World Development Indicators (1960~2019年)、IMF World Economic Outlook 2021年4月 (2020~2026年) より筆者作成

図表9: IMFによる実質GDP成長率見通し

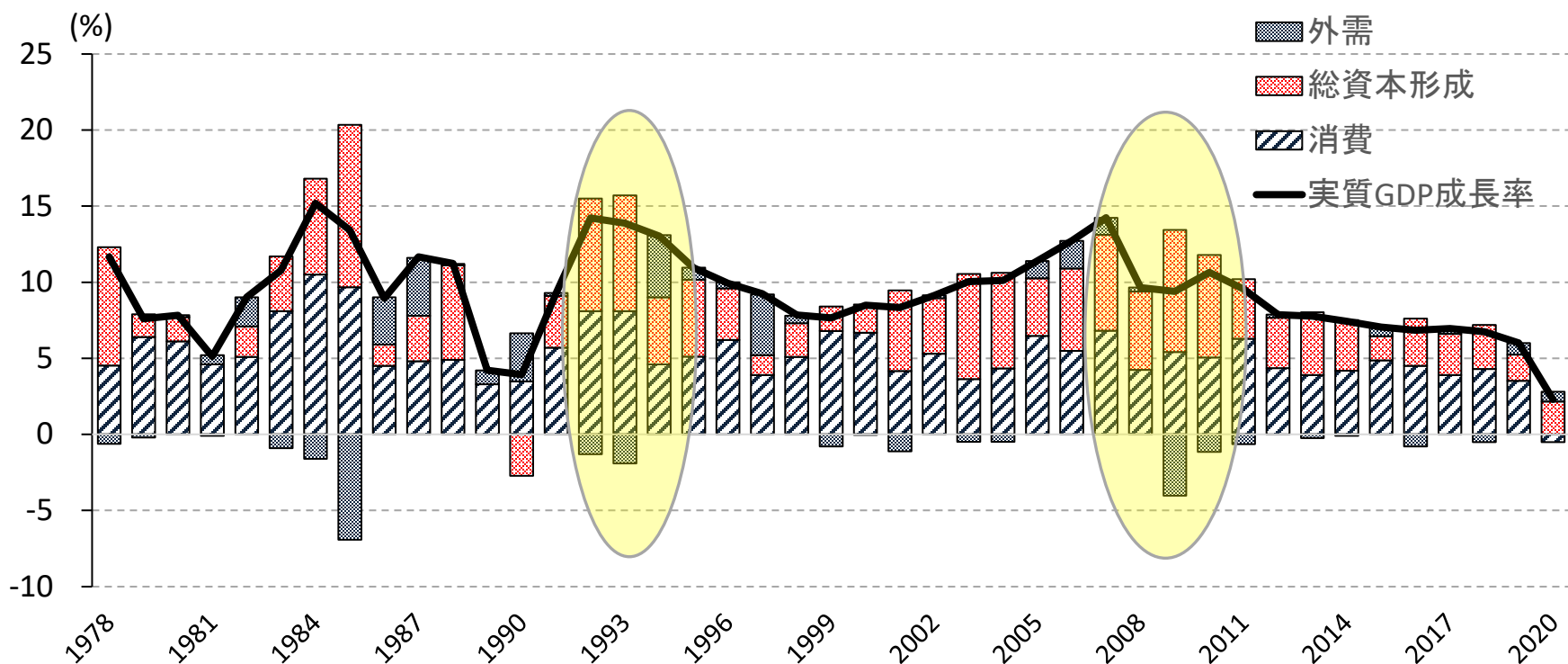
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
中国	2.3	8.4	5.6	5.4	5.3	5.1	4.9
米国	-3.5	6.4	3.5	1.4	1.5	1.6	1.6
日本	-4.7	3.3	2.5	1.1	0.7	0.6	0.5

資料: 2020年は各国公表データ、2021年以降はIMF World Economic Outlook 2021年4月より筆者作成

## (2) 経済発展の原動力

- 中国経済は、2000年代は投資主導の成長を続けていた(とくにリーマンショック後の2009年には「4兆元の景気刺激策」を受けて、投資が急増)。
- 2014年から2019年は、消費の寄与度が投資を上回る状況が続いた。

図表10: 中国の主要需要項目の対GDP成長寄与度



1993年: 消費(8.1)+総資本形成(7.6)+外需(-1.9)=13.9%

2009年: 消費(5.3)+総資本形成(8.1)+外需(-4.0)=9.4%

2020年: 消費(-0.5)+総資本形成(2.2)+外需(0.6)=2.3%

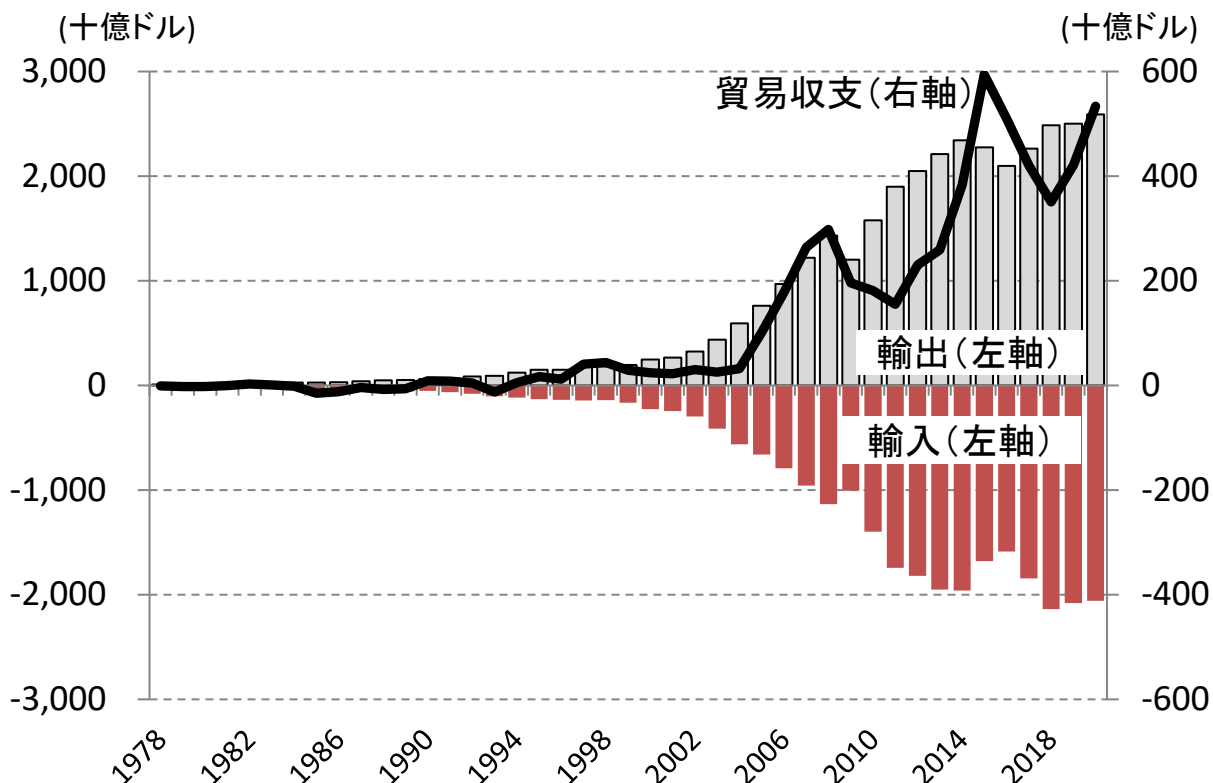
2021年1Qの実質成長率は、  
前年比+18.3



### (3) 急拡大した対外貿易

- 中国の輸出入額は、世界貿易機構(WTO)加盟(2001年12月)後、急速に拡大。
- 2020年は、世界の財貿易総額が全体として落ち込んだ(前年比-7.6%)中で、中国の財輸出は前年比増加(同+3.7%)、同輸入は微減(同-1.1%)にとどまった。世界ランキングは、財輸出はトップ、同輸入は第2位、財貿易総額はトップを維持。

図表11: 中国の対外貿易額の推移



資料: CEIC China Premium Databaseより筆者作成

図表12: 2020年財貿易ランキング  
(輸出入額と世界シェア)

財輸出	財輸入
1. 中国 2,591 <14.7>	1. 米国 2,408 <13.5>
2. 米国 1,432 <8.1>	2. 中国 2,056 <11.5>
3. ドイツ 1,380 <7.8>	3. ドイツ 1,171 <6.6>
4. オランダ 674 <3.8>	4. 英国 635 <3.6>
5. 日本 641 <3.6>	5. 日本 635 <3.6>

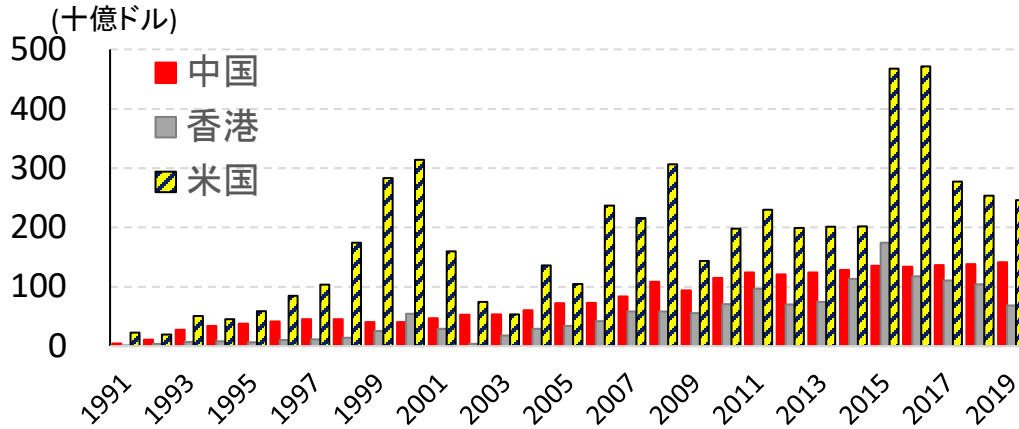
注: 下段の数字は金額(単位:十億ドル)、  
< >内は世界シェア(同:%)。

資料: 世界貿易機構(WTO) Database  
より筆者作成

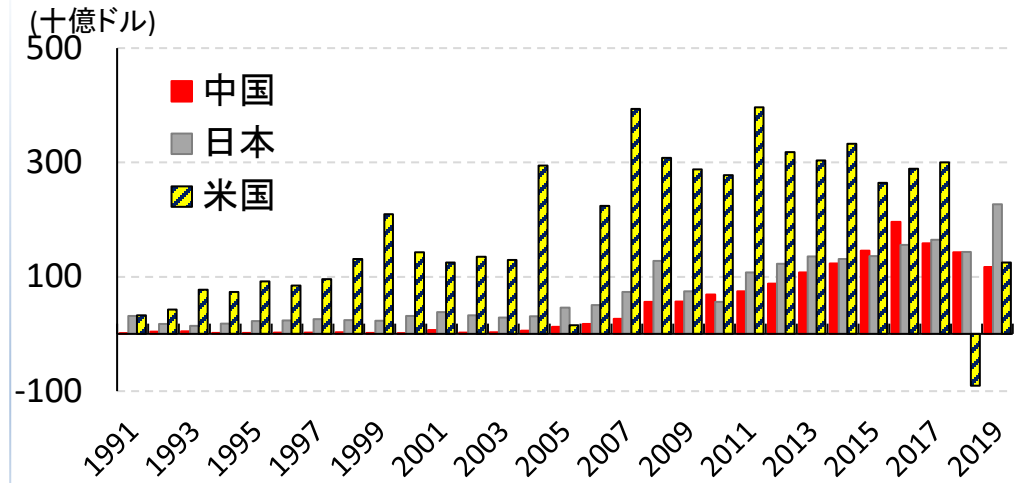
# (4) “走出去(zou chu qu)”の展開

➤ 近年、中国は対外直接投資国としても存在感を示すようになってきている。2015年及び2016年の対外直接投資額は、中国が日本を上回った。

図表13: 中国、香港、米国の対内直接投資の推移



図表14: 中国、日本、米国の対外直接投資の推移



図表15: 2019年の対内外直接投資ランキング

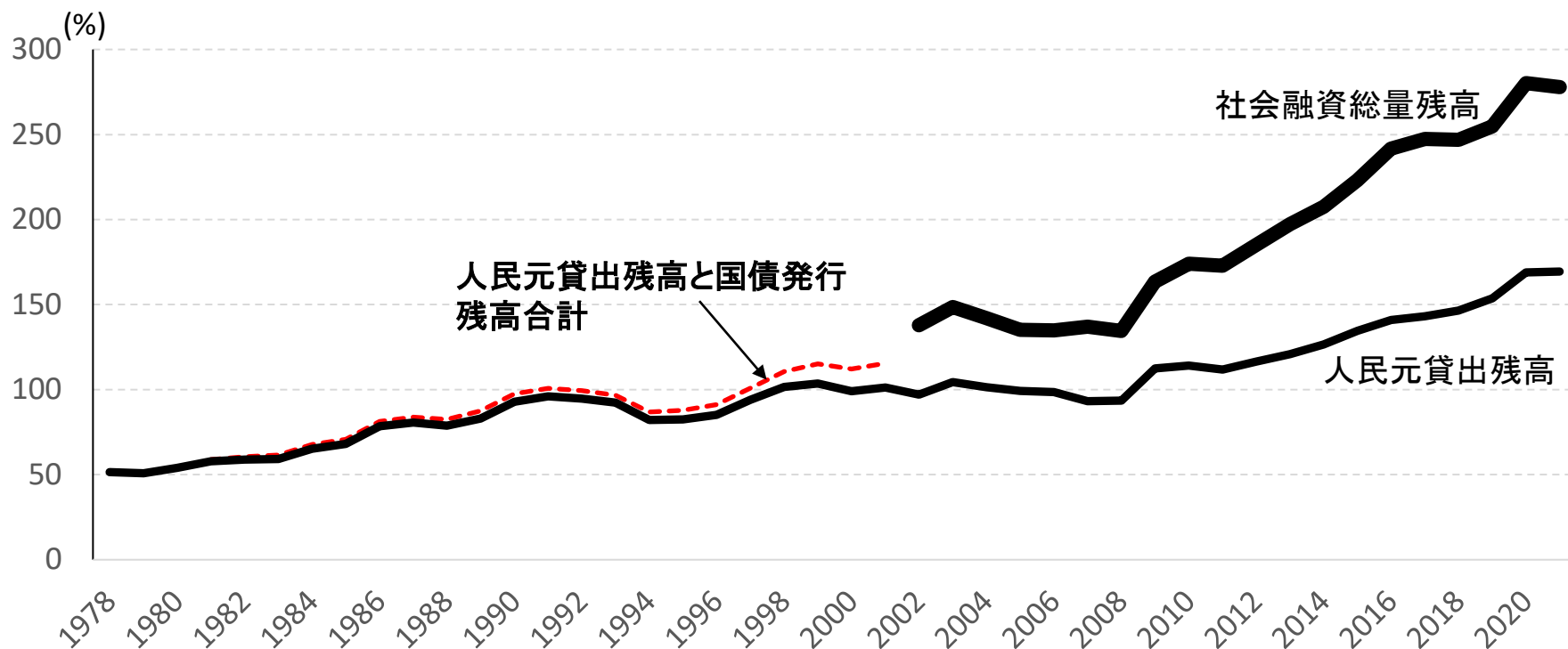
(順位、国名、実行額<十億ドル>)

対内直接投資		対外直接投資	
①米国	246	①日本	227
②中国	141	②米国	125
③シンガポール	92	③オランダ	125
④オランダ	84	④中国	117
⑤アイルランド	78	⑤ドイツ	99
⑥ブラジル	72	⑥カナダ	77
⑦香港	68	⑦香港	59
⑧英国	59	⑧フランス	39
⑨インド	51	⑨韓国	36
⑩カナダ	50	⑩シンガポール	32

## (5) 金融面からの成長サポート

- 銀行システムの整備とともに、中国では総じて潤沢に資金が供給されてきた。
- ただし、同国金融当局の立場から過去約40年を振り返ると、過剰融資が懸念される時期が多かった。

図表16: 中国の非金融部門の資金調達動向(調達残高の対名目GDP比率)



資料: CEIC China Premium Databaseより筆者作成

# 【追加資料1: 中国の漸進的金融制度改革の流れ】

## 【第1段階】

[1978年] 共産党第11期  
三中全会  
「改革・開放」政策スタート

1978－1985年  
➢ モノバンク・システムからの脱却

1986－1992年  
➢ 証券市場の創設  
➢ 新銀行の設立

## 【第2段階】

[1993年] 共産党第14期  
三中全会  
「社会主義市場経済」確立に向けた取り組み

1993－1997年  
➢ 政策貸出と商業貸出の分離  
➢ 法整備  
➢ 市場的手法の拡充

[1997年] アジア通貨危機  
第1回全国金融工作会议

1997－2001年  
➢ 危機対応、金融秩序の回復

## 【第3段階】

[2001年] WTO加盟  
第2回全国金融工作会议  
更なる市場化、対外開放に向けた取り組み

[2008年] グローバル金融危機

2003－2014年  
➢ 商業銀行の所有制改革と体質改善  
➢ 農村金融制度の抜本的改革  
➢ 資本市場改革  
➢ 外国銀行に対する市場開放

第4段階(リスク管理体制の再構築)へ

## 【追加資料：中国の銀行業金融機関の構成】

	2003年末		2020年末	
	金融機関数	総資産残高 シェア(%)	法人数	総資産残高 シェア(%)
政策性及び開発性銀行	3	7.7	3	(注3) [9.7]
大型商業銀行	(注1) 6	61.3	6	40.2
株式制商業銀行	10	10.7	12	18.1
都市商業銀行	112	5.3	133	12.8
農村商業銀行	3	9.7	1,539	13.0
農村合作銀行	1		27	
農村信用社	34,577		641	
新型農村金融機関(注2)	--		1,691	
都市信用社	723	0.5	0	0
外資銀行	支店192	1.5	現法41	(注3) [6.5]
民営銀行	--	--	19	
ノンバンク・その他	142	3.3	492	
銀行業金融機関合計 ( )内は総資産残高	35,769	100 (27.7兆元)	4,604	100 (319.7兆元)

(注1)比較のため郵政貯蓄銀行を含む6行で統一。(注2)村鎮銀行(20年末1,637行)、農村資金互助社(同41社)、貸出公司(同13社)。

(注3) [ ]内は2019年末の計数。

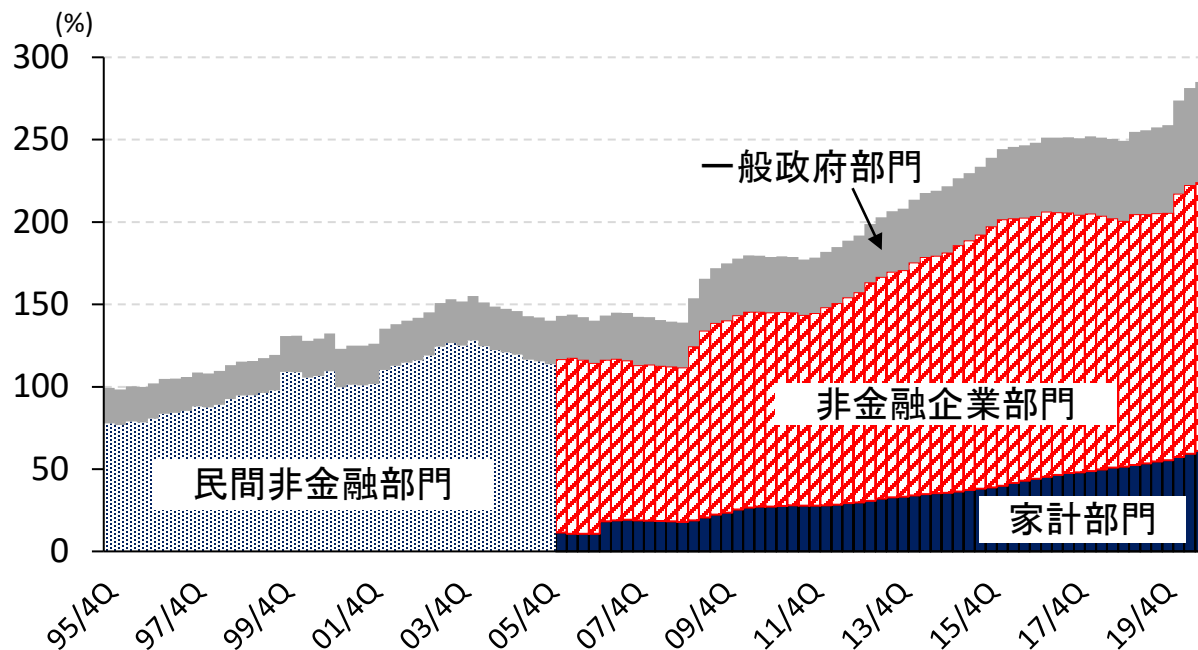
### 3. 金融リスクの顕現化

- (1) 債務率の高止まり
- (2) 不良債権の増加
- (3) 社債のデフォルト
- (4) 中小銀行の経営危機

# (1) 債務率の高止まり

- 中国では2011年頃から、非金融企業部門を中心に債務急増が問題視され、2016年、2017年には、その削減が最重要政策課題とされた。
- 但し、2018年央以降は、債務削減や非合法融資取締りの動きが民営企業の資金繰りや地方インフラプロジェクトの推進を圧迫しているとの指摘があり、重点はどちらかという、中小企業金融の円滑化に。

図表17: 中国の制度部門別債務動向(残高の対GDP比率)



2020年9月末

債務残高対GDP比率:

一般政府 **60.9%**

非金融企業 **163.1%**

家計 61.1%

合計 285.0%

債務残高:

一般政府 **60.5兆円**

非金融企業 **162.2兆円**

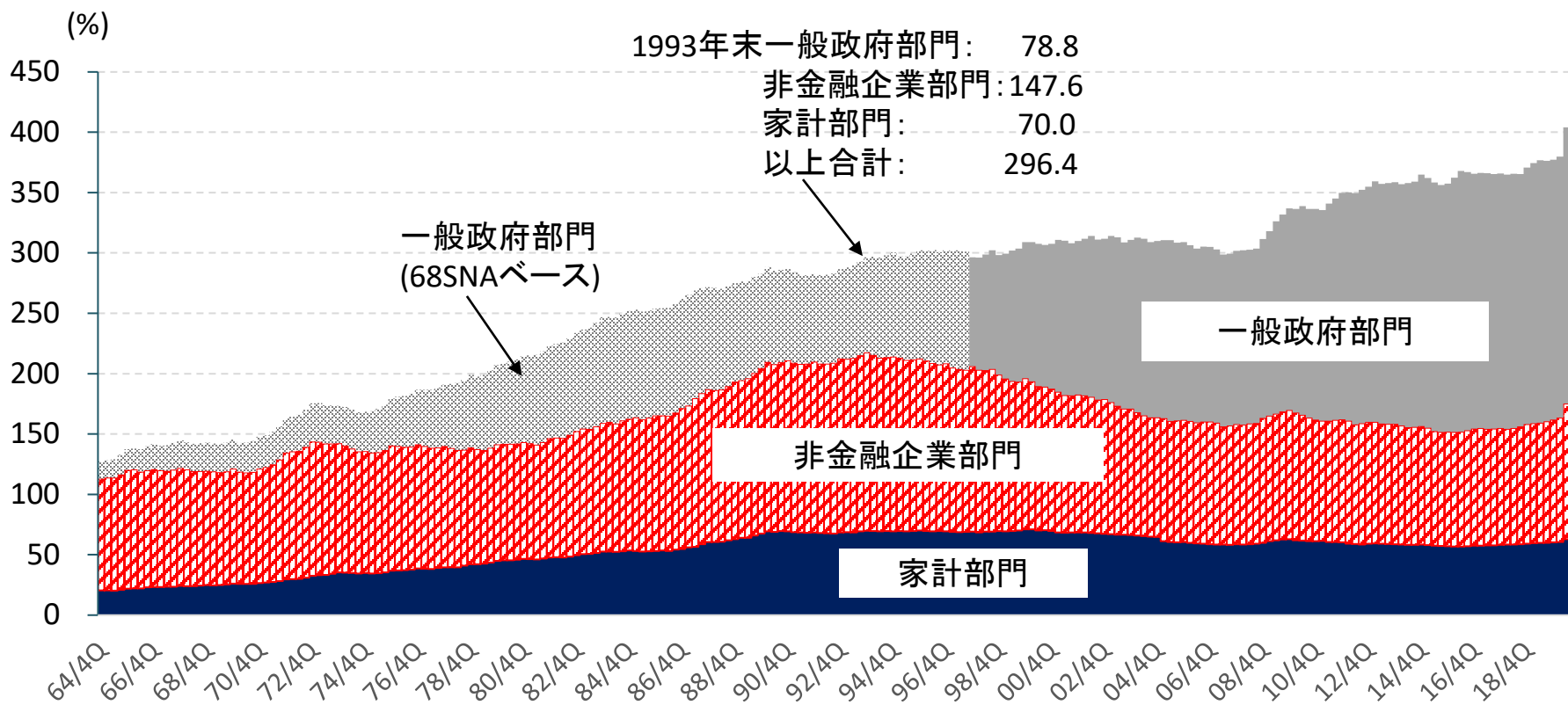
家計 60.7兆円

合計 283.5兆円

資料: BIS total credit statistics (March 2021)より筆者作成

- 政府部門と企業部門のウェイトの違いはあるものの、2008年以降の中国の債務比率の上昇は、日本の80年代から90年代前半の様相に似ている(中国の傾きはより急)。
- 日本では1995年以降、企業部門の債務削減・銀行による貸出回収の動きが急速に進んだ一方、緊急経済対策と社会保障費用の増加を受け、政府部門の債務が大きく膨れ上がった(景気低迷で、税収が伸びなかったことも政府債務増加の要因)。

図表18: 日本の債務残高の対GDP比率の推移(1964/4Q-2019/4Q)



注: 1993年第3四半期以前の政府債務率は、報告者が日本の資金循環統計を用いて推計。

資料: 日本銀行、内閣府、及びBIS total credit statistics (March 2020)より筆者作成



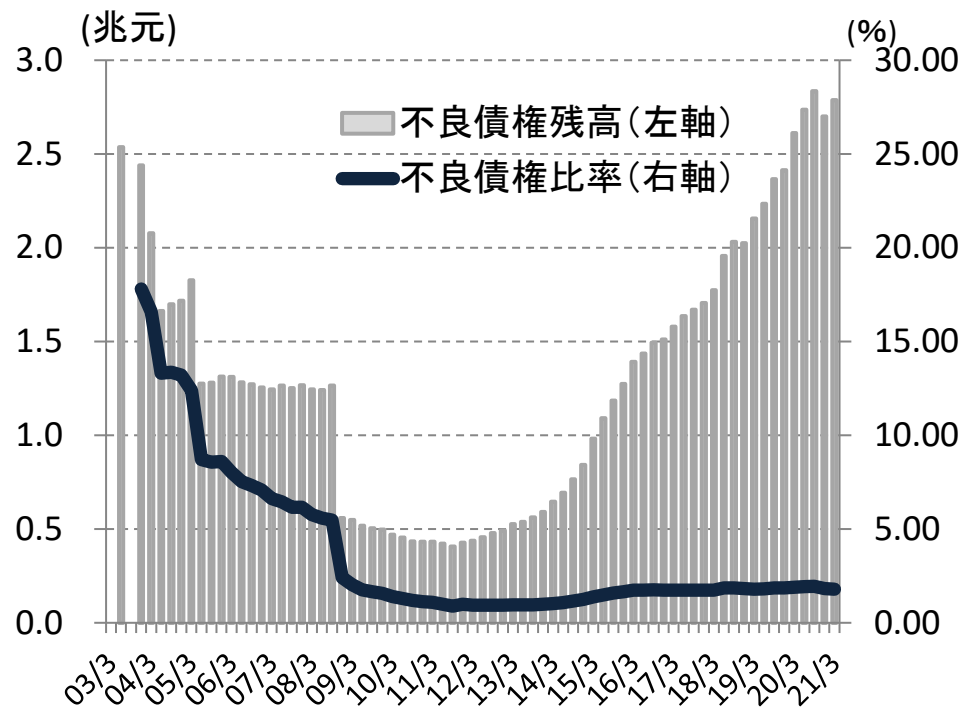
# 【追加資料3: 現政権の債務問題解消に向けた主な政策対応(2013~2016年)】

2012年	13年	14年	15年	16年
<p>[共産党の動き]</p> <p>11月、全国大会、<b>習・李体制スタート</b></p>	<p>11月、三中全会、改革の全面的深化に関する決定</p>	<p>5月、習主席「新常态」への適応を提起</p> <p>12月、中央経済工作会议(「新常态」を具体化)</p>	<p>10月、五中全会、<b>13次5カ年計画</b>草案を採択</p> <p>11月、中央財經領導小組、「<b>供給サイドの構造改革</b>」を提起</p> <p>12月、中央經濟工作会议、「<b>三去、一降、一補</b>」を重点課題に設定</p>	
<p>[全人代の動き]</p>	<p>3月、全国大会、<b>李内閣を承認</b></p>	<p>8月、「<b>予算法</b>」改正</p>	<p>8月、<b>地方政府による債券発行</b>枠案を承認</p>	<p>3月、地方政府債務(14年末)調査結果を公表</p>
<p>[国务院の動き]</p>		<p>9月、「<b>地方政府債務の管理強化</b>に関する意見」</p>		<p>3月、李総理、<b>市場化DES</b>に言及(全人代後の記者会見)</p> <p>10月、<b>企業のデレバレッジ</b>に関する方</p> <p>11月、<b>地方政府債務リスク応急措置案</b></p>
<p>[政府部門発通達等]</p>	<p>12月、審計署、<b>地方政府債務</b>の再調査結果を報告</p> <p>12月、銀监会、<b>地方AMC</b>設立要件</p>	<p>10月、<b>地方政府債務</b>に関する規則</p>		<p>4月、人民銀行等、<b>鉄鋼・石炭関連融資ガイドライン</b></p> <p>12月、財政部、<b>地方政府債務リスク応急措置ガイドライン</b></p>

## (2) 不良債権の増加

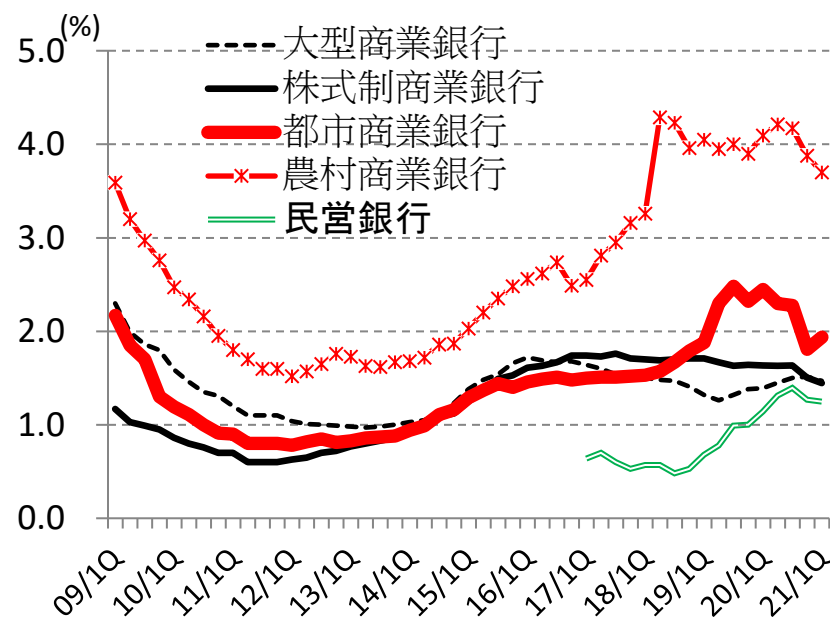
- 近年、中国の商業銀行の不良債権残高が増加傾向を辿っているが、正常な貸出残高も増加しているため、不良債権比率は2%以下の水準に収まっている。
- 但し、2005年末時点では、商業銀行全体の不良債権残高の85%は大型商業銀行5行に集中していたのに対し、2021年3月末の業態別シェアは、大型商業銀行6行41%、株式制商業銀行18%、農村商業銀行26%、都市商業銀行15%と分散している。

図表19: 中国商業銀行の不良債権動向



資料: 中国銀行保険監督管理委員会統計サイトより筆者作成

図表20: 中国業態別の不良債権比率の推移

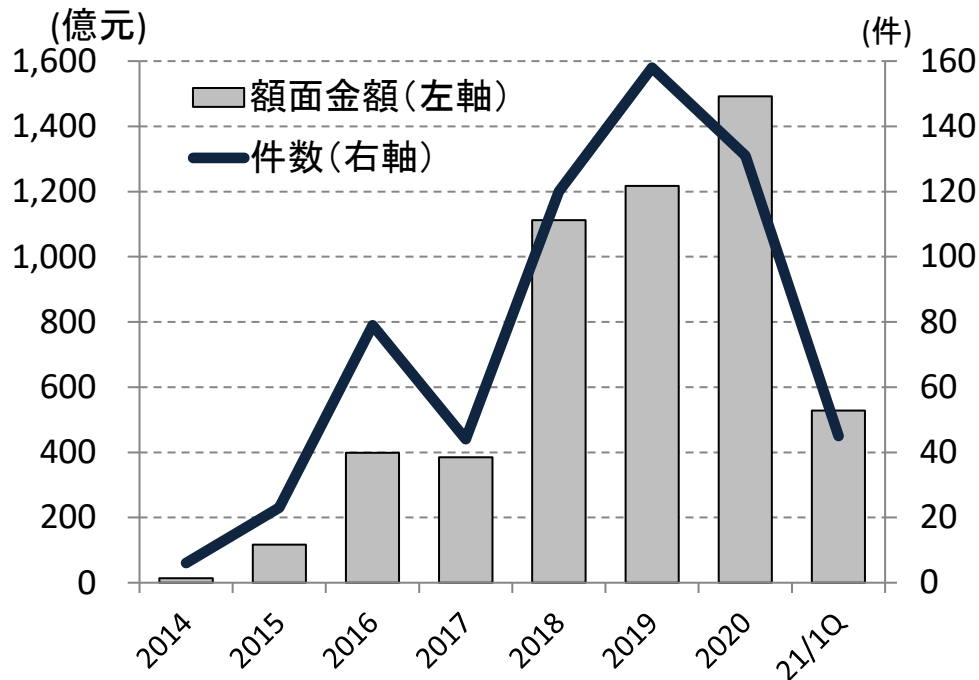


資料: CEIC China Premium Databaseより筆者作成

### (3) 社債のデフォルト

- 2018年以降、社債のデフォルトが100件、1,000億元を超過（「デフォルトが常態化」との声も）。背景には、企業の資金繰り難のほか、金融当局の意図（“暗黙の保証<隠性担保>”の解消）も？
- 社債の発行残高や期中発行額などに鑑みれば、昨今のデフォルトの影響は金融当局のコントロール可能な範囲内か。
- 但し、市場では発行企業の格付けについて改善を求める声が上がっている。

図表21: 中国の社債デフォルトの動向



2020年中  
企業債券発行額: (ネット) 4.45兆元

2020年末  
企業債券発行残高: 27.62兆元

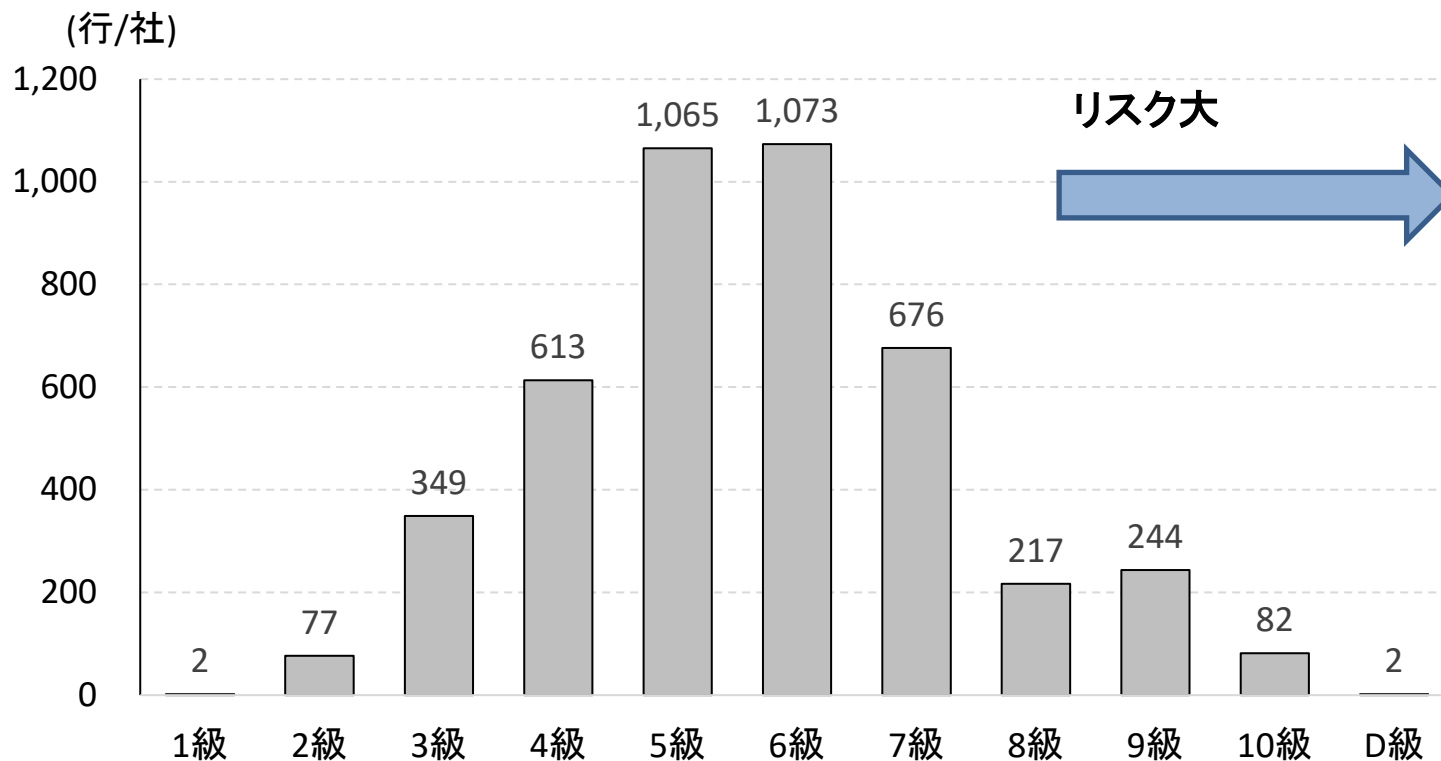
(社会融資総量統計ベース)

資料: CEIC China Premium Databaseより筆者作成

## (4) 中小銀行の経営危機

- 人民銀行が四半期ごとに銀行業金融機関に対して行っているリスク査定によると、2019年第4四半期時点では、545行/社が「高リスク金融機関(8級～D級)」。内訳は、農村商業銀行178行、農村信用社189行、農村合作銀行11行など、農村部の金融機関のリスクが相対的に高い。

図表22: 中国人民銀行による銀行業金融機関のリスク査定(2019年第4四半期)



資料: 中国人民銀行「金融安定報告2020」より筆者作成

## 4. これまでの政策対応

- (1) 規制のアービトラージ(規制回避行動)の抑制
- (2) 安定維持とモラルハザード解消のバランス
- (3) 新たな変化に対応するための監督体制の再構築
- (4) 人民銀行法と商業銀行法の改正

# (1) 規制のアービトラージの抑制

## 【シャドールバンキングの管理強化】

2018年4月、「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」

- 従来、業態ごとに規制をかけていたアセットマネジメント業務を、募集方式(公募・私募)と投資先(固定収益類・エクイティ類・商品とデリバティブ類・バランス類)によって分類し、同じ機能の金融商品・サービスには同じ規制をかける方針に転換。

## 【インターネット金融の整頓】

- ① マネーマーケットファンドプラットフォーム「余额宝」の急拡大抑制、
- ② 第三者決済業務について、顧客預り金の管理強化と人民銀行管下のクリアリングシステム利用の義務化、
- ③ P2Pプラットフォームの整理、
- ④ フィンテック企業などと商業銀行が協力して行うオンライン融資に関する規制の強化、
- ⑤ 個人情報保護の強化、など。

## 【金融持株会社の見直し】

2020年9月、「金融持株会社への参入管理の実施に関する決定」

## (2) 安定維持とモラルハザード解消のバランス

### 【預金保険基金の活用】

- 2015年5月1日、預金保険制度が正式にスタート。
- 2019年5月24日、預金保険基金管理有限責任公司、開設(資本金100億元、人民銀行が100%出資)。2019年末、基金残高:1,215億元。
- 2021年3月末現在、同国内の4,026行/社が預金保険制度に参加。

### 【地方政府系投資公司、AMCの開設】

- 金融機関への出資
- デットエクイティスワップの引き受け
- 不良債権の買い取り

### 【人民銀行及び財政部の対応余力】

- 財源
- 組織力

図表23: 中国の中規模商業銀行の救済例

銀行名 (業態区分/本店所在地) (2018年末総資産残高)	問題の発端	対処方針
包商銀行 (都市商業銀行/内モンゴル自治区) (5,508億元)	大株主による 資金流用	[公的管理の後、新設の継承銀行に業務を移管] 19/5月、公的管理に移管(期間1年)。 →人民銀行と預金保険基金が、預金の大部分を全額保護。 20/4月、継承銀行として蒙商銀行設立(預金保険基金管理会社が最大株主<出資比率27.50%>)、開業。 →一部事業を徽商銀行に移管。
錦州銀行 (都市商業銀行<香港取引所に株式上場>/遼寧省) (8,459億元)	株主企業向け 融資などの不 良化	[株式を上場したまま、増資と不良債権処理を実施] 19/7月、工銀金融資産投資、信達投資、中国長城資産管理が戦略投資家として、新規出資。 20/3月、額面1,500億元の不良債権を成方匯達会社に450億元で売却(損失のうち750億元は、遼寧省政府と預金保険基金管理会社が実質的に補填)。 20/8月、増資により成方匯達会社が最大株主(出資比率37.69%)に。
恒豊銀行 (株式制商業銀行/山東省) (10,464億元)	経営陣による 不正行為	[省政府が主体的に動き、戦略投資家を導入] 19/10月、資本金増額と本店の移転の承認。 19/12月、大幅増資。中央匯金投資有限公司、山東省金融資産管理公司、United Overseas Bankなどが出資(出資比率はそれぞれ53.95、32.37、3.00%)。



### (3) 新たな変化に対応するための監督体制の再構築

- 2017年11月、国務院内に金融安定改革委員会、設立。
- 2018年3月、銀行業監督管理委員会(銀監会)と保険監督管理委員会(保監会)、統合。銀行保険監督管理委員会(銀保監会)、設立。

### (4) 人民銀行法と商業銀行法の改正

- 2003年以来の大幅改正(商業銀行法は、2015年にごく一部を改正)。
- 2020年10月、パブリックコメントプロセス開始(11月締め切り)。

## 5. 今後の要注目点

- (1) 景気回復の中身
- (2) 不良債権処理の実態
- (3) 高齢社会の到来と社会保障制度の整備
- (4) 人々の“信認”

# Q & A

(写真)