

中国での新型コロナウイルス感染拡大に伴う 金融面での危機対応策

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 中国の 2020 年 1～2 月の経済指標は、消費の前年同期比 20.5%減に代表される通り、新型コロナウイルスの感染拡大防止策の影響を受け、過去に統計を遡れる範囲で大きく悪化した。中国国内で、最初に同ウイルスによる集団感染が発生した湖北省武漢市では、感染拡大を防ぐため、同年 1 月 23 日、武漢市の都市封鎖（ロックダウン）が行われた。
2. 続いて、2020 年 1 月 24 日の春節休暇期間からは、中国全土での人の移動・行動の制限等の公衆衛生上の措置が講じられた。春節休暇期間明けには、サービス業・製造業の業績悪化や家計の所得減少が予想され、また金融市場での混乱防止の必要性もあったため、2 月 1 日、金融当局は、金融面での危機対応策を打ち出した。
3. 対応策は、①金融市場や銀行貸出を通じた流動性支援、②個人の日常的な金融サービスの保障、③金融の基盤インフラ運営の確保、④外為・越境人民元取引の支援、⑤実施体制の確立、の五分野からなり、特別貸出枠の設定や、金融機関への行政指導が実施されている。
4. 危機対応策の実績を見ると、2 月の企業や家計向けの人民元貸出（フロー）は、春節という季節的かつ休暇期間の延長という要因もあり十分に実行されているとは言えない。また、家計向けの人民元建て短期貸出残高は、1 月末に比べむしろ減少している。金融機関への行政指導は、政府が救済したい部門に、直接、資金を融通できる一方、金融仲介の歪みをもたらすリスクや、企業債務残高の増加に歯止めがかからないリスクもある。
5. 武漢市の都市封鎖は 4 月 8 日に解除されたが、感染拡大期間中、新たにロボット配送や遠隔医療などの非接触・非対面型の取引形態が進展している。中小企業向け貿易金融へのブロックチェーン活用の実験拡大など金融取引での新たな動きもある。新型コロナウイルスの感染が長期化する中で、経済・社会のデジタル化に向けた変化の芽にも注目していく必要があるだろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 関志雄「新型コロナウイルスの感染拡大で試練を迎えた中国経済」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号
- ・ 磯部昌吾「新型コロナウイルスの感染拡大に揺れ動く欧州金融市場－金融関連の政策対応と経済対策の財源問題－」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号

I 経済指標の大幅な悪化

2020年3月16日、上海総合指数の終値が2,789.25ポイントと、前日比で3.4%安を記録した。これは、同日に国家統計局が発表した1～2月の経済指標が大幅に悪化したためである¹。具体的な指標を見ると、固定資産投資は前年同期比で24.5%減、同じく社会消費品小売総額（消費）は20.5%減、工業生産は13.5%減と、過去に統計を遡れる範囲で初めてマイナスとなった。また、経済指標の公表に先立って、3月7日に税関総署が発表した1～2月の貿易統計を見ると、輸出は前年同期比で17.2%減となり、4年ぶりの減少率を記録していた。

経済指標の悪化の背景には、後述の通り、中国政府が、1月下旬以降、新型コロナウイルスの感染拡大を防止するために、隔離、人の移動・行動の制限、検疫、集会・イベントの中止といった公衆衛生上の措置を行ってきたことに加え、中国国内で最初の感染地となった湖北省武漢市に代表されるように都市封鎖にまで踏み切ったことで、企業及び家計の経済活動が大幅に縮小したことがある。

今後の景気への見通しを示す中国製造業のPMI（購買担当者景気指数）を見ると、2020年2月は35.7と²、前月（同年1月）の50.0から14.3ポイント低下し、リーマンショックで大きく落ち込んだ2008年11月（38.8）も下回り、過去に遡れる2005年1月以降で最低を記録した³。2020年第1四半期（1～3月）のGDP統計は4月17日に公表され、前年同期比で6.8%減と、四半期ごとのデータが公表されている1992年以降、初めて伸び率がマイナスとなった。新型コロナウイルスの感染拡大は、さまざまなルートで中国経済への下振れ圧力を強めている。

II 新型コロナウイルス感染拡大の経済面への影響

1. 新型コロナウイルス感染の発生経緯

中国国内で、最初に新型コロナウイルス感染が広がったのは、中部地区の主要経済都市である湖北省武漢市である。同市では、2019年12月30日に原因不明の感染症の集団発生が報告され、2020年1月1日に感染発症の原因となった海鮮市場が閉鎖され、同年1月7日に中国疾病予防コントロールセンターが新型コロナウイルス株の分離に初成功している。

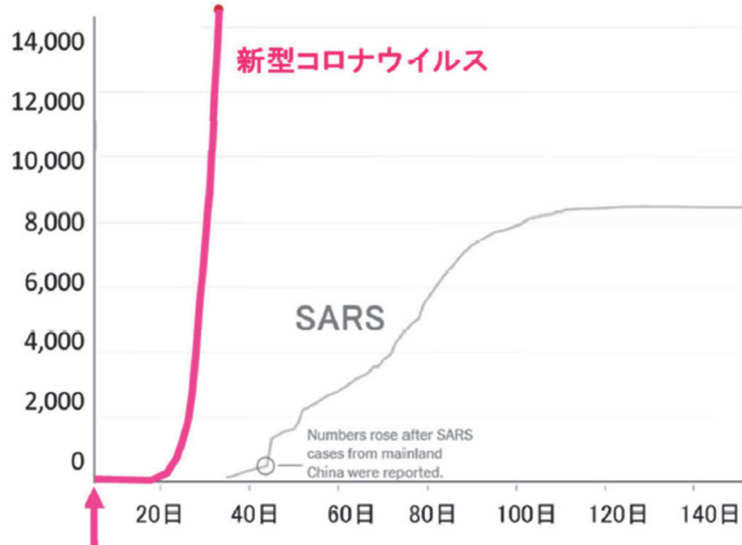
新型コロナウイルスの特徴の一つ目に、感染の広がりスピードがある。2002年11月から2003年8月まで中国を中心にアジアで蔓延したSARS（重症急性呼吸器症候群）の場

¹ 中国は、春節（旧正月）の時期が毎年ずれることに伴う影響をならすため、毎月の経済指標のうち、1～2月だけはまとめて公表している。

² 2月29日に国家統計局が公表。

³ 3月31日に公表された3月の製造業PMIは、2月から16.3ポイント上昇し、52.0へと回復した。国家統計局は、企業の生産再開などの回復の要因を示しながらも、中国国内・国外の感染状況や経済情勢に新たな大きな変化はなく、今後のPMIの動向を引き続き注視する必要があると、慎重な見方を示している。

図表 1 新型コロナウイルスと SARS の広がり の速さ



(出所) 日本感染症学会・日本環境感染学会「新型コロナウイルス感染症の現状と対策 水際対策から感染蔓延期に移行するときの注意点」(2020年2月28日)

合、世界保健機関 (WHO) への報告後 100 日前後にプラトー (安定期) に達しているのに対し、新型コロナウイルスの場合、20~40 日間において急激な感染の拡大がみられる (図表 1)。特徴の二つ目に、WHO が指摘しているように、感染者のうち軽症例が 80% 前後であるが、感染をしても無症状である「無症候性キャリア」の数がどのくらい存在するのか明らかになっていない点がある。特徴の三つ目に、感染者のうち約 20% が重症例で、死亡率は 60 歳代以上に急速に高まるとされている点がある。

以上から、クラスターごとの感染ルートの追跡や隔離が間に合わず、感染者数が急速に増えると、例えば致死率が低くても、重症例や死亡者がその比率だけ出てくることとなる。さらに、病院での感染者、特に重症例の受け入れ体制いかんによっては、専門の病床やスペースの確保が足りず、医療従事者自身も感染することで、医療崩壊が起こる恐れが出てくる。湖北省武漢市では、2020 年 1 月中旬までにまさにそうした事態が実際に起きつつあり、同年 1 月 20 日の習近平国家主席による特別指示から本格的な対策が始まることとなった。

2. 人の移動・行動の制限に伴う影響

習主席の特別指示の翌日である 1 月 21 日時点の累計感染者数は、湖北省が 375 名、湖北省以外の中国本土が 65 名であったのに対し、22 日にはそれぞれ 444 名、127 名と、湖北省の外での感染者数がわずか 1 日で倍増した。このため、武漢市では、春節休暇前日の

23日10時より、武漢市以外への感染拡大を回避するため、市内及び市外との間を結ぶ公共交通機関の運行を停止し、都市封鎖（ロックダウン）に踏み切った。また、1月24日から始まる春節（旧正月）休暇期間とその前後で、帰省や旅行など大規模な人の移動が起こり、飛沫感染・接触感染を通じた集団感染が発生しかねないことから、同日より中国国内の団体旅行が中止された。

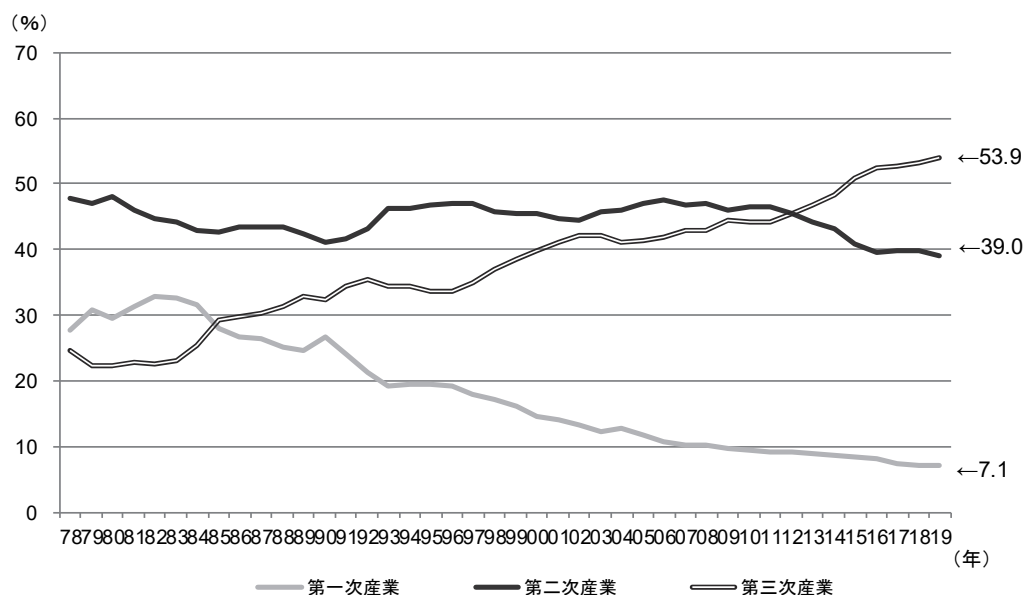
続いて、1月25日に開催された中国共産党・党中央政治局常務委員会において、対策本部としての「中央新型コロナウイルス感染肺炎疫病対策領導小組」（新型コロナ小組）が設置され、組長に李克強首相が任命された。翌26日には、新型コロナ小組の第1回会議が開催され、①春節休暇期間の適切な延長、②学校授業開始時期の調整、③在宅勤務の採用によって、集団感染の原因となる人の移動を減らすことが決定された。この決定を受け、中国政府は、1月24日から30日までの1週間の休暇期間を2月2日まで延長した。さらに、春節休暇明けの2月3日の週について、地方によっては、人の移動を減らすため独自の取り組みを行った。例えば上海市では、重点業種を除いては休暇期間を2月9日まで延長したり、北京市では、2月3日から営業日とはするものの、重点業種以外の企業では自宅待機を推奨したりした。

加えて、湖北省からその他の各地域の職場に戻った人に対して、新型コロナウイルス感染症の最大潜伏期間とされる14日間の隔離（自宅待機など）を義務付けたり、地方によっては、湖北省以外の地域からの帰還者に対しても自主的に14日間隔離を行った上で出社するよう企業に推奨した（場合によっては義務付け）。この結果、地域間の人の移動が減り、航空や鉄道の便も減ることで、運輸業や（特に春節休暇期間に売り上げを期待していた）旅行会社やホテルなどの観光業の業績悪化につながった。さらに、自宅待機だけでなく、人々が感染を恐れて外出を控えることや、あるいは各地の政府がショッピングモール等商業施設の営業を制限・停止することで、小売業やレストランの売り上げが落ち込む結果になった⁴。実際、2020年1~2月の消費統計を見ると、レストランの売上高は前年同期比で43.1%減となっている。

ここで中国のGDPの産業別内訳を見ると、2012年に第三次産業のシェアが第二次産業を初めて超え、続いて2015年には第三次産業のシェアが初めて5割を超えている（図表2）。また、2019年の中国のGDPの産業別内訳は、第一次産業が7.1%（2018年は7.0%）、第二次産業が39.0%（同39.7%）、第三次産業が53.9%（同53.3%）となっており、サービス業の中国経済全体に占める比率は年々高まってきている。このため、人の移動・行動の制限に伴うサービス業への悪影響は、中国経済全体にとっても無視できないものとなっている。

⁴ 北京市政府の場合、2月5日より、レストランに大勢（3名以上）で集まることを禁止したり、2月10日からは、日常生活に必要な娯楽施設を一時閉鎖するなどの措置をとっている。他に、所属する行政地区での住宅やオフィスごとに人の出入りの管理が行われている。

図表2 中国 GDP の産業別内訳



(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

3. 製造業のサプライチェーンへの影響

人の移動の制限に伴って、製造業のサプライチェーンへの悪影響も出ている。春節休暇期間が延長されたことと、地方間の移動でも目的地への到着後 14 日間の隔離を行ったりすることで、ワーカーの職場復帰が遅れ、結果として工場の再開も延期せざるを得ない状況となった。特に、新型コロナウイルスの感染が始まった湖北省には、中国の大手自動車メーカーの東風汽車の本部があり、外資との合弁の完成車工場や、中資（中国資本）系や外資系の自動車部品メーカーの工場も集中しており、工場の再開時期が遅れば、業績への影響も避けられない。また、中国で生産される部品が海外のサプライチェーンに組み込まれている場合、工場再開の遅れや中国国内の物流ルートの停滞によって、海外での生産に影響が出ることとなる。

春節休暇期間明けの 2 月 3 日、新型コロナ小組会議が開催され、企業の業務・生産再開への支援の方針が確認された。また、2 月 11 日の国務院常務会議（閣議）では、①湖北省と湖北省以外の省を分けた企業の業務・再開支援、②重点医療防疫製品工場の速やかな生産促進、③計画を策定し、秩序立てたかつ組織的なワーカーの職場復帰等を決定した。続いて 2 月 18 日の国務院常務会議では、中小・零細企業の社会保険料納付の減免、住宅積立金の納入期限延長を決定した。これらの党中央・国務院の方針に基づき、各担当省庁が政策を立案し、順次、実行しているが、ワーカーの職場復帰や生産再開は、執筆時点でまだ完全には実現していない。2020 年 1~2 月の工業生産のうち、自動車は 200.5 万台で前

年同期比 45.8%減、携帯電話は 1 億 3,877 万台で同 33.8%減、パソコンは 2,687 万台で同 31.4%減となっている⁵。

4. 海外経済との関係

新型コロナウイルスの感染拡大は、中国経済と海外経済との関係にも負の影響をもたらしている。感染拡大を防ぐため、中国政府は、1月27日より、中国本土から海外への団体旅行を当面禁止するとした。また、国によっては、中国や中国国内の特定の地域からの入国者の受け入れの制限（14日間のホテル等での待機（隔離））を行っているケースや、入国そのものを認めないケースもある。また、2月中旬以降、新型コロナウイルスの感染先が、中国本土から他のアジア諸国、中東、欧州、米国へと急速に拡大する中で、世界各国で入出国の制限や禁止が相次ぎ導入されている。国境を越えた人の移動・行動の制限は、貿易・直接投資や、その前提となる商談を停滞させることになろう。

例えば、中国向け直接投資（FDI）の統計（米ドル建て）は、2019年12月以降、公表されていないものの、中国国内の感染拡大が続く中で中国国内に滞在する自国民の一時退避、海外での感染拡大が続く中で中国国内での入国規制によって、短期的には外資による投資実行が手控えられている。商務部の発表によれば、人民元建てにはなるが、2020年2月の中国向け直接投資は468億元で、前年同月比で25.6%の減少となっている。さらに、双方向で人の移動・行動が制限されている中では、中国への外資進出に向けた新規の契約も積み上がりにくいことから、今後の投資実行金額もさらに減少していくことが予想される。

III 金融面での危機対応策

1. 中小企業の声

中国政府による大規模な公衆衛生上の措置を受け、2月3日の春節休暇明け後には、企業の業績悪化や（働く場を失う）個人の所得減少が予想された。また、市場参加者のセンチメントが変わることで、金融市場での混乱防止の必要性が高まっていた。

企業の業績悪化については、例えば、清華大学が2020年2月6日に発表した中小企業995社へのアンケート調査結果によると、今後の経営環境に対し厳しい見通しが示されていた⁶。製造業やサービス業にわたるアンケートの回答企業の属性を見ると、63.1%が社員数50名以下、74%が2019年の営業収入が5,000万元以下で、今後、キャッシュが維持できる期間は、34%が向こう1ヵ月以内、33.1%が向こう2ヵ月以内、17.9%が向こう3ヵ月以内となっていた。また、回答企業の62.8%が給与及び社会保険料での支出圧力を抱え

⁵ 日本の財務省が3月18日に発表した貿易統計（速報）によると、2020年2月の中国からの輸入は6,733億円と前年同月比47.1%減となった。そのうち、自動車部品は46%減、携帯電話を中心とした電話機は56%減となった。

⁶ <http://www.ctoutiao.com/2593858.html>

ており、運転資金の調達方法として、回答企業の 22.4%が減給、21.2%が借入、16.2%が生産停止によって対応すると回答していた。このため、回答企業の 50.2%が、政府や金融機関に対し、家賃・給与・社会保険料・利払いでのコスト補填策を求めている。

2. 金融面での支援策の公表

中国の金融当局は、金融市場が再開する 2020 年 2 月 3 日の前に支援策を打ち出した。具体的には、2 月 1 日、中国人民銀行（中央銀行）は、財政部、中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）、中国証券監督管理委員会（証監会）、国家外為管理局と共同で、「新型コロナウイルス感染症肺炎の流行防止・制御に向けた金融面での支援に関する通知を公表した⁷。同通知は、①金融市場や銀行貸出を通じた流動性支援、②個人の日常的な金融サービスの保障、③金融の基盤インフラ運営の確保、④外為・越境人民元取引の支援、⑤実施体制の確立、の五分野と計 30 条の項目からなる。中国の金融当局の記者会見やその他の発表から見えてくる支援策のポイントは下記の通りである。

3. 支援策のポイントと実施状況

1) 流動性の供給

支援策の一つ目が、中国人民銀行による短期金融市場への流動性の供給である。公開市場操作、常設貸出ファシリティ（Standing Lending Facility、略称 SLF）、再貸付、再割引等を通じて、市場の流動性を合理的かつ十分に保ち、金利水準を安定的に推移させるとしている。実際、春節休暇明け後の 2 月 3 日、中国人民銀行は、7 日物リバースレポで 9,000 億元を金利 2.4%で、14 日物で 3,000 億元を 2.55%で、計 1 兆 2,000 億元を市場に供給し、2019 年 2 月以来最大となった⁸。続いて、2 月 4 日には、株価下落や元安に対応するため、同行はリバースレポを通じ、ネットで 4,000 億元を市場に供給した⁹。

さらに 2 月 17 日、中国人民銀行は、中期流動性ファシリティ（Medium Lending Facility、略称 MLF）による銀行への貸出を通じ、2,000 億元を市場に供給する公開市場操作、及び 1,000 億元のリバースレポを実施したと発表した。3 月 13 日には、預金準備率を一部銀行を対象に 16 日から引き下げると発表¹⁰し、5,500 億元を市中に供給するとした。続いて、4 月 3 日には、農業系銀行に適用する預金準備率を 4 月 15 日から 0.5%、5 月 15 日から 0.5%、合計で 1%引き下げると発表¹¹し、4,000 億元を市中に供給するとした。

⁷ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3965911/index.html>

⁸ <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2020-02-03/Q53QM9T1UM0Y01>

⁹ <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2020-02-04/Q55MIJDWX2PW01>

¹⁰ 中国人民銀行のプレスリリースによれば、金融包摂分野の目標を達成した銀行の預金準備率を 0.5~1%ポイント引き下げ、さらに株式会社形態の銀行については 1%ポイント引き下げるとした。

¹¹ 同時に、4 月 7 日より、金融機関の超過預金準備に適用する金利を 0.72%から 0.35%に引き下げるとした。

2) 特別貸出枠の設定

二つ目が、中国人民銀行による金融機関向けの特別貸出枠（3,000 億元）の設定である。金融機関からの貸出先は、中国人民銀行が、国家発展改革委員会、工業・情報化部とともにリストアップする。貸出対象先として、①感染症専用の医療用防護服や新型コロナウイルス検査キット等の重要な医療物資生産企業、②医療物資生産企業の関連部材メーカー、③生活必需品を生産する重要企業、④医療物資の備蓄企業、⑤感染情報提供に関する通信設備・サービス企業及び医療物資の運送・販売企業、が挙げられた。

また、特別貸出枠の対象地域として、湖北省を始めとする感染が拡大している地域が指定され¹²、全国レベルの商業銀行 9 行¹³を通じ、企業向けには優遇金利、具体的には（市中銀行 18 行が顧客に提供している最優遇金利を基にした）1 年物 LPR（ローン・プライム・レート）から 100b.p.を差し引いた貸出金利を上限に貸出を提供する。支援策発表時の優遇金利水準に基づく貸出金利上限は 3.15%となり、これに財政部から 50%の利子補填がつくため、最終的な貸付金利は 1.6%以下にまで引き下げられる¹⁴。

さらに 2 月 26 日、中国人民銀行は 5,000 億元の特別貸出枠を追加で設定した¹⁵。内訳は、農業向け再貸出枠が 1,000 億元、中小・零細企業向け再貸出枠が 3,000 億元、再割引枠が 1,000 億元となる。同時に、農業及び中小・零細企業向け再貸出金利を 0.25 ポイント引き下げ、2.5%とした。2 月 27 日の記者会見での中国人民銀行のコメントによれば、2 月 25 日時点で重点企業 1,008 社が、特別貸出枠からの融資を受けている。

3) 金融機関への行政指導

三つ目が、金融機関への行政指導である。通知は、新型コロナウイルス感染拡大の影響を大きく受けた卸売・小売企業、宿泊・飲食業、物流運送業、文化・旅行業等の業界、及び成長の見込みはあるが感染拡大の影響を受け一時的に苦境に陥っている企業（特に小型・零細企業）に対し、各金融機関はむやみに貸し剥がしや貸し渋りをしてはならないとした。また、各金融機関に「スピード対応窓口」を設け、事務フローを簡素化し、貸出に関する審査・承認等の効率を高めることを求めた。

他に、商業ベースでの貸出を受けることが困難な新型コロナウイルスの感染拡大防止に関与する企業の資金需要に対して、国家開発銀行等の政策性金融機関が十分に応えるよう求めた。小型・零細企業への貸出支援に関し、銀保監会の周亮副主席は、記者会見（2 月 7 日）の席上、①2019 年末時点の小型・零細企業向け貸出の不良債権比率は 3.22%で、前年末時点より 100b.p.縮小している、②銀行の貸倒引当金カバー率は

¹² 湖北省以外では、浙江省、広東省、河南省、湖南省、安徽省、重慶市、江西省、北京市、上海市等。

¹³ 国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行、中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、交通銀行、中国郵政貯蓄銀行。

¹⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3969065/index.html>

¹⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3977820/index.html>

180%以上あり、不良債権の増加への十分な償却原資を有している、と強調している。

さらに、2月25日の国务院常务会议では、流動性の困難に直面している中小・零細企業に対する貸付金の元本の一時的な返済延期と、6月30日までを期限とする利払いの延長を金融機関に奨励すると決定した。この方針を受け、3月1日、银保监会等は細則を定めた通知を下達した¹⁶。

4) 家計への支援

四つ目が、新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けている家計に対する支援である。通知は、①新型コロナウイルスに感染した入院者や隔離されている者、②新型コロナウイルスの感染拡大を防ぐために隔離状況を監視している者、③新型コロナウイルスの感染拡大を防止・制御する業務への参加者、④新型コロナウイルス感染拡大の影響を受け一時的に収入手段を失っている者を対象に、金融機関が貸出を優先的に配分し、住宅・クレジットカード等の個人向けローンの元利返済を柔軟に調整し、返済期限を合理的に設定し、新型コロナウイルス流行期間中に返済が困難で延滞した場合でもブラックリストに入れないよう求めた。

また、家計への支援と関連する施策として、新型コロナウイルスが付着した場合に人体への感染源ともなり得る現金（紙幣・コイン）の取り扱いがある。一般国民が現金を使用する上での安全性と衛生面を確保するため、先ず、病院や市場から回収した現金については、特殊な処理と保管を経て消毒した後に中国人民銀行に預け入れ、その後、対外的な支払には用いないルールとしている。次に、中国人民銀行の支店と商業銀行との間では、①感染拡大防止重点地域から回収した現金は、消毒後、14日間経過してから市場に還流させ、②感染拡大防止非重点地域から回収した現金は、消毒後、7日間経過してから市場に還流させることとしている¹⁷。

5) 資本市場における発行体向け支援

五つ目が、資本市場における発行体向け支援である。通知では、新型コロナウイルス感染拡大の防止・制御地域及び感染が重い地域で募集資金を用いる金融機関や企業が発行する金融債券、資産担保証券（ABS）、社債について、（審査・認可制ではなく）登録制で発行できる「スピード窓口」を銀行間債券市場や証券取引所に設けるべきとした。2月15日の記者会見での证监会のコメントによれば、2月14日時点で、同窓口を使って、武漢市に登記地のある企業4社が、計28億元の社債を発行している。

また、上場会社、店頭登録会社、社債発行会社が、新型コロナウイルス感染拡大の影響を受け、2019年度または2020年第1四半期の開示資料を法令で定める期限内に公表することが困難な場合、证监会等が適切に調整する余地を認めた¹⁸。他に、買

¹⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3980072/index.html>

¹⁷ <http://www.pbc.gov.cn/redianzhuanti/118742/3970905/3970943/3976340/index.html>

¹⁸ 上場会社の2019年度開示資料については、2020年4月30日までの提出延期を証券取引所に申請することができる。

収・合併（M&A）に関して当局が認可した資料の有効期間や M&A 案公表後の株主総会招集の通知期限を延期できるとした。

4. 資本市場での危機発生回避策

資本市場における支援策では、証監会が別に関連政策を出している。第一に、株式市場を閉鎖しないという判断である。春節休暇期間明けの 2 月 3 日に市場を閉める選択肢もあったが、市場を閉めた場合は、市場参加者に準備の時間を与えられるものの、株式市場が正常に運営されることは、市場のパニックを抑え、経済システムが正常に運営されていることの重要な指標であると証監会は判断した。また、市場を閉めると、2 月 3 日から短期金融市場、外為市場、銀行間債券市場が開いている中で、株式市場だけが休場することになり、複数の市場で取引を行う投資家に流動性の問題を生じさせ、金融システムの正常な運営に支障を来すとも証監会は判断した。

第二に、信用取引について、取引契約の決済期日が新型コロナウイルスの感染流行期間にあり、顧客が返済困難となり、契約のロールオーバーを申請した場合には、湖北省の顧客であれば 6 ヶ月までの決済期日延長を、湖北省以外の顧客であれば 3~6 ヶ月の決済期日の延長を、それぞれ証券会社と協議できるとした。また、湖北省の顧客で、新型コロナウイルスの感染流行期間中に隔離を受けた場合などは、証券会社は強制清算を実施しないこととされた。湖北省以外の顧客の場合は、担保を追加設定する期間を延長しても良いとされた。こうした措置は、銀行や信託会社から借り入れた株式担保融資の場合も同様である。

第三に、証券会社の流動性の問題に関して、証監会は、中国人民銀行とともに、銀行間債券市場や証券取引所において証券会社が特別金融債券、コマーシャルペーパー、社債等の発行を積極的に支援するとした。また、証監会は、証券会社が増資等によって資本増強を行うことを支援するとした。

第四に、新型コロナウイルスの感染流行期間に返済期限が到来した社債について、「スピード対応窓口」を通じた借換えの支援や、元利返済期間の調整等を行えるとした。

IV 危機対応策の重要性とその出口戦略

1. 中国経済における中小・零細企業の位置づけ

新型コロナウイルス感染症に対する公衆衛生上の措置が続く中で、製造業でもサービス業でも、キャッシュインフローが著しく滞っているため、運転資金の確保が急務と言える。特に中小・零細企業の資金繰り悪化は、企業の破産を通じた雇用問題にも直結する。

ここで、中国統計年鑑の最新版から、工業分野の企業規模別動向を見てみる。工業分野の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

図表3 企業（工業分野）の規模別定義と現況（2018年及び同年末）

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	1,000人以上		300人～11,000人		20人～300人		20人以下		
	売上高	4億元以上		2,000万元～4億元		300万元～2,000万元		300万元以下		
項目	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値	
企業数(社)	9,103	2.4%	49,778	13.2%	319,559	84.4%			378,440	
総資産(億元)	545,158	48.1%	260,495	23.0%	328,729	29.0%			1,134,382	
中核業務収入(億元)	459,179	43.8%	238,288	22.7%	352,024	33.5%			1,049,491	
総利益(億元)	32,129	48.4%	15,521	23.4%	18,702	28.2%			66,351	

(出所) 『中国統計年鑑2019』より野村資本市場研究所作成

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。これらの企業区分では、従業員数や売上高に基づいて規模を設定している。2018年末時点の工業分野での企業数は37万8,440社で、これを規模別にみると、大型企業が9,103社（全体の2.4%）、中型企業が4万9,778社（同13.2%）、小型企業が31万9,559社（同84.4%）となっており、中型・小型企業で企業数全体の97.6%を占めている（図表3）。また、小型企業の総資産、中核業務収入、総利益は、それぞれ全体の3割前後を占めており、中型企業も入れると全体の5割以上を占めることとなり、中小企業の運転資金確保の重要性が分かる。2020年3月22日の金融当局の共同記者会見の席上、銀保監会・周亮副主席は、1月25日以降、既に中小・零細企業の20%が元利の返済猶予措置を受けたとしている¹⁹。

2. 危機対応策実施後の資金調達の実績

危機対応策実施後の資金調達の実績を中国人民銀行の統計から見てみる。まず、中国人民銀行は、実体経済が金融システムから調達する資金総額を「社会融資規模」として、フロー・ストックとともに、毎月公表している。実体経済とは、中国人民銀行の定義によれば、国債の発行主体や金融法人を除く居住者とされており、非金融法人と家計（個人事業主を含む）から構成されるものである。また、社会融資規模は、資金源によって、人民元貸付、外貨貸付、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債、非金融機関国内株式発行から構成され、2017年からは、預金取扱機関が発行する資産証券化商品（ABS）、貸付金償却、地方政府特別債券が加わっている。

春節休暇期間及びその延長という季節的かつ政策的要因はあるとはいえ、フローから見た2020年2月の社会融資規模は8,554億元と、同年1月の5兆619億元から4兆2,065億元減少している²⁰。そのうち、人民元貸付は、2020年1月の3兆4,924億元から同年2月には7,202億元と、2兆7,722億元減少している。他に、企業間信用を表す委託貸付はマイナス356億元、信託貸付はマイナス540億元、銀行引受手形はマイナス3,961億元と、銀行を介さないオフバランス融資は合計で4,857億元の減少と、貸出を回収が大きく上回る

¹⁹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3993125/index.html>

²⁰ <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2020/03/2020031815453079541.htm>

結果となっている。これに対し、社債の発行金額は、1月の3,887億元に対し、2月は3,860億元と、危機対応策の中の発行体向け支援策に後押しされた様子が見える。

社会融資規模の人民元貸付を企業規模別に把握できる統計は公開されていないため、中国人民銀行の別の統計による家計部門向けの貸付動向（フロー）を見ると²¹、2月はマイナス4,133億元で、その内訳は（期間1年以内の）短期貸付がマイナス4,504億元、（期間1年超の）中長期貸付が371億元増となっている。また、家計部門向けの人民元建て短期貸付残高は、2020年1月末時点の13兆4,692億元から、2月末時点では13兆189億元へと、上記のフローに相当する約4,504億元が減少している²²。家計部門向け貸付には個人事業主向け貸付も含まれることから、中小・零細企業においては、2月は返済圧力が強かった様子が見える。

3. 引き続き懸案となっている企業債務問題

中国政府としては、新型コロナウイルスの感染拡大を抑えながら、短期間に急速に運転資金が悪化した企業、特に中小・零細企業の資金繰りを支えるために、金融分野のみならず、前述の社会保険料納付の減免、住宅積立金の納入期限延長以外に、公共料金の支払い猶予、増値税（付加価値税）の減免、納税期限の延長、を導入している。また、企業の生産活動の再開支援に向け、担当省庁である工業・情報化部も、財政・税制・金融面でのこれまでの支援策を包括的に冊子にしている²³。外資誘致を担当する商務部も、2020年2月18日に通知を公表し、外資系企業の業務・生産再開を支援するとともに、ネット商談・ビデオ会議・オンライン契約等の方法を用いて、投資の促進と商談の推進を進めていくとしている。他に、財政部は、2月11日、2020年の地方政府の地方債の新規発行の前倒し枠を1兆8,480億元に設定し、2月単月だけで4,379億元の地方債が発行され²⁴、財政面での対応策も強化されている。

3月以降も、金融面の危機対応策が実施されていく一方、新型コロナ危機前から積み上がってきた企業や家計の債務規模について、引き続き金融市場のリスクとして見ておく必要がある。前述の社会融資規模の残高統計を使って、①銀行融資（人民元貸付、外貨貸付）、同じく②オフバランス融資（委託貸付、信託貸付、銀行引受手形）及び③社債に加え、金融機関資産・負債統計の④家計債務（家計向け貸付残高）を「非政府部門債務残高」と定義すると、合計で、グローバル金融危機前の2007年末時点の35兆1,400億元から、2019年12月末時点では258兆7,696億元に増加している（図表4）。また、非政府部門債務残高の対GDP比は、2007年末時点の130%から、2019年末時点では261%に上昇しており、家計債務を除く非政府部門債務残高の対GDP比は、2002年末時点で107%から、

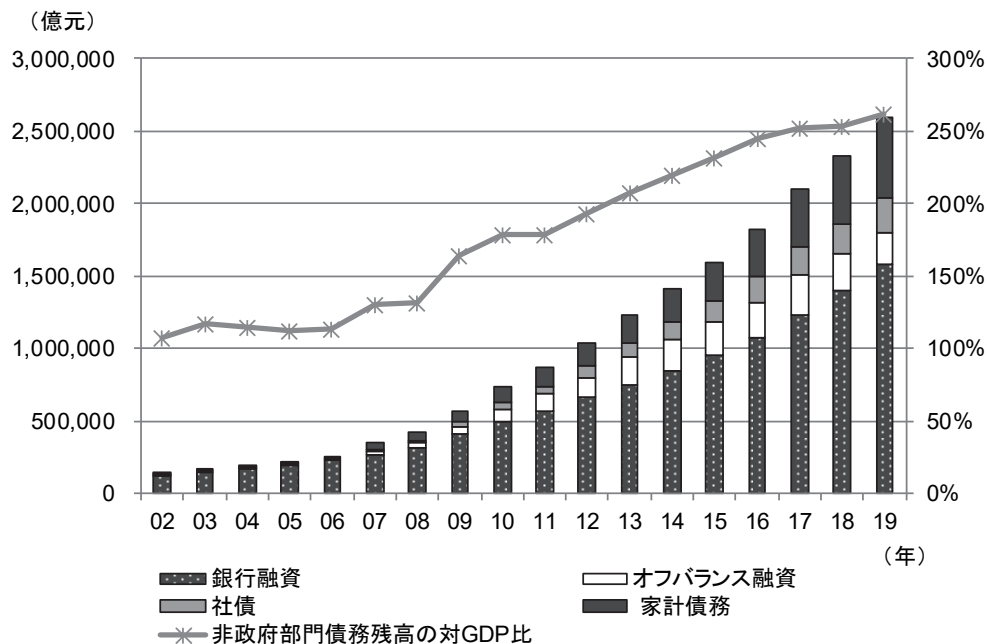
²¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3987299/index.html>

²² <http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/defaultCurSite/resource/cms/2020/03/2020031816055213895.htm>

²³ <http://cjcci.org/cjnews/article/newsid/59>

²⁴ 2月の地方債発行金額のうち、プロジェクト向けの特別債券が9,498億元となっており、景気挺入れのための公共事業の予算に紐付いている。

図表4 非政府部門債務残高の動向（対GDP比）



- (注) 1. 2019年12月末時点の数値。
 2. 家計債務については、2006年末以前は開示されていない。従って、2006年末以前は、家計債務を除く非政府部門債務残高の対GDP比となっている。
 3. 家計債務は、2007年末～2009年末は Loans to Resident Sector、2010年末～2015年末は Loans to Households と表記されている。
 (出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

2019年末時点では205%に上昇している。

さらに、非政府部門債務残高の伸び率（前年比）を見ると、直近では、2017年末時点の15.1%をピークに、2018年末時点で11.1%、2019年末時点で10.9%に低下してきているが、新型コロナウイルス感染拡大による金融面での危機対応策で、債務残高の減少のスピードが鈍るシナリオや、逆に債務残高の増加に歯止めがかからないシナリオも考えられる。新型コロナウイルスの感染が世界中に拡大し、世界的な景気後退が必至の情勢の中で、中国一国だけで危機対応策からの出口戦略を取ることは難しいであろうが、G20等の政策協調の枠組みを使いながら、企業債務の処理スピードを意識的にコントロールしていく必要があるだろう。

V 今後の展望

1. 有事から平時への移行に向けた模索

中国における新型コロナウイルスの感染拡大防止策は、中国以外の国での感染拡大が始まる中で、2月下旬以降、海外からのウイルスを持ち込ませないための水際対策にも重点が置かれるようになってきた。同時に、中国国内の感染拡大防止策が続いてはいるものの、

3月10日には習近平国家主席が湖北省武漢市を訪問し、有事から平時への模索も始まっている。武漢市では、新規に確認される感染者の動向を見ながら、3月23日からは2ヵ月ぶりに公共交通機関の運行再開の準備も始まり、4月8日には2ヵ月半ぶり都市封鎖を解除した。

政策運営上、感染拡大防止策の継続と経済活動の正常化を両立させることは難しい課題であり、そのために、金融当局は、前述の危機対応策によって市場にショックが起きるのを回避しながら、二つの目標を同時に実現できるよう狙ってきている。金融機関に対する行政指導は、救済が必要な部門に、直接、資金を融通できるメリットはあるものの、その反面、ショックを回避しようとするあまり、本来、市場から退出すべき非効率的な部門を温存させたり、企業債務の増加をかえって促す結果となることで、金融仲介をゆがめてしまうリスクがある。感染拡大の収束状況を見極めながら、政府による資源配分から、市場主導の資源配分の比重を高めていく必要があるだろう。

2. 「非接触型・非対面型」が鍵

実は、感染拡大防止のための人の移動・行動の制限が続く中で、中国経済には、市場主導の新しい成長の芽が出始めている。それは、都市封鎖が行われた湖北省武漢市に限らないが、ネット通販・宅配サービスに代表されるように、中国においてプラットフォームを介した非接触型・非対面型の取引形態が再び進展し始めていることである。前述の通り、2020年1~2月の消費統計は全体では20.5減と大きく落ち込んだものの、同期間の食料は9.7%増、飲料は3.1%増、電子商取引（EC）は3.0%増となっている。また、新しい非接触型・非対面型の取引形態の試みとしては、EC大手の京東が、湖北省武漢市で、病院への医療物資のロボット配送の実験を始めた²⁵、ドローンを活用した配送を始めた²⁶している。他に、春節休暇期間明け以降、中国の小中高の新学期においては遠隔教育も始まっている。

新型コロナウイルスの感染拡大に対応した取引形態の転換は、金融分野でも始まっている。第一に、証券会社の場合、店舗での営業を一時停止している一方、自宅での勤務や待機を余儀なくされる中で、オンライン取引が活発化する傾向にある²⁷。証監会が指摘している通り、証券売買の95%超はオンライン方式によるもので、証券会社によっては、例えば中国銀河証券のように、人工知能（AI）を使ったロボ・アドバイザー業務を検討するところも出始めている²⁸。第二に、中小企業金融では、国家外為管理局が主導して2019年3月からブロックチェーンを使った貿易金融取引の実験が始まっているが、2020年1月

²⁵ 「中国、非接触配達でコロナ対応」日経 MJ2020年3月9日付。

²⁶ 「コロナ禍最新物流で軽減」日経産業新聞 2020年3月24日付。

²⁷ 2020年2月6日のA株（人民元建て株式）の売買額は9,130.75億元で、2019年4月4日以来の高水準となった。これはオンライン取引の普及に伴うものとされている（中国証券報 2020年2月7日付）。外出が制限されている湖北省武漢市での証券口座開設急増を指摘する報道もある（日経ヴェリタス 2020年3月8日付）。2020年2月の1日当たりの株式売買金額は、1月の1.4倍に達した。

²⁸ 「线上展業服务贴心 银河证券打造“智能银河”」中国証券報 2020年3月19日付。

からは湖北省も実験対象地域に指定されており、貿易金融における中小企業の事務負担の軽減や債権回収期間の短縮化といった効果の検証を行っている。第三に、中国人民銀行は、小売りでのキャッシュレス決済を推進する一方、前述の通り安全面や衛生面から現金の検疫・消毒を進めており、防疫対策の一環としても、2019年7月に発行計画を表明している中銀デジタル通貨（デジタル人民元）の実験時期を早める可能性がある。

従来の金融取引でも、規制緩和の動きがある。一つ目は、改正された証券法が2020年3月1日から施行されたことに伴い、上場会社が発行する社債である「公司債」について、証監会の審査・認可制から、証券取引所による発行登録制度に移行したことである。二つ目は、3月12日から、企業の海外からの資金調達枠（外債枠）が、純資産の2倍から2.5倍に拡大されたことである。いずれも、企業の資金調達環境の改善に資するものである。

3. 結びにかえて

WHOの緊急対応責任者であるマイク・ライアン氏は、新型コロナウイルスが夏に消滅するというのは間違った期待であると述べており、同ウイルスの地球規模の感染は、南半球が冬季に入る2020年の半ばを経て、2020年の冬以降も北半球で続く可能性もある。新たなグローバルリスクとしての新型コロナウイルスの感染拡大に対し、当面、世界各国は危機対応策に注力し、急激な景気の落ち込みや流動性危機の発生を防いでいくほかないが、中長期的には、経済・社会のデジタル化が進んでいく可能性もあり、現在進行中の中国国内での変化の芽にも注目していく必要があるだろう。