

中国の金融リスク

—ソフトランディングの鍵を握る国有企業改革とデレバレッジ—

齋藤 尚登*

要 約

中国の非金融企業部門を中心とする債務残高は、金融危機や景気の急減速が生じることが強く懸念されるレベルに積み上がっている。当面は問題の先送りが可能であろうが、中長期的には金融危機的な状況が生じる可能性は否定できない。

企業債務の大半を占めるのが、国有企業の債務であり、債務の削減・処理に加え、国有企業の収益性や製品の付加価値を高めることに資する政策の推進がなされるべきである。

拙速なデレバレッジは禁物である。中国が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。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。

キーワード：金融リスク、シャドーバンキング、企業債務の膨張、不良債権、デレバレッジ、国有企業改革

JEL Classification：A10, E44, E50, E58, G21, G28

I. はじめに～長期ダウントrendにある中国経済と債務問題～

日本の高度成長期が1973年に終わりを告げたと同様に、中国の「高速成長」期は2010年前後に終焉を迎えた。

図1の成長フロンティア曲線は、一国の経済の工業化が進展し1人当たりGDPが増加すると右上に移動し、その後経済のサービス化が進展すると弧を描くように左上にシフトしていく。日本の経験では、1973年までが工業化に伴う高度成長期であり、1955年からの年平均実質GDP成長率は10%前後を記録した。そして経済が成熟化（サービス化）するにつれて成長率は低下し、1974年～1990年の年平均成長

率は4%前後となった。成長の牽引役が産業別には労働生産性の伸び率が高い製造業からサービス業へ、同様に需要項目別には投資から消費へとシフトすることで、成長率は低下したのである。

中国は、経済のサービス化の入り口までは、日本と同じ軌跡を辿っているように見える。フロンティア曲線は中国の転換点が2011年であったことを示しており、1978年～2011年の実質GDP成長率は年平均9.9%に達した。その後成長率は鈍化し、2012年～2014年は7%台、2015年～2018年は6%台となっている。

* 大和総研主席研究員

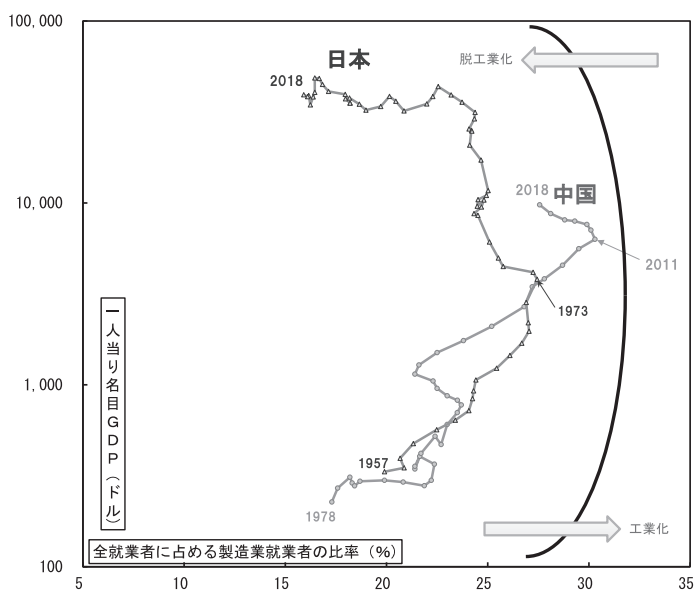
実は、この時期に中国が迎えた転換点はこれだけではない。もう一つは15歳～59歳の生産年齢人口が2011年に9億4,072万人のピークを迎えたことである。2018年末は9億1,066万人となり、7年間で3,000万人以上、生産年齢人口が減少した。

人口ボーナス値は、生産年齢人口を従属人口（14歳以下人口+60歳以上人口）で除して求められ、これが高いということは、働き手が多い一方で、養育費のかかる子どもと、年金・医療の社会負担の大きい高齢者が少ない状態であり、経済には、労働投入量の増加、社会保障負担の減少、貯蓄率の上昇といったプラスの効果をもたらされる。しかし、少子高齢化の進行でこの歯車は逆回転する。労働投入量の減少、高齢者社会保障負担の増加、貯蓄率の低下が、経済成長を押し下げるのである。日本の人口ボーナス値のピークは高度成長期が終わってから

17年後の1990年であったが、中国は、高速成長期の終焉とともに、言い換えると経済が成熟する前に人口ボーナス値がピークを迎えたのである。

さらに、中国経済には過剰投資（投資効率の低下や過剰生産能力の急増）と、それを資金面で支えた企業債務の膨張など金融リスクの増大、資源浪費や環境破壊などの問題もある。今後、日本（先進国）型の経済発展を遂げられるのか、それとも成長フロンティア曲線が左斜め上ではなく平行移動するようないわゆる「中所得国の罠」に陥るのか、中国経済はその重要な岐路に立っているといえる。中国経済の中長期的な行方を占うに当たり、特に重要なのが、過剰投資とその表裏一体の関係にある巨額の債務問題への対応である。以下ではこうした問題意識に基づき、中国の金融リスクについて詳しく見ていきたい。

図1 日本と中国の成長フロンティア曲線



(出所) 日本内閣府、中国国家統計局の統計より大和総研作成

Ⅱ．4兆元の景気対策とサプライサイドの構造改革

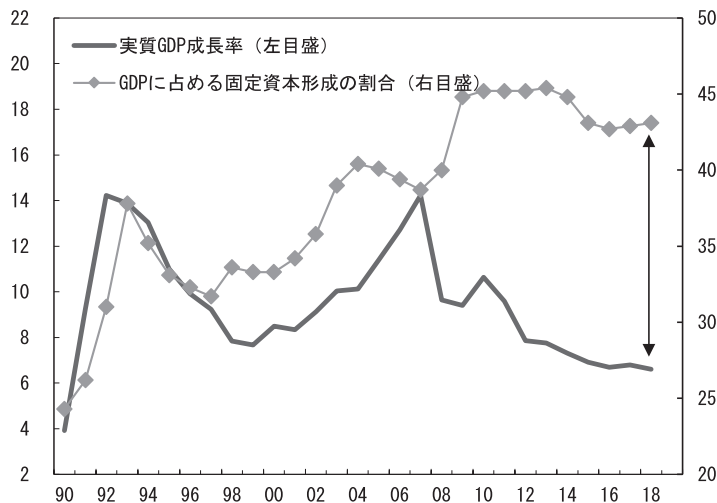
Ⅱ－1．4兆元の景気対策の功罪

リーマン・ショックを契機とする世界的景気低迷への対応として、2008年11月に4兆元（当時の為替レートで57兆円）の景気対策を発表した中国は、年間8%の実質GDP成長率を死守する「保八」を合言葉に、未曾有の金融緩和を実施した。2009年の人民元貸出増加額は前年のほぼ倍の9.6兆元に達したほどであった。その後2010年～2011年の人民元貸出増加額は2年連続で減少するなど抑制されたが、その一方で、銀行貸出よりも短期・高金利の、いわゆるシャドバンキング（影の銀行）経由の資金調達急拡大して、旺盛な投資需要を資金面で支えた。これらの資金はインフラや不動産開発、製造業の能力増強などに向かい、固定資産投資は2009年に前年比30.5%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）を記録し、2013年1月～10月まで20%増以上の高水準の伸び率が続いた。2009年は日本、米国、欧州が

ともにマイナス成長となり、先進国同時リセッションの様相を呈する中、中国の景気は固定資産投資の急増を牽引役に世界に先駆けて回復し、9.4%の実質成長率を記録した。そのうち実に8.1ptが総資本形成の寄与であった（最終消費支出は5.3%pt、純輸出は▲4.0%pt）。かねて過剰投資が問題視されてきた中国でも総資本形成がこれほどの寄与をしたことはない。

一方で投資効率は大きく低下した。国内総生産（GDP）に占める固定資本形成の割合（投資比率）は2008年以降、大きく上昇しその後高止まりした一方で、2011年～2016年にかけて成長率の低下が続いたのである（図2）。中国の投資比率は、2013年の45.4%をピークに若干低下したが、それでも2018年は43.1%と高水準である。日本の経験では高度成長期終盤の1973年の36.4%がピークであったが、中国では2008年以降11年にわたり40%以上という、本来なら持続不可能と思われる水準が続い

図2 投資効率の低下（単位：%）



（出所）「中国統計摘要 2019 年版」、中国国家统计局より大和総研作成

ている。成長率と投資比率のギャップ拡大の契機は2008年11月発動の4兆元の景気対策であり、それ以降、いかに巨額かつ低効率の投資が行われたかを物語っている。中国では国家発展改革委員会が重要な投資案件の認可権を持つが、「収益性の問題などから、従来であれば却下されていたような投資案件が一斉に認可された」（政府系シンクタンクへのヒアリング）というのが、当時の状況であった。

それでは一体どの程度の過剰な投資が行われたのであろうか。リーマン・ショック以前の中国の投資比率は平均で32.5%であり、それを上回る部分を過剰投資と見做すと、2008年～2018年の累計では73.5兆元（2018年のGDP比83.1%）、円換算では1,188兆円に達する。実に日本のGDPの2年分に相当する金額である。

このように考えると、リーマン・ショック後の4兆元の景気対策の功罪については、「罪」の部分も大きかったことが分かる。

Ⅱ-2. ニューノーマルとサプライサイドの構造改革

2012年11月の第18回党大会後に誕生した習近平政権の経済政策には、「ニューノーマル」（新常态）と「サプライサイドの構造改革」の2つのキーワードがある。

「ニューノーマル」は習近平総書記が、2014年5月の河南省視察の際に初めて公に言及した言葉であり、（1）経済成長は、高速成長から中高速成長へ、（2）経済発展パターンは、規模拡大と速さ重視の粗放型発展から、質と効率を重視した集約型発展へ、（3）経済構造は、規模拡大・能力増強から、ストックの調整へ、

（4）経済発展の牽引役は、伝統的産業から新たな成長産業へ、移行していくとされた。投資に過度に依存した高成長の弊害が強く意識され、成長の速さ追求を抑えつつ、質の向上を重視した経済政策運営を行うことが意図されたのである。

さらに、2017年秋以降、党・政府による上記（1）に関する言及は大きく変わった。「中高速成長」が、「質の高い発展」に置き換えられるようになったのである。2017年10月の第19回党大会における習近平総書記の報告では、「わが国経済は、既に高速成長段階から質の高い発展段階へと転じている」とした上で、「質を第一とし、効率を優先することを堅持し、サプライサイドの構造改革を主線とし、経済発展の質・効率・動力の変革を推進し、全要素生産性を高め、実体経済・科学技術イノベーション・現代金融・人材資源が協同発展する産業システムの早急な建設に注力し、（中略）わが国経済のイノベーション力・競争力を不断に増強しなければならない」などとした。

「サプライサイドの構造改革」とは、2015年11月以降、頻出するようになったキーワードであり、（1）過剰生産能力の解消、（2）過剰不動産（住宅）在庫の削減、（3）デレバレッジ（負債率の引き下げ）、（4）企業コストの引き下げ、（5）弱点の補強（脱貧困やイノベーション重視など、中国経済が抱える問題点や弱点の改善、補強）の5つからなる。「サプライサイドの構造改革」の5本柱のうち、（1）～（3）は4兆元の景気対策の副作用への対応であり、本稿で詳述する「デレバレッジ」の重要性は当局も強く認識してはいる。

Ⅲ. 焦点は非金融企業債務のデレバレッジへ

Ⅲ-1. 急増した非金融企業債務

国際決済銀行（BIS）の統計によると、中国

の債務残高のGDP比は、2008年末の142.5%から2018年末の254.0%（最高は2018年3月

末の255.4%)へ急拡大した(図3)。主体別には、政府(中央・地方)は2008年末の27.1%から2018年末には49.8%に、同様に家計は17.9%⇒52.6%、非金融企業は97.5%⇒151.6%となっており、特に非金融企業の債務が急膨張していることが分かる。

非金融企業債務残高の8割程度は国有企業とされ、この背景には、①企業の資金調達手段として、銀行貸出など間接金融への依存度が高く、直接金融(株式市場)が有効に機能していない、②国有銀行と国有企業の関係は極めて密接であり、銀行貸出やシャドーバンキング経由の資金融通も国有企業やインフラ・不動産を中心とする地方政府融資平台に集中する傾向が強い、ことなどがある。

国有企業の債務は、業種別には、不動産、インフラ建設、鉄鋼・石炭など重工業を中心とする過剰生産能力を抱える産業の比率が高い。

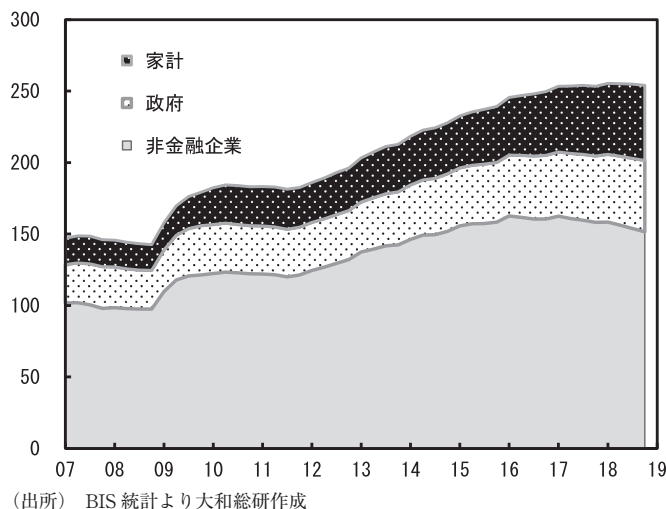
企業の債務問題については、国有企業改革によって、国有企業の効率性を向上させることも重要課題のひとつとなる。

国有企業改革について、2016年～2020年の第13次5ヵ年計画では、「公有制を主体とし、多様な所有制経済とともに発展させることを堅

持する。(中略)国有企業改革を深化させ、国有経済の活力、コントロール力、影響力、リスク対抗能力を高める。国有企業改革を推進し、現代企業制度を整備する。各種国有資産管理体制を整備し、資本の管理を主として国有資産の監督管理を強化し、国有資産の流失を防ぐ。国有資本の合理的な流動の仕組みを健全にする。国有資本配置の戦略的調整を推進する。国有資本が国家の安全、国有経済の命脈を握る重要な産業と鍵となる分野により多く投入されるように導く。確固不動に国有企業を強く、優秀に、大きくし、国家の戦略目標によりよく奉仕させる。民営企業が法に基づきより多くの分野に参入することを奨励し、非国有資本を導入して国有企業改革に参加させ、非公有経済の活力と創造力をよりよく発揮させる」と記述された。

印象的なのは「国有企業を強く、優秀に、大きくし」というフレーズであり、現状は国有企業を「大きく」することに力点が置かれているようにみえる。2015年6月には、鉄道車両製造・販売大手の中国南車集団と中国北車集団が合併して、中国中車が設立された。その後、国有企業の大規模化が加速した。具体的には、中国電力投資集団と国家核電技術の合併により国家電力

図3 中国の部門別債務残高のGDP比(単位: %)



投資集団が成立、中国五鉱集団による中国冶金科工集団の吸収合併、中国遠洋運輸集団と中国海運集団の合併、中糧集団による中国中紡集団の合併、宝鋼集団と武漢鋼鉄の合併、中国国電集団と神華集団の合併により国家能源投資集団が成立、中国建築材料集団と中国中材集団の合併により中国建材集団が成立、中国機械工業集団による中国恒天集団の合併、中国保利集団による中国輕工集団、中国工芸集団の合併、中国核工業集団による中国核工業建設集団の合併、などが相次いだ。

中国国内ではそれぞれの分野でのプレゼンスはさらに増大し、競争はより少なくなる。競争がなくなれば、成長を生み出すメカニズムが弱くなる。大きくはなったが、強く優秀になれるかは別問題であろう。

このように、現在の国有企業改革は、規模の拡大を追い求めることにとどまり、「競争を導入した効率改善」という考え方が希薄のようにみえる。今後は、国家の安全保障など国有企業による独占が望まれるごく一部の分野以外では、国有企業と民営企業の競争（優勝劣敗）を促し、効率を高め合うという、本来あるべき積極的な国有企業改革への方向転換が必要となるのではないか。

Ⅲ－２．ゾンビ企業の退場と、国有企業のデレバレッジの必要性

国有企業の債務問題の改善には、いわゆる「ゾンビ企業」の退場と、デレバレッジの推進も不可欠である。

ゾンビ企業の退場の必要性は言を俟たないであろう。競争力を失い、赤字を垂れ流し続けるゾンビ企業が生き残れば、労働力や資本など生産要素の配分は非効率となり、生産性が低下することになる。

2015年12月9日に開催された国務院常務会議では、国有企業を念頭に、国家のエネルギー消費・環境保護・品質・安全基準を満たさないか、3年以上赤字が続く生産能力過剰業種の企業（いわゆるゾンビ企業）について、資産再編・

財産権譲渡・転業・閉鎖破産などの方法によって処分し、2017年末までに企業の赤字額の著しい減少を目指すとした。国家統計局によると、国有鉱工業企業の赤字額は2015年の616.6億元から2017年には297.1億元（2018年は259.7億元）に減少し、ある程度の成果があったようにみえる。ただし、これは国有企業のリストラというよりも、拡張的なマクロ経済政策と鉄鋼、石炭といった川上産業の製品価格上昇に伴う業績改善によるところが大きかった（Ⅲ－４で詳述）。

さらに、国務院（内閣）は、2016年10月10日に、「企業のレバレッジ率を積極的かつ着実に引き下げることに関する国務院の意見」を発表した。デレバレッジの手段として掲げられたのは、以下の7つであった。

- ①企業の合併と再編。地域と所有制を越えた合併・再編を推進する。重点は過剰生産能力を抱える産業であり、赤字経営が続くゾンビ企業を市場から退出させる。非中核業務や低収益業務の売却を進める。合併・再編後の人員削減などリストラを断行する、
- ②コーポレートガバナンスの強化、
- ③企業の遊休資産の活用。土地、工場、設備等の売却、譲渡、リースを行う。資産の証券化を推進する、
- ④企業の債務構造の最適化。債務が連鎖し債務金額が膨張する「三角債」の整理を行う。企業債券の発行による金利負担の軽減を進める、
- ⑤市場ルールに基づく銀行債権の株式化（デット・エクイティ・スワップ。以下DES）の秩序立った推進、
- ⑥法に基づく企業倒産の実施、
- ⑦エクイティ・ファイナンスの有効活用の推進。

しかし、本質的な問題は、国有銀行と国有企業の関係や、特別な地位を与えられた国有企業のあり方そのものにあり、上記の7つの手段が大きな効果を発現するとは期待しがたい。

Ⅲ－３．DESへの期待と問題点

7つの手段のうち、マーケットに注目されたのは、DESであり、国務院は2016年10月10

日に「市場化した銀行債権の株式化に関する指導意見」を発表した。かつて中国は1997年のアジア通貨危機後の景気低迷を受け、1999年以降、新設された4つの資産管理会社（AMC）を通じて1兆3,939億元という巨額の不良債権の処理を実施し、その際に580社、4,050億元のDESを推進したことがある。当時のDESは対象企業の選別、資金調達、価格の設定、株式の処分の全てのプロセスが政府主導で行われ、資産管理会社による不良債権処理で生じた最終損失も政府が負担したことから、モラルハザードの問題が深刻化した経緯がある。

2016年8月に出版された『中国債務 如何にして高レバレッジの罠から抜け出すか』（主編：姚余棟、金海年）によると、1999年以降のDESは、①債務者がDESをフリーランチと認識した、②倒産すべき企業が倒産せず、温情をもってDESが適用されたが、結局数年後に倒産を余儀なくされ、国家資産の損失額がさらに大きくなった、③本来であれば正常に元利払いができる企業が、DES適用企業が利息負担を免除されたのを目の当たりにして、自らもDES適用企業になるべく故意に、返済を遅らせるといった「借金踏み倒し文化」が蔓延した、④DES適用企業のリストラへの取り組みが不十分で、譲歩が多すぎ、最終的な負担を財政に転嫁することを前提に、個人投資家などに低価格で株式を譲渡するなどして、結局、企業の体質改善にはつながらなかった、などの問題点が指摘されている。

こうした反省点から、今回の「市場化した銀行債権の株式化に関する指導意見」では、「市場と法」をキーワードに、対象企業、資金調達、価格設定、株式の処分方法などは、債務者・債権者・実施機関が、市場ルールと法に基づいて決定し、DESを実施するとした。最終損失を政府が負わないことも明記されている。

特に、対象企業については、「発展の将来性があり、実行可能な企業改革計画と困難脱出案を有し、主要な生産設備・製品・能力が国家の産業政策に合致し、技術が先進的で製品に市場

があり、環境・安全生産が基準に達し、信用状況が比較的良好で、故意による違約がなく、資産の移転などの不良信用記録がない、将来性があるが一時的な困難に直面している優良企業」とし、その一方で、①生き残る見込みのないゾンビ企業、②故意に返済義務を果たさない企業、③債務関係が複雑で、不明確な企業、④過剰生産の深刻化と在庫増加を助長する可能性のある企業、にDESを適用しないとした。

やはりここで問題になるのは、債務者（国有企業が中心）、債権者（国有銀行が中心）、実施機関（金融資産管理会社、保険資産管理機関、国有資本投資運営会社）のいずれもが国有企業という状況下で、「市場化原則」が貫徹できるか否かであろう。中国政府系シンクタンクへのヒアリングでは、「DESは債権者（銀行）と債務者（企業）の協議によって実施されるが、これは国有銀行—国有企業との間での協議であり、例えれば家族会議といえる。」「政府はゾンビ企業にDESは活用しないとしている。技術や経営能力がなく商品・サービスが売れず、収入がない企業、環境保護に適応していない企業、そして、社会保障のためだけに延命されている企業をゾンビ企業としているが、基準は曖昧である。どのような企業がDESの対象となるかについて明確な基準がなければ、ゾンビ企業が温存され、国有企業が改革を後退させる可能性がある。」との指摘があった。（地方）政府の裁量の余地が大きく、マーケット機能を重視しないDESはうまくいかないとの評価なのであろう。

Ⅲ－4. マクロ面から見た2016年以降の非金融企業のレバレッジの低下

BIS統計によると、非金融企業の債務残高のGDP比は2016年3月末の162.6%をピークに2018年末には151.6%へと低下した。これは、マクロ的には、債務の増加ペースの抑制（2016年3月末の11.4%増⇒2018年末は5.2%増。図4を参照）と、比較的高い名目GDP成長率によるものである。

比較的高い名目GDP成長率については、

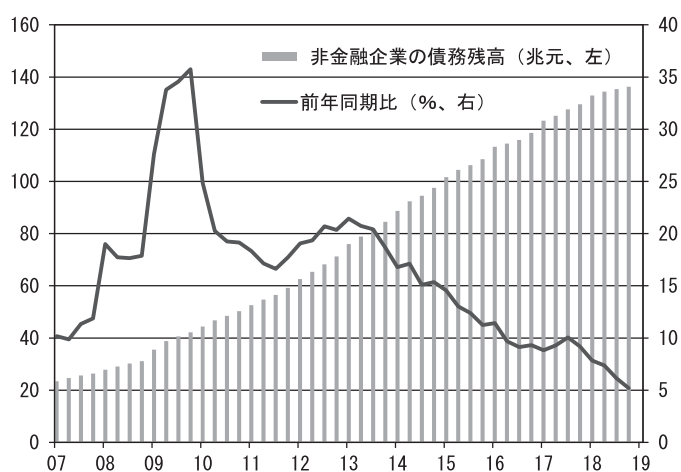
2016年以降の中国政府の経済運営が相当うまくいっていたことが背景にあらう。中国の四半期ごとの実質GDP成長率は2015年7月～9月から2018年4月～6月にかけて12四半期にわたり6.8%±0.1%という極めて狭いレンジで推移¹⁾したが、名目GDP成長率は2015年10月～12月の6.4%をボトムに、2017年1月～3月には11.5%へと急回復した。その後2018年4月～6月にかけて10%以上の比較的高い成長率を維持した²⁾。

両者の差であるGDPデフレーター上昇率の急上昇は、工業分野、中でも川上産業の価格急騰によってもたらされた。長らく前年割れが続いた工業製品出荷価格指数（PPI）は、2015年8月～12月の▲5.9%を底に急速にマイナス幅を縮小させ、2016年9月には55カ月ぶりにプラスに転換した。PPIは2017年2月に+7.8%に上昇し、その後は低下傾向にありながらも2018年9月までは3%以上の上昇率が続いた³⁾。

工業分野のデフレ脱却は、政策効果によるところが大きい。中国政府は2015年10月以降、乗用車、住宅、インフラ投資に対する刺激策を打ち出し、鉄鋼の需要を高めた。これに伴い電力消費量が増加し、中国は石炭火力発電が中心のため、石炭への需要が高まった。さらにこの2つの業種に限定して厳格な過剰生産能力の削減が実施された。政府目標を大きく上回る削減が行われたこともあって供給への不安が高まり、鉄鋼や石炭の価格が急騰したのである。需要増加と価格急騰によって業績は急速に改善し、中国国家统计局によると、鉄鋼業の税前利益は2015年の67.9%減益から2016年は3.3倍、2017年は2.8倍に、石炭採掘業は同様に、65.0%減益から3.2倍、3.9倍へと急回復した。ただし、景気減速を受けて、2018年はそれぞれ37.8%増益、5.2%増益へと利益拡大ペースは鈍化している⁴⁾。

鉄鋼、石炭、そしてデベロッパーは不良債権

図4 非金融企業の債務残高（兆円、左目盛）と伸び率（％、右目盛）



（出所） 国際決済銀行（BIS）統計より大和総研作成

- 1) その後、2018年7月～9月は6.5%、10月～12月、2019年1月～3月は6.4%、4月～6月は6.2%となった。
- 2) その後、2018年7月～9月は9.4%、10月～12月は9.1%、2019年1月～3月は7.8%、4月～6月は8.3%となった。
- 3) ただし、その後は急速に低下し、直近2019年6月は0.0%となった。
- 4) 鉱工業企業全体では、2015年以降、2.3%減益、8.5%増益、21.0%増益と業績は大きく改善した。2018年は10.3%増益であった。

が集中する業種であるが、こうした業種で業績が急回復したことで、元利払い能力が増強され、

貸出の不良債権化リスクも大きく低減したとみられる。

IV. シャドーバンキングの規制強化とデレバレッジ

IV-1. 急膨張したシャドーバンキングとその問題点

社会資金調達金額は、金融システム全体から経済に供給された資金の合計であり、2008年11月に発動された4兆元の景気対策以降は、残高が急膨張するとともに、内訳も大きく変化している（表1）。社会資金調達金額残高の名目GDP比は2008年の119.0%から2017年には222.8%へと膨張し、2018年は223.0%と増加に歯止めがかかった。この間、銀行貸出（人民元貸出＋外貨貸出）のGDP比は2008年の97.3%から2017年は148.0%へ、銀行貸出を除いた広義のシャドーバンキング合計は21.7%から74.8%に拡大した。銀行貸出が1.5倍になったのに対して、広義のシャドーバンキングは3.4倍に膨れ上がったことになる。なお、2018年はシャドーバンキングへの監督管理が一段と強化されたため、広義のシャドーバンキングの残高のGDP比は70.9%に低下し、銀行貸出のそれは152.1%に上昇した。

社会資金調達金額の構成比は、2008年は銀行貸出が81.8%、それ以外は18.2%であったが、2018年にはそれぞれ68.2%、31.8%になった。これは資金調達手段の多様化や金融革新の進展が背景であるが、これによって資金調達における銀行への過度の依存（銀行が過度にリスクを負う状況）は軽減されたのであろうか？答えは否である。銀行貸出以外では、企業債券、委託貸出、信託貸出のウエイトが高まっているが、企業債券の多くは銀行が購入している。委託貸出は、企業が銀行を仲介役に他の企業に貸出を行い、信託貸出は信託会社の信託商品を銀行が投資家に販売して資金を募集し、これを原資に

企業やプロジェクトに資金を融通する。委託貸出、信託貸出は、銀行自らはリスクを負っていないはずであるが、暗黙の保証が付いているとの見方が広く定着している。銀行貸出、企業債券、委託貸出、信託貸出の合計構成比は、2008年の92.3%から2018年は88.3%とさほど大きくは変わっていない。結局のところ、資金調達における銀行への過度の依存も、銀行が過度のリスクを負っていることにも変化はないということになる。

企業債券、委託貸出、信託貸出はそれぞれに問題を抱えている。例えば、企業債券の発行主体は、国有企業や地方政府融資平台が中心であり、政府の暗黙の保証が付与されているとの思惑が、発行体と投資家のモラルハザードを生んでいる。委託貸出と信託貸出の主な貸出先は、銀行が自らのリスクでは与信できない、あるいは、行いたくない分野や企業が中心であり、当局の監督管理を迂回する「迂回融資」とも称される。

これを商品として支えるのが「理財商品」や「信託商品」といった資産運用商品であり、資金の相当程度が、国有企業や地方政府融資平台、不動産開発業者への迂回融資、さらにはこうした企業等が発行した企業債券等の購入に充当された。

モラルハザードは「理財商品」や「信託商品」といった資産運用商品にも蔓延している。中国では基準価格が開示されるファンド等以外では、元本割れは稀である。これを「剛性兑付」（確実償還）といい、これを可能にしているのが、資産運用商品の資金プール運用である。それでも損失が出そうな場合は地方政府や金融機

表1 社会資金調達金額残高の推移

（単位：億円）

	社会資金 調達残高	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	預金機関による 資産担保証券	貸出償却
2002	148,532	118,208	5,232	4,515	—	1,599	609	—	6,773	—	—
2003	181,655	143,505	6,624	5,116	—	3,613	1,418	—	7,314	—	—
2004	204,143	164,026	7,737	8,267	—	3,324	1,474	—	7,936	—	—
2005	224,265	185,841	8,588	9,242	—	3,347	3,378	—	8,269	—	—
2006	264,500	216,134	9,361	11,091	2,028	4,850	5,698	—	9,303	—	—
2007	321,326	251,580	11,411	14,407	3,732	11,562	8,034	—	13,564	—	—
2008	379,765	298,625	11,993	18,599	6,877	12,626	14,358	—	15,965	—	—
2009	511,835	392,095	18,649	25,258	11,238	17,234	26,734	—	18,886	—	—
2010	649,869	470,121	21,614	36,422	15,103	40,586	38,042	—	24,722	—	—
2011	767,478	545,811	24,445	44,143	17,142	50,651	51,814	—	29,098	—	—
2012	914,186	627,682	31,095	51,692	29,999	61,136	74,819	—	31,601	—	—
2013	1,074,575	716,813	33,333	72,214	48,329	68,839	92,925	—	33,718	—	—
2014	1,228,591	814,300	34,700	93,300	53,500	68,660	116,900	—	37,690	—	—
2015	1,382,824	927,521	30,193	110,099	54,539	58,544	146,258	—	45,251	—	—
2016	1,612,603	1,051,860	26,301	131,950	62,758	39,022	179,199	—	57,722	—	—
2017	1,828,692	1,190,293	24,780	139,720	85,314	44,386	184,383	54,819	66,481	6,855	19,948
2018	2,007,470	1,346,872	22,124	123,596	78,502	38,056	201,325	72,671	70,087	12,795	30,099

社会資金調達金額残高の GDP 比の推移（単位：％）

	社会資金 調達残高	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	預金機関による 資産担保証券	貸出償却
2002	122.0	97.1	4.3	3.7	—	1.3	0.5	—	5.6	—	—
2003	132.2	104.4	4.8	3.7	—	2.6	1.0	—	5.3	—	—
2004	126.1	101.4	4.8	5.1	—	2.1	0.9	—	4.9	—	—
2005	119.7	99.2	4.6	4.9	—	1.8	1.8	—	4.4	—	—
2006	120.5	98.5	4.3	5.1	0.9	2.2	2.6	—	4.2	—	—
2007	119.0	93.1	4.2	5.3	1.4	4.3	3.0	—	5.0	—	—
2008	119.0	93.5	3.8	5.8	2.2	4.0	4.5	—	5.0	—	—
2009	146.9	112.5	5.4	7.2	3.2	4.9	7.7	—	5.4	—	—
2010	157.7	114.1	5.2	8.8	3.7	9.8	9.2	—	6.0	—	—
2011	157.3	111.9	5.0	9.0	3.5	10.4	10.6	—	6.0	—	—
2012	169.7	116.5	5.8	9.6	5.6	11.4	13.9	—	5.9	—	—
2013	181.2	120.9	5.6	12.2	8.2	11.6	15.7	—	5.7	—	—
2014	191.6	127.0	5.4	14.5	8.3	10.7	18.2	—	5.9	—	—
2015	201.6	135.2	4.4	16.0	8.0	8.5	21.3	—	6.6	—	—
2016	217.9	142.1	3.6	17.8	8.5	5.3	24.2	—	7.8	—	—
2017	222.8	145.0	3.0	17.0	10.4	5.4	22.5	6.7	8.1	0.8	2.4
2018	223.0	149.6	2.5	13.7	8.7	4.2	22.4	8.1	7.8	1.4	3.3

社会資金調達金額残高の構成比の推移（単位：％）

	社会資金 調達残高	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	預金機関による 資産担保証券	貸出償却
2002	100.0	79.6	3.5	3.0	—	1.1	0.4	—	4.6	—	—
2003	100.0	79.0	3.6	2.8	—	2.0	0.8	—	4.0	—	—
2004	100.0	80.3	3.8	4.0	—	1.6	0.7	—	3.9	—	—
2005	100.0	82.9	3.8	4.1	—	1.5	1.5	—	3.7	—	—
2006	100.0	81.7	3.5	4.2	0.8	1.8	2.2	—	3.5	—	—
2007	100.0	78.3	3.6	4.5	1.2	3.6	2.5	—	4.2	—	—
2008	100.0	78.6	3.2	4.9	1.8	3.3	3.8	—	4.2	—	—
2009	100.0	76.6	3.6	4.9	2.2	3.4	5.2	—	3.7	—	—
2010	100.0	72.3	3.3	5.6	2.3	6.2	5.9	—	3.8	—	—
2011	100.0	71.1	3.2	5.8	2.2	6.6	6.8	—	3.8	—	—
2012	100.0	68.7	3.4	5.7	3.3	6.7	8.2	—	3.5	—	—
2013	100.0	66.7	3.1	6.7	4.5	6.4	8.6	—	3.1	—	—
2014	100.0	66.3	2.8	7.6	4.4	5.6	9.5	—	3.1	—	—
2015	100.0	67.1	2.2	8.0	3.9	4.2	10.6	—	3.3	—	—
2016	100.0	65.2	1.6	8.2	3.9	2.4	11.1	—	3.6	—	—
2017	100.0	65.1	1.4	7.6	4.7	2.4	10.1	3.0	3.6	0.4	1.1
2018	100.0	67.1	1.1	6.2	3.9	1.9	10.0	3.6	3.5	0.6	1.5

（出所） 上表ともに中国人民銀行より大和総研作成

関が補てんすることがある。資金プール運用では、複数の資産運用商品がどんぶり勘定で一括管理され、一つ一つの商品の収益とリスクが全くの不明瞭となる。資産運用商品の期限は短期のものが多く、運用は長期債権や中長期の企業債券等で行われるため、資金プールを利用して期限の到来した商品から順次償還することが行われる。仮に一部の資産が毀損していたとしても、資金が流入し続ける限り問題は生じないが、何らかの理由で資産運用商品への資金流入が困難になると、元本割れとなるケースが増大するリスクを抱えている。

また、中国の金融行政は、銀行、証券、保険をそれぞれ別の官庁が監督管理する縦割りであった（2018年3月に中国銀行業監督管理委員会と中国保険監督管理委員会が統合し、中国銀行保険監督管理委員会が成立）。それぞれが販売する資産運用商品の監督管理も縦割りであり、規制も異なる。しかし、銀行の理財商品が一部の運用を証券会社やファンド、信託会社に委託するなど、資金の流れは業態を跨ぎ、監督管理は行き届きにくくなっている。こうした中で、投資資金が規制のより緩やかなところへシフトする「規制裁定」が生じ、規制を回避するための迂回投資・融資によって資金チェーンが長期化し、商品の構造が複雑化する問題が発生している。

Ⅳ－２．シャドーバンキングへの規制強化

こうした状況下で中国政府は2017年以降、「金融リスクの防止」に政策の重点を置き、シャドーバンキングへの規制を強化した。以下では、特に重要だと思われる、①2017年以降の中国人民銀行によるマクロ・プルーデンス・アセスメント（MPA）における広義の貸出債権に非元本保証型の理財商品を追加、②2018年4月27日の「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見」の発効、の2点について解説する。

Ⅳ－２－１．MPAにおける広義の貸出債権に非元本保証型の理財商品を追加

中国人民銀行は2016年以降、金融リスク防止の観点から銀行にマクロ・プルーデンス・アセスメント（MPA）を導入している。MPAでは、資本とレバレッジ、資産負債、流動性、金利決定、資産の質、対外債務リスク、貸出政策執行の7方面から銀行を評価している。評価対象となる債権は広義の貸出とされ、2017年以降はそれに、銀行がオフバランスの資産運用商品で調達した資金の運用部分が追加されたのである。

銀行の理財商品のうち、大半を占める非元本保証型はオフバランスであり、対応する自己資本を考慮する必要はなく、銀行は投資先が債務不履行を起こした場合に、保証をする必要もない。しかし、実際には、理財商品の投資家の多くは、銀行の暗黙の保証を期待しており、理財商品の投資先が債務不履行を起こした場合には、銀行が保証をせざるを得ないとの見方が定着している。このため、MPAにおける広義の債権に、オフバランスの理財商品も含める措置が取られたのである。仮に、理財商品の投資先で大規模な債務不履行が発生し、銀行が保証をせざるを得なくなっても、銀行が自己資本でカバーできるようにし、システミックな金融危機の引き金とならないようにするための措置であるといえる。

銀行は、理財商品を通じて自らが与信できない、あるいは行いたくない分野や企業に資金を融通してきたわけであるが、これにも一定の歯止めがかけられた可能性がある。理財商品のうち、非元本保証型の残高は、2016年末の23.1兆元から2018年6月末には20.9兆元に減少した。その後は再び増加したが、2018年末では22.0兆元とピークは下回っている⁵⁾。

5) 信託商品の残高は2012年末の7.5兆元から2017年末に26.2兆元に急増した後、2018年末には22.7兆元に減少した。

Ⅳ-2-2. 「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見」の発効

さらに、2018年4月27日には、「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見」(中国人民銀行、銀行保険監督管理委員会、証券監督管理委員会、国家外貨管理局)が発効した。

「指導意見」は「剛性兑付」(確実償還)と「資金プール運用」(複数の資産運用商品をごちゃまぜにしたどんぶり勘定)を明確に禁止した。剛性兑付問題に関連して、「指導意見」は資産運用商品を予想収益型から基準価格型へ移行し、基準価格管理を行うことを求めている。従来主流派である予想収益型では、金融機関は予想収益率を上回った部分を管理費や仲介業務収入として受け取っていたが、今後、投資収益・損失は全て投資家に帰するとしている。損失補てんを行った金融機関は処罰される。「資金プール運用」が禁止されるため、資産運用商品とその運用は一つ一つ対応が求められる。

加えて、「指導意見」は資産運用商品の監督管理について、縦割りの監督管理に加え、商品タイプによる横串の監督管理を行うことによって、「規制裁定」を抑制するとしている。この他、資産運用商品の過度なレバレッジは抑制され、投資対象を明確にし、他の資産運用商品への投資は複雑な仕組み構造とならないようシンプルなものとするなども規定されている。従来であれば、銀行の理財商品は複数の証券会社、ファンド、信託会社に運用を委託することも多かったが、それも大幅に単純化されることになる。

「指導意見」の施行は2021年1月1日が予定されており、それまでは過渡期として位置付けられている。「指導意見」では、①2018年4月27日以降、新規に発行される資産運用商品はこの「指導意見」に即したものに、②既存商品の運用先が中長期資産の場合、資金の断絶を防止するため、既存商品のロールオーバーは可能であるが、規模を拡大することはできず、秩序立って残高を圧縮する、ことが明記された。②について、中長期資産に投資する中長期商品が増えれば問題はないのだが、実際は現在も短

期商品が多く、新規の中長期資産への投資は大幅に抑制された。

社会資金調達金額の増減額(フロー)の統計を見ると、2018年5月と6月には、銀行貸出以外の資金調達の合計が純減(資金回収超過)となる異常事態が発生した。この背景には、同年4月27日に発効した「指導意見」の影響があろう。

Ⅳ-3. 行きすぎたデレバレッジとその修正

中国では、2017年春以降、金融リスクの軽減が重要政策に位置付けられ、リーマン・ショック後の資金調達の中核を担った地方政府融資平台を含む企業のデレバレッジが推進された。

それから1年が経過し、皮肉にも今度はその行きすぎが警戒されるようになった。既述したように、2018年5月、6月には、銀行貸出を除いた広義のシャド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。特に、委託貸出や信託貸出は、企業もしくは個人の資金を銀行や信託会社が仲介して、第三者に融通するものであり、これこそが民間企業、中小企業の命綱であったのである。中小企業は資金調達難に陥り、資金繰りの悪化から企業倒産やデフォルトが相次ぐことになった。

コラム 2018年に債券のデフォルトが急増

債券のデフォルトは、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となった。2014年のデフォルトは5件13.4億元、2015年は22件217.2億元、2016年は23件548.3億元へと急増した。景気減速が続いたこと、さらには過剰生産能力の削減が実施され、鉄鋼、石炭などを中心に対象企業のデフォルトが増えたこともある。2017年はデレバレッジが強化された一方で、2016年以降の景気テコ入れ策が奏功し、景気が上向き、企業業績が回復したことを背景に、債券のデフォルトは9件287.7億元に減少した。

しかし、2018年のデフォルトは43件

1,412.7 億元に急増した。行きすぎたデレバレッジの影響で金融が引き締まり、特にその影響は民営企業、中小企業に集中した。

デフォルト件数、金額ともに 2018 年の急増が著しいが、デフォルト率は 0.85%にとどまり、世界的に見ても高いわけではない。しかし、これは中国企業の経営が健全だからではない。中国ではデフォルトをするかしないかをマーケットが決めるのではなく、させるかさせないかを政府、あるいはその意を受けた金融機関が決定しているためである。恐らく、①政府との関係が密接か否か、②その地方の税収や雇用にとって重要か否か、③投資家の発言力が大きいかな否か、といった条件が「否」の場合に、選別的にデフォルト「させる」ことが行われているのであろう。

2014 年～2018 年の各年のデフォルト件数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) を占める。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、国有企業のデフォルトは特に慎重に扱われている可能性が高い。

景気減速感が強まる中、2018 年 7 月 23 日に李克強首相が主宰する国務院常務会議が、7 月 31 日には習近平総書記が主宰する中共中央政治局会議が相次いで開催された。国務院常務会議では、①財政政策の一段の積極化、②金融政策の穏健中立から穏健への変更、③小型・零細企業へのサポート強化、④建設中のプロジェクトの資金手当て支援、といった景気サポート策が発表された。政治局会議では、「弱点の補強」をサプライサイドの構造改革の当面の重点に置き、インフラ分野やイノベーション分野などに注力することが確認された。今後は、金融リスク低減のためのデレバレッジを適度に継続しつつ、景気減速は緩やかなものととどめる、というのがあるべき姿になろうが、筆者は国有企業のデレバレッジが当面の間棚上げとなる可能性を懸念している。

2018 年のインフラ投資の腰折れは、投資元本・収益の保証などにより地方政府債務を急増させ得る PPP プロジェクトの見直しが背景である。言い換えると、インフラ投資の急減はデレバレッジの成果という側面があることは強調されるべきである。しかし、こうしたプロジェクトを継続・拡大すれば、デレバレッジは棚上げされることになる。この懸念には根拠がある。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 5 つからなるが、今回の政治局会議では、当面は「弱点の補強」、特にインフラ分野を最優先することが明示され、デレバレッジの重要度は相対的に低下したのである。

再び、社会資金調達金額のネットの増減額に目を転じると (表 2)、2018 年 8 月、9 月にはインフラ投資のための資金調達方法である地方政府特別債券の発行が急増し、その後は夏場以降の金融緩和に伴う金利低下を受けた企業債券の発行が急増した。

さらに、2019 年 1 月～6 月の社会資金調達金額の増減額は 31.4% 増の 13 兆 2,271 億元 (約 207.3 兆円) に急増した。全体から銀行貸出を除いた広義のシャドーバンキング経由の資金調達金額は 142.6% 増の 3 兆 1,955 億元となったが、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 (この 2 項目で 2 兆 6,451 億元) であり、いずれも国有企業を中心とした大企業に恩恵が集中し、民営企業、中小企業の資金調達難はさほど改善されていない可能性が高い。

こうしてみると、政府当局は、2018 年春以降のデレバレッジの過程でも、その修正の過程でも政策的な誤りを犯したといえる。デレバレッジの過程では、本来であれば非金融企業債務の大半を占める国有企業のデレバレッジを行うべきであったが、実際には民営企業、中小企業のデレバレッジを行ってしまった。2018 年夏場以降のデレバレッジの修正の過程では、金融緩和の恩恵は国有企業に集中してしまい、民営企業、

表2 社会資金調達金額のネットの増減額

（単位：億円）

	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
2017年1月	37,095	23,133	126	3,136	3,175	6,130	▲ 510	0	1,225	13,836
2017年2月	11,046	10,317	368	1,172	1,062	▲ 1,719	▲ 1,125	0	570	360
2017年3月	24,001	11,586	288	2,039	3,113	2,390	129	1,806	800	12,127
2017年4月	15,604	10,806	▲ 283	▲ 48	1,473	345	501	2,019	769	5,081
2017年5月	13,136	11,780	▲ 99	▲ 278	1,812	▲ 1,245	▲ 2,488	1,934	458	1,455
2017年6月	21,131	14,474	73	▲ 32	2,481	▲ 230	▲ 169	1,991	487	6,584
2017年7月	14,983	9,152	▲ 213	163	1,232	▲ 2,037	2,621	3,326	536	6,044
2017年8月	17,514	11,466	▲ 332	▲ 82	1,143	242	1,137	1,924	653	6,380
2017年9月	22,451	11,885	▲ 232	775	2,368	784	1,654	2,517	519	10,799
2017年10月	12,004	6,635	▲ 44	43	1,019	12	1,482	1,315	601	5,413
2017年11月	19,139	11,428	198	280	1,434	15	853	2,282	1,324	7,513
2017年12月	15,865	5,769	169	601	2,245	676	337	849	817	9,926
2018年1月	30,793	26,850	266	▲ 714	455	1,437	1,222	0	500	3,676
2018年2月	11,894	10,199	86	▲ 750	660	106	644	108	379	1,608
2018年3月	15,848	11,425	139	▲ 1,850	▲ 357	▲ 323	3,536	662	404	4,284
2018年4月	17,761	10,987	▲ 26	▲ 1,481	▲ 94	1,454	4,047	808	533	6,799
2018年5月	9,518	11,396	▲ 228	▲ 1,570	▲ 904	▲ 1,741	▲ 382	1,012	438	▲ 1,650
2018年6月	14,877	16,787	▲ 364	▲ 1,642	▲ 1,623	▲ 3,649	1,349	1,019	258	▲ 1,546
2018年7月	12,254	12,861	▲ 773	▲ 950	▲ 1,192	▲ 2,744	2,195	1,851	175	166
2018年8月	19,391	13,140	▲ 344	▲ 1,207	▲ 688	▲ 779	3,402	4,106	141	6,596
2018年9月	21,691	14,341	▲ 670	▲ 1,432	▲ 909	▲ 548	382	7,389	272	8,020
2018年10月	7,420	7,141	▲ 800	▲ 949	▲ 1,273	▲ 453	1,476	868	176	1,078
2018年11月	15,239	12,302	▲ 787	▲ 1,310	▲ 467	▲ 127	3,127	▲ 332	200	3,724
2018年12月	15,898	9,281	▲ 702	▲ 2,210	▲ 509	1,023	3,757	362	130	7,318
2019年1月	46,015	35,668	343	▲ 699	345	3,787	4,665	1,088	289	10,003
2019年2月	7,099	7,641	▲ 105	▲ 508	▲ 37	▲ 3,103	885	1,771	119	▲ 436
2019年3月	28,594	19,584	3	▲ 1,070	528	1,365	3,418	2,532	122	9,007
2019年4月	13,859	8,733	▲ 330	▲ 1,197	129	▲ 357	3,852	1,679	262	5,456
2019年5月	14,075	11,855	191	▲ 631	▲ 52	▲ 768	589	1,251	259	2,028
2019年6月	22,629	16,737	▲ 4	▲ 827	15	▲ 1,312	1,177	3,545	153	5,896
2019年1月～ 6月合計	132,271	100,219	97	▲ 4,933	928	▲ 389	14,585	11,866	1,205	31,955
前年同期比	31.4	14.3	純増に転換	純減幅縮小	純増に転換	純減幅縮小	40.0	228.9	- 52.0	142.6

（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） 中国人民銀行より大和総研作成

中小企業の苦境は続いている可能性が高い。

Ⅳ－４．全人代でもデレバレッジの当面棚上げを確認

2019年3月5日～15日に、北京で第13期全国人民代表大会（全人代）第2回会議が開催された。初日の3月5日には、李克強首相による「政府活動報告」が行われ、2019年の政府経済成長率目標は6.0%～6.5%に設定され、2017年～2018年の6.5%前後から引き下げられた。

中国経済は長期ダウントレンドにあり、成長率目標が下げられることは問題ではない。問題は中国経済の下振れリスクが高まり、それを回避するために「構造改革」を堅持することができなくなることである。

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～2018年に最も重視されたサプライサイドの構造改革は重点活動任務か

ら姿を消した。ちなみに、2016 年にも「経済の動きを合理的な範囲内に保つ」ことが最優先されたが、当時は 2015 年 8 月と 2016 年 1 月のチャイナ・ショック（株安、人民元安、外貨準備急減）を経験した直後であり、その際にも政府成長率目標は 6.5%～7.0%というレンジで設定された経緯がある。2019 年も景気下振れリスクが高いと想定されるが故のレンジ設定であり、景気下支え優先なのであろう。

サプライサイドの構造改革が 2019 年に重点活動任務から外れたのは、2018 年後半以降の景気減速の主因の一つが、行きすぎたデレバレッジがもたらした金融引き締め効果によるものであったためである。こうした中で、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成長維持を優先する姿勢を示した。

政府活動報告によると、財政・金融面では、① 2019 年の財政赤字は 2 兆 7,600 億元（約 46.0 兆円）、GDP 比は 2.8%とし、2018 年より 0.2%ポイント引き上げる、② 地方政府特別債券のネットの発行額は、8,000 億元（約 13.3 兆円）増の 2 兆 1,500 億元（約 35.9 兆円）として、重点インフラ投資の建設を資金面でサポートする、などとされた。特に、2019 年の地方政府特別債券のネットの発行額（発行額－償還額）とその純増額は大きく増えており、景気下振れリスクが高まる中、インフラ投資を下支え役に景気的大幅減速を回避しようとの中国政府の意図が読み取れる。

しかし、デレバレッジが棚上げされ、負債率をさらに高めることは、将来的な金融リスクを一段と高めることに他ならない。今後の債務の動向には注意が必要であらう。

Ⅳ－５．米中摩擦の深刻化による景気減速、インフラ増強のリスクに注意

2018 年 5 月下旬以降の米中摩擦の深刻化は、中国経済の先行きに暗い影を落としている。2018 年 5 月 29 日に米トランプ政権は知的財産権侵害への制裁として中国からの輸入品 500 億ドル分に 25%の追加関税をかけると表明し、7 月 6 日に 340 億ドル分、8 月 23 日に 160 億ドル分を発動した。中国も同様の報復措置を発動した。さらに米国は 9 月 24 日に中国からの輸入品 2,000 億ドル分に 10%の追加関税を課し、中国は米国からの輸入品 600 億ドル分に 5%、10%の報復措置を実施した。

事態はさらに悪化し、2019 年 5 月 10 日、米国政府は中国からの輸入品 2,000 億ドル分に対する追加関税を 10%から 25%に引き上げた。一方、中国は 2019 年 6 月 1 日以降、既述の 600 億ドル分に 5%、10%、20%、25%の 4 段階で追加関税をかけた。米中貿易は中国側的大幅な出超であり、中国は米国と同じ金額での報復を行うことはできない。

2018 年 11 月以降、貿易は低迷しているが、2019 年 5 月の追加関税の引き上げにより、輸出企業には輸出数量の減少や生産の縮小、業績悪化という悪影響が一段と大きくなり、代替が利かない輸入品を購入する企業・消費者の負担もさらに増大することになる。中国でモノを作って米国に輸出する企業にとって、中国で製造する優位性は損なわれ、製造業投資は減速している。

さらなる財政出動にせよ、預金準備率の引き下げにせよ、インフラ投資の一段の加速にせよ、打てる手はある。しかし、こうした政策への過度の依存は、かねて指摘される過剰債務問題の一段の深刻化を招き、中国経済にさらなる影を落とす可能性が高い。

V. 高水準の債務残高は大きなリスク要因

V-1. 金融危機のトリガーになり得る高水準の債務残高

非金融企業の債務残高のGDP比は若干低下したが、水準が現在でも極めて高いことには変わりはなく、これを重大なリスクとしてしっかりと認識する必要がある。

一般的に、債務残高が積み上がっている場合や、増加ペースが速すぎる場合には、金融危機を誘発するリスクが高まると考えられている。

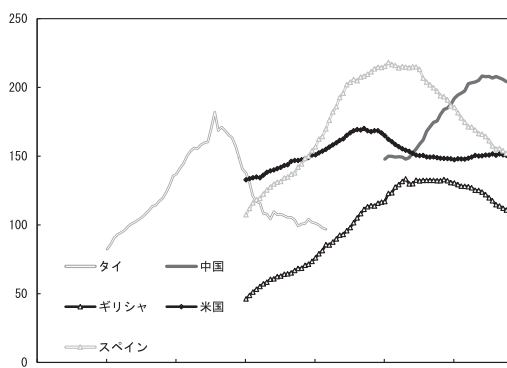
IMF（国際通貨基金）は2017年の中国の年次報告において、「いくつかの例外を除き、債務残高のGDP比が5年間で30%以上高まった場合は、成長率の大幅な低下や金融危機が発生し、特に、GDP比が100%を超えてから債務が急増したケース（筆者注：現在の中国が当てはまる）は、みな酷い結果に終わっている」旨を指摘した。また、BISは2016年9月の“BIS Quarterly Review”の中で、「非政府非金融部門（家計+非金融企業）の債務残高のGDP比のトレンドからの乖離が10%pt以上となった国では少なくとも3分の2の

確率で3年以内に危機が発生している」としている。いずれも中国の債務問題に警笛を鳴らしたものであった。

図5-1と図5-2で過去に金融危機が発生した国をピックアップし、中国の現状と比較した。中国は債務残高については、過去に金融危機が発生した国と比べても高水準にあり、それが足元でも継続していることが分かる。一方で、債務残高のGDP比とその長期トレンドとの乖離幅である「信用ギャップ（Credit-to-GDP gap）」は、2016年3月末の23.5%をピークにギャップが大きく縮小し、2018年末は0.4%となった。債務残高のGDP比が頭打ちとなったことがその背景であり、デレバレッジの成果が表れているといえるだろう。

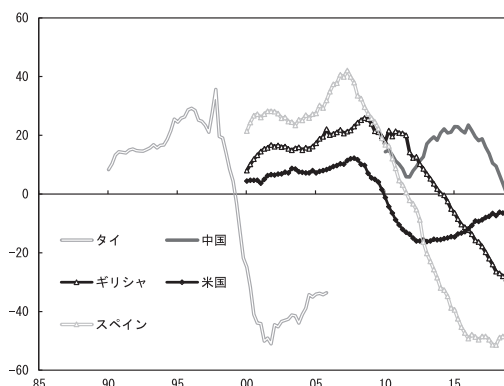
では、債務残高のGDP比やそのトレンドからの乖離が大きくなった国では必ず金融危機が発生したのだろうか。かつて非政府非金融部門の債務残高のGDP比が200%を超え、そのトレンドからの乖離が15%ptを超えた国は13カ

図5-1 金融危機が起きた国の非政府非金融部門債務残高のGDP比（単位：%）



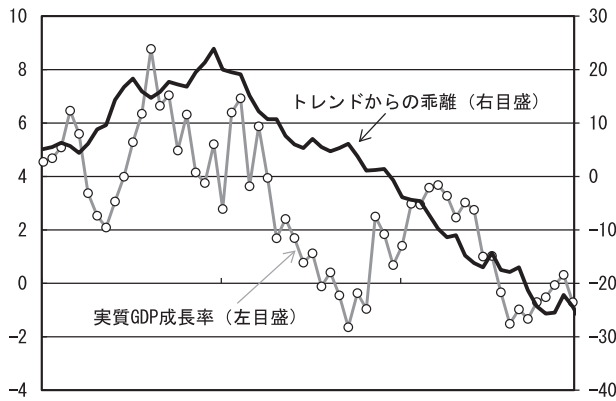
（出所） BIS 統計より大和総研作成

図5-2 金融危機が起きた国の非政府非金融部門債務残高 GDP 比のトレンドからの乖離（単位：%ポイント） 残高の GDP 比（単位：%）



（出所） BIS 統計より大和総研作成

図6 日本の実質 GDP 成長率と非政府非金融部門債務残高 GDP 比のトレンドからの乖離 (単位: %, %ポイント)



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

国あったが、その多くはやはり金融危機的なものを経験している。その一方で、バブル崩壊直後の日本など必ずしも金融危機が発生したとは言えない国もある。ただし、図6で、日本の実質 GDP 成長率と、非政府非金融部門の債務残高の GDP 比のトレンドからの乖離の推移を見ると、景気的大幅な減速と債務残高のトレンドからの乖離の急速な縮小が生じたことが分かる。日本の場合、1990年代後半に金融危機を経験したが、これもバブル崩壊の帰結（先送りの限界）と捉えることが可能であろう。

こうして見ると、中国の非政府非金融部門の債務は、金融危機や景気の急減速が生じることが懸念されるレベルに積み上がっていることは間違いないといえるであろう。

V-2. それでも金融危機の発生が当面は回避されるとみる理由

V-2-1. 非金融企業債務の過半は国有企業

中国の非金融企業の債務残高の GDP 比は、2018年末時点で151.6%である。この8割程度は国有企業によるものとされ、本来であれば政府が負うべき債務を国有企業が肩代わりしている可能性が高い。

国有銀行と国有企業の関係は極めて密接であ

り、銀行貸出は国有企業に集中する傾向が強く、シャドーバンキング経由の資金調達も地方政府融資プラットフォームと呼ばれる国有部門が多くを占めた。通常であれば、国有銀行が突然、国有企業に対する与信を厳格化したり、貸し剥がしなどを行う可能性は考えにくい。

当然、景気失速などにより国有企業の経営が悪化し、銀行の不良債権が急増してその処理のために銀行の自己資本が毀損すれば、銀行は貸出を減らさざるを得ず、国有企業が一段の経営危機に陥る、という連鎖が発生する可能性は否定できない。しかし、そうならないための政策手段を中国政府が持ち合わせていることもまた事実である。中国には「国進民退」という言葉がある。これは、景気悪化への対応として景気サポート的な政策が発動される際に、その恩恵を受けるのは専ら国有企業で、民間企業は蚊帳の外に置かれることを指す。政府の意を受けて政策を実行するのは国有銀行と国有企業であり、その恩恵を真っ先に受けるのは国有銀行と国有企業ということになる。少なくとも2000年以降は多くの国有企業が経営危機に陥り、不良債権が急増する事態は避けられており、今後もしばらくの間はそれが維持されよう。

V-2-2. 家計の債務残高の GDP 比はそれほど高くない

中国の家計債務残高の GDP 比は、2008 年末の 17.9% から、2018 年末には 52.6% へと 34.7% pt 上昇した。IMF が 2017 年 10 月に発表した国際金融安定性報告書は、家計債務残高の増大は、住宅価格の急速な下落のようなショックが起きた場合に、金融危機の下地となるとしている。

国際金融安定性報告書は、家計債務残高の大きさに比例して金融危機のリスクは高まるとしている。そこで、過去に不動産バブルが生じた国と中国とを比較したのが、図 7 である。例えば、かつて不動産バブルが発生し、それが崩壊した経験を持つ日本の場合、1990 年～2000 年にかけて家計債務残高の GDP 比は 70% を超える局面が多かったが、それと比較すると、中国の水準は低い。

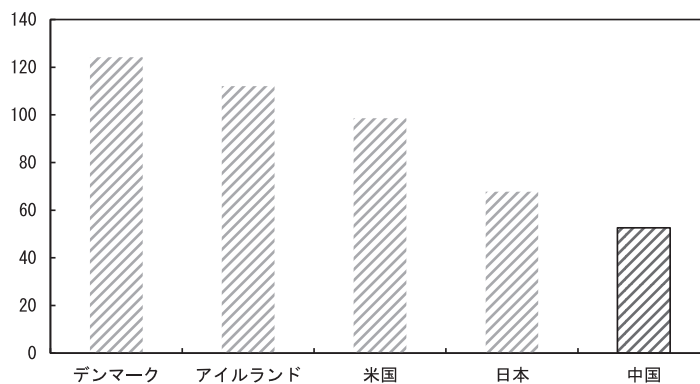
また、中国政府は住宅価格が高騰しているときには抑制策を、住宅価格が下落しているときにはテコ入れ策を講じて、住宅価格に強い影響を与えている。価格抑制局面では、2 軒目の頭金の割合を 6 割～7 割に引き上げたり、その都市に戸籍を持たない家計の住宅購入を制限することで、住宅需要を抑え込む。「住宅は住むた

めのものであり、投資・投機の対象ではない」というフレーズは、中国政府が住宅価格抑制に取り組む際に使われる言い回しである。

しかし、住宅価格が前年割れするような局面になると、地方政府の重要な財政収入である土地使用権売却収入が減少し、地方政府のインフラ投資余力が低下するなどの悪影響が懸念されるようになる。住宅価格のテコ入れのために、今度は、2 軒目の頭金の割合を引き下げたり、当該地域に戸籍を待たない家計の住宅購入を再び認めたりという、投資・投機を助長するような政策が打ち出されるのである。

こうした政府の政策変更により、中国の住宅価格はきれいなサイクルを描いてきた。中国の人々は住宅市場を有望な投資先と認識しており、このサイクルが崩れない限り、住宅市場が崩壊するリスクは低い。

図 7 過去、不動産バブルが生じた国と中国の家計債務残高の GDP 比
(単位: %)



(注) デンマークは 2007 年末、アイルランドは 2010 年末、米国は 2007 年末、日本は 1989 年末、中国 2018 年末

(出所) BIS 統計より大和総研作成

Ⅵ. ハードランディングのリスクは？

Ⅵ-1. 元安リスクと金利急騰

このように中国の債務問題は、金融危機、あるいは景気の急減速を引き起こし得るが、非金融企業債務の大半は準政府債務に見做し得るという中国固有の要因があり、家計債務も現状では水準は低位にとどまっていることから、少なくとも当面は、中国発の金融危機の発生、あるいは中国景気の急減速が起きる可能性は低いだろう。

しかし、中長期的には何らかのイベントが引き金となって金融危機的なもの、あるいは景気の急減速を招く可能性は否定できない。

例えば、その一つに元安のリスクがある。経常収支と直接投資収支は比較的安定した外貨準備の増減要因であるが、中国の経常収支黒字のGDP比は2007年の9.6%から2018年には0.4%へ低下した（図8）。今後、米中摩擦に関連する合意などにより元高が進行し輸出競争力が低下すれば、経常収支は赤字に転じる可能性がある。

このような中、何らかのショックで資本流出

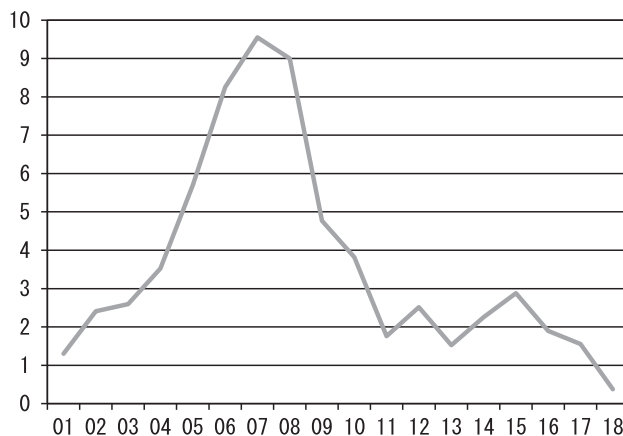
が起きて、元安が加速し、これを人民元の買い支えで対応することで外貨準備は減少するというスパイラルが起きれば、金利は上昇せざるを得ず、急激なバランスシート調整のきっかけとなり得るのではないかと。

あるいは、経常収支赤字が拡大する中、外貨準備が急減し、中国政府がそれを止めるために、資本取引規制を強化したらどうなるのか？当局が念頭に置くのは資本流出の規制であろうが、出口が塞がれる国への資本流入は細る可能性が高い。こうした中でも資金流入を維持しようとすれば、金利を大幅に引き上げる必要がある。需要抑制的な政策の採用によって、投資が減少し、景気は大きく減速することになるだろう。そうなれば、高水準の債務残高が不良債権化して金融危機が発生するリスクを高める恐れも出てくる。

Ⅵ-2. 住宅価格の長期低迷

住宅については、中長期的なリスク要因として認識する必要がある。Ⅴ-2-2では、足元

図8 経常収支のGDP比（単位：％）



（出所） 国家外貨管理局、国家統計局より大和総研作成

の家計の債務残高のGDP比は、かつて住宅バブル崩壊を経験した国々との比較で、低水準にとどまっていることを指摘した。しかし、問題はその上昇ベースの速さにある。このままのペースでの増加が続けば、中国の家計の債務残高のGDP比は2024年頃には、バブル期の日本に肩を並べることになる。

さらに言えば、住宅実需の減少と住宅価格高騰も問題である。日本の場合、人口ボーナスのピークは2回あり、実質地価もそれとほぼ時を同じくしてピークを迎えた。中国の場合、既に人口ボーナスのピークは2010年に終わっているが、住宅価格の上昇は続いている。

この点を中国のエコノミストと議論をすると、「住宅実需で決定的に重要なのは、コアな住宅購入層である30歳～34歳人口である」との指摘

があった。国連の“World Population Prospects: The 2017 Revision”によると、確かに、中国の30歳～34歳人口は2015年～20年にかけて5年間で26.3%増加して、住宅需要を支える。しかし、同推計はこの人口層は2020年～25年に22.4%減少し、2025年～30年には20.8%減少するとしている。さらに、2028年前後には総人口が減少に転じると予想されている。こうした状況下で住宅需要が減退するにもかかわらず、住宅供給調整がうまく行われなければ、住宅価格は暴落し、価格低迷が長期化するリスクがあろう。住宅は家計だけでなく企業も投資・投機目的で保有しており、負債圧縮を目的に、家計は消費を、企業は投資を抑制する可能性がある。銀行にしても不良債権の増大により貸出余力が低下することが想定される。

Ⅶ. 潜在的不良債権はどれほどで、どのように処理するのか？

Ⅶ-1. 潜在的不良債権は一体どれほどなのか？

中国銀行保険監督管理委員会によると、2019年3月末の商業銀行の不良債権額は2.2兆元、不良債権比率は1.8%であった（図9）。さらに、同時点の貸倒引当金は4.1兆元、不良債権に対する貸倒引当金のカバー率は192.2%と、中国人民銀行が要求する150%を大きく上回っている。これだけを見れば金融システム不安を懸念する必要はない。

それでは潜在的不良債権はどの程度なのだろうか？

中国人民銀行によると、中国の貸出債権は「正常（正常先）」「関注（要注意先）」「次級（破綻懸念先）」「可疑（実質破綻先）」「損失（破綻先）」の5つに分類され、後ろの3分類が不良債権とされている（表3）。要注意先貸出債権とは、「現時点で、借入人に元利金の返済能力はあるが、返済に不利な影響を与える可能性のある要素が

ある債権」であり、これを潜在的不良債権と見做す向きがある。2019年3月末時点の要注意先債権は3.6兆元、貸出債権に占める割合は3.0%であった。仮に全てが不良債権化した場合、もともとの不良債権と合わせると、不良債権額は5.8兆元、不良債権比率は4.8%となり、貸倒引当金カバー比率は72.0%に低下することになる。

ただし、2018年の商業銀行の純利益は1.8兆元であったことを考えると、貸倒引当金4.1兆元と合わせて、この程度の不良債権であれば、備えはできていることになる。さらに、2018年末の商業銀行の自己資本比率は14.2%と高水準であり、ある程度のバッファは残されている。

しかし、中国の潜在的不良債権比率はもっと高いとみる向きが多い。それが一体どの程度なのか、その処理によって経済にどの程度のダメージを与え得るのか、よく分からないことが、疑心暗鬼を生じ、折に触れて、中国経済に対す

図9 中国の不良債権比率と要注意先債権比率（単位：％）

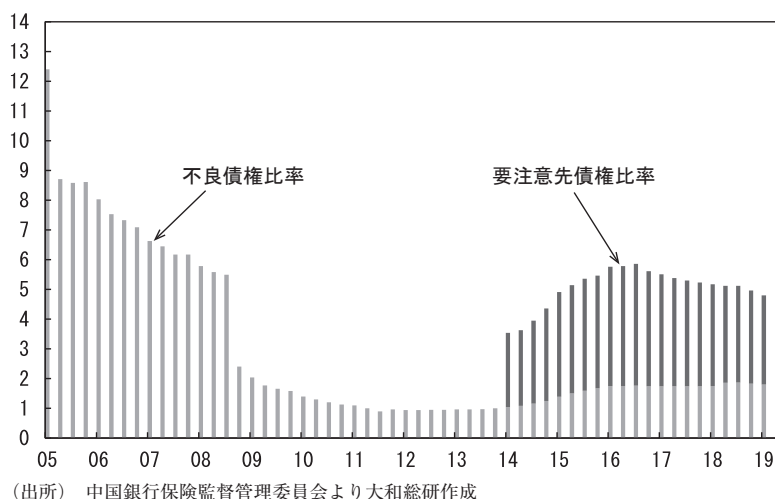


表3 債権の分類

分類	定 義	貸倒引当率
正常先 (正常)	借入人が契約を履行可能で、元利金を期限通りに返済できないことを疑う十分な理由がない債権	0%
要注意先 (関注)	現時点で、借入人に元利金の返済能力はあるが、返済に不利な影響を与える可能性のある要素がある債権	2%
破綻懸念先 (次級)	借入人の返済能力に顕著な問題が発生し、正常な営業収入からは十分に元利金を返済することができず、担保権を行使しても一部の損失が発生する可能性のある債権担保を執行しても一定の損失を被る可能性がある。	25% (20%～30%)
実質破綻先 (可疑)	借入人が元利金を全額返済することができず、担保権を行使しても比較的大きな損失が発生する債権	50% (40%～60%)
破綻先 (損失)	あらゆる措置や法的手続きを実施した後でも、元利金を回収することができない、あるいはごく一部しか回収できない債権	100%

(注) 不良債権は次級、可疑、損失の3分類

(出所) 中国人民銀行「貸款リスク分類指導原則」より大和総研作成

る極端な悲観論が台頭する素地を作っている。繰り返しになるが、潜在的不良債権がどの程度なのか、正確なことは分からない。それでも手がかりはある。

中国銀行業監督管理委員会（当時。現在は中国銀行保険監督管理委員会）の「金融監督管理研究」2012年第10期に掲載されたワーキングペーパーによると、2012年6月末時点の上場会社（除く金融）の潜在的不良債権比率は8.4%

であったという。潜在的不良債権比率は「EBITDA（営業利益＋償却費） $\leq$ 支払利息の状態となっている上場会社の負債合計を全上場会社の総負債で除したもの」として計算している。要は、営業利益と償却費では支払利息を賄えない企業の負債を潜在的不良債権と見做しているのである。

IMFも同様の方法を用いて潜在的不良債権比率を推計している。2016年4月の国際金融

安定性報告の中で、インタレスト・カバレッジ・レシオ（（営業利益＋受取利息・配当金）／支払利息・割引料）が1倍未満の上場会社（除く金融）の債権を、潜在的に貸倒リスクを抱える債権と見做すと、潜在的貸倒リスク債権比率は、2015年時点で14.1%に達するとしている（表4）。さらに同報告では、潜在的貸倒リスク債権比率が高いのは、鉄鋼（39.3%）、鉱業（35.2%）、小売・卸売（35.1%）であるとしている。Ⅲ－4では、①2016年以降の景気テコ入れ策が鉄鋼や石炭を使用する産業に集中した、②この2業種が過剰生産能力削減の重点に指定され、供給不安もあり製品価格が大きく上昇し、業績が大きく改善したことを指摘したが、こうした政策が打ち出された背景には、同分野に対する債権の不良債権化リスクが大きく高まり、当局が危機意識を持ったことがあった可能性が高い。

さらに、発表時期は前後するのだが、日本の会計検査院に相当する中国審計署が2013年末

に発表した「全国政府債務会計検査結果」も潜在的不良債権比率の高さを示唆していた。地方政府偶発債務は、①地方政府保証債務と、②政府保証はないが政府が一定の救済責任を負う可能性のある債務の合計であり、債務者が返済不能となった場合に政府債務になり得る債務である。偶発債務の返済のうち、財政資金が負担した割合は2007年以降の最高で①は19.1%、②は14.6%に達したという。返済はされているため不良債権と認識されないが、少なくとも返済義務のある債務者やプロジェクトが返済不能に陥ったことは事実である。こうした数字を事実上の潜在的不良債権比率と見做すことはあながち間違いではないであろう。

その時々々の景気の良し悪しや政策運営にも大きく左右されるが、中国の潜在的不良債権比率は15%～20%程度が一つの目安となるのではないかと考えられる。

表4 中国上場企業（非金融）の潜在的貸倒リスク債権（2015年）

（単位：社、億元、%）

	上場企業数	貸出債権	貸倒リスクを抱える企業数	貸倒リスクを抱える債権	貸倒リスク債権比率 （金額ベース）
IT	377	1,472	71	126	8.5
小売・卸売	321	1,571	73	551	35.1
製造業	1,231	5,017	240	885	17.6
リース・商業	43	53	6	1	2.7
公益	109	3,699	9	31	0.8
鉄鋼	72	1,155	28	454	39.3
建材	43	598	9	116	19.4
運輸	104	1,521	10	275	18.1
鉱業	52	1,352	15	476	35.2
エネルギー	43	2,248	15	24	1.0
不動産	407	8,507	100	964	11.3
その他	69	556	14	16	3.0
合計	2,871	27,749	590	3,921	14.1

（注） インタレスト・カバレッジ・レシオ（（営業利益＋受取利息・配当金）／支払利息・割引料）が1倍未満の企業の債権を貸倒リスクを抱える債権と見做している

（出所） IMF「Global financial stability report」（2016年4月）

Ⅶ-2. 巨額の潜在的不良債権をどのように処理するのか？

潜在的不良債権はどのように処理されるのであろうか？

参考となるのは、中国の1998年以降の巨額な不良債権処理の経験である。1998年8月に財政部が四大国有商業銀行（中国建設銀行、中国銀行、中国工商银行、中国農業銀行）に2,700億元を資本注入し、1999年には財政部が全額出資して四大国有商業銀行の不良債権を買い取る資産管理会社（AMC）を4社（それぞれ信达資産管理会社、東方資産管理会社、華融資産管理会社、長城資産管理会社）設立した。四大国有商業銀行は、AMCに1.4兆元（当時のGDP比15.6%）の不良債権を移管したが、それでも2000年末の不良債権比率は35%に達していたとされる。

その後、中国政府は、四大国有商業銀行への外貨準備等公的資金を用いた資本注入、自己資本増強のための劣後債の発行、外資導入、株式会社化と内外市場での上場などの手段を通じて、不良債権処理を進めた。さらに、当時の規

制金利に守られた潤沢な預貸スプレッド（貸出金利と預金金利の差）によって、銀行は利益が上がりやすい環境に置かれ、これが不良債権処理の原資となったこともある。この結果、中国の大手商業銀行の不良債権比率は、2005年6月末に10%を割り込み、その後は急速な低下を見せた。

現在は当時と比較すると、処理すべき（潜在）不良債権額は激増する一方で、成長率が下がり、金利自由化の進展によって預貸スプレッドが縮小するなど、不良債権処理の難度は上がっている。国有商業銀行の国家（政府）持ち株比率を現状の70%程度から50%強まで引き下げることにより調達できる資金にも限りがある。その一方で、長期（特別）国債発行といった方策による不良債権処理の道は残されている。

ただし、企業債務の膨張と不良債権発生の背景である、収益性の低い国有企業と国有銀行の密接な関係が温存される限り、状況が抜本的に改善されることはあるまい。いったんは処理できても同じことが繰り返される可能性が高いのである。

Ⅷ. おわりに

このように、中国の債務問題は、当面は問題の先送りは可能であろうが、中長期的には金融危機的な状況が生じる可能性は否定できない。中国の企業債務の8割は国有企業によるものとされ、債務削減・処理に加え、国有企業の収益性や製品の付加価値を高めることに資する政策の推進がなされるべきである。

そして、拙速なデレバレッジは禁物である。中国が市場メカニズムに基づき企業の優勝劣敗を徹底するなどして、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。

それを避けるのであれば、債務残高の増加ベースを抑えつつ、企業の収益構造を改善するなどして、デレバレッジを漸進的に進めるしかない。

しかし、2019年はそれを棚上げにして、投資主導で景気下振れ回避を優先しようとしている。デレバレッジの先送りが短期で終結しなければ、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。

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%ポイント程度押し

下げられる。中長期的には債務問題のソフトランディングが極めて重要な課題となり、その鍵を握るのはデレバレッジを含む構造改革の推進なのである。

さらにいえば、企業債務の膨張には、企業の資金調達手段として銀行貸出といった間接金融

への依存度が極端に高く、直接金融（株式市場）が有効に機能していないという問題も大きい。企業債務問題のソフトランディングには、国有企業改革に加えて、資本市場改革の推進も不可欠であろう。

参 考 文 献

齋藤尚登，永井寛之（2018）大和総研調査季報
2018年1月新春号 Vol. 29「中国は金融危機を回避できるのか？」

金子実，永井寛之，中田理恵（2017）大和総研
レポート「高まり続けている中国の国際収支リスク」

IMF（2017a）People's Republic of China: 2017
Article IV Consultation-Press Release; Staff
Report; and Statement by the Executive
Director for the People's Republic of China

IMF（2017b）Global Financial Stability Report

October 2017: Is Growth at Risk?

BIS（2016）BIS Quarterly Review, September
2016

姚余棟，金海年（2016）『中国債務 如何にして高レバレッジの罠から抜け出すか』中信出版社

李揚（2017）『経済が構造的減速過程にある中で
の金融リスクの管理』社会科学文献出版社

熊利平，蔡幸（2012）中国銀行業監督管理委員会「潜在的不良債権比率に基づく商業銀行の信用リスク判断の強化に関する研究」