

財務総合政策研究所 平成30年度中国研究会(第1回)

中国の金融リスク

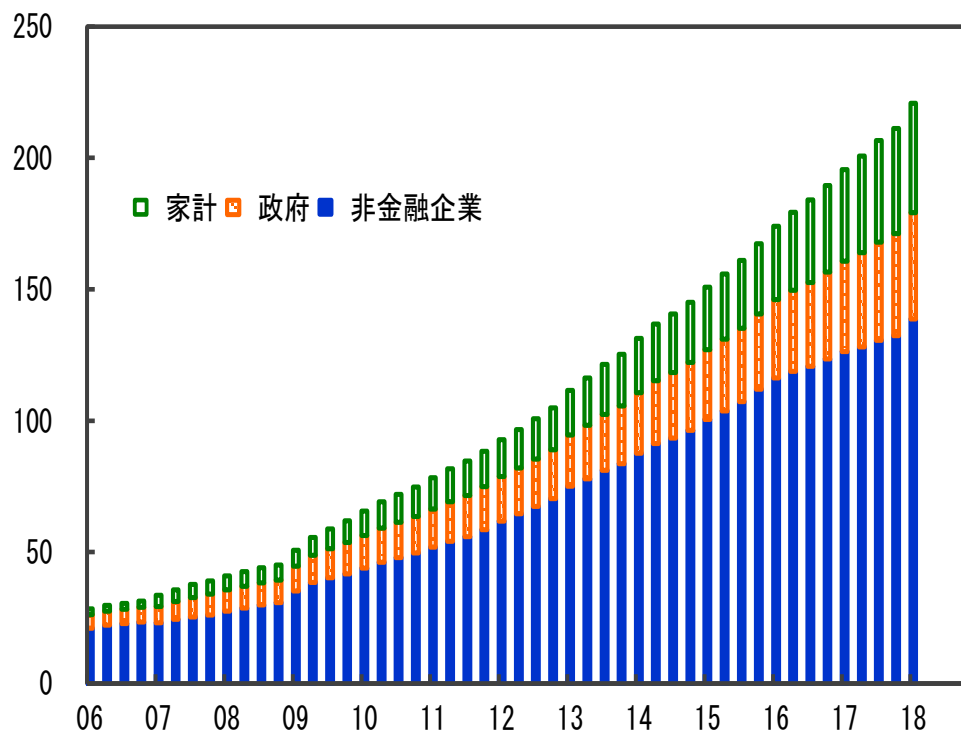
株式会社 大和総研
主席研究員 齋藤 尚登
2018年10月30日

中国の債務残高とGDP比の推移

◎国際決済銀行(BIS)によると2018年3月末時点の中国の債務残高のGDP比は261.2%と過去最高を更新。**2009年以降の増加ぶりが著しい**。2008年末は141.3%だった

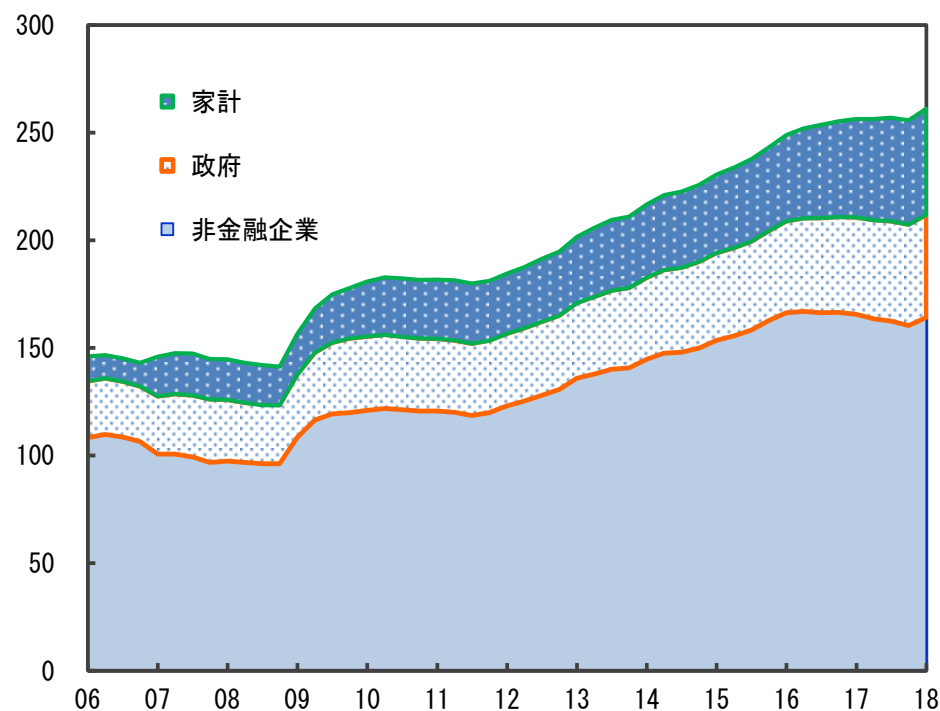
- ・非金融企業96.3%(08年末)⇒164.1%(18年3月末)、家計17.9%⇒49.3%、政府27.1%⇒47.8%

中国の部門別債務残高 (単位: 兆元)



(出所) 国際決済銀行 (BIS) 統計より大和総研作成

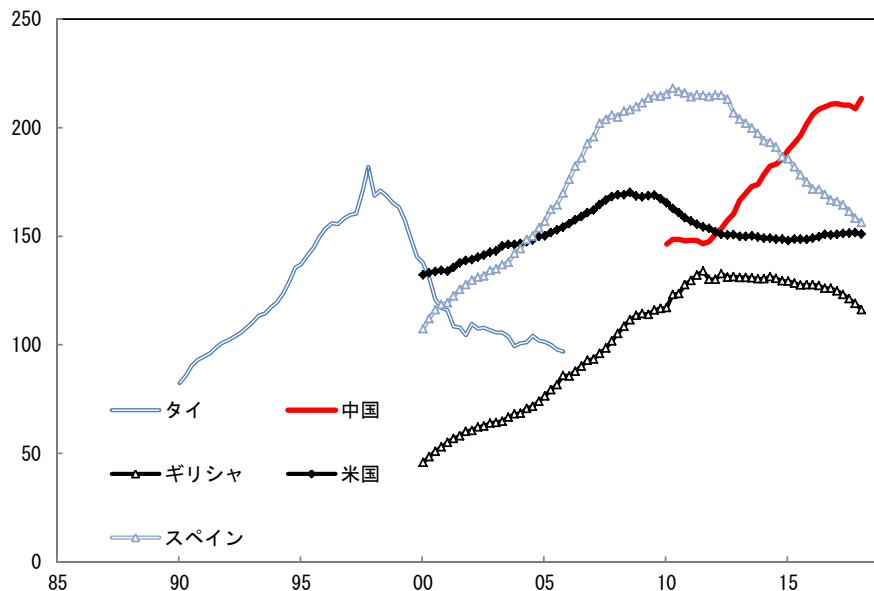
中国の部門別債務残高のGDP比 (単位: %)



(出所) BIS統計より大和総研作成

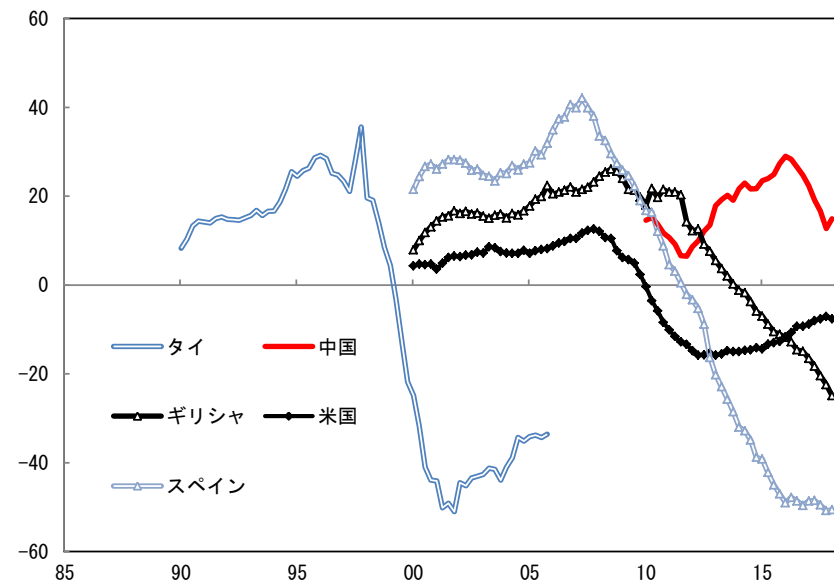
中国の債務残高は金融危機や景気の急減速を招きかねない危険なレベル

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

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)



(出所) BIS統計より大和総研作成

- 「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は、みな酷い結果に終わっている」(IMF、2017年の中国の年次報告)
- 「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」(BIS、2016年9月“BIS Quarterly Review”)

社会資金調達金額残高の急増

社会資金調達金額残高の推移（単位：億円）

	社会資金調達	人民元貸出	委託貸出	信託貸出	外貨貸出	貸出償却	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
2006	264,500	216,134	11,091	2,028	9,361		4,850	5,698		9,303	
2007	321,326	251,580	14,407	3,732	11,411		11,562	8,034		13,564	
2008	379,765	298,625	18,599	6,877	11,993		12,626	14,358		15,965	
2009	511,835	392,095	25,258	11,238	18,649		17,234	26,734		18,886	
2010	649,869	470,121	36,422	15,103	21,614		40,586	38,042		24,722	
2011	767,478	545,811	44,143	17,142	24,445		50,651	51,814		29,098	
2012	914,186	627,682	51,692	29,999	31,095		61,136	74,819		31,601	
2013	1,074,575	716,813	72,214	48,329	33,333		68,839	92,925		33,718	
2014	1,228,591	814,300	93,300	53,500	34,700		68,660	116,900		37,690	
2015	1,382,824	927,521	110,099	54,539	30,193		58,544	146,258		45,251	
2016	1,612,603	1,051,860	131,950	62,758	26,301		39,022	179,199		57,722	
2017	1,828,692	1,190,293	139,720	85,314	24,780	19,948	44,386	183,748	54,819	66,456	6,855
2018.1-9	1,973,015	1,318,147	128,065	80,751	24,452	26,403	37,614	194,549	71,773	69,581	9,948

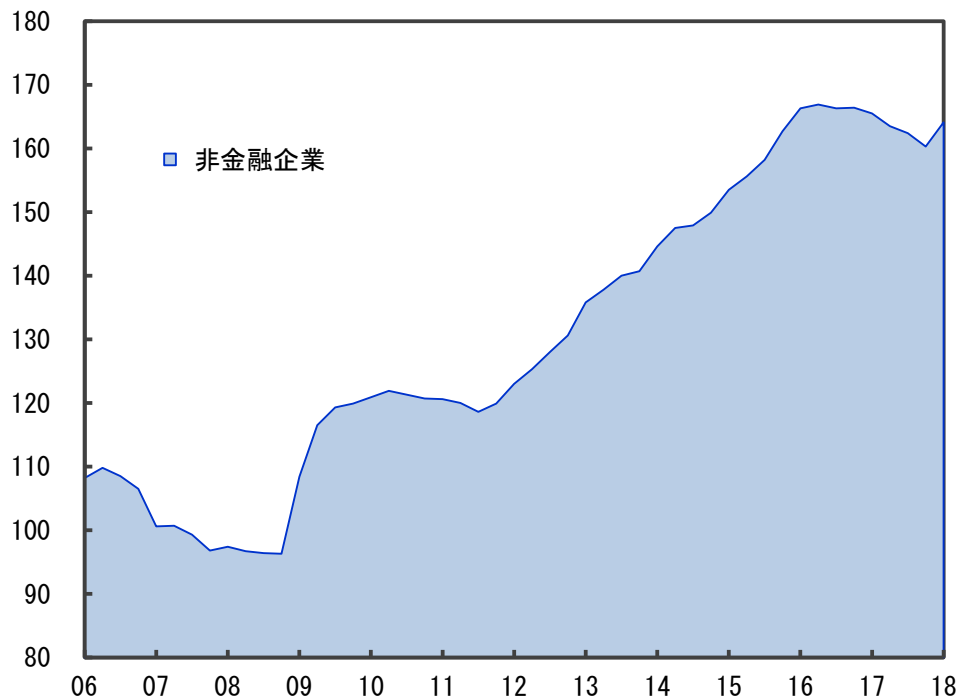
社会資金調達金額残高のGDP比の推移（単位：%）

	社会資金調達	人民元貸出	委託貸出	信託貸出	外貨貸出	貸出償却	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
2006	120.5	98.5	5.1	0.9	4.3	0.0	2.2	2.6	0.0	4.2	0.0
2007	118.9	93.1	5.3	1.4	4.2	0.0	4.3	3.0	0.0	5.0	0.0
2008	118.9	93.5	5.8	2.2	3.8	0.0	4.0	4.5	0.0	5.0	0.0
2009	146.6	112.3	7.2	3.2	5.3	0.0	4.9	7.7	0.0	5.4	0.0
2010	157.3	113.8	8.8	3.7	5.2	0.0	9.8	9.2	0.0	6.0	0.0
2011	156.9	111.5	9.0	3.5	5.0	0.0	10.4	10.6	0.0	5.9	0.0
2012	169.2	116.2	9.6	5.6	5.8	0.0	11.3	13.8	0.0	5.8	0.0
2013	180.5	120.4	12.1	8.1	5.6	0.0	11.6	15.6	0.0	5.7	0.0
2014	190.8	126.4	14.5	8.3	5.4	0.0	10.7	18.2	0.0	5.9	0.0
2015	200.7	134.6	16.0	7.9	4.4	0.0	8.5	21.2	0.0	6.6	0.0
2016	216.9	141.5	17.7	8.4	3.5	0.0	5.2	24.1	0.0	7.8	0.0
2017	221.1	143.9	16.9	10.3	3.0	2.4	5.4	22.2	6.6	8.0	0.8
2018.1-9	217.2	145.1	14.1	8.9	2.7	2.9	4.1	21.4	7.9	7.7	1.1

（出所）上表ともに中国人民銀行より大和総研作成

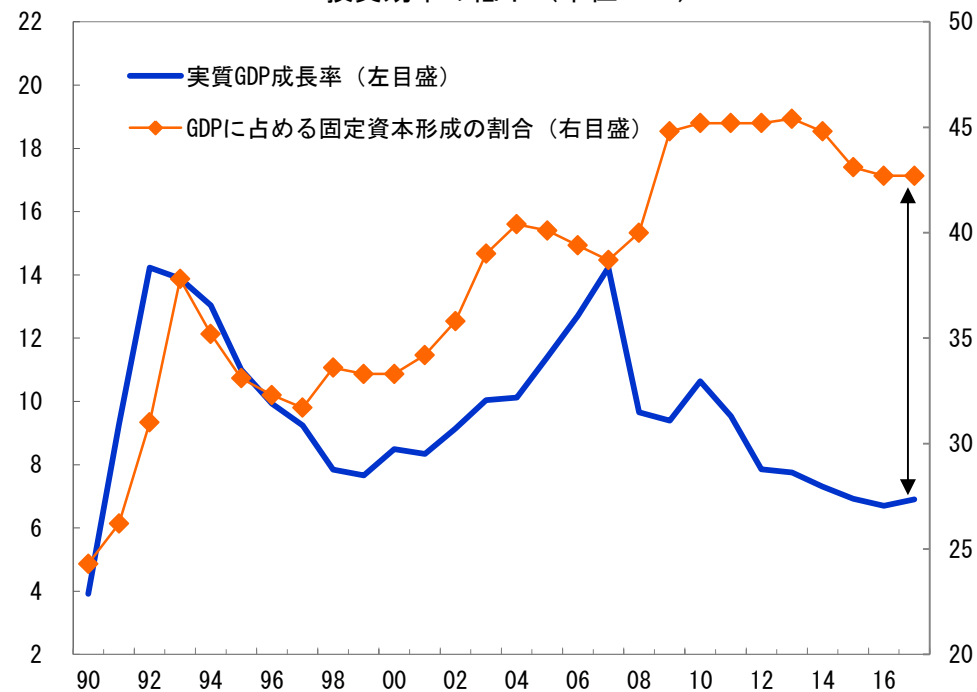
非金融企業債務残高の急増と2008年11月発動の4兆元の景気対策①

非金融企業債務残高のGDP比（単位：％）



（出所）BIS統計より大和総研作成

投資効率の低下（単位：％）



（出所）「中国統計年鑑2018年版」、中国国家统计局より大和総研作成

非金融企業債務残高の急増と2008年11月発動の4兆元の景気対策②

◎中国はリーマン・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。「保八」が合言葉

- ・未曾有の金融緩和。2009年の人民元貸出増加額は前年比で倍の9.6兆元
⇒2010年～11年の人民元貸出増加額は2年連続で減少するも、銀行貸出よりも短期・高金利の、いわゆるシャドーバンキング(影の銀行)経由の資金調達が急拡大
⇒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30.5%増を記録し、2017年前半まで20%増前後の高水準の伸び率が続く
- ・一方で投資効率は大きく低下。GDPに占める固定資本形成の割合(=投資比率)は一段と上昇したが、2011年～16年にかけて成長率は持続的に低下
- ・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。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る
- ・「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)
⇒過剰生産能力の急増、地方都市における住宅過剰在庫、地方政府債務や企業債務の急増など金融リスクの増大、資源浪費や環境破壊などの問題がさらに深刻化

中国当局も金融リスク抑制の重要性を強く認識

◎ 2015年11月以降、頻出するようになったキーワード「[サプライサイドの構造改革](#)」

(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

◎ デレバレッジの焦点は非金融企業債務

・ [非金融企業債務残高の過半\(8割とも\)](#)は国有企業とされ、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

・ 背景は、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

デッド・エクイティ・スワップ(DES)への期待と懸念

◎「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に関する国務院の意見」

(2016年10月)では、デレバレッジの手段として、

- (1)企業の合併と再編、(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、
- (4)企業の債務構造の最適化、
- (5)市場ルールに基づく銀行債権の株式化=デッド・エクイティ・スワップの秩序立った推進、
- (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、を掲げる

※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思えない

◎「市場化した銀行債権の株式化に関する指導意見」(国務院、2016年10月)

- ・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
- ・最終損失を政府が負わないことも明記

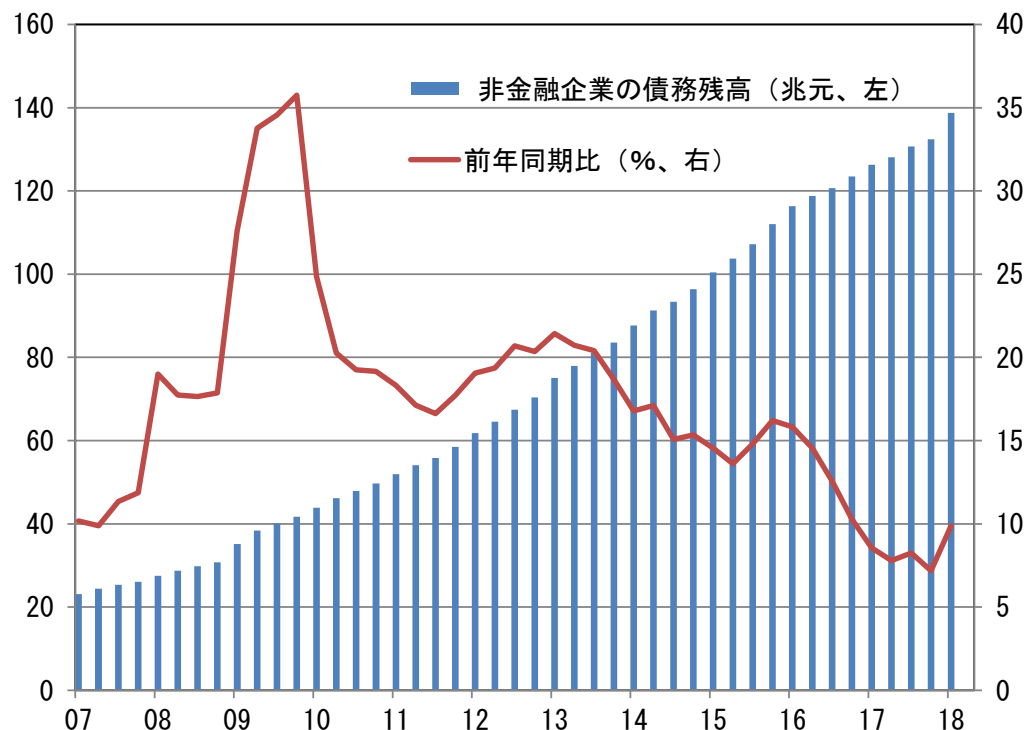
※ここでも問題になるのは、債務者(国有企業が中心)、債権者(国有銀行が中心)、実施機関(金融資産管理会社、保険資産管理機関、国有資本投資運営会社)のいずれもが国有企業という状況下で、「市場化原則」が貫徹できるか否か。政府の裁量の余地が大きく、マーケット機能を重視しないDESはうまくいかない

それでも非金融企業のデレバレッジがある程度進んだのは何故か？

◎非金融企業の債務残高のGDP比は、2016年6月末の166.9%をピークに2017年12月末には160.3%に低下(ただし、2018年3月末は164.1%に再び上昇)

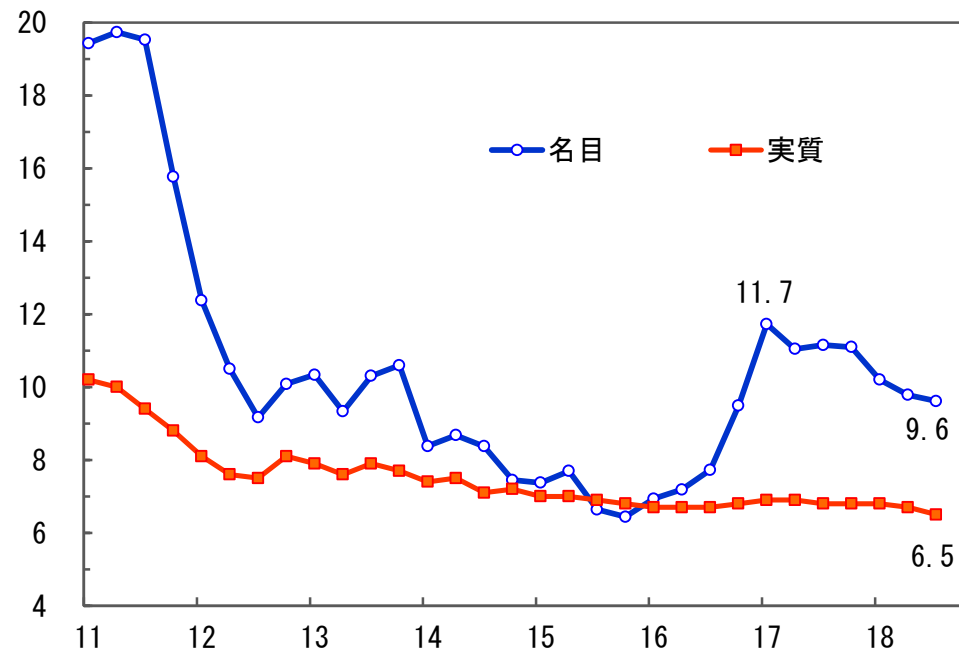
- ・債務残高伸び率の持続的な低下
- ・デフレ脱却による名目GDP成長率の加速

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

中国の名目・実質GDP成長率（四半期）の推移（単位：％）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

デフレ脱却と漸進主義の有効性

◎デフレ脱却

- ・GDPデフレーターの上昇は、工業分野、中でも川上産業の価格急騰によるもの
 - ・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を実施。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
- ⇒需要増加と価格急騰によって鉄鋼や石炭をはじめ、工業企業の業績は急速に改善
- ⇒鉄鋼、石炭、デベロッパは不良債権が集中する3業種。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

※中国で過剰生産能力を抱える業種はあまたあるが、厳格な削減は鉄鋼と石炭に的を絞ったことが奏功し、大量の失業者を生むことが避けられたのと同時に、上記のような成功体験を享受することが可能に。この成功体験は、ある程度の成長を確保しつつ、漸進的な改革(デレバレッジを含む)を推進することの重要性をあらためて示唆

2017年春以降、金融リスク防止を目的にデレバレッジを強化 行きすぎ懸念も

- 2017年春以降、政府は金融リスクの防止を目的に銀行に対して**デレバレッジ**を指示。金融機関の資金調達・運用に対する規制、監督管理を強化。2017年4月下旬の中央政治局会議は金融リスクの防止がテーマ、シャドーバンキングへの規制強化などを指示
- 2017年10月の中国共産党第19回党大会における習近平総書記の報告では、2020年までを小康(ややゆとりのある)社会の全面的完成の決戦期と位置付けて、今後3年間は、**①重大リスク(金融リスク)の防止**、**②脱貧困**、**③環境汚染防止**、の3つを重視

1年物企業債（最上級）利回りと1年物貸出基準金利の推移
(単位：%)



(出所) 中国人民銀行、中国中央国債登記決済有限責任会社より大和総研作成

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	預金機関による資産担保証券	貸出償却	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	▲ 129	253	13,836
2017年2月	11,046	10,317	368	1,172	1,062	▲ 1,719	▲ 1,125	0	570	▲ 10	149	360
2017年3月	24,001	11,586	288	2,039	3,113	2,390	129	1,806	800	164	846	12,127
2017年4月	15,604	10,806	▲ 283	▲ 48	1,473	345	501	2,019	769	▲ 505	210	5,081
2017年5月	13,136	11,780	▲ 99	▲ 278	1,812	▲ 1,245	▲ 2,488	1,934	458	294	277	1,455
2017年6月	21,131	14,474	73	▲ 32	2,481	▲ 230	▲ 169	1,991	487	113	1,309	6,584
2017年7月	14,983	9,152	▲ 213	163	1,232	▲ 2,037	2,621	3,326	536	▲ 505	205	6,045
2017年8月	17,514	11,466	▲ 332	▲ 82	1,143	242	1,137	1,924	653	446	250	6,380
2017年9月	22,451	11,885	▲ 232	775	2,368	784	1,654	2,517	519	324	1,276	10,798
2017年10月	12,004	6,635	▲ 44	43	1,019	12	1,482	1,315	601	61	271	5,413
2017年11月	19,139	11,428	198	280	1,434	15	853	2,282	1,324	248	481	7,513
2017年12月	15,865	5,769	169	601	2,245	676	337	849	817	1,476	2,059	9,926
2018年1月	30,673	26,850	266	▲ 714	455	1,437	1,162	0	500	▲ 137	320	3,556
2018年2月	11,854	10,199	86	▲ 750	660	106	624	108	379	▲ 146	261	1,568
2018年3月	15,685	11,425	139	▲ 1,850	▲ 357	▲ 323	3,455	662	404	387	1,234	4,121
2018年4月	17,726	10,987	▲ 26	▲ 1,481	▲ 94	1,454	4,030	808	533	821	259	6,764
2018年5月	9,458	11,396	▲ 228	▲ 1,570	▲ 904	▲ 1,741	▲ 412	1,012	438	377	479	▲ 1,710
2018年6月	14,852	16,787	▲ 364	▲ 1,642	▲ 1,623	▲ 3,649	1,337	1,019	258	272	1,737	▲ 1,571
2018年7月	12,161	12,861	▲ 773	▲ 950	▲ 1,192	▲ 2,744	2,185	1,851	175	123	176	73
2018年8月	19,286	13,140	▲ 344	▲ 1,207	▲ 688	▲ 779	3,376	4,106	141	501	377	6,490
2018年9月	22,054	14,354	▲ 670	▲ 1,435	▲ 908	▲ 548	142	7,389	272	895	1,612	8,370

(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

今後、理財商品など資産運用商品の元本割れが急増？①

◎様々なリスクを抱えるシャドーバンキング(影の銀行)

企業債の発行主体は国有企業や地方政府融資平台が中心。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む。同様のモラルハザードは、資産運用商品にも蔓延。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。これを「剛性兑付」(確実償還)といい、「理財商品」が代表例。

◎「剛性兑付」を可能にしているのが、資金プール運用。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。それでも損失が出そうな場合は地方政府や金融機関が補てんすることがある。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る

⇒2017年11月に、中国人民銀行、銀行業監督管理委員会、証券監督管理委員会、保険監督管理委員会、国家外貨管理局は、「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見(意見聴取版)」を発表。2018年4月27日に発効

今後、理財商品など資産運用商品の元本割れが急増？②

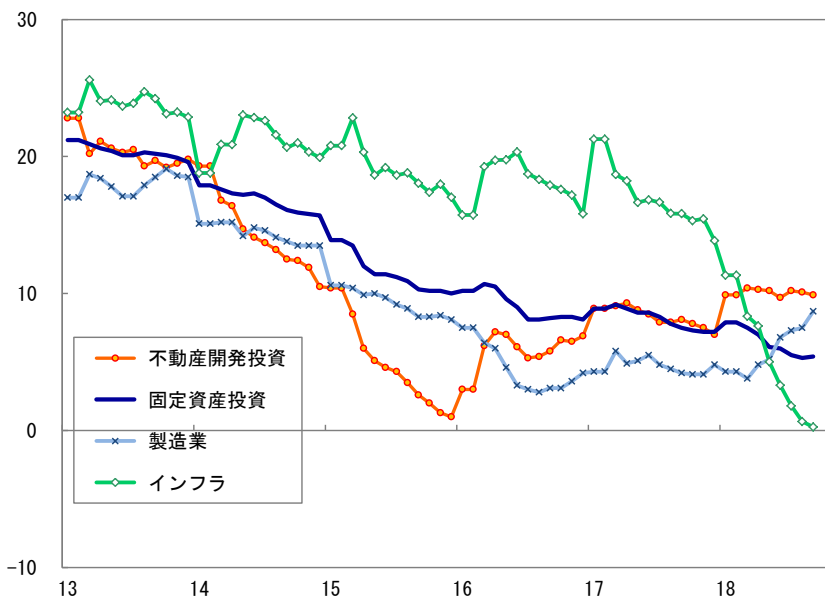
◎「**指導意見**」は「**剛性兑付**」と「**資金プール運用**」を明確に禁止。資産運用商品を予想収益型から基準価格型へ移行し、基準価格管理を行うことを求める。従来の主流派である予想収益型では、金融機関は予想収益率を上回った部分を管理費や仲介業務収入として受け取っていたが、今後、投資収益・損失は全て投資家に帰るとし、損失補てんを行った金融機関は処罰される。施行は2021年1月1日が予定されており、それまでは過渡期として、既存の資産運用商品が期限を迎えるのを待ちつつ、新規に発行される資産運用商品は「指導意見」に則ったものになっていくことに

⇒「**指導意見**」が厳密に適用され、特に**資金プール運用が禁止されると、元本割れが急増する可能性がある**。この場合は**投資資金の連鎖的な引き上げにより、企業やプロジェクトが資金調達難に陥り、資金繰りの悪化から企業倒産が増加する可能性もある**。金融システムは不安定化し、突発的な流動性リスクの発生、さらにはシステミックリスク発生の懸念さえ台頭しかねない状況に

⇒現実的には、2020年末までの過渡期を金融機関と投資家の徹底的な啓発のために十分に活用し、監督・管理の強化を段階的に進め、資産運用商品のリスクを徐々に低下させていくことに

インフラ投資の腰折れの主因の一つはデレバレッジ

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

◎ インフラ投資が腰折れ

- 2013年以降20%増前後で推移したインフラ投資(含む電気・水道・ガス)は、18年1月～9月は0.3%増へ失速
 - 地方政府債務の急増につながり得るPPP(パブリック・プライベート・パートナーシップ:官民連携)プロジェクトの一部停止や見直しが広がったことが背景
 - 地方政府が民間資本に対して資金調達を肩代わりしたり、投資元本や収益を保証するといったことが横行
- ⇒17年5月、6月、11月にPPP管理強化を通達
⇒2018年4月27日発効の「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見」によって、PPPプロジェクトへの資金流入が抑制された可能性

2018年7月23日の国務院常務会議 景気サポートを本格化

◎2018年7月23日の国務院常務会議(主宰は李克強首相) 景気サポートを本格化

① 積極財政を一段と積極化

・従来決まっていた税金・費用を年間1.1兆元(約18兆円)軽減する他、研究開発投資を対象とした650億元規模の減税を実施

② 金融政策は従来の「穏健中立」から「穏健」へ変更

・「穏健」とは若干の引き締めから若干の緩和までを含む幅広い概念。「穏健中立」から「穏健」への変更は、今回の文脈では若干の緩和への変更を意味

③ 小型・零細企業へのサポートを強化

1.商業銀行が小型・零細企業向けの金融債を発行することを奨励、2.国家による融資担保(債務保証)基金への出資を加速し、毎年新たに15万社の小型・零細企業へのサポート増と1,400億元の新規貸出増を目指す、3.小型・零細企業に対する債務保証規模の拡大や費用の引き下げについて顕著な成果を上げた地方に、奨励補助金を支給

④ 建設中のプロジェクトの資金需要を保証

・3月の全人代で1.35兆元(約22兆円。2017年から5,500億元上乘せ)の特別債の発行を承認。2018年1月～6月の発行は3,673億元(全体の27.2%)にとどまり、中国財政部は9月末までに全体の8割、10月末までにほぼ全てを発行するように指導

2018年7月31日の政治局会議

◎2018年7月31日の政治局会議(主宰は習近平総書記) **経済政策の6項目の重点**

(1)経済の安定した健全な発展を維持し、積極的な財政政策と穏健な金融政策を堅持、

(2)**「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、**インフラ分野の**

「弱点の補強」に注力、

(3)金融リスクの低減と、実体経済のサポートをしっかりと行い、デレバレッジを堅持、

(4)改革開放政策を推進、

(5)**不動産市場の問題を解決し、住宅価格の上昇を断固抑制、**

(6)民生の改善と社会の安定にしっかりと取り組む

⇒**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に**

とどめる、というのがあるべき姿。しかし、**デレバレッジが棚上げされるリスクも**

⇒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(脱貧困やイノベーション重視

など)の5つ。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、**3デレバレッジの重要度は相対的に低下**

⇒**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**

中国の非金融企業債務問題の行方 当面の暴発は回避？

◎金融危機の発生は当面は回避か

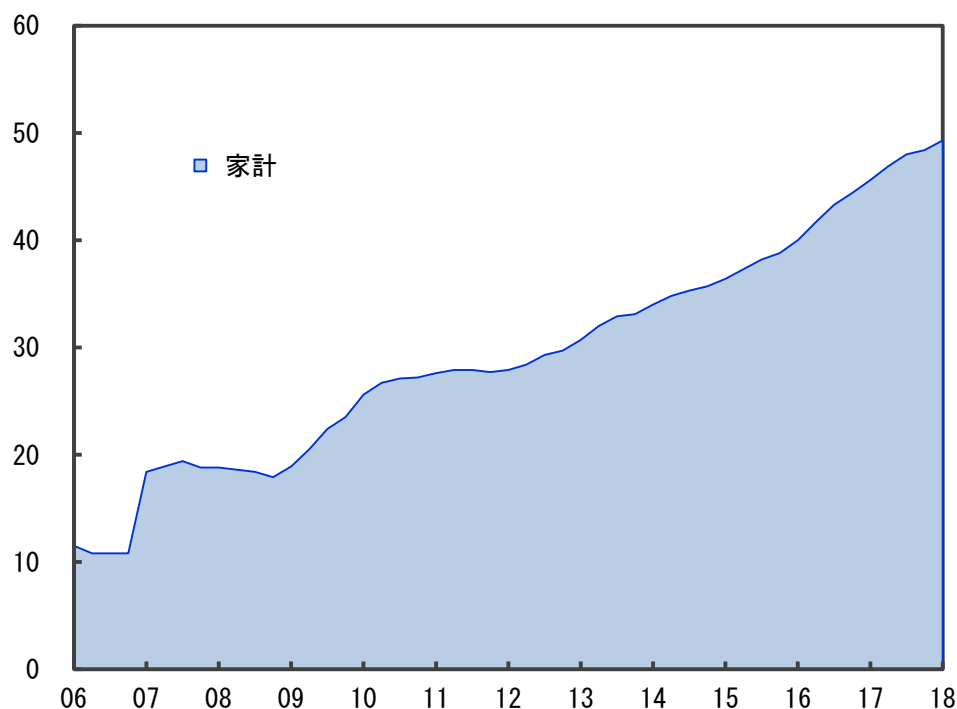
- 非金融企業の債務残高の過半(8割程度との分析もある)は国有企業によるものとされ、本来であれば政府が負うべき債務を国有企業が肩代わりしている可能性が高い
 - これが政府債務に準じると考えれば、中国の債務構造は日本と類似
- ⇒日本の政府債務残高のGDP比は極めて高水準であるが、そのほとんどを国内勢が保有しているため、金融危機的なものは起こりにくいとの指摘
- ⇒これは中国にも当てはまる。国有銀行と国有企業の関係は極めて密接であり、銀行貸出は国有企業に集中する傾向が強く、シャドバンキング経由の資金調達も地方政府融資プラットフォームと呼ばれる国有部門が多くを占めた。いずれも資金の出し手のほとんどは国内勢

家計部門の債務急増にも要注意

◎2018年3月末の家計債務残高のGDP比は41.7%と、かつて不動産バブルの発生・崩壊を経験した国々と比較すると、中国の水準は低く、現在の水準であれば家計債務を発端とする金融危機が発生するリスクは低い

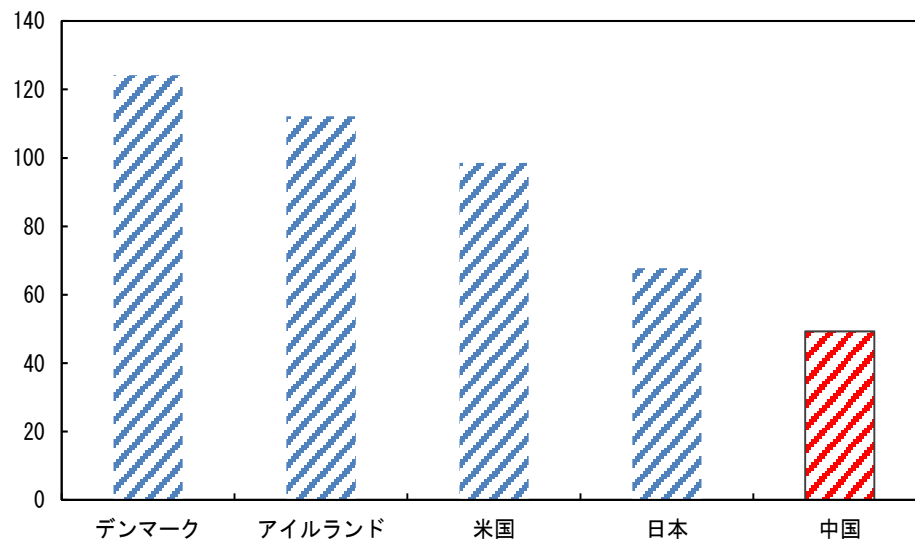
◎問題は家計債務の増加ペースが速いこと。このペースでの上昇が続けば2024年前後には日本のバブル期に比肩

家計債務残高のGDP比（単位：％）



（出所）BIS統計より大和総研作成

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：％）



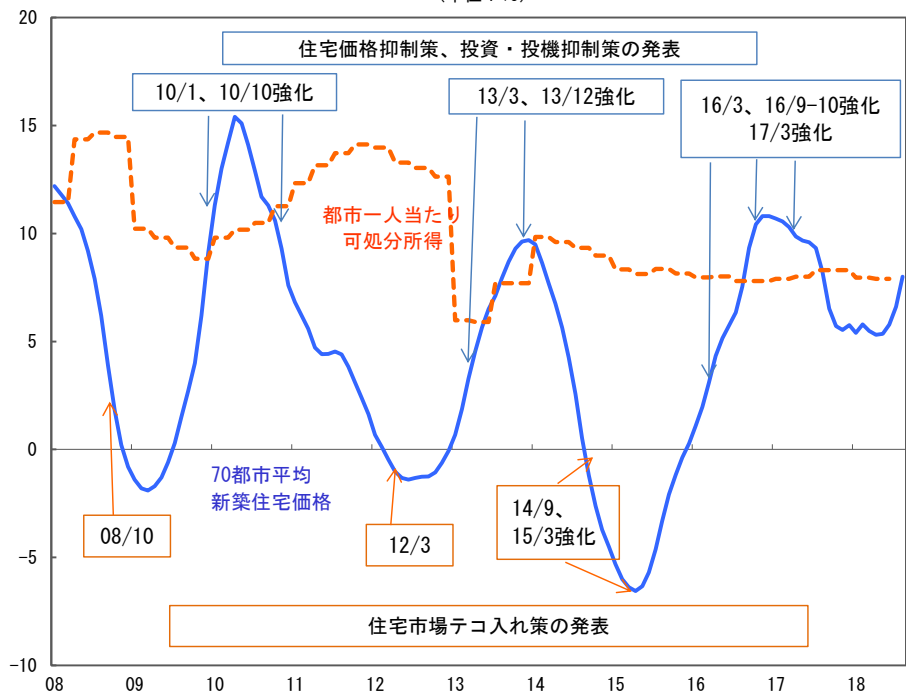
（注）デンマークは2007年末、アイルランドは2010年末、米国は2007年末、日本は1989年末、中国2018年3月末

（出所）BIS統計より大和総研作成

住宅価格のサイクルが崩れるリスクは？ 人口動態に要注意

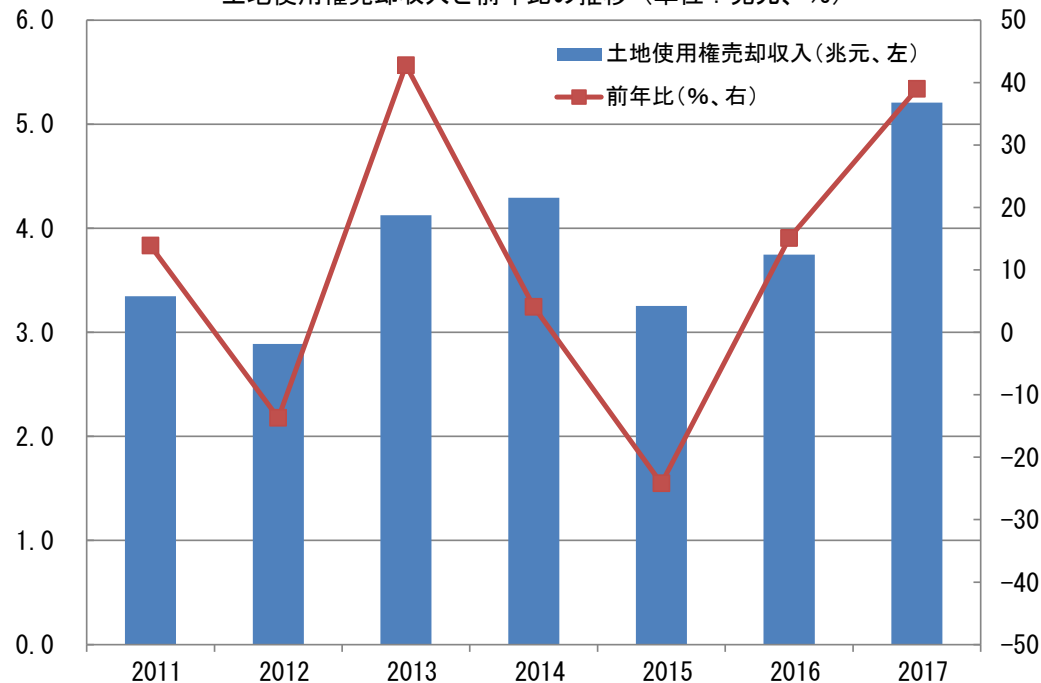
- 中国政府は住宅価格が高騰しているときには抑制策を、住宅価格が下落しているときにはテコ入れ策を講じて、住宅価格に強い影響を与えてきた。中国の人々は住宅市場を有望な投資先と認識しており、このサイクルが崩れない限り、住宅市場が崩壊するリスクは低い
- 住宅実需を支える30歳～34歳人口は2020年にピーク。その後の10年で38.4%も減少

住宅価格（前年同月比）、都市一人当たり可処分所得（1月から累計の前年同期比）と住宅政策
（単位：％）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

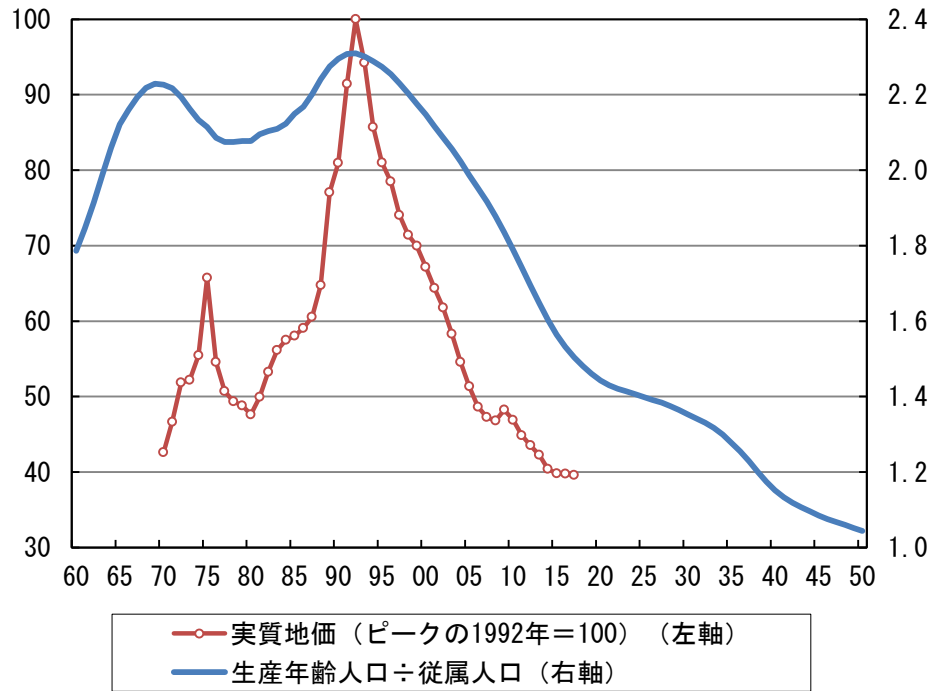
土地使用権売却収入と前年比の推移（単位：兆元、％）



（出所）中国財政部より大和総研作成

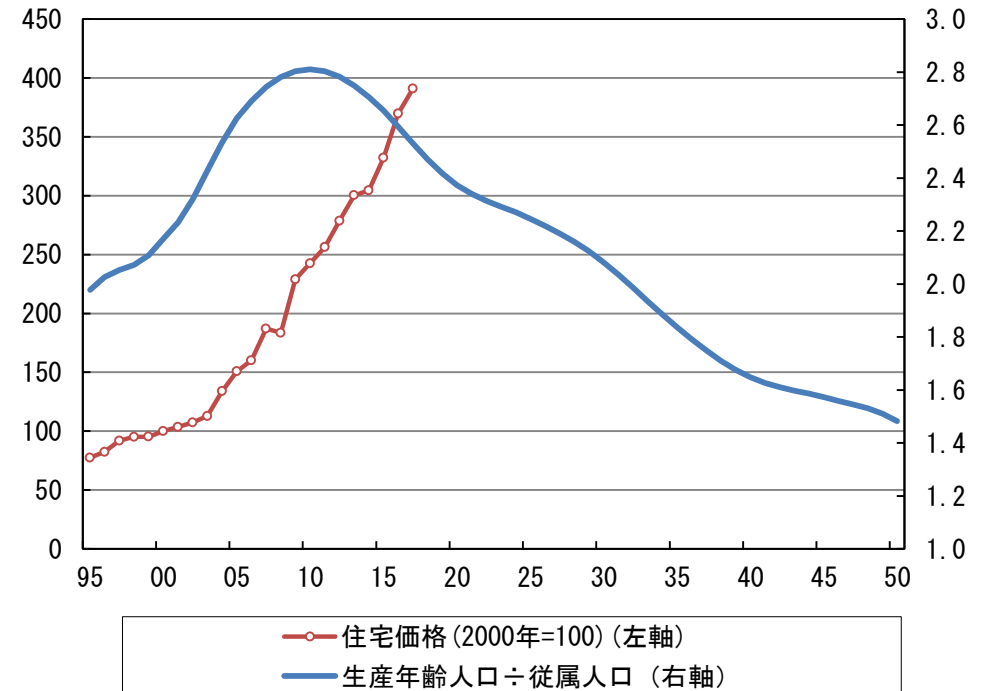
住宅需要への人口ボーナスのサポートは逡減

日本の人口動態と実質地価



(出所) 国土交通省、世界銀行統計より大和総研作成

中国の人口動態と住宅価格



(出所) 中国国家统计局、世界銀行統計より大和総研作成

中国の金融リスクについて

- 中国の非金融企業部門を中心とする債務残高のGDP比や増加ペースの速さは、金融危機やバランスシート調整によって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
- 非金融企業の債務残高の過半は国有企業によるものである。デレバレッジの前に、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
- 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。デレバレッジは漸進的に進める以外に、ソフトランディングの道はない
- さらに言えば、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・債券市場)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、国有企業改革と資本市場改革の推進が不可欠であろう
- 家計部門の債務急増にも要注意。現状は懸念される水準ではないが、増加ペースは速い。このままのペースで拡大すれば2024年頃には日本のバブル期に比肩

結びに換えて 検討課題

✓ 過剰投資はどの程度なのか？

- ・4兆元の景気対策発動以前のGDPに占める固定資産形成の割合は32.5%。これを上回る部分を過剰と見做せば、累計で64兆元(約1,042兆円)程度。GDP比は78.7%

✓ 潜在的不良債権比率はどの程度なのか？

- ・中国銀行業監督管理委員会(当時)のワーキングペーパー「金融監督管理研究」2012年第10期によると、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%。潜在的不良債権比率は、EBITDA(営業利益+償却費)≦支払利息の状態となっている上場会社の負債合計を上場会社の総負債で除したものとして計算
- ・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。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」によると、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%。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
- ✓ 今後のシナリオは？金融危機の発生、資産価格の暴落とバランスシート調整、
経常収支と直接投資収支の赤字化(外貨準備の減少に資本取引規制の強化、緊縮的
マクロ経済政策で対応する場合、景気が減速し、不良債権化も)

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研の親会社である(株)大和総研ホールディングスと大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。

【重要な注意事項】

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗(支店担当者)経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200% (但し、最低2,700円)の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.97200%の国内取次手数料(税込)に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動(裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます)による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価(購入対価・売却対価)のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第108号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会