

中国は金融危機を回避できるのか？

経済調査部 齋藤 尚登／永井 寛之

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。

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であろう。

そして、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。

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。

目 次

- 1章 リーマン・ショックに対して4兆元の景気対策を発動
- 2章 2014年末にかけて急増した地方政府債務とその抑制策
- 3章 焦点は非金融企業債務のデレバレッジへ
- 4章 高水準の債務残高は大きなリスク要因
- 5章 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
- 6章 ハードランディングのリスクは？
- 7章 おわりに

1章 リーマン・ショックに対して4兆元の景気対策を發動

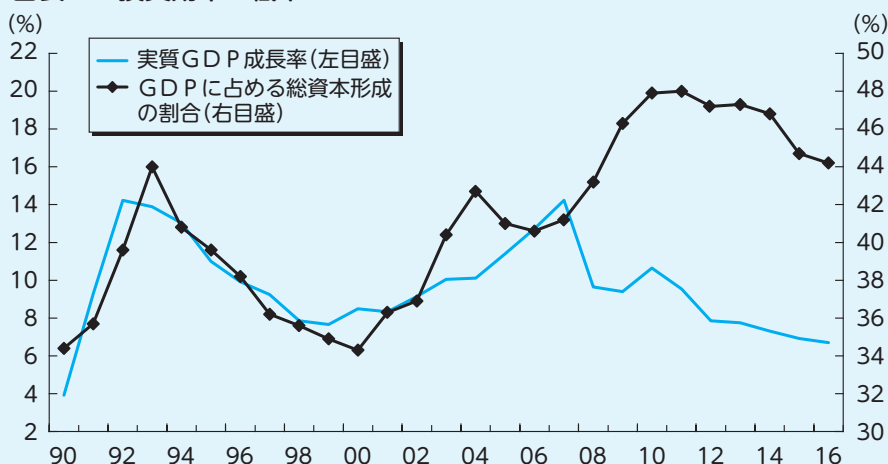
1.4兆元の景気対策の功罪

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約57兆円）の景気対策を発表した中国は、年間で前年比8%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）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比ではほぼ倍の9.6兆元に達したほどであった。その後2010年～11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、いわゆるシャドーバンキング（影の銀行）経由の資金調達が増大して、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30.5%増を記録し、2012年まで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8.1% ptが総資本形成の寄与であった。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。GDPに占める総資本形成の割合（投資比率）は一段と上昇したが、2011年～16年にかけて成長率の低下が続いたのである（図表1）。中国の投資比率は、2011年の48.0%をピークに若干低下したが、それでも2016年は44.2%と高水準である。日本の経験では高度成長期の1973年の36.4%がピークであったが、中国では過去14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月發動の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。中国では国家发展改革委員会が重要な投資案件の認可権を持つ。「収

図表1 投資効率の低下



（出所）「中国統計年鑑2017年版」、中国国家统计局から大和総研作成

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、当時の状況である。このことが、投資効率の低下、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をさらに深刻化させる要因となったのである。

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增长へ、(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。

「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) 不足の補充（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。「ニューノーマル」では、経済構造は規模拡大・能力増強からストックの調整へ移行するとされ、「サプライサイドの構造改革」では、

これが過剰生産能力の解消や過剰不動産在庫の削減に受け継がれている。

さらに言えば、「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いる。

2章 2014年末にかけて急増した地方政府債務とその抑制策

1. 地方政府債務が抱えるリスク

中国の債務問題で当初注目されたのは、2014年末にかけて急増した地方政府債務の問題であった。地方政府債務については、日本の会計検査院に相当する中国審計署が実地検査を踏まえて2010年末、2012年末、2013年6月末時点の調査結果を発表し、2014年以降は年末時点のいくつかのデータを財政部資料によって確認することができる。これによると、地方政府債務残高は、2010年末は6.7兆元、2012年末は9.6兆元、2013年6月末は10.9兆元であったが、2014年末には15.4兆元へ急増した（背景は後述）。その後、2015年1月1日の新予算法の発効により、地方政府債務残高は厳格に管理されるようになり、2015年末は16.0兆元、2016年末は17.2兆元と、増加ペースは抑制された。

2013年12月30日に審計署が発表した「全国政府債務会計検査結果」は、地方政府債務が様々なリスクを抱えていることを示した。以下では3つのリスクに絞って解説する。一つ目は潜在的な不良債権比率の高さである。審計署によると、偶発債務である政府保証債務と、政府が一定の救済責任を負う可能性のある債務について、これらの年間返済額をそれぞれ100とする場合、地方政

府が肩代わりした割合は2007年以降の最高でそれぞれ19.1%、14.6%であったという。これは財政資金が返済済みであるため不良債権と認識されない。しかし、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ていたことは事実であり、潜在的な不良債権比率はかなり高いと推察された。

二つ目は地方政府債務・偶発債務の金利負担の増大である。2013年6月末時点の地方政府債務・偶発債務残高を債権者別に見ると、銀行貸出が全体の5割強を占めるが、2010年末の8割弱からはウエイトが大きく低下した。その一方で、シャドーバンキングを経由する資金の流れがより太くなった。当然、これらの債務は銀行貸出に比べて高利であり、返済負担は増大した。

三つ目は債務の返済原資と返済期限のミスマッチである。地方政府債務・偶発債務の用途を見ると、全体の9割弱がインフラや公共事業関連に支出されている。審計署は、債務の多くは都市軌道鉄道、電気・水道・ガスといった都市建設、あるいは高速道路、鉄道、空港などインフラ整備のために用いられ、国家・地方の資産を形成するだけでなく、持続的な収入計上が期待できるとした。ただし、インフラや公共事業関連は資金回収期間が長い一方で、債務の期間構造は1年以下から長くても3年程度がほとんどであり、収入と債務の期間構造のミスマッチが発生したのである。

2. 地方政府債務のリスク抑制策

地方政府債務は様々なリスクを抱えていたわけであるが、「全国政府債務会計検査結果」が公表された翌日の2013年12月31日に、国家発展改革委員会は(1)銀行貸出やシャドーバンキング経由で調達した高利債務を中長期で低利の債券

に置き換えるなど、債務再編を強化する、(2)資金不足に直面するプロジェクトに対して債券発行による債務返済とプロジェクト再開を認可する——ことを発表した。潜在的不良債権の抜本的な処理をするのではなく、低利債券への借り換えによる金利負担軽減と返済期限の長期化・分散化によって問題を先送りしつつ、徐々に処理を進める方針を明らかにしたのである。

さらに、2014年10月には、財政部が地方政府債務への対応方針を発表した。特に重要な方針は、①地方政府債務残高を確定した上で、今後は「減らすだけで増やさない」との強い姿勢を打ち出したこと、②地方政府債務の返済を財政支出に組み入れた上で、債務返済に高い優先順位を付けたこと、③地方政府融資平台（中国版第三セクター）から政府資金調達機能を切り離し、一部地方政府融資平台の処理を進めるとしたこと——である。

地方政府債務残高を「減らすだけで増やさない」というのは、多分にスローガンの色彩が濃いのが、これほど強い表現を使わざるを得なかった背景には、2013年6月末から2014年末の間に、地方政府債務が10.9兆元（偶発債務を含めれば17.9兆元）から15.4兆元（同24兆元）へと急増したことがある。2015年1月1日の新予算法の発効後は、地方政府債務残高は毎年3月に開催される全国人民代表大会（全人代）で承認を得た残高に厳格に抑制され、しかも新たに増加する地方政府債務は地方債に限定されるため、その前にできるだけ資金調達をしておこうとのインセンティブが働いた可能性が高い。既述した通りに、新予算法の発効後は、地方政府債務残高は効果的に抑制されている。

さらに、既存債務については、2015年5月15

日に、財政部、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会が、既存の地方政府債務を中長期・低金利の地方債へ置き換える旨の通知を出した。この置き換えは、2014年末時点の地方政府債務残高15.4兆元のうち、期間が中長期である企業債券を除く、銀行貸出やシャドーバンキング経由などの資金調達分14兆元分を対象に3年間で行うとされた。2015年は3.2兆元、2016年は4.9兆元分が置き換えられ、年間の利払い負担は4,000億元減少したとされる。2017年は残りの6.0兆元が地方債に置き換えられたもようである。

地方政府債務の地方債への置き換えにより、債務は長期化・分散化し、金利負担は大幅に低下した。地方債の金利は、下限は国債利回り、上限は国債利回りの1.3倍と規定されている。中国人民銀行によると、地方政府融資平台向けの銀行貸出金利は年7%~8%程度のもが多く、置き換えにより金利コストは3%ポイント~4%ポイント程度引き下げられたという。

このように、地方政府の債務問題は取りあえず

の改善をみたといえるのかもしれない。しかし、地方債への置き換えは、返済期限の中長期化と分散化によって、問題を先送りにしたものであるし、置き換え一巡後は、次回の地方債発行による借り換えの際に金利が上昇していれば、金利負担の増加が懸念されることになる。

3章 焦点は非金融企業債務のデレバレッジへ

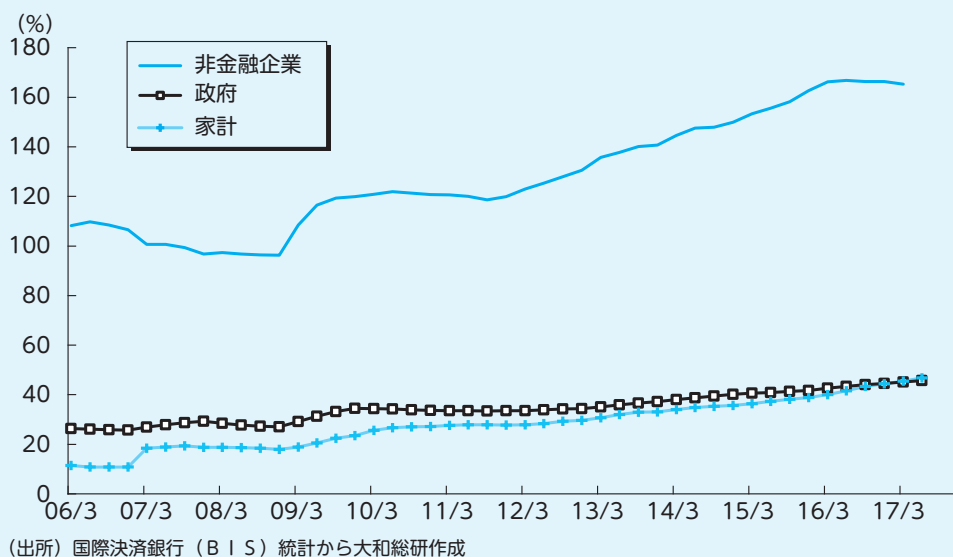
1. 急増した非金融企業債務

中国経済の過剰債務体質という構造問題は温存されたままである。

国際決済銀行（B I S）の統計で部門別債務残高のGDP比を見ると、急増したのは政府（含む地方）や家計ではなく、非金融企業であることが分かる（図表2）。

非金融企業債務残高の8割は国有企業とされ、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

図表2 中国の部門別債務残高のGDP比



業の比率が高い。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。

2. デット・エクイティ・スワップへの期待と懸念

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国務院の意見」を発表した。レバレッジ率引き下げの手段として掲げられたのは、(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——の7つであった。

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。

7つの手段のうち、マーケットに注目されたのは、(5) の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適用企業のリスク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、個人投資家等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、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D E S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。2016年11月に行った現地の政府系シンクタンクへのヒアリングでは、「D E S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、例えば家族会議といえる。」「政府はゾンビ企業にD E S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、環境保護に適應していない企業、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D E S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D E Sはうまくいかないとの評価なのであろう。

3. 足元の景気動向と非金融企業のレバレッジの若干の低下

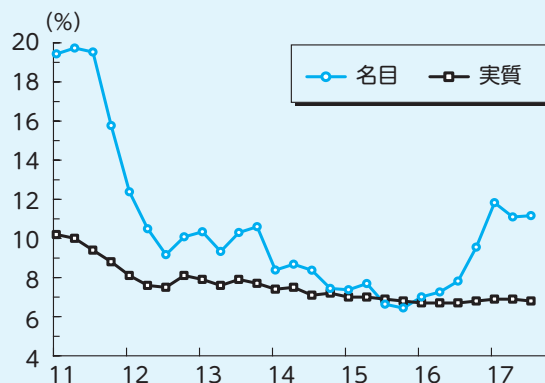
このようにミクロレベルの企業の淘汰・整備、

デレバレッジはまだまだこれからという状況であるが、B I S統計によると、非金融企業の債務残高のG D P比は2016年6月末の166.8%をピークに2017年6月末には163.4%へと若干低下した。これは、債務の増加ペースが抑制されたこと（2016年6月末の14.6%増⇒2017年6月末は7.9%増）に加え、名目G D P成長の加速（2016年4月～6月の7.3%⇒2017年4月～6月の11.1%）によるものである。

こうしたマクロベースのレバレッジの若干の低下は、最近の中国政府の経済運営が相当うまく回っていたことが背景にあろう。

中国の四半期ごとの実質G D P成長率は2015年1月～3月以降、6.7%～7.0%の極めて狭いレンジで推移しているが、名目G D P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11.8%へと急回復した。2017年4月～6月は11.1%、7月～9月は11.2%と比較的高い成長率を維持している。両者の差であるG D P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ってもたらされている。長らく前年割れが続いた工業製品出

図表3 中国の名目・実質G D P成長率（四半期）の推移



（出所）中国国家统计局から大和総研作成

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、11月は+5.8%となった。

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、中国国家統計局によると、鉄鋼業の税前利益は2015年の67.8%減益から2016年は3.0倍、2017年1月～11月は2.8倍に、石炭採掘業は同様に、71.6%減益から2.9倍、4.6倍へと急回復した。工業企業全体で見ても、2.9%減益⇒8.7%増益⇒21.9%増益と業績は大きく改善している。

鉄鋼、石炭、そしてデベロッパは不良債権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ている。

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となったのである。この成功体験は、ある程度の成長を確保しつつ、漸進的な改革を推進することの重要性をあらためて示唆しているといえよう。

4章 高水準の債務残高は大きなリスク要因

1. 金融危機のトリガーになり得る高水準の債務残高とトレンドからの乖離

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しなければならない。

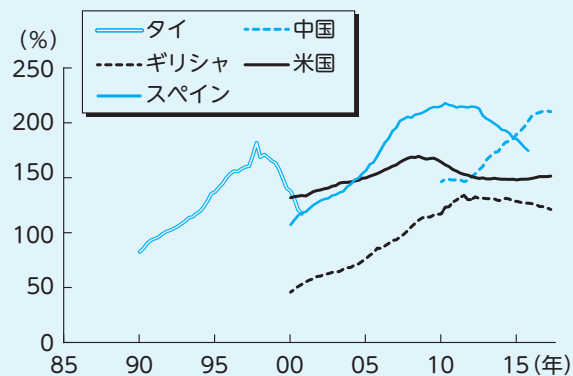
一般的に、債務残高が積み上がっている場合や、トレンドからの乖離が大きい場合には、金融危機を誘発するリスクが高まると考えられている。

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（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すものである。

図表4-1と図表4-2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。すると、中国は債務残高と、トレンドからの乖離の双方で過去に金融危機が発生した国と比べても高水準にあることが分かる。

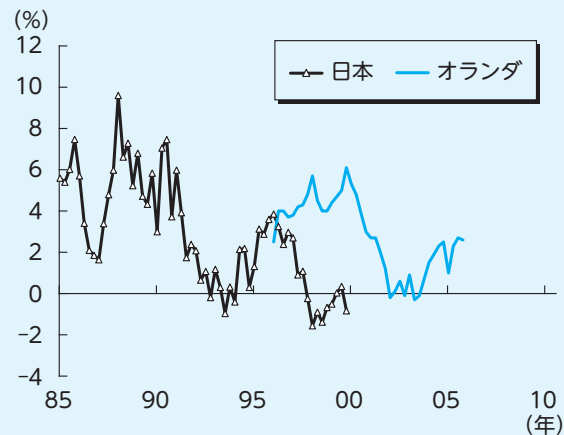
では、債務残高のGDP比やそのトレンドの乖離が大きくなった国では必ず金融危機が発生したのだろうか。現在の中国と同様に非政府非金融部

図表4-1 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



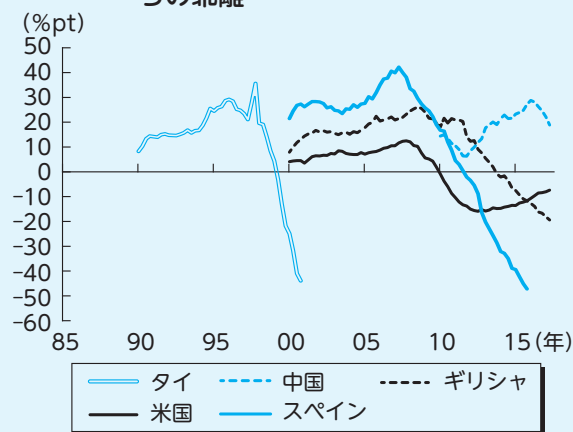
(出所) B I S 統計から大和総研作成

図表5-1 日本とオランダの実質GDP成長率



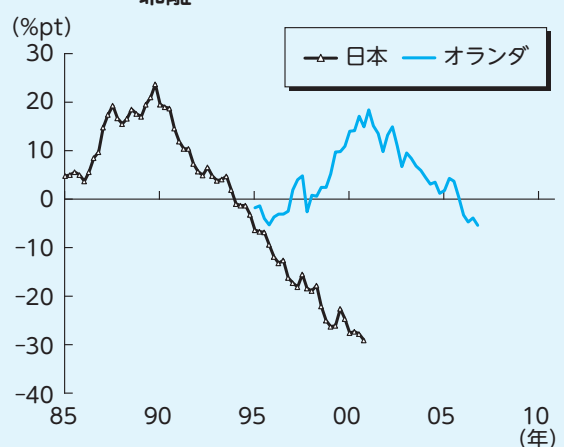
(出所) Haver Analyticsから大和総研作成

図表4-2 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



(出所) B I S 統計から大和総研作成

図表5-2 日本とオランダ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



(出所) B I S 統計から大和総研作成

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を超えた国は過去に13カ国あったが、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、バブル崩壊後の日本や2000年代前半のオランダ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、図表5-1、図表5-2で、日本とオランダの実質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、景気の大規模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。また、日本の場合、90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、金融危機や景気の大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。

2. 高まる資産運用商品の元本割れリスク

中国の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、(地方)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。2015年以降、企業債券のデフォルトが急増したといわれるが、2016年にデフォルトしたのは37社、デフォルト率は1%程度であり、世界的に見ても中国のデフォルト率は高くはない。しかし、それは中国企業の健全性が高いからではない。中国でデフォルト率が低いのは、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(地方政府を含む)、あるいはその意を受けた金融機関が決定しているからである。恐らく、①政府との関係が密接か否か、②その地方の税收や雇用にとって重要か否か、③投資家の発言力が大きいのか否か——といった条件が「否」の場合に、選別的にデフォルト「させる」ことが行われていたのであろう。

同様のモラルハザードは、各種の資産運用商品にも蔓延している。

リーマン・ショック後の4兆元の景気対策に伴う未曾有の金融緩和の弊害から銀行貸出が抑制される中、2011年以降は、いわゆるシャドーバンキングが急膨張した。これを商品として支えたのが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や、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のである。

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、「理財商品」がその代表例で

ある。これを可能にしているのが、後述する資産運用商品の資金プール運用とロールオーバー発行であり、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。

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るため、一つ一つの商品の収益の源泉とリスクの所在が全くの不明瞭となっている。資産運用商品の期限は短期のものが多く、運用は長期債権や企業債券等で行われる。このため、資金プールを活用したロールオーバー発行が前提となるが、何らかの理由でロールオーバーが困難になると、流動性リスクが一気に増大することになる。

上記のような諸問題の改善・解決を目的として、2017年11月17日に、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、国家外貨管理局は連名で、「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)」(以下、指導意見)を発表した。「指導意見」は意見聴取版の段階であり、必要な修正後に正式に発表される運びとなっている。施行は2019年7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満期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」に即したものになっていくことになろう。

しかし、「指導意見」が厳密に適用され、特に資金プール運用やロールオーバー発行が禁止されると、元本割れが大きく増える可能性がある。景気が悪化している状況であればなおさらである。この場合は投資資金の連鎖的な引き揚げにより、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となろう。

5章 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

1. 家計の債務残高は急増も水準は低い

中国の家計債務残高のGDP比は、2008年末の17.9%から、2017年6月末には46.8%へと28.9%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。では、中国の家計部門発で金融危機が発生する可能性はどれほど高いのであろうか。

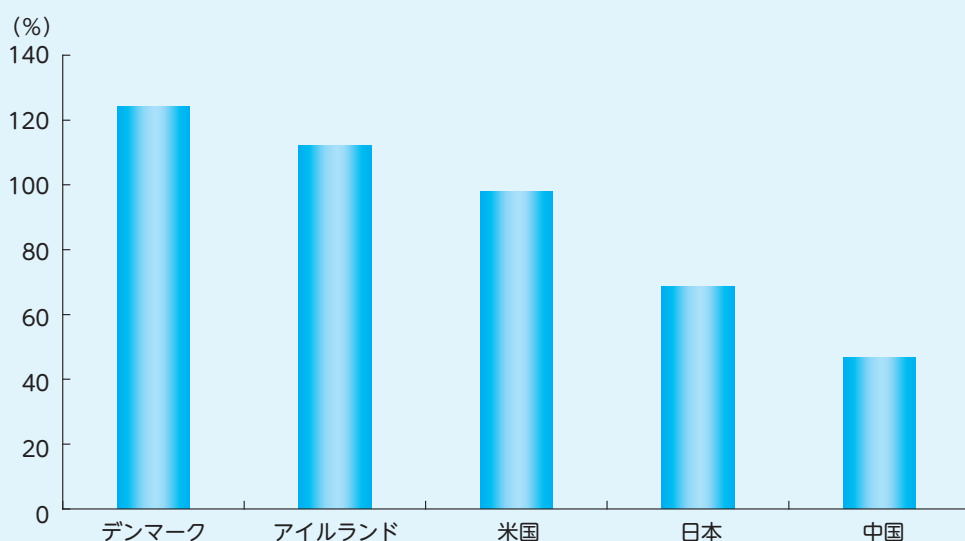
国際金融安定性報告書は、家計債務残高の大きさに比例して金融危機のリスクは高まるとしている。そこで、過去に不動産バブルが生じた国と中国とを比較したのが、図表6である。中国の水準は低く、明確な閾値はないものの、現在の水準で

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と言えよう。

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。2016年12月の中央経済工作会议や2017年10月の党大会でも使われた「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、中国政府が本気で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所有権の売却収入が減少し、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、

図表6 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



(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、中国は2017年6月末
(出所) BIS統計から大和総研作成

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。

2. 非金融企業債務の8割は国有企業

中国の非金融企業の債務残高のGDP比は、2017年6月末時点で163.4%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。これを政府債務に準じると考えれば、中国の実質的な政府債務残高のGDP比は45.7%ではなく、176.4%（45.7%に163.4%の8割を足した数字）と、日本（213.5%）の状況

に近いとみることが可能である。

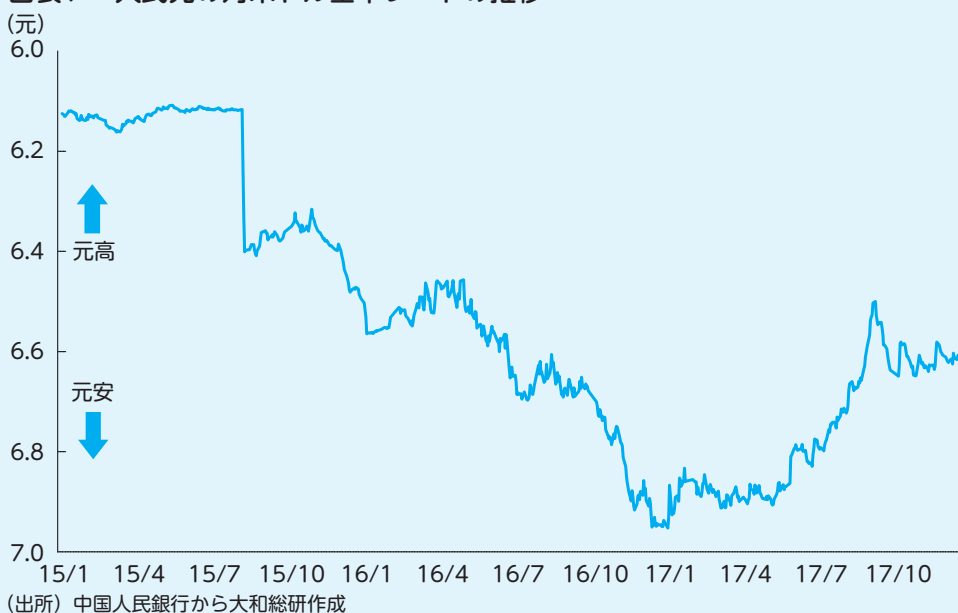
ちなみに、日本の政府債務残高のGDP比は極めて高水準であるが、そのほとんどを国内勢が保有しているため、金融危機的なものは起こりにくいとの指摘がある。実は、これは中国にも当てはまる。国有銀行と国有企業の関係は極めて密接であり、銀行貸出は国有企業に集中する傾向が強く、シャドーバンキング経由の資金調達も、地方政府融資プラットフォームと呼ばれる国有部門が多くを占めた。いずれも資金の出し手のほとんどは国内勢である。

6章 ハードランディングのリスクは？

1. 人民元ショックの再燃

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なし得るという中国固有の要因があり、家計債務も急増したとはい

図表7 人民元の対米ドル基準レートの推移



え、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。

それでは、可能性は低いとはいえ、どのような場合に、金融危機が発生したり、ハードランディングの可能性が高まり得るのであろうか。

第1は、スパイラル的な元安のリスクである。

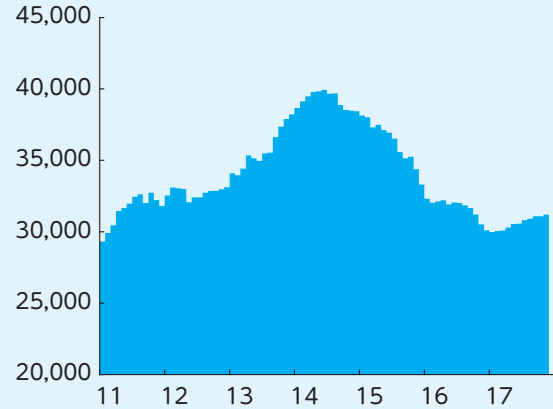
2015年8月11日に、中国人民銀行が人民元の対米ドル基準レートの算出方法の変更を発表し、人民元レートを切り下げた。これは、人民元のSDR（特別引出権）採用を巡りIMFが問題視していたマーケットレートと基準レートの乖離を是正することが目的であった。しかし、これは少なくとも当時、広く認識されていたわけではない。このため、切り下げを機に中国政府が輸出テコ入れのために人民元安誘導に踏み切り、通貨安戦争が始まるといった疑心暗鬼が生まれ、アジアの新興国通貨が対米ドルで大きく下落した。さらに、元安誘導をせざるを得ないほど中国の景気は悪化しているとの思惑から中国株だけでなく、日本株も大幅安になるなど、世界の為替・株式市場の動揺を招いたのである。マーケットでは元安観測が否応なく高まり、中国人民銀行は、元買い・ドル売り介入でこれに対応した。2015年8月の中国の外貨準備高は939億米ドルの減少を記録したが、それでも元安に歯止めをかけることができず、マーケットからは「コントロール不能な元安」とのレッテルを張られた。当局の政策遂行能力への不信が生まれたのである。

外貨準備高の急減+元安進展+株価急落が、いわゆる人民元ショックであり、こうした状況は2016年1月にも発生した。

その後、中国は資本の対外流出の抑制を目的に、

図表8 中国の外貨準備高

(億米ドル)



(出所) 中国人民銀行から大和総研作成

規制を強化したこともあり、外貨準備高は2017年2月以降、10カ月連続で増加するなど、人民元ショックの再燃は回避されている。

とはいえ、2018年の中国経済は、①住宅販売不振に伴う関連投資・消費の減速、②2017年以降の元高進展による輸出抑制効果——などにより、2017年の6.8%程度の実質成長から6.3%程度へ減速する見通しである。加えて、米国の利上げもあり、元安期待が高まりやすくなる。さらに、中国人民銀行によるマーケット対応も重要な要素となる。2018年3月の全人代で退任が想定される周小川・人民銀行総裁は「ミスター・人民元」との異名を持つが、2015年8月の人民元ショックの発生が、中国人民銀行の説明不足が一因であったことから明らかのように、マーケットとの対話は不得手であった。新総裁が対話を重視しなければ、マーケットのボラティリティは増大するリスクがあろう。

元安局面でも人民元の下落をある程度放置すれば、少なくとも外貨準備の浪費は抑えられ、スパイラル的な人民元暴落シナリオの発生の可能性は大きく低下する。一方で、通貨当局が日常的な元

買い（ドル売り）介入で阻止しようとするほど、外貨準備高は減り、さらなる元安観測が高まり、資本逃避の動きが加速するというスパイラルに陥る可能性が否定できなくなる。そうなれば、金利は大きく上昇し、それをきっかけにバランスシート調整が急速に進む可能性は否定できなくなる。

より長期的には国際収支の動向にも注目したい。経常収支と直接投資収支は比較的安定した外貨準備高の増減要因である。中国の経常収支黒字のGDP比は2007年の9.9%から2016年には1.7%へ低下した。これは、2005年～15年にかけて続いた元高の影響で輸出競争力が低下したことも大きい。

2017年に為替レートは元安に振れたが、今後、何らかの要因で、再び大きく元高に振れたり、生産性が低下するなどすれば、輸出競争力が失われ、

貿易収支の赤字化のリスクが出てくる。中国に対する期待収益率が低下すれば、直接投資収支の赤字が定着することも考え得る。こうして外貨準備高が減少し、中国政府がそれを止めるために、資本取引規制を強化するのみならず、緊縮的なマクロ経済政策を採用せざるを得なくなると、景気が減速し、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こよう。

2. 住宅価格の長期低迷

住宅価格の長期低迷もハードランディングのリスクとなり得よう。4兆元の景気対策の際には、需要が相対的に少ない地方都市でも住宅供給を急増させた結果、各地に「ゴーストタウン」が出現するなど、問題が深刻化した。中国政府は、住宅在庫削減を重点政策として掲げ、2014年9月、



2015年3月に頭金の割合の引き下げなどの住宅販売促進策を打ち出した。ほどなく住宅販売面積・金額はプラスに転じ、2017年にかけて住宅在庫の削減が大きく進んだ経緯がある。

これを需要の面で支えたのが、主要な住宅購入層である30歳～34歳人口の増加である。国連の“World Population Prospects: The 2017 Revision”によると、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、2020年～25年は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。都市化率の高まり、すなわち農村から都市への人口流入は中長期的にも期待できるが、こうした人口動態の変化によって、住宅需要が減退するか、に注視が必要であろう。

適切な供給調整が行われなければ、再び住宅在庫は急増しようが、主力購入層人口の減少、あるいは総人口の減少により、住宅価格の低迷期間（前年割れの局面）は、従来のような1年程度では終了せずに、より長期化していく可能性が高まろう。これもやはり、バランスシート調整が急速に進むリスクを高めることになろう。

7章 おわりに

以上のように中国の債務問題は、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。

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であろう。

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。4章で資産運用商品の元本割れが急増するリスクを指摘したが、それがシステミックリスクの発生につながることを中国政府が傍観するとは考えられない。現実的には、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なろう。

このように、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。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。

【参考文献】

- ・『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）、2016年8月
- ・IMF: People's Republic of China : Selected Issues(2017)
- ・IMF: 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(2017)
- ・IMF: Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk?
- ・BIS: BIS Quarterly Review(2016.9)
- ・金子実、永井寛之、中田 理恵
「高まり続けている中国の国際収支リスク」
(大和総研レポート、2017年10月25日)

[著者]

齋藤 尚登 (さいとう なおと)



経済調査部
主席研究員
担当は、中国経済・株式市場制度

永井 寛之 (ながい ひろゆき)



経済調査部
研究員
担当は、海外経済