

鹿島平和研究所 国際政治経済研究会

# 中国 経済成長の罨

## 金融危機とバランスシート不況

2019年6月26日

株式会社日本総合研究所

関 辰一

## 目次

1. 高まる金融危機発生リスク
2. 迫るバランスシート不況
3. 問題の背景と取るべき対応

## 要旨

・中国経済を展望するにあたり、2つのリスクシナリオに注意しなければならない。

- ①金融危機が発生するという資金供給面でのシナリオ。
- ②バランスシート不況に陥るといった資金需要面でのシナリオ。

・リスクの所在は、巨額な不良債権と企業債務にある。その形成された背景として、金融機関と企業が政府の保証を前提に、極端にリスクな経営判断を続けていることが指摘できる。

・状況を改善するためには、企業や金融機関が自立していかなければならない。自己責任原則を浸透させ、国有企業に対する債務保証や補助金などの政府保証をやめるべきである。

# 1. 高まる金融危機発生リスク

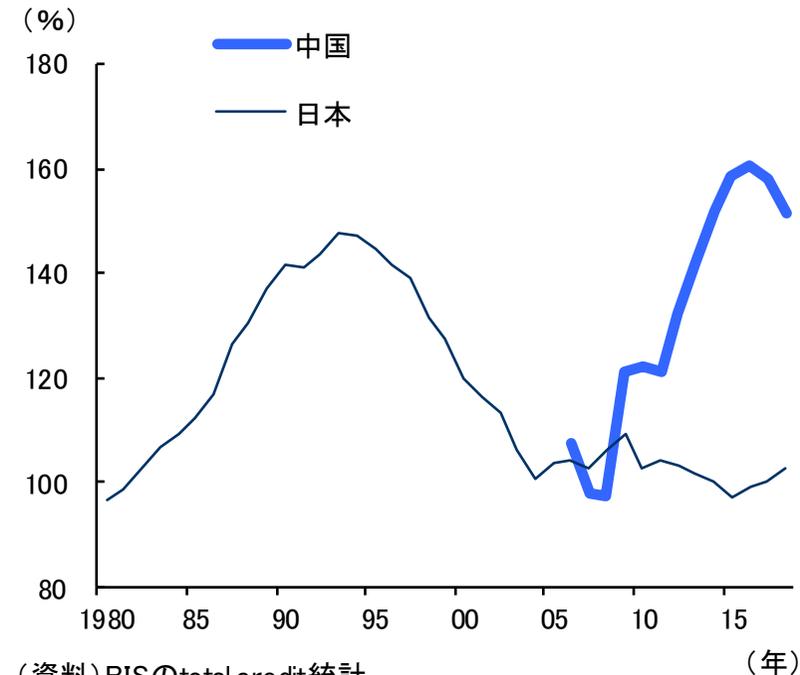
## ここ10年、中国では企業部門を中心に債務が急増

家計・企業・政府の債務残高

暦年	家計債務 a 億元	非金融 企業債務 b 億元	政府総債務 c 億元	家計及び非 金融企業債務 a+b 億元	総債務 a+b+c 億元	名目GDP d 億元	総債務の 対GDP比 (a+b+c)/d %
2000	n.a.	n.a.	22,941	111,895	134,836	100,280	134.5
2001	n.a.	n.a.	27,128	114,985	142,112	110,863	128.2
2002	n.a.	n.a.	31,442	144,226	175,669	121,717	144.3
2003	n.a.	n.a.	36,756	175,566	212,322	137,422	154.5
2004	n.a.	n.a.	42,587	200,212	242,799	161,840	150.0
2005	n.a.	n.a.	49,376	218,496	267,872	187,319	143.0
2006	23,730	234,971	56,147	258,701	314,848	219,439	143.5
2007	50,747	263,541	78,889	314,289	393,178	270,232	145.5
2008	57,137	311,692	86,383	368,829	455,213	319,516	142.5
2009	81,612	424,349	120,172	505,960	626,133	349,081	179.4
2010	112,094	507,154	138,583	619,249	757,831	413,030	183.5
2011	135,214	598,894	163,491	734,108	897,599	489,301	183.4
2012	160,194	723,826	185,392	884,019	1,069,412	540,367	197.9
2013	196,864	862,853	220,858	1,059,717	1,280,574	595,244	215.1
2014	229,216	997,678	258,353	1,226,893	1,485,246	643,974	230.6
2015	267,326	1,085,082	287,100	1,387,296	1,674,395	689,052	243.0
2016	329,544	1,186,220	329,397	1,564,629	1,894,027	744,127	254.5
2017	399,669	1,295,330	381,433	1,694,999	2,076,432	827,122	251.0
2018	472,762	1,362,756	447,622	1,835,518	2,283,140	900,310	253.6

(資料) 家計債務及び非金融企業債務、政府総債務はBISのtotal credit統計、名目GDPは中国国家统计局を基に作成  
 (注) 『中国国家資産負債表2013』によると、地方融資平台は非金融企業に含まれ、12年末のその債務残高は13.4兆元。

非金融企業債務残高の対GDP比



(資料) BISのtotal credit統計

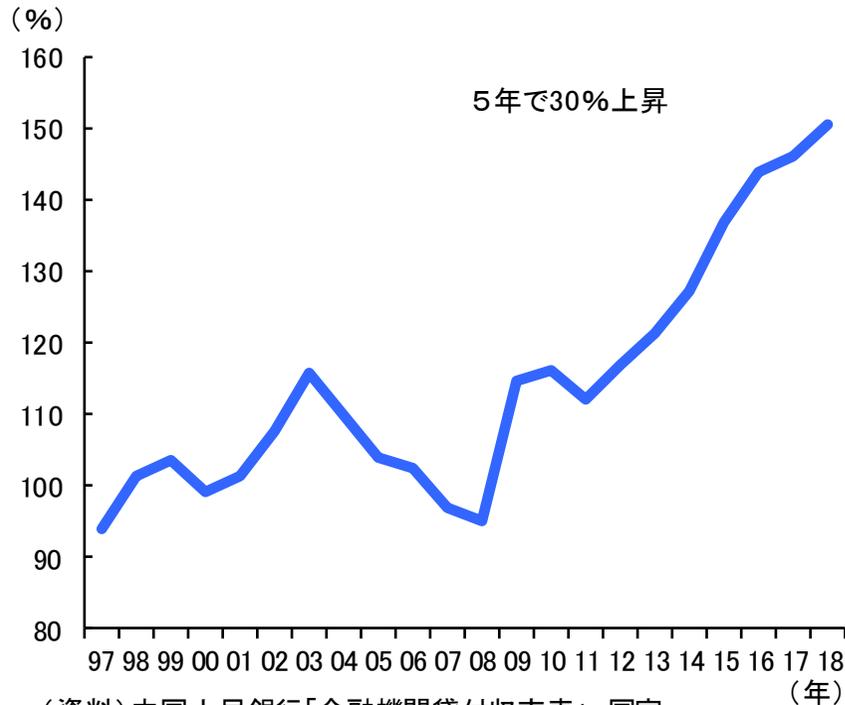
(注) 直近値は、2018年末の値。

# 1. 高まる金融危機発生のリスク

## これは、金融危機につながる恐れも

IMFによると、これまで全世界において過去5年間で総与信の対GDP比が30%ポイント以上高まった国はのべ42か国。そのうち18か国が5年以内に金融危機を伴うハードランディングに陥ったという。つまり、中国と同等の与信膨張が見られた42か国のうち、43%の国に金融危機が発生した。

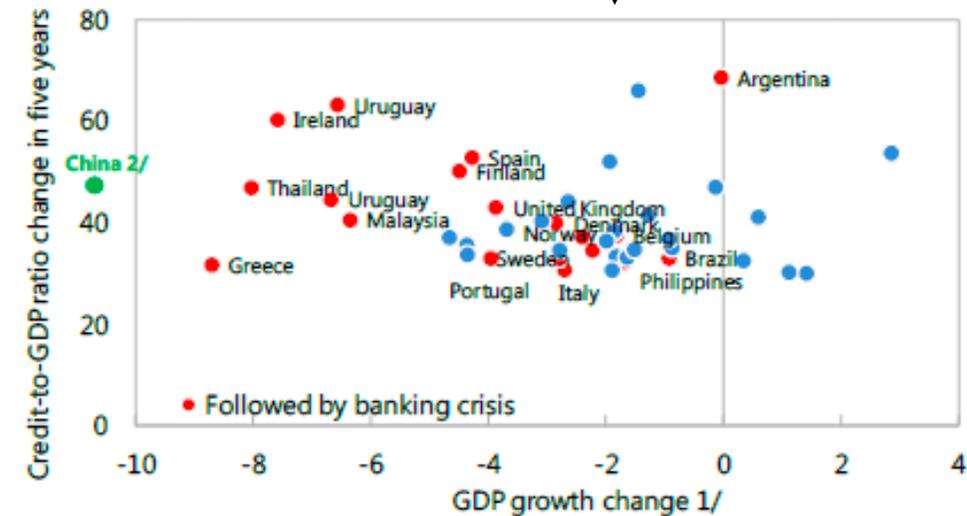
銀行融資残高の対GDP比



(資料) 中国人民銀行「金融機関貸付収支表」、国家统计局「国民経済計算」を基に作成

Credit Booms Tend to End Badly

(In percentage points)



Source: IMF staff estimates.

1/ Average growth differential between 5-year post-boom and 5-year pre-boom periods.

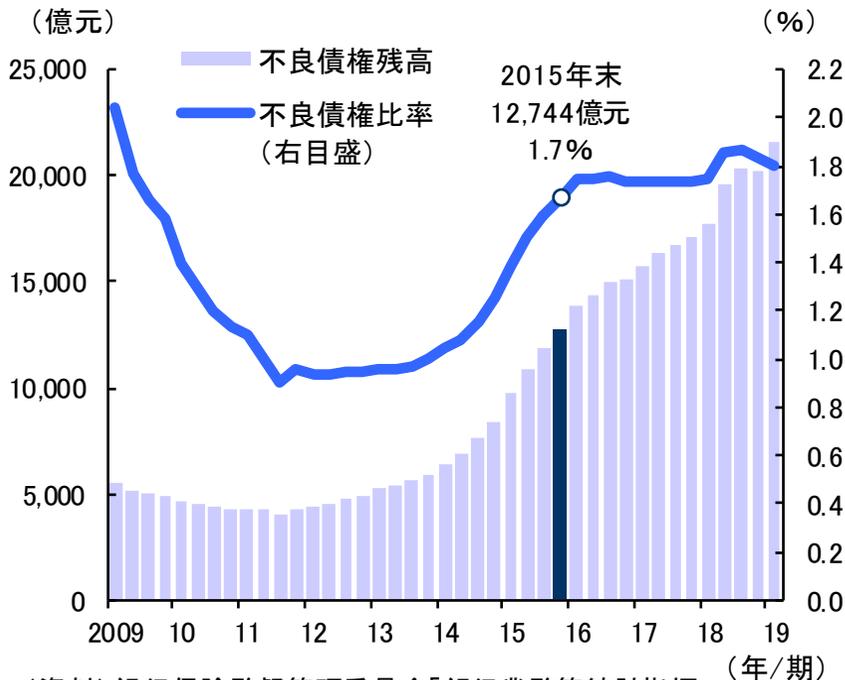
2/ No growth change as China's boom has not ended.

\*これは、IMF[2016] *People's Republic of China: Staff Report for the 2016 Article IV Consultation*, July 7, 2016、いわゆる「対中4条協議報告書」の13頁目に掲載されている図表。

# 1. 高まる金融危機発生リスク

## 不透明な不良債権の実態

不良債権残高と不良債権比率



(資料) 銀行保険監督管理委員会「銀行業監督統計指標  
 季度状況表」

・中国では、貸付債権は①正常、②関注、③次級、④可疑、⑤損失の5種類に分類。③～⑤が不良債権。③の定義は「借り手の返済能力に明らかな問題が発生し、正常な収入によって債務の元本と利息を返すのに十分な金額を確保することができない貸付債権」。

・しかし、以下のような手法によって、本来不良債権として計上すべき貸出債権を問題のない債権とみなすケースが存在。

・「展期」とは、銀行が貸付の返済を当初の期限よりも引き延ばすこと。実質的には、借り手が期限に返済できなかったにもかかわらず、返済期限の延長によって、帳簿上ではその貸付債権は不良債権としない。

・「借新還旧」とは、企業が新たに銀行から借り入れることによって、古い借入を返すこと。いわゆるロールオーバー。

・「降低不良貸付認定標準」とは、不良債権の認定基準を引き下げること。

・このほかにも、一時的なオフバランス化を意味する「暫時性出表」やファンドに移す「転貸基金」などの手法も。

## 1. 高まる金融危機発生リスク

### 銀行業監督管理委員会やIMFがウォッチする「潜在不良債権比率」

- ・熊利平、蔡幸[2012]は潜在不良債権比率(中国語: 隠含不良貸款率、英語: Implied NPL Ratio)を以下のように定義

$$\text{潜在不良債権比率} = \frac{\text{(EBITDA} \leq \text{支払利息)のサンプル企業の負債の合計}}{\text{全企業の総負債}}$$

- ・すなわち、全企業の総債務をまず調べ、そのうち「潜在的に危険な企業」の債務の比率を「潜在不良債権比率」としている。「潜在的に危険な企業」とは、その年の広義のキャッシュフローであるEBITDA(利払い・税引前・償還前利益)で、その年の支払利息を賄えない企業
- ・熊利平と蔡幸の両氏は、全上場非金融企業(A株)の財務データを用いて、2012年央の潜在不良債権比率は8.4%と2010年末から持続的に上昇していると指摘
- ・Heytens and Karacadag[2001] や、IMF[2016] でも、同様な手法を用いて、潜在不良債権比率を推計

<詳しくは下記論文を参照>

- ・ 熊利平、蔡幸[2012]「基于隐含不良贷款率加强商业银行信用风险判断的研究」(中国银行业监督管理委员会『中国银行业监督管理委员会工作论文』2012年第9期)
- ・ Paul Heytens and Cem Karacadag [2001], *An Attempt to Profile the Finances of China's Enterprise Sector*, IMF Working Paper, WP/01/182, November 2001
- ・ IMF [2016], *Potent Policies for a Successful Normalization*, Global Financial Stability Report, Chapter1, April 2016

# 1. 高まる金融危機発生リスク

## 潜在不良債権比率は公式統計の5倍

2015年末の潜在的に危険な借入金の比率(潜在不良債権比率)

業種	企業数 社	借入金 百万元	潜在的に危険な 企業数 社	潜在的に危険な 借入金 百万元	潜在的に危険な 借入金の比率 %
<b>製造業</b>	1,492	2,606,447	153	491,798	18.9
鉄金属加工	30	421,106	15	217,854	51.7
鉄道車両・船舶・航空機	31	155,485	5	69,691	44.8
石油加工・コークス製造	19	42,009	8	15,398	36.7
はん用機械	89	72,843	13	21,748	29.9
非鉄金属	55	253,173	14	73,837	29.2
紡績	35	37,540	7	10,108	26.9
自動車	80	120,472	6	2,415	2.0
電気機械	151	129,791	5	1,195	0.9
その他製造業	1,002	1,374,029	80	79,553	5.8
<b>非製造業</b>	835	5,943,467	70	244,898	4.1
卸小売業	130	328,494	12	56,326	17.1
採掘業	69	1,075,816	14	76,224	7.1
不動産業	121	1,376,368	17	61,218	4.4
娯楽・教育	32	15,320	1	50	0.3
電力・ガス・水道	88	1,204,206	2	3,913	0.3
その他非製造業	395	1,943,263	24	47,166	2.4
<b>合計</b>	<b>2,327</b>	<b>8,549,914</b>	<b>223</b>	<b>736,696</b>	<b>8.6</b>

(資料)各社の2015年年報、Wind Databaseを基に作成

(注1)上場企業2,850社のうち借入金かつ支払利息のある非金融企業2,327社の財務データを集計。

(注2)潜在的に危険な企業とは、2015年のEBITDA(利払い前・税引き前・償却前利益)が同年の支払利息を下回る企業。

(注3)潜在的に危険な借入金とは、潜在的に危険な企業の借入金。

(注4)EBITDA=利潤総額+支払利息(財務費用)+資産化済み支払利息+有形資産の減価償却費+無形資産の減価償却費+長期前払費用の減価償却費。

(注5)支払利息=支払利息(財務費用)+資産化済み支払利息。

(注6)借入金=短期借入金+1年内返済予定の長期借入金+長期借入金。

## 1. 高まる金融危機発生リスク

### 潜在不良債権比率の特徴と限界

#### 特徴

- ・調査対象は借り手企業
- ・銀行の不良債権の認定基準が緩く  
なっても、その影響を受けない
- ・銀行が不良債権を政府系ファンドや  
シャドーバンキングに移し替えても変化  
しない

#### 限界

- ・調査対象は上場企業
- ・上場企業の情報開示にも改善余地

## 1. 高まる金融危機発生リスク

### 不良債権は公式統計の10倍

- ・公式統計よりは実態に近いと思われる不良債権比率が得られたことで、続いて、中国経済全体の不良債権は実際にはどの程度あるのだろうか、という問いに目を向けていきたい。
- ・金融機関のオンバランスの与信規模を確認し、オフバランスの与信規模を推計したうえで、不良債権の規模を推計していく。
- ・中国人民銀行によると、2015年末の人民元融資と外貨融資の合計残高は95.8兆元であり、この値をオンバランスの与信残高とする。
- ・次に、オフバランスの与信、いわゆるシャドーバンキングの規模について考える。ここでは、銀行理財商品と委託融資、信託会社の信託融資の3つをシャドーバンキングとして扱う。2015年末の残高はそれぞれ23.5兆元、10.9兆元、14.7兆元。合計49.1兆元。
- ・オンバランスとオフバランスを合わせた与信総額144.9兆元のうち8.6%が不良債権と仮定すれば、中国の金融機関の抱える不良債権残高は12.5兆元(GDPの18.5%)となる。これは、公式統計の10倍にあたる。

## 1. 高まる金融危機発生リスク

### 様々にあるシャドーバンキングの定義と規模

- ・シャドーバンキングという概念が初めて示されたのは2007年。ピムコの執行役員マカリー氏は、ジャクソンホールで開かれた経済検討会で「一連のレバレッジのかかった非銀行融資のルート、媒体、構造」として提示。
- ・ニューヨーク連邦準備銀行は2010年7月のレポートの中で、シャドーバンキングを“ABCP、ABS、CDO、Repoなど証券化と担保に裏付けされた融資を媒介する機関”と定義。
- ・金融安定化理事会の2011年4月のレポートでは、「通常の銀行システム以外で提供される信用仲介システム」と定義。
- ・このほか、IMF(国際通貨基金)や欧州委員会(European Commission)もそれぞれシャドーバンキングの主体やその活動を整理。
- ・複数の異なる定義が存在するが、一般的に、シャドーバンキングとは「銀行融資以外のルートで資金を供給する信用仲介機能」であり、その規模が歯止めなく膨張し、銀行自身も深く関わっているために、システミック・リスクを惹起しかねない新たな金融システムということが出来よう。

# 1. 高まる金融危機発生リスク

## 中国では、銀行理財商品、委託融資、信託会社の信託融資が高リスク

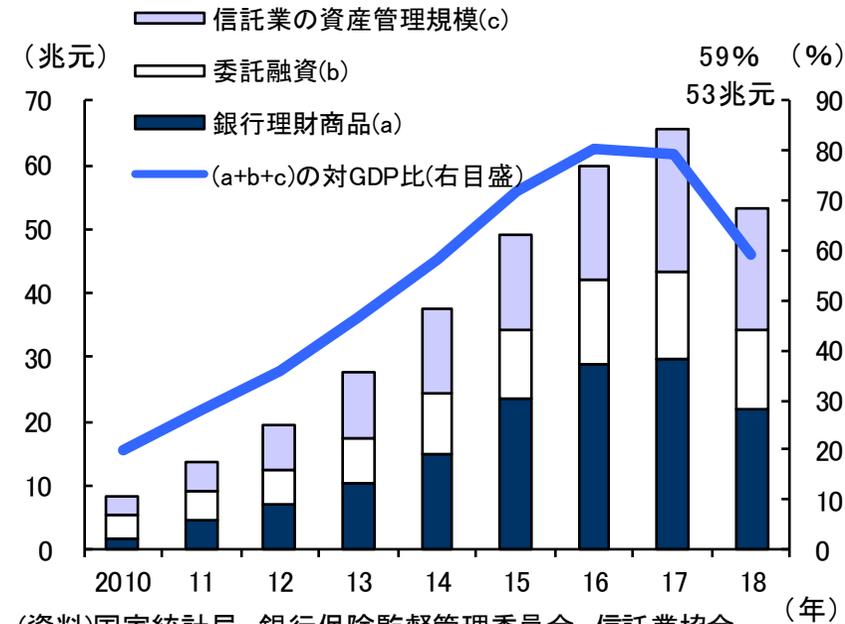
### 融資資産をオフバランス化するツール

・銀行理財商品とは、銀行が個人や企業向けに販売するリスクの高い金融商品の一つ。預金よりも高利回りが期待できるため人気。政府が不動産や石炭など過剰生産が問題となっているセクターに対して融資規制を強めると、銀行はこれらのセクター向けの融資を縮小する代わりに、銀行理財商品で資金を集め、オフバランス(簿外取引)勘定を通じてこれらのセクターに資金を投入。このように、銀行は自らのバランスシート上の融資資産を、銀行理財商品の投資家に移転。

・委託融資は銀行を仲介役に企業が他の企業へ貸し付けることであり、本来であれば企業が融資条件を決めて銀行に委託するものの、実態的には銀行が貸付先や用途、金額、金利などを決定。委託融資も実質的には融資資産を銀行のバランスシートから企業のバランスシートに移転。

・銀行が融資資産を信託会社のバランスシートに移すなか、信託融資も急拡大。3つのいずれの形態も、銀行自身が深く関わっているだけに、融資が焦げ付くと、銀行の損失負担が発生する可能性が高い。

### シャドーバンキングの規模(ストック)



(資料)国家統計局、銀行保険監督管理委員会、信託業協会、Wind Databaseを基に作成

# 1. 高まる金融危機発生リスク

## 金融機関の破綻が金融危機のトリガーに

・すでに一部の中小金融機関が債務超過に、取り付け騒ぎも発生。

・日本では、1990年代後半に資金供給の滞りを受けて、景気が失速。不良債権問題が深刻化したため、金融機関の連鎖的な破綻が発生。金融仲介機能に問題が生じたため、1996年に5.1%であった経済成長率は、1997年に1.6%へ急低下し、1998年には▲2.5%と24年ぶりのマイナスに。

・適切とは言い難い融資審査を行ってきた中国の金融機関も、同様なリスクを抱える状況。

### <中国の銀行業(2016年末)>

- ・全国銀行業金融機関は合計4,398社。
- ・うち商業銀行とは、大型商業銀行(5社)、株式制商業銀行(12社)、都市商業銀行(134社)、農村商業銀行(1,114社)、外資金融機関(39社)。これらの総資産は181兆元と全国銀行業金融機関の78%。
- ・その他の金融機関としては、政策性銀行(3社)、中国郵政貯蓄銀行(1社)、民営銀行(8社)、農村合作銀行(40社)、農村信用社(1,125社、1社あたりの資産は71億元)などが存在。

### 債務超過の金融機関と取り付け騒ぎ

債務超過	・湖南省の澧県農村信用合作聯社 (2015年6月30日時点で2億元)
	・同省の湘潭県農村信用合作聯社 (2015年9月30日時点で4億元)
	・地元政府系の投資会社である現代投資が2社を支援・救済
取り付け騒ぎ	・河南省林州市の複数の農村信用社 (2015年5月)
	・同省新郷市の中国郵政貯蓄銀行の複数の支店(同年11月)
	・河北省邯鄲市の農村信用社(2016年3月)
	・いずれのケースも数日以内に各市の公安や警察が「根拠のないうわさを広めた」とのことで、1人ないしは数人を拘束

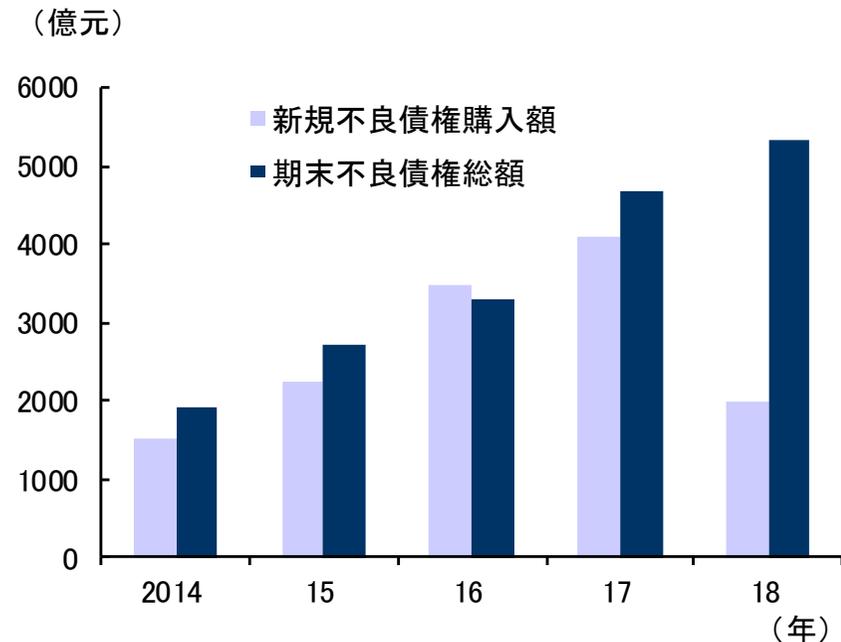
(資料)各種報道を基に作成

## 1. 高まる金融危機発生リスク

### これまでのところ、政府は危機につながりうる芽を事前に処理

- ・政府は公的資金の注入などによって金融機関の破綻を回避。中国人民銀行は2019年5月24日、21年ぶりに銀行を接収(包商銀行)。
- ・インターバンク市場での積極的な資金供給など一連の金融緩和策を実施。
- ・過剰債務問題への対応策としてデット・エクイティ・スワップ(債務の株式化)を推進。
- ・主要な金融機関の不良債権を積極的に中国華融などの不良債権処理機関(AMC)に移行。
- ・2018年3月には、金融監督の強化をねらいに、銀行業監督管理委員会を保険監督管理委員会と合併。
- ・現行の体制では十分にリスク・コントロールできないという認識のもと、金融安定発展委員会を新設。
- ・政府は、金融監督の強化によって銀行のリスク管理の強化を図ると同時に、行政指導の強化によって企業の債務リストラを進める方針。

### 中国華融の不良債権受入れ状況



(資料) 中国華融の各年年報を基に作成

## 1. 高まる金融危機発生リスク

### 政府の対応力にも不安材料

#### 安心材料

- ・中国の経済発展水準がバブル期の日本と比べて低い分だけ成長余地は大きい
- ・成長によって経済規模が拡大すれば、不良債権や企業債務の過剰感は薄れるかもしれない
- ・政治体制の違いにより、日本に比べて迅速に公的資金を投入することができるかもしれない
- ・金融仲介機能を主に国有銀行が担っている点も、日本と大きく異なる

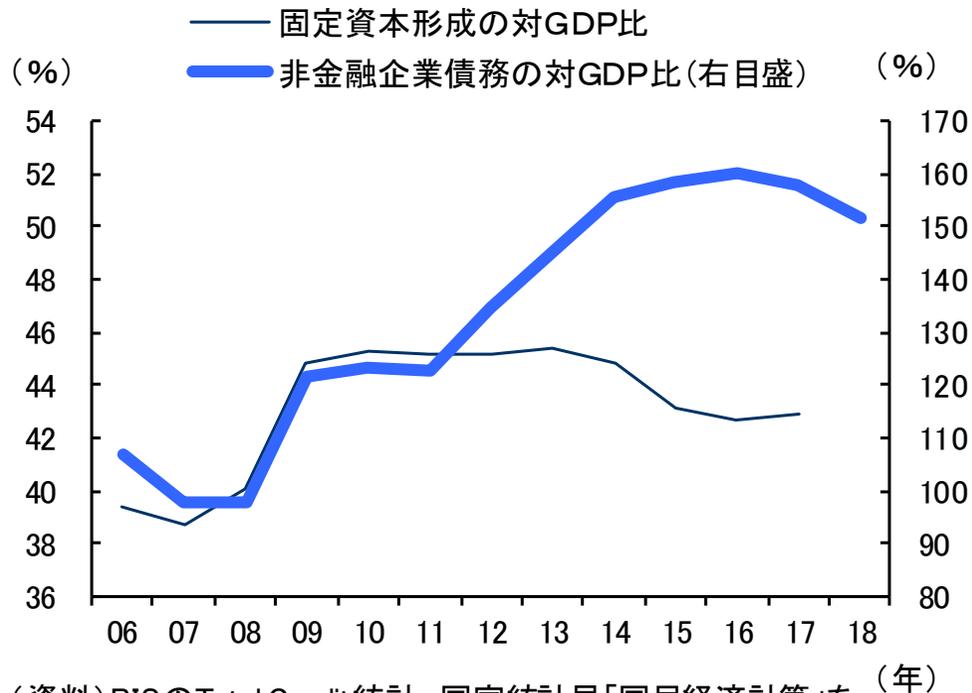
#### 不安材料

- ・金融危機は長きにわたって、あらゆる発展段階の国を区別なく襲ってきた (Reinhart and Rogoff(2009) *This Time is Different*)
- ・金融機関が自らの経営難を正確に公表せず、政府が適切に公的資金を投入できないことも想定される (格付け、公的資金受け入れの代償、情報の非対称性)
- ・政府が十分な公的資金を拠出できるのか (不良債権残高は12.5兆元。一方、商業銀行の貸倒引当金はわずか2.3兆元。差額は10.2兆元であるが、2015年の中央政府の財政収入総額は6.9兆元、地方政府は8.3兆元)

## 2. 迫るバランスシート不況

# バランスシート調整に起因した不況にも警戒しなければならない

### 企業債務と固定資本形成の対GDP比



(資料) BISのTotal Credit統計、国家統計局「国民経済計算」を基に作成

### 非金融企業の金融取引(フロー)

(単位:兆元)

暦年	計	調 達			運 用	
		市 借 入	中 金	そ の 他 債 務	金 融 資 産 純 増	実 物 投 資 に 充 当
2003	3.1	2.4		0.7	1.7	1.5
2004	2.8	1.8		1.0	1.9	0.9
2005	2.9	1.9		1.0	1.5	1.5
2006	3.8	2.6		1.1	2.8	1.0
2007	4.7	2.6		2.0	3.5	1.1
2008	6.8	5.0		1.7	3.8	3.0
2009	11.9	9.1		2.8	9.5	2.4
2010	11.6	6.5		5.1	10.8	0.8
2011	11.1	6.7		4.4	6.7	4.4
2012	13.9	9.2		4.8	9.5	4.4
2013	14.8	10.4		4.4	11.1	3.7
2014	13.6	9.7		3.9	7.8	5.8
2015	14.1	8.3		5.8	13.0	1.1
2016	14.0	11.0		3.0	12.4	1.6
2008-16 年累計	111.8	75.9		35.9	84.5	27.3

(資料) 国家統計局「国民経済計算」各年版を基に日本総研作成

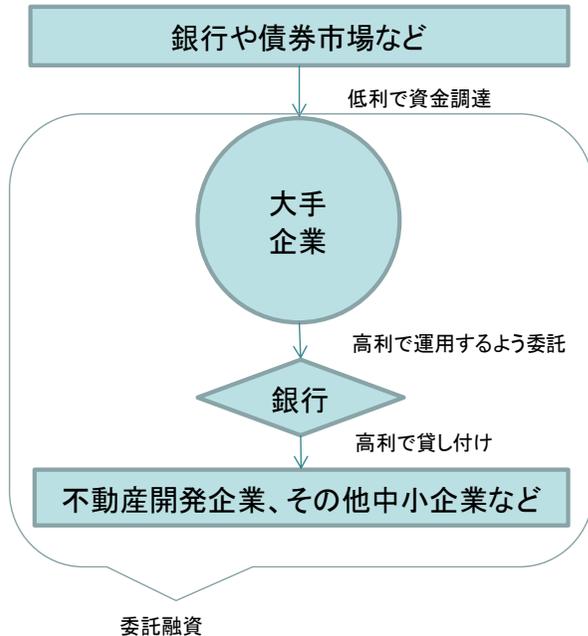
(注) 金融資産の純増には、現金・預金、有価証券、およびその他の金融資産を含む。

## 2. 迫るバランスシート不況

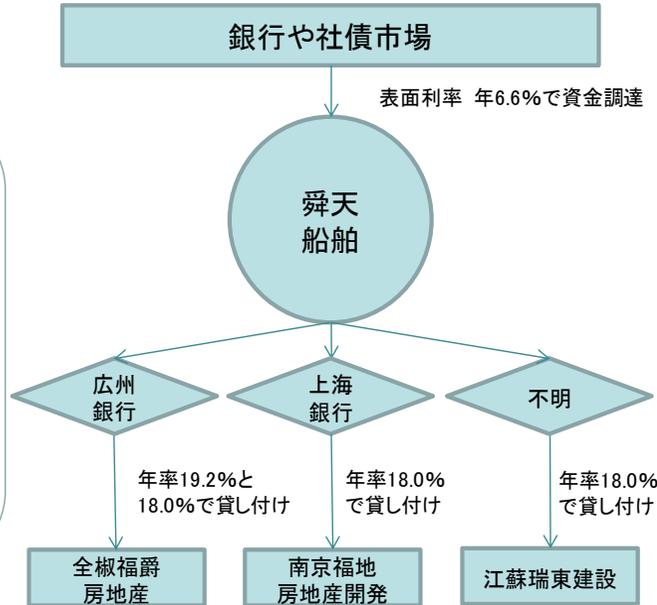
### リスクの高い金融資産投資が急拡大

#### 銀行を経由した高利貸しのスキーム

##### 代表的なスキーム



##### 舜天船舶のケース



#### 舜天船舶の事例は氷山の一角

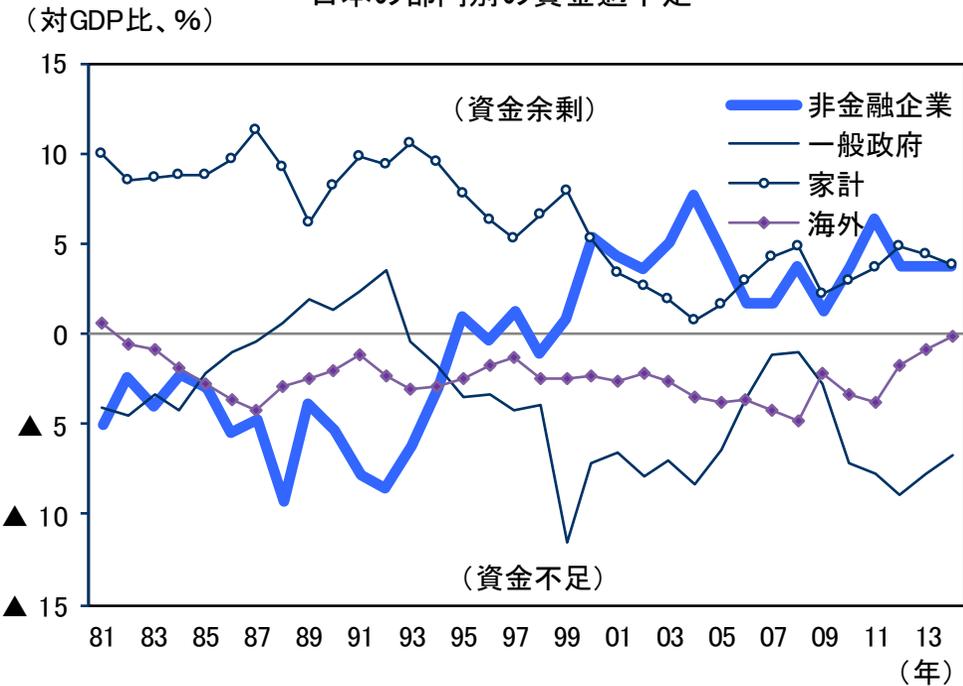
- 中国アルミの事例も注目されている。2017年2月10日付のウォールストリート・ジャーナルによると、2016年上半期の同社の委託融資による受取利息は3,070万元と、前年同期の4倍余りに拡大した。これは同社の純利益の約50%にのぼる。
- 国有企業がグループ内に設立した資産運用会社が委託融資を手掛けるケースもある。中国煙草総公司の傘下のサニー・ローントップ社は、中信銀行などを仲介役に中小企業向けに年率18%程度で資金を貸付けている。なかには、20%超の高利率の貸出しも10件以上ある。たとえば、寧波金晨四季房地產有限公司向けは年率21.6%。
- こうした委託融資の残高は、2010年末の3兆6,000億元から2016年末に13兆2,000億元に急増。GDP比で見ると、8.8%から17.7%へ上昇。

(資料) 各種報道、「江蘇舜天船舶股份有限公司2012年度報告」、「江蘇舜天船舶股份有限公司2013年度報告」を基に筆者作成

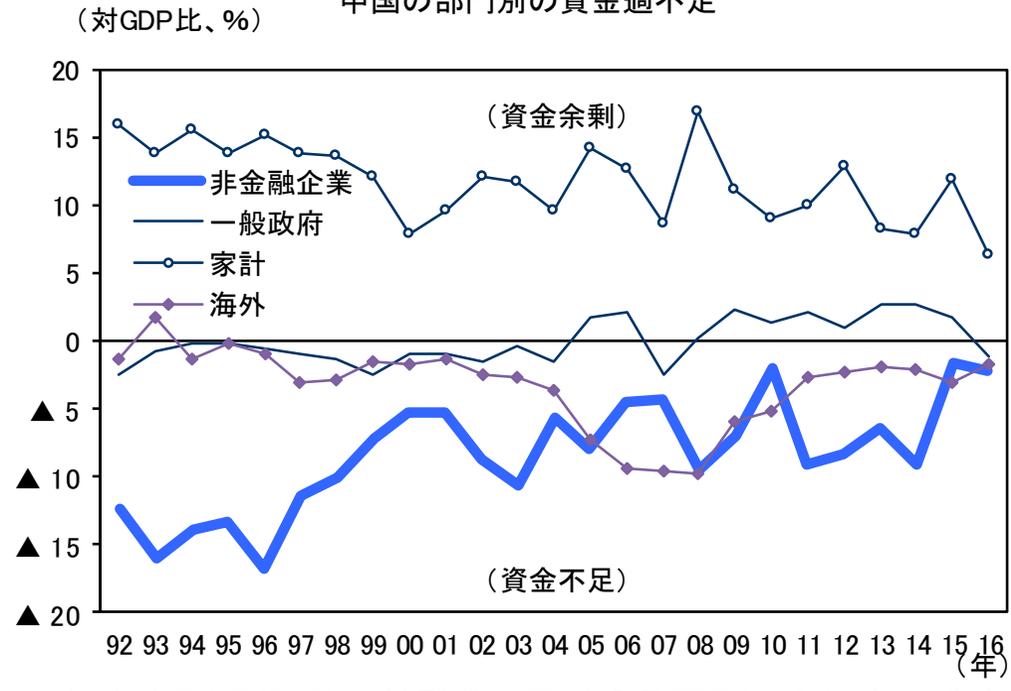
## 2. 迫るバランスシート不況

# 90年代前半に日本が陥ったバランスシート不況は中国でも十分発生し得る

日本の部門別の資金過不足



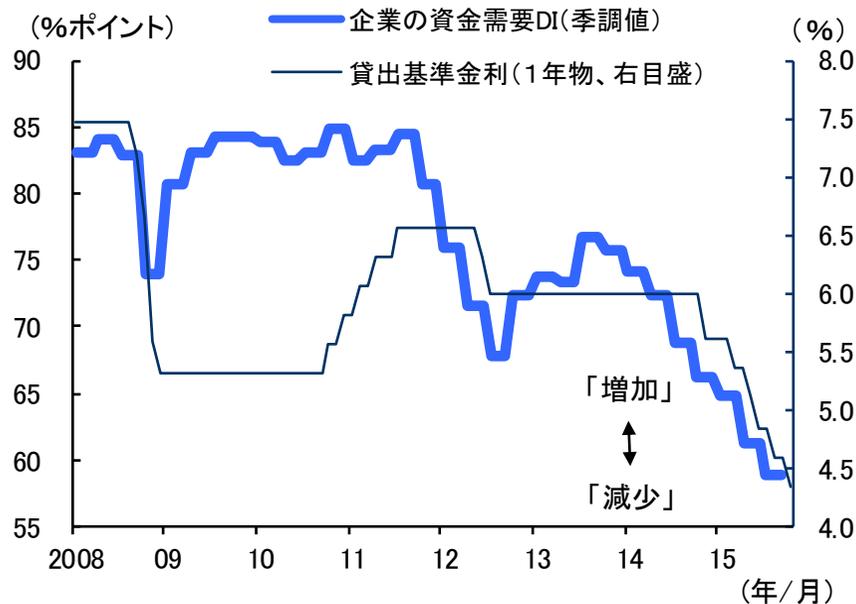
中国の部門別の資金過不足



## 2. 迫るバランスシート不況

# 2015年にはバランスシート調整に起因した景気失速の予兆がみられた

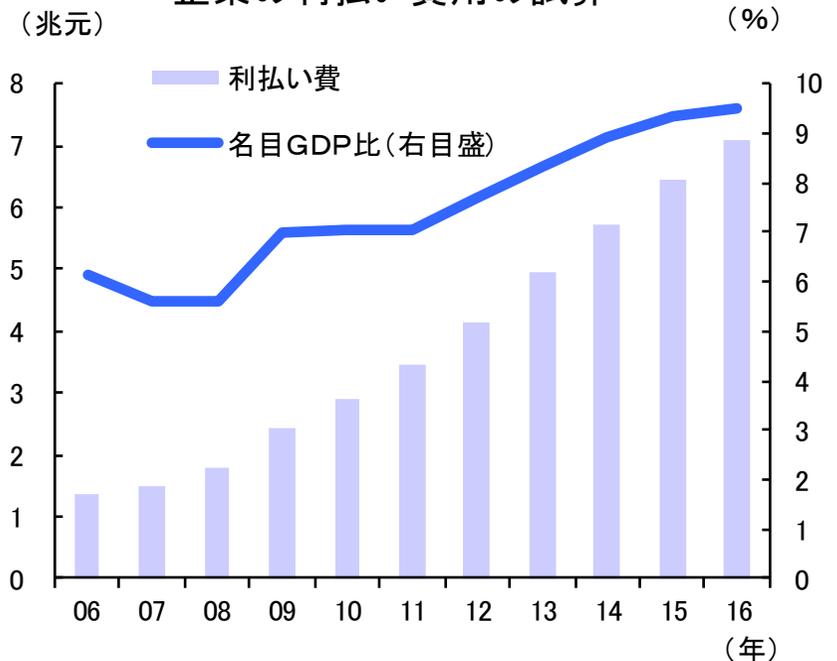
### 企業の資金需要と政策金利



(資料) 中国人民銀行

(注) 資金需要DIは「資金需要増加」-「減少」+50、調査対象は全国約3,100の銀行、筆者が季節調整。

### 企業の利払い費用の試算

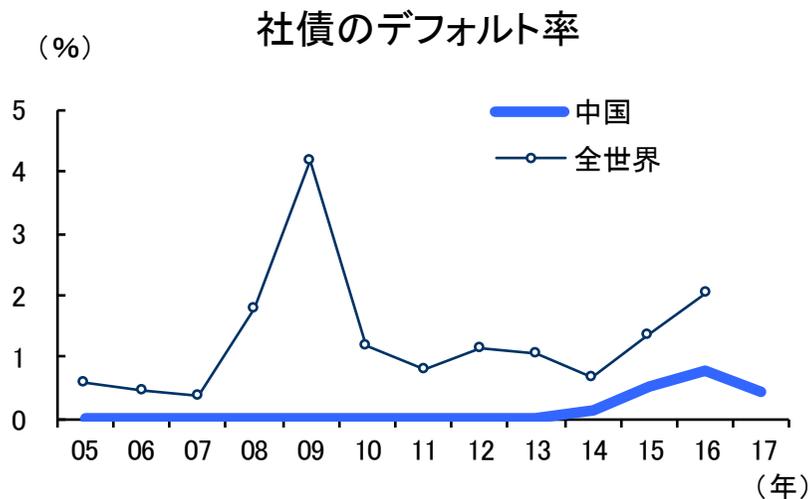


(資料) BISのtotal credit統計、国家統計局「国民経済計算」、中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」を基に筆者作成

### 3. 問題の背景と取るべき対応

## 巨額な不良債権と企業債務の背景には政府保証の存在

#### 山東省濰坊市政府の事例



(資料) 全世界の社債のデフォルト率は、S&P, 2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions、中国はWind Databaseを基に筆者作成。

(注1) 社債のデフォルト率  
 = デフォルトした発行体数 / レーティングのある発行体数

- ・本来であれば2012年4月16日に、上場繊維メーカーの山東海龍が発行した「11海龍CP01」が中国の社債デフォルトの第1号になるところであった

- ・同社は経営不振により債務超過に陥ったほか、財務諸表における虚偽報告が明るみに出たため、マーケットでは約定通りの利払いについて懐疑的な見方が広がっていた

- ・山東海龍のコマーシャルペーパーが償還日を迎える前、同社はすでに金融機関12社に対して借入金の利息を約定通りに支払っていなかったため、光大銀行、深セン発展銀行、中国輸出入銀行など複数の金融機関から告訴されていた。銀行預金口座を凍結するよう債権者である金融機関に求められている状況であった

- ・しかし、山東省濰坊市政府はデフォルト回避に向けて終始、力を尽くした。具体的には、大手紙・パルプメーカーの寿光晨鳴控股有限公司と大手織機メーカーの中国恒天集団に合併案を持ちかけたほか、濰坊市政府が担保を提供し、社債の募集と販売を行った恒豊銀行が救済融資を行ったことで、コマーシャルペーパーのデフォルトを免れた

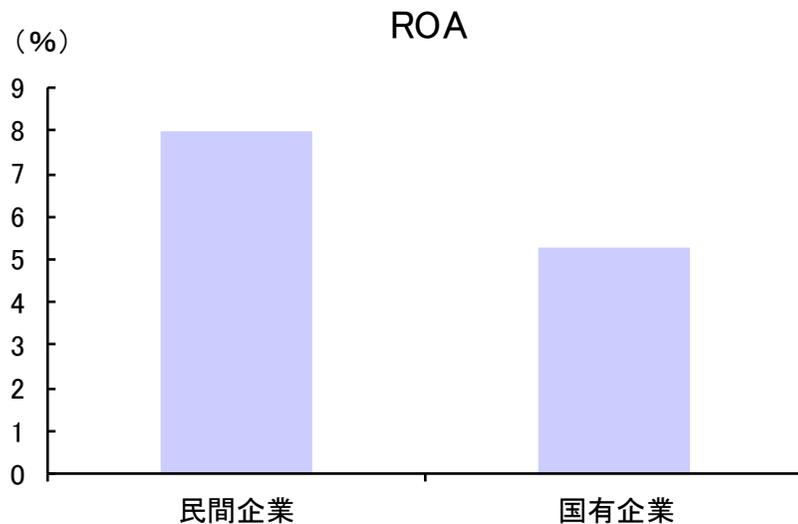
### 3. 問題の背景と取るべき対応

## 雇用問題と責任追及に対する懸念

- ・日本でも、官民出資の投資ファンドである産業革新機構などが政府保証付きの借入金で資金調達することがあるものの、このケースのように政府が直接担保を提供することは、通常考えられない。それだけ、中国では政府保証の問題が特異であるといえよう。
- ・山東海龍は山東省濰坊市の地方国有企業。山東海龍の社債がデフォルトし、さらに同社が経営破綻に陥ると、数万人の従業員の雇用問題が浮上するほか、自らの責任が社会で問題視されることが、地方政府をデフォルト回避に動かしたとみられる。
- ・中国証券監督管理委員会の呉偉央氏によると、2012年11月に開かれた第18回共産党大会で、「政府と市場の関係を是正することは改革の主要テーマの一つであり、市場の規律を尊重しなければならない」ことが共通認識となった。しかし、実務においては、地方政府と地方の監督機関は「自らの管轄区域で社債のデフォルト第1号を出したくない」と考えていたという。

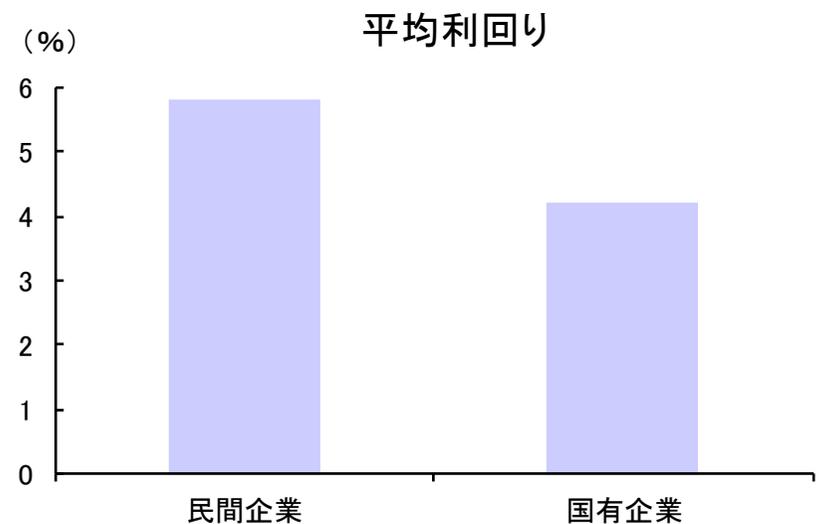
### 3. 問題の背景と取るべき対応

## 国有企業の低い資金調達コスト



(資料) Wind Databaseを基に筆者作成

(注) 2016年12月1日時点において上海証券取引所で取引される民間企業の会社債203銘柄、国有企業の会社債561銘柄の発行体企業のROA(2011~2015年)を集計。



(資料) Wind Databaseを基に筆者作成

(注) 2016年12月1日時点において上海証券取引所で取引される民間企業の会社債203銘柄、国有企業の会社債561銘柄の表面利回りを集計。

### 3. 問題の背景と取るべき対応

## 政府保証でモラルハザードが生じ、債務問題が深刻化

- 政府保証により国有企業は返済能力を上回る規模の債務を背負いやすくなる
- 資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなる

### 3. 問題の背景と取るべき対応

## 銀行融資についても同様な問題が発生

- ・米外交問題評議会シニアフェロー セバスチャン・マラビー氏  
「国有銀行は、中国の家計貯蓄を集めた莫大な資金プールをもち、預金には人為的に低い金利しかつけていない。銀行は、この安価な資本を、政治的なつながりをもつ企業へと融資し、企業はこれを必ずしも効率的ではない投資に用いてきた」  
\* 詳しくは、セバスチャン・マラビー[2016]「世界経済リスクとしての中国経済の不確実性」(『フォーリン・アフェアーズ・リポート』2016 No.2を参照)
- ・実際、長らく民間企業からは「融資難、融資貴」(融資を得るのが難しく、銀行が求める金利や手数料があまりに高い)との声上がる一方、国有企業は低利で銀行融資を得られる状況

### 3. 問題の背景と取るべき対応

## 政府補助金も市場メカニズムを歪めている

#### 不透明な補助金支給ルール

- 当初、政府の補助金は、十分な投資収益を期待できない事業であるものの、国家戦略や産業政策上重要な事業に携わる企業に給付するもの
- しかし、補助金の支給ルールが不透明ななか、実質的に国有企業の赤字補てんに利用されるケースも
- 中央国有企業の完成車メーカー、天津一汽夏利汽車は補助金によって、3年連続の赤字を回避
- 中国では、上場企業が3年連続赤字となれば上場一時停止になり、その後の中間決算で黒字化しなければ上場廃止となる

#### 政府補助金の高額受給企業トップ10(2015年)

						(億元)
企業	業種	属性	売上高	純利益	政府補助金	
1 中国石油天然気	石油採掘	中央国有企業	17,254	357	79	
2 中国石油化工	石油採掘	中央国有企業	20,189	322	50	
3 中遠海運控股	海運	中央国有企業	68	1	43	
4 中国東方航空	空運	中央国有企業	938	45	41	
5 上海汽車集団	自動車	地方国有企業	6,704	298	31	
6 安徽江淮汽車集団	自動車	地方国有企業	464	9	25	
7 中国南方航空	空運	中央国有企業	1,115	39	24	
8 中国長江電力	電力	中央国有企業	242	115	20	
9 中国核能電力	電力	中央国有企業	262	38	20	
10 中国中車	鉄道製造	中央国有企業	2,419	118	18	

(資料)各社の年報、Wind Databaseを基に日本総研作成

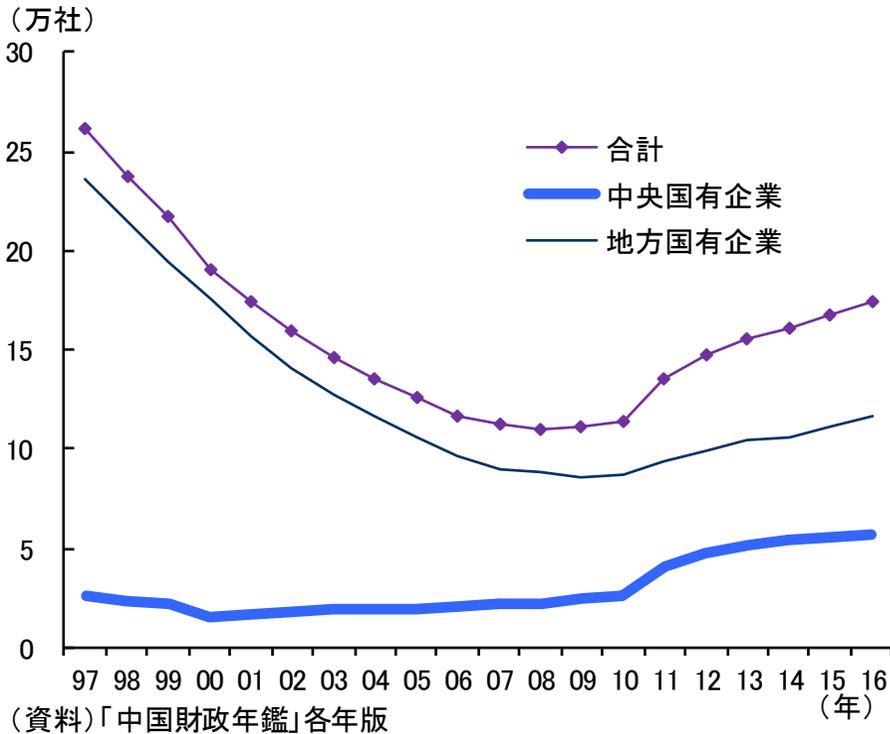
(注1)2016年12月16日時点の非金融上場企業のデータを集計。

(注2)2016年版のフォーチュン・グローバル500によると中国石油天然気は世界第三、中国石油化工は第四の大企業。

### 3. 問題の背景と取るべき対応

## 不十分な国有企業改革

国有企業の社数



業種別国有比率(上場企業)

業種	企業数 社	国有企業 社	非国有企業 社	国有企業の比率 %
電力・ガス・水道	92	77	15	83.7
運輸・倉庫	85	67	18	78.8
飲食・宿泊業	11	7	4	63.6
採掘業	75	44	31	58.7
娯楽・教育	40	22	18	55.0
金融業	51	25	26	49.0
卸小売業	152	73	79	48.0
水利・環境・公共施設管理	32	15	17	46.9
不動産業	134	61	73	45.5
コングロマリット	25	11	14	44.0
建設業	78	33	45	42.3
農林漁業	44	16	28	36.4
リース・企業向けサービス業	35	12	23	34.3
製造業	1,806	481	1,325	26.6
科学研究・技術	23	5	18	21.7
情報通信業	162	24	138	14.8
医療	5	0	5	0.0
合計	2,850	973	1,877	34.1

(資料)各社の2016年年報、Wind Databaseを基に筆者作成

### 3. 問題の背景と取るべき対応

## 統制色の強い金融システムも与信・債務の膨張を招く

#### 中国の金融システム

##### ①人為的に金利を低く抑制

規制によって低い金利環境を作り出して、投資を促進し、経済成長を高める政策をとっている。金融機関からの借入金利が本来あるべき水準を下回る状態が長期化した結果、企業による過剰借入・過剰投資が誘発された。

##### ②政府が金融機関を経営破綻から守っている

5大銀行は、いずれも政府あるいは政府ファンドが筆頭株主である。他の金融機関も多くは政府あるいは政府ファンドが主要株主となっている。政府は資金配分の決定権を握る一方、金融機関を経営破綻から守る。これらが金融機関のリスク管理意識の低下につながった。

##### ③中央銀行が独立性を確保していない

中国人民銀行はあくまでも政府の一つの組織にすぎず、独自に金融政策を決めることができない。この結果、政府の政策にあわせて必要以上の規模の金融緩和が実施されてきた。

#### 戦後からバブル期までの日本の金融システム

金利水準を直接統制することで、低位に導こうとした。たとえば、日本銀行は預金金利の上限値をガイドラインで示すことで金利規制を行った。

(資料)池尾和人(2006)『開発主義の暴走と保身:金融システムと平成経済』NTT出版、以下同じ。

日本政府は様々な規制を通じて競争制限的な体制を作りだし、カルテル的な超過収益を銀行にもたらし、銀行の経営が破綻する可能性を除去しようとした。

日本銀行も独立性を有していなかった。80年代後半、日本の金融引き締めは、米国や西ドイツに遅れたため、その分信用膨張が続いた。金融緩和によって内需拡大・経常収支不均衡の是正を図りたい政府(財政当局)の強い意向があったとされる。もし、日本銀行が当局によるプレッシャーを跳ね返すだけの独立性を確保していれば、バブル発生を回避できたかもしれない。

### 3. 問題の背景と取るべき対応

## 中国経済が持続的な発展を遂げるための5つの施策

#### 1. 「自己責任原則」の浸透

国有企業に対する債務保証や補助金などの政府保証をやめなければならない。過剰な債務を抱えた企業ならば、国有だろうと民間だろうと、債務をリストラしていく必要がある。利益を求めた投資・投機に対して、当事者がコストを負担するという「自己責任原則」を求める。

一方、改革は漸進的に行っていく必要がある。政府による債務保証を一気にやめてしまうと、国有企業の破綻が急増しかねない。その結果、金融機関の連鎖的な破綻が起きる恐れもある。

#### 2. 国有企業の民営化

政府保有株式を放出することで、国有企業に対する民間企業や外資企業のM&Aを活性化させるべきだ。もっとも、政府あるいは国有企業が筆頭株主として残るような政府保有株式の放出でいけない。民間が旧国有企業の所有権を手にして、はじめて民間の活力を生かすことができる。

#### 3. 金融監督の強化

銀行が企業の収益性に基づいた融資を行うよう、政府が働きかけると同時に、シャドーバンキングなどのオフバランス融資や不良債権の実態についての報告を徹底させることが必要である。

#### 4. 情報開示の徹底

政府が目を光らせていれば安心できる、という訳ではない。外部からの圧力に晒すことが、企業経営の改善につながると期待される。

#### 5. 過度な低金利の見直し

政策金利の引き上げはマネーサプライと企業債務の抑制に寄与する。

### 3. 問題の背景と取るべき対応

## 中国の経済成長モデルの罨

- 近年、中国の経済発展モデルは「国家資本主義」と呼ばれるようになり、まるで自由主義経済と対峙しうる体制と錯覚させる論調は大変危うい。
- 政治学者イアン・ブレマー氏は「政府が経済に主導的な役割を果たし、主として政治上の便益を得るために市場を活用する仕組み」と定義。
- 確かに、中国に国家資本主義のような仕組みを見出すことができる。富の分配において、指導部が大きな影響力を持つ。
  - 政府は国有企業や国有銀行を使って、内外の資源や資金の流れを管理し、雇用を維持・創出。
  - 民間企業が一定の成長を果たすと、政府と親密な関係を築くようになり、国家戦略の一端を担うようになる。
  - 政府系ファンドを用いて戦略的に伸ばしたい産業を後押しするほか、経営難に直面した金融機関に対して公的資金を投入。
- こうした仕組みは金融財政政策の機動力を高めることになる。また、産業政策の効果を大きく高めることができる。
- しかしながら、このような開発独裁スタイルは、企業や金融機関の過剰なリスクテイクという深刻な問題を招く。政府は何とか問題の先送りを図ろうとするものの、いずれ金融危機あるいはバランスシート不況という形で顕在化しかねない。

関 辰一(せき しんいち)  
 株式会社日本総合研究所 調査部 副主任研究員

●研究・専門分野  
 中国経済、金融

●経歴  
 中国上海出身  
 2004年 早稲田大学政治経済学部卒業  
 2006年 早稲田大学大学院経済学研究科 修士課程修了  
 2008年 日本総合研究所 入社  
 2018年 拓殖大学 博士(国際開発)

●書籍  
 『中国 経済成長の罠:金融危機とバランスシート不況』日本経済新聞出版社、2018年。

●論文  
 「中国の経済成長を阻む過剰債務:そのリスクと対策」(国際貿易投資研究所『世界経済評論』2018年11/12月号)。  
 「社債市場からみた中国のモラルハザード問題」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』 2017 Vol.17 No.64)。  
 「中国で深刻化する過剰債務問題:潜在不良債権比率と不良債権規模の推計」(一 『環太平洋ビジネス情報RIM』 2016 Vol.16 No.62)。  
 「バランスシート不況の入り口に立つ中国経済」(一 『環太平洋ビジネス情報RIM』 2015 Vol.15 No.59)。

