

社債市場からみた中国のモラルハザード問題

調査部

副主任研究員 関 辰一

要 旨

1. 中国の社債市場では、どのような銘柄に投資しても、元本の償還と利息の支払いは固く守られるという、いわば市場メカニズムが機能しない状況が長く続いている。この背景として、政府が国有企業の債務を保証し、デフォルトさせないようにしてきたことが指摘出来る。
2. 政府保証の存在は、国有企業の資金調達構造を歪め、企業の債務問題を深刻化させた。実際、民間企業の経営効率が国有企業よりも高いにもかかわらず、政府保証を得られる国有企業の方が低いコストで資金を調達出来る。これにより、国有企業は返済能力を上回る規模の債務を負いやすくなる一方、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなるという、いわゆるモラルハザード問題が生じている。銀行融資についても同様な問題が発生しているほか、政府の補助金も市場メカニズムを歪めている。
3. ここにきて、政府はデフォルト容認姿勢に転じ始めたため、2016年入り後に社債のデフォルトは急増している。政府のデフォルト容認姿勢と厳しいマクロ経済環境の下、今後、社債のデフォルトは一段と増加する可能性が高い。もっとも、マクロでみた中国のレバレッジは危険水域にまで高まっているため、危機型のデレバレッジを恐れる当局が、デフォルト抑制姿勢に戻る可能性も否定出来ない。

目次

はじめに

1. 市場メカニズムが機能しない社債市場

- (1) 極めて低いデフォルト率
- (2) 社債市場の概要

2. デフォルトさせないようにしてきた政府

- (1) 政府保証の存在
- (2) 抑制された資金調達コスト
- (3) 様々な市場への政府介入

3. ジレンマに直面する政府

- (1) 政府はデフォルト容認に転換
- (2) デフォルト抑制姿勢に戻る可能性も

おわりに

はじめに

中国では、巨額の企業債務と不良債権が、安定的な経済成長を維持するうえでの最大のリスクファクターとなっている。企業債務の対GDP比は日本のバブル期を上回り、マクロでみたレバレッジは危機的な水準にある。こうしたなか、不動産価格が下落すると、金融機関は融資担保価値の目減りによって大きな損失を被り、金融機関の破綻が急増し、金融危機が発生するリスクもある。

なぜ、企業債務と不良債権がこれほど膨らんだのか。まず、企業側に問題がある。筆者はこれまでに中国の過剰債務問題について、3本の論文を公表してきた。シリーズ1本目となる2015年のRIM論文「限界に向かう中国の企業債務拡大—バブル期の日本と似た様相—」では、中国の非金融企業債務の対GDP比および固定資本形成の対GDP比を日本のバブル期と比較して、中国においても企業の債務が膨張し、そのかなりの部分が財テクに投じられていると問題提起した。日本では土地や株式が主な運用対象となったのに対し、中国ではシャドーバンキングの一つである委託融資が代表的な財テクになっていると指摘したうえで、いくつかの事例を紹介した。

同年、企業債務問題に関する2本目の論文となる「バランスシート不況の入り口に立つ中国経済」では、国民経済計算における非金融企業の資本調達勘定を用いて、リーマン・

ショック後の4兆元の景気対策を受けて、過剰な設備投資を行ったことも要因の一つであるが、やはり財テクの拡大が債務増大の主因であることを明らかにした。さらに、①2015年には景気の悪化に伴い、委託融資などでデフォルトが続くなど、企業の資産が目減りし始めた一方、銀行融資や社債で調達した大きな負債は残っていること、②企業の利払い負担は大きく、デフレ圧力も強まるなか、債務返済を優先せざるを得ない状況に陥っていること、③90年代日本企業は過剰債務の対応に追われ、その資金需要は急減し、経済は深刻な不況に陥ったが、中国も同様のリスクに直面していること、を指摘した。

シリーズ3本目となる2016年のRIM論文「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—」では、金融機関側の問題を取り上げた。すなわち、国有銀行を中心とした金融機関が事業の収益性を度外視した貸付を行ってきたことも、企業債務が膨張した大きな要因であった。さらに、中国の金融システムの安定性をみるために、上場企業2,000社あまりの財務データを基に、潜在不良債権比率を独自推計したところ、2015年末時点で8.6%であった。これをシャドーバンキングを含む全国の与信総額に当てはめると、同年末の潜在不良債権残高は12.5兆元と当局の公表値の10倍（GDPの18.5%）に達する。このように、潜在的な不良債権が巨額なだけに、中国の金融システムが危機的

な状況に陥るリスクも払拭出来ないことを主張した。

これらに続く本稿では、巨額な企業債務と不良債権が積み上がった背景には、政府の対応の失敗が少なからず影響していることを明らかにしたい。政府は、明示的なものも暗黙的なものもあるが、いずれにせよ事実上国有企業の債務に対して保証を行っている。このような市場への政府介入によって、借り手と貸し手に深刻なモラルハザードが生じている。国や地方政府の保証が付与されていることが、借り手の意識を希薄にする。さらに、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなる。

本稿で社債市場に焦点を当てた理由は、企業ごとの資金調達コストを把握しやすいからである。企業を国有と民間に分類すると、資金調達コストが大きく違っていることが容易に観察出来る。社債市場をみれば、市場への政府介入によって、国有企業は極端に低いコストで資金調達出来る様子をつかみやすい。その結果、モラルハザードが生じ、ひいては巨額な企業債務と不良債権に結びついたといえよう。

構成は以下の通りである。1. では、中国において社債のデフォルト率が極めて低く、市場メカニズムが機能していない状況を指摘する。2. では、モラルハザードをもたらす市場への政府介入を整理する。まず、政府が社債のデフォルト回避に尽力した事例を確認

する。次に、上海証券取引所で取引されている社債の利回りとROAを集計することで、政府保証によって国有企業の資金調達コストが低く抑えられていることをみる。さらに、補助金など他の市場への政府介入にも簡単に触れたい。3. では、政府が直面するジレンマを指摘する。

1. 市場メカニズムが機能しない社債市場

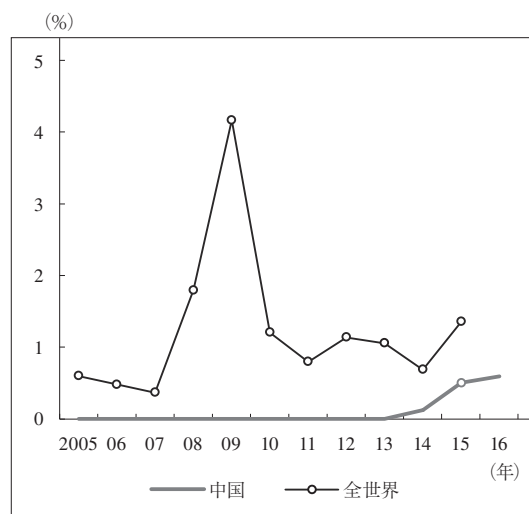
(1) 極めて低いデフォルト率

中国では多くの分野において、市場メカニズムが機能していない。これは、社債市場にも当てはまる。

社債市場では「剛性兑付（中国語でガンシンドイフと読む）」の問題が指摘出来る。「兑付」とは、小切手・兌換券などを現金にすることである。「剛性」とは、鋼のように固いことである。社債市場では、どのような銘柄に投資しても、元本の償還と利息の支払いは固く守られるという状況が長く続いた。

実際、レーティングが付与されている社債の発行体数を集計すると、2005年末の3社から2015年末には3,739社に大幅に増加する一方、デフォルトした社数は2013年までゼロ、2014年と2015年もそれぞれ4社と19社にとどまる。レーティングの付与されている発行体数に占めるデフォルト率を計算すると、2013

図表1 社債のデフォルト率



(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
(注2) 直近値は2016年初から10月末までの値。
(資料) 全世界の社債のデフォルト率は、S&P, 2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions、中国はWind Databaseを基に日本総合研究所作成

年までは0%、2015年でもわずか0.51%である(図表1)。格付け会社スタンダード・アンド・プアーズが集計した全世界のデフォルト率は、リーマン・ショックを受けて、2007年の0.37%から2008年には1.80%、2009年には4.18%へ大きく上昇したとと比較すると、中国の特異さが際立つ。2015年においても、全世界のデフォルト率は1.36%であり、中国のデフォルト率は極めて低い水準にあるといえよう。

(2) 社債市場の概要

一般的に、社債とは株式会社が長期の資金調達のために発行する確定利付きの債務証券

である。一般事業会社の発行する事業債と金融機関の発行する金融債に大別され、株式と異なり、議決権を有しない。

他方、本稿でいう社債とは、中国語でいう企業債券のことである。中国の債券は、企業債券、政府債券、金融債券、資産担保証券 (Asset Backed Securities)、央行票據 (中央銀行借用手形)、国際機構債券の6種類に分類される (図表2) (注1)。企業債券は、企業債、中期票據 (Medium Term Note)、超短期融資券 (Super & Short Term Commercial Paper)、短期融資券 (Commercial Paper)、私募票據、公司債、可転債 (転換社債)、可分離交易可転債、中小企業集合債、中小企業集合票據、中小企業私募債を含む。株式会社が長期の資金調達のために発行する確定利付きの債務証券のみならず、株式会社の形態をとっていない国有企業が発行する債務証券、ならびにコマーシャルペーパーなど短期の債務証券も含まれることが、企業債券の特徴である。

次章で国有企業と民間企業で分けてみてい

く公司債とは、株式会社と有限会社が長期の資金調達のために発行する確定利付きの債務証券であり、一般的な社債の概念に近い。公司債と並ぶ、もう一つ代表的な社債が企業債である。企業債とは、株式会社や有限会社の形態をとっていない企業も長期の資金調達のために発行出来る確定利付きの債務証券であり、主に国有企業が発行体となっている。

中国人民銀行の「社会融資規模存量」によると、社債発行残高は、2010年末には3.8兆元であったが、2016年9月末には17.3兆元まで急増した (図表3)。その間、銀行融資に対する比率は8.1%から16.8%まで上昇した。社債発行が活発化したことがうかがえる。

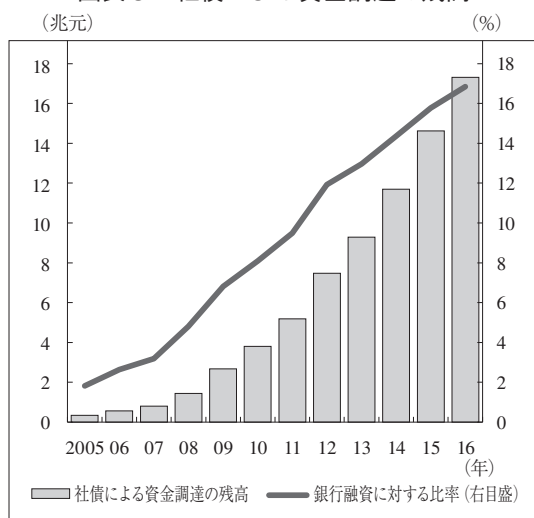
(注1) 政府債券は国債と地方政府債を合わせたものである。金融債券は政府性銀行債、商業銀行債、政府支持機構債 (匯金債) と非銀行金融機構債の4種類からなる。詳しくは、安国俊・孫明潔等 [2015] 「2015年の中国債券市場」 (殷劍峰編『金融藍皮書 中国金融發展報告 (2016)』社会科学文献出版社) を参照。

図表2 中国債券市場の概況

	2013年		2014年		2015年1~9月	
	新規発行額	年末残高	新規発行額	年末残高	新規発行額	9月末残高
企業債券	40,384	74,664	51,772	109,421	47,567	130,788
政府債券	17,963	91,781	20,247	103,075	38,771	132,633
金融債券	23,162	112,313	26,572	124,534	24,044	135,819
ABS	1,910	171	2,794	2,689	2,494	4,297
中央銀行借用手形	-	5,522	-	4,282	-	4,282
国際機構債券	-	31	-	31	-	31
合計	83,419	284,482	101,384	344,032	112,876	407,850

(資料) 安国俊・孫明潔 [2015] p.174~176 (原典は中債信息网、中証登、上清所) を基に日本総合研究所作成

図表3 社債による資金調達の高



(注1) 直近値は2016年9月末の値。
 (注2) 銀行融資は外貨による融資を含まず。
 (資料) 中国人民銀行「社会融資規模存量」

2. デフォルトさせないようにしてきた政府

(1) 政府保証の存在

中国の社債デフォルト率が異常に低い背景には、収益が悪化した企業に対して政府が全面的に支援することで、デフォルトさせないようにしてきたことが指摘出来る。

地場の格付け会社である中債資信評価有限责任公司によると、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。山東海龍の商業紙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、深圳発展銀行、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た状況であった。

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、商業紙のデフォルトを免れたという。

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。

中国の国有企業には中央政府が管轄する中央国有企業と、地方政府が管轄する地方国有企業があるが、山東海龍は山東省濰坊市の地方国有企業である。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が、上海証券取引所の機関誌『証券法苑』第13巻(2014)に掲載した論文「債券違約対応処理法律機制探析」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。

(2) 抑制された資金調達コスト

政府保証は、国有企業の資金調達構造を歪め、企業の債務問題を深刻化させる。国有企業は仮に利払いに窮しても、最後は政府が助けてくれるだろうと高を括り、返済能力を上回る規模の債務を背負いやすくなる。銀行や保険会社など資金の出し手も、どうせ企業経営が傾いたところで政府がなんとかするだろうと、融資や投資を行うにあたり、事業の将来性や返済能力を十分に審査しなくなる。

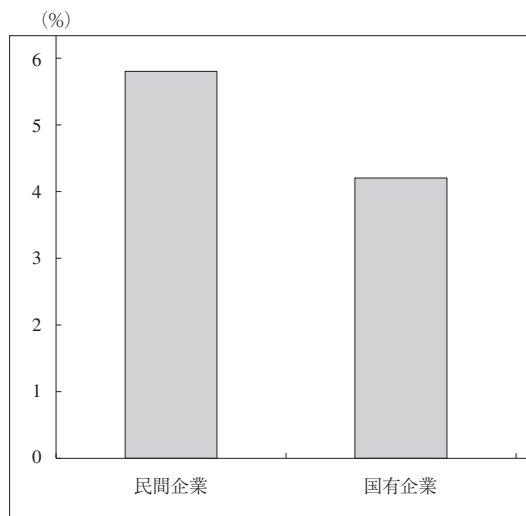
実際、政府保証の存在によって、中国の社債市場には歪みが顕在化している。市場メカニズムが機能していれば、一般的には経営の効率性が高い企業ほど、信用が高く、資金調達コストが低くなるはずである。しかし、中国では国有企業であれば、経営効率の水準にか

かわらず、資金調達コストは低い水準に抑制されている。

2016年12月1日時点で、上海証券取引所で取引されている民間企業の会社債は307銘柄ある。このうち、債券の表面利回りと発行体企業の2010～2015年のROAデータが揃っているのは、203銘柄ある。この203銘柄の表面利回りを単純平均すると5.8%になる(図表4)。また、当該銘柄の発行体企業の5年間のROAを単純平均すると、8.0%となった(図表5)。

これに対して、同じく12月1日時点において上海証券取引所で取引されている国有企業の会社債は655銘柄ある。債券の表面利回りおよび発行体企業の2010～2015年のROA

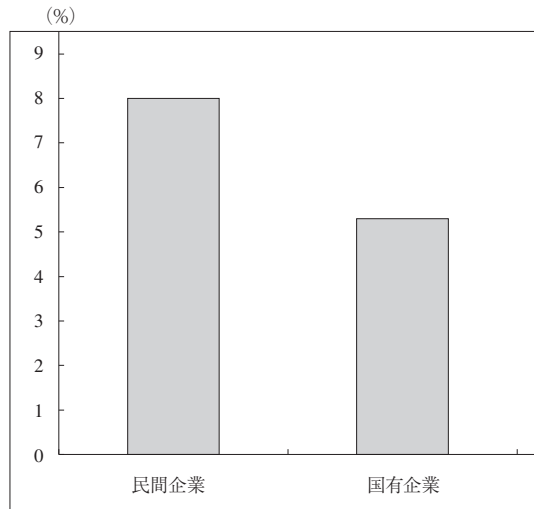
図表4 債券の平均利回り



(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。

(資料) Wind Databaseを基に日本総合研究所作成

図表5 発行体企業のROA



(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公司債203銘柄、国有企業の公司債561銘柄の発行体企業のROA(2011~2015年)を集計。
 (資料) Wind Databaseを基に日本総合研究所作成

データが揃っているのは、このうち561銘柄である。この561銘柄の表面利回りは平均4.2%となる一方、5年間のROAは平均5.3%であった。これらを比較すると、明らかにROAの高い民間企業の方が、高い利率での社債発行を強いられていることになる。

(3) 様々な市場への政府介入

中国政府は、国有企業に対して様々な面で優遇してきた。「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」という米

外交問題評議会シニアフェローであるセバスチャン・マラビー氏の指摘は、問題の核心をついている(注2)。

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)との声がかかる一方、国有企業は低利で銀行融資を得られる状況が続いている。このように、政府保証が存在するなか、間接金融においても資金調達コストの水準に歪みが出ている。

また、中央政府や地方政府が国有企業に対して支給している補助金も、市場メカニズムを歪めている。当初、政府の補助金は、十分な投資収益を期待出来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であった。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みられるようになった。

中央国有企業の完成車メーカー、天津一汽夏利汽車の2015年の決算では、売上高は34億427万元、純利益は1,805万元と、3年連続の赤字を回避した。政府が補助金を積み増したためである。同社が営業外収益として計上している補助金(政府補助)は2013年に6,202万元、2014年に1億1,375万元であったが、2015年には5億6,326万元に大幅に増加している。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

の補助金によって、同社は起死回生を果たしたといえよう。

また、政府補助金は政治的な力が強い企業に多く配分されていることも大きな問題である。たとえば、石油採掘業の中国石油天然気（ペトロチャイナ）は2012年に原油高を背景に、1,153億元もの純利益を計上した。同時に、政府から94億元もの補助金を得て、政府補助金の高額受給企業ナンバーワンでもある。英BPを上回る高収益企業に対して高額の補助金が支払われている状況である。

2016年12月16日時点で上海証券取引所あるいは深圳証券取引所に上場している非金融企業（A株）の2015年の財務データを集計すると、最も政府補助金を得ているのは中国石油天然気であった（図表6）。純利益は原油価格の下落により減少したとはいえ357億元を計上する一方、政府から79億元の補助金を得た。同業の中国石油化工（シノベック）、海

運の中遠海運控股（コスコ SHIPPING）などが続く。トップ10社のうち8社は中央国国有企业である。なお、トップ10社に支給された補助金の合計は全体の22.3%に上る。

これまでみてきたような資金面の優遇以外にも、政府が国国有企业のために、工場用地や従業員用の住宅を用意し、賃料を減免するなどの優遇措置がみられる。

（注2）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・レポート』2016 No.2、原文：Sebastian Mallaby, Paul A. Volcker [2015], *The World Economy in 2016: Watch China*, Council on Foreign Relations, December 23, 2015）を参照。

3. ジレンマに直面する政府

(1) 政府はデフォルト容認に転換

最近になり政府は社債のデフォルトを容認する姿勢に転じつつある。2013年11月に開か

図表6 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	政府補助金
1	中国石油天然気	石油採掘	中央国国有企业	79.1
2	中国石油化工	石油採掘	中央国国有企业	50.0
3	中遠海運控股	海運	中央国国有企业	42.6
4	中国東方航空	空運	中央国国有企业	41.3
5	上海汽車集団	自動車	地方国国有企业	31.2
6	安徽江淮汽車集団	自動車	地方国国有企业	25.3
7	中国南方航空	空運	中央国国有企业	23.7
8	中国長江電力	電力	中央国国有企业	20.5
9	中国核能電力	電力	中央国国有企业	19.8
10	中国中車	鉄道製造	中央国国有企业	18.0

（注）2016年12月16日時点の非金融上場企業のデータを集計。
（資料）各社の年報、Wind Databaseを基に日本総合研究所作成

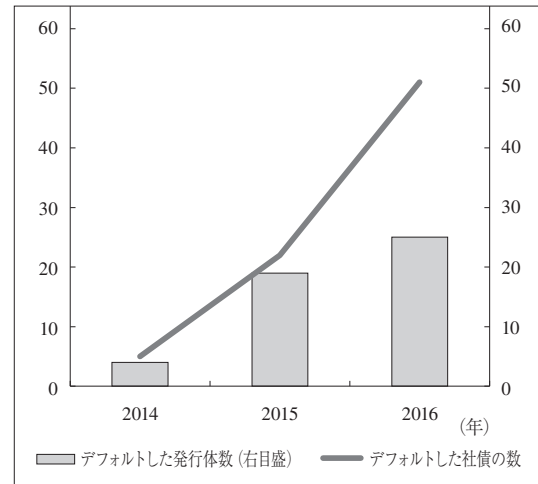
れた三中全会では、市場メカニズムを多くの分野に取り入れることを政策方針に据え、2014年3月には李克強首相が「金融商品のデフォルトは望まないものの、回避出来ないケースもある」とコメントした。2016年5月9日付の人民日報1面に掲載された「権威人士による中国経済についての談話」でも、「剛性兑付」を打破しなければならないとの主張がみられる。

こうしたなか、社債のデフォルトも増加し始めている。2016年初から10月末までに企業債券のデフォルトが51件発生し（25社）、2015年通年の22件（19社）を大きく上回った（図表7）。

9月26日には、遼寧省の地方国有企業である東北特殊鋼を発行体とし、国家発展銀行と招商銀行が2015年9月に表面利率6.3%の1年物で募集・販売した7億円の商業ペーパーがデフォルトとなった。東北特殊鋼が発行した企業債券の債務不履行は、2016年に入ってこれで9回目となった。10月10日には日本の地裁にあたる大連市の中級人民法院が、債権団が提出していた同社の破産申請を受理した。

今後を展望すると、政府のデフォルト容認姿勢が続く可能性が高いため、社債のデフォルトはさらに増加すると予想される。政府保証を見直すことで、モラルハザードを是正し、債務の急増に歯止めをかけることの重要性は、中国政府も強く認識している。加えて、

図表7 デフォルトした社債と発行体の数
(件) (社)



(注) 直近値は2016年初から10月末までの値。
(資料) 各種報道、Wind Databaseを基に日本総合研究所作成

中国経済の高成長が終焉を迎えるなか、債務返済に窮する国有企業が多くみられるようになった。政府が債務を肩代わりすれば、多額の財政支出が必要となり、財政余力は急低下しかねない。当局としても、政府保証のあり方を見直さざるを得ない局面にあるといえよう。冒頭でみたように、これまで中国の社債のデフォルト率は、政府保証や補助金などを背景に、全世界の水準を大きく下回る水準にとどまっていた。しかし、今後デフォルト容認姿勢が広がることで、デフォルト率は徐々に上昇するとみられる。

加えて、厳しいマクロ経済環境が続くことも、デフォルトの増加につながる。中国経済は厳しい内需環境を背景に、今後も緩やかに減速していくと予想される。その最大のブ

レーキ要因は、GDPの3割を占める民間固定資産投資のスローダウンである。過剰債務・過剰設備を抱える状況のなかで、企業は新たな投資に慎重になっている。企業債務の対GDP比が日本のバブル期を上回り、元利支払い負担、バランスシート調整圧力が大きいいため、企業の債務削減姿勢はそう簡単に終わらそうにない。企業は引き続き借入拡大に慎重になる見通しで、民間固定資産投資の景気牽引力が低下すると予想される。

企業部門における構造調整は、個人消費も抑制すると見込まれる。地方政府は生産設備や人員のリストラに関する数値目標を設定するよう求められているため、今後、民間企業のみならず地方国有企業においても人員のリストラの動きが強まるとみられる。すでに足元でも、雇用環境が悪化するなか、所得環境の改善ペースが徐々に鈍化し、小売売上高の伸び率は年々低下してきた。雇用に対する将来不安と所得の伸び鈍化を背景に、先行きも消費の減速基調が続くと見込まれる。

(2) デフォルト抑制姿勢に戻る可能性も

一方、別のシナリオも考えられる。デフォルトの増加は、市場メカニズムが機能するという意味において、健全な動きといえる。ただし、中国ではすでに巨額な企業債務と不良債権を抱えているため、連鎖的な企業倒産が発生してデフォルト率が急上昇すると、経済がハードランディングするリスクも存在す

る。

政府保証がもたらすモラルハザードに加え、リーマン・ショック以降の大規模な金融緩和が、企業の過剰な設備投資や財テク拡大、金融機関の過剰信用などを促したため、マクロでみた中国のレバレッジは危険水域にまで高まっている。中国人民銀行によると、社債の発行残高は、2010年末には3.8兆元であったが、2015年末には14.6兆元まで急増した。国際決済銀行によると、社債や銀行からの借入金など各種調達手段を合計した非金融企業の債務残高は、同時期に49.7兆元から111.9兆元に増加した。この結果、非金融企業債務残高の対GDP比は120.3%から163.2%へ、5年間で40%ポイント以上も上昇した。

2016年8月に発表されたIMFの対中4条協議報告書では、本文に説明がないものの、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カ国あり、その内18カ国が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図表を掲載している（注3）。ちなみに、18カ国とは、アイルランド、アルゼンチン、イギリス、イタリア、ギリシャ、スウェーデン、スペイン、タイ、デンマーク、ノルウェー、フィリピン、フィンランド、ブラジル、ベルギー、ポルトガル、マレーシア（以上は1回ずつ）、ウルグアイ（2回）である（注4）。

こうした点を踏まえると、当局が危機型のデレバレッジを恐れ、デフォルト抑制姿勢に

戻る可能性もある。国有企業や地方政府、金融機関は、デフォルト容認によって痛みを被っているため、政府が再度デフォルト抑制姿勢に戻ることを期待するかもしれない。その場合、財政の健全性が損なわれるほか、「剛性兌付」の問題は先送りとなり、企業債務と潜在的な不良債権はますます増えかねない。

このように、中国政府は市場メカニズムの機能を高めながら、景気失速を回避して安定成長をめざすという、難しいかじ取りを求められている。

(注3) IMFは定期的に加盟国に代表団を送り、経済・金融情報を収集している。同時に、その国の経済状況および政策について政府当局者等と協議している。これは「4条協議」と呼ばれており、その報告書にはIMFの経済分析や政策提言がまとめられている。2016年8月に発表された対中4条協議報告書とはIMF [2016] *People's Republic of China: Staff Report for the 2016 Article IV Consultation, July 7, 2016*のこと。本稿で注目した図表は、その13頁目に掲載されている。

(注4) 与信が急増した42カ国のうち、金融危機を伴うハードランディングに陥らなかった24カ国はどの国なのか、どのような基準で18カ国と24カ国を線引きしたのか、についての具体的な説明はない。

おわりに

本稿でみてきたように、中国の社債市場では市場メカニズムが機能していない。社債の元本償還と利息支払いは固く守られるという状況が長く続くなか、中国の社債デフォルト率は極めて低い水準にある。

この背景として、政府保証の存在を指摘した。中国の社債デフォルトの第1号になるところであった国有企業は、地方政府の保証の

もと、銀行が提供した資金で、デフォルトを免れた。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。

中国の社債市場では、国有企業でありさえすれば資金調達コストが低く、経営効率が問われることはない。その結果、借り手と貸し手に深刻なモラルハザードが生じる。国や地方政府の保証が付与されていることが、借り手意識を希薄にする。さらに、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなる。

銀行融資についても同様な問題が発生している。長らく民間企業からは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が続いている。このほか、政府の補助金も市場メカニズムを歪めているといえよう。

もっとも、最近になり政府はデフォルト容認姿勢に転じつつある。その結果、2016年入り後に社債のデフォルトは急増している。政府のデフォルト容認姿勢が続く可能性が高いことなどを踏まえれば、今後、社債のデフォルトはさらに増加するとみられる。ただし、マクロでみた中国のレバレッジは危険水域にまで高まっている。情勢不安定化を恐れる当局が、デフォルト抑制姿勢に戻る可能性もある。

主要参考文献

(日本語)

1. 桑田良望 [2012] 『2012年版中国の金融制度と銀行取引』みずほ総合研究所
2. 関辰一 [2015a] 「限界に向かう中国の企業債務拡大」日本総合研究所 (『環太平洋ビジネス情報RIM』2015 Vol.15 No.57)
3. ——— [2015b] 「バランスシート不況の入り口に立つ中国経済」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2015 Vol.15 No.59)
4. ——— [2016] 「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」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2016 Vol.16 No.62)
5. 関根栄一 [2009] 「中国の社債発行制度改革」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』2009 Spring)
6. 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) (原文はSebastian Mallaby, Paul A. Volcker [2015], *The World Economy in 2016: Watch China*, Council on Foreign Relations, December 23, 2015)

(中国語)

7. 安国俊, 孙明洁等 [2015] 「2015年の中国債券市場」(殷剑峰編『金融藍皮書 中国金融发展報告(2016)』社会科学文献出版社)
8. 陶丽博, 许南星, 陈代娣 [2012] 「由海龙信用事件引发的几点思考」中债资信评估有限责任公司 2012年5月
9. 吴伟央 [2014] 「債券违约应对处理法律机制探析」(上海证券交易所『证券法苑』第十三卷 2014)
10. 张英杰, 李诗, 余璐, 谭畅 [2015] 「我国债务风险现状、问题与政策分析」(中国人民大学『中国宏观经济分析与预测』2015年中期)

(英語)

11. Diane Vazza and Nick W Kraemer [2016], *2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*, Standard & Poors, May 2, 2016
12. IMF [2016], *People's Republic of China: Staff Report for the 2016 Article IV Consultation*, July 7, 2016