

# 募る金融危機の不安 不透明な債務の実態



指南役 関 辰一さん（日本総合研究所副主任研究員）

せき・しんいち 2004年早稲田大学政治経済学部卒、06年早稲田大学大学院経済学研究科修士課程修了。野村証券金融経済研究所などを経て、08年日本総合研究所入社、15年から現職。18年拓殖大学博士（国際開発）。専門分野は中国経済。著書に「中国 経済成長の罠」。趣味は卓球。中国上海出身。

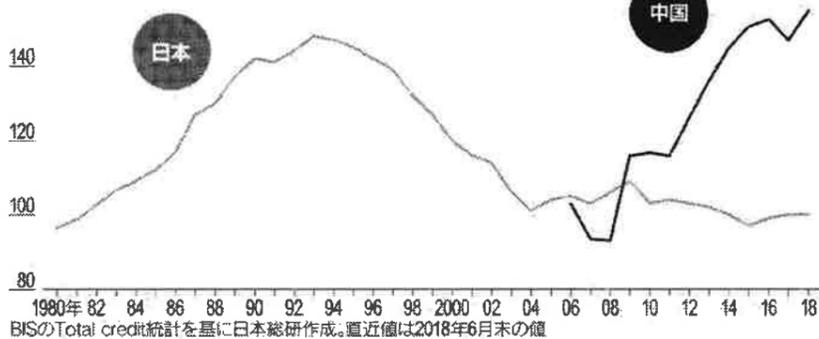
## 潜在的な不良債権比率、公式統計の5倍にも

中国発の金融危機は、世界経済のテールリスクとして懸念されています。テールリスクとは、統計的な分布の端（テール）にある、発生する確率は小さいものの、いったん発生すると非常に大きな影響が生じるリスクのことです。中国の過剰債務問題・不良債権問題は深刻であり、何らかのきっかけで金融危機が発生する可能性は否定できません。中国で金融危機が発生すると、その影響は世界経済に大きな衝撃となって波及すると予想されます。

近年、中国では金融機関が積極的な貸し出し姿勢のもと、過剰な融資を行ってきました。その結果、銀行与信や企業債務は、経済成長を大きく上回るペースで増加しています。2016年末の銀行融資残高の対国内総生産（GDP）比は143%と、11年末から31%上昇しました。18年6月末の企業債務残高の対GDP比は155%と、ここ5年間で22%高まりました。この水準は日本のバブル期を上回るものです。

与信や債務の急増は、金融危機につながる恐れがあります。国際通貨基金（IMF）が16年に発表した「対中4

非金融企業の債務残高の対GDP比 160%



条協議報告書」によると、過去5年間で総与信の対GDP比が30%以上高まった国、言い換えればいまの中国と似た国は、これまで延べ42カ国ありました。そのうち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りました。IMFもこのように中国発の金融危機に警鐘を鳴らしています。

中国の公式統計によると不良債権比率は、18年9月末時点で1.9%です。しかしこの値は実態を十分に反映していないと思われます。金融機関がさまざまな手法によって、本来不良債権として計上すべき貸出債権を正常債権と

みなすケースがあるからです。こうした事例はバブル崩壊後の日本でも問題になりました。また、当局が十分な監督責任を果たしているかも疑問です。

そこで、中国の不良債権の実態を把握するために、中国の上場企業2327社の財務データを基に、独自に「潜在不良債権比率」を推計しました。営業キャッシュフローによって支払利息を賄えるかどうかを基準にすると、15年末の「潜在不良債権比率」は8.6%となります。これは、公式統計（1.7%）の5倍の水準です。このように、中国の金融セクターが持つ潜在的な不良債

権の規模は大きく、経済を不安定化させるリスクを抱えているといえます。

なお、銀行貸し出しが回収困難となるリスクが大きいセクターは、鉄鋼、非鉄金属、鉄道車両・船舶・航空機、採掘、不動産です。高成長が終焉（しゅうえん）を迎えるなか、過剰債務と大きな利払い負担が借り手企業の経営を圧迫しています。他方、自動車や電気機械、教育・娯楽セクターでは、営業キャッシュフローで支払利息を賄えない企業は限られています。

不良債権問題が表面化して、金融機関が破綻すれば、金融危機のトリガーになり得ます。たとえ中小金融機関の破綻でも、金融機関の相互不信につながり、連鎖的な貸し渋りや貸しはがしを招くリスクがあります。すでに一部の中小金融機関が債務超過に陥り、取り付け騒ぎも発生しています。

経営内容が健全な銀行であっても、いったん取り付けに見舞われると、経営破綻に追い込まれる恐れがあります。現在は政府が公的資金の注入などによって破綻を防いでいますが、突発的な破綻リスクは拭いきれません。

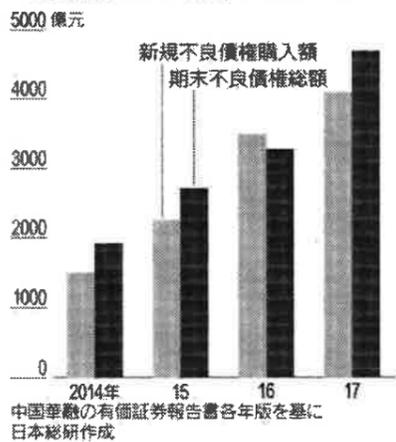
## 政府はリスク管理強化も楽観できず

一部では、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く、このため巨額の不良債権や企業債務を抱えたとしても、日本のような金融危機は起きないという見方があります。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が薄れていくという見立てです。確かに、日本の1人当たりGDPは1990年代には3万円台に達していた一方、中国ではいまだ1万円弱にとどまります。

しかし、金融危機の歴史を振り返ると、そのように楽観的にはなれません。ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授によると、1800年から2008年まで世界では268件の金融危機が発生しました。いつ、どの国で、どのような危機が発生したのかを詳細にみていくと、金融危機は経済発展水準の低い国も高い国も、区別なく襲いました。

また、中国政府は先進国にはまねできない、さまざまな市場介入措置を講

中国華融の不良債権受け入れ状況 5000億元



じることができるため、金融危機はおろか、金融機関の破綻さえ心配不要という見方もあります。日本では1990年代前半に当時の宮沢喜一首相が早期に公的資金を注入しなければならぬとの認識を持っていましたが、金融機関への税金投入について国民の理解を得ることができず、不良債権問題は時間の経過とともに深刻化し、結果的に

97年の金融危機に至ってしまいました。中国の開発独裁スタイルを踏まえると、日本のように対応が後手に回ることはないよう思えるかもしれませんが。

もっとも、政策当局の力量を過信するのは危険です。中国政府といえども、危機対応に失敗するリスクがあります。金融機関が自らの経営難を正確に公表していない可能性もあることを踏まえれば、政策当局が適切なタイミングで公的資金を投入できないことも想定されます。国有の大型商業銀行といえども、不良債権の実態を明らかにすると、格付けを引き下げられ、資金調達や経営そのものが厳しくなります。金融機関が自ら政府に支援を要請する際には、すでに危機的な状況となっている可能性があります。

これまでのところ、中国政府は金融危機の発生を強く警戒しており、危機につながりうる芽を事前に摘み取ってきました。まず、政府はインターバン

ク市場での積極的な資金供給など一連の金融緩和策を講じてきました。また、政府は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）を進めています。さらに、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）に移しています。

2018年3月、政府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させました。さらに、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しました。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です。

中国政府が過剰債務・不良債権を適切に処理して、中国経済をソフトランディングさせることができるかどうか、世界は固唾を呑（の）んで見守ることになるでしょう。