

着地点がみえない中国の過剰債務問題

—債務の株式化が示す政策の矛盾—

調査部

上席主任研究員 三浦 有史

要 旨

1. 中国の不良債権比率は、企業業績の回復を受け、2016年3月末から増勢に歯止めがかかった。社会融資規模残高のGDP比も2017年3月末から横ばいの状態が続いており、政府は金融リスク抑制に向け、一定の成果を上げた。しかし、非金融部門に対する与信残高は新興国の平均に比べ高く、リスク抑制に向けた取り組みは不十分といえる。
2. 社会融資規模残高のGDP比は、①国有企業が債務削減に積極的でないこと、②金融政策が再び景気支援優先に変わる兆候があることから、今後も低下しない可能性が高い。中国人民銀行は、5月、「安定増加、デレバレッジ、リスク防止」とした金融政策の基本方針からデレバレッジを削除した。
3. 政府は、2016年10月、債務の株式化（Debt Equity Swap: DES）を進める方針を打ち出した。中国のDESは、①銀行にリスクが集中することを回避するため、銀行と企業の間の実施機関を設ける、②家計の貯蓄をDESに誘導するため、市場から資金調達を奨励する、③どの企業をDESの対象にするかの決定に政府が関与するため、国有企業主体を進められている、という特徴がある。
4. DESに対する期待は高いものの、実際のDESは低調である。背景には、①企業の業績回復を受け、企業と銀行のDESに対する意欲が低下したこと、②合意を実行に移す段階で両者の交渉が行き詰まっていることがある。銀行は、現行の枠組みでは一方的にリスクを負うことになりかねず、DESに消極的にならざるをえない。
5. 安易なDESを抑制するため、DESの規範化を進めたことも低調の一因である。政府は、①市場から調達する資金に上限を設ける、②実施機関の最低資本金に下限を設ける、③実施機関の経営に対する監視を強化する、といった措置を打ち出した。政府は望ましくない企業がDESの対象になる「逆選択」の問題を警戒している。
6. 実行済の案件をみても、①対象企業が過剰生産能力を抱える鉄鋼・石炭産業に偏っている、②収益率が低く、期待されたほど市場からの資金調達が進まない、③DESが株式ではなく、債務とのスワップになっている（「明股実債」）、という問題がある。
7. 過剰債務問題を解決するには、国有企業改革を進め、「暗黙の融資保証」をなくすといった抜本的な政策を前面に打ち出し、それらに真摯に取り組む必要がある。しかし、政府の関心は、掛け違えたボタンを直すよりも、DESを推進することに向けられている。中国のDESは、再建の可能性より救済を優先する構造的欠陥を抱えており、今後も空回りが続くと思込まれる。

目次

はじめに

1. リスク抑制の成果と現在地

- (1) 不良債権比率上昇に歯止め
- (2) リスク抑制の取り組みは不十分
- (3) 社会融資規模は今後も高水準で推移

2. 中国版DESの枠組みと特徴

- (1) 銀行は株式を保有しない
- (2) 家計貯蓄をDESへ
- (3) 企業選定に政府が介入

3. 広がる期待と現実の乖離

- (1) 銀行はDESに消極的
- (2) DESの規範化—「逆選択」を警戒
- (3) 鉄鋼・石炭偏重と「明股実債」

おわりに—一期待だけが先行するDES

はじめに

中国の過剰債務が問題視されて久しい。国際通貨基金（IMF）や国際決済銀行（BIS）は、一貫して、抜本的な対策が採られなければ、金融危機に陥りかねないと指摘している。その一方、最近では、中国が金融危機に陥らないという見方も示されるようになってきている。

2018年2月に邦訳が出版された『チャイナ・エコノミー』（白桃書房）の著者アーサー・R・クローバー氏は、中国では貸付が預金によって裏付けられているため、過剰債務問題が金融危機に発展することはないとした。貸付が預金によって裏付けられているから金融危機は起こらないといえるのか。同書は、中国経済をバランス良く捉えた良書といえるが、家計の資産負債比率（総負債の総資本に対する比率）を論拠にそうした結論を導くことは出来ず、金融危機の可能性を過小評価している。

中国の家計が預金という膨大な資産を有し、負債が資産の範囲内にあるという主張は正しい。しかし、中国を過剰債務に陥れているのは家計ではなく企業である。中国が金融危機に陥るか否かは、家計ではなく企業を分析の対象とする必要がある。中国企業は2016年にV字回復を遂げたものの、資産負債比率は低下しておらず、過剰債務体質は改善されていない。

一方、米中貿易摩擦は激しさを増し、中国経済の先行きに対する不安が高まっている。

IMFは、貿易摩擦が相互に高率関税を課す貿易戦争に発展した場合、中国の成長率は0.5%ポイント低下する可能性があるとする(注1)。0.5%ポイントは中国にとって対応可能な範囲であり、今のところそれによって中国経済が大きく落ち込むことはないという見方が優勢である。

しかし、米中貿易摩擦はチキンゲームの様相を呈しつつあり、先行きは予断を許さない。2018年6月、中国が500億ドル相当の中国製品に追加関税を課したアメリカに対し報復関税を示したことを受け、トランプ大統領は新たに2,000億ドルの追加関税を課すことを検討するよう指示したように、報復措置はエスカレートする可能性がある。また、対立の火種が投資の分野に広がっていることも懸念材料といえる。

こうしたことから、中国の経済政策の重点は安定成長の維持に移りつつある。政府は、3月末に半導体企業を対象とする減税措置を発表したのを皮切り(注2)に、4月に預金準備率の引き下げ(注3)と、付加価値税にあたる増値税の減税策を打ち出し(注4)、6月には再度預金準備率を引き下げた。これにより実体経済への資金供給量が再び増える可能性がある。

問題は中国の金融システムがそれを許容するほどの安定性を取り戻したといえるか否かである。本稿ではこの問題を改めて検証する。まず、政府は金融リスク抑制に向け一定の成

果を収めたものの、過剰債務問題は今後も改善しない可能性が高いことを指摘する(1.)。次に、この問題を解決する切り札として導入された債務の株式化(Debt Equity Swap: DES)の特徴を整理したうえで(2.)、期待ほどにはDESが進んでいないことを明らかにする(3.)。最後に、過剰債務問題の今後を展望する。

(注1) "Trade war with US could be the tipping point for China's \$14 trillion debt-ridden economy", 24 April 2018, CNBC (<https://www.cnbc.com/2018/04/24/trade-war-with-us-may-be-tipping-point-for-chinas-debt-ridden-economy.html>)

(注2) 「關於集成電路生產企業有關企業所得稅政策問題的通知財稅」〔2018〕27号 2018年3月28日 財政部 (http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201803/t20180329_2856715.html)

(注3) 「中国人民銀行決定下調部分金融機構存款準備金率以置換中期借貸便利」2018年4月17日 中国人民銀行 (<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125434/125798/3522107/index.html>)

(注4) 「關於調整增値稅稅率的通知財稅」〔2018〕32号 2018年4月4日 財政部 (http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201804/t20180404_2862283.html)

1. リスク抑制の成果と現在地

政府は、右肩上がりで上昇してきた不良債権比率と社会融資規模残高のGDP比率を抑制することに成功した。しかし、金融リスク抑制の取り組みは不十分であり、過剰債務は経済の安定性を損ないかねない問題として、今後も中国経済の重荷になるであろう。

(1) 不良債権比率上昇に歯止め

中国政府は金融リスク抑制に向け、一定の

成果を上げてきた。不良債権比率は2016年3月末から増勢に歯止めがかかり、金融危機回避に向けて一定の前進をみた。もっとも、政府が公表する不良債権比率は実態を反映しておらず、低すぎるとする批判がある。IMFは2016年時点で不良債権比率を5.6%、利払い前・税引き前・減価償却前利益（EBITDA）を支払利息で除して得られるインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）が1を下回る高リスク債権（debt at risk）比率を12.8%と見積もっている（IMF [2017]）。格付け機関も同様の見方をしており、フィッチは本当の不良債権比率を政府公表値の約10倍の15～20%（注5）としている。

政府公表値の信頼性が低いことは、中国の金融リスクに対する見方が収斂しない原因のひとつとなっている。ただし、2018年3月末時点の大型商業銀行（注6）の不良債権比率は1.53%とピーク時（2016年3月末）の1.72%から低下しており、アーサー・R・クローバー氏が指摘するように、国有商業銀行の不良債権比率が30%を超えるとされた1990年代後半（World Bank [2002]）のような状況にはないことは確かである。

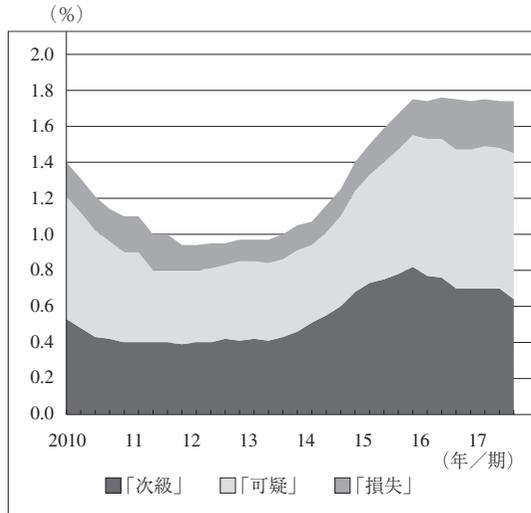
以下では、政府公表値をベースに議論を進める。他の推計値は時系列のデータが揃わない、調査機関によって幅がある、といった問題があるためである。一方、政府公表値は水準こそ低いものの、企業業績が悪化した2015年に上昇するなど、实体经济の動きを反映し

ていると判断される。また、債権の種類や銀行タイプ別に不良債権の内訳が分かるというメリットもある。

中国では、借り手の返済能力が高い順に債権を①「正常」、②「関注」、③「次級」、④「可疑」、⑤「損失」の5段階に分類する仕組みになっており、不良債権は下位3つを指す。このうち「次級」は担保を執行しても一定の損失が発生する債権、「可疑」は担保を執行しても比較的大きな損失が発生する債権、「損失」は文字通り元利の回収が不可能な債権を指す。また、「関注」は「正常」と不良債権の間にあり、不良債権には当たらないものの、不良債権化する恐れのある債権を指す。上述したIMFの不良債権比率は、政府公表値に「関注」の比率を加えたものに近い。大雑把ではあるが、これを実態に近い不良債権比率を推し量るひとつの目安にすることが出来よう。

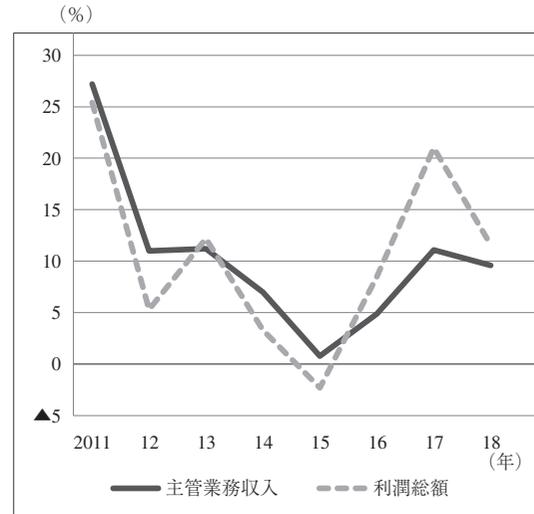
上昇基調にあった不良債権比率が横ばいに転じたのは、「次級」が減少したことが大きい（図表1）。2016年3月末時点で0.82%あった「次級」の比率は、2017年末には0.64%に低下した。一方、同期間で「可疑」は0.73%から0.81%へ、「損失」は0.20%から0.29%へと上昇した。「次級」に合わせるかたちで、「関注」の比率も低下しており、2016年3月末時点で4.01%あった同比率は2017年末には3.49%に低下した。「関注」を含めた不良債権比率は、2016年3月末の5.76%から、2017年末に5.23%へと低下したことになる。

図表1 不良債権比率



(資料) CEICより日本総合研究所作成

図表2 鉱工業企業の主管業務収入と利潤総額の前年伸び率



(注) 2018年は1～3月。

(資料) 国家統計局 (NBS) 資料より日本総合研究所作成

「次級」と「関注」の比率が低下した背景には企業業績の回復がある。詳しい統計がとれる鉱工業分野の企業業績をみると、売上に相当する主管業務収入は2015年に前年比+0.8%、利益に相当する利潤総額は同▲2.3%に落ち込んだものの、2016～2017年にかけて回復した(図表2)。また、不良債権を資産管理会社に売却し、バランスシートから切り離す直接償却や後述する債務の株式化(DES)も不良債権比率の抑制に寄与したとされる。

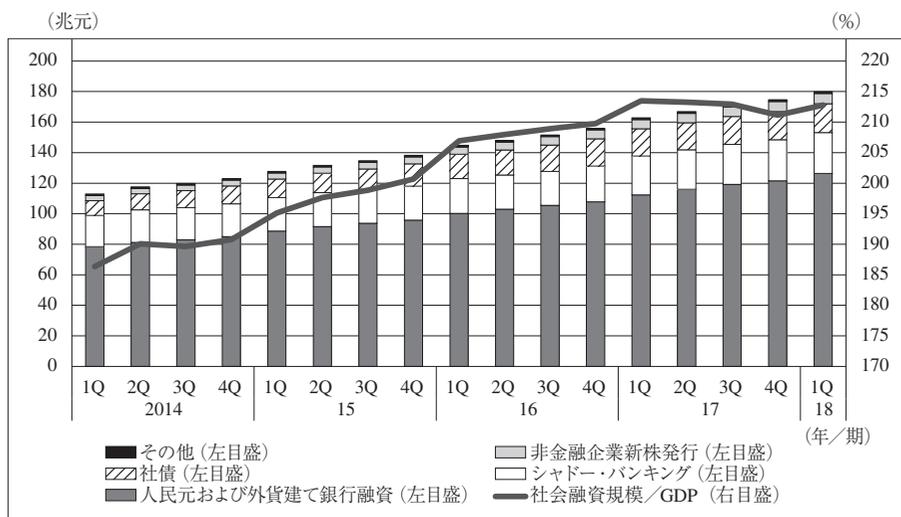
(2) リスク抑制の取り組みは不十分

中国が金融リスクを遠ざけることに成功しているか否かを判断するもうひとつの指標として社会融資規模残高がある。社会融資規模

とは実体経済への資金供給量を示し、銀行融資だけでなくバランスシート外の金融仲介であるシャドー・バンキングを捕捉しているのが特徴である。右肩上がりの上昇を続けてきた社会融資規模残高は2017年3月末のGDP比213.5%から横ばいの状況が続いており(図表3)、ここでも政府は金融リスク抑制に向け、一定の成果を上げたといえる。

しかし、中国の社会融資規模残高のGDP比は、新興国のなかでは突出して高い。国際比較が可能な国際決済銀行(BIS)の統計によれば、非金融部門に対する与信残高は、2017年9月時点でGDP比256.8%と新興国の平均191.9%を大幅に上回り、リスク抑制に向けた取り組みは不十分といえる。

図表3 社会融資規模残高とGDP比



(注) シャドー・バンキングは委託融資、信託融資、銀行引受手形の合計。
 (資料) 中国人民銀行 (PBC)、国家統計局 (NBS) 資料より日本総合研究所作成

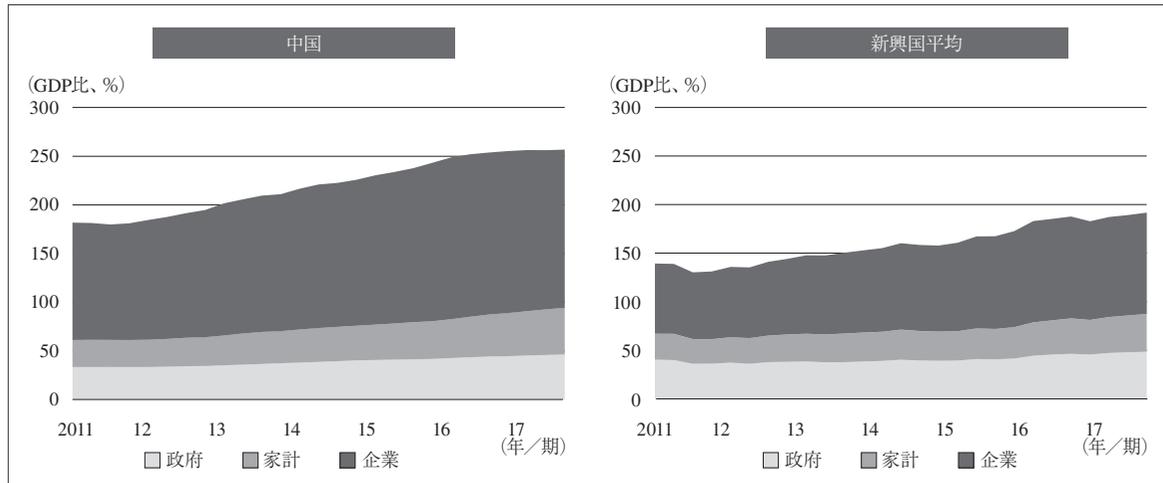
中国を過剰債務状態に陥れているのは冒頭でも紹介したように非金融法人（企業）である。BISによれば、2017年9月末時点で非金融部門に対する与信残高の63.3%が企業向けで、家計は18.7%を占めるに過ぎない。企業向けの与信残高のGDP比は162.5%とやはり新興国の平均104.3%を大幅に上回る（図表4）。肥大化した金融システムは他の新興国ではみられない高成長を支える一方、経済を不安定化させる震源になりうる。過剰債務問題は成長と安定のどちらを優先するかというジレンマのなかで、成長が選択されてきたことを物語る。

政府は社会融資規模を抑制する必要がある。これは金融危機回避に不可欠な「一丁目一番地」に相当する政策である。中国の高リ

スク債権比率は12.8%と、インド（22.0%）、インドネシア（17.5%）を下回り、国際的にみて突出して高いとはいえない（IMF [2017]）。にもかかわらず、中国の金融リスクが強く意識されるのは、社会融資規模残高が高水準にあるため、なんらかのショックにより流動性が不足し、危機的な状況に陥る可能性が排除出来ないからである。

「必ず金融危機に陥る」、あるいは「危機に陥ることはない」という主張は歯切れがよく、目を引きやすい。しかし、金融危機に陥るか否かはあくまで可能性の問題であり、ゼロか100かで議論すべき問題ではない。注目すべきは刻々と変化するリスクと金融システムの安定性である。不良債権はまだ管理可能な水準にあり、直ちに危機に陥るとは考えにくい

図表4 非金融部門に対する与信残高の経済主体別内訳



(資料) BIS資料より日本総合研究所作成

ものの、実体経済へ供給される資金は明らかに過剰であり、金融リスクを遠ざけるには至っていない、というのが中国の現状である。

(3) 社会融資規模は今後も高水準で推移

社会融資規模残高のGDP比率は、今後、どのように推移するのか。同比率の低下はデレバレッジ、つまり債務削減が進み、中国が金融危機回避に向けさらに前進したことを意味する。ただし、その場合、生産性が低く業績回復の見込みのない産業では破たんする企業が増え、そうした企業を抱える一部の地域では失業や経済成長の鈍化といった問題が表面化することになる。

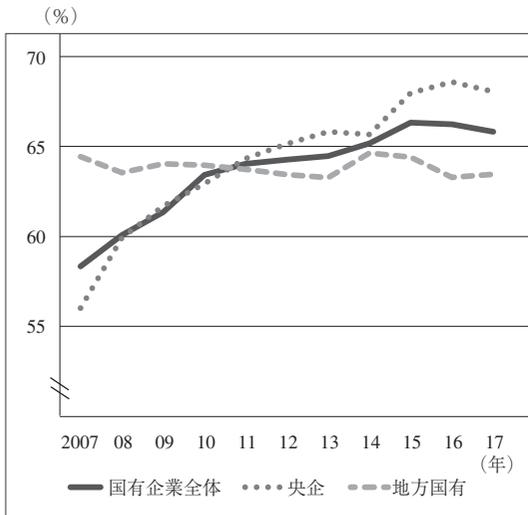
一方、比率が上昇すれば、金融リスクは高まり、危機が発生した際の影響もより大きく

なるとみななければならない。目先の痛みと将来のリスクのどちらを重視すべきか。政府は難しい選択を迫られる。社会融資規模残高のGDP比率が横ばいで推移していることは、政策の優先順位が定まっていないことを示唆する。

社会融資規模残高のGDP比率は今後も低下しない可能性が高い。その理由のひとつとして、国有企業が債務削減に積極的に取り組んでいないことがある。国有企業全体の資産負債比率は、2007年から上昇を続けており、2016年以降も0.66と2015年と同様の高水準にあり、過剰債務体質はほとんど変化していない(図表5)。非金融法人債務の7割強(注7)を占める国有企業の資産負債比率が上昇しているにもかかわらず、社会融資規模残高の

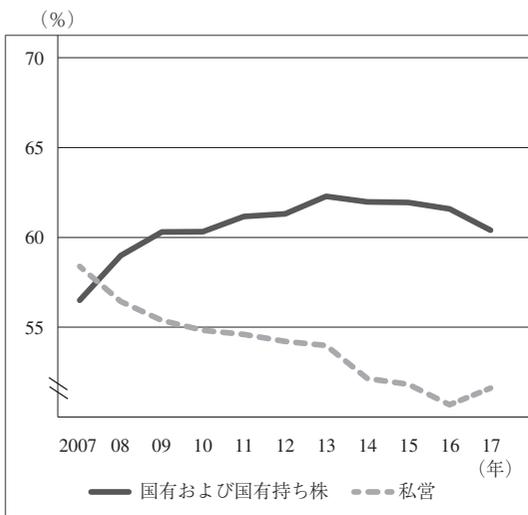
GDP比率が横ばいで推移しているのは、民間企業が孤軍奮闘し、デレバレッジを進めているためである（図表6）。

図表5 国有企業の資産負債比率



(注) 金融業は含まない。
(資料) 財政部資料より日本総合研究所作成

図表6 鉱工業企業の資産負債比率



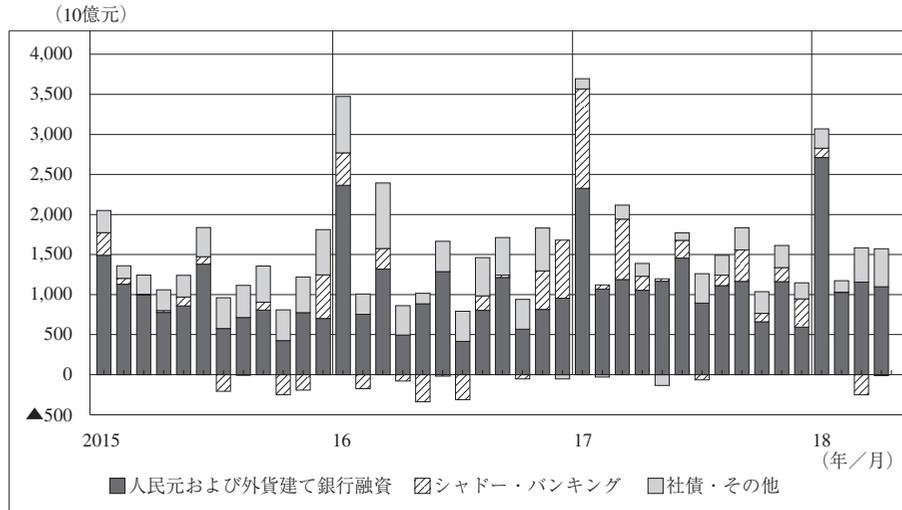
(資料) 国家統計局 (NBS) より日本総合研究所作成

国有企業が積極的にデレバレッジを進めようとしなのは、成長や雇用の問題だけでなく、国有企業が習近平政権の経済政策において不可欠な存在として位置付けられていることが大きい。同政権は、国有企業を「より強く、より優秀に、より大きくする」ことで、「大国」から「強国」への脱皮を目指している。主役となるのは「央企」と呼ばれる中央政府の傘下の大規模国有企業である。彼らの関心が債務を削減するよりも、さらに借入れを増やし、投資を拡大することに向けられるのは当然のことといえる。

もうひとつの理由は、金融政策の潮目が変わる可能性があることである。政府は、3月以降、預金準備率の引き下げや減税策を打ち出すなど、景気の下支えを意識するようになってきている。対米貿易摩擦が激化し、景気減速が懸念されるようになれば、習近平政権は目標成長率実現のため、社会融資規模の抑制を一時的に棚上げするかもしれない。その兆候は既に表れている。

1～4月の新規社会融資規模は7.1兆元と前年同期比▲11.5%となったものの、銀行融資に限ると6.0兆元と遡及出来る範囲では過去最高水準に達した（図表7）。シャドー・バンキングに対する締め付けが強化されたことを受け、銀行融資に対するニーズが高まった結果と考えられる。中央銀行である中国人民銀行は、5月、「安定増加、デレバレッジ、リスク防止」としていた金融政策の基本方針

図表7 新規社会融資規模（フロー）



(資料) CEICより日本総合研究所作成

からデレバレッジを削除し、「安定増加、構造調整、リスク防止」に変更した（中国人民銀行 [2018]）。

(注5) “China’s toxic debt pile may be 10 times official estimates: Fitch”, 23 Sept 2016, CNBC (<https://www.cnbc.com/2016/09/23/chinas-toxic-debt-pile-may-be-10x-official-estimates-fitch.html>)

(注6) 大型商業銀行は、「ビッグ4」と呼ばれる工商銀行、建設銀行、農業銀行、中国銀行の4行に交通銀行を加えた5行を指す。

(注7) 「陳明理：金融資産管理公司要成為市場化債轉股的主体」2018年5月17日 新浪財經網 (<http://finance.sina.com.cn/meeting/2018-05-17/doc-iharvfhu3846398.shtml?cre=financepagepc&mod=f&loc=3&r=9&doct=0&rfunc=2>)

2. 中国版 DES の枠組みと特徴

中国政府は、2016年10月、「企業のレバレッジ比率を積極的かつ確実に引き下げることに関する意見」（注8）（以下、「意見」とする）

を発表し、債務の株式化（Debt Equity Swap: DES）を進める方針を打ち出した。中国の DESは、以下に指摘するように、先進国とは異なるいくつかの特徴を備えている。

(1) 銀行は株式を保有しない

DESは文字通り債務を株式に転換することを意味し、債務過剰状態にある企業の再建築として用いられる。まず、先進国で行われる DESの仕組みについて簡単に整理しておこう。

DESのメリットは債務者である企業の場合、利払い負担が軽減され、財務体質の改善が進むことにある。株式は債務と異なり、返済義務がないうえ、利払いを主体的に決められる配当に変えることが出来る。また、対外

的な信用が向上し、融資を受けやすくなるとともに、株価が上昇するといった効果も期待出来る。一方、債権者である銀行も貸倒引当金が不要になるほか、企業側のモラルハザードを防ぐため、株主として企業の経営に参画することが出来る。そして、再建が軌道に乗れば、株式の配当や株式売却益を享受出来る。

DESにはデメリットもある。上述した一方のメリットはもう一方のデメリットとなる。企業にとって、新たな株主が企業の再建を進めるため経営に介入してくることは、それまでの経営が否定されかねないことから歓迎しがたい。経営陣の刷新が求められる場合はなおさらである。銀行にとっては、安定的な利息収入がなくなるうえ、再建が思惑通りに進まなければ、株式は単なる紙切れになり、破産や債権放棄と同じ結果になるリスクがある。また、株式が非公開株の場合には、評価や売却が難しいといった問題も生じる。

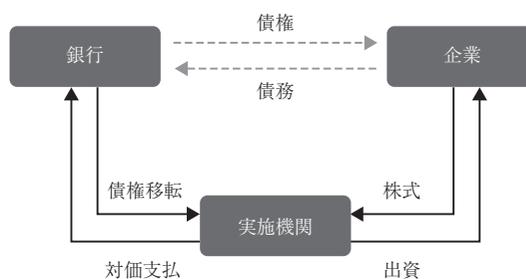
中国におけるDESも基本的にこうしたメリットとデメリットを意識して設計されているが、中国特有の事情を反映している部分がある。第1の特徴として指摘出来るのは、DESが銀行と企業で完結するのではなく、両者の間に実施機関を設けた点である。先進国で実施されるDESには、債権を株式にかえる帳簿上の操作で終わる現物出資型と、債権者が増資に応じるかたちで資金を債務者に払い込み、債務者はそれを借入金の返済に充てる金銭出資型の2つがある。わが国では、より

簡素で、税制上の問題も少ないことから、前者が一般的である。しかし、中国では金銭出資型が採用され、企業と銀行の間にノンバンクに相当する実施機関を設ける仕組みが採用されている（図表8）

この背景には、銀行が大量の株式を保有すると、金融リスクが銀行に集中するという懸念がある。中国では、銀行融資が資金調達の主体となっていることから、間接金融の割合が非常に高く、金融リスクは銀行に偏っている。DESは企業の再建が実現した場合に限り、株式の配当や売却益を得ることが出来る仕組みであるため、どの程度の利益を手にすることが出来るか不確かであり、銀行が負担するリスクは企業に比べ大きい。実施機関は危機発生時の防護壁として設けられた。

また、銀行が自己資本不足に陥るという問題もある。2013年に施行された商業銀行資本管理法は、自己資本比率を計算する際の資本のリスクウェートを明示しており、債権は100%、株式については最低でも400%として

図表8 DESの基本的な枠組み



(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

いる（注9）。債権を株式に転換すると、銀行は4倍の自己資本が必要となる。政府は、2016年7月、銀行は企業に投資出来ないとした商業銀行法を緩和し、銀行の株式保有を認める方針を示したものの（注10）、バーゼルⅢによって銀行の自己資本規制が強まるなか、銀行に株式を保有させる選択肢はなかったといえる。

実施機関には、銀行が主導して設立する金融資産管理会社、保険資産管理機構、国有資本投資運営会社などがある。工商銀行など5大銀行が、1990年代末に設立した資産管理会社とは別のDESを目的とする金融資産管理会社を設立したのを始め（図表9）、銀行保険監督管理委員会は地方でも各省2社を目安に資産管理会社の設立を促しており、その数は2018年3月末時点で67社に達したとされる（注11）。ここに5大銀行以外の銀行が設立する資産管理会社と、地方政府が独自に認可する資産管理会社が加わり、実施機関は全国に広がった。

図表9 大型商業銀行によって設立された実施機関

(100億元)

銀行名	設立年月	名称	資本金
農業銀行	2016年11月	農銀資産管理有限公司	100
工商銀行	2016年12月	工銀資産管理有限公司	120
建設銀行	2016年12月	建信資産管理有限公司	120
中国銀行	2016年12月	中国銀行資産管理有限公司	100
交通銀行	2017年1月	交銀資産管理有限公司	100

（資料）現地報道資料より日本総合研究所作成

(2) 家計貯蓄をDESへ

中国版DESの第2の特徴は市場から資金を調達する点である。「意見」では、実施機関はプライベート・エクイティ・ファンドなどと協力して基金を設立し、金融債券の発行などを通じて市場から資金を調達するとされた。これは、1990年代末に実施されたDESが「ただの昼飯」（中国語で「免費午餐」）に終わったという教訓に基づく措置といえる。前回のDESは政府主導、つまり、政府全額出資で設立された資産管理会社（AMC）（注12）が政府の指定する企業から不良債権を引き取るかたちで進められた。これは銀行と企業の当事者意識を希薄にし、結果的に企業の再建は進まなかった。

このため、政府は早い段階から今回のDESを市場主導で進める方針を鮮明にした。市場主導とは、政府はDESを促す環境を整備することに徹し、対象企業の選定や債権の取引価格など、個別の事案には介入せず、それらの全てを債権者である銀行、債務者である企業、実施機関の自主的な協議に委ねることを意味する。市場主導の最も重要なポイントは、自主的な協議に基づくDES参加者の決定は、それぞれの責任においてなされたものであるため、政府がDESに財政資金を投入することはない、とした点にある。

政府がこうした資金調達を推奨した背景には、膨大な規模に達した家計の貯蓄をDESに

利用しない手はないという打算があった。中国の貯蓄率は世界のなかで最も高い部類に入り、家計の貯蓄残高は2018年4月時点で68兆元に達する（図表10）。10兆元をDESに動員しても、貯蓄全体の14.7%に過ぎず、仮にその一部が債務不履行に陥っても、貯蓄に深刻な影響を与えることはない（注13）。また、それは「貯蓄から投資へ」という政策の方向性にも合致すると考えられた。

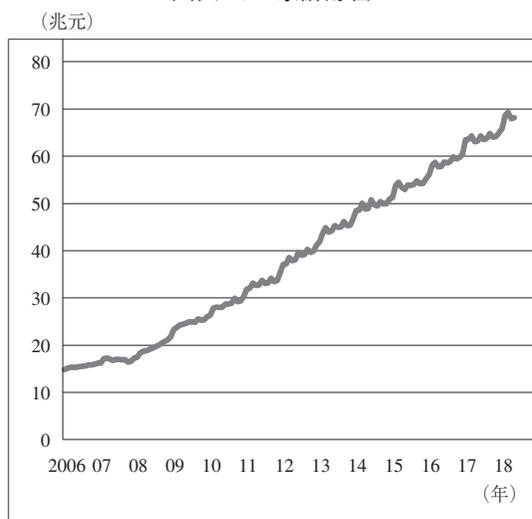
(3) 企業選定に政府が介入

第3の特徴は、どの企業をDESの対象にするかについて政府が関与し、国有企業、しかも再建の可能性が高いといえない国有企業がDESの主対象になっている点である。2017年6月時点でDES実施企業45社の98%が国有企

業である（図表11）（注14）。鉱工業における一定規模以上の企業のうち国有企業は1.8万社と、民営企業の12分の1に過ぎないことを考えれば、いかにもバランスが悪く、国有企業偏重が顕著といえる。

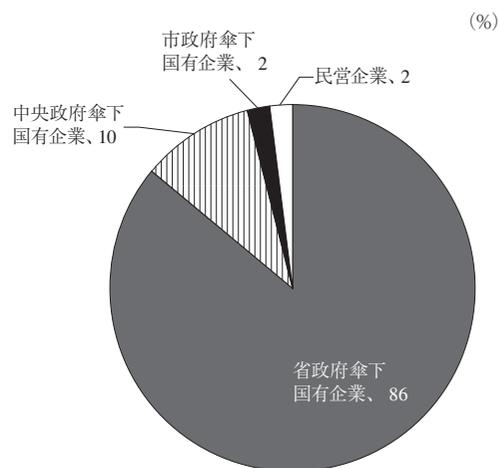
前述したように、今回のDESは市場主導であり、政府はDES対象企業の選定に介入しないこと、非国有セクターもDESの対象であることを明言している。実際、DESは当事者の協議によって進められており、政府が企業を指定したという痕跡はない。にもかかわらず、DESが国有企業に偏るのは、民営企業は銀行の与信管理が厳格であるため、DESの対象になる企業が少ないことがある。固定資産投資に占める民営企業の割合は6割に達するまで上昇したものの、与信残高に占める割合は低

図表10 家計貯蓄



(資料) 中国人民銀行資料より日本総合研究所作成

図表11 DES実施企業の所有形態別内訳

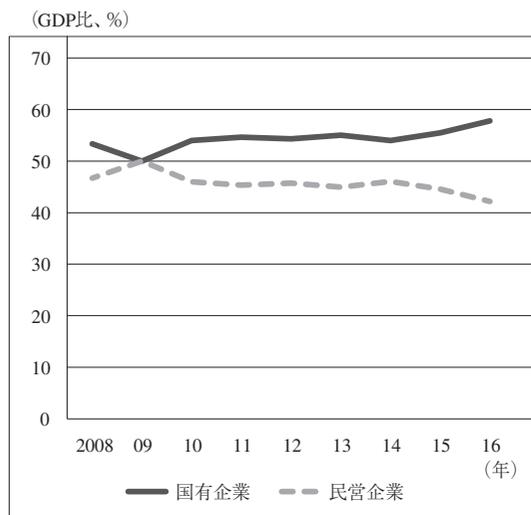


(注) 2017年6月9日時点 (45社、7,095億元)。
(資料) 現地報道より日本総合研究所作成

下し、国有企業との差が広がる傾向にある(図表12)。これは前出の図表6と符合し、民営企業が国有企業のように債務を野放図に拡大出来る環境に置かれていないことを示す。

国有企業がDESの対象になり易いのは、国有企業を重視する伝統的な政策を受けたものであり、いわば「みえざる介入」といえる。一方、政府はどの国有企業をDESの対象にするかについては目にみえるかたちで関与しているといえる。再建を進めるに当たって経営者の交代や不採算部門のリストラに伴う人員整理が必要となるが、国有企業ではそれらは一企業の問題ではなく、政治ないし社会問題となるため、共産党や政府の承認なしにDESを進めることが出来ないためである。

図表12 非金融法人(企業)の与信残高に占める割合



政府はどの企業をDESの対象とするかは再建の可能性に対する市場の評価によって決められるべきとしたが、市場がそうした機能を果たすという前提に無理があったといわざるをえない。政府が企業の選定に介入したことにより、中国のDESは先進国と異なり、再建の可能性より救済の必要性が重視されるようになってしまった。この問題は、政府が禁止対象と奨励対象を示したことによって増幅され、DESの実効性を低下させた。

「意見」は、DES禁止対象として、①業績低迷が続き、回復の見込みがないゾンビ企業、②債務返済を意図的に遅らせている企業、③過剰生産能力を抱える企業、④債務関係が不明瞭で複雑な企業を挙げる一方、奨励対象として、①景気循環により一時的に経営不振に陥っているものの、回復が期待出来る企業、②債務負担が重い成長企業、なかでも戦略的新興産業に属す成長企業、③過剰生産能力を抱える産業における主力企業と国家の安全にかかわる戦略的な企業をあげた。

DESの成否は、洋の東西を問わず、対象を再建が見込める企業に絞り込めるか否かにかかっている。禁止理由はいずれも十分に首肯出来るものであり、DESを失敗させないため、改めて念を押したただけのように見える。しかし、この背景に、ゾンビ企業を対象外にするというメッセージを発信しなければ、前回と同じ結果になりかねないという強い不安があったことは想像に難くない。

一方、政府には、再建の可能性を厳しく見積もると、国有企業がDESの対象にならないという不安もあった。このため、政府は過剰生産能力を抱える産業でも、産業を代表する主力企業については例外的に奨励対象とした。問題は産業政策上の位置付けによって禁止対象である過剰生産能力を抱える産業のなかに奨励企業があるとしたことで、禁止と奨励の線引きが曖昧になったことである。

個別の産業において、どの企業を主力企業と位置付けるかについて明確な定義があるわけではない。「央企」と呼ばれる中央政府傘下の国有企業が有力企業であることに異論はないと思われるが、図表11でみたように、DESは86%が省政府傘下の国有企業を対象としている。これは、主力企業であるか否かの判断が政府と企業の交渉に委ねられた結果、禁止対象にあるはずの企業が奨励対象に移行したことを示している。

(注8)「國務院關於積極穩妥降低企業槓桿率的意見」国發〔2016〕54号 2016年10月10日 (http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-10/10/content_5116835.htm)

(注9)「商業銀行資本管理办法(試行)」2012年6月8日 中国銀行業監督管理委員会 (<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/79B4B184117B47A59CB9C47D0C199341.html>)

(注10)「國務院關於深化投融資體制改革的意見」2016年7月18日 中央政府門戶網 (http://www.gov.cn/zhengce/2016-07/18/content_5092501.htm)

(注11)「陳明理：金融資產管理公司要成為市場化債轉股的主体」2018年5月17日 新浪財經網 (<http://finance.sina.com.cn/meeting/2018-05-17/doc-iharvfhu3846398.shtml?cre=financepagepc&mod=f&loc=3&r=9&doct=0&rfunc=2>)

(注12) 政府は1999年、中国銀行、中国農業銀行、中国工商銀行、中国建設銀行の4大国有商業銀行の不良資産処理を目的に、母体行ごとに東方資産管理会社(東

方)、長城資産管理会社(長城)、華融資産管理会社(華融)、信達資産管理会社(信達)を設立した。

(注13)「上一輪債轉股的操刀手李曉鵬：三種組合拳+配套政策」2016年3月30日 新浪財經網 (<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-03-30/doc-ixqtiwa5355924.shtml>)

(注14)「保險資金參與債轉股：助推國企降槓桿與混合所有制改革」2018年4月13日 21世紀網 (<http://www.21jingji.com/2018/4-13/xMMDE0MTBfMTQyODMxMg.html>)

3. 広がる期待と現実の乖離

DESが実施されてから1年半が経過した。以下では、これまでの成果について確認するとともに、DESがどのような問題を抱えているのかについて明らかにする。

(1) 銀行はDESに消極的

2016年3月、李克強首相がDESを導入する考えを示すと(注15)、DESに対する期待は急速に膨らみ、その規模は第一陣だけで1兆元規模に達するとされた。2015年末の商業銀行の不良債権は1.27兆元であり、これを対象にすれば、不良債権は2,700億元に減少する。これに伴い不良債権比率は1.67%から0.36%へと低下することから、不良債権問題は一挙に解決出来るとする見方も示された(注16)。

しかし、実際のDESは低調である。銀行と企業は2017年末までに1.5兆元のDESを実施することで合意したとされるが(注17)、実行に移されたのはその1割強(注18)にとどまる。このため、DESは不良債権比率の引き下げにほとんど貢献していない。2017年末時点の不良債権は1.7兆元である。DESが不良

債権を対象に実施されたと仮定しても、不良債権比率を0.1～0.2%ポイント引き下げたに過ぎない。

DESがなかなか実行に至らない背景には、企業の業績回復を受け、企業と銀行のDESに対する意欲が低下したことがある。DESによって、企業は株主が経営に介入してくる、銀行も再建が頓挫すれば見込んでいた配当や株式の売却益が得られないというリスクを抱える。DESは経営破たんや債権回収不能といった最悪の事態を避けるための最終手段であり、それを実行に移すには双方に「もはや後はない」という危機感が必要である。しかし、企業の業績が回復したことで、そうした危機感は薄れてしまった。中国では、鉄鋼や石炭などの過剰生産が問題視された企業でも以前と変わらない融資を受けられる状態にあるとされる（注19）。

また、合意を実行に移す段階で企業と銀行の交渉が行き詰まっていることも影響を与えている。債券と株式の交換比率は、「正常」の場合は株式との交換比率は1：1とされ、株式は5年間売却出来ない仕組みになっている。5年後の株価が現在より高い保証はないことから、銀行にDESに積極的に取り組むインセンティブは生まれない。不良債権の場合は、両者の協議によって割引率が決められるが、自らに有利な交換比率を提案する企業と銀行との溝はなかなか埋まらない。遼寧省の国有企業東北特殊鋼は、株主である遼寧省政

府とともに3：1の交換比率を提案したが、銀行側が拒否し、2016年10月、破たんした（注20）。

とはいえ、企業と銀行はともに、習近平政権が掲げる重要政策であるDESに後ろ向きの姿勢をみせるわけにいかない。政権に対する忠誠を示すため、取り急ぎ合意はしたもの、それを実行に移すため細部を詰めようとする、利害対立が表面化し、交渉が頓挫するというのが中国の実情である。習近平政権は国家主席の任期をなくし、長期政権を可能にするなど、権力集中を進めた。しかし、その権勢をもってしても、現実的な利害が交錯するDESを前に進めることは出来ない。

ネックとなるのは債権者側である。現行のDESの枠組みでは、銀行はDESに消極的にならざるをえない。DESによって株主となる実施機関、つまり、銀行が主導して設立する金融資産管理会社、保険資産管理機構、国有資本投資運営会社は企業の再建を主導する役割を担う。しかし、彼らが本当にそうした役割を果たせるのかについては中国国内でも疑問視されている。国有企業の再建は政府主導で進められてきたため、企業再建のノウハウを有している金融機関は少ないからである。

また、仮に十分なノウハウや意欲を有する金融機関が存在したとしても、予定通りに再建を進めることが出来るかどうかは定かではない。政府が経営者の交代や不採算部門のリストラに伴う人員整理に難色を示せば、再建

業銀行が新設する債務株式化実施機関の「管理方法」(以下、「管理方法」とする)によって(注22)、実施機関の資本金は最低でも100億元とするとした。これは実施機関の安定性を確保するため、経営状態がよくない銀行が安易に実施機関を設立しないようにするための措置である。前図表9でみたように大型商業銀行が設立した実施機関は、資本金が100～120億元となっており、中小銀行が実施機関を設立するハードルは高い。

第3は、実施機関の経営健全化に対する規制である。中国では、2016年から「マクロ・プルーデンス評価」(MPA)が導入されている。MPAは経営健全化を促すために導入された銀行監視システムである(三浦[2018])。「管理方法」では、実施機関に対する商業銀行の出資比率を5割以上とするとともに、業務の半分以上を債務の株式化に充てなければならぬとした。これは実施機関をMPAの対象とするための措置であり、実施機関の業績を出資する銀行の業績に反映させることで、銀行が目先の収益改善のために実施機関を悪用することを防ぐ狙いがある。

一連の規制の背景には、市場主導が規制の抜け穴を利用する口実にされることに対する政府の警戒心がある。中国では、DESにかかわる企業はモラルハザードに陥りやすいとされている。DESは、業績回復が見込める企業を対象にすることを前提としているが、そうした企業は先行きを楽観しているため、DES

に消極的である。一方、回復の見込みのないゾンビ企業は失うものがないため、大幅な債務削減を期待し、DESに積極的になる。このように中国のDESは「逆選択」の問題を孕む。

この問題は銀行にも当てはまる。銀行は、将来性のある企業の債権は返済が見込めることから、積極的にDESの対象にしようとはしない。一方、破たんの危険性がある企業については、再建が回収不能になるよりはましと考え、DESの対象にしようとする可能性がある。これは問題の先延ばしに過ぎないものの、体力のない銀行にとっては魅力的な選択肢である。産業ないし雇用政策上の観点から当該企業の破たんの可能性が低い、つまり、最終的に政府が介入し、存続が図られるという期待があれば、先延ばしを図る意味は十分にある。

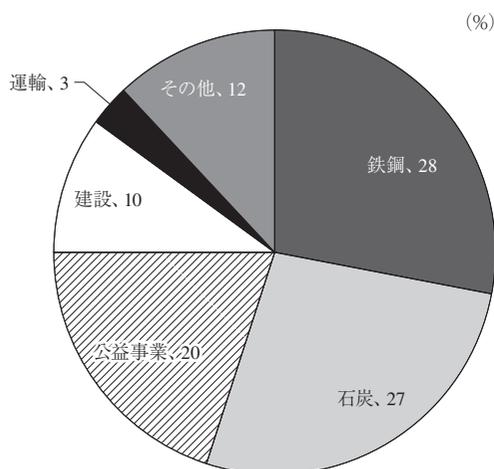
(3) 鉄鋼・石炭偏重と「明股実債」

中国のDESには目立った進捗がみられないという問題だけでなく、実行済の案件のなかにも先行きを懸念させる問題がある。第1の問題として指摘出来るのは、DESの対象企業が鉄鋼と石炭産業に偏っていることである。2017年6月時点でDESの55%は過剰生産能力が問題となった両産業を対象としており(図表14)、新興産業の成長企業を対象にしている様子はない。

これは、過剰生産能力を抱えていても、産業をけん引する主力企業であればDESを奨励するとしたことの弊害といえる。鉄鋼と石炭

産業は、前図表2でみた鉱工業分野の企業のように、2016年以降に業績が急回復したこと

図表14 DESの産業別内訳 (2017年2Q)

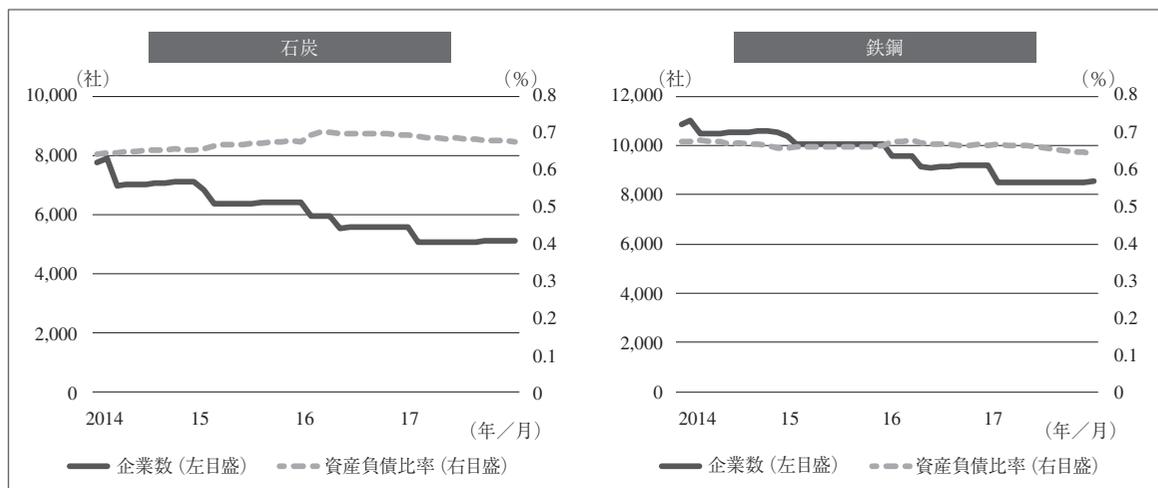


(注) 金額ベース。
(資料) NATIXIS [2017a] より日本総合研究所作成

から、単年の収益だけをみればもはやゾンビ企業とはいえない。また、両産業ともに、過剰生産能力削減の影響で企業数が減少しており、企業の統廃合が進められたことも読み取れる。しかし、資産負債比率はほとんど変化しておらず(図表15)、過剰債務の削減に真剣に向き合った形跡はない。

DESが救済の必要性に重点を置いて進められた結果、本来DESの対象とはならないはずの禁止対象企業がDESに殺到し、DESは機能不全に陥っているように見える。DESに合意した石炭企業は2017年9月時点で21社、金額は3,500億元(注23)、鉄鋼企業は10社、1,500億元にのぼる(注24)とされる。過剰生産能力を抱える企業はDESの対象としないとした当初の方針は覆されてしまったと考えるのが

図表15 石炭と鉄鋼産業の企業数と資産負債比率



(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

妥当である。

この問題は、政府がDESを資金面から支援する方針を示したことにより、さらに悪化するかもしれない。政府は、2017年7月、産業投資基金がDESに参加する方針を示した(注25)。産業投資基金は新興産業の育成、M&A、インフラ投資のために設立される官製ファンドの総称で、半導体産業に特化した国家集成电路産業投資基金など、様々な基金がある。同基金はPPP (Public Private Partnership) のかたちをとるものの、その資金を利用すると必然的にDESにおける政府主導色が強まり、今まで以上に禁止対象企業を引き寄せることになると思われる。

第2の問題としては、DESの収益率が低く、期待されたほどには市場からの資金調達が進んでいないことが指摘出来る。鉄鋼や石炭などのいわゆるオールド・インダストリーに属す企業に高い収益は期待出来ない。実行済のDESの予定収益率は5%程度とされる(注26)。3~5%とされる理財商品の予定利率を下回るわけではないが、株式は元本・利子ともに保証されない商品であるため、投資対象としての魅力は低い。DESがオールド・インダストリーに偏っている限り、家計の貯蓄をDESに利用するという政府の目論見はなかなか実現しそうにない。

第3の問題としては、DESが債務と株式ではなく、債務と債務とのスワップになっていることがある。DESを実施した企業のなかに

は、株主に対し業績に応じて変動する配当ではなく、利子に近い固定的な費用の支払いや、一定期間後の株の買い戻しで合意している企業が少なくない。これは「明股実債」(表向きは株であるが、実際は債務)と称される。「明股実債」は、再建を主導する株主の役割が曖昧になる一方で、バランスシートの改善に伴い新たな融資を受けることが出来るようになることから、DESを有名無実化するものと懸念されている。

しかし、今のところ「明股実債」を解消する有効な打開策は見当たらない。「明股実債」は、再建が見込めない企業がDESの対象になっていることに対する銀行の自己防衛的な措置といえるからである。雲南省にある国有企業、雲南錫業集団控股有限責任公司は、2016年10月、建設銀行と100億元のDESを実施することで合意したものの、2020年まで再建目標を達成出来なかった場合、同会社が株式を買い戻すという条件が付けられた。同会社の債務残高は350億元で、資産負債比率は業界平均の55%を大幅に上回る83%に達する(注27)。これを65%以下に引き下げ、再建の足がかりにするというのがDESの目的であるが、2017年の営業収入は前年比+2.9%の344億元と、目標に掲げられた810億元には遠く及ばない。

(注15)「李克強総理記者会透露出的八大具体政策走向」
2016年3月17日 中央政府門戸網 (http://www.gov.cn/xinwen/2016-03/17/content_5054553.htm)

(注16)「如何看首批万億債转股?」2016年4月22日 搜狐網

- (http://www.sohu.com/a/70912844_128289)
- (注17)「把降低国有企业槓桿率作為重中之重—国家發改委財金司司長解讀國務院常務會議」2018年2月7日 中国政府網(http://www.gov.cn/guowuyuan/2018-02/07/content_5264773.htm)
- (注18)「瑞銀証券銀行業報告：債轉股影響正面但有限」2017年10月11日 金融界 (<http://bank.jrj.com.cn/2017/10/11180423216807.shtml>)
- (注19)「我国債轉股成效、問題与对策」2017年11月15日和訊網 (<http://bank.hexun.com/2017-11-15/191647266.html>)
- (注20)“China Lays Out Guidelines on Debt-for-Equity Swaps Between Banks, Companies”, 11 October, 2016, The Wall Street Journal (<https://jp.wsj.com/articles/SB10300543608222564163304582367033722024556>)
- (注21)「国家發展改革委弁公庁關於印發《市場化銀行債權轉股專項債券發行指引》的通知」發改弁財金〔2016〕2735号 2016年12月19日 国家發展委員會 (http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201612/t20161226_832531.html)
- (注22)「商業銀行新設債轉股實施機構管理弁法」2017年8月7日 中国銀行業監督管理委員會 (<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/4A559383B88346A68BA28C81A5371D98.html>)
- (注23)「21家煤炭企業簽署3530億債轉股協議 落地不到兩成」2017年9月23日 界面網 (<http://www.jiemian.com/article/1658112.html>)
- (注24)「已簽債轉股協議1500億 鋼鉄行業去槓桿有望加速」2017年9月18日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/192699000_118392)
- (注25)「国家發展改革委弁公庁關於發揮政府出資產業投資基金引導作用推進市場化銀行債權轉股權相關工作的通知」發改弁財金〔2017〕1238号 2017年7月15日 国家發展改革委弁公庁 (http://www.ndrc.gov.cn/gzdt/201708/t20170801_856821.html)
- (注26) 注14に同じ。
- (注27)「首單地方国企債轉股落地 建行募100億投雲南錫業」2016年10月17日 中証網 (http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201610/t20161017_5072041.html)

おわりに—一期待だけが先行するDES

中国の過剰債務問題はどのような方向に向かうのだろうか。与信を急激に絞り込むと景気に悪影響が及ぶことから、この問題が短期間で解決されるとみるのは現実的ではない。IMFは中国政府が与信の伸びを抑制する

政策を実行したとしても、2022年の企業向けの与信残高はGDP比270%と2017年(255.7%)から上昇するとしている(IMF [2018])。過剰債務は時間をかけて、段階的に解消していくしかない。

もっとも、与信の伸びを抑制する政策を打たない場合、与信残高はGDP比290%と、先進国の平均を上回る水準に達し、金融危機に陥るリスクが上昇するとともに、それが顕在化した際の影響も大きくなる。こうした事態に陥らないようにするためには、①破産や国有企業改革を進め、ゾンビ企業を市場から退出させる、②政府が後ろ盾となり、銀行に国有企業向けの融資を促す「暗黙の政府保証」をなくす、③MPAの強化を通じ、金融機関の健全性を高める、といった抜本的な政策を前面に打ち出し、それらに真摯に取り組む必要がある。

ところが、現在の政府の関心は掛け違えたボタンを直すことよりも、DESを推進することに向けられている。2018年1月、政府は「実施中の市場化された銀行のDESの具体的な政策課題に関する通知」(注28)(以下、「通知」とする)によって、DESを促進する方針を示した。「通知」は、①対象債権を「不良」や「關注」に限らず、「正常」に広げる、②銀行貸付だけでなく、リースや委託貸付などその他の債権も対象とする、③資金調達的手段として理財商品の活用を促すとし、DESの裾野を広げたい政府の意向を色濃く反映する内容と

なっている。

政府は、6月に預金準備率を引き下げた際に、浮いた資金をDESに使うよう促す(注29)など、今後も企業や銀行の意欲を刺激する措置を打ち出す可能性がある。しかし、そうした措置をいくら追加しても、DESは空回りが続くと見込まれる。それらは、銀行は再建の可能性より救済を優先するDESを積極的に進めるインセンティブを有さない、というDESの構造的欠陥を補うものではないからである。中国は、過剰債務問題を打開する糸口がみつからないなかで、DESに対する期待だけが先行する危うい状況に陥っている。

(注28)「關於市場化銀行債權轉股權實施中有關具體政策問題的通知」發改財金〔2018〕152号 2018年1月19日 國家發展改革委員會 (http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201801/t20180125_875121.html)

(注29)「中国人民銀行決定通過定向降准支持市場化法治化“債轉股”和小微企業融資」2018年6月24日 中国人民銀行 (<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3564334/index.html>)

参考文献

(日本語)

1. 青山修一郎 [2012]. 「債務の株式化に伴う課税問題に関する一考察—債務消滅益課税の妥当性をめぐる検証—」公益社団法人納税協会 第8回「税に関する論文」入選論文 (https://www.nouzeikyokai.or.jp/files/pdf/ronbun/2012_8/8-1.pdf)
2. 奥本慎司 [2016]. 「デット・エクイティ・スワップ (DES) における債務免除益と課税 —中小企業再生のためのDESの考察—」公益財団法人租税資料館 租税資料館賞第25回入賞作品 (http://www.sozeishiryokan.or.jp/award/025/z_pdf/ronbun_h28_06.pdf)
3. 金融庁・日本銀行 [2018]. 「バーゼルⅢの最終化について」 (<https://www.fsa.go.jp/inter/bis/20171208-1/02.pdf>)
4. 三浦有史 [2017a]. 「中国ゾンビ企業の市場退出は進むか—習近平政権を待ち受ける試練—」日本総合研究所『JRI レビュー』2017 Vol.4, No.43 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/9808.pdf>)
5. ——— [2017b]. 「国家資本による支配強化を図る習近平政権—混合所有制改革のシナリオを検証する—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2017 Vol.17 No.67 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/10184.pdf>)
6. ——— [2018]. 「中国の金融リスクを増幅する中小銀行—強まる銀行間市場と理財商品への依存—」日本総合研究所『JRI レビュー』2018 Vol.3, No.54 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10317.pdf>)

(英語)

7. Ferguson, N. and X. Xu [2018]. Make Chimerica Great Again, Hoover Institution STANFORD UNIVERSITY, Economics Working Paper 18105 (<https://www.hoover.org/sites/default/files/research/docs/18105-ferguson-xu-final.pdf>)

8. IMF [2017]. People's Republic of China Financial System Stability Assessment (<http://www.imf.org/external/np/fsap/fssa.aspx>)
9. James Daniel, Jose M Garrido, and Marina Moretti [2016]. Debt Equity Conversions and NPL Securitization in China: Some Initial Considerations, Technical Notes and Manuals No. 2016/05, IMF (<https://www.imf.org/en/Publications/TNM/Issues/2016/12/31/Debt-Equity-Conversions-and-NPL-Securitization-in-China-Some-Initial-Considerations-43876>)
10. NATIXS [2017a]. China Corporates: Debt-to-Equity Swaps and Financial Health.
11. ——— [2017b]. NATIXIS China Corporate Monitor Chinese corporates' financial health improving, but much less than global peers.
12. Sally Chen and Joong Shik Kang [2018]. Credit Booms-Is China Different? IMF Working Paper, WP/18/2 (<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537>)
13. Torsten Ehlers, Steven Kong and Feng Zhu [2017]. Mapping shadow banking in China: structure and dynamics, BIS Working Papers No.701 (<https://www.bis.org/publ/work701.pdf>)
14. World Bank [2002]. EAST ASIA UPDATE Progress on Financial and Corporate Restructuring, November 2002 (<http://documents.worldbank.org/curated/en/244091468244546312/pdf/282160EA0Update0Progress0on0Financial.pdf>)

(中国語)

15. 中国人民銀行 [2018]. 「2018年第一季度中国貨幣政策執行報告」 (<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/3537682/3537621/index.html>)

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。

本誌は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。