

過剰債務が映し出す中国の成長パターンの限界

— 国有企業と住宅投機が脅かす習近平政権の足元 —

調査部

上席主任研究員 三浦 有史

(hiraiwa.yuji@jri.co.jp)

要 旨

1. 中国政府は、「暗黙の政府保証」に対する姿勢を改め、ゾンビ企業の清算を進める方針を示した。しかし、ゾンビ企業は依然として多く、清算は簡単には進まない。「暗黙の政府保証」は廃止の方向に進むのではなく、対象範囲を一時的に縮小しているに過ぎない。
2. デフォルトは、企業の過剰債務問題の解決の「出口」ではなく、解決に向けた長いプロセスの「入口」に過ぎない。ゾンビ企業に清算が進んでいるか否かは、銀行融資を含めた債務がどの程度削減されたかによって検証する必要がある。
3. 新型コロナウイルスの感染拡大を受け、実体経済への資金供給量を示す社会融資規模は、リーマン・ショック時以来の大幅な増加を記録し、企業の債務残高は2020年末にGDP比163.2%と、未踏の領域に入った。
4. 「暗黙の政府保証」は社債だけでなく、銀行融資にも与えられている。デレバレッジが進んだとしても、債務は返済能力の低い企業に偏在しているため、過剰債務問題は解決には向かわない。資金調達の難易は政府出資の有無によって左右されており、過剰債務問題の元凶は国有企業だといえる。
5. 中国の不動産開発における国有企業の存在感は希薄である。しかし、GDPに占める割合が高いなど、不動産開発業の浮沈は経済・社会に深刻な影響を与えるため、政府はデフォルトや破産を傍観するわけにはいかない。
6. 不動産市場の過熱を受け、政府は不動産関連融資の総量規制と、債務削減目標を明示する「三道紅線」によって不動産市場に流入する資金を抑制しようと試みた。これは、一定の成果を上げた。
7. 国有企業の過剰債務体質と住宅価格の高騰という問題が経済成長の足枷になることはこれまでなかった。しかし、経済に占める国有企業の割合が下げ止まってきたこと、また、不動産投資と住宅価格が右肩上がりて推移する好循環が期待しにくいことから、中国は想定を上回る成長下押し圧力に晒される。
8. 中国が長期停滞に陥らないためには、国有企業の所有制改革の実施や不動産税・相続税の導入による住宅価格の抑制が不可欠である。しかし、所有制改革に踏み切る可能性は低い。政府は不動産税の導入に前向きであるが、税率が低いなど、骨抜きにされる可能性がある。

目次

はじめに

1. 「暗黙の政府保証」はなくなる ならない

- (1) 増えるデフォルト、広がる不安
- (2) 保証の見直しは一時的
- (3) 悲観シナリオの可能性は高くない

2. デフォルト増加でも過剰債務問題は悪化

- (1) デフォルトは過剰債務問題解決の「入口」に過ぎない—紫光集団の事例
- (2) 過剰債務問題は未踏の領域へ
- (3) 問題は銀行融資への保証

3. 過剰債務の元凶は国有企業

- (1) 過剰債務を引き起こすメカニズム
- (2) 債務問題解決は期待薄
- (3) 際立つ政府出資企業への優遇

4. 過熱を繰り返す不動産市場

- (1) 民営企業が主体の不動産開発
- (2) 高騰が続く市場に不安
- (3) 目標達成に向け一定の成果

5. 従来型成長パターンの限界

- (1) 国有企業の割合の下げ止まり
- (2) 不動産の好循環は続かない
- (3) それでも大胆な政策転換は望めない

おわりに—「暗黙の政府保証」の広がり

はじめに

中国の社債市場で債務不履行(デフォルト)が頻発している。中国の金融情報サービス会社Windによれば、2021年1～7月中旬におけるデフォルト金額は1,609億元と、過去最高を記録した2020年同期の1,248億元を上回る。2021年4月には、財政部の出資により設立された不良債権処理会社、華融資産管理(株)のデフォルト懸念が高まり(注2)、国有企業は最終的に救済されるという「暗黙の政府保証」が見直されるのではないかという見方が広がった。

また、2021年9月には不動産開発大手のひとつ恒大集団のデフォルト懸念が再燃し(注3)、世界同時株安を招来する一因になった。同集団は民営企業であるが、中国不動産協会による2020年の総合力評価では業界第2位(注4)にランクインする大企業である。負債総額は2021年6月時点で1兆9,665億元に及び(注5)、海外投資家も多額の同集団のドル建て社債を保有していることから、同集団がデフォルトを連発し、破産手続きに入るのか、あるいは、なんらかの救済策が採られるかが注目された。

国際比較が可能な国際決済銀行(BIS)の統計によれば、中国の債券の発行残高は2020年末時点で18.6兆ドルと、アメリカの47兆ドルに次ぐ世界第二の規模である。中央銀行である中国人民銀行によれば、中国の債券市場

は、①国債や地方政府が発行する政府債券、②国家開発銀行などの政策金融機関を含む金融機関が発行する金融債、③企業が発行する社債の3つを主体とする。

2021年4月時点における発行残高のそれぞれの割合は39.0%、36.2%、24.7%と（注6）、社債は債券市場の4分の1を占める。政府債券と金融債は安定しているため、社債のデフォルトが増えたからといって債券市場が動揺するわけではない。とはいえ、中国の社債の発行残高は2020年末時点で4.5兆ドルと、アメリカの7.3兆ドルに次ぐ（注7）。「暗黙の政府保証」の見直しは長期的にみれば社債市場の健全化に資するものの、短期的には中国経済、そして、世界経済の成長率を下押しすると考えられている。

しかし、社債のデフォルト増加は政府の「暗黙の政府保証」をなくそうとする政策の結果と捉えるのは早計である。中国には、業績改善が見込めないにもかかわらず、多額の債務を抱える「ゾンビ企業」（中国語「僵尸企業」）が依然として多い。デフォルトの増加は、あくまで放漫経営を続けている国有企業やそうした企業に融資をしている銀行に対し、政府がより厳しい姿勢で臨むことを強調しているに過ぎず、保証の廃止によりゾンビ企業の切り捨てにかじを切ったとみることは出来ない。

「暗黙の政府保証」は全ての国有企業に保証を与えるか、与えないかという二者択一の

問題ではなく、対象をどの程度縮小するか、という程度の問題である。事実、国有企業の山西振富能源集团有限公司の社債がデフォルトを起こし（注8）、「デフォルト元年」（注9）とされた2014年以降、「暗黙の政府保証」は、信用不安が広がるリスクと企業の資金調達に与える影響のどちらを重視するかによって、拡張を繰り返してきた。今回のデフォルト増加も、過去に何度かみられた「暗黙の政府保証」の一時的な縮小とみるのが妥当である。

だからといって今回のデフォルトも深刻に捉える必要のない問題というわけではない。社債のデフォルトの増加を程度の問題でしかない「暗黙の政府保証」につなげる単純な議論では中国経済が抱える問題の本質はみえてこないため、銀行融資を含む債務全体を対象に企業の債務支払い能力を検証し、なぜ過剰債務問題が解決しないのか、その原因を突き止めたうえで、中国がどのような成長軌道を進むかを展望する必要があるのではないかと、というのが本稿の問題意識である。

本稿では、まず、社債のデフォルトが増えたからといって、「暗黙の政府保証」がなくなるわけではないことを指摘する（1.）。次に、銀行融資に対する「暗黙の政府保証」が過剰債務問題の根底にあり（2.）、国有企業がその元凶であることを明らかにする（3.）。そして、過剰債務問題が深刻化する不動産開発企業に焦点を当て、不動産市場の過熱に対する政府の対策とその成果を確認する（4.）。

最後に、中国は国有企業改革と不動産開発の停滞により、従来の経済成長パターンが通用しない局面に差し掛かっているものの、大胆な政策転換は望めないことから、成長下押し圧力が強まるという見方を示す（5.）。

- (注1) 「財政部控股中国華融資産管理股份有限公司成立」2012年9月26日中国政府網。(http://www.gov.cn/gzdt/2012-09/26/content_2233310.htm)
- (注2) 「華融債券価格暴落引致違約担憂、中企美元債収益率大幅攀升」2021年4月17日 和訊。(http://bond.hexun.com/2021-04-17/203431777.html?ivk_sa=1023197a)
- (注3) 「中国恒大の流動性危機、今週重大局面に—23日の社債利払い履行が焦点」2021年9月19日 Bloomberg。(https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2021-09-19/QZNJYNTIUM1701)、「中国恒大に迫る終幕、不運な投資家 中国政府がマンション購入者を保護する理由はあるが—」2021年9月2日 The Wall Street Journal。(https://jp.wsj.com/articles/evergrandes-grand-finale-wont-be-pretty-for-investors-11630534791)
- (注4) 「重磅! 万科、恒大、碧桂园位列前三! 2020中国房地產上市公司TOP10出炉!」2020年5月28日 搜狐網。(https://www.sohu.com/a/398320477_558215)
- (注5) 「中国恒大集団 2021中期報告」(https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/interim/2021/intrepc.pdf、2021年9月27日アクセス)
- (注6) 中国人民銀行の債券分類統計では、このほかの債券として、①銀行が発行する中央銀行債券、②政府、金融機関、企業が外国金融市場で発行する外債建債券がある。2021年4月時点での残高は、それぞれ0.0%、0.1%である。
- (注7) BISのSummary of debt securities outstandingによる。なお、スタンダード・アンド・プアーズによれば、金融機関と非金融法人の社債の合計では、中国の残高は9.4兆ドルとアメリカの9.7兆ドルに肉薄している。詳細は“China's Bond Market-The Last Great Frontier”, 15 April, 2021, S&P Global Rating。(https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210415-china-s-bond-market-the-last-great-frontier-11888676)
- (注8) 「中誠信託有限違約將償還本金 投資者每人至少損失25万」2014年1月28日 中国广播網。(http://finance.cnr.cn/gs/201401/t20140128_514766276.shtml)
- (注9) 「2020債券違約啓示録: 關注焦点從民企転国企, “信仰” 碎了一地」2021年1月15日 21世紀經濟報道網。(http://www.21jingji.com/2021/1-15/1MMDEZODBfMTYyMDA1Mg.html)

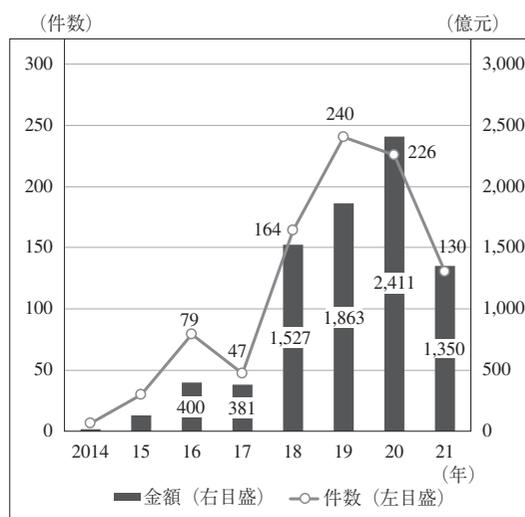
1. 「暗黙の政府保証」はなくなるらない

相次ぐ社債のデフォルト発生を受け、市場は先行き不安を強めているものの、ゾンビ企業の清算は進んでおらず、「暗黙の政府保証」がなくなると考えるのは早計である。デフォルトが増加することで中国経済に対する下押し圧力が強まる可能性も高いとはいえない。

(1) 増えるデフォルト、広がる不安

中国では、2018年から社債のデフォルトが頻発している（図表1）。2020年は226件、不履行金額2,411億元と、2017年に比べ件数で4倍、金額でも3.5倍に増えた。2021年7月

図表1 中国における社債のデフォルトの推移



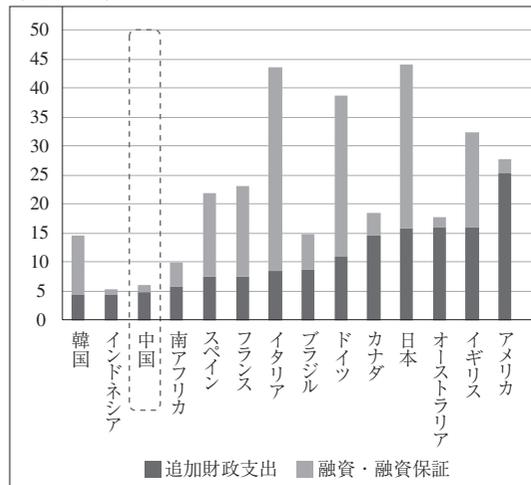
(注) 2021年は7月19日までの累計。
(資料) Windより日本総合研究所作成

中旬時点のデフォルトは130件、1,350億ドルと、件数で前年同期比23.8%増、金額ベースで同29.0%増と、過去最高を記録した前年を上回るペースで増えている。

この理由として、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて政府が打ち出した資金繰り支援の終了が挙げられることが多い。しかし、中国の景気対策は累計感染者数が少なかったこともあり、GDP比6.1%と、日本の22.1%、アメリカの25.5%に比べかなり規模が小さい(図表2)。市場は国有企業(注10)が発行する社債のデフォルトの増加という新たな変化を受け、先行き不安を高めていると捉えるのが妥当である。

2019年にデフォルトに陥った社債のうち国

図表2 パンデミックに対応した景気対策の規模 (GDP比、%)



(注) 2020年から2021年3月17日時点までの集計。
(資料) IMF [2021b] より日本総合研究所作成

有企業のそれは件数ベースで7.1%、金額ベースでも10.6%を占めるに過ぎなかったが、2020年にはそれぞれ38.1%、43.9%に急上昇した(図表3)。国有企業が発行した社債の代表的なデフォルト事例として挙げられるのが華晨汽車集団(注11)である。

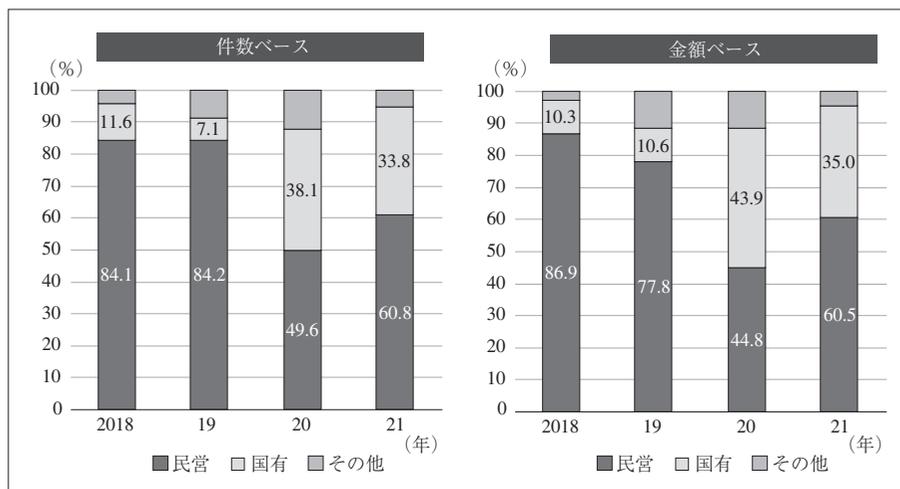
同集団は、2002年に遼寧省政府の出資により設立された国有企業で、3つの上場企業と100を上回る子会社を持ち、ドイツの自動車メーカーBMWの合弁パートナーに選定された自動車メーカーであるが、2019年10月から合計14件のデフォルトを起こした結果、2020年11月、債務者が継続的に事業を運営しながら弁済を行う再建型の破産手続き、「重整」を裁判所に申請し、受理された。

社債のデフォルトに占める国有企業の割合は2021年には低下したものの、冒頭で紹介した中国華融資産管理のように、デフォルト予備軍に属す企業は少なくないとみられ、予断は許されない。中国華融資産管理の事例は、財政部が出資する国有企業といえども救済するわけではないというメッセージを政府が発信している、つまり、国有企業はデフォルトを起こさないという「国企信仰」、あるいは、債券は必ず償還されるという「剛性兑付」が崩れる前兆とみられた。

(2) 保証の見直しは一時的

市場の先行き不安は、政府が「暗黙の政府保証」の見直しを強調するのに呼応するかた

図表3 デフォルトを起こした社債の内訳（所有形態別）



(注) 2021年は7月19日までの累計。
 (資料) Windより日本総合研究所作成

ちで国有企業の社債のデフォルトが増えたことによって増幅されてきた。

国家発展改革委員会は、2018年末、工業情報化部、財政部などと共同で「『ゾンビ企業』と過剰生産能力企業の債務処理作業の更なる改善に関する通知」を発出した。そこでは、企業債務リスクを効果的に防止・解決するとともに、経済の質の改善と効率性の向上を促進するためゾンビ企業の清算を要請し(注12)、2019年7月の共産党政局会議でもこのことを確認した(注13)。

習近平中央委員会総書記も、2019年1月に開催された党幹部を対象にした学習会において、第14次5カ年計画(2021～2025年)が良好なスタートを切ったと評価する一方

で、「ブラックスワン」や「灰色のサイ」への警戒が必要と説いた(注14)。前者はめったに起こらないが、起これば壊滅的被害をもたらす問題を、後者は高い確率で起こり、甚大な被害をもたらすにもかかわらず、軽視されがちな問題を指す。「暗黙の政府保証」に起因する企業の過剰債務や不動産バブルは後者に属す。

政府と共産党が一体となって要請したにもかかわらず、ゾンビ企業の清算は進まなかった。このため、中国人民銀行は、2020年11月に発表した「中国金融安定化報告」において、「ゾンビ企業は法律に従って清算すべきであり、企業の存続を『信仰』に依拠する時代は終わり、秩序ある市場ベースのデフォルトが

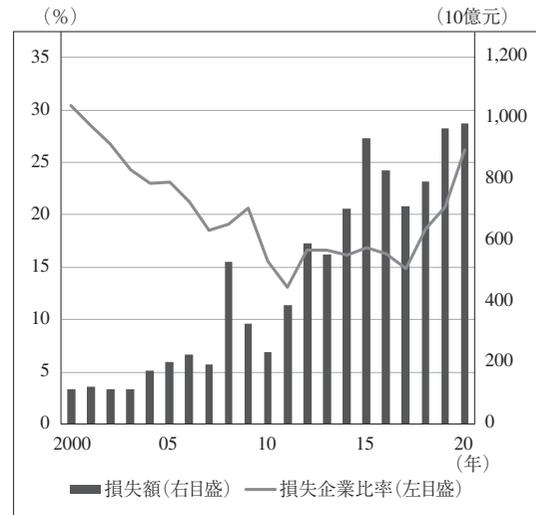
新たな標準となる債券市場の再建が始まる」とした（中国人民銀行 [2020]）。要請でゾンビ企業を市場から退出させるには限界があるため、法律に従って進めるという、強硬姿勢に転じたのである。

それでも、ゾンビ企業の清算は簡単には進まないとみられる。ゾンビ企業は依然として多く、法律に従って市場からの退出を進めると、経済に深刻な打撃を与えかねないからである。過剰生産能力の問題が顕在化した際に、上場企業を対象にした筆者の調査では、2013～2015年のゾンビ企業の割合は10%前後（注15）であった（三浦 [2017]）。この問題は、その後あまり関心が払われなくなったが、それはゾンビ企業が減少したことを意味しない。

鉱工業分野における一定規模以上の企業に占める損失計上企業の割合（損失企業比率）は、2018年から上昇に転じ、2020年に26.2%に達した（図表4）。損失計上企業とゾンビ企業の定義は同じではないが、前者が増加すれば当然のことながら後者も増加する。中国経済はコロナ禍からいち早く立ち直ったと評価されるが、企業はコロナ禍が始まる前から損失企業比率が上昇するとともに、損失額が増加する苦境に置かれている。

市場ベースのデフォルトが標準にならない以上、「暗黙の政府保証」の見直しは一時的なものでしかない。このため「暗黙の政府保証」の見直しによりデフォルトが増え続ける、

図表4 鉱工業分野における損失企業比率と損失額



（注）損失企業比率は年平均値、損失額は年末値。
（資料）CEICより日本総合研究所作成

あるいは、デフォルトの増加を社債市場健全化の一步と捉えることは明らかに的外れである。

そもそも2016年に着手したゾンビ企業の清算は2019年に完了するはずであった（注16）。この問題が未解決であることは、ゾンビ企業を市場から退出させることがいかに難しいかを物語る。先述の国有企業華融資産管理は、2021年8月、中央政府傘下の大型国有企業（以下「央企」とする）のひとつである中国中信集団（CITIC）などを対象に新株を発行することで資本増強を図り、デフォルトを回避することが決まった（注17）。

また、増えているとはいえ、デフォルトに

陥る前にそれを回避する措置が採られていることにも留意する必要がある。中国では債権者がデフォルトを回避するため借換に応じるケースがある。

その一例として恒大集団を挙げる事が出来る。同集団は、2020年11月、2021年1月末までに償還を迎える1,300億元の社債のほとんどを転換社債に換えることで債権者と合意した（注18）。都市化を背景にした不動産需要は安定しており、長期的には業績回復が見込めることから、債権者はデフォルト回避に動いたと考えられる。同集団は国営企業ではないが、不動産価格は上昇を続けるという「信仰」が借換を可能にした。

さらに、「暗黙の政府保証」に対する期待から、デフォルト後に直ちに破産手続きに入るのではなく、償還期限の延期に応じる傾向が強いという問題もある。

その一例として挙げられるのは繊維大手の山東如意科技集団である。レナウンを買収したことで知られる同集団は、2021年3月が期限となっていた社債の償還期限を3カ月延期することで債権者と合意した（注19）。同集団もやはり国営企業ではないが、3万人を超える従業員を抱え、2019年の売上額順にみた中国企業トップ500の302位に入る、山東省を代表する企業のひとつである（注20）。地域を支える大企業であれば、国営企業でなくても償還期限が延期されうる。

デフォルトを起こした企業がその後資金調

達に成功し、約束した元利を完済する割合は件数ベースで7.2%に過ぎないとされ（注21）、借換や償還期限延期が問題の先延ばしに過ぎないことは明らかである。それでもゾンビ企業の延命を図ろうとする動きが絶えない。2020年7月、央企は資金調達を相互に支援する目的で「央企信用保証基金」を設立し（注22）、地方レベルでもこれに倣うかたちで国有企業と銀行が同様の基金を設立する動きがある（注23）。

いずれの信用保証基金も本来「暗黙」であった政府保証を制度化するもので、ゾンビ企業は清算すべきという政府のメッセージと明らかに矛盾する。政府は、ゾンビ企業を央企信用保証基金による保証の対象外とし、上のメッセージと矛盾しないことを強調するが（注24）、ゾンビと非ゾンビの区別は曖昧で、雇用や産業政策上の重要性などを加味した政治判断によるところがあるため、信用保証基金は結果的にゾンビ企業の救済に利用されるのではないかと懸念される。

(3) 悲観シナリオの可能性は高くない

わが国では、社債市場におけるデフォルトの増加を中国経済に対する下押し圧力として警戒する見方が支配的である。発行体の返済能力に応じた選別が強まり、低格付け債の価格が下落（利回りが上昇）するのは間違いのない。華融資産管理に入れ替わるかたちで、2021年9月には恒大集団のデフォルトに注目

が集まり、一時的に世界同時株安の一因になるなど（注25）、同市場を巡る混乱は収まる様子がない。

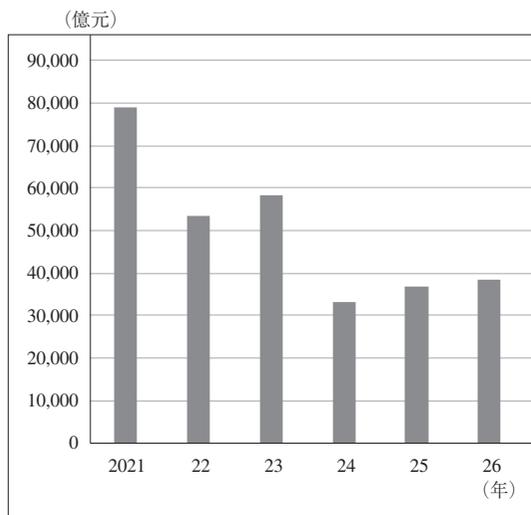
しかし、社債市場全体を俯瞰すると、デフォルトが今後も増加し、それによって企業の資金調達が滞り、中国経済に下押し圧力がかかるといふ悲観シナリオを想定するのは早計といえる。わが国メディアは、恒大集団の1兆9,665億元に上る負債総額がGDPの2%に相当するとして、その規模の大きさを強調するが、2020年末時点で今後1年以内に返済期限を迎える債務は3,355億元で（注26）、同年の中国全体の社債償還額の4.2%を占めるに過ぎない。

社債償還のピークが2021年であること

（図表5）、また、中国の社債はデフォルト率が低いことからみても、悲観シナリオの可能性が高いとはいえない。デフォルトを起こした社債を償還期限に達した社債で除したデフォルト率は、2020年でも件数ベースで0.3%、金額ベースで0.5%にとどまり（図表6）（注27）、社債の国際的なデフォルト率2.7%を大幅に下回る（注28）。

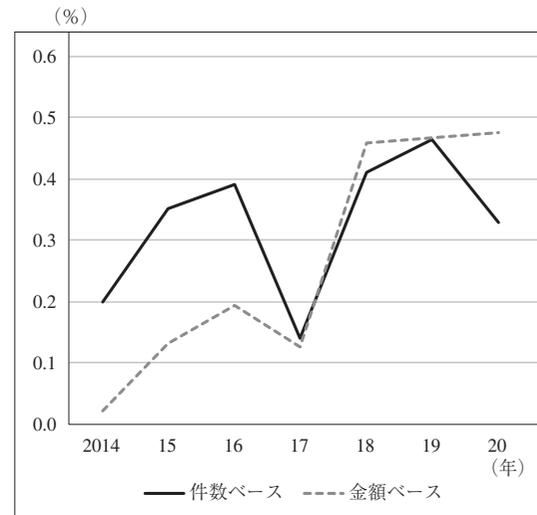
中国の債券は先進国の債券に連動しない、高い収益が期待出来る投資先として評価されてきた（シン [2021]、チェン [2021]）。中国人民銀行によれば、2021年6月時点で中国国外の法人・個人が保有する人民元建て金融資産は株式市場と債券市場ともに3.8兆元に達する（図表7）。債券市場の保有資産は、

図表5 社債の償還額



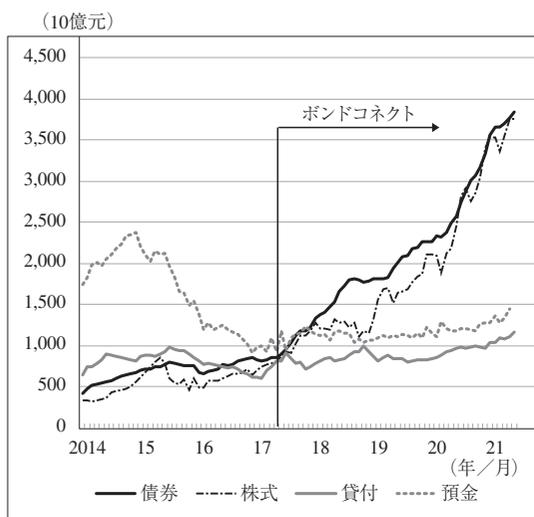
(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

図表6 デフォルト率の推移



(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

図表7 中国国外の法人・個人が保有する人民元建て国内金融資産



(資料) 中国人民銀行資料より日本総合研究所作成

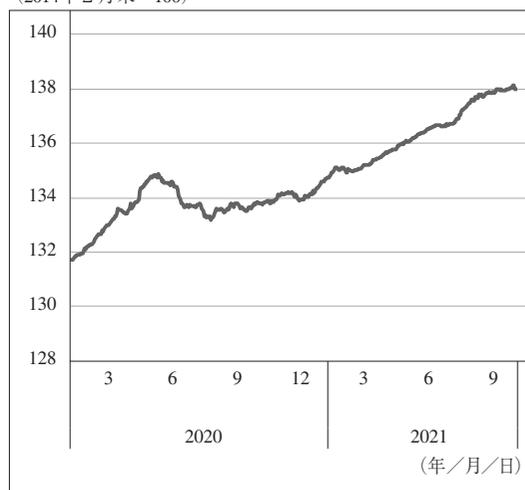
2017年7月に香港経由で中国本土証券を取引する仕組み（ボンドコネクスト）が整備される前の4.3倍に膨らんだ。

社債に対する評価も安定している。アメリカの格付け会社スタンダード・アンド・プアーズによる元建て社債のパフォーマンスを表すS&P中国社債指数は2021年3月から上昇が続いている（図表8）。少なくとも、2021年9月末時点で、恒大集団のデフォルト懸念により社債市場が大きく揺らぐという事態には至っていない。

社債の発行額が堅調に推移していることも好材料といえる。中国人民銀行によれば、2020年に発行された債券は前年比26.5%増の53.7兆元（約7.7兆ドル）と、2016年以来の高

図表8 S&P中国社債インデックス

(2014年2月末=100)



(資料) S&P資料より日本総合研究所作成

い伸びとなった（中国人民銀行 [2021]）。その内訳は、国債が前年比75.0%増の7兆元、地方政府債券が同7.2%減の6.4兆元、金融債が同34.8%増の9.3兆元、社債が同25.8%増の12.2兆元と、社債が全体をけん引した。2021年1～7月の社債発行額は前年同期比2.7%増の7.5兆元とかなり鈍化したものの、なおプラスの伸びを維持している。

社債市場全体からみれば恒大集団に対する反応は過敏である。背景には、アメリカの量的緩和の縮小（テーパリング）と、レバレッジを効かせてきた中国の経済成長の限界とが重なることへの不安があるように思われる。連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は、2021年9月、年内に量的緩和の縮小を始める

意向を示した。アメリカが2023年と見込まれる金利引き上げに移行すれば、中国を含む新興国市場から資金が流出すると見込まれる。恒大ショックは、中国にそれをどの程度食い止める力が備わっているかを不安視する市場心理の表れである。

- (注10) 本稿でいう国有企業とは政府が全額を出資する企業だけでなく、政府や国有企業が支配的な株主となっている国有持ち株企業を加えた企業を含み、正確には「国有・国有持ち株企業」と表記すべきであるが、簡素化のため国有企業とする。
- (注11) 2019年10月に発効された「17華汽05」という発行総額10億元、金利5.3%、償還期間1年の社債。華晨汽車集団のデフォルトはそのほかの社債にも連鎖し、2020年10月時点でデフォルト債券は14本、残高172億元に及ぶとされている。詳細は、「17華汽05債未兑付 打破“国企信仰” 華晨汽車違約啓示録」2020年10月26日 経済視察網。(http://www.eeo.com.cn/2020/1026/425769.shtml)
- (注12) 「关于進一步做好“僵尸企業”及去產能企業債務處置工作的通知」2018年12月4日 中国政府網。(http://www.gov.cn/xinwen/2018-12/04/content_5345675.htm)
- (注13) 「習近平主持中共中央政治局會議」2019年7月30日 中国政府網。(http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/30/content_5417282.htm)
- (注14) 「習近平在中共中央政治局第二十七次集體學習時強調 完整準確全面貫徹新發展理念 確保“十四五”時期我國發展開好局起好步」2019年1月29日 新華網。
- (注15) ゾンビ企業は、次の3つを認定基準とした。第1は収益性基準であり、利払前・税引前損益(EBIT)が債務残高から求められる「理論上の最低利息支払額」を下回ることである。これにより利潤で利息が支払えない状態にあると見なす。第2は金融支援基準で、①利息支払額が理論上の最低利息支払額を下回る、②前年の債務残高が土地を除く資産の5割を超える、③新規融資を受けている、のいずれかに該当することである。これにより金利減免か「追い貸し」がなされていると見なす。第3は変動性基準で、企業収益の変動性を考慮して上述した2つの基準を2年以上満たしていることである。これは「3年以上の損失計上」をゾンビ企業とする政府の見解を取り込んだ中国特有の条件である。詳細は、三浦 [2017] 参照。
- (注16) 「2019去產能發出僵尸企業“出清令”一攬子政策將出」2019年2月1日 新華網。(http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-02/01/c_1124075339.htm)、「最後通牒 | 国有“僵尸企業”2019年末全部處置完」2019年1月26日 搜狐網。(https://www.sohu.com/a/291572388_

- 100058519)
- (注17) 「中国華融2020年淨虧損1029.03億元 業務結構持續調整」2021年8月29日 中証網。(http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/202108/t20210829_6199235.html)
- (注18) 「恒大战投是什么意思? 1300亿战略投资者是谁?」2020年11月23日 南方財富網。(http://www.southmoney.com/caijing/caijingyaowen/202011/7701778.html)
- (注19) 「中国社債市場、デフォルトの嵐を『裏技』で回避」2020年6月11日 The Wall Street Journal。(https://jp.wsj.com/articles/SB115781548228309373970458643911399275734)
- (注20) 「2019中国企業500強發布, 濟寧共有3家企業上榜!」2019年9月3日 搜狐網。(https://www.sohu.com/a/338486138_120311591)
- (注21) 「違約債券後來怎麼樣了?」2021年7月11日 騰訊網。(https://new.qq.com/rain/a/20210711A05WAD00)
- (注22) 「央企信用保障基金落地 没“僵尸企业”的份」2020年7月28日 國務院国有資產監督管理委員會。(http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n2588119/c15225880/content.html)
- (注23) 「信用保障基金模式為何會受到地方政府青睞」2021年4月24日 騰訊網。(https://new.qq.com/rain/a/20210424A06F9E00)
- (注24) 注21に同じ。
- (注25) 「世界同時株安、見えぬ中国恒大処理 リスク連鎖に警戒」2021年9月21日 日本経済新聞。(https://r.nikkei.com/article/DGXZQOUB212YL0R20C21A9000000)
- (注26) 「恒大年内還有2400億債務到期, 下游供應商何時才能拿回錢?」2021年9月27日 網易。(https://www.163.com/dy/article/GK3U8P800552IB15.html)
- (注27) 「申万宏源債券: 2020年信用違約率有多高?」2021年1月11日 金融界。(http://bond.jrj.com.cn/2021/01/11093831668299.shtml)。なお、図表7の2017年におけるデフォルト率の低下は、図表5で示したように企業業績が改善した結果とみられる。
- (注28) “China’s bad debts China’s dodgy-debt double act”, 4th September 2021, The Economist。(https://www.economist.com/leaders/2021/09/04/chinas-dodgy-debt-double-act)

2. デフォルト増加でも過剰債務問題は悪化

「暗黙の政府保証」があくまで程度の問題であるならば、議論はデフォルトの増加がゾンビ企業の清算を通じた過剰債務の削減につ

ながっているか否かに焦点を当てなければならぬ。有力半導体メーカーのひとつである紫光集団を事例にこの問題をどのように捉えるべきかを改めて整理したうえで、デフォルトの増加によって過剰債務問題が解決に向かっているわけではないことを指摘する。

(1) デフォルトは過剰債務問題解決の「入口」に過ぎない—紫光集団の事例

社債のデフォルトの増加が「暗黙の政府保証」をなくそうとしている政策の結果ではないことは、紫光集団のデフォルトおよび破産手続きに至る経緯を振り返ることも確認出来る。同集団の事例は、中国では依然として「暗黙の政府保証」に対する期待が根強く、ゾンビ企業の清算が容易に進まないこと、その結果として、過剰債務問題も簡単には解決しないことを示す。

紫光集団は2020年11月以降、6つの社債の償還が出来ず（注29）、その度に債券の償還期限を延期してきた（注30）。債権者が直ちに破産手続きをとらなかったのは、同集団が名門清華大学の出資を受けている国有企業であり、産業政策の最重点分野である半導体産業の一翼を担っているためである。「暗黙の政府保証」に対する期待が「デフォルト前」に存在したことは間違いない。

「暗黙の政府保証」に対する期待は、「デフォルト後」にも存在する。紫光集団は、短期借入を増やす一方で、ハイリスクのM&Aを繰

り返す「短貸長投」と称される経営を続け、2021年6月時点の負債総額は2,029億元と、2012年末比44倍に増加した（注31）。負債総額が多く、償還期限の延期で問題が解決しないことは明らかであったにもかかわらず、破産手続きが決まったのは2021年7月と、最初のデフォルトから8カ月を要した。これは政府内に破産手続きを回避しようとする動きがあり、その調整に時間がかかったことを示唆する。

また、紫光集団の事例は、「破産手続き後」にも「暗黙の政府保証」に対する強い期待が存在したことを示している。中国の破産手続きは、①日本の破産に相当する、債権額の割合に応じて按分弁済を行う「清算」、②裁判所が承認した計画に従って債権者が再建を目指す「重整」、③和解に相当する「和議」がある（注32）。同集団は、2021年7月、「清算」ではなく、「重整」が決まった（注33）。

紫光集団の再建にあたっては、総資産500億元、純資産200億元を有する戦略投資家を募集し、事業を引き継がせるという方針が示された（注34）。統計が整備されている鉱工業分野の企業統計をみると、中国企業の総資産は2019年で平均3億元に過ぎず、最も多い国有独資企業でも33億元であることから、募集条件に合うのは央企しかない。

しかし、央企は独占ないし寡占によって利潤を確保する一方、人事や経営などで最も政府の影響を受けやすい企業である。外部専門

家を招聘する方法があるとはいえ、央企がかかわることで再建が進むのかは疑問とせざるを得ない。央企の資本力により紫光集団の経営が健全化したようにみせることは可能であろうが、中国の半導体産業をけん引するという本来の再建を果たすことが出来るかは極めて不透明である。

中国には国有企業を優遇する仕掛けがいたるところに設けられている。デフォルトがゾンビ企業の清算につながるか否かを確認するには、デフォルト後や破産手続き後にも目を向ける必要がある。デフォルトに陥った企業のうち破産手続きに進んだのは2割に満たず、6割が未払いの債務を「未解決」のまま放置しているとされる(シン[2021])。デフォルトによって直ちに銀行取引が打ち切られるわけではないため、企業はデフォルト前と変わらず営業を続けることが可能なのである(注35)。

中国におけるデフォルトは先進国のような重みを持たないことから、デフォルトは企業の過剰債務問題の解決の「出口」ではなく、解決に向けた長いプロセスの「入口」に過ぎない。社債のデフォルトが増え、「暗黙の政府保証」の見直しがなされるとしても、ゾンビ企業の清算が進み、過剰債務問題が解消に向かっているとは限らない。中国の成長軌道を見通すには、デフォルトや「暗黙の政府保証」ではなく、過剰債務問題に目を向ける必要がある。

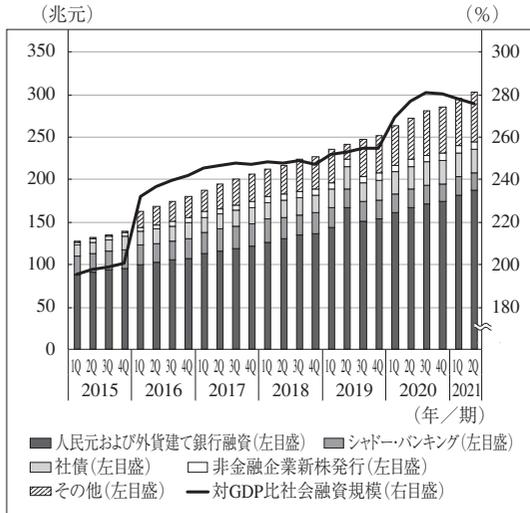
(2) 過剰債務問題は未踏の領域へ

中国は、社債の発行により投資家から直接資金を調達する直接金融よりも、銀行から資金を借り入れる間接金融が資金調達の主流となっている。過剰債務問題が解決に向かっているか否かにおいて重要なのは銀行融資である。中国人民銀行が発表する社会融資規模をみると、銀行融資、社債、シャドー・バンキングなど資金調達方法別に実体経済にどのくらいの資金が供給されたかがわかる。銀行融資残高は2021年6月末時点で187兆元と、社債発行残高の29兆元の6倍に達する(図表9)。

図表10からは、新型コロナウイルスの感染拡大を受け、社会融資規模残高が急速に増加したことがうかがえる。感染拡大前の2019年末にGDP比254.8%であった同残高は、2020年9月末には同281.0%と、26.2%ポイント上昇した。こうした大幅な上昇がみられるのは、同残高統計の変更が行われた2016年を除けば(注36)、リーマン・ショックを受け大規模な景気対策が打ち出された2009年以降のことである。

ただし、図表9と10はいずれも家計を含むため、企業の債務がどの程度増えたかはわからない。非金融法人(企業)、政府、家計という借り入れ主体別の債務残高がわかるBIS統計でこの問題を確認すると、債務を増やしたのはやはり企業であることがわか

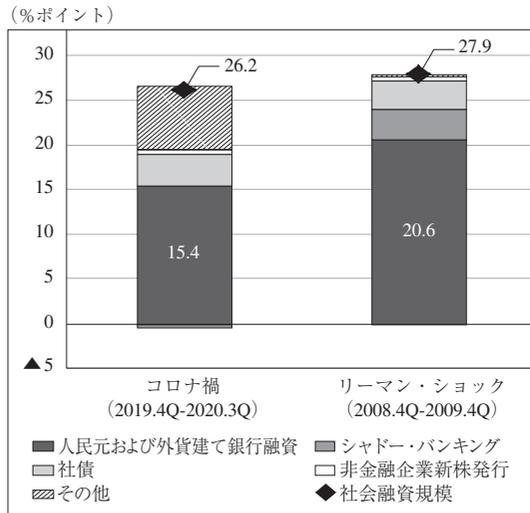
図表9 社会融資規模残高とGDP比



(注)「シェドー・バンキング」は委託融資、信託融資、銀行引受手形の合計。「その他」は国債と地方政府債の合計。GDP比は独自に算出。

(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

図表10 社会融資規模残高の増加幅の比較(期末一期初)



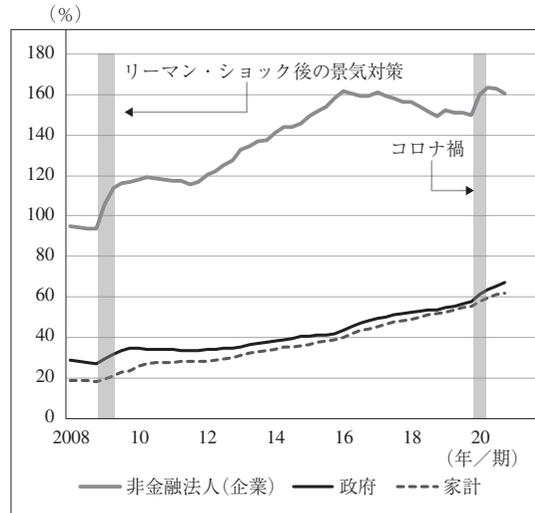
(注) リーマン・ショック時の社会融資規模残高には、国債・地方政府債は含まれない。

(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

る(図表11)。わが国を含む内外のメディアは、社債のデフォルトが増えていることを受け、政府が「暗黙の政府保証」の見直しに踏み切るか否かに注目しているが、過剰債務問題がかつてなく深刻化しているを見逃している。

企業の過剰債務問題は未踏の領域に入った。国際比較が可能なBIS統計によれば、GDP比でみた中国の企業の債務残高は2020年末に163.2%と、過去に過剰債務問題が顕在化し、削減を余儀なくされた日本、タイ、スペインの当時を上回っている(図表12)。しかも、2017年3月末に161.9%と、ピーク

図表11 借入主体別にみた債務残高(GDP比)の推移



(資料) BIS資料より日本総合研究所作成

を打ったようにみえた同比率は、新型コロナウイルスの感染拡大を契機に再び上昇し、ここ数年進めてきた債務削減（デレバレッジ）は、いわばなかったことにされてしまった。

この状態を持続することは可能であろうか。BISは2016年に「3年以内に危機が発生する可能性がある」（BIS [2016]）、そして、国際通貨基金（IMF）も同様に「増加の一途にある企業債務の問題を解決するために早急に包括的な措置をとる必要がある」（Maliszewski and others [2016]）としたが、近時の中国は再び同じ状況に突入した。IMFは2020年末のレポートで「過剰債務問題に対する早急の取り組みが必要」（IMF [2020]）とした。「灰色のサイ」に備える必要がある

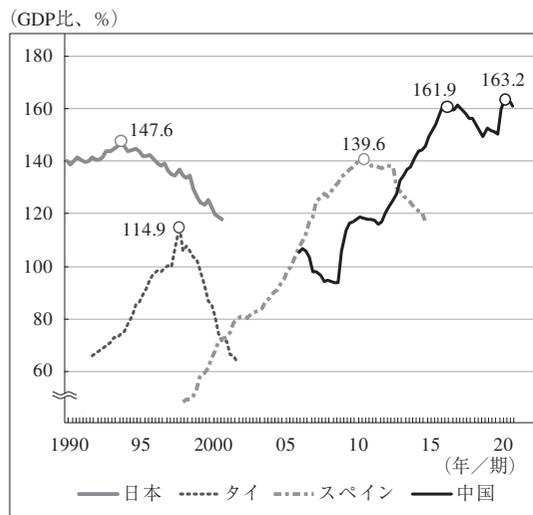
という習近平総書記の発言は決して脅しではないのである。

(3) 問題は銀行融資への保証

社債のデフォルトが過去最高水準にあるのであれば、銀行の不良債権もそれに歩調を合わせて増えるはずである。しかし、中国の不良債権比率は2021年6月末時点で1.75%にとどまり、2020年9月末の1.96%から低下している（図表13）。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、下位3つが不良債権に相当する。

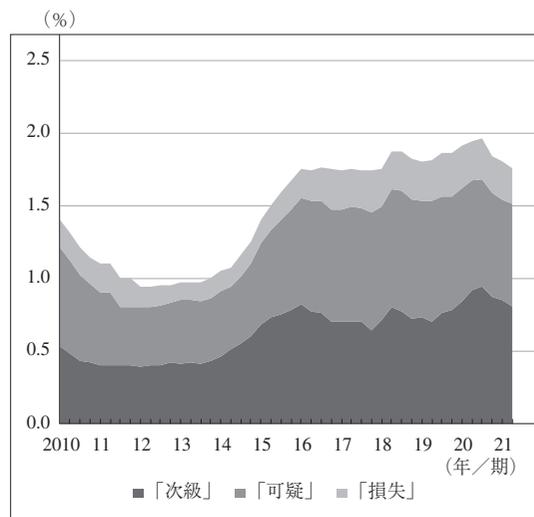
このうち、「次級」は担保を執行しても一

図表12 過剰債務問題が顕在化した国の企業の債務残高（GDP比）の推移



（資料）BIS資料より日本総合研究所作成

図表13 不良債権比率



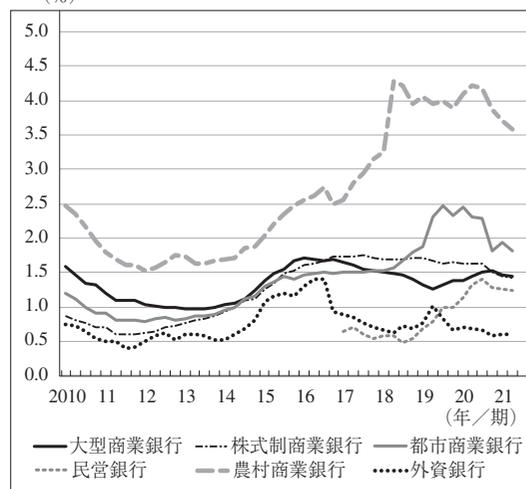
（資料）CEICより日本総合研究所作成

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。不良債権に「関注」を含めると、不良債権比率は2021年6月末時点で4.13%になるが、やはり2020年9月末の4.61%から低下している。

不良債権比率が低下しているにもかかわらず、当局の先行き懸念は強い。中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）の肖遠企副主席は、2021年4月に開催されたボアオ・アジアフォーラムで「不良債権増加圧力が高まっており、銀行は事前の準備が必要」とした。融資の質の問題が真っ先に表面化するのには経営基盤が弱い中小銀行である。銀行タイプ別にみると、都市商業銀行と農村商業銀行の不良債権比率の上昇が顕著である（図表14）。

IMFは、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて打ち出された返済猶予や不良債権に対する許容度の引き上げが融資の質を悪化させたとする（IMF [2021a]）。政府は、金融機関に発行体が途中償還を行わない限り永久に償還がなく、利子の支払いが続く満期のない永久債を発行することを容認し（注37）、自己資本の増強を促した。その一方、2021年3月に開催された全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で、中国で初となる金融機関倒

図表14 銀行タイプ別にみた不良債権比率 (%)



（資料）CEICより日本総合研究所作成

産法を議題に取り上げるなど（注38）、硬軟合わせた政策で不良債権の増加を食い止めようとしている。

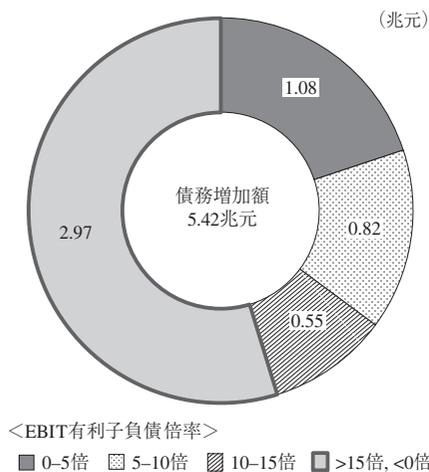
不良債権を巡る最大の問題は、返済が危ぶまれる企業への融資が増えた点である。IMFが実施した社債を発行した4,400社を対象にした調査によれば、2019年末から2020年9月末までの期間で債務増加が顕著であったのはレバレッジ比率が高い企業であった。具体的には、負債総額から現金・預金を引いた純負債額を利払い前・税引き前損益（Earnings Before Interest and Taxes: EBIT）で除したEBIT有利子負債倍率が15倍超、ないし、ゼロを下回る企業の債務は3.0兆元と、同期間中に増えた債務5.4兆元の53.7%を占め

る(図表15)。

倍率が15倍超であることは純債務がEBITの15倍を超え、債務負担が非常に大きいこと、そして、ゼロ未満は分母のEBITがマイナスであることを意味し、いずれも返済が滞る可能性が高い企業といえる。そうした企業の債務が増えるのは、「暗黙の政府保証」が社債だけでなく、銀行融資にも与えられているためである。中国の不良債権比率は実態を反映しておらず、過小評価されているという指摘があることを踏まえれば(三浦[2018]、Kauko[2020])、不良債権比率が低下しているからといって、先行きを楽観することは出来ない。

政府は銀行融資に対する「暗黙の政府保証」

図表15 EBIT有利子負債倍率からみた債務増加額の内訳(2019年末から2020年9月末)



(注) EBIT有利子負債倍率は2018~2019年の平均値。
 (資料) IMF [2021a] より日本総合研究所作成

についても見直す必要があるが、その影響は社債を遥かに上回るため、段階的に進めることしか出来ない。過剰債務問題への取り組みを怠り、そのつけがあまりに大きくなってしまった結果、身動きが取れないというのが実情である。習近平政権は、企業が至るところで債務返済に行き詰まり、金融システムの安定性を揺るがすリスクが高まるなかで、経済を安定的な成長軌道に戻すという難しいかじ取りを求められている。

- (注29) 「紫光集団面臨破産重整 专家称高额负债忽视金融风险是主因」2021年7月16日 騰訊網. (<https://new.qq.com/rain/a/20210716A00I9Z00>)
- (注30) 「紫光集団境内債“17紫光PPN005”持有人同意展期方案」2020年11月6日 騰訊網 (<https://new.qq.com/omn/20201116/20201116A0441000.html>)
- (注31) 「負債超2000億!紫光集団被申請破産重整:6年花掉1000億」2021年7月12日 騰訊網. (<https://new.qq.com/rain/a/20210712A08FDU00>)
- (注32) 「危ない中国企業の見分け方 第11回 中国における法的倒産手続」2017年5月31日 リスクモンスター株式会社. (https://www.riskmonster.co.jp/mailmagazine/post_52/)
- (注33) 「紫光集団面臨破産重整 专家称高额负债忽视金融风险是主因」2021年7月16日 証券日報. (http://epaper.zqrb.cn/html/2021-07/16/content_749942.htm?div=-1)
- (注34) 「紫光集団破産重整步入引戦階段 業内預期国資背景接管概率大」2021年7月21日 証券時報網. (https://company.stcn.com/gsxw/202107/t20210722_3465486.html)
- (注35) 「紫光集団、債務不履行でも操業続く中国政府が後ろ盾」2021年1月13日 日本経済新聞. (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM1680A0W0A211C2000000/>)
- (注36) 中国人民銀行は、2017年から国債と地方政府債を社会融資規模統計に取り込んだ。詳しくは、「2019年会融資規模残量統計表」(<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2020/02/2020022816314672104.htm>)を参照。
- (注37) 「上半年中小銀行二級資本債、永續債発行規模大增 利率分化下亟待政策支持」2021年6月30日 21世紀經濟報道. (<http://www.21jingji.com/2021/6-30/5MMDEzODbMTYyNTU5Mw.html>)

(注38)「全国人大代表郭新明：修订《企业破产法》，完善金融机构破产安排」2021年3月10日 中国電子銀行網. (<https://www.cebnet.com.cn/20210310/102735172.html>)

3. 過剰債務の元凶は国有企業

過剰債務問題はなぜ解決しないのか。そのメカニズムを整理したうえで、政府が出資する企業が資金調達において優遇されるため、過剰債務問題が解決に向かわないことを明らかにする。

(1) 過剰債務を引き起こすメカニズム

中国の過剰債務問題がなかなか解決に向かわないことは、企業の資金調達環境が緩和されたわけではないにもかかわらず、世界に先駆けてコロナ禍を脱するという大義名分の下で銀行融資が急増したことにより、改めて明らかになった。それは、4兆元の景気対策を打ち出し、中国経済の強靭さを内外にアピールしようとしたリーマン・ショック後と同じ構図といえる。

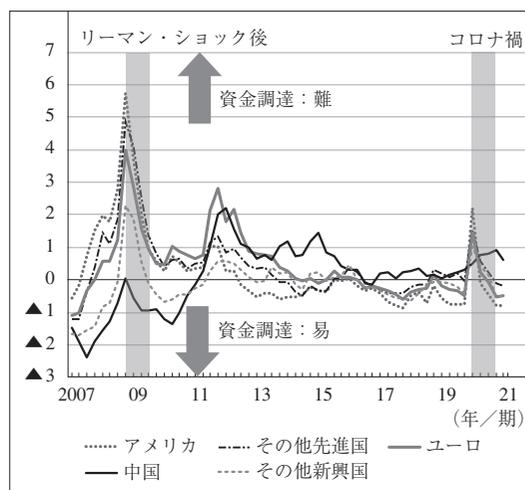
新型コロナウイルスの感染拡大を受け、中国においても公開市場操作を通じた金融システムへの流動性供給や金利の引き下げ、さらには、融資枠の拡大などを通じて、金融市場の安定および中小零細企業支援のための措置が採られた。また、政府は元本や利息の返済猶予、不良債権に対する許容度の引き上げ、貸倒引当金の適用範囲縮小を通じて、銀行に

業績悪化に苦しむ企業を救済するよう促した (IMF [2021c])。

しかし、これらの措置は企業にとって資金調達が容易になったことを意味しない。各種金利のスプレッドなどを材料に、市場での資金調達がどの程度容易であるかを示すIMFの金融環境指数 (Financial Condition Index : FCI) をみると、中国企業は新型コロナウイルスの感染が拡大した2020年でも資金調達が容易とはいえない状況にあった (図表16)。新型コロナウイルスの感染者数が相対的に少なかったこと、また、2017年からデレバレッジを進めていたことから、政府は過度の金融緩和に慎重であった。

にもかかわらず、2020年に銀行融資の拡大

図表16 主要国・地域の金融環境指数 (FCI) の推移



(資料) IMF [2021a] より日本総合研究所作成

により企業の債務が急増したことは中国経済が抱える問題、つまり、新型コロナウイルスの感染拡大など成長鈍化が避けられない事態に直面し、中央政府が地方政府、企業、金融機関に対する手綱を緩めると、实体经济に供給される資金が大幅に増える、という問題が全く解消されていないことを示す。リーマン・ショック後と異なり、資金調達が容易とはいえない環境で企業債務が増加したことは、この問題がいかに根深いかを示している。

中国人民銀行は、商務部などと同じく国务院（内閣）傘下の政府機関のひとつと位置付けられているため独立性が高いとはいえ、金融政策は産業政策や雇用政策などの他の政策に劣後しやすい。この問題は成長鈍化に対する不安が高まるほど表面化しやすい。実際、同行は過剰債務問題を警戒し、銀行に融資を抑制するよう指導したが（注39）、人民元建て新規融資は2021年6月まで市場の事前予想を上回るペースで増加し続けた（注40）。

(2) 債務問題解決は期待薄

GDP比でみた企業の債務残高が160%を超えているように（前掲図表11参照）、中国のレバレッジ比率は非常に高い。銀行融資や社債などを積極的に利用して投資を拡大する経営は右肩上がりの業績が約束されている環境下では収益の最大化につながるが、業績が不安定化するとたちまち債務の返済に行き詰まることになる。社債のデフォルトの増加は

中国企業がこうした状況に置かれていることを示唆しており、信用リスクはなかなか低下しないと見込まれる。

GDP比でみた社会融資規模残高は2020年後半から緩やかに減少しており（前掲図表9参照）、後述する不動産関連融資の総量規制や不動産開発企業に債務削減を促す「三道紅線」によって、デレバレッジは加速する可能性がある。企業への資金供給量を抑制することで過剰債務問題も解決に向かい、中国を再び安定的な成長軌道に回帰させる、というのが習近平政権のシナリオである。

しかし、このシナリオ通りに過剰債務問題が解消するとは考えにくい。GDP比でみた社会融資規模残高の低下や不動産開発企業向け融資の総量規制は過剰債務問題を解決する必要条件のひとつではあるが、十分条件ではない。前出の図表15でみたように、中国では債務返済が滞る企業が資金調達に最も熱心であり、市場もそれに積極的に応じてきた。このため、GDP比でみた社会融資規模残高が減少し、デレバレッジが進んだとしても、債務が返済能力の低い企業に偏在し、「追い貸し」が必要となるため、債務は期待通りには減少しない。

実際、前掲図表15で紹介したIMFのデータを使って、2020年9月末時点の社債発行残高について、発行主体のEBIT有利子負債倍率と社債の国債との金利差である信用スプレッドに注目してみると、両者の間には何の相関

もない、つまり、企業の債務返済能力が高いからといって低い金利で資金を調達出来ているわけではないことがわかる。信用スプレッド200ベースポイント以下を低金利で資金調達したケースと考えれば、EBIT有利子負債倍率が15倍超、ないし、マイナスの企業でも7割がその範疇に入り、その割合はEBIT有利子負債倍率が5倍以下の企業と大差がない（図表17）。

国際的な格付け機関が“CCC”（トリプルC）と評価する企業のEBIT有利子負債倍率は平均6倍とされる（IMF [2020a]）。これに照らし合わせると、中国は債務返済能力の低い企業が社債市場に紛れ込んでおり、玉石混交

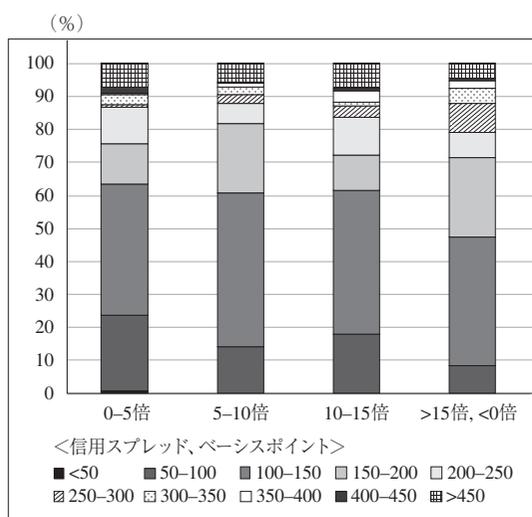
の状態にある。政府は2020年末に「社債情報開示管理措置」を公布し、情報開示の要件、内容、タイミング、頻度など、情報開示の基本的な要件と法的責任を定めたものの、「暗黙の政府保証」がなくなる限り、玉石混交の状況は変わらないであろう。

(3) 際立つ政府出資企業への優遇

「暗黙の政府保証」がなくなるのではという不安が高まるなかであっても、債務返済能力の低い企業に資金が集中する構造が変化していないことは、上海および深圳証券市場に上場する金融機関を除く約4,200社の2016年～2021年1～3月期までのデータからも確認出来る。企業と金融機関の双方が債務削減に真摯に取り組んでいけば、EBIT有利子負債倍率の高い企業の純負債額が減少し、過剰債務問題が改善に向かうとともに信用リスクも緩和されるはずである。

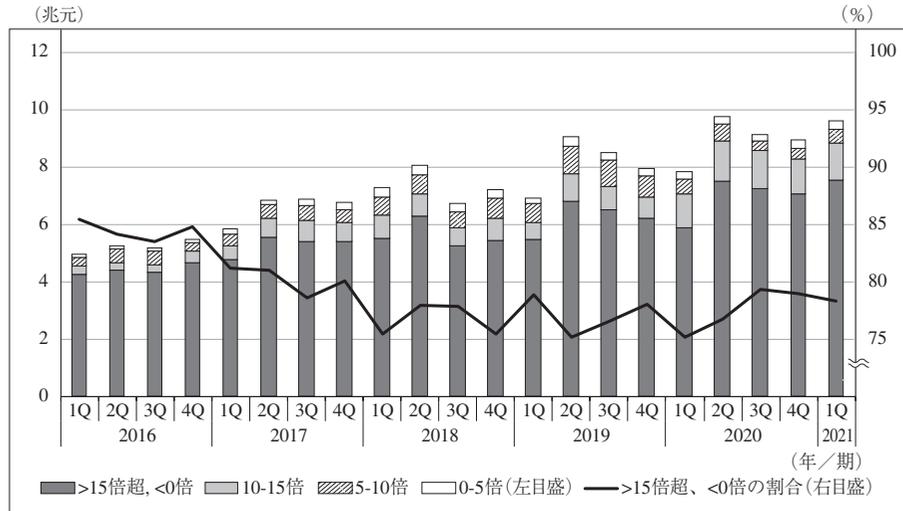
しかし、そうした傾向は全くみられない。純負債額が増えた企業のうち、当該四半期の純債務額が直前の4四半期のEBIT有利子負債平均倍率に応じてどのように推移したかをみると、純負債額が増えたのは2021年1～3月期でもEBIT有利子負債平均倍率が15倍超あるいはマイナスの企業で、その負債額は全体の78.4%を占める（図表18）。この割合は2018年からほとんど変化しておらず、過剰債務問題が改善に向かうはずがないことを裏付ける。

図表17 EBIT有利子負債倍率別にみた社債の信用スプレッド別内訳（2020年9月末時点の残高ベース）



（注）EBIT有利子負債倍率は2018～2019年の平均値。
（資料）IMF [2021a] より日本総合研究所作成

図表18 EBIT有利子負債倍率別にみた純負債額の内訳



(注) EBIT有利子負債倍率は前4四半期の加重平均値。純負債額がマイナスの企業は除く。
 (資料) Bloomberg資料より日本総合研究所作成

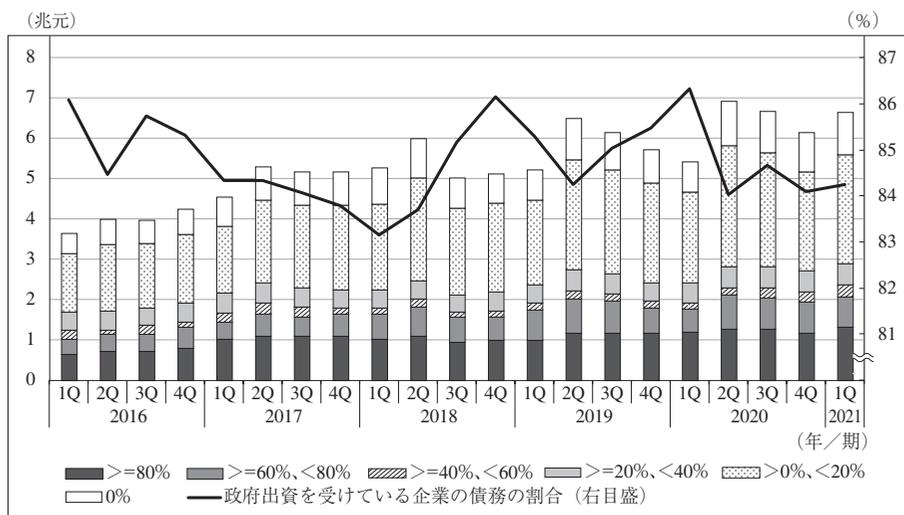
背景には、国有企業の資金調達環境が恵まれていることがある。図表18のなかからEBIT有利子負債倍率が15倍超の企業を抜き出し、2021年1～3月期の純負債額（6兆6,479億元）を政府の出資比率によって分解すると、①政府出資比率が80%以上の企業が1兆3,156億元と全体の3.2%、②同60%以上、80%未満が7,722億元で同11.6%、③同40%以上、60%未満が2,859億元で同4.3%、④同20%以上、40%未満が5,295億元で同8.0%、⑤同0%超、20%未満が2兆6,968億元で同40.6%、⑥同0%が1兆478億元で同15.8%となる（図表19）。

一見すると、政府出資比率と債務の返済可能性に相関がないようにみえるが、上場企業

の63.9%は政府出資比率がゼロであることから、図表19は、政府出資を受けている企業はEBIT有利子負債倍率が15倍超であっても資金調達に困らない、つまり、「暗黙の政府保証」によって守られており、いわゆる「追い貸し」が盛んに行われていることを示す。資金調達の難易は政府の出資比率の多寡ではなく、政府出資の有無によって左右される。この結果、図表19の折れ線で示したように政府の出資を受けている企業の債務は常に純負債額の8割強を占める。

「暗黙の政府保証」は、国有企業が存在感を強め、民営企業が徐々に衰退を余儀なくされる「国進民退」を招来する最大の要因といえる。所有形態別の詳しいデータが採れる鉞

図表19 EBIT有利子負債倍率が15倍超の企業における純債務の政府出資比率別内訳



(注) 2021年は6月まで。政府資本の入った企業は政府出資比率が“>0”を意味する。
 (資料) Bloomberg資料より日本総合研究所作成

工業分野の企業統計をみると、国有企業は2020年末時点で売上全体の26.4%を占めるに過ぎないが、負債額の39.9%を占めており(注41)、ここでも国営企業が資金調達において民営企業より恵まれた環境にあることが確認出来る。過剰債務問題は「国進民退」の結果であり、国有企業重視を掲げる習近平政権のもとでは解決が難しいといえる。

(注39) 「央行行長易綱談2021年金融熱点: 貨幣政策要“穩”字当头」2021年1月8日 澎湃網。(https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_10711657)

(注40) 「中国新規融資、5月は予想外の増加 社会融資総量残高の伸びは鈍化」2021年6月10日 ロイター。(https://jp.reuters.com/article/china-newloan-socialfinancing-idJPKCN2DM16D)

(注41) 国家統計局『中国統計年鑑2020年』より算出。

4. 過熱を繰り返す不動産市場

企業の過剰債務問題のなかで重みを増しているのが、恒大集団に代表される不動産開発企業である。中国の不動産市場の特徴を整理したうえで、不動産市場の過熱に対して政府がどのような対策を講じているのか、そして、その成果について確認する。

(1) 民営企業が主体の不動産開発

中国の不動産開発は民営企業が主体となって進められている。このため、資金調達環境が恵まれている一方で、清算が進まない国有企業が存在するために過剰債務問題が解決しない、というこれまで指摘してきた構図は不

不動産開発業には当てはまらない。不動産開発業における国有企業の存在感は希薄で、「中国統計年鑑2020」（国家統計局）によれば、2019年時点で企業数の0.7%、就業者数の0.9%を占めるに過ぎない。

2020年の販売額と販売面積でトップ10に入る国有企業が3～4社あることから、中小規模の企業はほとんどが民営企業になる。不動産開発はITと同様に国有企業にとって新規ビジネスに当たるため、国有企業の参入は遅れ、民営企業をメインプレイヤーとする市場が形成された。不動産開発を専業とする国有企業は深圳市地鉄集団が支配的株主となっている万科（注42）と央企の保利発展の2社に限られる（図表20）。

民営企業は本来「暗黙の政府保証」の対象外であるが、不動産開発大手については、次

に指摘する点から“国有企業ではない”という理由で、デフォルトや破産を傍観するわけにはいかない状況に置かれている。

第1に挙げられるのは、不動産開発業の過剰債務体質が深刻なことである。不動産開発業の負債総額は2018年に67.4兆元に達し、鉱工業の65.4兆元を上回った（図表21左）。不動産開発業は事業の性格上、負債が膨らみやすいとはいえ、GDPに占める割合が鉱工業の5分の1に過ぎない不動産開発業の負債総額が鉱工業より大きいことは、不動産開発業がいかにもレバレッジを効かせた経営を行っているかを雄弁に物語る。

しかも、不動産開発業の負債資産比率は約10年間で8.1%ポイント上昇し、鉱工業と対照的な動きをみせた（図表21右）。債務返済能力は企業によって異なるものの、仮に恒大

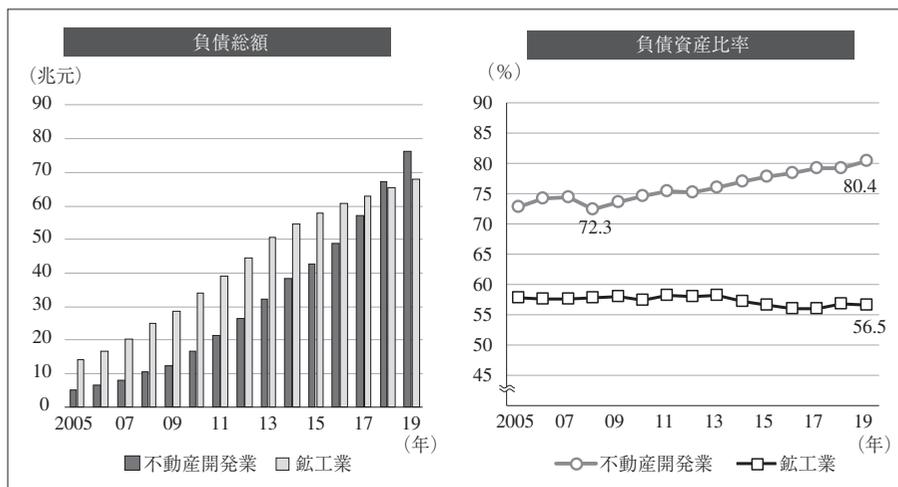
図表20 中国の不動産開発企業売上と販売面積トップ10（2020年）

順位	企業名	属性	販売額	順位	企業名	属性	販売面積
			億元				万㎡
1	碧桂園	民営	7,888	1	碧桂園	民営	8,421
2	恒大集団	民営	7,038	2	恒大集団	民営	7,834
3	万科	国有	7,011	3	万科	国有	4,328
4	融創中国	民営	5,750	4	融創中国	民営	4,148
5	保利発展	国有	5,028	5	保利発展	国有	3,405
6	中海地産	国有	3,603	6	緑地控股	混合	2,800
7	緑地控股	混合	3,567	7	新城控股	民営	2,353
8	世茂集団	民営	3,003	8	金科集団	民営	2,230
9	華潤置地	国有	2,900	9	中海地産	国有	1,925
10	緑城中国	民営	2,892	10	世茂集団	民営	1,713

（注）「2020胡潤中国500強民営企業」（胡潤研究院）に含まれる企業は「民営」とした。

（資料）現地報道資料より日本総合研究所作成

図表21 不動産開発業の負債総額と負債資産比率



(注) 負債資産比率=負債総額/資産総額×100。
 (資料) NSB資料より日本総合研究所作成

集団がデフォルトを連発し、債権額の割合に応じて按分弁済を行う「清算」という結末を迎えることになれば、信用不安は他の業界大手に及ぶ危険性がある。

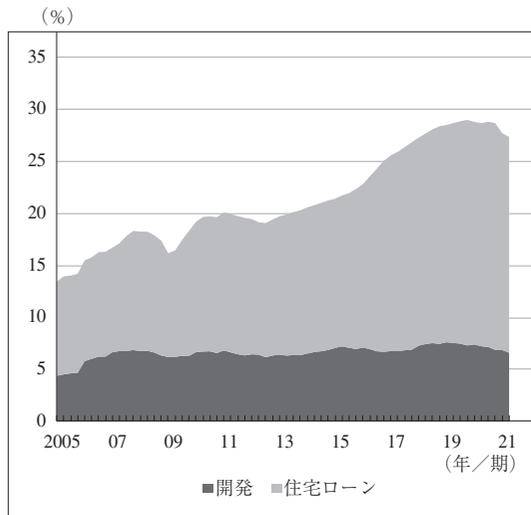
第2は、中国経済に占める不動産開発業の割合が高いことである。不動産開発業が生み出す付加価値は、2018年で6.5兆元とGDPの7.1%を占める。2000年はGDPの5.6%であったことから、不動産開発業は中国経済をけん引する有力産業のひとつといえる。恒大集団の負債総額1兆9,665億元の約半分の9,511億元が建設会社などへの未払金であるとされるように(注43)、不動産開発業は他産業との連関が強く、波及効果が大きい。不動産開発業と関係の深い建設業を加えるとGDPの

14.3%を占め、鉱工業の30.3%に次ぐ規模となる。

第3は、銀行融資に占める不動産関連融資の割合が高く、不動産市場の混乱が金融システムの安定性に影響を及ぼしかねないことである。不動産関連融資は企業向けの「開発」と家計向けの「住宅ローン」に分けることが出来る。2005年時点で15%に満たなかった融資残高に占める両者の割合は、住宅ローンの拡大を受け、2019年に30%近くまで上昇した(図表22)。不動産開発業のGDPに占める割合が5.6%であることを踏まえれば、銀行の不動産依存は深刻である。

第4は、中国の住宅需要は居住を目的とした実需ではなく投機、つまり、利殖を目的と

図表22 銀行融資残高に占める不動産関連融資の割合



(注) 2021年は6月まで。

(資料) CEICより日本総合研究所作成(原典は中国人民銀行)

した投資によって支えられており、価格変動に対して脆弱なことである。中国人民銀行が2019年に実施した家計の資産調査(注44)によれば、都市部の持ち家比率は96%に達する。市場の混乱が収まらず、住宅価格が長期にわたって低下する事態に陥れば、住宅を担保に住宅ローンを組んでいる家計の返済能力が低下し、銀行の不良債権比率を押し上げる危険性がある。

第5は、住宅の開発・販売が円滑に進むか否かが国民生活に大きな影響を与えることである。中国では、相次ぐ不動産開発企業の倒産により頭金を払ったにもかかわらず、住宅が完成せず、住むところがない人が増え、社

会問題に発展している。背景には、事前販売制度が普及しているため、不動産開発企業が住宅完成前に頭金を手に出来ることがある。企業はそれを別の新規投資案件に振り向けてきたものの、2019年以降、多くの企業でそうした自転車操業的な資金繰りが行き詰まるようになった。海南省ではこの問題が広がるのを防ぐため、完成後の物件しか販売を認めないことになった(注45)。

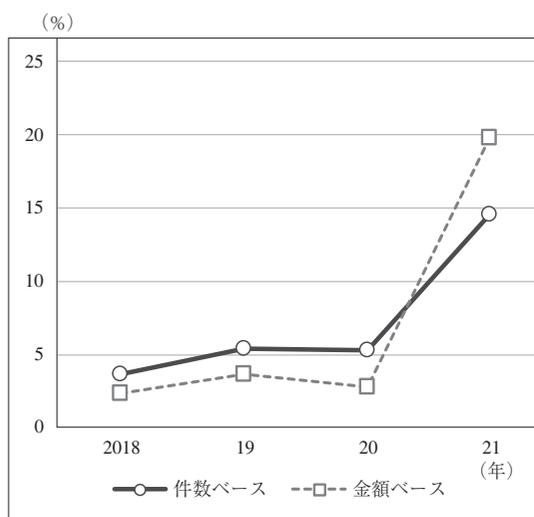
(2) 高騰が続く市場に不安

不動産開発企業は2019年から倒産が相次いでいる。2020年に倒産した不動産開発企業は中小規模の民間企業を中心に約500社とされ(注46)、2019年と合わせると1,000社に達する(注47)。2021年も6月までに200社を超える企業が倒産した(注48)。倒産増加の背景には、資金調達環境の悪化により、資金繰りの問題が表面化したことがある。

2021年は社債市場における不動産開発企業のデフォルトも顕在化した。デフォルト全体に占める不動産開発企業の割合は、2021年7月中旬時点で、件数ベースで14.3%、金額ベースで19.9%を占め、前年の5.3%、2.8%から大幅に上昇した(図表23)。不動産開発企業は都市化に伴う安定的な需要の増加を背景に業績が好調で、社債市場を支える存在と見なされてきたが、その評価は一転し、攪乱要因と見なされるようになっていく。

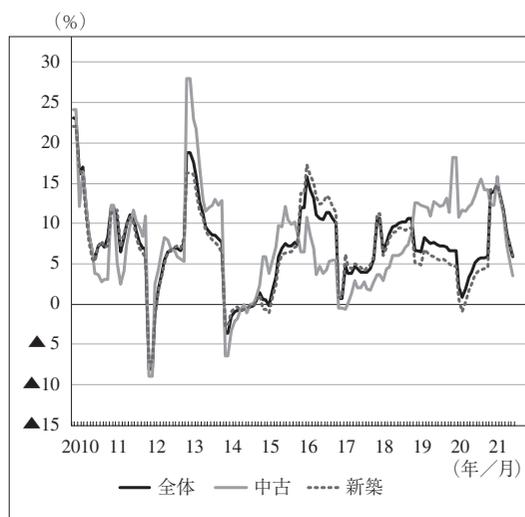
しかし、政府が警戒しているのは、不動産

図表23 デフォルトに占める不動産開発企業の割合



(注) 2021年は7月19日までの累計。
(資料) Windより日本総合研究所作成

図表24 月ベースでみた住宅価格の変化（前年同月比）



(資料) CEICより日本総合研究所作成（原典はNSB）

開発企業の倒産ではなく、不動産市場の過熱である。この問題は党人事にまで影響し、2021年5月、市場過熱を放置した責任により、深圳市長を含む幹部が更迭された（注49）。2021年6月には、银保监会の郭樹清主席が上海市政府主催の金融フォーラムで「住宅価格が決して下落しないという賭けにでている人は最終的に重い代償を払う」（注50）と警告するなど、政府はこの問題に対し強いメッセージを発信し続けた。

深圳市の住宅価格は、2021年1月時点で前年同月比37.7%上昇し、1平方メートル当たり9万49元となり、伸び率、水準ともに北京（同2.3%上昇、同6万6,493元）、上海（同10.8%上昇、同6万1,923元）を大幅に上回っ

た（注51）。「深圳統計年鑑2020」（深圳市統計局）によれば、同市の世帯当たりの平均住宅面積は57.6平方メートルであるので、住宅価格は単純計算で518万元となり、同市の平均可処分所得（6万2,522元）の83倍に相当する。

ただし、国家統計局が発表する全国平均値をみると、中古住宅の価格が断続的に上昇したことは確認出来るものの、新築住宅を含む全体の価格が過去に例をみないほど上昇したとはいえない（図表24）。にもかかわらず、政府が不動産市場の過熱を警戒するのは、政府の想定以上に過熱が続くことに対する危機感が高まったためと思われる。

習近平政権が市場過熱に対する警戒を示し

たのは2019年夏に遡る。2019年7月、中国共産党中央委員会政治局会議において、「不動産を短期的な経済刺激の手段とは考えない」（注52）ことが明らかにされた。同年4～6月期のGDP成長率は対米貿易摩擦の激化により投資と輸出が振るわず、前年同期比6.7%と27年振りの低さとなったが、住宅価格が一段と上昇することを懸念し、不動産市場に対する規制緩和を断念したのである。

住宅価格はこの政治局会議後に一時的に伸び率が鈍化したものの、すぐに回復し、上昇を続けた。また、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で2020年夏以降も同様に鈍化したものの、2021年に入ると再び上昇に転じた。党政治局会議で示された方針や感染拡大の影響は限定的で、むしろ、住宅価格は下がらないという「信仰」がいかに頑強で、住宅需要を支えているかが明らかになった。

不動産市場の冷却が思うにまかせない理由としては、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて打ち出された景気対策の主体が個人の所得補償ではなく、企業の資金繰り支援に置かれたため、その一部が不動産市場に流入したことや（注53）、人民元の減価による資産の目減りを回避しようと、安全資産と見なされる住宅に資金が流れ込んだことがあるとされる（注54）。

このため、政府は銀行と不動産開発企業に対する規制を強化することで、不動産市場に流入する資金を抑制しようと試みた。

銀行に対する規制として導入されたのが不動産関連融資の総量規制である。中国人民銀行は、2020年末、不動産関連融資と個人の住宅ローンに上限を設けた。具体的には、①中国工商銀行などの大手銀行は不動産関連融資を融資全体の40%以下、うち住宅ローンを同32.5%以下に、②招商銀行などの中規模銀行はそれぞれ27.5%以下、20%以下、③小規模銀行は同じく22.5%以下、17.5%以下に抑制するよう指示した（注55）。

大手不動産開発企業に債務削減を促す目的で2021年9月に導入されたのが、「三道紅線」である（注56）。「三道紅線」は3つのレッドラインを意味し、①前受金を除く負債資産比率70%以下、②純負債比率100%以下、③保有現金の短期債務比1倍以上という達成目標を設け、その達成度によって有利子負債をどこまで増やせるかが決まるという仕組みである。3つの目標を達成していない企業は有利子負債を増やすことが認められないが、目標達成度合いに応じて最大で前年比115%まで増やすことが出来る（注57）。

(3) 目標達成に向け一定の成果

不動産関連融資と個人の住宅ローンの上限は、ほとんどの銀行が基準をクリアしている（図表25）。2020年末と2021年6月末時点の状況を比較すると、大規模銀行のなかで基準をクリアしていないのは建設銀行と郵儲銀行の住宅ローン部分に限られる（網掛け部分）。

図表25 大中規模銀行に対する不動産融資総量規制の成果

(%、%ポイント、億元)

規模	銀行名	2020年末時点				2021年6月時点					
		不動産関連 融資		うち 住宅ローン		不動産関連 融資		うち 住宅ローン		不動産関連 不良債権	
		%	超過	%	超過	%	超過	%	超過	億元	増加額*
大規模	工商銀行	35.09	▲ 4.91	30.80	▲ 1.70	33.92	▲ 6.08	30.20	▲ 2.30	319.11	156.73
	建設銀行	39.40	▲ 0.60	34.73	2.23	37.83	▲ 2.17	33.72	1.22	115.64	25.53
	交通銀行	28.07	▲ 11.93	22.12	▲ 10.38	27.88	▲ 12.12	21.86	▲ 10.64	64.61	17.50
	農業銀行	36.08	▲ 3.92	30.80	▲ 1.70	35.03	▲ 4.97	29.82	▲ 2.68	132.70	▲ 9.39
	中国銀行	39.17	▲ 0.83	31.15	▲ 1.35	37.83	▲ 2.17	29.94	▲ 2.56	-	-
郵儲銀行	35.24	▲ 4.76	33.61	1.11	35.08	▲ 4.92	32.97	0.47	0.12	▲ 0.05	
中規模	招商銀行	33.12	5.62	25.35	5.35	32.22	4.72	24.71	4.71	43.28	31.38
	浦發銀行	36.73	9.23	18.00	▲ 2.00	26.17	▲ 1.33	18.89	▲ 1.11	104.64	32.92
	民生銀行	24.76	▲ 2.74	13.37	▲ 6.63	24.09	▲ 3.41	13.75	▲ 6.25	43.49	13.09
	華夏銀行	20.14	▲ 7.36	12.88	▲ 7.12	20.86	▲ 6.64	13.94	▲ 6.06	2.56	2.42
	平安銀行	19.28	▲ 8.22	8.98	▲ 11.02	20.45	▲ 7.05	9.65	▲ 10.35	16.61	10.90
	浙商銀行	20.11	▲ 7.39	6.32	▲ 13.68	22.59	▲ 4.91	9.05	▲ 10.95	10.42	8.96
	興行銀行	34.56	7.06	26.55	6.55	34.62	7.12	25.95	5.95	24.06	▲ 5.15
	中信銀行	26.51	▲ 0.99	20.88	0.88	25.96	▲ 1.54	19.66	▲ 0.34	92.35	▲ 3.98
光大銀行	23.82	▲ 3.68	16.36	▲ 3.64	23.47	▲ 4.03	16.52	▲ 3.48	13.66	▲ 2.68	

(注) 増加額*は2020年末比、中規模銀行は一部抜粋。
(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

中規模銀行については、招商銀行と興行銀行が不動産関連融資と住宅ローンの2つをクリアしていない。融資に占める不動産関連融資の割合が高い銀行は基準をクリアすることは容易でない。

不動産開発企業の倒産増加を受け、銀行の不動産関連融資の不良債権比率は上昇した。大規模銀行のなかでは、工商銀行、建設銀行、交通銀行の3行の同比率が上昇し、中規模銀行については同比率が上昇した銀行が低下した銀行よりも多い。ただし、不動産関連融資を抑制したこと、また、不動産関連以外の分野で不良債権が減少したことから、多くの銀

行で全体の不良債権比率は低下した(図表26)。

「三道紅線」についても、一定の成果がみられる。不動産開発企業トップ100社のなかで、①3つのラインをひとつも達成していない「赤」に該当する企業、②2つを達成した「オレンジ」に該当する企業、③1つを達成した「黄」に該当する企業が減少する一方で、④3つのラインを全て達成した「緑」に該当する企業は増加した(図表27)。このことは不動産開発大手企業にも当てはまる(図表28)。2020年6月末時点では、恒大集団と緑地控股の2社が「赤」に該当したが、

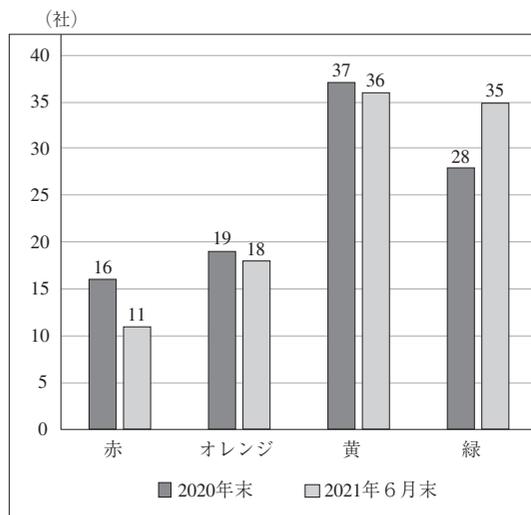
図表26 大中規模銀行の不良債権比率

(%, %ポイント)

規模	銀行名	全体			うち不動産関連		
		2020年末	2021年6月	上昇幅	2020年末	2021年6月	上昇幅
大規模	工商銀行	1.58	1.54	▲0.04	2.32	4.29	1.97
	建設銀行	1.56	1.53	▲0.03	1.31	1.56	0.25
	交通銀行	1.67	1.60	▲0.07	1.35	1.69	0.34
	農業銀行	1.57	1.50	▲0.07	1.81	1.54	▲0.27
	郵便銀行	0.88	0.83	▲0.05	0.09	0.06	▲0.03
	中国銀行	1.46	1.30	▲0.16	-	-	-
中規模	招商銀行	1.07	1.01	▲0.06	0.30	1.07	0.77
	浦發銀行	1.73	1.64	▲0.09	2.07	3.03	0.96
	民生銀行	1.82	1.80	▲0.02	0.69	1.04	0.35
	華夏銀行	1.80	1.78	▲0.02	0.01	0.02	0.01
	平安銀行	1.18	1.08	▲0.10	0.21	0.57	0.36
	浙商銀行	1.42	1.50	0.08	0.09	0.61	0.52
	興行銀行	1.25	1.15	▲0.10	0.92	0.66	▲0.26
	中信銀行	1.64	1.50	▲0.14	3.35	3.11	▲0.24
光大銀行	1.38	1.36	▲0.02	3.91	3.10	▲0.81	

(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

図表27 不動産開発上場企業100社の三道紅線の達成状況



(資料) 現地報道より日本総合研究所作成

2021年6月には両社ともに「オレンジ」に移行した。

住宅価格についても低下傾向がみられる。70都市の住宅価格の変化をみると、2021年6月をピークに低下する都市が増え、中古住宅については「低下」が「上昇」を上回っている(図表29)。これは、資金繰りに窮した不動産開発企業が資産の「投げ売り」に打って出たことも影響しているとみられるが(注58)、総量規制や「三道紅線」により需要が抑制された結果とみるのが妥当であろう。

住宅価格の抑制に向けた取り組みは、地方政府でも中古住宅の販売価格に対する上限設定(注59)や「三道紅線」未達企業に対する土地使用権譲渡の入札参加資格はく

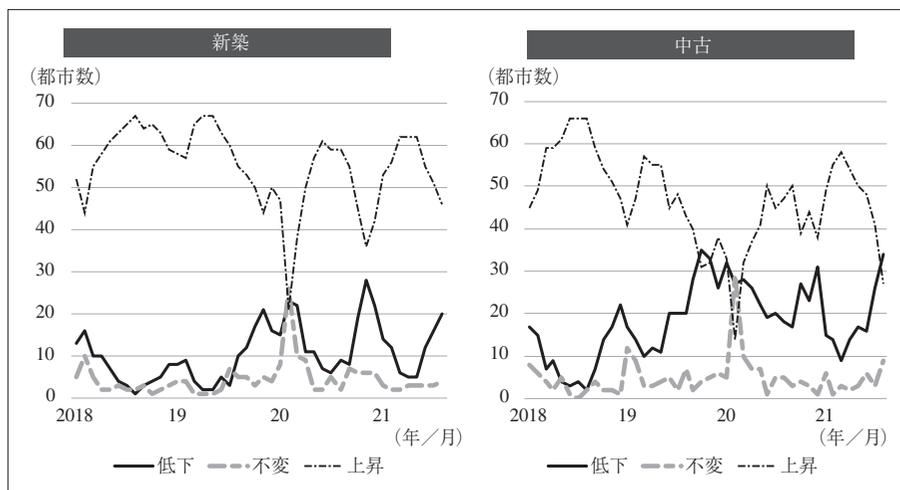
図表28 不動産開発トップ10社の三道紅線の達成状況

(%、倍)

順位	企業名	属性	2020年6月				2021年6月			
			負債資産比率	純負債比率	現金短期債務比	ステータス	負債資産比率	純負債比率	現金短期債務比	ステータス
1	碧桂園	民営	81.6	58.1	1.94	黄	78.5	49.7	2.15	黄
2	恒大集団	民営	85.3	219.5	0.52	赤	81.0	99.8	0.67	オレンジ
3	万科	国有	75.5	27.0	2.01	黄	69.8	20.2	2.32	緑
4	融创中国	民営	82.2	149.0	0.86	赤	76.0	86.6	1.11	黄
5	保利發展	国有	67.4	72.1	1.96	緑	67.6	59.0	2.59	緑
6	中海地産	国有	53.8	31.6	3.33	緑	53.4	33.8	2.60	緑
7	緑地控股	混合	82.7	180.3	0.72	赤	82.8	120.0	1.34	オレンジ
8	世茂集団	民営	70.8	57.8	1.77	黄	68.0	50.9	1.19	緑
9	華潤置地	国有	59.7	45.9	1.47	緑	60.9	37.4	2.27	緑
10	緑城中国	民営	74.2	66.1	1.40	黄	72.5	75.2	2.01	黄

(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

図表29 70都市における住宅価格の変動(前月比)



(資料) CEICより日本総合研究所作成(原典はNSB)

奪(注60)といったかたちで展開されており、2021年後半は住宅の供給量と価格が低下すると同時に、不動産開発企業の債務削減が進むと見込まれる。

中国では、これまでも何度か不動産バブル崩壊の危険性が指摘されてきたが、その都度、家計、銀行、不動産開発企業に対する規制を強化することで、不動産市場の過熱を回

避してきた。政府は今回もバブル崩壊を回避出来ると考えているように見える。

- (注42) 「万科の筆頭株主交代 深圳地鉄が29%取得」2017年7月8日 日本経済新聞. (https://www.nikkei.com/article/DGKKASDX07H1F_X00C17A7FFE000/)
- (注43) 注5に同じ。
- (注44) 「住房擁有率96%！中国家庭資産負債大起底」2020年5月7日 搜狐網. (https://www.sohu.com/a/393470253_120341284)
- (注45) 「央媒已經發出通知，2021年樓市大風險已出現」2021年5月3日 搜狐網 (https://www.sohu.com/a/464345557_121070636)
- (注46) 「房企現破産潮：2020年房企破産数量近500家」2021年5月16日 東方財富網. (<http://finance.eastmoney.com/a/202105061911533078.html>)
- (注47) 「今年以來近500家房企破産 未來8成房企要死掉？」2019年12月12日 新浪財經. (<https://finance.sina.com.cn/wm/2019-12-12/doc-iihnzhfz5428203.shtml>)
- (注48) 「又一房企破産！2021双方都難！房企日子難熬，購房者又該怎麼弁？」2021年7月15日 搜狐網. (https://www.sohu.com/a/477659031_228448)
- (注49) 「中国・深圳市幹部が大量交代 不動産高騰で引責か」2021年5月31日 日本経済新聞. (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM122IP0S1A510C2000000/>)、「中国、不動産で『闇取引』当局の規制と実勢合わず止まらぬ価格高騰、混乱続く」2021年6月14日 日本経済新聞 (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM2640X0W1A520C2000000/>)
- (注50) 「郭樹清：押注房价永远不会下跌的人最终会付出沉重代价」2021年6月10日 視察者. (https://www.guancha.cn/politics/2021_06_10_593932.shtml)
- (注51) 「2021年01月全国城市住宅房價排行榜TOP50」2021年2月5日 搜狐網 (https://www.sohu.com/a/448870495_120979477)
- (注52) 「將房地產作為短期刺激經濟的手段—從中央政治局會議透視房地產市場發展」2019年7月31日 中国政府網. (http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/31/content_5417630.htm)
- (注53) 「アングル：中国で投機筋の融資不正利用、不動産過熱の温床に」2021年4月19日 ロイター. (<https://jp.reuters.com/article/china-money-idJPKBN2C60G4>)
- (注54) 「52兆ドルの中国不動産バブル、コロナでも止まらず」2020年7月12日 The Wallstreet Journal. (<https://jp.wsj.com/articles/SB12483854508233054477504586511840638514056>)
- (注55) 「中国人民銀行 中国銀行保險監督管理委員會關於建立銀行業金融機構房地產貸款集中度管理制度的通知」銀發〔2020〕322号 2020年12月28日. (http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-01/01/content_5576085.htm)

- (注56) 「“三道紅線”之下 地産股估值邏輯生變」2020年9月5日 東方財富網. (<http://finance.eastmoney.com/a/202009051621625284.html>)
- (注57) 「三道紅線預示地産行業進入高質量發展的新階段」2020年9月28日 雪球網. (<https://xueqiu.com/9819712720/160094625>)
- (注58) 「中国、売れ残りマンション投げ売り 含み損に抗議も不動産低迷、19年GDP29年ぶり低水準」2020年1月7日 日本経済新聞. (<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ054506690X10C20A1FF8000/>)
- (注59) 「二手房限價政策，已在全国多箇／个城市大範圍普及！」2021年8月2日 騰訊網. (<https://new.qq.com/omn/20210802/20210802A0CK0600.html>)
- (注60) “Chinese developers to focus on debt reduction until 2023 to meet ‘three red lines’ deadline”, 30 August 2021, South China Morning Post. (<https://www.scmp.com/business/article/3146791/chinese-developers-focus-debt-reduction-until-2023-meet-three-red-lines?>)

5. 従来型成長パターンの限界

これまで過剰債務と住宅価格の高騰が中国の経済成長の足枷になることはなかった。しかし、近時の中国はこの経験則が当てはまらない状況にあり、従来の成長パターンを維持することが難しくなっている。抜本的な改革が実行される可能性は低いいため、中国は想定を上回る成長下押し圧力に直面すると思われる。

(1) 国有企業の割合の下げ止まり

従来の成長パターンが維持出来ない理由のひとつとして、経済に占める国有企業の割合が下げ止まってきたことが挙げられる。中国では、1990年代後半、朱鎔基首相のもとで国有企業を民営化する所有制改革が行われる一方、民営企業が著しい台頭をみせたことによ

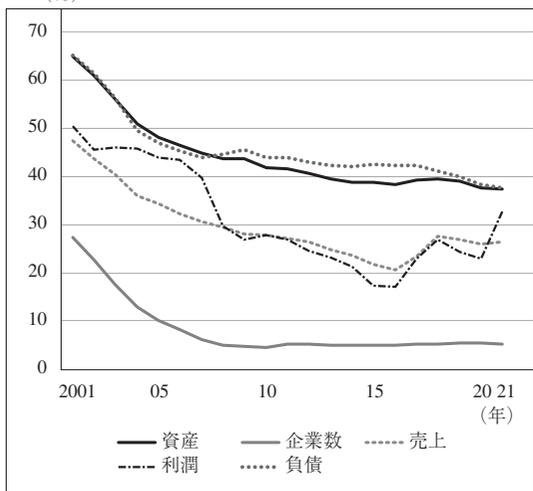
り、経済に占める国有企業の割合は断続的に低下した。しかし、鉱工業分野における国有企業の割合をみると、資産、企業数、売上、利潤、負債のいずれにおいても、2010年頃から低下の勢いは鈍化している（図表30）。

その一方、総資産を利用してどれだけの利潤を上げたかを示す総資産利益率（Return on Assets：ROA）をみると、国有企業は常に私営企業を下回る状況にある（図表31）。これは国有企業が私営企業に比べ利潤を生まない資産を多く保有しており、資産が効果的に使われていないことを示す。本来であれば国営企業と私営企業を比較することが望ましいが、統計上の制約から「私営企業」を抽出す

ることが難しいため（三浦 [2020]）、図表31では売上と利潤の双方において私営企業のなかで最大の割合を占める私営企業で私営企業を代替していることに留意されたい。

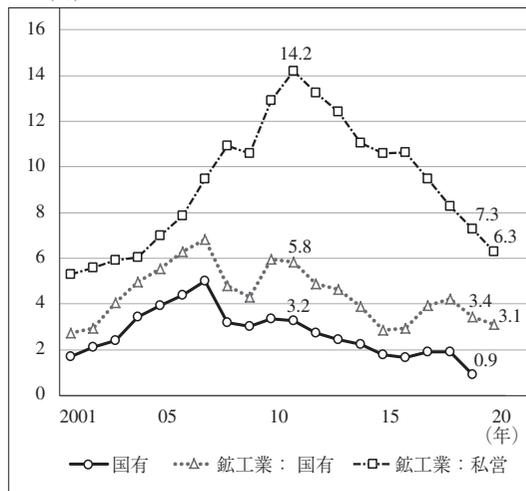
国有企業の効率性が低下したにもかかわらず、中国が高成長を持続出来たのは、経済に占める国有企業の割合が低下したからにはほかならない。国有企業の資本効率が低いことによる影響は国有企業の割合が低下することによって目立たなくなり、効率性が高く、成長著しい私営企業が成長をけん引したのである。しかし、経済に占める国有企業の割合がこれまでのように低下しないとすれば、国有企業の非効率性が目立つようになるはずであ

図表30 鉱工業分野における国有企業の割合 (%)



(注) 国有企業には国有持ち株企業を含む。2021年は6月末時点。
(資料) CEICより日本総合研究所作成（原典はNSB）

図表31 国有企業と私営企業のROA比較 (%)



(注) 国有企業には国有持ち株企業を含む。
(資料) CEIC、IMF資料より日本総合研究所作成（原典は財政部、NSB）

る。

私営企業のROAの低下はこれに追い打ちをかける。2020年の鉱工業分野の私営企業のROAは6.3%と、2011年の14.2%の半分以下の水準となった(図表31)。依然として国有企業より高いとはいえ、2011年以降のROAの落ち込みは私営企業の成長けん引力が急速に弱まっていることを示す。

この背景には、資金調達環境の悪化や環境規制の強化があるとされる(注61)。しかし、図表30で示したように、経済に占める国有企業の割合が下げ止まったことも無関係ではなからう。習近平政権は、2012年11月の発足以降、「大而不強」(大きいが、強くない)とされた国有企業を「做强做優做大」(強く、優良で、大きく)に変えるとして、国有企業重視を鮮明にしてきた。これが私営企業に対する有形無形の圧力に変換され、収益を下押ししたとしても不思議ではない。

習近平政権は、表向きは多様な所有形態の企業の発展を奨励するとしているが、民営企業の成長けん引力を引き上げることを目指しているとはいえない。2021年3月に開催された全国人民代表大会(全人代)で採択された「第14次5カ年計画」では「大衆創業・万衆創新」(大衆による起業・万人によるイノベーション)というスローガンが消える一方で、央企のR&Dの伸び率が全体の伸び率を下回らないとするなど、国有企業を中国経済のけん引役と位置付けていることが改めて示され

た。

中国経済に占める国有企業の割合が図表30で示した以上に高い可能性があることにも留意する必要がある。2020年に上場企業(A株)(注62)のうち321社で株主の変更があり、うち48社で支配的株主が国有資本に代わった(注63)。2019年は165社中44社であったとされることから(注64)、国有資本は上場企業の株主としての存在感を着実に高めている。

鉱工業統計では、政府や国有企業が支配的な株主となっていない限り「国有持ち株企業」と認定されないため(注65)、政府や国有企業が支配的な株主になっていない企業は図表30には含まれない。前出の図表21と同様に、国有企業を国有資本が入っている企業と定義すれば、経済に占めるその割合は図表30を大幅に上回ると見込まれる。

「国進民退」は今後も見えないかたちで進行し、非効率な国有企業の増殖や延命に寄与する一方で、民営企業の衰退を招来すると見込まれる。そうなれば、国有企業の効率が低いことによるマイナスの影響は、効率が高い民営企業によってもたらされるプラスの影響より小さいという不等式は成立しなくなる。国有企業重視政策を抜本的に見直さない限り、中国は予想を上回る成長下押し圧力に晒されることになる。

(2) 不動産の好循環は続かない

従来の成長パターンが成立しにくくなった

もうひとつの理由として、不動産投資と住宅価格が右肩上がり推移する好循環が期待しにくいことが挙げられる。中国における不動産投資と住宅価格は年単位の全国平均値で見れば着実な上昇を続けてきた（図表32）。不動産開発企業からみると、中国の経済成長は、住宅が家計にとって安全かつ高リターンが期待出来る資産と見なされること、そして、住宅価格の上昇を前提にした積極的な投資により支えられてきたといえる。

しかし、住宅価格の上昇を抑制することで、図表32の両曲線をそのまま上昇方向に延長出来ると期待するのは早計である。中国国内においても、①所得に対する住宅価格の比率が3～6倍という国際的な水準を大幅に上回っ

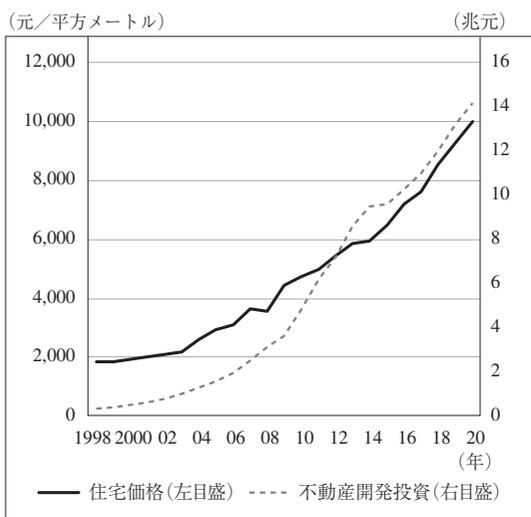
ている、②住宅市場の規模が2018年でGDP比356%と、日本のバブル崩壊前の391%に迫っている、③2020年末の住宅ローン残高はGDP比40.1%と、2010年の15.9%から上昇し、サブプライム・ローンが問題となったアメリカの水準を上回ることから、軟着陸は難しいとする見方がある（注66）。

なかでも、住宅価格の上昇の問題は深刻で、さらなる上昇を見込むのは非現実的といえる。世界の主要都市の生活関連情報を整備しているNUMBEOが、2021年6月時点で504都市を対象に住宅価格が年収の何倍かを示す倍率（住宅所得倍率）を調査したところ、中国の都市6つが上位にランクインすることが判明した（図表33）。深圳が46.3倍で第2位となり、以下、北京（41.7倍、5位）、上海（36.0倍、7位）、広州（30.5倍、12位）、杭州（26.1倍、16位）、武漢（22.4倍、26位）である。

この調査は、中国の主要都市の全てを対象にしているわけではないため、その他の都市の住宅価格が安いというわけではない。中国の民間シンクタンクが調査した主要50都市を対象にした住宅所得倍率をみると、38都市で同倍率が10を上回る。これは、NUMBEOの504の調査対象都市のなかで200位以上にランクインする水準である（注67）。

中国の特徴は、北京、上海、深圳、広州の各市の住宅所得倍率が30倍を超える水準にあり、時系列でも上昇が著しい点である。北京と上海両市の倍率は2009年から倍増し

図表32 住宅価格と不動産開発投資の推移



(資料) 国家統計局 (NSB) 資料ほかより日本総合研究所作成

図表33 中国の主要都市の住宅所得倍率と調査対象都市における順位の推移

(倍、順位)

都市名	2009年		2012年		2015年		2018年		2021年	
	倍率	順位	倍率	順位	倍率	順位	倍率	順位	倍率	順位
北京	22.3	6	28.6	17	33.1	6	48.1	1	41.7	5
上海	18.1	12	30.4	10	26.7	15	42.8	2	36.0	7
深圳	-	-	41.2	3	20.8	34	40.3	4	46.3	2
広州	-	-	28.1	18	25.4	20	20.9	12	30.5	12
成都	-	-	19.6	30	-	-	-	-	18.2	44
杭州	-	-	-	-	-	-	-	-	26.1	16
大連	-	-	-	-	28.8	12	-	-	-	-
西安	-	-	-	-	10.1	118	-	-	-	-
武漢	-	-	-	-	-	-	-	-	22.4	26
東京	10.5	31	19.0	35	8.7	238	13.8	63	15.4	77
ニューヨーク	7.9	41	10.7	134	8.9	232	12.3	79	10.1	206
ロンドン	14.7	23	14.9	59	16.6	63	22.2	8	15.7	74
平均/対象都市	12.0	65	10.0	383	9.8	488	10.0	275	10.3	502

(注) 2021年は6月値、“-”はデータなし。
(資料) NUMBEO資料より日本総合研究所作成

た。これは、東京、ニューヨーク、ロンドンが1～1.5倍にとどまっているのと対照的である。また、北京、上海、深圳、広州の4市が常に上位に入っていることも大きな特徴といえる。世界には中国と同様に同倍率が高い都市があるが、これだけ長期にわたって上位に入っている都市は少ない。

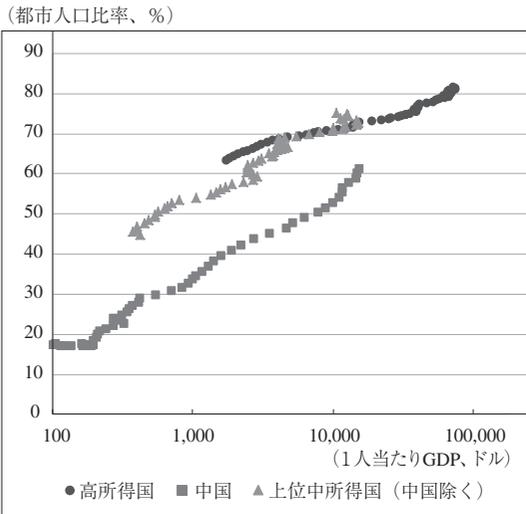
住宅価格の上昇が非現実的といえるもうひとつの理由として、都市化のペースダウンが挙げられる。1980年代から加速した農村から都市への人口流入は、住宅需要が安定しており、住宅は値下がりしないという「信仰」を支える役割を果たしてきた。中国の都市人口比率(戸籍人口ベースではなく、常住人口ベース)は2020年に63.9%と1980年の19.4%から実に44.5%ポイントも上昇した。2020年の都

市常住人口は9億200万人と、前年から1,800万人の増加となり、当面はこの規模の増加が続くと見込まれる。

しかし、これまでと同様のペースで都市化が進むとは考えにくい。食料自給率の維持が不変の重要課題である一方で、人口減少が想定を上回るペースで進むと考えれば、都市化のペースダウンは避けられない。発展段階を示す1人当たりGDPと都市人口比率の関係をみても、中国の都市人口比率は上昇余地が限られる(図表34)。

1,800万人という2020年における都市人口の増加は、2011年の2,900万人の6割の規模でしかない。また、就労目的で農村から都市に流入しているいわゆる「農民工」は、2020年に前年比1.8%減の2億8,560万人と統計を

図表34 1人当たりGDPと都市人口比率の関係
(1960～2020年)



(注) 上位中所得国は、年の1人当たりGNIが4,046～12,535ドルの国、高所得国は12,535ドル超の国。中国は上位中所得国に属すが、ここでは上位中所得国に中国は含まない。

(資料) World Bank 資料より日本総合研究所作成

取り始めて初めて減少した(注68)。新型コロナウイルスの感染拡大の影響があったことは間違いないが、農民工の数はここ数年ほぼ横ばいで推移しており、農村の余剰労働力はほぼ枯渇しているとみられる。

さらに、住宅価格の高騰がもたらすマイナスの経済効果も無視出来ない問題になりつつある。IMFは、経済発展の初期段階では家計債務の増加は経済成長を押し上げる効果があるものの、発展段階が上がるとともにその効果は弱まり、経済の安定性を損なう変動が起きやすくなるとする。中国は2014年に後者の段階に移行しており、住宅ローンは際限なく

増える教育費や医療費とともに家計を圧迫し、個人消費を抑制する要因になっている(三浦[2019])。

住宅価格の高騰に付随する政治・社会的な問題も深刻である。住宅所得倍率が20倍を超える状況では、価格上昇のメリットを享受するのは富裕層に限られ、中間層は無理を押しつけて住宅ローンを組むしかない。中国では、住宅ローンにより生活に余裕がなくなる人は住宅の奴隷という意味で「房奴」と称される(三浦[2019])。「房奴」は豊かになったようにみえて、実際には生活の質が低下した庶民の生活実感を象徴しており、「横たわり族」(中国語「躺平族」)と呼ばれる物欲が乏しく、競争、勤労、結婚、出産に消極的な若者を生み出す一因にもなっている。

これが、政府、ひいては共産党の求心力に悪影響を与えることは明白である。習近平政権が繰り返し「房子是用来住的，不是用来炒的」(住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない)とするのは、この問題を憂慮しているからにほかならない。第14次5カ年計画に、「国民の幸福感と安心感を絶えず高めるために、最善を尽くし、努力する」(第14編)という文言を盛り込んだのは決して建前ではない。

(3) それでも大胆な政策転換は望めない

中国が長期停滞に陥らないためには、抜本的な改革の実行を通じて国有企業の効率を引

き上げる、そして、投機目的の住宅需要を排除することで住宅価格を抑制する、といったこれまで避けてきた政策課題に本腰を入れて取り組む必要がある。

国有企業については、取締役会の設置などを通じて企業統治を改善する改革がなされ、2019年で央企の97%が取締役会を設けたとされる（IMF [2020]）。これは、政府は国有企業の出資者であるが、経営には関与しないという所有と経営の分離を進めることで国有企業の効率性を高めることを狙ったもので、習近平政権が2014年から進めてきた国有企業改革の柱といえる（三浦 [2015]）。

しかし、前出の図表31のROAの低下が示しているように、この改革が成果を上げている証拠はない。政府は2014年に央企から出資者である政府への上納比率（税引き後利益から財政に上納する割合）を2020年までに30%に引き上げるとしていたにもかかわらず、2019年はわずか7.6%と、2015年の11.9%からむしろ低下した。企業統治の改善によって国有企業の再生を図るという改革は明らかに行き詰まっている。

国有企業の効率性は、企業統治といった企業内の問題ではなく、「暗黙の政府保証」に象徴される政府や金融機関との曖昧な関係を清算し、企業として経営の独立性を高め、それに応じた経営者の責任を明確にすることなしに向上は望めない。そのためには、国有企業として残す分野を絞り込み、そのほかの分

野については民営化するといった所有制改革が避けて通れない。

これは習近平政権が掲げてきた国有企業重視に逆行するもので、政策の大転換といえる。第14次5カ年計画をみても、所有制改革についての言及はなく、実現の可能性はほとんどない。同政権は国有企業の効率がさらに低下し、成長の持続性が損なわれる事態を甘受しなければならない。

一方、住宅価格の抑制についても政策の大転換が求められる。住宅所得倍率を引き下げするためには、住宅価格の上昇率を可処分所得の伸び率より低く抑える必要がある。成長率の鈍化に伴い可処分所得の伸びは低下しているため、住宅価格の上昇余地は限られる。こうした環境下で住宅価格を抑制するには、わが国の固定資産税に相当する不動産税や相続税の導入によって、投機目的の住宅需要を抑えるのが効果的である。

前述した高い持ち家比率から判断すると、中国の住宅需要は居住ではなく、投機、つまり利殖を目的とする投資によって押し上げられており、銀行や不動産開発企業に対する直接的な介入で価格を抑制することが難しくなっている。不動産税や相続税の本格的な導入により投機を排除することは、市場の健全化はもちろん、資産格差の是正、さらには、格差の世代間継承を防ぐ効果があり、習近平政権が強調する「共同富裕」にも寄与するはずである。

不動産税は既に上海と重慶で導入されているものの、税率が低く、市の歳入のそれぞれ3.4%と5.0%を占めるに過ぎず（注69）、課税範囲と対象地域の拡大が課題である。同税の本格的導入は第14次5カ年計画でその推進が明記され、財政部も前向きな姿勢を示していることから（注70）、わが国でも実現の可能性が高いと報道されている（注71）。しかし、2021年の立法スケジュールに不動産税にかかわる法律は含まれておらず、本当に導入されるか否かは不透明である。不動産税は2017年10月に起草準備が整ったとされたが、立法化されることなく既に5年が経過している（注72）。

不動産税が導入されれば、複数の不動産を保有する富裕層の税負担が大幅に増加し、不動産開発業の成長けん引力は大幅に低下する。導入に際してはこうした副作用をどこまで受け入れるかについての議論が欠かせないが、中国国内でそうした議論がなされている様子はない。「火中の栗」を拾う指導者がいなかったため、導入が先延ばしにされてきたというのが実情である。不動産税が導入されるとしても、課税対象が限られ、税率も低いなど、骨抜きにされる可能性があるともみておく必要がある。

（注61）「中国民営経済報告：2019」2019年10月14日 搜狐網。 (https://www.sohu.com/a/346971689_155346)

（注62）A株とは、中国の国内投資家が人民元建てで取引する株式である。2013年4月からは香港、マカオ、台湾の人でも中国本土のA株口座を開設することが出来るようになった。

（注63）「321家制御権変更 2020年A股“易主” 大数抛：国資入主盤整現新信号」2021年1月31日 21世紀経済報道。 (<http://www.21jingji.com/2021/1-30/10MDEzNzhfMTYyMjc1OA.html>)

（注64）「今年以来165家公司制御権変更」2019年12月25日 中証網。 (http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201912/t20191225_6011550.html)

（注65）「主要統計指標解釈」国家統計局 (<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2020/indexch.htm>、2021年8月19日アクセス)

（注66）「空前警告！房地產泡沫大，很危險」2021年4月1日 金融界。 (<http://opinion.jrj.com.cn/2021/04/01180932264155.shtml>)

（注67）（注66）に同じ。

（注68）「2020年農民工監測調查報告」2021年4月30日 中国政府網。 (http://www.gov.cn/xinwen/2021-04/30/content_5604232.htm)

（注69）「這一次，房地產稅真來了！這些城市首當其沖」2021年7月16日 網易。 (<https://www.163.com/dy/article/GF1PL8CT0528OPR8.html>)

（注70）「房地產稅2021年開征最新消息：具體什麼時候實施？怎麼征收？」2021年5月21日 土流網。 (<https://www.tuli.com/read-132287.html>)

（注71）「中国『固定資産税』一部都市で試行へ 投機抑制狙う」2021年7月17日 日本経済新聞。 (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM200DN0Q1A620C2000000/>)

（注72）「財政部重磅發聲！又提到了房地產稅，這次真的要來了嗎？」2021年8月19日 騰訊網。 (<https://new.qq.com/omn/20210819/20210819A003C700.html>)

おわりに—「暗黙の政府保証」の広がり

習近平政権は2022年秋に開催が見込まれる党大会で3期目に入ると見込まれる。政権基盤は盤石であるかのようにみえるが、これまでと同じように安定的な経済成長を遂げることが出来るか否かは不透明である。予想を上回る人口減少やアメリカによる包囲網構築など、中国は経験したことの無い難題を抱える。

習近平政権は求心力を高めるとともに、政府と企業が一体となって国力の増強を図る「国家資本主義」によって、これらの課題に

立ち向かおうとしている。国家資本主義は中国経済の強さの源泉と捉えられることが多いが、過剰債務問題の元凶が国有企業であるように、経済を弱体化させる側面もある。

この問題は、「暗黙の政府保証」の対象が広がることによってさらに悪化する可能性がある。本稿で紹介した恒大集団はその好例といえる。同集団がデフォルトを回避するか否か、政府が介入するか否かは、本稿執筆時点（2021年9月末）では明らかではない。しかし、2021年9月最終週に入り、同集団に関する報道および閲覧が規制されたことで、政府が国民の目をこの問題からそらそうとしていることが明らかになった。

規制の背景には、内外の市場の動揺を抑える、あるいは、他の不動産開発企業へ問題が波及することを防ぐという経済的な理由だけでなく、恒大集団の問題が銀行と不動産開発企業に対する規制を強化した政府の責任、あるいは、同集団に救済の手を差し伸べなかった政府の責任ととられかねないという政治的な理由もあると思われる。恒大集団本社に理財商品の支払いを求めて大勢の投資家が押しかける様子がテレビで放映されることを好ましくない兆候と考える政権幹部は少なくないはずである。

恒大集団に対しては、「大きすぎて、つぶせない」という寛大な措置が採られる可能性は低いとする見方がある（丸川 [2021]）。確かに、社債の償還額に占める同集団の割合か

らみると、中国の社債市場が受ける影響は限定的である。また、2021年6月の同集団の銀行借入残高は2,400億元と、人民元建融資残高（184.5兆元）の0.2%を占めるに過ぎない。

しかし、国民生活に影響を与える企業については、民営企業であっても経営破たんの影響を最小限に食い止めるべく、政府が介入することが求められるようになりつつあるのではないか。政府が本当に「住宅価格が決して下落しないという賭けにでている人は最終的に重い代償を払う」（郭樹清銀保監会主席）と考えているのであれば、恒大集団を巡る一連の報道を規制する必要はないはずである。

政府は「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない」としながらも、投機により住宅価格が高騰するのを放置してきた。このため、政府は恒大集団のデフォルトとそれに伴う混乱に対し何の責任もない、として傍観を決め込む資格があるとは思えない。報道規制の背景には、言動不一致に対するうしろめたさが見え隠れする。

その一方、信用リスクに直面した企業の存続、およびそれに伴う債務履行の可否は、ルールではなく、政府のさじ加減ひとつで決まる、というのが中国の現実である。デフォルトは避けられないとしても、恒大集団が債権額の割合に応じて按分弁済を行う「清算」を回避出来るよう、介入に対する期待が高まるのは当然である。

恒大集団の問題に介入するのか、しないの

か。介入する場合にはどこを着地点に据えて、どのような介入方法を採用するのか。破産手続きを進める場合には、「清算」、「重整」、「和議」のいずれを選択するのか。どのような選択をするにしても、問題山積である。恒大集団に対し、政府がどのような行動を選択するかは中国における「暗黙の政府保証」、ひいては、「国家資本主義」がどのように変化するかを読み解く鍵になると思われる。

参考文献

(日本語)

1. 金森俊樹 [2021]. 「中国債券デフォルトの急増で、不動産業界が陥る『混迷』」 幻冬舎GOLD ONLINE. (<https://gentosha-go.com/articles/-/33160>)
2. 加茂具樹 [2021]. 「対外強硬、背後に『国内不安定』 中国共産党100年」 『経済教室』 2021年6月27日 日本経済新聞. (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD181800Y1A610C2000000/>)
3. シン・ウィリアム [2021]. 「急成長を遂げる中国オンショア社債市場」 eastspring investment. (https://www.eastspring.co.jp/docs/default-source/perspective/special-report/special_eport20210428.pdf)
4. チェン・デビッド [2021]. 「中国債券投資：グローバル・ポートフォリオにクッションとインカムを」 2021年1月19日シュローダー・グローバル・インサイト. (https://www.schroders.com/ja-JP/sysglobalassets/schroders/sites/japan/pdf/economic-market/202101_china_fixed_income_investing_in_resilience.pdf)
5. 丸川知雄 [2021]. 「恒大集団の危機は中国バブル崩壊の引き金になるか」 2021年9月28日 Newsweek 日本語版. (https://www.newsweekjapan.jp/marukawa/2021/09/post-75_1.php)
6. 三浦有史 [2015]. 「中国の国有企業はどこに向かうのか—成長の持続性を左右する改革の暫定評価—」 日本総合研究所 『環太平洋ビジネス情報 RIM』 2015 Vol.15 No.58. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/8337.pdf>)
7. ——— [2017]. 「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>)
8. ——— [2018]. 「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—」 日本総合研究所

『環太平洋ビジネス情報 RIM』 2018 Vol.18 No.70. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/10629.pdf>)

9. ——— [2019]. 「中国が直面する家計債務増加のリスクとジレンマ」 日本総合研究所 『JRIレビュー』 2019 Vol.4, No.6. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10925.pdf>)
10. ——— [2020]. 「中国経済の減速と民営企業—なお続く『国進民退』」 日本総合研究所 『環太平洋ビジネス情報 RIM』 2020 Vol.20 No.77. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/11754.pdf>)

(英語)

11. Bank for International Settlements [2016]. BIS Quarterly Review, September 2016, International banking and financial market development (www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1609.pdf)
12. IMF [2020]. “Peoples Republic of China Staff Report for the 2020 Article IV Consultation”. (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/01/06/Peoples-Republic-of-China-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-49992>)
13. ——— [2021a]. “Global Financial Stability Report Preempting a Legacy of Vulnerabilities”, April 2021. (<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/04/06/global-financial-stability-report-april-2021>)
14. ——— [2021b]. “Fiscal Monitor A Fair Shot”, April 2021. (<https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>)
15. ——— [2021c]. “Poly Response to COVID-19 Policy Ticker”. (<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>)
16. Kauko, K [2020]. “The vanishing interest income of Chinese banks as an indicator of loan quality problems”, Vox EU. (<https://voxeu.org/article/non-performing-loans-chinese-banks>)
17. Maliszewski, W., S., Arslanalp, J, Caparusso., J, Garrido., S, Guo., J. S, Kang., W. R, Lam., T. D, Law., W, Liao, N, Rendak., P, Wingender, J, Yu, and L, Zhang. [2016]. “Resolving China’s Corporate Debt Problem”, IMF Working Paper, WP/16/203. (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16203.pdf>)
18. Marshall, R and Z, Yang. [2020]. “Chinese bond market Evolution and characteristics”, FTSE Russel. (<https://www.ftserussell.com/ja/research/chinese-bond-market-evolution-and-characteristics>)
19. Schipke, A., M, Rodlauer, and Z, Longmei. [2019]. “The Future of China’s Bond Market”, IMF. (<https://www.imf.org/en/Publications/Books/Issues/2019/03/05/The-Future-of-China-s-Bond-Market-46144>)

(中国語)

20. 中国人民銀行 [2020]. 「中国金融稳定报告 (2020)」.
(<http://www.gov.cn/xinwen/2020-11/07/5558567/files/d7ba5445e5204c83b37e3f5e07140638.pdf>)

21. ——— [2020]. 「2019年金融市場運行情況」. (<http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147173/3960639/2020011712364610456.pdf>)

22. ——— [2021]. 「2020年金融市場運行情況」. (<http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147173/4169040/2021012714175422623.pdf>)

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。本誌の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。