

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—

調査部

副主任研究員 関 辰一

要 旨

1. 中国の不良債権の実態は不透明である。公式統計によると、2015年末の商業銀行の不良債権比率は1.7%、不良債権残高は1兆2,744億元にとどまっている。しかし、不良債権の認定基準が甘いことや、オフバランス（簿外）の与信が対象に入っていないことなどを踏まえると、実際の不良債権は公式統計を大きく上回る規模と考えられる。
2. そこで、中国の金融システムの安定性をみるために、中国銀行業監督管理委員会やIMFの方法を参考にして「潜在不良債権比率」を推計した。その結果、2015年末時点では8.6%と公式統計の5倍となった。とりわけ、製造業、採掘業、不動産業、卸小売業において、営業活動によるキャッシュフローで支払利息を支払えない企業が多く、かつ借入金が多いことを踏まえれば、これらの分野向け融資の不良債権化が銀行経営を揺るがすことになりかねない。
3. さらに、不良債権の規模を試算した。オンバランスの与信のみならず、オフバランスの与信も対象に加えたうえで、上記の潜在不良債権比率を適用すると、2015年末の中国の金融機関が抱える不良債権残高は12.5兆元と、公式統計の10倍の規模となる。中国の金融システムが抱える潜在的な不良債権の規模は大きく、その分経済が不安定化するリスクが高まっているといえよう。
4. こうした状況下、金融機関の破たんと政府によるミスハンドリングに留意する必要がある。2015年には債務超過に陥る中小金融機関が出現し、ここ1年で取り付け騒ぎも複数回発生した。これらは、金融危機のトリガーになりうる。
5. 他方、中国政府は信用収縮を警戒しており、当面金融危機は回避出来るとみられる。実際、2015年入り後に銀行融資の拡大ペースは加速した。また、政府は過剰債務の対策として1兆元規模の債務の株式化を進める方針である。ただし、こうした政府の対応は投機的な動きに拍車をかけるだけでなく、不良債権の処理を先送りにし、成長率低下局面の長期化を招く恐れがある。

目次

はじめに

1. 深刻化する過剰債務問題

- (1) 積極融資がもたらす債務膨張
- (2) 不良債権の増加が銀行経営を圧迫

2. 金融危機発生リスクも

- (1) 「潜在不良債権比率」の推計
- (2) 不良債権規模の試算
- (3) 金融機関の破たん政府によるミスハンドリングに留意

3. 当面は危機回避可能も成長率低下局面は長期化

- (1) 中国政府は信用収縮を警戒
- (2) 遅れる資源配分の最適化

おわりに

はじめに

中国では、企業債務残高の対GDP比が日本のバブル期を上回るなど、過剰債務問題が深刻化している。高成長局面が終焉を迎えるなか、過剰債務は借り手企業の経営に大きな重しとなっているばかりでなく、貸し手サイドにとっても不良債権の増加が経営を圧迫しており、金融システムリスクを高めている。金融機関は貸倒引当金の積み増しに直面し、2015年には債務超過に陥る中小金融機関が出てきている。また、ここ1年で取り付け騒ぎも複数回発生した。他方、肝心の不良債権の実態は不透明である。

そこで本稿では、中国銀行業監督管理委員会やIMFの手法を参考に、「潜在不良債権比率」を算出した。その結果、2015年末の潜在不良債権比率は8.6%と公式統計の5倍に達する。さらに、同時点の不良債権の規模は12.5兆元と公式統計の10倍になると推計される。こうした状況下、金融危機が発生するリスクが高まっており、そのトリガーとなる金融機関の破たん政府によるミスハンドリングに留意する必要がある。中国政府が信用収縮を警戒するなか、当面金融危機は回避出来るとみられるものの、一方で一連の政府の対応は投機的な動きに拍車をかけるだけでなく、不良債権の処理を先送りにし、成長率低下局面の長期化を招く恐れがある。

構成は以下の通りである。1. では、中国

企業債務の急増とその背景を概観する。2. では、中国銀行業監督管理委員会の研究を基に「潜在不良債権比率」の定義を確認したうえで、筆者の推計手法と結果を紹介する。さらに、不良債権規模の試算も行い、金融危機が発生するリスクもあることを指摘する。3. では、政府の対応策とその評価について検討する。

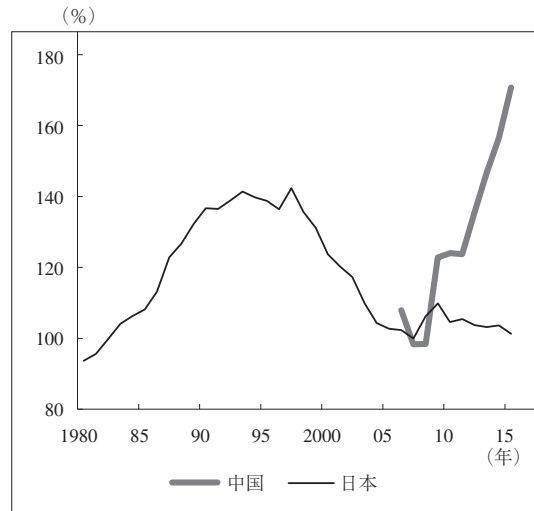
1. 深刻化する過剰債務問題

(1) 積極融資がもたらす債務膨張

近年、中国では企業債務が急ピッチで膨張している。BIS（Bank for International Settlements、国際決済銀行）によると、2015年末の非金融企業の債務残高は115.5兆元と、2008年末の31.2兆元から7年間で3.7倍となった。2015年の人民元の対円レートは平均1元＝19.4円であるので、2,241兆円という規模となる。非金融企業債務残高の対GDP比は、日本の1980年代を上回るペースで急上昇し、2015年末時点で170.7%に達する。これは、日本のバブル期を上回る（図表1）。

なぜ、中国で企業債務は急増したのか。企業サイドの要因としては、借り手企業が、高成長が続くという見通しの下で過大な設備投資を行ったこと、および低金利で資金を調達して高利回りが期待出来る委託融資などで財テクを拡大したことが指摘出来る（注1）。

図表1 非金融企業債務残高の対GDP比



（資料）非金融企業債務残高はBISのtotal credit統計、GDPは国家統計局、内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

一方、貸し手の金融機関が十分な審査機能を果たせず、過剰な融資を実行してきたことも大きな要因である。

これまで、中国では長い期間にわたり、政府が国内の限られた資金を、国有銀行を通じて鉄鋼業など工業化に欠かせない産業に、集中的に投入してきた。こうした傾斜生産方式と積極的な外資誘致などを背景に、中国では工業化が進み、その結果、農業部門の労働力が工業部門にシフトし、一人当たりの生産性が飛躍的に上昇した。他方、政府が産業政策を策定し、金利を低めに設定したうえで、金融機関が暗黙の政府保証の下で融資するという金融システムが根付くことになった。こうした中国の金融システムは、銀行業への民間や外資の参入規制が緩く、かつ直接金融が発

達している国々に比べると、安易な融資が多くなりがちであり、資金配分の効率が低下しやすという特徴を有している。

(2) 不良債権の増加が銀行経営を圧迫

高成長局面が終焉を迎えるなか、過剰債務は企業経営の大きな重しとなっている。中国経済は2001年から2010年にかけて年平均+10.5%の高成長を持続していたものの、その後の成長率は低下傾向となっている。2015年の実質GDP成長率は前年比+6.9%と25年ぶりの低水準となった。輸出額は前年比マイナスとなり、小売売上高と固定資産投資の伸び率も2014年から低下し、内外需いずれも悪化した。

需要の弱まりを受けて、企業収益も悪化した。工業企業の売上高は2014年秋まで前年比7~8%程度の伸びを維持していたものの、2015年通年では0.8%増に大きく鈍化し、税引前利益にあたる利潤総額は同▲2.3%のマイナスとなった。

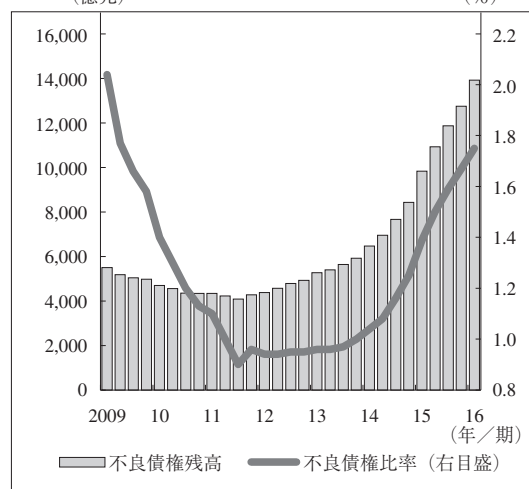
他方、銀行融資や社債などを通じて借入を続けており、先述のように、非金融企業は115.5兆元の債務残高を抱えている(注2)。金利を6%と想定し、向こう10年間に債務を返済すると仮定すれば、企業の債務の元利支払い負担は年間18.5兆元と試算され、企業の収益が悪化するなか、元利支払い負担は一段と重くなっている(注3)。

こうしたなか、企業の資金繰りはリーマン・

ショック時よりも厳しい状況に陥っている。2015年12月にスマートフォンを製造する深圳中天信電子が経営破たんし、従業員約4,000人が失業した。民間企業のみならず、2016年2月には規模の大きい国有企業である造船業の舜天船舶も企業破産法の適用を申請し、破産手続きに入った。

これに伴い、不良債権は急増しているとみられる(注4)。中国銀行業監督管理委員会の不良債権統計をみると、2015年末の商業銀行の不良債権残高は前年末比51.2%増加し、1兆2,744億元となった(図表2)。不良債権比率は2013年末に1.0%、2014年末に1.3%、2015年末に1.7%、2016年3月末に1.8%へ上昇している。もっとも、公式統計はオフバランス(簿外)の与信が対象に入っていないこ

図表2 不良債権残高と不良債権比率
(億元) (％)

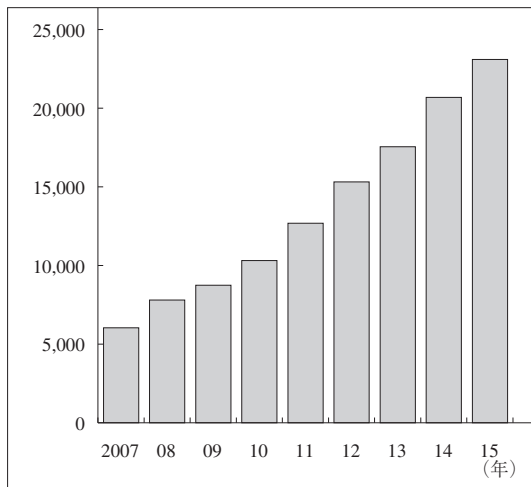


(注) 直近値は2016年3月末の値。
(資料) 銀行業監督管理委員会「銀行業監督統計指標季度情況表」

とや、不良債権の認定基準が甘いことなどを踏まえると、実際の不良債権は公式統計を大きく上回る規模と考えられる。

この結果、銀行は貸倒引当金を積みざるを得ず、経営環境が厳しさを増している。2015年末の商業銀行の貸倒引当金残高は2.3兆円と右肩上がり増加している（図表3）。これは、バブル崩壊後の日本とよく似た状況である。日本では、不良債権問題が深刻化するなか、金融機関の破たんが続き、1997～98年には信用収縮に至った（注5）。銀行間の資金の貸し借りがスムーズになされない状況が発生することで、企業は貸し渋り・貸し剥がしを受けるようになり、やがて企業間での買掛金や売掛金による仕入れや出荷も相互不信が強まるなかで減少した。いわゆる金融危

図表3 商業銀行の貸倒引当金残高
(億元)



(資料) 2014年までの値は中国銀行業監督管理委員会2014年報、2015年の値は中国銀行業監督管理委員会WEBページから

機が発生した。

では、中国の金融システムが危機的な状況に陥ることはないのか。この問いに答えるためには、不良債権の実態に迫る必要がある。言い方を換えれば、回収の見込みが立たない銀行融資はどの程度あるのか、について検討しなければならない。そこで以下において、中国銀行業監督管理委員会やIMF (International Monetary Fund、国際通貨基金) がウォッチする「潜在不良債権比率」という概念を軸に検討していきたい。

- (注1) 企業の財テク拡大が企業債務の膨張につながった点について、詳しくは関 [2015a] を参照。
- (注2) 本稿では過剰債務の金融システムへの影響について論じるが、関 [2015b] では過剰債務の企業の資金需要への影響を分析。
- (注3) 中国人民銀行「2015年第四季度中国貨幣政策執行報告」によると、2015年末の銀行貸出金利の加重平均は年率5.7%。
- (注4) 日本銀行 [2002] によると、不良債権とは、一般的に、金融機関にとって約定通りの返済や利息支払いが受けられなくなった貸出あるいはそれに準ずる債権を指す。
- (注5) 信用収縮の日本経済への影響について詳しくは、Taizo Motonishi and Hiroshi Yoshikawa [1999] などを参照。

2. 金融危機発生リスクも

(1) 「潜在不良債権比率」の推計

中国の銀行システムの安定性に関する研究のなかに、銀行業監督管理委員会スタッフの熊利平と蔡幸の両氏が2012年に発表した論文「潜在不良債権比率に基づいた商業銀行の信用リスク判断についての研究」がある（注6）。同論文では潜在不良債権比率（中国語：隱含

不良貸率、英語：Implied Non-Performing Loans Ratio) を以下のように定義している。

潜在不良債権比率＝

$$\frac{(\text{EBITDA} \leq \text{支払利息}) \text{のサンプル企業の負債の合計}}{\text{全企業の総負債}}$$

すなわち、全企業の総債務をまず調べ、そのうち「潜在的に危険な企業」の債務の比率を「潜在不良債権比率」としている。「潜在的に危険な企業」とは、その年の広義の営業活動によるキャッシュフローであるEBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization、利払い・税引前・償却前利益) で、その年の支払利息を賄えない企業である。

熊利平・蔡幸の両氏は、全上場非金融企業(A株)の財務データに基づき、2012年央の潜在不良債権比率は8.4%と2010年末から持続的に上昇していると指摘した。

また、IMFのヘイトンス氏とカラジャダ氏の2001年のワーキング・ペーパーや、IMFが2016年4月13日に発表したGlobal Financial Stability Reportでも、同様な手法を用いて、潜在不良債権比率を推計している(注7)。

上述の中国銀行業監督管理委員会やIMFの研究を参考にして、まず、上海証券取引所と深圳証券取引所の全上場企業(A株)の社数は、2016年5月17日時点で2,850社であった。全企業の2015年の財務データを整理すると、借入金および支払利息のある上場非金融企業は2,327社であった(図表4)。なお、業種分

類は中国証券監督管理委員会の分類方法を用いた。この2,327社の借入金合計は8兆5,499億元であった。

ちなみに、中国企業会計準則は日本の会計基準と異なるものの、支払利息は国際会計基準と同様にその一部を原価とみなし資産化することが出来るため、財務費用の項目に記されている支払利息の金額に、資産化済みの金額を加えることが妥当である。短期借入金と1年内返済予定の長期借入金と長期借入金の項目は日本と同じであり、ここではこれらの合計を借入金総額とした。

次に、安全な企業と「潜在的に危険な企業」に仕分けした。その際、1年間の広義の営業キャッシュフローであるEBITDAで、同年の支払利息を賄えない企業を潜在的に危険な企業と分類すると、2,327社のうち223社が「潜在的に危険な企業」にあたる。

なお、EBITDAの算出には複数の方法があるが、ここでは税引前利益と支払利息と減価償却費を足し合わせて試算した。中国企業会計準則では利潤総額が税引前利益にあたる。支払利息は前述の通りである。中国では減価償却費を有形資産と無形資産、長期前払費用のものに分けてキャッシュフロー計算書に計上するため、これらの合計値を使う。

例として、宝鋼の2015年の有価証券報告書にあたる年報をみてみよう。まず、EBITDAは、利潤総額18.5億元、支払利息(財務費用)18.8億元、資産化済み支払利息2.7億元、有形

図表4 潜在的に危険な借入金の比率（潜在不良債権比率）

業種	企業数 (社)	借入金 (百万円)	潜在的に危険な 企業数 (社)	潜在的に危険な 借入金 (百万円)	潜在的に危険な 借入金の比率 (%)
製造業	1,492	2,606,447	153	491,798	18.9
農林漁業	40	36,138	8	6,343	17.6
卸小売業	130	328,494	12	56,326	17.1
コングロマリッド	21	31,104	3	4,438	14.3
採掘業	69	1,075,816	14	76,224	7.1
運輸・倉庫	74	482,822	2	28,614	5.9
不動産業	121	1,376,368	17	61,218	4.4
水利・環境・公共施設管理	26	50,174	2	1,190	2.4
情報通信業	111	128,025	5	957	0.7
建設業	69	1,038,092	3	5,605	0.5
娯楽・教育	32	15,320	1	50	0.3
電力・ガス・水道	88	1,204,206	2	3,913	0.3
リース・企業向けサービス業	26	150,078	1	20	0.0
飲食・宿泊業	5	20,037	0	0	0.0
医療	4	1,829	0	0	0.0
科学研究・技術	19	4,965	0	0	0.0
合計	2,327	8,549,914	223	736,696	8.6

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

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

(注3) 潜在的に危険な借入金とは、潜在的に危険な企業の借入金。

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

(注5) 支払利息 = 支払利息（財務費用）+ 資産化済み支払利息。

(注6) 借入金 = 短期借入金 + 1年内返済予定の長期借入金 + 長期借入金。

(資料) 各社の2015年年報、Windを基に日本総合研究所作成

資産の減価償却費102.6億元、無形資産の減価償却費2.8億元、長期前払費用の減価償却費0.7億元を足し合わせた146.1億元となる。支払利息は18.8億元と2.7億元の合計である21.5億元である。このように、宝鋼の1年間の広義のキャッシュフローであるEBITDAは支払利息を上回るため、安全な企業と判断する。

続いて、潜在的に危険な企業の借入金を「潜在的に危険な借入金」と認識し、合計すると7,370億元となった。最後に、潜在的に危険な借入金の借入金総額に対する比率を「潜在不良債権比率」として算出した。

結果をみると、2015年末の潜在不良債権比率は8.6%と公式統計（1.7%）の5倍にのぼる高水準であった。業種別にみると、製造業が18.9%と最も高く、農林漁業17.6%、卸小売業17.1%、コングロマリッド14.3%、採掘業7.1%、運輸・倉庫5.9%、不動産業4.4%、水利・環境・公共施設管理2.4%と続く。潜在不良債権比率が高い分野ほど、銀行貸し付けが回収困難となるリスクが大きいと判断出来る。また、潜在的に危険な借入金は製造業4,918億元、採掘業762億元、不動産業612億元、卸小売業563億元と多い点を踏まえれば、これらの分野向け融資の不良債権化が銀行経営を

揺るがす恐れが高いといえよう。

中国経済の高成長の終焉に伴い、製造業や採掘業、不動産業で過剰債務・過剰投資の問題が深刻化し、不良債権比率が上昇していることは大方予想のつくところである。もっとも、中国を消費市場としてとらえ、進出を検討している日本企業が多いだけに、卸小売業でも潜在不良債権比率が高いことが注目される。日本ではバブル期にダイエーなどの小売業が立地の良い店舗を確保しようと、積極的な借入と新規出店を続けたものの、バブル崩壊後には多くの店舗で採算が取れない事態が発生した。中国の卸小売業においても同様なことが起きていると推測される。

製造業の内訳をみると、鉄金属加工業では

30社のうち15社が営業キャッシュフローで支払利息を賄うことが出来ない状況にある。これらの15社の借入金は2,179億元と全体の51.7%にのぼる（図表5）。同じく代表的な重工業である鉄道車両・船舶・航空機と石油加工・コークス製造の潜在不良債権比率もそれぞれ44.8%、36.7%と極めて高水準である。このほか、はん用機械や軽工業にあたる紡績もそれぞれ29.9%、26.9%と10%を大きく上回る。他方、自動車や電気機械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、潜在不良債権比率は低水準にとどまる。

では、なぜ推計結果と公式統計にこれほど大きな違いが出るのだろうか。公式統計の調査対象は銀行である一方、潜在不良債権比率

図表5 製造業の潜在的に危険な借入金の比率（潜在不良債権比率）

業種	企業数 (社)	借入金 (百万円)	潜在的に危険な 企業数 (社)	潜在的に危険な 借入金 (百万円)	潜在的に危険な 借入金の比率 (%)
鉄金属加工	30	421,106	15	217,854	51.7
鉄道車両・船舶・航空機	31	155,485	5	69,691	44.8
石油加工・コークス製造	19	42,009	8	15,398	36.7
はん用機械	89	72,843	13	21,748	29.9
非鉄金属	55	253,173	14	73,837	29.2
紡績	35	37,540	7	10,108	26.9
通信・コンピュータ、その他機械	195	285,463	15	21,921	7.7
化学原料・加工	160	301,376	23	20,369	6.8
医薬品	132	101,017	7	5,218	5.2
非金属製造（セメント等）	74	140,410	6	6,039	4.3
食品	26	22,269	2	818	3.7
アパレル	25	10,056	1	240	2.4
自動車	80	120,472	6	2,415	2.0
電気機械	151	129,791	5	1,195	0.9
ゴム・プラスチック製品	40	34,997	0	0	0.0
その他	350	478,441	26	24,947	5.2
製造業 小計	1,492	2,606,447	153	491,798	18.9

（注）各項目の定義、推計方法は図表4と同じ。
（資料）各社の2015年年報、Windを基に日本総合研究所作成

の調査対象は借り手企業であることが大きな違いをもたらしていると考えられる。すなわち、銀行の不良債権の認定基準が緩くなれば、公式の不良債権比率は低下するものの、潜在不良債権比率は客観的なデータを基にしているためその影響を受けない。また、銀行の不良債権が政府系ファンドやシャドーバンキングに移し替えられれば、公式の不良債権比率は低下するものの、潜在不良債権比率はあくまで企業ベースの数字であることから変化しない。

もっとも、潜在不良債権比率にも問題がある。潜在不良債権比率を試算するにあたり、調査対象は上場企業に限定されるため、実際の中国金融システムが抱えるリスクを過小評価しているといえる。未上場企業のなかには上場企業よりも収益性が高い企業もあるものの、一般的には未上場企業の方が企業規模が小さく、不良債権化するリスクが高いといえよう。とりわけ、未上場の不動産開発企業や地方融資平台、民間鉄鋼メーカーなどが高利でシャドーバンキングから膨大な規模の資金を調達していることを踏まえれば、8.6%という潜在不良債権比率も実態よりも低いかもしれない。しかし、未上場企業を含む全企業の財務データを集めることは不可能なため、今回はこのような分析にとどまった。

(2) 不良債権規模の試算

公式統計よりは実態に近いと思われる不良

債権比率が得られたことで、続いて、銀行の不良債権は実際にはどの程度あるのだろうか、という問いに目を向けていきたい。以下では、金融機関のオンバランスの与信規模を確認し、オフバランスの与信規模を集計したうえで、不良債権の規模を試算していく。

まず、オンバランスの与信について、不良債権残高1兆2,744億元と不良債権比率1.7%という公式統計から試算される2015年末の銀行融資残高は75兆元前後であるが、中国人民銀行の「社会融資規模存量統計データ報告」によると、2015年末の人民元建て融資と外貨建て融資の合計残高は95.8兆元であり、この値をオンバランスの与信残高とする。

次に、オフバランスの与信、いわゆるシャドーバンキングの規模について考える。一般的にシャドーバンキングは、銀行融資以外のルートで資金を供給する信用仲介機能であるが、ここでは、銀行の理財商品と委託融資、信託会社の信託融資の3つをシャドーバンキングとして扱う（注8）。

理財商品は、銀行が個人や企業から預金を受け入れるのではなく、当該顧客に自らの融資債権を売却することなどにより、融資資産を銀行のバランスシート内からバランスシート外へ移転するものである。

委託融資は銀行を仲介役に企業がほかの企業へ貸し付けることであり、本来であれば委託する企業が融資条件を決めるものの、実態的には銀行が貸付先や用途、金額、金利など

を決め、融資資産を銀行のバランスシートから企業のバランスシートに移転している。なかには、銀行のグループ企業が銀行融資規制のある貸付先に融資するケースや、銀行がある企業から通常より高い金利で預金を預かると同時に、その企業に銀行指定の貸付先に委託融資してもらうケースなどもみられる。

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

中央国債登記結算有限責任公司によると2015年末の銀行理財商品は23.5兆元、中国人民銀行によると委託融資残高は同10.9兆元、中国信託業協会によると信託業の資産管理規模は同14.7兆元である。したがって、2015年末のシャドーバンキングの規模はこれらの合計である49.1兆元と、GDPの72.6%という大きさとなる。

実際には、銀行のオフバランスの与信の方が回収不能となるリスクが高いとみられるものの、ここでは単純にオンバランスとオフバランスを合わせた与信総額144.9兆元のうち8.6%が不良債権と仮定すれば、中国の金融機関の抱える不良債権残高は12.5兆元（GDPの18.5%、約243兆円）となる。これは、公式統計の10倍にあたる。公式統計は不良債権の認定基準が甘いことや、オフバランスの与信が対象に入っていないこと、ならびに商業

銀行以外の金融機関の不良債権がカウントされていないことなどが、大きな違いにつながっている。このように、中国の金融システムが抱える潜在的な不良債権の規模は大きく、その分経済が不安定化するリスクが高まっているといえる。

(3) 金融機関の破たんと政府によるミスハンドリングに留意

こうした状況下、金融機関の破たんと政府によるミスハンドリングが金融危機発生トリガーになりうる。中国では、すでに一部の金融機関が債務超過に陥っている。2016年3月30日付の日本経済新聞の記事「中国の零細金融機関 経営悪化が表面化」によると、湖南省の湘潭県農村信用合作聯社は総負債が128億元と総資産を上回っており、約4億元の債務超過となり、同省の澧県農村信用合作聯社も約2億元の債務超過となった。もっとも、地元政府系の投資会社である現代投資が支援・救済することとなったとされる。

実際、2016年3月23日付の現代投資のニュースリリースによると、2015年9月30日時点の湘潭県農村信用合作聯社の総資産は124億元、総負債は128億元であり、現代投資は同社を株式会社制の商業銀行に改組後、3.2億元の自己資金で同社の株式を取得すると同時に、外部からの出資も募るといふ。また、2015年6月30日時点の澧県農村信用合作聯社の総資産は69億元、総負債は71億元であり、

湘潭県農村信用合作聯社と同様に商業銀行に転換させ、2.0億元の自己資金を投じると同時に、ほかからも出資を受け入れるとされる。

また、取り付け騒ぎもみられる（注9）。現地の報道によると、2015年5月、河南省林州市で市民が預金を引き出すために、複数の農村信用社に押し寄せたとされる。同年11月には市民が同省新郷市の中国郵政貯蓄銀行の複数の支店に押し掛け、2016年3月には河北省邯鄲市の農村信用社が預金を引き出すために集まった群衆であふれたという。いずれのケースも数日以内に各市の公安や警察が「根拠のないうわさを広めた」とのことで、一人ないしは数人を拘束した。

ちなみに、中国銀行業監督管理委員会2014年報によると、2014年末の全国銀行業金融機関は合計4,089社ある。そのうち、中国工商銀行などの大型商業銀行（5社）、招商や中信などの株式制商業銀行（12社）、上海銀行や北京銀行などの都市商業銀行（133社）、上海農村商業銀行などの農村商業銀行（665社）、外資金融機関（41社）が商業銀行に分類され、その総資産の合計は134.8兆元と全国銀行業金融機関の78.2%を占める（注10）。そのほかの金融機関としては、国家発展銀行などの政策性銀行（3社）、中国郵政貯蓄銀行（1社）、農村商業銀行よりも規模が小さい農村合作銀行（89社）や農村信用社（1,596社）などが存在する（注11）。

これまで、商業銀行の破たんはみられてい

ない。1998年に、株式制商業銀行にあたる海南発展銀行が多額の不良債権を抱えたことから、中国人民銀行は同行に閉鎖と一切の活動の停止、ならびに清算を命じたものの、清算手続きは進んでいない。同行は営業停止の状態であり、破たんはしていないとされる。

しかし、これまでみてきたように、中国の金融機関がキャッシュフロー分析に基づく融資審査を行えば、金融機関の資産は大きく目減りし、経営危機に陥る商業銀行が出てくる可能性もあるといえよう。

日本では1996年からの10年間で金融機関の数が大きく減少し、1997～98年には貸し流し・貸し剥がし（信用収縮）が発生した。中国でも、金融機関の破たんが金融危機につながる恐れがある。確かに、政治体制を踏まえると、中国が日本の轍を踏むとは限らない。日本では当時の宮沢喜一首相が早期に公的資金を投入しなければならぬと考えていたものの、金融機関への実質的な税金投入について十分な国民の理解を得ることが出来なかったために、金融危機を回避することが出来なかった。これに対して、中国政府は政治体制の違いにより、日本に比べて迅速に公的資金を投入することが出来るかもしれない。また、金融仲介機能を主に国有銀行が担っている点も、日本と大きく異なる。

しかし、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があることを踏まえれば、中国政府が適切に公的資金を投入出来な

いことも想定される。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、資金調達や経営自体が一段と厳しくなる。それ以外の金融機関は、中央政府系ファンドや地方政府系ファンドからの資金注入を受け入れれば、その支配を強く受けることは避けられない。金融機関が自ら政府に支援を要請するときには、すでに危機的な状況となっている可能性がある。このように、程度の差はあれ、金融機関と政府の間に一定の情報の非対称性が存在するため、政府が必ずしも正しいタイミングで公的資金を投入出来るとは限らない。

加えて、政府が十分な公的資金を拠出出来るかどうか懸念される。前述のように、2015年末のオンバランスとオフバランスを合わせた与信総額144.9兆元のうち8.6%が不良債権と仮定すれば、中国の金融機関の抱える不良債権残高は12.5兆元となる。一方、商業銀行の貸倒引当金はわずか2.3兆元である。差額は10.2兆元にのぼり、金融機関に余力がなければ、その分の貸倒引当金を政府のバランスシートに積む必要があると考えられる。2015年の財政収入総額は、中央政府が6.9兆元、地方政府が8.3兆元である点を踏まえると、それは容易なことではない。

金融機関の破たんに加え、緊縮財政にも留意する必要がある。日本では橋本龍太郎政権において、アメリカではフーバー政権において、緊縮的な財政政策がとられたことをきつ

かけに景気が大きく悪化したことも金融危機のトリガーとなった。中国においてもそのような動きには注意しなければならない。

- (注6) 詳しくは、熊利平、蔡幸 [2012] を参照。
 (注7) 詳しくは、Paul Heytens and Cem Karacadag [2001]、IMF [2016] を参照。
 (注8) シェドバンキングの範囲、拡大要因、リスク、政府対応力について、詳しくは湯元、関 [2013] を参照。
 (注9) 取り付け (bank run) の合理性、それが銀行を経営破たん追い込むリスクがあること、などについて詳しくは、池尾 [1990] を参照。
 (注10) 中国銀行業の全体像について、詳しくは関根 [2015]、高安 [2007]、桑田 [2012] などを参照。
 (注11) 中国郵政貯蓄銀行は自ら商業銀行であると公表しているものの、中国銀行業監督管理委員会は同行を商業銀行のカテゴリーに分類せず、中国銀行業監督管理委員会の政策性銀行監督部が同行を担当し、同行の不良債権を商業銀行の不良債権に未計上。

3. 当面は危機回避可能も成長率低下局面は長期化

(1) 中国政府は信用収縮を警戒

こうした状況を踏まえ、中国政府は信用収縮の発生を強く警戒しており、その発生につながりうる芽を事前に摘み取っていくことで、当面金融危機を回避出来るとみられる。中国人民銀行は2016年のマクロ経済を展望するにあたり、不良債権比率の上昇が主要リスクの一つであると明記しており、中央経済工作会議では不良債権処理を2016年の重要課題の一つと指摘している。

具体的には、2015年12月16日、中国人民銀行の首席エコノミストである馬駿氏は、同行研究担当スタッフ5名と連名で、「2016年

中国宏観経済予測」というタイトルのワーキング・ペーパーを発表した（注12）。そのなかで、2016年の実質成長率は+6.8%と2015年から0.1%ポイント低下するとの予測を公表すると同時に、①過剰生産能力による製造業の投資減速、②不良債権比率の上昇による銀行の融資慎重化、③速すぎるアメリカの利上げペース、という3つが主な景気下振れリスクになると整理している。

②については、特に石炭、鉄鋼、建材など過剰生産能力を抱えるセクターと中小零細企業向け融資において、貸し渋りや貸し剥がしの恐れがあると警鐘を鳴らしている（注13）。また、2015年12月21日に閉幕した中央経済工作会議では、不良債権処理にあたり、可能な限り企業破たんを少なくし、合併を模索するとの声明を発表している。

こうしたなか、政府は2014年秋から利下げや預金準備率の引き下げなど一連の金融緩和策を講じてきた。また、実質的な預金金利の上限規制を行い、金融機関の破たんを避けようとする動きもみられる。2015年10月の預金金利の上限撤廃の告知後、当局から預金金利引き上げを止められた金融機関もあるとされる。その上で、金融機関に積極融資を求めてきたとみられる。

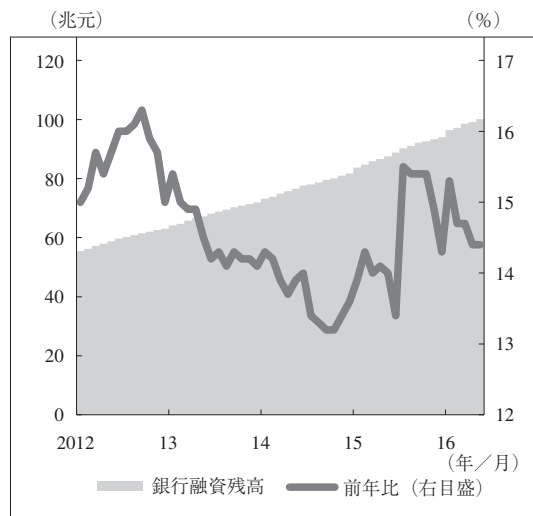
これらの結果、景気の減速が続き、生産活動にブレーキがかかるなか、一部で赤字企業が市場から退出する動きもみられるものの、全体で見れば銀行融資は一段と増加してい

る。実際、経済成長率が低下し、企業収益が悪化しているにもかかわらず、2015年末の銀行融資残高は前年末に比べ14.3%増と、2014年末の前年比13.6%増から加速している（図表6）。

中国政府が雇用の安定を重視していること、国有企業が多くの上業者を抱えていること、政府が国有銀行の融資動向に大きな影響力を持っていること、などを勘案すれば、収益性の劣る国有企業向けの融資拡大が続くことが懸念される。

また、政府は過剰債務の対応策として1兆元規模の債務の株式化を進める方針を打ち出している。企業債務の株式転換は、企業の負債比率を引き下げる効果がある。

図表6 銀行融資残高



(注) 直近値は2016年5月末の値。
(資料) 中国人民銀行「金融統計データ報告」

(2) 遅れる資源配分の最適化

ただし、こうした政府の対応は投機的な動きに拍車をかけるだけでなく、不良債権処理の先送りを通じて、成長率低下局面の長期化を招く恐れがある。すでに、シャドーバンキングや住宅市場などへ緩和マネーが流入し、金融緩和の副作用が顕在化している。

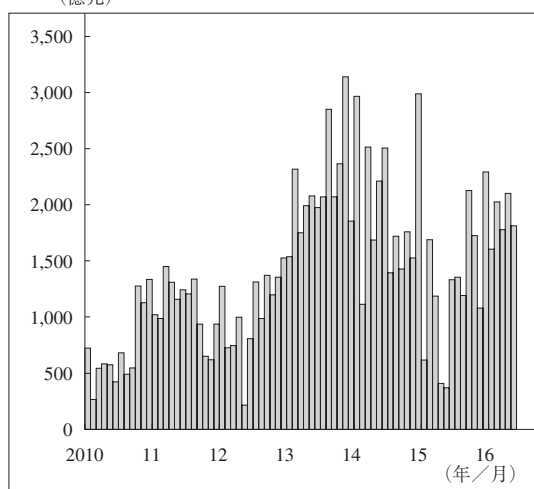
たとえば、2015年入り後に代表的なシャドーバンキングである委託融資が再び増加している（図表7）。国有企業などでは、実業が行き詰まるなか、社債や銀行融資を通じて低利で資金を調達し、高利で不動産開発企業、インフラプロジェクトや中小民間企業に貸し付けている。他方、固定資産投資が一段と減速するなど、実物投資に資金が回らず、中国

国内でも「脱実向虚」との指摘が出ている。シャドーバンキングの拡大は、短期的には景気を下支えするものの、企業の財テク拡大や家計の過度なリスク選好、銀行の潜在的な不良債権の増加という反作用を伴う傾向が強いだけに、中国経済の不安定性を高める動きとして認識される。

また、住宅平均販売価格も、2016年5月には主要70都市のうち60都市で前月から上昇している。前年同月と比べると、沿海大都市の深圳が+54.0%、上海+33.8%、北京+21.4%と、いずれも経済成長率をはるかに上回る上昇となった。このほか、南京+27.1%、合肥+23.3%、武漢+11.9%と、一部の内陸都市でも10%を上回る上昇がみられ、不動産市場に過熱化の動きがみられる。

中長期的にみると、もっとも深刻な問題は、資源配分の最適化が遅れることである。景気の減速が続き、企業収益が悪化しているにもかかわらず、銀行融資の伸びが加速しているのは、追い貸しの兆候である（注14）。追い貸しは問題の先送りにほかならず、その間に不良債権問題は一段と深刻化する恐れがある。また、債務を株式化するだけで経営改善が出来るわけではない。90年代末に設立された政府系ファンドは債務の株式化により、国有銀行から不良債権を引き取り、株主として企業再生を行おうとした。これには、企業所在地の地方政府による企業従業員のリストラ・再就職に対する協力が不可欠であったが、

図表7 委託融資（フロー、季調値）
（億元）



（注）日本総合研究所が季節調整。
（資料）中国人民銀行「社会融資規模増量統計数据報告」

それが十分に得られたとはいえ、良い結果には結びつかなかった。また、アメリカのサブプライムローンのように、債務の株式化は回収見込みの低い貸付債権の膨張に拍車をかける恐れもある。

不良債権の抜本的な処理は、短期的には痛みが大きいものの、収益性が劣る事業あるいは企業が市場から退出し、市場メカニズムに則った新陳代謝が進むことで、その後の力強い景気拡大につながるものでもある。新陳代謝の動きが限られるなか、資本や労働力の効率的な配分が遅れ、中国経済の停滞が長期化することが懸念される。

(注12) 詳しくは、馬駿、劉斌、賈彥東、李建強、陳輝、熊鷹 [2015] を参照。

(注13) 中国における貸し渋り・貸し剥がしについて、詳しくは李若谷 [2014] などを参照。

(注14) 追い貸しの定義、背景、影響について詳しくは、翁 [2010] や福田、粕谷、赤司 [2007]、星 [2006] などを参照。

おわりに

本稿でみてきたように、中国では企業債務が急増している。2015年末の非金融企業債務残高の対GDP比は170.7%と、日本のバブル期を上回る規模である。貸し手の金融機関が十分な審査機能を果たせず、過剰な融資を実施してきたことが要因の一つとして指摘出来る。

高成長局面が終焉を迎えるなか、企業の資金繰りは悪化し、それに伴い不良債権も急増しているとみられる一方、不良債権の実態は不透明である。公式統計によると、2015年末

の商業銀行の不良債権比率は1.7%、不良債権残高は1兆2,744億元にとどまるものの、不良債権の認定基準が甘いことや、オフバランス（簿外）の与信が対象に入っていないことなどを踏まえると、実際の不良債権は公式統計を大きく上回る規模と考えられる。

そこで、中国銀行業監督管理委員会やIMFの方法を参考に「潜在不良債権比率」を推計すると、2015年末時点では8.6%と公式統計の5倍という結果となった。とりわけ、製造業、採掘業、不動産業、卸売業において、営業活動によるキャッシュフローで支払利息を支払えない企業が多く、かつ借入金が多いことを踏まれば、これらの分野向け融資の不良債権化が銀行経営を揺るがす恐れが高いと考えられる。

製造業の内訳をみると、重工業の鉄金属加工業、鉄道車両・船舶・航空機、石油加工・コークス製造の潜在不良債権比率が極めて高い水準にあるほか、はん用機械や軽工業にあたる紡績の状況も厳しい。他方、自動車や電気機械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、それらの潜在不良債権比率は低水準にとどまる。

続いて、不良債権の規模の試算にあたり、オンバランスの与信のみならず、オフバランスの与信も対象に入れた。そのうえで、上記の潜在不良債権比率を用いると、2015年末の中国の金融機関の抱える不良債権残高は12.5兆元と、公式統計の10倍の規模となる。この

ように、中国の金融システムが抱える潜在的な不良債権の規模は大きく、その分経済が不安定化するリスクが高まっているといえる。

こうした状況下、金融機関の破たんと政府によるミスハンドリングに留意する必要がある。2015年には債務超過に陥る農村信用社が出現し、ここ1年で複数の農村信用社や中国郵政貯蓄銀行の支店で、取り付け騒ぎも発生した。これらは、金融危機発生のトリガーになりうる。

他方、中国政府は信用収縮を警戒しており、当面金融危機を回避出来るとみられる。実際、2015年入り後に銀行融資の拡大ペースは加速した。また、政府は過剰債務の対策として1兆円規模の債務の株式化を進める方針である。

ただし、こうした政府の対応は投機的な動きに拍車をかけかねない。2015年入り後に代表的なシャドーバンキングである委託融資が再び増加しているほか、沿海大都市と一部の内陸都市で住宅価格が2ケタ上昇し、不動産市場にも過熱化の動きがみられる。

中長期的にみると、もっとも深刻な問題は、資源配分の最適化が遅れることである。経済成長率が低下し、企業収益が悪化しているにもかかわらず、銀行融資が一段と拡大していることは、追い貸しの兆候である。今後、不良債権の処理が先送りになり、資本や労働力の効率的な配分が遅れ、中国経済の停滞が長期化することが懸念される。

主要参考文献

(日本語)

1. 池尾和人 [1990]『銀行リスクと規制の経済学』東洋経済新報社
2. 翁百合 [2010]『金融危機とブルーデンス政策』日本経済新聞出版社
3. 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
4. 関辰一 [2015a]「限界に向かう中国の企業債務拡大 — 日本のバブル期と似た様相 —」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2015 Vol.15 No.57)
5. ——— [2015b]「バランスシート不況の入り口に立つ」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2015 Vol.15 No.59)
6. 関根栄一 [2015]「中国における金融改革 — 銀行業を中心に —」(全国銀行協会『金融』2015年9月号)
7. 高安健一 [2007]「中国における国有商業銀行改革と金融資本市場の発達」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2007 Vol.7 No.27)
8. 日本銀行 [2002]「不良債権問題の基本的な考え方」2002年10月11日
9. 福田慎一、粕谷宗久、赤司健太郎 [2007]「金融危機下における銀行貸出と生産性：企業別成長会計を使った「追い貸し」の検討」(日本銀行『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.07-J-14)
10. 星岳雄 [2006]「ゾンビの経済学」(岩本康志ら編『現代経済学の潮流2006』東洋経済新報社)
11. 湯元健治、関辰一 [2013]「中国のシャドーバンキング — そのリスクと政府対応力をどうみるか —」日本総合研究所リサーチ・レポート 2013年8月9日

(中国語)

12. 李若谷 [2014]「对当前企业融资难、融资贵问题的分析与思考」(中国银行业监督管理委员会『金融监管研究』2014年第11期)
13. 马骏、刘斌、贾彦东、李建强、陈辉、熊鹭 [2015]「2016年中国宏观经济预测」(中国人民银行『中国人民银行工作论文』No.2015/15 2015年12月16日)
14. 熊利平、蔡幸 [2012]「基于隐含不良贷款率加强商业银行信用风险判断的研究」(中国银行业监督管理委员会『中国银行业监督管理委员会工作论文』2012年第9期)

(英語)

15. IMF [2016], *Potent Policies for a Successful Normalization*, Global Financial Stability Report, Chapter1, April 2016
16. Taizo Motonishi and Hiroshi Yoshikawa [1999], *Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990's: Financial or Real?*, NBER Working Paper No. 7351, September 1999
17. Paul Heytens and Cem Karacadag [2001], *An Attempt to Profile the Finances of China's Enterprise Sector*, IMF Working Paper, WP/01/182, November 2001