

研究ノート

高水準が続く中国の債務残高の動向について

荒井 俊行

(はじめに)

中国政府は米中貿易戦争がもたらす中国経済の低迷に対処するため、2018年以來、最優遇貸出金利(プライムレート、1年物)の引き下げ(2019.9.20から年4.25%→年4.2%)、預金準備率の引き下げ(2019.9.16から大手銀行13.5%→13.0%)、銀行融資の拡大等の金融政策を中心とした経済の下支え対策を講じていることから、日本政府は2019年秋現在、中国経済の持ち直しの可能性があるという楽観的な見方を崩していない。中国経済の現状については、入手できる各種の統計データに限られ、また、一部は有料サイトに囲いこまれてしまい、開示性が低いことに加えて、一般人にとっては使い勝手が悪く、データの作成方法等に疑問符が付くものも少なくないため、自力で中国経済の正確な全体像を把握するのは容易ではないのが実情である。特に、時々断片的な情報はあつても、2010年前後から2020年近くまでの10年間程度の中期を通して概観したものは比較的少ない。しかし、弱い金融規律により、非金融企業部門で積みあがった債務残高はピーク時よりもやや抑えられつつあるものの、最近のBIS(国際決済銀行)のデータによれば、対GDP比で見て150%を超え、他の米国、日本、ドイツ等の先進国がおおむね100%以下の水準である中で、とびぬけて高く、依然危険水域にあって、楽観できないという意見が専門家の間では根強く、実際、新聞や専門誌では、これを下押し圧力とみて、世界経済の

リスクシナリオの大きな要素として注視を要するとの報道が少なくない。2019年10月15日に公表されたIMFの予測よれば、中国の実質経済成長率見通しは、下方修正され、2019年度の6.1%から2020年度には5.8%に低下するとされている。中国の債務累積問題の深刻化は、のちに述べる通り、中国の不動産マーケットの土地の国有制に基づく特殊性に帰因する面があると考えられることに加え、日本にとって今や最大の対外貿易国である中国(日本の貿易総額に占める中国本土のウエイトは21%、これに対し米国のウエイトは15%(いずれも2018年、財務省「貿易統計」による))の累積債務問題が顕在化する場合は、世界経済への大打撃となり、日本の金融・不動産市場を含め、日本経済全体にも広く悪影響が及ぶと懸念されている。日本の不動産業界にとつても中国の債務累積問題をできるだけ正確に理解しておくことは、今後の様々な業務戦略上も重要な部類に属する課題であろう。そこで、本稿では、不動産という観点からも多くの問題を内包する中国の累積債務問題について、限られた情報の中ではあつても、有識者の発言、公的機関の白書の記述や有力な公的な研究会での公表資料・表明された意見などをもとにして、巻末に示した参考文献を読み込んだうえで、重要な報道・報告レポート内容を、出典を引用しつつ紹介し、中国の債務累積問題のリスクをできるだけ客観的に認識できる機会としたい。なお、今回の考察に当たり、中国の債務累積問題に焦点

を当てているため、本来は内生的に扱うべき為替問題や対外貿易問題は所与として扱っている。

（日経新聞紙上における藤田和明編集委員のレポート）

はじめに、中国経済の全体状況を鳥瞰するうえで極めて的確な把握がなされている、2019年3月18日の日経新聞、藤田和明編集委員による中国の抱える債務についての解説記事を紹介する。

「金融市場のリスクを説明するのに、動物を用いた表現がよく使われます。例えば「黒い白鳥（ブラックスワン）」。事前に予測できないことが起き、市場に大きな衝撃を与えることをいいます。白鳥は一般に白色ですが、あるとき黒い白鳥が現れ、それまでの常識が崩れた逸話がもとになっています。2008年のリーマン危機がそうでしょう。

これに対し、「灰色のサイ」は特別でなく、日常に存在します。ただ静かにしている間はいいのですが、いったん暴れ出すと極めて大きな影響を及ぼす存在です。米国のミシェル・ワッカー氏が2013年のダボス会議で提起し、広く知られる言葉になりました。

いまの中国経済にとっての「灰色のサイ」は地方政府や企業に積み上がった過剰債務の問題です。1月21日、地方や中央政府のトップを北京に集めた学習会では、習近平国家主席が「わが国の経済情勢は総じて良好」としつつも、『黒い白鳥』だけでなく、『灰色のサイ』も防がなければならない」と強調しました。

中国ではリーマン危機後に踏み出した4兆元（当時のレートで約57兆円）の財政出動を起点に、投資ブームが起きました。その影で地方政府や企業の債務が急速に膨らんでしまったのです。中国の過剰債務問題には国際通貨基金（IMF）などが警告を鳴らしています。

中国の債務残高は国内総生産（GDP）比で253%と、比率は過去10年で2倍近くに上昇しました。過去の例から、債務残高のGDP比が短時間で急上昇した場合には、成長率の大幅な低下や、金融危

機が発生しかねない、という指摘です。

灰色のサイ問題は、人民日報が2017年夏に論説記事で取り上げ、その後の重要な政策課題になりました。灰色のサイが暴れ出さないように債務を圧縮する政策にいったんはカジを切りました。しかし構造改革は痛みを伴い、需要を抑えることとなりますから、景気の減速に直面します。米中貿易摩擦の影響も重なって、当初の改革路線の政策が難しくなっているのが実情です。

2019年3月の全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）でも、その苦悩がにじみ出ました。2018年の実質GDP成長率は6.6%と28年ぶりの低さになり、2019年の重点任務では、構造改革よりもマクロ景気への配慮が前面に出てきました。債務圧縮はいったん棚上げし、インフラ投資へ資金が向かうよう地方政府が債券を出しやすくしたり、企業や個人の減税策を打ち出したりしています。ただこうしたばらまきは、将来的な灰色のサイ問題を大きくすることになりかねません。

もし灰色のサイが暴れ出してしまおうとすれば、どういう場面で起きうるでしょうか。

大和総研の斎藤尚登主席研究員は2つの可能性を指摘しています。「1つは、経常収支の悪化を起点に資本の海外逃避が強まり、人民元安を止めるために利上げを迫られるリスク。もう1つは、不動産価格の下落が止まらなくなり、家計や企業に積み上がった債務が不良債権化していくリスクだ」

前者は、債務が多大な状況で金利高が起きると、景気を一段と冷やす難局に陥ります。後者の背景には、中国も少子高齢化で不動産需要がピークアウトする懸念があり、日本の不良債権問題に重なります。

目の前の景気を優先するか、将来のリスクを抑える構造改革を進めるべきか。両てんびんの難しい政策のかじ取りを中国は迫られているといえます」。

結論：中国の「灰色のサイ」は膨大な債務です。日本も経験したようにバブルで膨らんだ債務を削減するバランスシート調整は痛みを伴います。ただ中国の灰色のサイは中国にとどまらず、世界経

済の大きなリスクになります。中国の経済成長率が1%下がると、日本の成長率を0.2%押し下げるといった国内シンクタンクの試算もあります。中国の債務問題とその対応策には注意が必要です。

(以上、2019年3月18日日本経済新聞記事の引用)

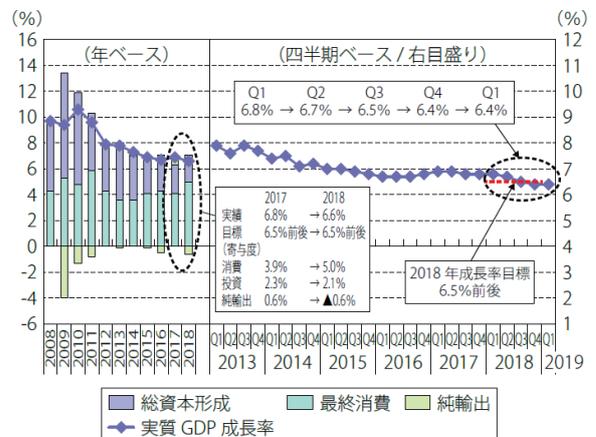
(中国経済の現状—2019年通商白書から—)

次に、政府サイドが中国の債務問題を含む経済状況をどうとらえているのか、2019年度の通商白書の中から、関係部分を抜き出して紹介する。この章の出典は全て、2019年度版の通商白書である。

2018年の中国経済を概観すると、中国政府は前年に引き続き、金融リスクへの対処を重点施策として、企業及び家計債務の圧縮等に努めたが、その過程で経済が減速したため、2018年中央からは政策の中心が債務削減から景気支援に切り替わった。この間に米国との貿易摩擦から双方が関税引き上げの応酬を行う事態に発展し、貿易鈍化の動きも見られた(図表1)。

中国の実質経済成長率は2017年に7年ぶりに上昇したが、2018年はふたたび減速した。2018年度の成長率は6.6%と政府目標(6.5%前後)は達成したが、天安門事件のあった翌年の1990年の3.9%以来の低い伸び率であった。また四半期ベースの推移をみても、2018年年央以降、3期連続で減速が続き、2019年第一四半期は6.4%とようやく下げ止まった。

(図表1) 中国の実質GDP(前年同期比)の推移



備考：四半期別の需要項目別内訳は発表されていないので伸び率のみ表示した。
資料：中国国家统计局、CEIC database から作成。

需要項目別には、2018年には最終消費の寄与度が拡大する一方で投資は縮小し、純輸出はマイナスに転じた。業種別にみると、2018年は第一次、第二次、第三次産業とも減速した。うち、第三次産業は比較的高い伸びを示したが、これは情報通信・情報技術サービスの突出した伸びに負うところが大きい。これに対し不動産の伸び率の低下が目立つ(2017年、6.6%⇒2018年、3.8%) (図表2-1, 2-2)。

(図表2-1) 中国の実質GDP成長率の需要項目別寄与度

(単位：10億元、%)

	経済規模 (2017)		寄与度		寄与度				
	金額	構成比	2017年	2018年	2018/1-3	2018/1-6	2018/1-9	2018/1-12	2019/1-3
GDP	82,075	100.0	6.8	6.6	6.8	6.8	6.7	6.6	6.4
最終消費	43,715	53.6	3.9	5.0	5.3	5.3	5.2	5.0	4.2
総資本形成	36,396	44.6	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	0.8
純輸出	1,415	1.7	0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.7	▲0.7	▲0.6	1.5

備考：寄与度は年初来累計で公表。2018年の需要項目別の金額は未公表。GDP総額と各需要項目の合計とは若干のずれが生じている。
資料：中国国家统计局、CEIC database から作成。

(図表2-2) 中国の業種別実質GDP成長率

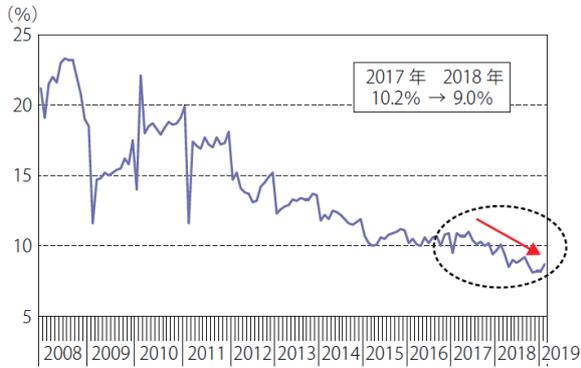
(単位：10 億元、%)

	経済規模 (2018)		実質伸び率			
	金額	構成比	2017年	2018年	2018/Q4	2019/Q1
全体	90,031	100.0	6.8	6.6	6.4	6.4
第1次産業	6,473	7.2	4.0	3.5	3.5	2.7
第2次産業	36,600	40.7	5.9	5.8	5.8	6.1
工業	30,516	33.9	6.3	6.1	5.7	6.1
製造業	26,482	29.4	7.0	6.2	5.7	6.5
建設業	6,181	6.9	3.5	4.5	6.1	6.2
第3次産業	46,958	52.2	7.9	7.6	7.4	7.0
運輸・郵便業	4,055	4.5	9.4	8.1	8.7	7.3
卸・小売業	8,420	9.4	7.4	6.2	5.5	5.8
宿泊・飲食	1,602	1.8	7.8	6.5	5.8	6.0
金融	6,940	7.7	4.4	4.4	6.3	7.0
不動産	5,985	6.6	6.6	3.8	2.0	2.5
情報通信・情報技術サービス	3,243	3.6	21.8	30.7	29.1	21.2
対事業所サービス	2,443	2.7	9.8	8.9	7.3	8.3
その他	13,922	15.5	7.4	6.3	6.4	5.2

備考：1. 工業は、鉱業、製造業、電気・ガス・水道を含む。
2. 2018年の経済規模は名目ベース。
資料：中国国家统计局、CEIC database から作成。

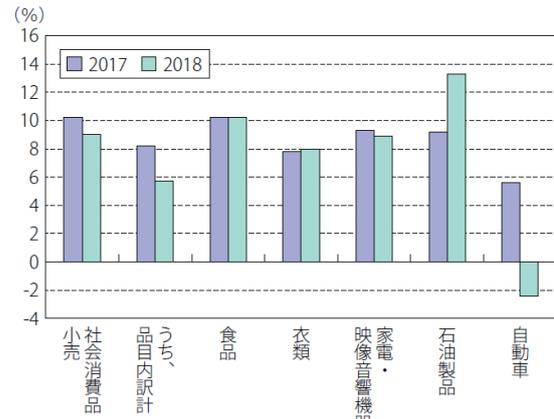
2018年の小売り売上高の伸び率は減退した。高額商品で小売りの大きなシェアを占める自動車販売がマイナスに転じた影響が大きい(図表3-1, 3-2)。

(図表3-1) 中国の小売り売上高の伸び率(前年同月比)の推移



資料：中国国家统计局、CEIC Database から作成。

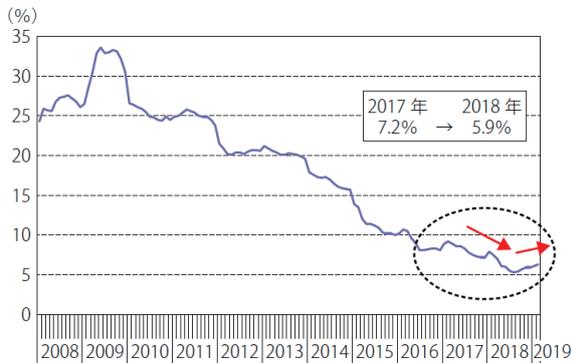
(図表3-2) 中国の小売り売上高の主要品目別伸び率(2017年、2018年)



備考：品目内訳は年間売上高が一定規模以上の企業のみで集計。
資料：中国国家统计局、CEIC database から作成。

2018年の固定資産投資の伸び率は、インフラ投資の減速がおおきく影響し、2017年に比べ減速した。しかし月次の推移をみると、鈍化が続いてきた伸び率は8月を底に緩やかながら上昇してきている(図表4)。

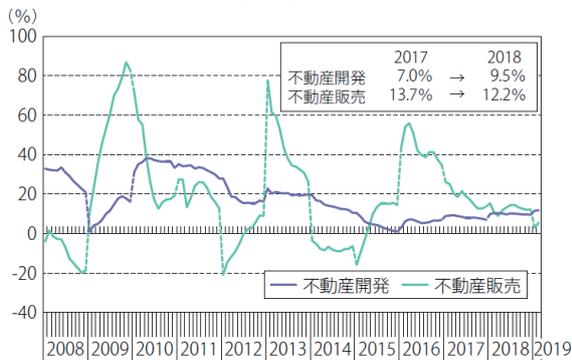
(図表4) 中国の固定資産投資の伸び率（前年同期比）



備考：固定資産投資は1月からの累計が公表される。
資料：中国国家统计局、CEIC Database から作成。

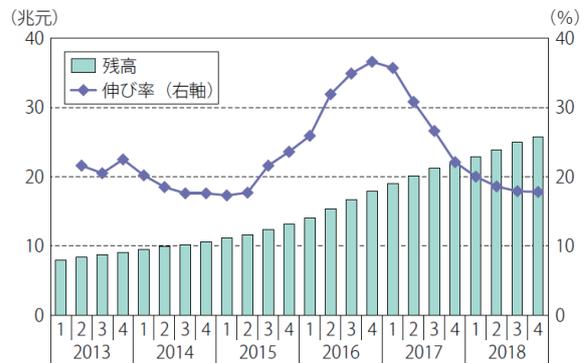
2018年の不動産開発の伸び率は2017年に比べれば上昇したが不動産販売の伸び率は鈍化を続けており、先行きを懸念する見方が出ている。その背景に家計債務削減の一環として住宅ローンの審査が厳格化され伸びが落ちてきていることに加え、不動産価格の高値安定が影響しているとの見方もある(図表5-1、5-2)。

(図表5-1) 中国の不動産開発及び販売の伸び率（前年同期比）



備考：1月からの累計値に対する伸び率。なお、1～2月は合計値で公表されている。
資料：中国国家统计局、CEIC Database から作成。

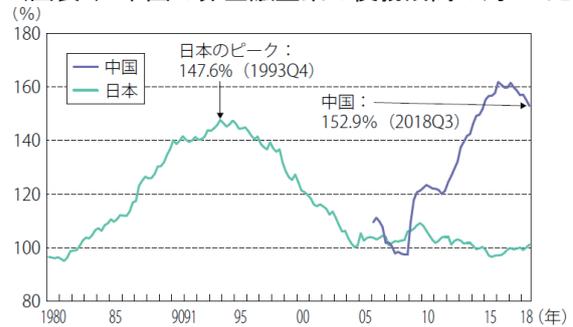
(図表5-2) 中国の住宅ローン残高の推移



備考：伸び率は前年同期比。
資料：中国人民銀行、CEIC database から作成。

国際決済銀行 (BIS) が公表している統計で中国の企業債務をみると、2016年ころまで経済規模に比べて債務の拡大が続いていたが、この事態を重く見た中国政府が民間債務の削減を重点政策として進めたことから、債務残高は低下に向かったものの依然高水準である(図表6)。

(図表6) 中国の非金融企業の債務残高の対GDP比

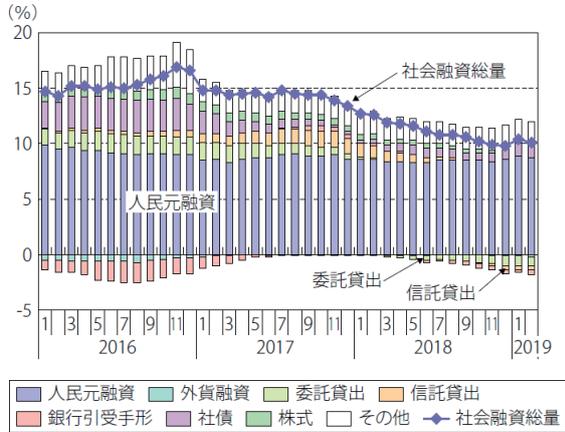


資料：BIS Web サイト「Credit to the non-financial sector data」から作成。

中国の国内統計で債務の動向をみると中国人民銀行が公表している社会融資総量の残高伸び率が2017年以降は鈍化傾向にある。特に2018年はシャドバンキングと指摘される委託貸出、信託貸出等の伸びがマイナスとなり、残高が減少している。これを見る限りシャドバンキング対策がある程度進んできたとみられる。ただし、2019年初めには社会融資総量全体野残高の伸び率は上昇の兆しもあり、今後の動きに注視が必要である。銀行融資における不良債権比率もほぼ安定的に推移している¹(図表7-1、7-2)。

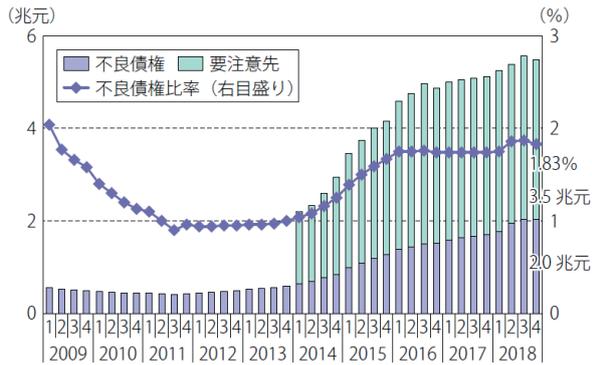
¹ 関辰一「中国経済の罌」(日本経済新聞出版社、2018.5)によれば、不良債権比率は過小評価されており、利払

(図表7-1) 中国の社会融資総量の残高の伸び率(前年同月比)の推移



備考：社会融資総量の残高は2015年1月から月次データの公表開始。
資料：中国人民銀行、CEIC database から作成。

(図表7-2) 中国の商業銀行の不良債権の推移



備考：1. 不良債権比率は、融資残高に対する不良債権の比率。
2. 「要注意先」は2014年からの公表。
資料：中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）、CEIC database から作成。

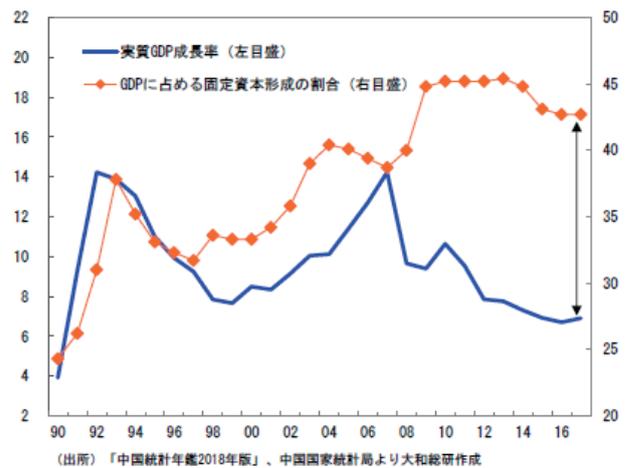
(中国経済のマクロ的鳥観図)

1990年代後半に、朱鎔基首相を中心に行われた経済改革は、国有企業を退け、民間企業の進出を促す「民進国退」の理念の下に進められ、国有企業改革により民間分野に新しい領域を委ね、民間企業の自立的発達を促すことを目指していた。しかし、2008年11月から2010年にかけて胡錦濤、温家宝政権のもとで行われたリーマン・ショックに端を発する経済危機に起因する世界恐慌を回避するために実施された4兆元の公共事業プロジェ

い・税引き前・償却前利益が同年の支払い利息を下回る上場中国企業2327社のシャドバンキングを含めて借入金を不良債権に含めると、2015年のデータでは、不良債権比率は融資額の8.6%に達するという(36ページ)。

クトは、中国経済を「国進民退」に逆旋回させる契機になってしまった。田中直毅「中国大停滞」(日本経済新聞出版社、2016.3)によれば、これらの事業は公開入札で民間に開放されて行われたわけではなく、6万社に及ぶ国有企業群に仕事の多くが回る構図であり、その国有企業群の背後には、その後の反腐敗運動の摘発により不正が炙りだされた、党を代表する一部の有力者等を含む既得利権が絡まったものもあり、事業の効率性、収益性、有用性等が十分に確保された形跡は見出しにくいという。実際、2008年以降、GDPに占める固定資本形成の割合は大きく増加したが、逆に中国のGDP成長率は低下を続けており、巨額の固定資本投資が非効率な環境下で執行されたことを推測させる(図表8)。

(図表8) 投資効率の低下(単位：%)



(出所)「中国統計年鑑2018年版」、中国国家統計局より大和総研作成
(注) 財務省総合政策研究所「平成30年度中国研究会(第1回)」における(株)大和総研主席研究員 斎藤尚登氏の提出資料(4ページ)による。

(中国経済のマルクス経済学的分析²⁾)

4兆元の大規模予算の執行は、世界経済を恐慌から救ったと評価する見方がある一方、他方で、この予算執行は、経済学的には、中国国内でのマ

² この項は、主として田中直毅「中国大停滞」(日本経済新聞出版社、2016.3)を参考にした。田中氏は、中国の上記のような供給能力の過剰問題の分析には、マルクスが「共産党宣言」の中で分析の対象とした19世紀半ばの欧州経済に酷似する状況が現代の中国経済にも存在し、マルクスの金融恐慌論の考察がなお有用な局面があると指摘している(117ページ)。

クロの需要と供給のアンバランスの調整が大きな失敗に終わった事例とみる見方もある。すなわち、需要と供給をつなぎ、市場内部で調整を完了させる経済動学的なメカニズムが働く余地が中国経済には欠如していたため、企業ごとに積みあがる商品供給に対して、市場メカニズムが十分に機能せず、商品供給者は相互に調整を図ることができないまま、過剰投資が横行し、生産設備の過剰ストックに直面する事態が常態化した。一方、需要については、部門間に不均衡があり、とりわけ資本と労働の分配のアンバランス(所得分配の不公平)に起因して需要が十分に積みあがらない状況が顕在化し、供給過剰が、製品在庫の山、在庫のたたくき売りを通じて、個々の企業の資金繰りの悪化、設備の不稼働、倒産の多発、銀行の不良債権の拡大、信用不安というシナリオが、はやくも大規模財政支出発動後間もない2011年以降、中国経済を襲うこととなった。それは、この時期に早くも、生産のボトルネックの発生から企業の生産効率が大きく低下し、コストの増嵩から、商品の供給コストが上がって利益を上げることが難しい事業環境が生まれていたことを示している。

(シャドーバンキングという仕組みを可能にした暗黙の債務保証³⁾)

急成長する経済の下で、膨大な資金需要を抱える中国の国有企業を中心とする資金需要者は、借り入れの返済が滞っても最後は政府が助けしてくれると考え、可能な限り、返済の当てのない資金までも含めて、野放図に資金を借りようとする傾向があるといわれ、他方、貸し手の商業銀行は、政府が人為的に銀行貸し出し金利を低く設定しているため、おのずとリスクの小さい国有企業向けの

融資に傾き、2011年以降、金融監督当局が景気過熱から貸し出しの圧縮の指示が銀行に出ると、リスクの大きい限界的な民営を中心とする中小企業向け貸し出しには消極的となった。

このため、中国では、早くも2011年以降、民営の中小企業では、資金需要に見合う銀行融資を受けることが困難となり、銀行はできるだけ資金需要に応ずるべく、バランスシートの膨張を隠すことのできる、のちに述べる影の銀行(以下、「シャドーバンキング」という。)と呼ばれる金融方式に活路を見出し、これが既存の金融システムを補完して、中小企業等の資金繰り難の解消に積極的な役割を果たした。

この貸し手側のシャドーバンキングは、銀行の簿外貸し出しのほか、地方政府の設立した融資プラットフォーム(LGFV=Local Government Financing Vehicles)と呼ばれる債券発行主体によって担われており、中央政府もこれを黙認したため、資金の借り手である、インフラ投資や不動産投資を手掛ける国有企業を中心とする企業には、政府が債務保証をしてくれるという期待が醸成され、政府の債務については、金融機関との間で正式な貸借関係があるわけではないが、例えばプロジェクトを奨励する文書の存在が政府による保証の提供と同等の効力を発揮するとの指摘がある。融資プラットフォームは、債券発行により投資家から調達された短期、高利回りの資金を利用して、融資の拡大を継続させた。

経済学の用語でいえば、政府の暗黙の保証の下で、融資プラットフォームは政府による保証や救済を前提に、倒産の可能性のある企業にまで融資事業の守備範囲に組み入れた貸出業務(いわゆるソフトな予算制約下での貸出業務)が可能となり、この結果、企業の設備投資が過大に行われ、過剰生産が多くの産業分野で顕在化することになった。

関辰一「中国経済成長の罫」(日本経済新聞出版社、2018.5)(96ページ)によれば、設備投資のために借入を受けた企業は、この資金をもとに、設備投資以外の目的外の金融商品に多額の財テク投資を行い、さらには、資産価格が上昇した2010年前後以降2015年前頃まで、不動産の投機用に資

³ この項は主として朱寧「中国バブルはなぜつぶれぬのか」(日本経済新聞出版社、2017.7)を参考にした。朱氏は「金融機関が自らの評判を懸念し、監督当局者が出世を気にかけて、中央政府が社会の安定を重視している限り、本来、投資家が負担すべきリスクをそれらが担ってくれると信じている(すなわち暗黙の保証が付与されている)ために、人々は約定違反のリスクを考えないようになっている」(15ページ)と指摘している。

金に流用して利ザヤを稼ぐバブル期の一部の日本企業と同様の状況が生じたという。(図表9)の非金融企業債務残高が実物の毎年の固定資本形成を大きく上回って増加を続けていたことも、このような事情を間接的に裏付けるものである。

(図表9) 中国の非金融企業債務残高と固定資本形成の対GDP比(単位: %)

	①非金融企業 債務残高 対GDP比	②固定資本 形成 対GDP比	=①/②
2008	98	40	2.45
2009	122	45	2.71
2010	123	46	2.67
2011	122	46	2.65
2012	134	46	2.91
2013	145	47	3.09
2014	155	46	3.37
2015	162	45	3.37
2016	166	44	3.77

- (注)1. 関辰一「中国経済の罌」(日本経済新聞出版社、2018.5)のデータ(93ページ)から筆者が作成。
 2. 三浦佑介「みずほインサイト(みずほ総合研究所、2018.12)によると、「2018年に入ると借り入れ元本に係る支出が高まって、資金繰りが悪化した融資平台は、投資を抑える一方、借入債務の返済を加速させデレバレッジを進めた可能性がある」と記述されており、非金融企業債務残高は減少に向かったと考えられる(図表13-2も参照のこと)。

(シャドーバンキングの仕組み⁴)

シャドーバンキングとは、銀行の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。2008年～2010年にかけて、4兆元の大規模な景気対策の執行のため、中央政府は、国有企業を中心に銀行融資を急拡大させたが、その後はインフレ退治のために、金融政策当局は、金融を引き締める一方、地方政府や企業に対しては、景気失速を防ぐ

ための投資の拡大を求めた。しかし地方政府は1994年以来、予算法により、債券市場からの資金調達に禁じられ、資金調達手段が限られているなかで、こうした金融政策当局の無理な施策指示の結果、資金需要の大きいインフラ投資や不動産投資の分野を中心に、シャドーバンキングが膨らんだ。

すなわち、地方政府は設立した融資平台に銀行借入れないしは高利回りの投資債券を発行させて短期資金を調達させ、この融資平台にインフラ、不動産開発、基幹産業など長期の事業に資金を投じさせる、銀行以外の主体による信用供与という意味で、影の銀行業務＝シャドーバンキングといわれる資金調達形態が拡大した(図表10)。

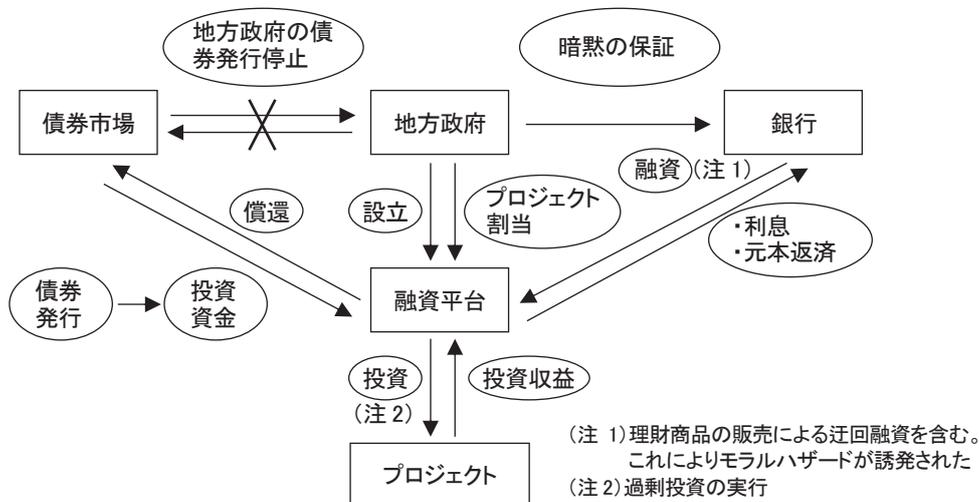
この融資平台のシャドーバンキングという方式は、①信用力が相対的に高い地方政府が直接債券を発行するものではないので、融資平台による債券発行のクーポンレートの金利が高くなり、金融コストが増嵩しがちなこと、②本来は行うことができない政府の暗黙の保証がついていたため、銀行等による融資平台への過大な貸し出しが行われたこと、③この結果、融資平台を通じた資金融資が財務体質の弱い主体にまで拡大して過剰投資が起り、次第に中国企業の投資収益率の低下が招来されたことなどを指摘できる。

(シャドーバンキングの種類)

シャドーバンキングの形態については多様なとらえ方があるが、関辰一「中国経済成長の罌」(日本経済新聞出版社、2018.5)(56ページから57ページ)によると、金額の規模が大きい、銀行理財商品、委託融資、信託融資がその主要なものである。

⁴ この項は、主として関辰一「中国経済成長の罌」(日本経済新聞出版社、2018.5)を参考にした。関氏は「政府保証は企業の資金調達構造をゆがめ、企業の債務問題を深刻化させる。企業は利払いに窮しても、最後は政府が救済してくれると期待し、返済能力を超える規模の債務を背負いがちになる。また、銀行などの資金の出し手も、企業経営が傾いても政府が最後は何とかするだろうと事業融資を行うに当たって、貸出に係る返済能力の審査が甘くなりがちになる」(38ページ)と指摘している。

(図表10) シャドーバンキングの仕組み



(注) 筆者が作成

第一の銀行理财产品とは、銀行が個人や企業の投資家向けに販売するリスクの高い金融商品であり、融資規制を強化された銀行がオフバランス勘定を通じた融資平台等への迂回融資を可能とするもので、投資の選択対象が限られる中国の投資家にとって、政府から融資平台への暗黙の債務保証がなされたこともあり、預金よりも高い利回りが期待できるため応募倍率が高かったという⁵。

第二の委託融資とは銀行を仲介役に企業が他の企業へ貸し付ける形態であり、実態的には銀行が貸付先や用途、金額、金利などを決めて融資の仲介手数料を取得するものをいう。

第三の信託融資は、銀行が融資資産を信託会社のバランスシートに移す中で増加させた融資である。

いずれも、自己資本規制、預貸率規制の上限に

直面した銀行が、自ら実行したい意図のある事業融資を簿外に移して実施したものとみることができる。

(シャドーバンキングの拡大の要因)

融資平台は高利回り債券を発行して多額の資金を集め、インフラ整備や不動産開発等に貸し出すシャドーバンキングという新たな仕掛けが作り出されたが、こうした融資経路の設定が 2009 年 3 月に金融当局から容認されて、政府、銀行による隠れた債務保証が暗黙のうちに、このシステムにビルトインされ急拡大したのは、田中直毅氏の著書「中国大停滞」（日本経済新聞出版社、2016. 3、129 ページ）によれば、①経済成長への貢献を使命とする地方政府幹部の正義感、②高利回り商品での運用を期待する投資家の射幸心を満たす理财产品の組成、③銀行の簿外化取引志向（例えば銀行は融資債権を大口の銀行預金者などに売却して、銀行の貸借対照表から外し、自己資本対比の資産を軽くして融資枠の確保を図るだけではなく、銀行理财产品の販売等を手掛けて簿外貸し出しを増やす）といった要因がその拡大を後押しする方向に作用したと考えられるとしている。

⁵ 朱寧「中国バブルはなぜつぶれないのか」（日本経済新聞出版社、2017. 7）によれば、「銀行がやっていることは、銀行間市場で他の銀行や金融機関（すなわち、信託会社、証券会社、保険会社）の資金が元となっている銀行間預金（預貸率を算出する際に預金として認められない）を、他の金融機関が発行する理财产品を購入するために使うことだ。それらのノンバンク金融機関は、銀行から理财产品の購入代金を受け取ると、その資金を普通預金として銀行に移す。これらの金融機関はこのような取引によって事業を強化し、かなりの手数料を稼ぐ。一方で銀行は時間や手間をかけることなく預金残高を増やすことができる」（65 ページ）としている。

(シャドーバンキングはサステイナブルか)

(1) 景気循環要因という視点

長い目で見ると、シャドーバンキングという手法には持続性があるのだろうか。バブル期のようにインフレが進み、投資家が債券を購入して調達された資金をもとにして融資プラットフォームを通じた融資が円滑に行われ、融資を受けた企業の生産が拡大し、商品が高値で円滑に売却でき、その融資資金が順調に回収されるうちは問題は顕在化しないが、バブルがはじけ、商品が適正な価額で売れなくなり、企業の資金繰りが悪化した場合、債券を発行した融資プラットフォームはその投資家への返済資金をどう回収するのかという問題に直面し、多くのプロジェクト資金がプールされるどんぶり勘定が成立しない限り、不良債権化が不可避となり、貸倒引当金の積み増しにより、自己資本の棄損が進むことが避けられなくなる。現に中国政府は2017年以降の一時期、資金プールを禁止し、貸出金の回収不能による投資家へのデフォルトもやむなしとの姿勢に傾いた時期があったが、その影響がドラスティックとみるや、2018年以降は政府保証による債務返済を黙認する方向に舵を切ったことはのちに述べる⁶ (図表17参照)。

(2) 投資資金の期間構成という視点

先に指摘した通り、シャドーバンキングのスキ

ームは景気感応的であり、景気の歯車が拡大から停滞に向けて逆回転を始めるとその非持続性が顕在化する。その重要な要因の一つは銀行理財商品などの調達資金と融資資金との満期期間構成のアンバランスである。シャドーバンキングを通じて調達された資金の多くは、不動産開発投資やインフラプロジェクト、過剰な生産能力を持つ基幹産業中心の国有企業に投入されたが、これらは返済に長期間を要する長期の貸付資金であるのに対し、銀行理財商品の発行で調達された資金は投資家が利ザヤを稼ぐ目的で購入する満期3か月以内の短期資金が全体の過半以上を占めていた。貸付長期、調達短期という満期構造に乖離を持つシャドーバンキングが機能するためには、長期融資資金が円滑に回収され、短期の資金調達元に還元されなければならない。

しかし、バブルがはじけ、多数のプロジェクトの資金プールが禁止されると、手掛けるインフラ・不動産投資等の資金回収が遅滞・遅延し、また、その収益率が低くなるにつれ、企業が投資資金の財源をシャドーバンキングに依存する仕組みはデフォルト(資金の借り手が資金の出し手に対して借りた資金や約束した利息を支払えない状態)絡みとなり、サステイナブルではなくなった。2017年以降になると、金融当局によるシャドーバンキング抑制の動きを受け、岡崎久美子「安定成長への道を模索する中国」(月刊資本市場、2019.7)(42ページ)の中では、「多くの中小企業が資金繰りに陥っているとの報道がある」と指摘されている。実際、こうした中で、2019年には、中国人民銀行が新規貸出額の一定割合以上を中小企業に貸し出すよう指導を開始した。

(拡大を続けた地方政府の債務⁷)

2014年前は、中国の地方政府は独自の外部資金調達を禁止されていた。このため、地方政府が融資プラットフォームを通じて資金調達を代行させるようになったことについてはすでにふれたが、そうした金融

⁶ シャドーバンキングは、中央政府の人事評価システムがその拡大を助長したとも指摘されている。それは、地方政府において、その地域の経済成長率を高めて、業績を上げた中間管理職に昇進の道が開かれていたため、工業団地造成、商業ビル建築、大規模住宅団地開発を通じた事業拡大が地域活性化のわかりやすい成果指標であった。そのため、地方政府が直接負債を大きく増やすことができない中で、融資プラットフォームというペーパーカンパニーを設立し、それが発行するリスクが大きく、格付けの低いハイイールド債で集めた資金が不動産開発事業者に融資され、不動産開発事業者は建設したマンション等の所有権とともに、地方政府から譲渡された都市部の国有土地の使用権を都市住民に分割譲渡し、地方政府がその譲渡収入を得るというのが手っとり早い事業手法であったようである。このことについては、大越匡洋「北京レポート、腐食する北京」(日本経済新聞出版社、2016.8)(109ページ)や朱寧「中国バブルはなぜつぶれないか」(日本経済新聞出版社、2017.7)(222ページ)など多くのレポートが言及している。

⁷ この項は、主として李智雄「中国経済」(日経BP社、2016.11)(150ページ)を参考にした。

調達方式について、2014年には、中央政府が歯止めをかけるべく、予算法が改正され、正当な長期インフラ関連の債務は地方政府が債券発行を活用しながら返済する方式に改められた。2015年以降、中央政府を合わせた政府部門の債務残高は中国財政部資料によれば、2018年度末で33兆元となっている（図表11）。

（図表11）中国の中央・地方政府債務残高の推移
（単位：兆元）

	2014 末	2015 末	2016 末	2017 末	2018 末
中央 政府	9.6	10.7	12.0	13.5	15.0
地方 政府	15.4	14.8	15.4	16.5	18.4
合計	25.0	25.4	27.4	30.0	33.4

（注）1. 岡寄久美子「中国におけるデレバレッジの進展状況：「過渡期」の難しさ」（キャノングローバル戦略研究所、2019.7）（7ページ）による。資料出所は中国財政部による。

2. 地方政府による融資平への隠れ債務保証の金額については、公式のデータを確認できないが、日本経済新聞2013年12月31日の朝刊記事は、「中国審計署（会計検査院に相当）によると、2013年6月現在で地方政府の直接間接の債務残高は17兆8909億元に上った。隠れ借金である融資平台の債務も含まれ2010年末に比べ7割増えた…（中略）…国、地方を合わせた政府全体の債務残高は、30兆元を超え国内名目総生産の6割近い水準になる…（中略）…内訳は地方政府が返済に直接責任を負う債務が10兆8859億元、地方政府が担保を差し入れ関係機関が債務返済を保証する分が2兆6656億元、債務保証をしていないものの債務者である関係機関が返済困難に陥る場合に、地方政府が支援を提供する可能性があるものが4兆3394億元。地方政府の債務全体の内、融資平台による債務が4割近くを占めた」と伝えている。

2017年4月、中央政治局会議は、地方政府の融資平台に対する政府保証の提供を禁止する旨を通知したため、順次シャドーバンキング融資残高が減少に転じてはいるものの（このことは図表2、図表12-2の非金融部門の企業債務残高の動向からも確認できる）中小企業等の資金繰り難等もあり、シャドーバンキングは収束していない。関辰一「中国経済成長の罫」（日本経済新聞出版社、

2018.5）（52ページ）によれば、中国政府は「シャドーバンキングのリスクをコントロールするために、行政指導を通じて様々な規制・監督強化を行ってきたものの、…こうした手段は副作用が大きく、最終的には資金供給を回復せざるを得なかったと解釈できる」とし、また、みずほ総研の三浦佑介アジア調査部中国調査室主任研究員は、みずほインサイト「中国でくすぶる地方債務問題」（みずほ総合研究所、2018.12）の中で、「2017年末で、地方政府のシャドーバンキングの規模は20兆元超50兆元未満程度に上り、正式の地方政府債務残高16.5兆元を超えており、いずれにしても金融リスク防止の観点から無視できない問題となっているといえよう」との判断を示している。

（シャドーバンキング問題の根底にある中国の土地所有・不動産市場問題⁸）

中国では、土地はすべて私有財産としては認められておらず、土地は都市部では国有だが、農村部では集団所有という形をとっている。ここで、国有（地方政府も国の一部である。）とは、中央政府又は地方政府が土地の所有権を持つことを意味し、集団所有とは、農業生産合作社などの農民の集団経済組織が農民を代表して土地を所有することである。1980年代以降1990年代にかけて、改革開放が進むにつれて、都市部の土地はそれまでの使用許可方式から使用権の譲渡方式に、農村部の生産方式は、それまでの人民公社方式から家庭請負制方式に改められた。特に、都市部の国有土地の使用権は、旺盛な住宅需要を背景に、住宅の所有権とともに、分割されて国民に譲渡される事例が増加した。土地の使用権の使用期限は、都市部の宅地が70年間、工業用地が50年間、商業用地が40年間になっているのに対して、農地（請負経営権）は30年間と短くなっている（いずれも更新が可能）。

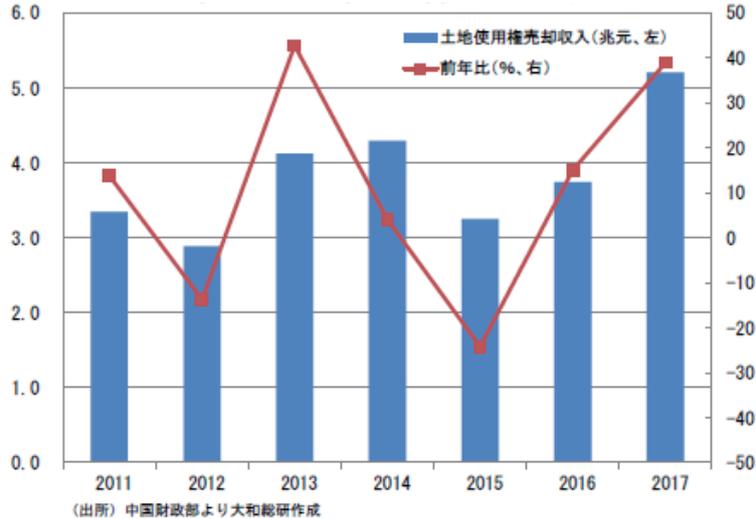
⁸ この項は、主として関志雄「農地は誰のものか」（経済産業研究所、2006.9）（2ページ）、大越匡洋「北京レポート」（日本経済新聞出版社、2016.8）（108ページ）を参考にした。

地方政府は都市部の国有土地の使用権を不動産開発事業者に高値で譲渡して譲渡収入を得るが、その譲渡収入は、2017年には、地方政府の歳入の約2~3割程度に当たる約5兆元（約85兆円）に達している。

中国では、都市部の土地は国有であることから、固定資産税収入や相続税収入といった歳入が存在しないため、地方政府が歳入を増やそうとすると、都市部の土地使用権を不動産開発事業者に譲渡し、不動産開発事業者が住宅の所有権とともに、購入者に、土地の使用権を分割譲渡させる手法が採られてきた。これが中国において、シャドーバンキングを通じた不動産開発事業が活発に行われてき

た一つの大きな理由となっている。こうした中で、従来から、地方政府は、歳入確保を目的として過剰な不動産開発事業を手掛けがちであり、景気の低迷等が顕在化する局面では、投資資金が回収できない不動産開発事業者が多発し、不動産開発事業は一時的に歯止めがかかる構造がある。現に2015年には、住宅ローンの融資規制が強化され、住宅価格の高値安定、過剰な在庫の積み上がりにより、住宅不況が招来され、地方政府の土地使用権譲渡収入も3兆元程度にまで減少した。もっとも、その後、2016年、2017年と不動産開発事業は回復基調に戻っている（図表12）。

(図表12) 土地使用権売却収入と前年比の推移（単位：兆元、%）



(注)財務省総合政策研究所「平成30年度中国研究会（第1回）」の(株)大和総研 主席研究員齋藤尚登氏の提出資料（18ページ）による。

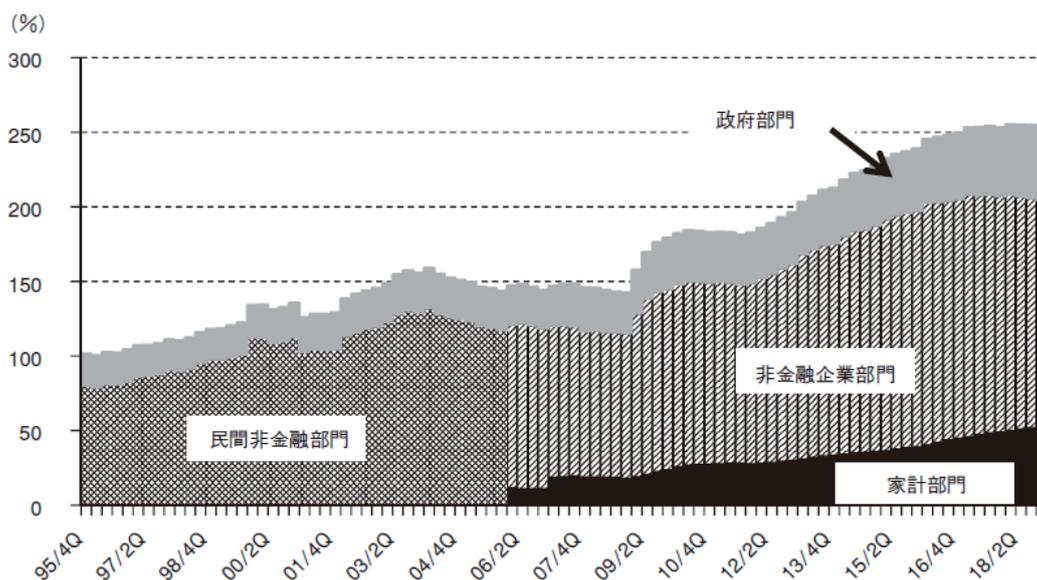
(図表13-1) 中国の部門別債務残高対GDP比
(単位：%)

	家計		非金融企業		政府		合計	
	2008	2018	2008	2018	2008	2018	2008	2018
債務残高 GDP比	17.7	49.3	96.3	164.1	27.1	47.8	141.3	261.2

(注) 1. BIS「total credit statistics(September 2018)」により筆者が作成。

2. 2008年は年末、2018年は3月末の数字。

(図表13-2) 中国の制度部門別債務率 (債務残高/GDP)



(注) 直近値は2018年末の計数。

(資料出所) BIS total credit statistics

(注) 岡寄久実子「中国におけるデレバレッジの進展状況：「過渡期」の難しさ」（キャノングローバル戦略研究所、2019、7）（3 ページ）による。

（金融危機の引き金になりうる中国債務残高の増加⁹⁾

国際決済銀行 (BIS) によると、2018 年 3 月の中国の債務残高の GDP 比は 261.2%と過去最高を記録した。ここで、2008 年 11 月に発表された 4 兆元の景気対策の後、10 年を経過した 2018 年までの 10 年間の間に、どれくらい中国の債務残高が増えたのかをみると、著しく増加していることが図表 12-1 から読み取れる。特に、非金融企業債務残高の対 GDP 比が大きく、関辰一「中国経済成長の罫」（日本経済新聞出版社、2018.5）（29 ページ）の推計によれば、少なくともその過半は国営企業であるとされており、業種別には 2015 年時点で、鉄鋼・石炭などの重工業関係製造業、不動産業、インフラ（電気・ガス・水道等）、建設業で 7 割を占める。

ところで、IMF の 2017 年の中国年次報告によれば、「いくつかの例外を除き、債務残高の GDP 比が

5 年間で 30%以上高まった場合は、成長率の大幅な低下や金融危機が発生し、特に、GDP 比が 100%を超えてから債務が急増したケースは、みなが酷い結果に終わっている」との記述があり、この要件を満たしている中国の債務残高は、金融危機や景気の急減速を招きかねない危険なレベルにあるといえよう（前ページ図表 13-1, 13-2）^{10 11)}。

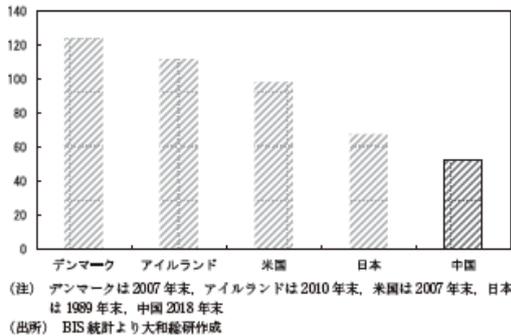
¹⁰ 関辰一「中国経済成長の罫」（日本経済新聞出版社、2018.5）（92 ページ）によると、「借入れ主体別の債務をみると、2016 年末時点で中国の債務残高は家計が約 33 兆元（GDP 比 44%）、非金融企業が 124 兆元（GDP 比 166%）、政府が 33 兆元（GDP 比 44%）、合計では 190 兆元で同年の GDP 比 255%に達する」としている。このうち、ウエイトの大きい非金融企業部門の債務残高の 68%、すなわち GDP 比の債務比率の 112%は国有企業が占め、国有企業の債務の半分は地方政府がインフラ建設資金等の調達のために設立した「地方融資平台」が占めるという指摘があり、このとおりであるとすると、企業債務全体の 3 分の 1 の約 42 兆元が地方融資平台から流れてきていることになる。

¹¹ カーメン・ラインハート・メリーランド大学教授トケネス・ロゴフ・ハーバード大学教授は共著「国家は破綻する」（日経 BP 社、2011）において、1800 年から 2008 年までの世界の 66 か国のデータを集計し、その間に世界で 268 件の銀行による金融仲介の機能不全に起因し

⁹ この項は、主として関辰一「中国経済成長の罫」（日本経済新聞出版社、2018.5）を参考にした。

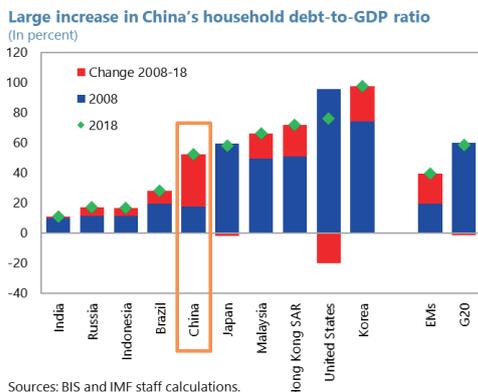
なお、率は低いが、家計部門の債務も増加のペースが速く、対 GDP 比率は 50% に近づいて増加しており（図表 14）、次第に日本のバブル期の水準である 60% に近づきつつある。中国政府は住宅価格が高騰すると住宅ローンの抑制策をとるが、下落すると直ちに挺入れ策を講じて住宅価格の下落を抑えてきたという経緯があり、この意味で中国の住宅市場では長期にわたって販売価格が下方硬直的になっており、根強い住宅需要を背景に、バブル的体質が維持・温存されている面があることに留意が必要である。このため、中国の家計部門の破綻が金融危機の引き金になると懸念する向きもある（図表 14-1、14-2、15）。

（図表14-1）過去の不動産バブルが生じた国と中国の家計債務残高の対GDP比



（注）財務総合政策研究所「ファイナンシャル・レビュー、斎藤尚登「中国の金融リスク」」（令和元年第 3 号（通巻第 138 号）2019 年 8 月）（73 ページ）による。

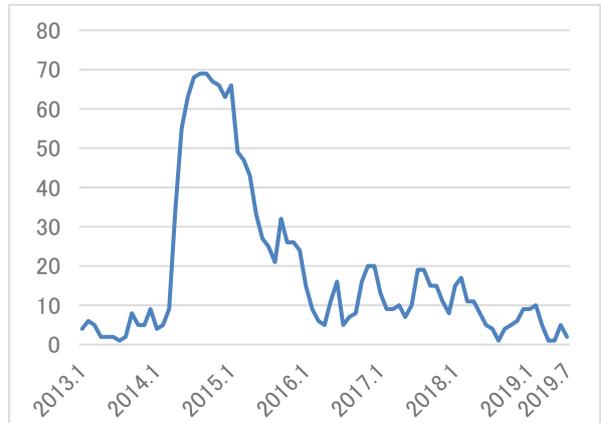
（図表14-2）最近10年で急増する中国の家計部門の債務残高（2008年→2018年）



（注）Kenneth Kang 「CHINA 2019 ARTICLE IV CONSULTATION」 (IMF, 2019. 11) (20 ページ) から引用。

た危機が発生したとし、与信の拡大ペースが経済規模に対して早すぎると金融危機が起りやすいことを明らかにしている。

（図表15）中国主要70都市の住宅価格が前月比で下落した都市数（2013/1～2019/7）



（注）新聞報道等により筆者が作成。

（地方債発行による過去の債務の借り換え¹²）

中国の地方債は、大きく①地方政府一般債、②地方政府特別債、③借換地方債の 3 つに分けられ、従来は地方債の発行は原則禁止とされていたが、2014 年の予算法の改正（2015 年 1 月 1 日に同法改正法を施行）により、①～③の地方債が発行されるようになった。それ以前は前述した地方政府が設立した融資平台を活用した短期・高金利の資金調達が発行されたが、2015 年以降は、地方政府が融資平台の債務を保証することは禁止された（融資平台の債務については融資平台自身が返済責任を負う）。

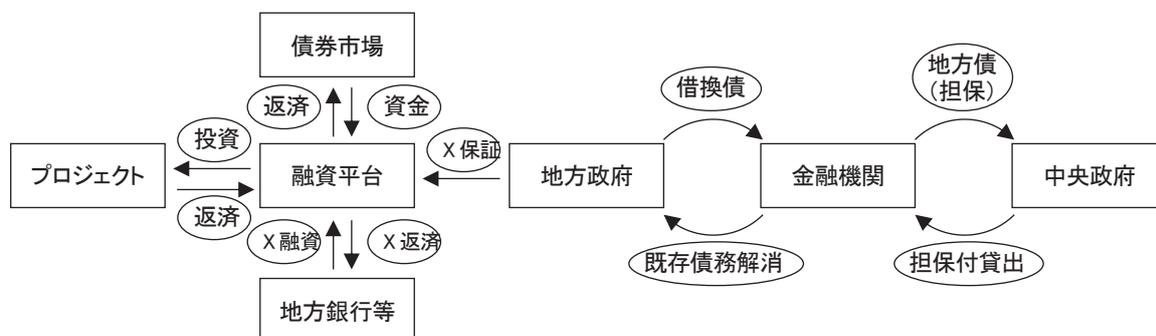
短期・高金利で調達した（シャドーバンキング）の地方政府債務を中長期・低金利の地方債に置き換える③の借換地方債について、正確性を期するため、この部分を解説している斎藤尚登、「地方政府債務再編で資金繰りが改善」（大和総研グループ、2016. 4）を引用すると、「2015 年以降は、借り換え地方債の発行による地方政府の保証債務の再編が進められ、同年に地方政府の債務 3.2 兆元分が中長期・低金利の地方債に置き換えられた。地方債の発行利回りの上限は国債利回り（12 月末時点

¹² この項は、主として斎藤尚登「地方政府債務再編で資金繰りが改善」（大和総研グループ今月の視点、2016. 4）を参考にした。

での10年物は3%)の1.3倍に規制され、金利負担は従来の1/2~1/3となったプロジェクトも多い。中国財政部によると、2015年の借換債発行により2000億円の金利負担が軽減されたという。2016年は約5兆元の地方政府債務が返還期限を迎えるが、これも多くが借り換え地方債の発行で対応される。債務返済の長期化、金利負担の大幅削減により、地方政府の資金繰りが改善し、これが足元の固定資産投資の底打ち・回復を資金面からサポートしているのであろう」(1ページ)と解説されている。

また、2018年からは、既発地方債に関する借換債の発行が正式に認められた。これらは銀行の資産部門で吸収されると考えるほかはないが、これらが不良債権化すればその影響は中国経済から見ても決して小さくはない。そこで、本地方債発行制度の施行に当たり、商業銀行による借換え地方債の購入・消化を促進するインセンティブを強化するため、商業銀行が中国人民銀行から資金供給を受ける際には、地方政府の債券を担保に充てることできるように措置されている(図表16)。

(図表16) シャドーバンキング債務の地方政府への移転



(注)筆者が作成。

(不徹底な中国政府の債務の増大に対する対応策¹³⁾)

中国政府は4兆元の景気対策以降、2011年ころの早い段階から企業、地方政府を中心とした債務の積み上がりによる金融リスクの重要性を認識するようになり、融資プラットフォームのシャドーバンキングを抑えるべく対応策を検討してきた。そして、2014年の予算法改正により、それ以前は禁止されていた地方政府の債券発行を容認したが、その後も融資プラットフォームを通じたシャドーバンキングが様々な形で継続され、やむことはなかったようである。このため、2014年以降も、引き続き、中国政府は機会をとらえてシャドーバンキング債務の累増を止め

るべく対策を打ち出していくが、必ずしも決定打になるものがなく、不徹底なまま、シャドーバンキング対策が繰り返し打ち出されることになった。こうしているうちに、2018年に入ると、米中貿易摩擦による景気の減速により、デレバレッジよりも投資の腰折れを防ぎ、景気低迷へのテコ入れを行うプライオリティが高まり、デレバレッジと景気拡大との両睨みの中で、後者への配慮を強めざるを得ない状況になっており、デレバレッジの課題解決が将来に持ち越されつつあるのが実情であろう(図表17)。

¹³⁾ この項は、主として斎藤尚登「中国の金融リスク」(財務省財務総合研究所「ファイナンシャル・レビュー」、2019.8)(64ページから70ページ)を参考にした。

(図表17) 債務の累積等に対する主な対策

2008.10	中国政府、居住用住宅ローン融資の積極化指示
2009.3	金融当局が地方融資平台による資金調達、社債発行容認
2013	中国銀行行監督管理委員会「シャドーバンキングの貸し出しを抑制し、すべての国有信託会社に「資金プール」の使用を禁止」
2014.8	予算法改正により、地方政府の債券発行容認、融資平台による資金調達抑制
2015.12	国務院常務会議「エネルギー消費、環境保護、品質安全基準を満たさないか3年以上赤字が続く生産能力過剰業種のゾンビ企業の整理を進める」を決定
2016.4	中国共産党中央委員会「経済政策の重点課題を三去（過剰生産力・過剰住宅在庫・過剰レバレッジ解消）、一降（企業コストの引下げ）、一補（弱点分野の補足）」と決定
2016.10	国務院「企業のレバレッジ率を積極的かつ着実に引き下げることに関する意見」提示
2016.10	国務院「市場化した銀行再建の株式化（注2）に関する指導意見」提示
2016.11	中央経済工作会議が金融リスクの抑制を重視し、システミックリスク未然防止を明記
2017.4	中共中央政治局会議「シャドーバンキングへの規制強化」指示
2017.7	全国金融工作会議で金融行政遂行上の原則「蓄積された地方政府の債務リスクを積極的かつ安定的に緩和する」を確認。金融安定発展委員会を新設
2017.10	中国共産党第19回党大会で、習近平総書記が、「新時代の中国の特色ある社会主義を目指しあらゆる活動への党の指導の確保」、「国有企業を「強く、優秀に、大きく」する方針」を表明しつつ、「重大リスクの防止、脱貧困、環境汚染防止」重視を報告
2017.11	中国人民銀行等「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見において「剛性還付（確実償還）禁止」、「資産プールを禁止」」提示
2018.4	中央財經委員会「地方政府と企業のレバレッジの引き下げ」表明
2018.7.23	国務院常務会議「景気サポートを本格化」を決定。財政の一段の積極化、金融政策を若干の緩和基調へ変更

2018.7.31	党中央政治局会議「6項目の重点経済政策」決定。「①弱点の補強、②過剰生産能力解消、③過剰不動産在庫の削減、④デレバレッジ、⑤企業コスト引き下げ、⑥イノベーション重視」のサプライサイドの構造改革のうち、当面特に「インフラ分野の弱点の補強に注力」と明言。→デレバレッジ政策の重要度は相対的に低下（米中貿易戦争による両国の第一次関税引上げ開始時期に対応）
2018.10	中国人民銀行、株式市場対策として①市場安定化策、②市場制度改革、③長期資金の市場参入奨励、④民間企業支援、⑤対外開放の拡大を公表
2018.11	中国銀行保険監督管理委員会、新規企業向け貸出に占める民間企業の比率を、大手銀行では1/3以上、中小銀行では2/3以上をとするよう指示
2019.1	・銀行保険監督管理委員会「秩序立てたシャドーバンキングのリスク解消」を表明 ・新個人所得税法施行、基礎控除額の引き上げ（3500元（5.7万円）→5000元（8.2万円）等）の減税措置（年間3200億元（5兆円））の減税
2019.3	第13期全国人民代表大会政府活動報告「サプライサイドの構造改革（生産能力削減、在庫削減、債務削減、コスト引き下げ、脆弱部分の補強、イノベーションの重視）が重点活動任務から外れる
2019.5	内モンゴル自治区が本拠地の包商銀行接收（経営を中国建設銀行に委託）（注3）
2019.7	中国銀行保険監督管理委員会、銀行に対し、不動産開発向け融資と住宅ローンの規模・増加率を抑制する窓口指導実施。
2019.10	証券監督管理委員会「2020年4月以降、資産運用、証券、商品市場、保険業務について、順次、外資規制の緩和、外資導入促進」を表明

(注)1. 各種新聞等報道記事から筆者が作成。
 2. 国有企業債務についてデット・エクイティ・スワップ(DES)の活用が奨励されている。市場と法をキーワードに対象企業、資金調達、価格設定、株式の処分方法などは、債権者・債務者・実施機関が市場ルールと法に基づいて決定、実施する。
 3. 2018年11月5日日経新聞によれば、中国人民銀行が同年に全土4000行に対して行った査定では、420行が経営の評価が下位3ランク(レベル8~10)に位置づけられ、危機的な状況に陥る可能性を「中国金融安定報告」において指摘されている。

（景気刺激策への回帰）

2018年7月23日の国务院常务会议は、景気減速懸念が高まったことから、①財政政策の一段の積極化、②金融政策の穏健中立から穏健への緩和、③小型・零細企業へのサポート強化、④建設中のプロジェクトの資金手当て支援、といった景気サポート策を発表した。さらに、2018年7月31日の中共中央政治局会議は、インフラ分野の「弱点の補強に注力する」などの方針を打ち出した。これ以降、インフラ分野の弱点の補強が優先され、デレバレッジ政策の優先度が相対的に低下したことから、デレバレッジ政策が棚上げされる懸念が強まっている。

しかし、デレバレッジを根気強く進める以外に、累積債務問題をソフトランディングさせる道がないのは明らかであり、社会の安定を大義名分に、安易に景気対策に軸足を移すことは、シャドーバンキングの再拡大により、デレバレッジの遅れのマグマを将来に持ち越し、中国経済を蝕むことにつながる恐れが強い¹⁴。

この件に関連して、日本経済新聞は、早くも今年の年初の2019年1月21日朝刊に「習近平主席「灰色のサイ」に警戒を、債務問題念頭」の見出

しで以下のように報じていた。

「中国の習近平（シー・ジンピン）国家主席は2019年1月21日、地方や中央政府のトップを北京に集めて学習会を開き「我々は変化の激しい国際情勢や複雑で敏感な周辺環境に直面しており、高度な警戒を保たなければならない」と訴えた。中国経済の減速が鮮明になるなか、米国との貿易戦争を乗り切るために指導部の引き締めを狙ったとみられる。

習氏は警戒すべきリスクとして『ブラックスワン』だけでなく『灰色のサイ』も防がなければならない」と強調した。

「ブラックスワン」はリーマン危機のようにめったに起こらないが、いったん発生すれば極めて大きな影響を及ぼす問題をさす。一方、「灰色のサイ」は起こる確率が高いものの、だれも何もできずに見ているしかないリスクを意味する。

中国ではしばしば、シャドーバンキング（影の銀行）や地方政府が抱える巨額の債務といった問題が「灰色のサイ」にたとえられてきた。習氏はそれにあえて言及することで、中国経済のアキレス腱である債務問題への危機感を高めるよう地方政府の指導者らに求めたとみられる。

しかし、この発言は、景気減速への影響を抑えつつ、シャドーバンキングの抑止にも配慮することを意味し、「高度の警戒」の内容をどう理解するのか執行部局は当分の間、その解釈を巡り苦しむことになる。

（中国経済の長期的課題）

最後に、当面の課題を離れて、視野を長期に広げて、中国経済の課題を取り上げておこう。

第一は低下する経済成長率への対応である。景気対策が国有企業を中心に行われ、民間企業の規制緩和が進まない状況は、標準的な経済理論の立場からは、確実に中長期の中国の生産性の向上を阻み、潜在成長率を停滞させる要因になる。政策当局の指導者層は、市場機能を活用した企業の新陳代謝を進めるだけでなく、過度に銀行融資に依存する経済体質を改めるためにも、投資家の自己

¹⁴ 国際通貨基金（IMF）は2019年10月15日に公表した世界経済見通し（WEO）で、2019年の世界経済全体の実質経済成長率を3.0%と予測し、7月時点から0.2ポイント下方修正した。これは、米中の貿易戦争を受けて世界的に貿易や投資が減速したことを反映しており、金融危機直後の2009年以来、10年ぶりの低い伸び率である。また、この中で、中国の2020年の成長率見通しについて20年は5.8%と、天安門事件直後の1990年（3.9%）以来30年ぶりに6%台を割り込むと予測した。IMFは「企業と家計の債務は急増している」と中国の金融面での不均衡の急拡大に改めて警鐘を鳴している。また、ケネス・カン IMF アジア太平洋局副局長は、IMF協定第4条に基づき、2019年8月、IMFが中国に対して行ったサーベイランス（政策監視）についての「CHINA 2019 ARTICLE IV CONSULTATION」の中で「自己資本が不足して弱体の銀行部門及び高水準の債務を抱える家計部門に対処しながら、融資の資金配分を効率化し、金融システムを強化することによって引き続き、デレバレッジと脱リスク化を進めよ＝Stay the course on deleveraging and de-risking by strengthening the financial system, addressing weak banks and high household debt, and improving credit allocation」と勧告したと述べている。

責任を徹底する有価証券投資市場を育成することが求められる。しかし、習近平総書記の目指す「国有企業を強く、優秀に、大きく」という基本方針は経済効率の改善とは相いれない面があり、その悪影響について、政策当局の指導者層がこれをどこまで理解し、具体的な政策の軌道修正に踏み込めるかが問われよう。

第二は対外摩擦への対応である。米中貿易摩擦は先端技術をめぐる両国の覇権争いの性格を強めており、中国の知的財産権、技術移転をめぐるルールをグローバルスタンダードに合致させる努力及び一帯一路構想に関連して、新興国への融資の罍といわれる不透明な在り方等について、WTO ルールに基づいて、透明性を高めていく努力が求められよう。現在、中国は国際社会の一員としての適格性があるのかどうかを世界から厳しく問われており、昨年10月4日に続き、今年10月24日に行われたペンス米国副大統領の、米国政府の総意を代弁したものとみられる対中国政策演説は、このことを強く印象付けるものである。

第三は不動産バブルへの対応である。不動産開発の資金源は銀行融資に限られず、広く投資家の資金が投ぜられているうえ、国有企業などの設備投資資金が一部迂回的に流れ込むなど、投資規律が十分に働いていない可能性があることから、そのコントロールの手立てを整えることはシャドーバンキングを是正するために、今後に残された重要な課題となる。

第四に人口の高齢化である。中国の生産年齢人口は2010年から2015年の間にピークを迎えており、高齢人口は2025年に国連が高齢化社会の基準として定めた14%に、2036年には高齢社会の基準とされた21%に達する。2025年以降の11年間での急激な高齢化の進展により、中国の不備な社会保障制度の下で、社会保障費用の急拡大が見込まれている。中国は、十分な一人当たり所得水準を実現しないうちに、以前から危惧されていた未富先老（いまだ富まざるに老いる）の問題に直面する。早期に「中所得国の罍」の打開に向けて取り組むことが重要であろう。一人当たりGDPが1万

ドルに近い水準に達した中国が、活力のあるうちにサプライサイドの効率化により、高い生産性を備えた経済構造に転換できなければ、かつてのロシアやブラジルが経験してきたように、中所得国に留まったまま、長期停滞の罍に陥ることが十分に起こり得るのである。

以上4点の課題はいずれも、官の関与を強めるというトレンドの中で進められている中国経済の運営が、今後どのように軌道修正され、民の創意を生かした経済構造に切り替わり得るのかの試金石である。現在は両者のせめぎあいの中で中国経済の帰趨が左右される岐路に立っていると考えられる（この本論は2019年11月15日までに入手できた情報・資料等に基づいて記述した）。

（補論）日本における政府債務累積問題をどう考えるか¹⁵

中国の非金融企業部門の債務の累積額、24兆ドル、160兆元は、中国のGDP（13兆ドル、96兆元）の170%を超えるのに対し、日本の政府部門の債務累積額10兆ドル、1100兆円は、日本のGDP（4.5兆ドル、550兆円）の200%に達し、この数値自体は中国の非金融企業部門の債務額よりは小さいが、日本の政府債務の対GDP比率では中国での非金融企業部門の対GDP比率を上回る大きなものであることに加え、今後さらに急速に増大することが見込まれている。しかし、これを危険視する向きは内外ともに少ない。それは一体なぜなのかを考えてみたい。

一言でいえば、中国は高成長、高金利、高インフレであり、バブル崩壊、不良債権化のリスクが顕在化する可能性が小さくないのに対し、日本は低成長、低金利、低インフレが続き、国債を中心とする政府債務残高はさらに増加が見込まれるものの、日本は世界最大の純資産国（対外純資産額は341兆円（2018年末））であること、1800兆円

¹⁵ この章は小林慶一郎「財政破綻後」（日本経済新聞出版社、2018.4）の第二章、佐藤主光、小林庸平、小黒一正「財政破綻時のトリアージ」を参考に記述した。

(参考図表) 中国の非金融企業債務残高、日本の政府債務残高の概数 (2018年)

	① =債務	② =GDP	③ =①/② ・ドルベース (・元・円ベース)	④ =①、②の 元・円換算
中国非金融企業部門	24 兆ドル	13 兆ドル	185% (170%)	①160 兆元 ②96 兆元
日本の政府部門 (参考) 中国の政府部門	10 兆ドル 4.5 兆ドル	4.5 兆ドル 13 兆ドル	220% (200%) 35% (34%)	①1100 兆円 ②550 兆円 ①33 兆元 ②96 兆元

- (注) 1. 土地総合研究所がBIS「total credit statistics」から作成。為替換算は1ドル=110円、1元=15円、1ドル=110円=7.3元、1元=0.15ドル(2019.10末現在)
 2. 中国非企業部門債務: 1440兆円×1.65=2376兆円=160兆元=20兆ドル
 3. 日本の政府債務: 550兆円×2=1100兆円=73兆元=9兆ドル
 4. 為替換算は計算時点の為替レートによりその都度変動するので、他の個所で示した数値と異なる。

を超える家計部門の金融資産残高があることから、内外の投資家が、日本では発行国債等が消化されずに、急激な金利上昇やインフレが生ずる恐れは小さいと考えているためである。

経済成長による将来の明るい未来が描きにくい日本においては、①企業部門での将来に向けた前向きな設備投資が生まれにくいこと、②家計部門は増大する社会保障関係費等の負担に備えて消費を抑えて貯蓄を増やしていること、から低成長、低金利、低インフレの長期停滞が続く公算が今後とも大きい中で、政府がこの過剰貯蓄を国債発行等により吸収し、政府支出を拡大させて経済の循環が維持されている。

この構造は、人々が不確実性の高い民間資産を株式や債券の形で持つより、たとえ金利が低くても、高い流動性や確実な担保価値がある保有リスクの小さい国債を保有することの方が安全・有利であり、その意味で現在の国債保有には名目の金利以上の超過的な価値が生じていると国民・投資家が判断しているとみることもできる。

そのような国債に対する根強い保有需要は、結局、政府の財政は国債の累積によって破綻することはないという政府に対する国民・投資家の信頼に支えられて成り立っていると考えられ、この信頼が続く限り、人々の国債保有は維持・継続されようが、逆に、この信頼が崩壊すれば、経済成長

率を超えて国債金利が上昇し、増税が迅速に実現できない限り、財政赤字が発散してハイパーインフレが発生し、国民の政府に対する財政規律への信頼が損なわれる。

累積する政府債務を持つ日本財政への信頼は、これまでもしばしばその危うさを指摘されながらも、現在までのところ幸いにも維持されているが、長期的には高齢化による貯蓄率のさらなる低下が見込まれており、国民の財政への信認が永久に維持される保証は当然のことながら、ない。この意味で日本の政府債務もテールリスクを内包しており、潜在的には中国の非金融企業債務残高と同じ問題に直面しているとも考えることもできる。

今後、日本において、政府債務の累積問題がその顕在化を免れるために、今なすべきことは着実な財政規律の維持に向けた基礎的財政収支の黒字化であることは論を待たないが、これに加えて、万が一、例えば国際情勢の激変に対応した急激な防衛力の増強等財政規律を脅かすテールリスクと呼ばれる異常事態が発生した場合の国債金利の急上昇(国債の消化難)が引き起こされることのないよう、常在戦場の意識をもった危機管理への対応が重要になる¹⁶と考えるものである。

¹⁶ ここでは、財政法で禁止されている日本銀行による国の発行する赤字国債の直接的な引受けによる対応や最近しばしば引用されるMMT(Modern Monetary Theory)

最後に、2019年11月10日の日経新聞朝刊一面のトップ記事は「資金循環のゆがみ拡大」の見出しで、日本の資金循環構造における借金が政府に遍在していることを報道したうえで、現在の日本経済の状況を踏まえると、理念的には政府の借金を減らす財政の健全化が求められるものの、上智大学の中里透准教授の発言「経済減速を放置すれば、デフレに陥る。経済政策として財政健全化は選択しにくい」を引用し、当面は、財政出動は必要悪ではないかとの考えを示している。意見が分かるところであるが、もし中里准教授の指摘通りだとすれば、なおさら、政府は、財政の健全化まではいかないまでも、財政出動が財政の破綻にまでは至らないような配慮が求められる。そのためには、上記の日経新聞の記事の言葉を借りれば、「金利が成長率より低い現状では財政赤字の許容度が高まる」ことから、金利が経済成長率の範囲内にとどまる限りにおいて、当面、財政の拡大は財政の規律の維持と矛盾しないので許容される余地がある。政府は、財政拡大が許容範囲内にあることを国民に説明し、財政に対する国民の信認をつなぎ止めておくことが今後一層重要になるということである。

(参考文献)

1. Kenneth Kang「CHINA 2019 ARTICLE IV CONSULTATION」(IMF, 2019. 11)
2. 経済産業省「通商白書2019」(2019. 8)
3. 斎藤尚登「中国の金融リスク」(財務省財務総合研究所「ファイナンシャル・レビュー」、2019. 8)
4. 三菱UFJ信託資産運用情報「中国が抱える過剰債務問題について」(2019. 7)
5. 岡寄久美子「安定成長への道を模索する中国」(月刊資本市場、2019. 7)
6. 岡寄久美子「中国におけるデレバレッジの進展状

況：「過渡期」の難しさ」(一般財団法人外国為替貿易研究会、2019. 7)

7. 柯隆「チャイナリスクの制度分析」(東京財団政策研究所、2019. 6)
8. 三浦佑介「中国でくすぶる地方政府債務問題」(みずほインサイト、2018. 12)
9. 岡寄久美子「中国の地方債務問題」(キャノングローバル戦略研究所、2018. 10)
10. 関辰一「中国経済成長の罣」(日本経済新聞出版社、2018. 5)
11. 小林慶一郎「財政破綻後」(日本経済新聞出版社、2018. 4)
12. 朱寧「中国バブルはなぜつぶれないのか」(日本経済新聞出版社、2017. 7)
13. 李智雄「故事成語で読み解く中国経済」(日経BP社、2016. 11)
14. 大越匡洋「北京レポート、腐食する中国」(日本経済新聞出版社、2016. 8)
15. 田中直毅「中国大停滞」(日本経済新聞出版社、2016. 3)
16. 日本貿易振興機構「知ってきたい中国の土地使用権」(2008. 4)

荒井俊行 [あらい としゆき]

[(一財)土地総合研究所 常勤研究顧問]

理論のいう「政府債務がいくら増えても、インフレにならなければ政府の財政支出の拡大は問題ではなく、仮にインフレになっても、利上げや増税でインフレは簡単に抑えられる」との主張は、財政規律に対する国民の信認を損ない、日銀の独立性を脅かすだけではなく、政府によるインフレ時の迅速な利上げや増税はいずれも法律改正を要するため、迅速な実現を期し難いので、ここでは考察の対象としてはいない。