

中国の経済成長のボトルネック —過剰債務に潜むリスクと取るべき対応—

関辰一(日本総合研究所)

(キーワード)過剰債務、金融危機、バランスシート調整

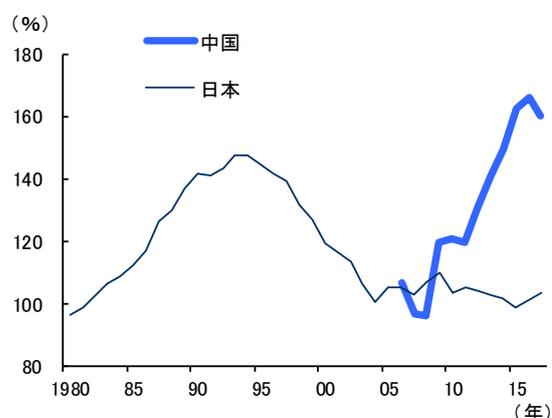
近年、中国では債務が急増している。こうしたなか、IMFなどの国際機関や各国の専門家は、中国が抱える過剰債務が金融危機につながるおそれもあると警鐘を鳴らしている¹。本稿は、同様な立場に立ち、独自に「潜在不良債権比率」を推計した。また、金融危機が発生しなくとも、企業のバランスシート調整が深刻な不況につながりうると思う。さらに、債務膨張に歯止めをかけ、持続的に経済成長していくためには、今以上に自立した企業家と銀行家がいなくてはならないことを主張する。

BIS(国際決済銀行)によると、2017年末の中国における債務残高は、家計が40兆元、企業が132兆元、政府が39兆元であった。総債務残高は211兆元となる。とりわけ、企業債務の急拡大には大きな問題が潜んでいる。総債務残高は2008年から9年で166兆元増加した。そのうちの101兆元が企業によるものである。企業の寄与率は61%にのぼる。企業債務の対GDP比は、日本のバブル期を上回る水準まで急上昇している(図1)。

企業の債務は、貸し手の債権である。巨額な企業債務があるということは、金融機関が巨額の不良債権を抱えている可能性があるということに他ならない。他方、中国銀行業監督管理委員会の公式統計によると、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。2017年末はそれぞれ1.7%、1兆7,057億元である。しかし、中国の不良債権の実態は不透明といわざるを得ない。金融機関は上記の定義に則って不良債権を認定しているとは限らない。当局も金融機関に不良債権の認定基準を守らせ、十分な監督責任を果たしているか疑問である。

そこで以下では、営業キャッシュフローによって支払利息を賄えるかどうかを基準に、独自に「潜在不良債権比率」を推計した²。まず、上海証券取引所と深セン証券取引所の全上場企業(A株)の社数は、筆者が集計作業をした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社であり、この2,327社の借入金合計は8兆5,499億元であった。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(利払い前・税引き前・償還前利益)が、同年の支払利息を下回る

(図1)企業債務残高の対GDP比



(資料) BISのtotal credit統計

¹ 中国の過剰債務に警鐘を鳴らす研究の例として、IMF(2016)などがある。

² 潜在不良債権比率の研究として、熊利平・蔡幸(2012)などがある。

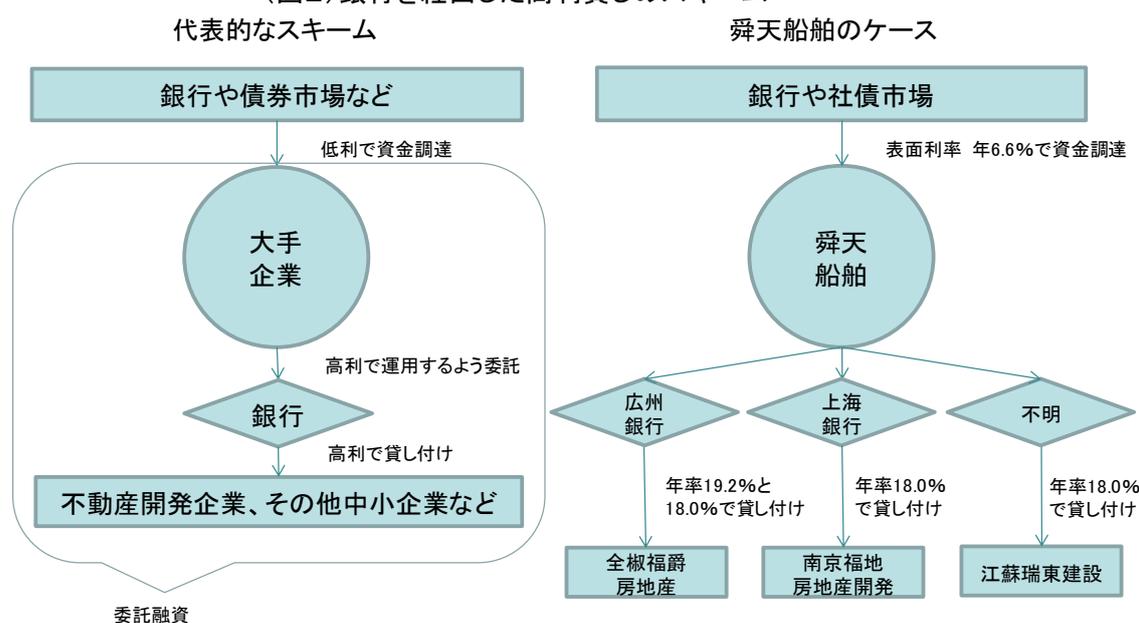
企業を潜在的に危険な企業と定義すると、2,327社のうち223社が「潜在的に危険な企業」に分類された。この223社の借入金返済能力からみた「潜在的に危険な借入金」であり、合計すると7,367億元となった。最後に、2,327社の借入金総額に対する比率を「潜在不良債権比率」として算出した。

結果をみると、2015年末の潜在不良債権比率は8.6%と、公式統計の5倍にのぼる高水準であった。不良債権の実態は公式統計を大きく上回るとみられるだけに、金融危機発生のリスクは払拭できない。実際、債務超過に陥る中小金融機関が出現し、取り付け騒ぎも複数回発生した。いまは金融機関の破綻が引き金となって中国で金融危機が発生する可能性に注意しなければならない局面といえよう。

金融危機だけでなく、バランスシート調整に起因した不況にも警戒しなければならない。リーマン・ショック後の4兆元の景気対策を受けて、地方政府が融資プラットフォームを通じて調達した資金の多くは非効率なインフラ建設や不動産開発投資に投じられた。また、鉄鋼やセメント、太陽光パネルなどの製造業セクターでは、大規模な金融緩和によって資金調達コストが低下するなか、借入と新規設備を増加させた。もっとも、企業が調達した資金の多くは実物投資に投じられていない。そこに問題が潜んでいる。

2008年以降の大規模な金融緩和を受けて、緩和マネーが金融資産に大量に流入し、滞留している。実際、中国の国民経済計算における非金融企業の資本調達勘定（フロー）をみると、2008年から2015年にかけて企業の資金調達総額（ネット）が累計で97.8兆元となった。この間、企業による実物投資以外への運用が増えており、運用面からみると、金融資産純増は累計72.1兆元と大幅に増加した。他方、実物投資に充当する資金は累計25.7兆元にとどまった。大手企業の負債利回りが金融資産収益率を下回るため、資金を右から左に流す財テクが拡大し、バブル期の日本と似た状況となっている。

(図2) 銀行を経由した高利貸しのスキーム



(資料) 各種報道、「江蘇舜天船舶股份有限公司2012年度報告」、「江蘇舜天船舶股份有限公司2013年度報告」を基に筆者作成

では、中国企業はどのような分野で資金を運用しているのだろうか。代表的な財テクは、銀行を経由した高利率の貸出である（図2）。大手企業は不動産開発企業やその他中小企業、地方融資平台などへの高利率の貸出を拡大している。1996年に企業間で直接貸し付けを行うことが禁止されたため、一旦銀行を仲介する形となっているものの、仲介手数料を支払っても、こうした企業向け貸し付けにより、年率10%超の運用利回りを得られている。中国人民銀行は、このような企業が銀行を経由して他の企業に資金を貸し付けるスキームを「委託融資」と定義している。委託融資の対GDP比は、2010年末の9%から2017年末には17%へ上昇した。

このほか、銀行理財商品や商品市場、不動産市場やゴルフ会員権などでも投機的な動きがみられる。企業債務の大半は国有企業のものであり、財テクに走る企業の多くは国有企業であると考えられる。国有企業だからこそ、低利で資金調達し、高利率で貸し付けることが容易となっている。

バブルの宴はいつまでも続かない。日本では、1990年代に入り資産価格が下落に転じると、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、バランスシート調整を余儀なくされた。すなわち、企業は営業活動から得られた資金を優先的に債務返済に使うようになる一方、設備投資のための資金は抑制された。このように、資産価格の下落局面で企業の資金需要は急速に縮小し、日本経済は深刻な不況に陥った。エコノミストのリチャード・クー氏は、これを「バランスシート不況」と名付けた³。

中国経済もバランスシート不況に直面している。委託融資などのデフォルトが多発すれば、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、バランスシート調整を余儀なくされ、その結果、設備投資が大幅に下振れ、景気が失速するリスクである。すでに、2015年には、バランスシート調整に起因した景気失速の予兆が中国でみられた。今後、いつ再発しても不思議ではない。

巨額な不良債権と企業債務が形成された背景には、企業と金融機関の過剰なリスク選好がある。金融機関が適切とは言い難い融資審査のもと、過剰な融資を行っている。利息の支払い余力が不十分な企業に対しても、追加で資金を貸し続けているため、金融機関は巨額な不良債権を抱えるようになった。企業の設備投資額は経済規模から考えるとあまりに多いため、過剰な生産能力が多くの分野で問題となっている。さらに深刻な問題は、企業が経営活動によって得られた資金だけでなく、銀行や他の投資家から資金を借り入れてまで、リスクの高い金融商品に多額の投資をするようになったことである。

その背景には、政府の市場介入による弊害、および大規模な金融緩和が指摘できる。中国政府は金融機関を経営破綻から守っている。主な資金の借り手である国有企業に対しても手厚く保護している。政府は、明示的なものも暗黙的なものもあるが、いずれにせよ事実上国有企業の債務に対して保証を行っている。このような市場への政府介入によって、借り手と貸し手に深刻なモラルハザードが生じている。国や地方政府の保証が付与されて

³ 詳しくは、Koo(2003)を参照。

いることが、借り手の意識を希薄にする。さらに、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなる。

今後、中国政府は過剰債務の解消（デレバレッジ）を進めながら、景気失速を回避して安定成長を目指すという、難しいかじ取りを求められる。過剰債務の解消は難しい問題ながら、以下の5点が重要と考えられる。

第一は、「自己責任原則」の浸透である。国有企業に対する債務保証や補助金などの政府保証をやめなければならない。過剰な債務を抱えた企業ならば、国有だろうと民間だろうと、債務をリストラしていく必要がある。利益を求めた投機的な行為に対して、当事者がコストを負担すべきである。一方、改革は漸進的に行っていく必要がある。政府による債務保証を一気にやめてしまうと、国有企業の破綻が急増しかねない。その結果、金融機関の連鎖的な破綻が起きる恐れもある。

第二は、国有企業の民営化である。政府保有株式を放出することで、国有企業に対する民間企業や外資企業のM&Aを活性化させるべきだ。もっとも、政府あるいは国有企業が筆頭株主として残るような政府保有株式の放出でいけない。民間が旧国有企業の所有権を手にして、はじめて民間の活力を生かすことができる。

第三は、金融監督の強化である。銀行が企業の収益性に基ついた融資を行うよう、政府が働きかけると同時に、シャドーバンキングなどのオフバランス融資や不良債権の実態についての報告を徹底させることが必要である。第四は、情報開示の徹底である。政府が目を見せれば安心できる、という訳ではない。外部からの圧力に晒すことが、企業経営の改善につながると期待される。第五は、過度な低金利の見直しである。政策金利の引き上げはマネーサプライと企業債務の抑制に寄与する。

より根本的には、いま以上に自律した企業家と銀行家がいなくてはならない。全体で見れば、企業や金融機関の政府への依存度は、極めて大きい。政府は、もたれ合いの構造がいずれ破綻すると理解しているものの、企業や金融機関に対する過度な支援を続けてきた。それが、上記のような企業や銀行の期待を形成した。確かに、急激な変革は危険である。しかし、問題を先送りすれば、企業債務や不良債権が一段と拡大し、将来のリスクが増す。これ以上、改革を先送りしてはならない。

（主要参考文献）

・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）。

・Richard C. Koo, *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, Singapore, John Wiley and Sons (Asia) Pte., Ltd., 2003. [榎井浩一訳『デフレとバランスシートの経済学』徳間書店、2003年。].

・International Monetary Fund (IMF), “Staff Report for the People’s Republic of China 2016 Article IV Consultation”, Washington D.C., International Monetary Fund, *IMF Country Report*, No.16/270, August, 2016.