

2017 年 8 月 21 日

リサーチノート

中国の債務問題の現状と解決への取組み
～「暗黙の保証」の世界から脱却できるか～

キャノングローバル戦略研究所
岡寄久美子

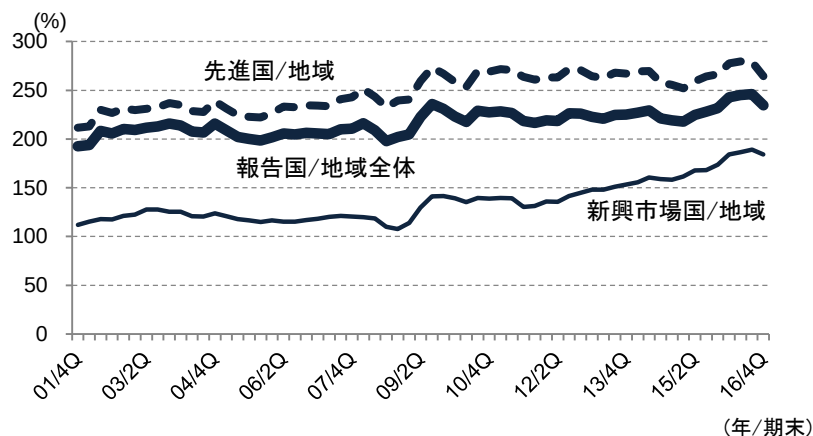
(要旨)

- 中国では 2008 年下期の経済刺激策を契機に債務が急増している。とくに増加が目立つのは地方政府と国有企業の債務で、近年、その持続可能性が強く懸念されている。2013 年末以降、同国共産党指導部と中央政府は問題解決に向けた取組みを強め、債務実態の把握、債務者の返済負担軽減、金融機関の不良債権処理促進等の政策を次々と打ち出している。
- 具体的には、中央政府による地方政府会計の实地検査、債務の借換え容認やデット・エクイティ・スワップの推奨、地方ベースの不良債権買取り機関の設立等の措置が、全国で展開されている。但し、全体の債務規模が膨大で、問題を抱える債権・債務者が多岐に亘っているうえ、中央・地方政府ともに経済・社会の安定を政策運営上の最優先課題としていることもあり、債務削減のペースは緩やかなものに止まっている。
- 経済成長速度が鈍化したとはいえ、中国各地の建設投資需要は依然として大きく、資金需要は根強い。一方で、国内の貯蓄も増え続けており、企業や個人が手元余裕資金をハイ・リターンで運用したいという意欲は強く、それがシャドバンキングの拡大、ひいては地方政府や企業の無理な資金調達を容易にしている面がある。より根本的な問題として、中国政府や金融機関が提供する様々な「暗黙の保証」が同国の金融・不動産バブルを支え続けている、との指摘もある。
- 現政権は、経済制度改革の目標の一つに、「資源配分において市場に決定的な役割を担わせる」ことを掲げている。当該目標の達成は、「暗黙の保証」に支えられた不合理な債務の増加を止めることにつながるものと期待できるが、今のところ、その道筋は具体的にみえていない。市場メカニズムの活用に関しては、デフォルトや破産をルールに則って実現させてゆくことも重要との指摘がある。
- 本年 7 月に開催された全国金融工作会议では、習近平・共産党総書記兼国家主席が重要講話を行い、金融の実体経済に対する貢献を強く求めるとともに、金融リスク防止の重要性を強調した。後者については、政策重点課題として、金融機関のコーポレートガバナンス改善やマクロプルーデンス体制の強化、金融機関及び市場モニタリングの重視等が目標として列挙された。会議では、国务院金融安定発展委員会の設立を軸とする金融監督制度改革も提案され、今後の具体的進展が注目されている。

1. 急増加した中国非金融部門の債務

世界主要国の非金融部門（政府、非金融企業、家計部門）の債務は、今世紀入り後、総じて増加傾向を辿っている。国際決済銀行（BIS）の統計¹により、データを報告している44 国/地域の非金融部門債務残高の名目 GDP に対する比率（以下、負債比率）の動きをみると、全体の負債比率はリーマンショックが起こった2008 年中に大幅に下落したものの、すぐに上昇に転じ、その後は高水準で推移している。2011 年以降、とくに新興市場国/地域の上昇が目立っているが、これは債務規模の大きな中国の動きによるところが大きい（図表 1）。

（図表 1）主要国/地域の債務残高の対名目 GDP 比率の推移



（資料出所：BIS）

当該統計へのデータ報告国のうち債務規模の大きな米国、中国、日本、ユーロ圏（19 国）²について、制度部門別債務残高の変化をみると、2008 年末から 2016 年末にかけて、米国と日本は、家計部門と企業部門の負債比率が低下を示した一方で、政府部門の負債比率が上昇した（日本の政府部門負債比率は、報告国の中でも際立って高い）。ユーロ圏は、構成国によるばらつきが大きい³が、政府部門を中心に負債比率が上昇した国が多い。これに対し、中国は全部門で負債比率が大幅上昇となったが、とくに企業部門の上昇が顕著であった（図表 2、3）。

¹ Credit to the non-financial sector 統計。23 先進国/地域と 21 新興国/地域がデータを報告。報告国/地域の 2016 年末債務残高は、文末参考資料 1 を参照。また、関連統計として、民間非金融部門債務残高の対 GDP 比率と、そのトレンド・ラインからのギャップを推計した Credit to GDP gaps 統計がある（本稿図表 4 の元データ）。

² 2016 年末債務残高の先進国/地域全体に占める比率：米国 41.5、ユーロ圏 26.6、日本 15.0%。同年末債務残高の新興国/地域全体に占める比率：中国 59.3%。

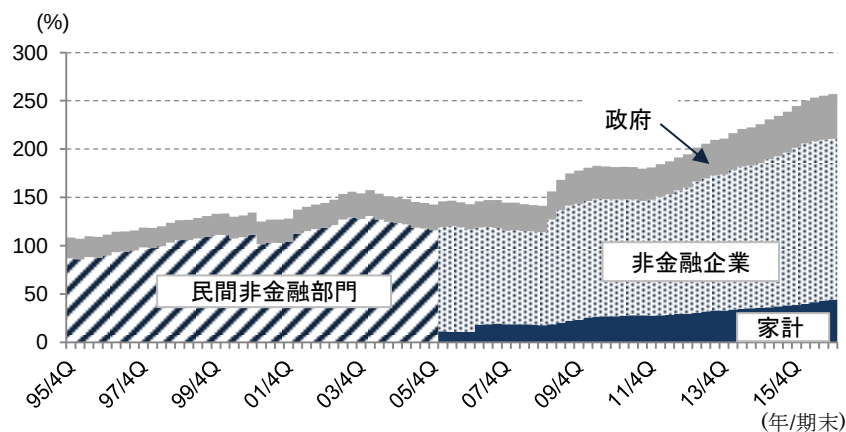
³ 例えば同期間中、ベルギー、アイルランド、フランス、フィンランド、ギリシャの非金融部門全体の負債比率は 50 パーセント・ポイント以上の上昇を示した一方、ドイツの同比率は 3 パーセント・ポイント弱の下落となった（ドイツは、各制度部門の変動幅も 10 パーセント・ポイント以下と、相対的に小幅）。また、各国の債務構成も一様ではない。

(図表 2) 主要国/地域の制度部門別債務動向

		債務残高の対名目 GDP 比率			債務残高 16 年末 (兆米ドル)
		08 年末 (a)、(%)	16 年末 (b)、(%)	(b)-(a) (パーセント・ポイント)	
米 国	非金融部門債務合計	239.5	252.9	13.4	47.0
	うち政府部門	71.6	100.8	29.2	18.7
	企業部門	72.6	72.5	-0.1	13.5
	家計部門	95.4	79.5	-15.9	14.8
中 国	非金融部門債務合計	141.3	257.0	115.7	27.5
	うち政府部門	27.1	46.4	19.3	5.0
	企業部門	96.3	166.3	70.0	17.8
	家計部門	17.9	44.4	26.5	4.7
日 本	非金融部門債務合計	316.1	371.0	54.9	17.0
	うち政府部門	149.8	212.9	63.1	9.8
	企業部門	103.5	95.5	-8.0	4.4
	家計部門	62.9	62.5	-0.4	2.9
ユ ー ロ 圏	非金融部門債務合計	232.3	265.8	33.5	30.1
	うち政府部門	71.9	103.0	31.1	11.7
	企業部門	100.0	104.2	4.2	11.8
	家計部門	60.3	58.6	-1.7	6.6

(資料出所：BIS)

(図表 3) 中国の制度部門別債務残高の対 GDP 比率の推移

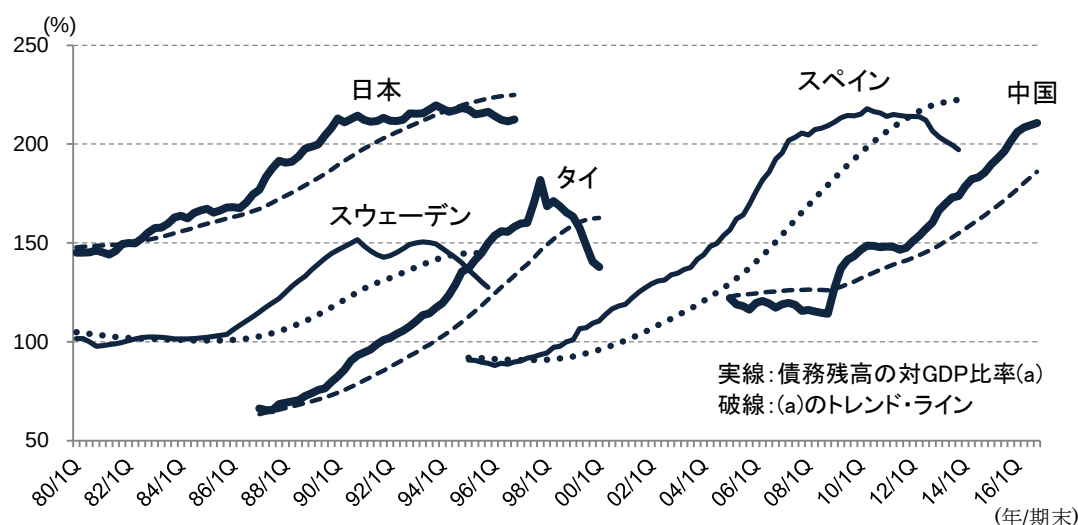


(注) 2005 年以前の民間非金融部門債務残高の内訳は未公表。

(資料出所：BIS)

中国の民間非金融部門（非金融企業部門及び家計部門）の負債比率については、とくに長期トレンド・ラインからの大幅な乖離が、リスク要因として懸念されている（IMF[2016・2017]、BIS[2016]）。過去に金融危機を経験したいくつかの国では、当該負債比率のトレンド・ラインからの乖離幅拡大はバブル膨張を反映した動きであることが多く、そうした国では後にバブル崩壊を経て、深刻なバランスシート調整（資産・負債の大幅圧縮）を余儀なくされている（図表 4）。

(図表 4) 一部金融危機経験国と中国の民間非金融部門負債比率の変化



各国負債比率のトレンド・ラインからの乖離最大時期と乖離幅

(単位: パーセント・ポイント)

スウェーデン	日本	タイ	スペイン	中国
89/4Q 末	90/1Q 末	97/4Q 末	07/2Q 末	16/1Q 末
27.3	23.7	35.7	43.9	28.8

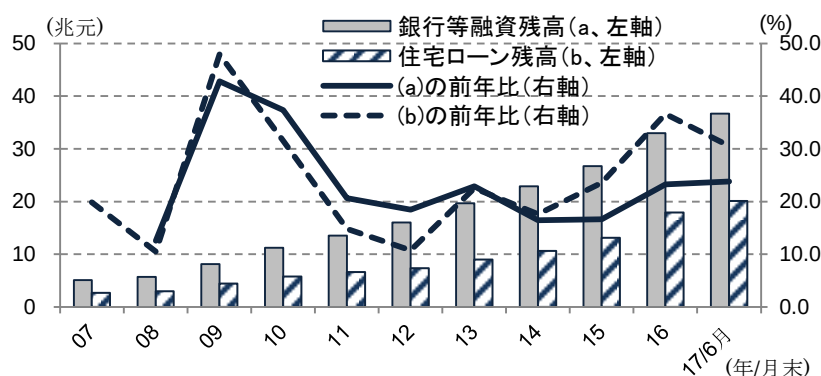
(資料出所: IMF[2016]掲載グラフに筆者がデータを追加。元データは BIS)

2. 中国の制度部門別債務動向の特徴

(1) 総じて安全圏にあるとみられる家計部門債務

中国の家計部門債務残高⁴は、2009 年以降、前年比 2 桁の伸びを続けている。これは主として、銀行等による家計向け住宅ローンの急増を映じた動き (図表 5、6)。

(図表 5) 中国の家計部門債務残高の推移



(資料出所: 人民銀行、CEIC データベース)

⁴ BIS 統計の家計部門債務残高は、中国人民銀行編纂の「預金取扱い金融機関・本外幣信貸収支表」の家計向け貸出残高と一致。他に、カバー範囲が若干広い統計もあるが、今のところ、両者の乖離は 1%程度と僅少であるため、本稿図表 5 は BIS 統計と同じデータを使用。

(図表 6) 中国の家計部門債務残高の内訳(17/6 月末時点)

	与信残高 (兆元)	構成比 (%)	残高前年比 (%)
家計向け金融機関与信残高合計	36.7	100.0	23.8
うち住宅ローン	20.1	54.8	30.5
その他中長期消費目的融資	2.1	5.7	30.6
短期消費目的融資	5.8	15.9	32.9
中長期事業目的融資	4.0	11.0	16.9
短期事業目的融資	4.7	12.7	-3.4

(資料出所：人民銀行、CEIC データベース)

中国政府は 2008 年 10 月、景気刺激策の一環として、住宅購入に係る諸税減免、住宅ローン基準金利引下げ、同頭金規制緩和等の措置を実施するとともに、金融機関に対し、居住用住宅ローンに積極的に取り組むよう促した。2010 年以降、中国人民銀行（中央銀行<但し政府の一員>、以下、人民銀行）と中国銀行業監督管理委員会（以下、銀监会）は不動産バブル膨張を警戒し、投機目的の不動産投資関連融資を抑え込もうとしているが、国民が自身の居住目的で申請する住宅ローンについては、ある程度の伸びを容認している。主要銀行も、個人向け住宅ローンを安定収益源とみなし、顧客確保に積極的に取り組んでいる⁵。

一方、家計部門に対する事業目的融資については、その一部が不動産投機に転用されているとの指摘はあるものの、金融機関は、小口融資の審査・事後フォロー等のコストが高いことを理由に、総じて慎重なスタンスで臨んでいる。

以上の状況に鑑み、銀行業金融機関からの居住用住宅ローンが主である家計部門の債務については、その持続性を懸念する声は今のところ小さい。但し、中国では個人や零細企業は「民間金融」あるいは「地下金融」と称されるインフォーマルな（従って公式統計に反映されない）金融に頼ることが多く、統計上の家計部門債務が過少推計されている可能性がある点には留意を要する。

(2) 調査の都度、大幅に増加する地方政府債務

BIS 統計によると、2016 年末の中国政府の債務残高は 34.5 兆元⁶。負債比率は 46.4%と、一般に警戒レベルと見なされる 60%を下回っている。但し、近年、地方政府債務が急増していること、しかもその実態につき不透明な部分が多いことなど、懸念材料が顕現化し、地方政府債務の整理が重要な政策課題になっている。同国財政部は、「2016 年末の地方政府

⁵ 2017/6/17 日付け中財網「銀行の住宅貸出は止まっておらず、今後もサポートを期待可能。新規購入・住み替え需要に優先的に対応（原文、中国語）」(<http://www.cfi.net.cn/p20170617000036.html>)。

⁶ BIS 統計の中国政府部門債務残高は、IMF の World Economic Outlook (WEO) 統計を使用。IMF は、中国財政部公表計数に、同国審計署調査による地方政府債務計数を加算・調整し、政府部門全体の債務残高を推計している。

債務は、全体としてはリスク・コントロール可能な状況にある」と前置きしながらも、「一部地方政府による規則違反の資金調達行為が金融秩序を乱し、リスクを累増させており、その是正が急がれる」と、問題解決への真摯な取組みを呼び掛けている（財政部[2017]）。

地方政府債務問題の歴史的経緯を簡単に振り返ってみると、まず中国では 1980 年代半ば以降長年にわたって、地方政府による外部資金調達が禁止されていた⁷。地方政府の財源不足は中央政府によって補填される仕組みになっていたが、中央政府は地方の投資過熱を抑える方向で制度を運営することが圧倒的に多かった。一方で、地方政府は常に地元の強い経済成長期待に押されており、90 年代後半になると、インフラ建設資金の不足を補う目的で、政府会計から独立した法人（「地方政府融資平台公司」と総称、以下、地方融資平台）を設立し⁸、銀行借入や社債発行を通じた資金調達を実施させた。地方融資平台による資金調達は、2000 年代中頃までは限定的な規模に収まっていたが⁹、2008 年 11 月に国務院が「4 兆元の景気刺激策」構想を発表すると、全国各地でインフラ建設計画等が次々と立ち上がり、それに呼応する形で地方融資平台の債務も急増した（全国人民代表大会<国会に相当、以下、全人代>予算委員会[2016]）。また、当該刺激策を受け、地方融資平台だけでなく、公立の学校や病院等の公益・社会サービス事業機関も、慎重な返済計画を立てずに、施設改造を目的とする銀行からの借入を増やしがちであった。

地方融資平台や公益・社会サービス事業機関等の債務に関しては、増加ペースが速いだけでなく、当該法人等の放漫経営、地方政府による非合法的な保証の提供、銀行サイドのルーズな与信管理等の問題も表面化し、2010 年 6 月、国務院は地方債務の実態調査と不適正行為の是正を求める通達を発出した（国務院[2010]）。中央政府がとくに問題視したのは、本来、地方政府から独立しているはずの地方融資平台等の債務について、地方政府が保証の提供（法的に禁止されている行為）等によって実質的に返済責任を負っている事例が相当あると分かってきたことで、2011 年、審計署（会計検査院に相当）はスタッフ 13 万人を動員し、地方政府債務の実態調査を行った。

調査の結果、2010 年末時点においては、地方政府が明示的に返済責任を負っている債務が 6.7 兆元（同年 GDP の 16.2%）、他に偶発債務が約 4 兆元（同 9.7%）もあったことが判明した（同時点の中央政府国債発行残高は 6.8 兆元）。地方政府には債務整理の指示が出さ

⁷ 中国中央政府は、1985 年、地方政府による投資をコントロールするために、債券発行を暫定的に停止させた。さらに、1994 年に公布された予算法は地方政府による債券発行を正式に原則禁止とし、1995 年公布の担保法は地方政府が債務保証人となることも禁じた。

⁸ 地方融資平台の形態は様々であるが、統計上は国有企業に分類されることが多い。

⁹ 1990 年代には、国際信託投資公司（ITICs）と呼ばれる金融機関が各地で設立され（多くは地方政府が出資）、ITICs が地方政府に代わって建設資金等の調達を積極化させた時期があった。1997 年、ITICs の債務問題が深刻化し、最終的には ITICs の閉鎖・吸収合併を軸とした処理が進められた。当該処理と前後して、地方融資平台の存在が目立ってきた面もある。また、こうした外部機関を通じた資金調達とは別に、地方政府が管下の土地所有権の売却によって財政不足を補うことも多く、これが不動産バブルを煽る要因の一つでもあった。

れたものの、その実効は乏しく、2013年に審計署が再度大がかりな調査を行ったところ、同年6月末時点では、地方政府が返済責任を負っている債務残高が10兆元（同時点GDPの19.2%）を超えたほか、偶発債務残高は7兆元（同12.3%）に及んでいた。更に、全人代予算委員会は2015年、地方政府債務は2014年末までの間に一段と膨張し、偶発債務も含めると、債務残高は名目GDPの4割近い24兆元に達したとの報告を公表した（図表7）。

（図表7）中国の地方政府関連債務の内訳（2013年6月末→2014年末）

	地方政府が返済責任を負っている債務(兆元)	偶発債務	
		地方政府が保証を提供している債務(兆元)	地方政府に返済責任が及ぶ可能性のある債務(兆元)
13/6月末債務残高合計 ＜対名目GDP比率、％＞	10.9 ＜19.2＞	2.7 ＜4.7＞	4.3 ＜7.6＞
別内訳 借入主体	地方融資平台	0.9	2.0
	政府部門等	1.1	0.5
	国有企業	0.6	1.4
	その他	0.1	0.4
14年末債務残高合計 ＜対名目GDP比率、％＞	15.4 ＜23.9＞	3.1 ＜4.8＞	5.5 ＜8.5＞

（資料出所：審計署、全人代予算委員会[2016]）

なお、2008年から2016年にかけて、中央政府の債務残高は年平均10.7%の増加を示していたが、名目GDPに対する負債比率は2008年末16.7%、2016年末16.1%と、大きな変化は生じていない（2011～14年は14%台で推移）。中央政府の財政基盤が総じて安定していることは、同国の総合的な財政余力を楽観視する根拠となっている。

（3）国有企業に集中する非金融企業部門債務

前掲図表2及び3が示すように、2009年以降、中国の非金融企業部門の債務が急増している。中国企業の資金調達手段は依然として銀行貸出が中心だが、ここ数年、債券発行を始め、調達手段の多様化も進んでいる（図表8）。但し、債券の買い手が銀行であることや、企業間信用に銀行が資金提供者として関与していること¹⁰などが多く、依然としてリスクは銀行に集中している。債務者の中心は国有企業で、7割方のシェアを占めている（図表9）。近年、政府の奨励下、従来フォーマルな金融市場へのアクセスが難しかった民営企業や個人経営者に対し、銀行融資や社債発行による資金調達の道が開かれつつあるが、そうした

¹⁰ 中国では企業が他の企業に融資を行うことは禁止されている。但し、銀行が資金の動きを捕捉することを条件に、「委託貸出」というスキームを利用することは認められている。すなわち、手元資金に余裕がある企業Aは、取引銀行Bを仲介者として企業Cに貸出を行うことができる。この場合、資金は銀行Bのバランスシートに計上されることはなく、銀行Bは企業A・Cの融資契約締結や実行状況の管理に対する手数料を受け取る。この原則どおりであれば、銀行Bは信用リスクを負うことはない。しかし、実際には銀行Bが金融当局による融資抑制指導を回避するために、査定ランクの高い企業Aに必要以上の資金を貸出し、それを査定ランクの低い企業Cに「委託貸出」として融通するよう仲介するケースが少なくないと言われている。

動きはまだ限定的で、公式統計上の企業債務問題は国有企業にかなりの程度集中している。

(図表 8) 調達手段別・中国企業部門債務残高と残高構成比の変化(2007 年末→2014 年末)

	企業債務 全体	内訳推計(注 1)				
		銀行 貸出	企業間 信用 (注 2)	信託 貸出	債券 発行	その他 (注 3)
07 年末債務残高(兆元)	26.1	22.7	1.4	0.4	0.8	0.8
対 GDP 比率(%)	96.8	84.0	5.3	1.4	3.0	3.1
<残高構成比、(>)>	<100.0>	<87.1>	<5.5>	<1.4>	<3.1>	<2.8>
16 年末債務残高(兆元)	123.5	74.5	13.2	6.3	17.9	11.6
対 GDP 比率(%)	166.3	100.1	17.7	8.5	24.1	15.9
<残高構成比、(>)>	<100.0>	<60.3>	<10.7>	<5.1>	<14.5>	<9.4>

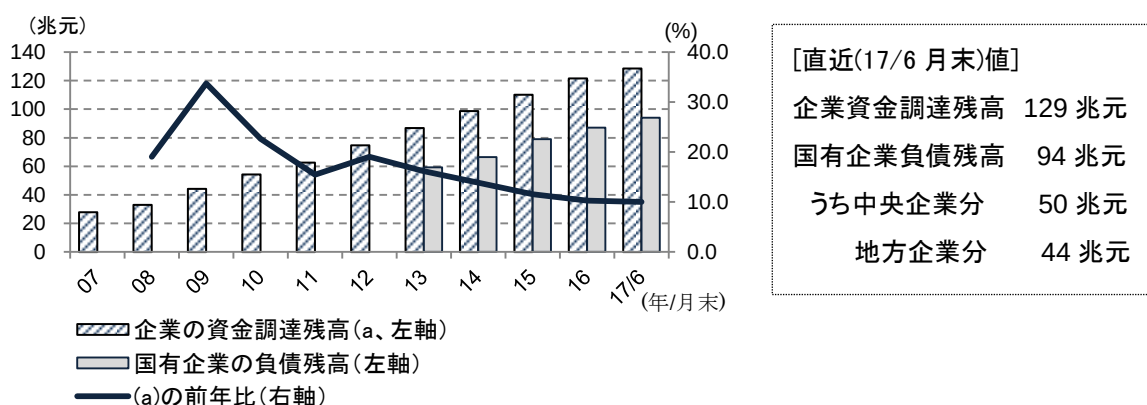
(注 1) BIS 統計注釈を参考に、推計。残高構成比は億元位で算出。

(注 2) 人民銀行社会融資総量統計の「委託貸出」。

(注 3) クロスボーダー与信 (BIS 国際与信統計)、銀行引受手形、小額貸出公司貸出金等。

(資料出所：BIS、人民銀行、国家統計局)

(図表 9) 中国企業の負債残高の推移



(注) 企業の資金調達残高は、人民銀行社会融資総量統計及び金融機関信貸収支統計からの推計。国有企業の負債残高は、2013 年より財政部が公表。

(資料出所：BIS、人民銀行、財政部)

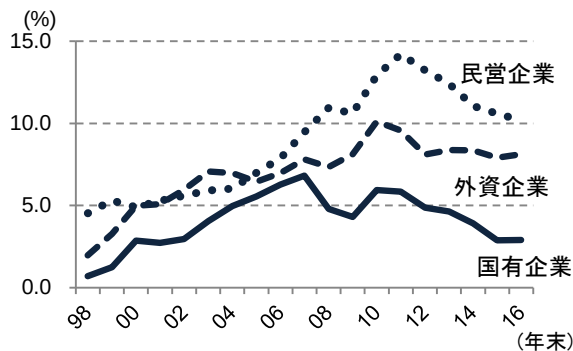
2017 年 6 月末現在、一定規模以上の中国工業企業¹¹は 37.9 万社あるが、所有制別内訳は国有企業 1.9 万社、民営企業 21.5 万社、外資企業 5.0 万社となっている。国有企業数は朱鎔基総理が改革を本格化させた 1998 年以降、吸収合併や民間への売却が進み、1997 年末の 7.4 万社から大きく減少しており、工業生産額に占めるシェアもかなり低下しているとみられている¹²が、正規金融機関による融資は依然として国有企業に重点的に配分されている。

¹¹ 2011 年以降は、年間主営業収入が 2000 万元以上の工業企業。

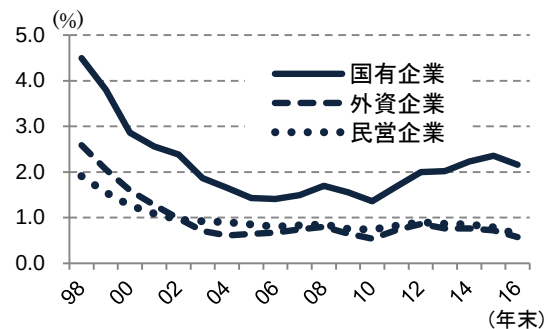
¹² 工業総生産額に占める国有企業の比率：1999 年 48.9%、2011 年 26.2% (2012 年以降、当該データは非公表)。

近年問題視されているのは、国有企業の経営効率低下が目立つこと。例えば、一定規模以上の工業企業について税引き前利潤の総資産に対する比率をみると、2011 年以降、所有形態を問わず全般に低下している。これは 2000 年代後半に拡大した資産が必ずしも有効に活用されていないことを示唆しているが、その中で国有企業の当該比率の低さが目立っている（図表 10）。また、利払い費用の主営業収入に対する比率をみると、2010 年以降、国有企業の上昇が鮮明になっており、利払い負担の増大がみてとれる（図表 11）。

（図表 10）中国の工業企業の税引き前利潤の対総資産残高比率の推移



（図表 11）中国の工業企業の利払い費用の対主営業収入比率の推移



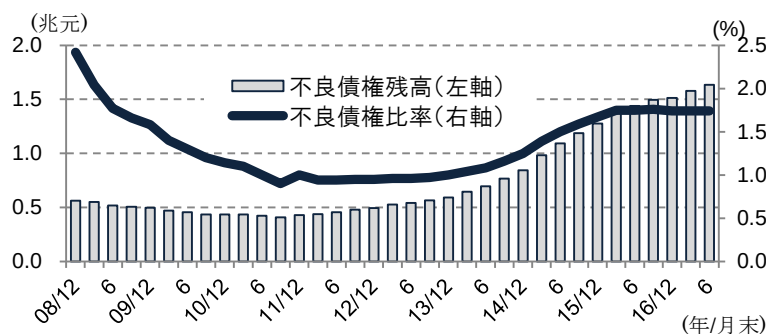
（図表 10、11 資料出所：CEIC データベース、中国統計年鑑 2016）

3. 中国政府の対応

(1) 初期の部分的な注意喚起

中国における 2008 年の「4 兆元の経済刺激策」を契機とした地方政府、地方融資平台及び国有企業の債務急増については、当初から行き過ぎを懸念する声が国内外で上がっていた。但し、中国経済が高度成長を続けている間は、主な債権者である商業銀行の不良債権比率が着実に低下していたこともあり（図表 12）、共産党指導部（以下、党中央）及び中央政府の対応は部分的なものに止まっていた。

（図表 12）中国の商業銀行の不良債権動向（四半期ベース）



（資料出所：銀監会）

比較的早期の注意喚起としては、2010年3月の全人代において温家宝総理が、一部業態の過剰生産能力や政府関連債務のリスク増大等の問題を指摘したことがあった。これを受けて、審計署による地方政府関連債務の実態調査が行われた（前述）ほか、銀监会や人民銀行から金融機関に対し、環境汚染とエネルギー消費の度合いが高い業種（「両高行業」）への融資抑制や、キャッシュフローに着目した地方融資平台の信用査定見直しなどの指示が出された。また、2010年には不動産価格の高騰が目立ったため、不動産ディベロッパーへの貸出や不動産信託業務に対するモニタリングも強化された。しかしながら、中国全体として債務増加に歯止めがかかることはなく、2011年下期以降、経済成長が減速したこともあって、名目GDPに対する負債比率はむしろ上昇の度合いを強める結果となった。

(2) 「供給サイドの構造改革」とデレバレッジの号令

2012年11月から翌年3月にかけて成立した習近平・李克強政権は、当時の中国経済が置かれた状況を、①高度経済成長から中高速成長への転換、②経済構造調整がもたらす生みの苦しみの発生、③前政権による経済刺激政策の消化、の3つの事象が重なり合う時期にあると捉え、新たな発展段階である「新常态」に適応するための政策課題を検討した（張編[2015]）。そうした流れの中で、膨張した債務問題への取組みが、2013年末頃から本格化した（図表13）。

（図表13）中国現政権の債務問題への取組みの概要

	[2013年]	[2014年]	[2015年]	[2016年]
党・中央政府の方針	11月、三中全会、「改革の全面的深化」推進を決定 12月、中央経済工作会议、地方政府債務のリスク解消を提起	5月、習主席、講話にて「新常态」に言及 12月、中央経済工作会议、「新常态」の概念を整理	10月、五中全会、13次5か年計画草案採択 11月、中央財經領導小組「供給サイドの構造改革」を提起 12月、中央経済工作会议、「三去、一降、一補」を重点課題に	12月、中央経済工作会议、「三去、一降、一補」への取組み強化を確認
地方政府債務対策	12月、審計署、地方政府債務の再調査結果公表 11月、銀监会、地方AMC設立要件を通達	5月、地方債試験的発行（11年開始）のルール化 8月、「予算法」改正 9-10月、地方政府債務に関する諸規則制定 8月、銀监会、地方AMC設立につき第一陣申請を認可	8月、全人代、地方債発行枠案を承認	3月、全人代、地方政府債務調査結果を公表 11月、国務院、地方政府性債務リスク応急処置案 12月、財政部、地方債正式発行関連規則を制定
国有企業債務対策	11月、国務院「優先株の試験的展開に関する意見」	5月、国務院、資本市場育成に係る意見を公表		3月、李総理、市場化DESに言及 4月、人民銀行等、鉄鋼・石炭産業向け融資ガイドラインを通達 10月、国務院、企業のデレバレッジに関する方針を通達

（資料出所：中国政府ホームページ、人民日報等）

まず、2013 年 11 月の中国共産党第 18 期中央委員会第 3 回会議（18 期三中全会）では、「経済制度改革を全面的に深化させる」という大方針が決定されたが、その中に、中央と地方政府の債務について、「ルールに基づく合理的な管理メカニズム及びリスク警戒メカニズムを確立する」という目標が織り込まれた。翌月の共産党中央経済工作会議（主として翌年の経済政策の基本方針を決定）では、地方政府債務のリスク解消が重要政策課題の一つに掲げられ、2014 年 8 月には「予算法」が改正され、地方政府による債券発行が可能となった（2015 年 1 月施行）。

その後、18 期三中全会の目標実現に向けた抜本的な政策立案に苦心していた政権は、2015 年秋、13 次 5 ヶ年計画（2016~20 年）の立案と並行して、「供給サイドの構造改革」と銘打った改革の大目標を前面に押し出した。これを受けて、同年 12 月の中央経済工作会議では、当該改革を推進するために、2016 年は「三去（過剰生産能力・過剰住宅在庫・過大レバレッジの解消）、一降（企業コストの引下げ）、一補（弱点分野の補強）」の課題に党・政府を挙げて取り組むことを決定した。1 年間の試験的取組みを経て、同年末には翌 2017 年についても、当該重点課題に継続的に取り組むことが決まり、現在に至っている。

（3）地方政府による債券発行

地方政府債務問題の根源は、硬直的な予算制度と、成長志向の強い地方政府及び関連機関による無秩序な資金調達にあると認めた党中央及び中央政府は、全人代に予算法改正案を提出した。2014 年 8 月に同法案が可決されると、国務院は、「地方政府性債務の管理強化に関する意見」を公表し、①省・自治区・直轄市レベルの政府（以下、省政府）が債券を発行し、発行代り金を公共資本向けの支出に充当させることを可能にした¹³。また、②地方政府性基金（特別会計）事業のうち、収益を見込める公共事業に関しては、地方政府が「専項債券」を発行し、資金を調達することを認めるとともに、③償還期限を迎える地方政府債務につき、借り換え目的の債券を発行する道を開いた（購入者は主に国有商業銀行）。

地方政府による債券発行のためには国務院及び全人代の承認が必要であり、債券発行が無秩序に拡大するリスクは抑えられている。一連の措置の最大の狙いは、地方政府関連債務の償還支援¹⁴と、利払い負担の軽減にあるとみられており、実際、2015 年、2016 年と借換え債を中心に債券発行が進められた（図表 14）。財政部は、過去 2 年間の借換え債発行により、「地方政府の利払い負担を 4 千億元程度軽減させることができた」と報告している（2017 年 3 月全人代における報告）。

¹³ 2009 年の積極財政政策遂行時には、中央政府（財政部）が地方政府のために債券を代理発行し、地方財政赤字を補填するという形を採用した（1997 年のアジア通貨危機時と同様の対応）。その後も財政部による代理発行は続いたが、2011 年には、上海市、浙江省、広東省、深セン市に対し、試験的措置として、自主的な債券発行を認め（形式上は財政部が利払いと元本償還を代行）、2013 年、2014 年には当該試験措置の対象となる地方政府を拡大するなど、中央政府は、旧予算法に抵触しない形で地方政府の資金調達制約を緩和しようとしていた。

¹⁴ 2013 年 8 月から 9 月に実施された審計署の検査により（結果は 12 月に公表）、2013 年後半から 2016 年にかけて、地方政府債務の償還が集中することが明らかになっていた。

(図表 14) 中国の地方債発行実績

種類	発行目的	2015 年 発行額 (兆元)	2016 年 発行額 (兆元)
地方政府一般債券	一般会計の赤字補填（公共資本向け支出に充当）	0.5	0.8
地方政府专项債券	地方政府特別会計における公益事業向け資金調達	0.1	0.4
置換債券	償還期限が到来する地方政府債務の借り換え	3.2	4.9
以上合計	—	3.8	6.1

(資料出所：財政部)

上記措置から更に踏み込む形で、国務院は 2016 年 11 月、「地方政府性債務リスク応急処置方案」を公表した。これは、省政府管下の中小都市政府（市・県レベル）の債務も含む地方政府関連債務を、リスクの大小によって 4 段階に分類し、各段階における地方政府の対応方針を示したものであり、原則として、省政府が責任をもって管内の政府債務問題を解決するよう求めている。

市場では、当該「方案」の意義は主として、

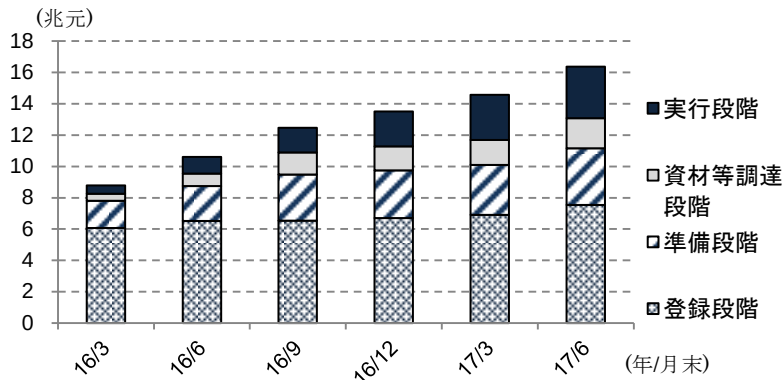
- ① 債務の返済が滞った際に地方政府が執るべき処置（新規債券の発行禁止、緊急対応チームの組成等）を明文化し、併せて「中央政府は原則として地方政府の救済に乗り出さない」旨、宣言したこと、
- ② 改正予算法施行（2015 年 1 月）後に発生した地方融資平台の債務については、地方政府が救済責任を負ってはならない、との原則を再確認したこと、
- ③ 正当な徴税の徹底や不要な資産の売却による財源確保、補助金支出体系の見直し等、地方政府の財政健全化に向けたガイドラインを提示したこと、

などにあると受け止めている。当該「方案」の公表によって、従来市場に根強かった中央政府に対する暗黙裡の支援期待が剥落し、地方政府債と国債の利回り格差が広がったとの指摘も出てきている（皆川[2017]）。

(4) 新たな資金調達スキームの推奨

中国では 2014 年以降、地方政府の債務負担軽減につながるスキームとして、官民連携による PPP (Public Private Partnership) や産業誘導基金の利用が奨励されている。財政部・政府社会資本協力センターによると、2017 年 6 月末時点では、全国で 1.3 万件、総投資予定額 16.4 兆元の PPP プロジェクトが、政府の認可を受けて登録されており、そのうち 2,021 件、3.3 兆元が実行に移されている（図表 15）。

(図表 15) 中国の PPP プロジェクト登録状況(残高ベース)



(資料出所：財政部)

PPP や産業誘導基金の推進に際し、中央政府は、従来国有資本のみが参加していた公共投資プロジェクトにつき、民間資本にも参加の道を開いたという意義もあると強調している。但し、実際には、PPP プロジェクトに高い投資リターンを期待できるものは多くなく、民間資本に限らず、国有企業等も総じて参加に慎重なスタンスをとっている模様。

こうした状況下、地方政府の中には出資企業に対し、プロジェクトの買戻し・収益保証・分割払いといった非合法の約束をし、実質的に地方政府が返済責任を負っているリスクの高い債務が増えているとの指摘がある。市場では、地方政府が土地、建物、株式等を担保として提供するケースがかなり広がっているとみられている。このため、中央政府は本年 5 月、「地方政府の借入による資金調達行動の規範化に関する通知」を発出し、地方政府関係者に法令違反の資金調達を行わないよう注意を促した。また同時に、地方政府に対し、本年 7 月末時点の債務状況につき、従来よりも更に詳細な報告を行うよう求めている。

(5) 国有企業債務問題への取組み

より深刻な国有企業債務については、全国統一のガイドラインが纏まるまでにやや時間がかかった。2016 年 10 月、国務院は企業部門の債務問題解消のために、「企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引き下げに関する意見」を公表し、以下の 7 つの手段を活用し、デレバレッジを進めることを奨励した。

- ① 企業の合併再編の推進
 - 地域・所有制を跨ぐ合併再編の奨励、重点産業における合併再編等。
- ② コーポレートガバナンスの改善による自己拘束力の強化
 - 経営責任の明確化、国有企業の業績評価ポイント改正(債務削減を評価)等。
- ③ 企業資産の活性化
 - 企業資産の分類・整理。遊休資産の再活用等。
- ④ 多様な方式による債務構成の最適化
 - 企業債務の整理・統合、債務連鎖の解消、債務負担の軽減等。

- ⑤ 市場原理に基づいたデット・エクイティ・スワップ (DES)
- ⑥ 法令に則った破産の実施
- ⑦ エクイティ・ファイナンスの積極的展開

国務院は、当該「意見」に「市場化した銀行債権の株式化に関する指導意見」と題するガイドラインを添付し、DES を本格的に進める意向を示した。中国政府が債権・債務のリスクにおいて DES の活用を試みるのは初めてのことでない。1999 年に中央政府による支援の下で、四大国有商業銀行と国家開発銀行の不良債権処理を推進した際にも、各行から資産管理会社 (AMC) 4 社に簿価で移管された総額 1.4 兆元の不良債権のうち 0.4 兆元について、DES が実施された。

1999 年当時の DES は国有企業救済の色彩が強く、また、国内に不良債権処理のノウハウが蓄積されておらず、資本市場が未発達であったこともあり、対象企業の選定から価格の算定まで、全てのプロセスが政府主導で行われた。その結果、国有商業銀行の不良債権処理及び赤字国有企業の債務負担軽減の面では一定の成果があったとみられるものの、モラルハザードの問題が広範化し、効果は一時的なものに止まり、対象企業の体質改善には至らなかったと評価されている (李[2016])。こうした経験を踏まえ、今次 DES の推進に当っては、政府は環境整備に努めるに止まり、DES 実行プロセスは極力市場メカニズムに任せることを目指している (図表 16)。

(図表 16) 中国における集中的 DES の特徴

実施時期	前回(1999～2000 年)	今回(2016 年～)
対象企業の選定	・ 政府主導で選定。	・ 関係者間の協議により選定。
実施機関 (株式の引受け手)	・ 財政部全額出資の資産管理会社 (AMC) 4 社。	・ AMC、保険会社、国有資本投資運営企業など、多様な機関の参加を奨励 (銀行の直接参加は禁止)。
資金調達方法	・ AMC による長期債券発行 (財政部保証付)、中央銀行貸出。	・ 市場化された方法・チャネル ―― 広く資金を募ることを奨励。 ―― DES 専用金融債発行を支持。
実施プロセス等	・ 政府主導。	・ 関係者間の協議を尊重。
株式価値の算定	・ 簿価	・ 関係者間の協議により算定。 ・ 市場価格の参照可能。
出口戦略	・ 対象企業による買戻しが中心	・ 譲渡、上場 (未上場企業の場合) 等、資本市場を活用。
実施規模	・ 580 社、4,050 億元	・ 17/6/9 日時点で、45 社、7,095 億元分が契約済み。但し、実行額は 734.5 億元。

(資料出所：三浦・玉井[2017]、関[2016]、孫[2017])

上記ガイドライン公表後、DES 契約締結額は鉄鋼、石炭、建設、鉄道・船舶等の過剰生産能力業態を中心に、着実に増えている。但し、実際に債務の株式への転換が実行されたものはその 10%程度に過ぎず、「市場化された DES」の定着にはなお時間がかかるように

見受けられる。市場ではこの点について、実施機関不足（専門的ノウハウの欠如が主因）、DES の本質と相容れない慣行の横行（株式引受け手が企業に対し、固定収益の分配を要求する等）、株式価値の算定を巡る関係者間の調整の難しさ、出口戦略の曖昧さ（実際に何ができるのかが不透明）等の問題が、DES 実行の障害になっていると指摘されている（孫[2017]）。

(6) 地方ベースの AMC 設立

2013 年 12 月、地方金融機関の不良債権が目立って増加傾向にあることを認識した銀監会は、地方ベースの AMC（以下、地方 AMC）設立要件を整備し、地方 AMC が現地金融機関（他地域に本店がある銀行の支店を含む）の不良債権のバルクセールに参加することを認めた。2000 年代半ば以降、四大国有商業銀行と関係の深い AMC4 社（以下、四大 AMC¹⁵）が、全国の金融機関の不良債権処理にも積極的に取り組むようになっていたが、それだけでは不十分との党中央及び中央政府の判断から、制約付きながら地方 AMC の設立が認められることになった模様。

四大 AMC とは異なり、地方 AMC は不良債権のバルクセールへの参加のみが認められており（個別不良債権の買入れは不可）、その処理も債務リストラに限定されている（不良債権を転売することは不可）ほか、インターバンク市場からの資金調達認められていない等の制約がある。2017 年 7 月現在、全国に 50 社近い地方 AMC が設立されており、最近では DES の実施機関になることも期待されている。もっとも、今のところ資金調達上の制約やノウハウ不足を理由に、大半の地方 AMC は慎重なスタンスで臨んでいると伝えられている（張・汪・付[2017]）。

4. 「剛性バブル」を支える中国政府等の「暗黙の保証」

以上のような債務削減の取り組みを受け、中国非金融部門の負債比率は 2016 年後半には上昇ペースが若干鈍化した。但し、更年後も負債比率に明確な低下の兆候はみられていない¹⁶。この点につき市場関係者等は、現政権は安定を重視し、市場の混乱を避けるために、金融機関に対し不良債権処理を必ずしも急がせていないとみている。実際、人民銀行幹部は 2017 年 3 月の全人代期間中の記者会見において、中国におけるデレバレッジのペースについて「債務残高が非常に大きいことを考えると、短期間でデレバレッジが進展するとは考えにくい」（周小川行長）、「デレバレッジは安定したペースで進められるべき」（易綱副行長）などと述べ、成果を焦らない旨表明している。

¹⁵ 1999 年、財政部が資本金を投じ、四大国有銀行の債権管理部門をベースに AMC4 社が設立された。四大 AMC は、当初は国有銀行の不良債権処理のみを行っていたが、2004 年頃から商業ベースで国有銀行以外の金融機関の不良債権買取りビジネスに着手。

¹⁶ BIS 統計の公表は 2016 年末のデータまでであるが、当該統計のベースとなっている人民銀行統計等を見ると、家計部門、企業部門の債務残高は 2 桁の伸びを続けている。また、政府部門の債務残高も、報道等を見る限り、地方政府を中心に増加傾向を辿っているものと推測される。

また、市場では先行きの資金需要につき、実質 GDP 成長率 6.5%を実現するためには、インフラ投資のある程度の伸びが必要で、資金需要は依然として強いとみられている。金融当局には、中国全土でデレバレッジを進めながらも、必要とされる地域、セクターに適切に資金を配分する工夫が求められている。こうした状況下、人民銀行や銀監会は、従来のモニタリングの枠組みでは必ずしもフォローできていないシャドーバンキングの動きに対する警戒を強めている。

2017 年 4 月、中国の社会融資総量統計の動きが市場の注目を集めた。当該統計は企業及び個人の資金調達額を集計したもので、中国の月次ベース公式統計としては最もカバレッジが広い¹⁷。市場が注目したのは、同年 1～3 月中の銀行貸出増加額がほぼ前年並みに止まったのに対し、シャドーバンキングによる融資の増加額が非常に大きかったことで、金融当局による市場誘導が十分に効いていないとの懸念が広がった（Bloomberg [2017]）。人民銀行と銀監会は、シャドーバンキングのモニタリング強化や商業銀行等に対する注意喚起に努め、年央には（統計でフォロー可能な）シャドーバンキングの拡大にやや歯止めがかかる形となった（図表 17）。但し、手元余裕資金のハイ・リターン運用を求める企業や個人の期待の強さや、最近のインターネットを活用した資金融通の利便性の高まり等に鑑みると、シャドーバンキングを巡るリスク管理体制の構築については、なお改善が必要と考えられている。とくにインターネットを活用した P2P 融資等は、中小企業金融に新たな活力をもたらしているとして、今後の発展が期待されているだけに、市場を過度に委縮させないような監督システムの確立が求められている。

（図表 17）中国における企業及び家計部門の資金調達額の変化

（億元）

	銀行貸出	シャドーバンキング融資
2015/10-12 月増加額(a)	19,003	1,003
2016/10-12 月増加額(b)	23,382	11,489
前年との差額(c)=(b)-(a)	+4,379	+10,486
2016/1-3 月増加額(d)	44,361	4,873
2017/1-3 月増加額(e)	45,819	20,498
前年との差額(f)=(e)-(d)	+1,458	+15,625
2016/4-6 月増加額(g)	26,660	-4,382
2017/4-6 月増加額(h)	36,751	4,302
前年との差額(i)=(h)-(g)	+10,091	+8,684

（注）シャドーバンキング融資は、社会融資総量統計の委託貸出、信託貸出、銀行引受手形の合計。

（出所：CEIC データベース）

¹⁷ 国民経済計算レベルの統計として資金循環統計があるが、年次統計で、しかも公表時期がかなり遅く、またストック統計が公表されていないため、足元の動きを掴むためには社会融資総量統計（フロー統計、ストック統計）が利用されることが多い。

本稿で説明したような地方政府や国有企業絡みの信用膨張の動きやシャドーバンキングの拡大、さらには不動産バブルの膨張について、朱（2017）は、中国の中央・地方政府による「暗黙の保証（中国語では“隠性担保”）」の存在が、投資家、金融機関、国有企業、政府各部門等あらゆる関係者のリスク認識を弱め、バブルが破裂することなく存続し続ける状況（朱はこれを英語で“guaranteed bubble”、中国語で“剛性泡沫”と表現）を支えていると説明している。

すなわち、朱は、中国の投資家が銀行幹旋の財テク商品への投資を検討する際に、リスクについてさほど心配しないのは、「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、中国政府が社会の安定を重視しているかぎり、本来投資家が負担すべきリスクをそれらが背負ってくれると信じているからである」と説明している。財テク商品に限らず、国有企業や地方政府が絡んだプロジェクトであれば、仮に問題が生じて、最終的には地方政府（それで不十分な場合には中央政府）が乗り出して、投資家が大きな痛手を負うことがないように調整してくれるだろうという、政府による「暗黙の保証」に対する期待が、中国の信用膨張を支えているということである。

そうであるならば、債務問題の抜本的な解決のためには、それぞれの市場参加者が契約の意味するところをしっかりと理解したうえでリスクを分担し、計画に破たんが生じた場合には契約に準じて損失を負う、という原則を貫けるメカニズムを構築することが、政権にとっての最重要課題となろう。関係者が自己責任の重さをしっかりと認識すれば、安易な資金調達・供給はかなり減少すると期待されている。中国の中央政府は、数年前からその方向に舵を切り始めている。2013 年の 18 期三中全会では、経済制度改革の目標のひとつとして、「資源配分において市場に決定的な役割を担わせる」ことが確認され、その後、銀行監督の面でも、銀行が財テク商品を販売する際に「暗黙の保証」を行うことを禁止する通達等が出始めている。

但し、中国政府は「ショック療法」ではなく、「漸進的な改革」を選好し続ける模様であり、市場メカニズム構築への具体的な道筋は未だみえていない。広大な国土と膨大な人口（しかも金融リテラシーが必ずしも高くない国民がかなりのボリュームで存在するとみなされている）を有する中国において、「ショック療法」の適用が好ましくないことは理解できる。しかしながら、「斬新的な改革」の進展を上回るペースで、規制の抜け穴を潜り抜けることを可能にする金融技術が次々と生まれているという現実にも留意が必要であろう。朱（2017）は、市場参加者に失敗を経験させることも大切で、失敗から有意義な教訓を得させるために、デフォルトや破産を実現させるべきであると主張している。

5. 第 5 回全国金融工作会议の決定事項と今後の課題

2017 年 7 月、北京において、20 年前から 5 年に一度の頻度で開催されてきた全国金融工作会议が開催された。当該会議は中国共産党が主催するもので、金融を巡る重要問題について党指導部及び関連部門の認識の共有を図ることを目的としている。1997 年 11 月の第 1

回会議は、アジア通貨危機の最中、銀行システム安定の重要性を痛感した党指導部が招集し、党・政府を挙げて四大国有銀行の不良債権処理に注力することが決まった。2002年2月の第2回会議は、中国のWTO加盟(2001年12月)直後に開催され、そこでは主要商業銀行を外国銀行と競争できる組織に建直することが決まり、国有商業銀行を株式制に転換し、株式上場を目指すことが決まった。また、同会議では銀行監督のあり方についても議論が深められ、2003年の銀監会設立につながった。

市場筋は今次会議について、高度経済成長が終焉し、抜本的な経済構造改革が求められている中で、上述のような過剰債務問題にどのように対処すべきか、ということが議論されるものと予想し、早い段階から会議の開催を期待していた。

7月14、15日に開催された今次会議では、習近平・共産党総書記兼国家主席が重要講話を行い、金融政策・金融行政を遂行する際には、以下の重点原則に従わなければならないと主張した。

- ① 金融は原点に回帰し、経済社会の発展のために服従・奉仕する、
- ② 金融構造を最適化し、金融市場、金融機関、金融商品の体系を整備する、
- ③ 監督管理を強化し、金融リスクの防止・解消能力を向上させる、
- ④ 市場志向によって、金融資源の配分において市場に決定的な役割を発揮させる。

このうち、③金融リスクの防止・解消能力の向上に関しては、政策重点課題として金融機関のコーポレートガバナンスの改善やマクロプルーデンス管理体制の強化、金融機関及び市場モニタリングの重視などが強調された。

習総書記は講話において、金融が実体経済に貢献すべきであると強調したうえで、金融リスクの防止に触れ、国有企業のデレバレッジを重点課題中の重点とすることや、地方政府債務の増加抑制に注力することを呼びかけた。また、地方政府債務の関連では、関係者に終身責任制を適用すると宣言した¹⁸。さらに、上記③との関連では、国务院金融安定発展委員会の設立を軸とする金融監督制度改革が提案され、同委員会の構成や既存金融当局との関係等、今後の進展が注目されている。

今次会議も、どちらかというと安定重視を最優先とする色彩が強かったように窺われるが、様々な金融取引から「暗黙の保証」をどのように取り払い、行政と市場の関係をどのように整理し、再構築してゆくのか、具体的なルール作りが益々重要になっている。

以 上

¹⁸ 中国ではかつて、不良債権問題に関連して、国有商業銀行の役職員に終身責任制が適用されたことがある。

参考文献

Bank for International Settlements (2016) “BIS Quarterly Review, September 2016: International Banking and Financial Market Developments” (https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1609.htm)

Bloomberg News (2017) “China’s \$8.5 Trillion Shadow Bank Industry Is Back in Full Swing,” April 19, 2017.

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

—— (2017), “People’s Republic of China, Staff Report for the 2017 Article IV Consultation”, IMF Country Report No.17/247

岡村志嘉子 (2015) 「中国の予算法改正と財政ガバナンス強化」、国立国会図書館調査及び立法考査局『外国の立法 263 (2015.3)』

関志雄 (2016) 「企業債務の削減に取り出した中国—デット・エクイティ・スワップは切り札となるか」 RIETI 中国経済新論：実事求是 2016 年 12 月 16 日掲載

呉紅毓然、于海榮、王晓霞、董兢 (2016) 「再查地方隱性負債（地方の隠れ負債の再チェック）」財新 2017 年 5 月 29 日号

国務院 (2010) 「国務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知（地方融資平台公司 of 的管理を強化することを巡る問題に関する国務院の通知）」国発[2010]19 号

財政部 (2017) 「依法明確举債融資政策边界, 嚴堵違法違規融資担保後門（法に則って負債性資金調達政策の境界を明確にし、規定違反の融資や保証の裏口を嚴重に取り締まる）」

佐野淳也 (2015) 「中国における地方財政改革の進展と課題—債券発行と財政移転による基盤強化—」環太平洋ビジネス情報 RIM 2015 Vol.15 No.59

朱寧 (2017) 『中国バブルはなぜつぶれないのか』東京、日本経済出版社

神宮健 (2017) 「中国金融～リスクと新たな発展の可能性～」月刊資本市場 2017.6 (No.382)

関辰一 (2015) 「限界に向かう中国の企業債務拡大—バブル期の日本と似た様相—」環太平洋ビジネス情報 RIM 2015 Vol.15 No.57

全人代予算委員会（全国人民代表大会常務委員会予算工作委員会調研組）(2016) 「關於規範地方政府債務管理工作狀況的調研報告（地方政府債務管理を整備する課題の状況に関する調査報告）」

孫璐璐 (2017) 「債转股進展掃描：四大突出問題浮出水面（デット・エクイティ・スワップの進展概観：4 大問題が水面に浮上）」2017 年 7 月 21 日証券時報

張卓元編 (2015) 『新常態下的中国經濟走向（新常態下の中国經濟の行方）』広州、広東経済出版社

張莫・汪奥娜・付昊蘇 (2017) 「地方壞賬銀行醞釀多渠道“補血”（地方のバッドバンクはより多くの“補血”の道を相談中）」2017 年 8 月 17 日經濟参考報

三浦祐介 (2015) 「対策進む中国の地方政府債務問題：地方財政に生じうる財源不足が当面のリスクに」みずほインサイト・アジア 2015 年 3 月 31 日

三浦祐介・玉井芳野 (2017) 「中国で再び関心が高まる DES～債務の株式への転換によるデレバレッジの展望～」みずほ総合研究所『みずほインサイト』2017 年 3 月 29 日

三浦祐介（2017）「中国における金融リスクの動向～高まる信用リスクと複雑化するシャドーバンキング～」みずほ総合研究所『みずほインサイト』2017年6月5日

三浦有史（2017）「中国ゾンビ企業の市場退出は進むかー習近平政権を待ち受ける試練ー」JRIレビュー 2017 Vol4. No.43

皆川温（2017）「中国の地方政府債務を巡る最近の動向」BTMU 中国月報 2017年5月

李剣閣（2016）「債転股的歴史経験（デット・エクイティ・スワップの経験）」姚余棟・金海年編『中国債務 如何走出高杠杆陷阱（中国債務 いかにしてハイレバレッジの罠から脱け出すか）』北京、中信出版社

参考資料

(資料1) BIS 非金融部門債務統計の報告提出国/地域リスト(債務残高順)

	国名	2016 年末 債務残高 (億ドル)	債務残高の シェア(%) (注 1)	債務残高の 対名目 GDP 比率(%)
先進国／地域	米国	469,532	41.5	252.9
	ユーロ圏	300,769	26.6	265.8
	日本	170,160	15.0	371.0
	フランス	69,574	6.1	296.9
	英国	66,417	5.9	280.4
	ドイツ	59,991	5.3	181.9
	イタリア	47,380	4.2	268.6
	カナダ	44,841	4.0	297.8
	スペイン	32,673	2.9	278.3
	オーストラリア	29,763	2.6	243.5
	オランダ	22,321	2.0	303.8
	スイス	15,835	1.4	248.2
	ベルギー	15,414	1.4	346.8
	スウェーデン	13,214	1.2	274.0
	アイルランド	10,601	0.9	378.9
	ノルウェー	10,099	0.9	280.2
	オーストリア	8,899	0.8	241.7
	デンマーク	7,861	0.7	269.0
	ポルトガル	6,309	0.6	323.7
	フィンランド	5,610	0.5	248.2
	ギリシャ	5,530	0.5	298.9
	ニュージーランド	3,812	0.3	209.9
	ルクセンブルグ	2,422	0.2	424.1
	先進国/地域合計(注 2)	1,132,304	100.0	264.5
新興市場国／地域	中国	274,928	59.3	257.0
	韓国	31,738	6.8	233.3
	ブラジル	27,691	6.0	143.8
	インド	27,218	5.9	125.0
	香港	12,015	2.6	374.3
	ロシア	11,773	2.5	83.6
	シンガポール	8,289	1.8	292.0
	トルコ	8,022	1.7	109.1
	メキシコ	7,723	1.7	81.7
	ポーランド	6,336	1.4	143.3
	インドネシア	6,299	1.4	68.3
	タイ	6,158	1.3	151.2
	イスラエル	5,716	1.2	179.5
	マレーシア	5,248	1.1	191.5
	サウジアラビア	5,017	1.1	78.5
	チリ	4,199	0.9	167.4
	南アフリカ	3,982	0.9	126.6
	アルゼンチン	3,725	0.8	73.7
	コロンビア	3,176	0.7	110.5
	チェコ	2,434	0.5	132.4
	ハンガリー	2,076	0.4	174.5
	新興市場国/地域合計	463,764	100.0	184.3

(注 1) 先進国グループ、新興市場国グループ内のシェア。

(注 2) 先進国/地域合計値は、ユーロ圏と個別構成国の重複を調整。

(資料出所：BIS)

(資料 2) 習近平・李克強政権の主要経済政策と債務問題への取組み等

年	月	重要会議・文書等	主な内容
2012	11	・共産党第 18 回全国大会	・習近平総書記を選出。
2013	3	・全国人民代表大会	・李克強総理を選出。
	11	・ 18 期三中全会	・ 改革開放の深化 を提唱。
		・銀监会 45 号文件	・ 地方資産管理公司(AMC) 設立要件
		・国務院「優先株の試験的展開に関する意見」	・優先株発行による資金調達の実行
	12	・中央経済工作会议	・地方政府債務のリスク解消を提起。
		・ 審計署 「全国政府性債務審計結果」	・13/6 月時点の地方政府債務状況に関する 会計監査結果 (11 年以来)
2014	5	・習近平総書記河南省視察	・ 「新常态」 という概念を初めて提示。
		・財政部「2014 年地方政府債券自主発行・償還試行弁法」	・試験的 地方債発行 に関する規定
		・国務院「資本市場の健全な発展を更に促進するための若干の意見」	・直接金融発展のための規制緩和等の基本方針
	8	・ 「予算法」改正 (2015 年 1 月施行)	・地方政府 債券発行 を正式に容認。
		・銀监会、地方 AMC 第一陣申請を認可	
	9	・国務院「 地方政府性債務の管理強化に関する意見 」(43 号文件)	・改正「予算法」に準じた地方政府債務管理に関する基本方針
	10	・財政部「地方政府債務の予算管理編入による整理・審査規則」	・改正「予算法」に準じた規定
	12	・中央経済工作会议	・ 「新常态」 のイメージを整理。
2015	3	・財政部「地方政府一般債券発行・管理の暫定規則」「地方政府特別債券発行予算管理規則」	・地方債発行に関する規定
	8	・全人代「国務院が提案した 2015 年地方政府債務上限額議案の審査・許可に関する決議」	・2015 年中の地方債発行枠を決定。
	11	・ 中央財經領導小組會議	・ 「供給サイドの構造改革」 を提起。
	12	・ 中央経済工作会议	・ 「三去、一降、一補」 を重点政策課題とすることを決定。
2016	3	・全人代「地方政府債務管理を是正する取組みに関する調査報告」	・2014 年末時点の地方政府債務状況に関する調査報告
	4	・人民銀行・銀监会等「鉄鋼・石炭業の過剰生産問題に関する金融面の対応」	・鉄鋼・石炭業向け融資に関するガイドライン
	10	・国務院「 企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引き下げに関する意見 」付属文書 「 市場化された銀行 DES に関する指導意見 」	・企業の過大レバレッジ解消のために活用すべき手法を整理。DES ガイドライン付。
	11	・国務院「 地方政府性債務応急処置方案 」(88 号文件)	・地方政府債務不履行等のリスク対策案
		・財政部「 地方政府性債務リスク分類処置ガイドライン 」(152 号文件)	
	12	・財政部「地方政府一般債務予算管理弁法」等	・地方債正式発行に係る諸規則
		・ 中央経済工作会议	・ 「三去、一降、一補」 重点政策課題への取組み強化を確認
2017	4	・財政部ほか「地方政府の借入による資金調達行動の規範化に関する通知」(50 号文件)	・非合法的資金調達行為の是正措置を通過。
	7	・ 第 5 回全国金融工作会议	

(資料出所：中国政府ホームページ等)