

『国際金融』1322号/2019年7月号（一般財団法人・外国為替貿易研究会）掲載

## 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 岡寄久実子

### 要旨

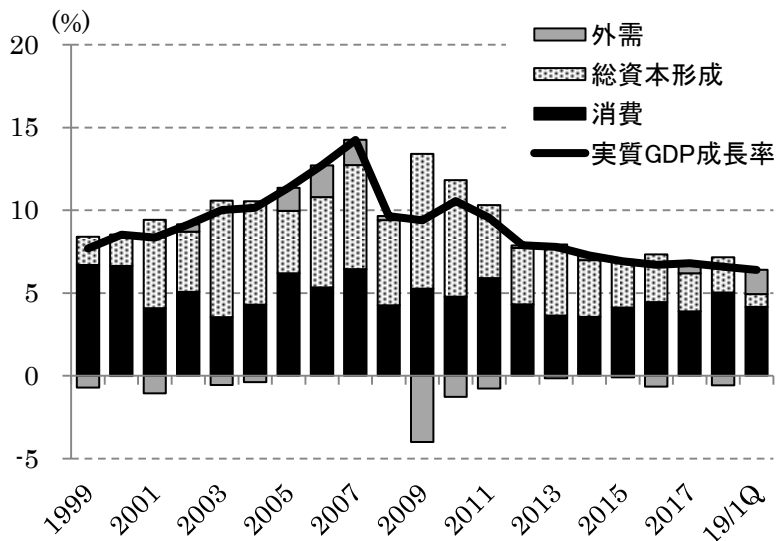
- 中国では、過去10年ほどの間に急増した債務を、持続可能なレベルに落ち着かせる取組みが続いている。とくに2016年と2017年の2年間は、「過剰生産能力・過剰住宅在庫・過剰レバレッジの解消、企業コストの引下げ、弱点分野の補足」が経済政策上の重要課題と定められていたこともあって、2018年以降は、同国の債務は全体としては拡大に歯止めがかかったように見える。
- ただし、債務問題は完全に解決したわけではなく、依然として重い債務返済圧力の下にある国有企業や地方政府がかなり存在している。両者には、返済責任を明確にしたうえで、市場メカニズムを活用した債務リストラを着実に進展させることが求められている。
- 一方、最近の中国では、デレバレッジの推進や行き過ぎたシャドバンキングの是正に向けた取組みが、中小企業等の資金繰りに負の影響を及ぼし、景気を冷やしかねないリスクがあることも懸念されている。
- 同国の金融当局には、金融リスクの解消と景気への配慮という難しいバランスを取ることが求められている。また、金融イノベーションの芽をつぶさないこと、国際金融市場を含む市場との対話を進めることなどの課題も、益々重要になっている。

### はじめに

中国では2008年下期に、いわゆる「4兆元（約60兆円）の経済刺激策」が打ち出され、翌年以降、地方政府関連機関や国有企業等が、インフラ建設あるいは設備投資を目的として、銀行等からの借入を急増させた。そうした資金調達に支えられた固定資産投資の力強い増加は、グローバル金融危機による中国経済への打撃を相殺し、同国経済の高度成長持続に貢献した（図表1）。

しかし、短期間のうちに集中的に実行された投資案件の中には、採算性等の検討が不十分なものが少なくなかった模様で、資金調達から数年のうちに元金の返済や利払いに支障を来すようになった。また、重複投資によって生じた過剰生産能力が製品価格の下落をもたらし、それが企業収益を圧迫するといった問題も様々な産業で広がり始めた。2016年頃になると、国際通貨基金（IMF）や国際決済銀行（BIS）等の国際機関からも、中国の金融レバレッジの急拡大に警鐘を鳴らすメッセージが出るようになった。

図表1. 中国の需要項目別・実質 GDP 成長率の推移



(注) 直近値は、2019年第1四半期の計数。  
 (資料出所) CEIC China Premium Database

レバレッジとは、梃子ないし梃子の作用という意味で、金融分野では自己資金以外に大きな借入などを行うことを通じて、より大きなリターンを獲得しようとする行動を指す。他方、膨張したレバレッジを解消する動きはデレバレッジと呼ばれ、中国語では「去杠杆」と表現されている。

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、成長速度が鈍化する中国経済の実態把握と中長期目標の設定に取り組む中で、債務問題の深刻さを認識し、解決の道を探り始めた。中国共産党首脳陣は、2016年と2017年の経済政策目標について、「三去（過剰生産能力・過剰住宅在庫・過剰レバレッジの解消）、一降（企業コストの引下げ）、一補（弱点分野の補足）」を重点課題と定め、各経済主体がデレバレッジに本格的に取り組むよう奨励した。

最近の統計によれば、中央政府からの金融機関、地方政府、企業に対する直接あるいは間接的な働きかけが功を奏したとみられ、マクロベースではレバレッジの拡大は抑えられている。しかし、その一方で2018年以降、銀行の融資スタンスの慎重化や金融当局によるシャドバンキング抑制の動きなどを受け、相当数の企業（とくに中小企業）が資金繰り難の問題に直面していることが頻りに報道されるようになってきている。また、社債のデフォルトも目立ち始め、2019年に入っても市場の一部に漂う先行き不透明感は払拭されていない。折しも米国との貿易摩擦が深刻さを増し、中国政府としては経済の安定により一層の注意を払わなければならなくなった。このため、デレバレッジという旗印が降ろされたわけではないが、金融当局は銀行に対し、中小企業等への融資拡充を促している。

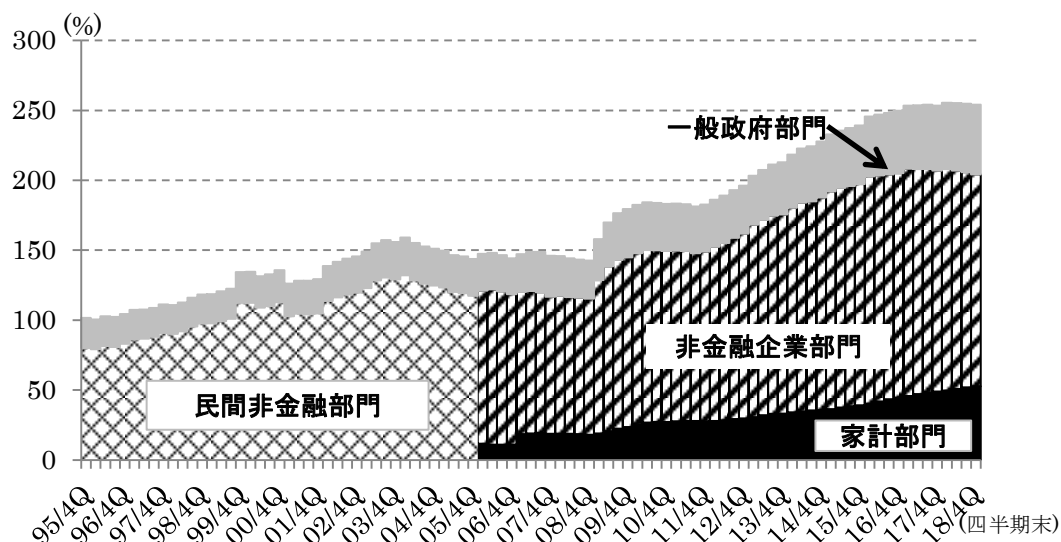
本稿では、中国の制度部門別債務動向を簡単に振り返った後、近年のデレバレッジに向けた取り組みを確認し、今後の金融リスク管理上の課題を検討する。

## 1. 債務急増の背景

### 企業部門の債務

BIS が加盟中央銀行からのデータ提供をベースに作成している統計で、中国の非金融部門の債務動向をみると、2009 年から 2010 年にかけて企業債務残高の同国 GDP に対する比率（以下、債務率）が急上昇し、その後も 2016 年頃までかなり速いペースでの上昇が続いていたことが鮮明である（図表 2）。企業部門の債務率は、2008 年末には 97.5% だったものが、2016 年 3 月末には 162.6% と、29 四半期で 65.1 パーセントポイントもの上昇となっていた。これは、日本のバブル経済期の企業部門の債務率上昇ペースを上回る速さであった（日本の企業部門債務率：1985 年 6 月末 109.7%→1993 年末 147.6%、34 四半期で 37.9 パーセントポイントの上昇）。

図表 2. 中国の制度部門別債務残高の対 GDP 比率の推移



(資料出所) BIS total credit statistics

関 (2018) は、企業債務膨張の原因として、過剰な実物投資（効率性・採算性の低いインフラ建設や不動産開発投資、鉄鋼・セメント・太陽光パネルなどの製造業設備投資）と、大規模な金融緩和に触発された企業による財テクの横行を指摘している。後者は、日本のバブル期においても顕著にみられた動きであった。ただし、中国の非金融企業部門債務には、以下で述べるように、実態として地方政府の資金調達とみなすべき債務がかなり含まれている点は、考慮に入れておかなければならない。

### 政府部門の債務

中国の一般政府部門の債務率は、2008 年末の 27.1% から 2018 年末の 49.8% へと、相対的に緩やかな上昇に止まっているが、この点については、地方政府の債務が正確に反映されていないとの指摘が少なくない。例えば、李 (2016) は、2015 年末の一般政府部門の債務率を 57.1%、そのうち 17.7 パーセントポイント分は地方政府債務とみなすべき「地方政

府融資平台」の債務であると推計している（因みに、BIS 統計上の同時期の政府部門債務率は 41.9%）。また、筆者が参加したある金融コンファレンスでは、中国シンクタンクのエコノミストが、「150%超の企業債務率のうち、50 パーセントポイント分くらいは地方政府の債務と考えている」とコメントしたこともあった。

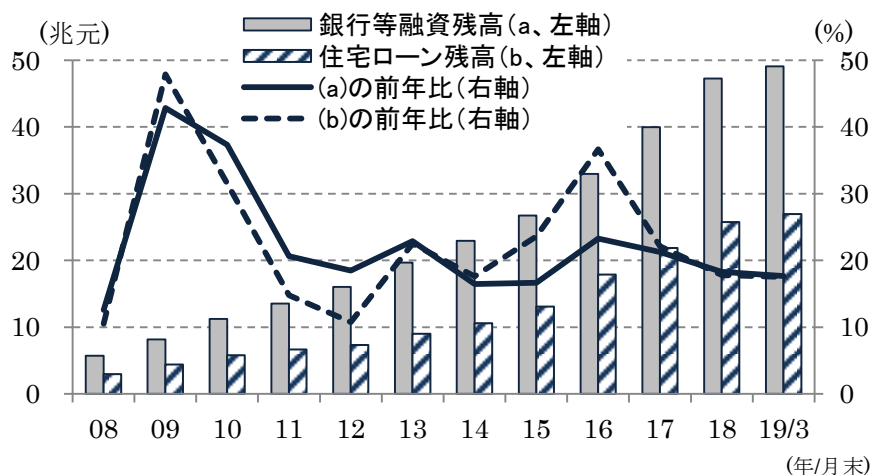
「地方政府融資平台」とは、地方政府が自らの会計と切り離して設立した資金調達・運用のための独立組織の総称で、多くは国有企業に分類されている。中国の旧「予算法（1994 年制定）」は地方政府自身による外部資金調達を禁じていたため（地方財政の不足分は、中央政府が補填する仕組み）、地方政府は地元建設プロジェクト等を迅速に進めるために、中央政府の特別許可を必要としない様々な手段を使って資金調達を行っていた。そうした中で、2009 年 3 月に金融当局が条件付きで容認したのが、「地方政府融資平台」による銀行借入や社債発行であった（胡・鮑・趙、2017）。

地方政府の債務については、偶発債務の問題もあった。地方政府が金融機関との間で正式な貸借契約を締結したわけではないが、例えばプロジェクトを奨励する文書の発行が、保証の提供と同等の効力を発揮するような案件がかなりあることが指摘されている（担保法により、地方政府が保証を提供することは認められていない）。全国人民代表大会・予算委員会の調査によれば、2014 年末の地方政府債務残高は 15.4 兆元（債務率 23.9%）であったが、このほかに地方政府が保証を提供している債務が 3.1 兆元（同 4.8%）、さらに、地方政府に返済責任が及ぶ可能性のある債務が 5.5 兆元（同 8.5%）あったと指摘されている。

### 家計部門の債務

中国の家計部門の債務率は、2008 年末の 17.9%から 2018 年末の 52.6%へと、政府部門よりも若干速いペースで増加している。家計部門債務の中心は住宅ローンで、債務残高の 5 割強は住宅ローンが占めている（図表 3）。

図表 3. 中国の家計部門債務残高の推移

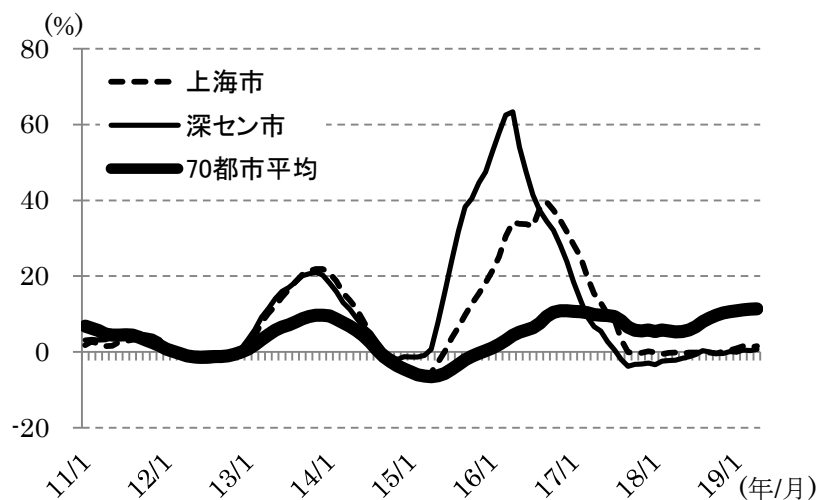


（資料出所）中国人民銀行統計サイト、CEIC China Premium Database

2008年10月、中国政府は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の引下げ、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。その後、不動産市場におけるバブル膨張が懸念され、金融当局は投機目的の不動産投資関連融資については極めて抑制的なスタンスで臨んでいるが、借り手自身が居住する目的の住宅ローンについては、ある程度の伸びを容認している。

近年、行き過ぎた不動産価格の高騰が調整局面に入っているように見える(図表4)。もっとも、銀行が担保掛目をかなり慎重に設定していることもあって、今のところ、「転売目的での購入でなければ、住宅ローンが不良債権化するリスクは小さい」(深セン市の不動産関係者)との見方が多いように窺われる。

図表4.中国主要都市の商品住宅販売価格・前年比の推移



(資料出所) CEIC China Premium Database

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、金融機関サイドはもともと総じて慎重なスタンスで臨んでおり(むしろ慎重すぎる点が問題視されたほどであった)、金融リスクは銀行のコントロール可能な範囲に収まっているとの見方が主流である。ただし、中国では個人や零細企業は正規金融へのアクセスが容易でなく、いわゆる「民間金融」あるいは「地下金融」と称される非正規金融に頼ることが多いため、統計上の家計部門債務が過少評価されている可能性がある点には留意を要する。

## 2. デレバレッジを促した諸政策

### 企業債務の軽減

2016年10月、国務院は「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、①企業の合併再編の推進、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、③企業資産の活性化、④多様な方式による債務構成の最適化(債務リス

トラ)、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等を通じて、デレバレッジを進めることを奨励した。

2019年6月、中国政府は記者説明会を開き、同年4月末までにDES契約が締結された企業債務は2.3兆元に上り、そのうち106社、367プロジェクトの9千億元相当の債務が株式に転換されたと公表した。対象企業の業種としては、鉄鋼、非鉄金属、石炭、電力、運輸交通等26業種に及んでいる。対象企業は国有企業が中心である模様ながら、民営企業を対象としたDESも実施されている。DESについては、契約額に比して実行額の増え方が遅いと指摘もあり、中央政府は銀行の資産管理子会社等が取組みを積極化させることを期待している。

### 地方政府債務の整理

前述のとおり、中国では1994年以降、地方政府が独自に資金調達を行うことは禁じられており、本来であれば地方政府は特別な場合を除き、債務を負っていないはずであった。このため、地方政府債務の問題への対処は、その実態把握からスタートした。2010年6月に国務院が地方政府債務の実態調査と不適正行為の是正を求める通達を出したのを皮切りに、審計署(会計検査院に相当)スタッフ13万人を動員した実地検査を含め、数度にわたる調査が行われ、地方政府に返済義務があることが明確な債務金額を洗い出した。

こうした調査と並行して、地方政府の歳入面の制約を緩和するための措置も実行された。以前から限定的に使われていた中央政府が地方政府財政の赤字補填のために債券を代理発行する方法に加え、2011年には、試験的措置として、一部の省政府等が債券を自主発行することが可能となった(2013年、2014年に対象地方政府を拡大)。そして、2014年8月には予算法が改正され(2015年1月施行)、全国人民代表大会が承認する枠内で、地方政府が債券を発行することが法律で認められた。

同年9月、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。また、②特別会計に相当する地方政府性基金事業のうち、収益が見込める公共事業については、地方政府が「専項債券(特定プロジェクト債券)」を発行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いて、借り換え目的の債券発行を容認した。

2015年以降、地方政府債券の発行が進み、中央政府と合わせた債務残高は、2018年末で33兆元となっている(図表5)。この間、従来の銀行からの融資を、相対的に金利が低く、また返済期間が長い債券発行に切り替えたことで、地方政府の利払い負担は相応に軽くなったとみられている。例えば、2017年3月の全国人民代表大会において、財政部は、過去2年間の借り換え債券発行によって、「地方政府の利払い負担は、4千億元程度軽減された」と説明している。

図表 5. 中国の中央・地方政府債務残高の推移

(単位：兆元)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
中央政府債務残高	9.6	10.7	12.0	13.5	15.0
地方政府債務残高	15.4	14.8	15.4	16.5	18.4
合計	25.0	25.4	27.4	30.0	33.4

(資料出所) 中国財政部

### 3. 景気への配慮との綱引き

#### 構造的デレバレッジの推進

以上のように、2015 年から 2017 年にかけて、企業と地方政府の債務を圧縮する試みは、全体としては一定の進展があったと評価されている。しかし、国有企業債務も地方政府債務も、債務主体及び関連事業が多岐、多数に及び、債務削減策の立案、遂行に当っては多面的な検討が必要であった。また、経済成長速度が鈍化する中で、金融当局には景気への配慮も求められている。

例えば、2017 年 7 月に中国共産党が主催した全国金融工作会議では、習近平・共産党総書記兼国家主席が講話を行い、金融政策・金融行政遂行上の原則として、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、ことを強調した。金融が実体経済に貢献すべきであるというのは、当然のことと期待される目標ではあるが、その目標実現に向けて行政指導と市場メカニズムのバランスをいかにとってゆくか、金融技術の発展の速さや経済規模の大きさ、そして企業・金融機関数の多さ等だけを見ても、中国が直面している難しさは前例のないものであろう。

中国人民銀行（中央銀行）の首脳陣も、デレバレッジについては成果を焦らない旨、表明していた。例えば、2017 年 3 月の全国人民代表大会期間中の記者会見において、周小川・行長（当時）は「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」、また、易鋼・副行長（同）は「デレバレッジは安定したペースで進められるべきである」と述べていた。その方針は現在も維持されている。人民銀行は、2019 年 5 月に公表した同年第 1 四半期の「中国金融政策執行報告」において、構造的デレバレッジの進展に相応しいマクロ経済及び金融環境を提供するためには、穏健な金融政策が有効であるとして、過度の緩和と過度の引締めにならないような政策運営を意識すると表明している。

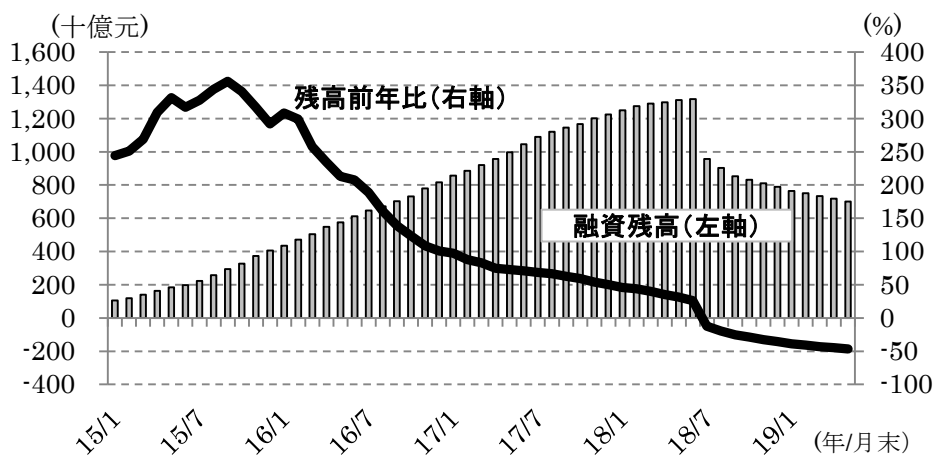
#### シャドーバンキングの調整

債務問題と表裏一帯の問題として、中国の金融当局はシャドーバンキングの行き過ぎに

警鐘を鳴らしていた。人民銀行は、BIS が事務局を務める国際フォーラム・金融安定理事会（Financial Stability Board）の定義を参考に、シャドーバンキングを「正規の銀行システムの外で、流動性と信用転換機能を有し、システミックリスクや規制回避を引き起こす可能性のある機関または業務によって構成される信用仲介システム」と定義し、小額貸出会社、質屋、信用保証会社、私募エクイティファンド、農村資金互助社、各種民間融資機関などが、その主体に該当すると説明している。デレバレッジを促す過程で、銀行貸出に対する当局による引き締め気味の指導が強まると、金融機関はシャドーバンキングを利用した迂回融資に走りがちであった。

そうした動きを受けて、金融当局は銀行の簿外取引を厳しくチェックするようになった。また、最近では、P2P 融資に対する監督も強化されている。P2P 融資とは、インターネット上のプラットフォームを利用して、資金を必要とする企業と高めのリターンを求める投資家を結びつける仕組みで、利便性の高さが歓迎されていた。しかし、一部で虚偽情報を掲げての資金調達と逃走といった詐欺行為が横行したため、監督当局はプラットフォーム事業者に対し、登録情報の確認などを強く求めるようになった。そうした動きを受け、2018 年央以降、P2P 融資残高は急減している（図表 6）。

図表 6. 中国の P2P 融資残高の推移



(資料出所) CEIC China Premium Database

監督の強化は金融市場のバブル的拡大を抑えるうえでは効果的であったが、金融機関に対する締め付けが効きすぎたようで、2018 年に入ると、シャドーバンキングないしはシャドーバンキングにつながる金融取引が萎縮してしまった。その結果、企業、とくに中小企業の資金繰りが逼迫しているとの批判の声が強まった。このため、同年末頃から、金融当局のスタンスに変化が生じている模様である。

銀行保険監督管理委員会が 2019 年初に開催した、同年の政策目標について討議する会議では、「秩序立ててシャドーバンキングのリスクを解消する」との目標が掲げられた。報道によると、中国メガバンクの市場アナリストはこの表現を、「一律にシャドーバンキングを



抑え込むのではなく、ルールを順守した取引が広がることを推奨し、規制逃れの取引を取り締まるというスタンスを示したメッセージ」と受け止めている。

#### 4. 金融リスク管理上の注目点

##### 社債のデフォルト

中国政府はデレバレッジの推進が金融市場に混乱をもたらさないよう注意しているものの、2018年には社債のデフォルトが急増し、その流れは2019年に入っても止まっていない。以前の中国では、社債のデフォルトを避けるべく、共産党や政府関係者が銀行等に当該企業の資金繰り支援を行うよう働きかけていた。しかし、最近では、党首脳陣の間で金融の世界からいわゆる「暗黙の保証」を取り除くことの重要性が理解されつつあるように窺われる。2014年に太陽光発電メーカーの社債がデフォルトに直面した際に、党機関紙である人民日報は「債券市場において“ゼロ・デフォルト”の状況に穴が開いたことは、市場メカニズムの確立に向かう第一歩である」と解説する記事を転載し、当局がデフォルトを容認するスタンスに転じたことを示唆している。

「暗黙の保証（中国語では“隐性担保”）」とは、中国の資金調達主体及び投資家の間でリスク管理の意識が弱いことの説明としてしばしば用いられてきた言葉で、市場参加者の共産党や政府に対する根拠の乏しい期待の表れとも考えられる。朱（2017）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していると指摘している。2014年の債券デフォルトの容認は、この意識を変えようとするものであったのだろう。

ただし、昨年来の社債デフォルトの急増は、依然として発行メカニズムに問題があることを示しているとの指摘もある。債券市場関係者は、最近のデフォルトの要因として、経済環境の悪化を指摘しつつも、発行主体の事業計画が甘く、かつその状況を客観的に審査することなく、発行条件が決まり、募集が開始された案件がかなりあったのではないかと、推測している。この問題は私募債の発行においてとくに顕著であり、発行主体及びアレンジャーの意識改革と、罰則の徹底を含むルール適用の厳格化が求められている。

##### 金融機関の破綻

金融リスクの顕現化に関連し、2019年5月末に一地方銀行が公的管理に移管されたことが注目されている。人民銀行は、当該銀行の問題は大株主による資金流用が主因で引き起こされたものであり、事件を一般化させて受け止めるべきではないとの説明を公表している。しかし、市場では、当該銀行が2017年以降の財務報告を開示していなかったにも関わらず、本件が公表されるまで高い格付けを付与されていたことなどが問題視されており、他にも同様の例が潜んでいる可能性が懸念されている。

また、当該銀行がインターバンクでの資金調達にかなり頼っていたことから、一時はイ

インターバンク市場にも動揺が及んだ（金利が上昇）が、人民銀行が潤沢に資金を供給したことを受け、市場は落ち着きを取り戻しつつある。ただし、2018年に人民銀行が銀行業金融機関4千行/社弱に対して行った査定では、420行/社（農村商業銀行67行、村鎮銀行109行、農村信用社235社）が下位3ランク（レベル8~10）に位置付けられており、今後、経済・金融の不透明感が払拭されない中で、そうした金融機関が危機的な状況に陥る可能性は否定できない。金融当局には、リスクの早い段階での察知と、リスク顕現化後の果敢な対応が求められている。

### 金融イノベーションの急展開

中国ではインターネットを絡ませた新たな金融商品の開発が急速に進んでいるが、その監督のあり方については、イノベーションの芽を潰さない配慮が必要である。新たな金融商品は、従来の硬直的な銀行商品に比べ、利便性や収益性の高さが魅力で、とくに中小企業や農村企業の資金調達に貢献することが期待されている。ただし、過度のレバレッジ拡大が生じないよう、資金調達・運用双方には自己抑制的な冷静な行動を促す必要がある。それと同時に、取引の仕組みに違法行為が入り込みやすい問題があることが判明した場合には、全ての関連取引を一律に強く抑え込むのではなく、従来の金融取引にない利点をなるべく活かす工夫を凝らすことが重要である。

もっとも、一旦ブームに乗って膨大な規模に広がってしまった取引について深刻な問題の存在が明らかになった場合に、混乱の拡大を回避するために強力な抑制が必要となることは理解できる。金融・通信技術の発展は目覚ましく、ある魅力的な金融商品が市場に投入されると、それが全国各地に広がるスピードは、10年前とは格段の違いがある。難しいことではあるが、金融当局には市場で生じている不具合をなるべく早く察知するセンスが、以前にも増して期待されている。そのためには、金融当局職員の技能・知識向上も重要であろう。

### 市場との対話

WTO加盟後、中国では経済政策運営に関する情報開示が大きく進展したことは間違いない。一方で、経済のグローバル化の進展、市場参加者の増加、インターネットに代表される情報伝達ツールの発展等のスピードは更に目覚ましく、多様な市場参加者や預金者達に正確な情報を適切なタイミングで伝える工夫が益々大切になっている。中国の国際的な存在感が一段と高まっている状況下、国内だけでなく、世界の金融市場参加者も政策当局のメッセージに対する関心を強めている。

ここ数年、中国の政府機関は様々な機会を設けて、メディアに対する説明を増やし、またウェブサイトにも政府の方針を掲載することも熱心に行っている。それでも、金融市場が発展した他の国や地域に比べると、経済や金融情勢を巡る情報発信にはなお改善の余地があるように思われる。中国政府や金融市場運営者、金融団体などには、これまで以上に積極的に情報発信を行うことと、国際フォーラムなどの場を活用して、専門家達の間で率直で深い意見交換を進めてゆくことが期待されている。

**参考文献:**

岡寄久実子（2017）「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～」CIGS リサーチノート（[https://www.canon-igs.org/research\\_papers/network/20170824\\_4453.html](https://www.canon-igs.org/research_papers/network/20170824_4453.html)）

胡恒松・鮑静海・趙曉明（2017）『中国地方政府投融资平台转型发展評価報告（中国地方政府投融资平台の転換と発展に関する評価報告）』人民出版社（中国語）

朱寧（2017）森山文那生訳『中国バブルはなぜつぶれないのか』日本経済新聞出版社

関辰一（2018）『中国 経済成長の罟：金融危機とバランスシート不況』日本経済新聞出版社

李揚（2016）「去杠杆的路経与方法（デレバレッジのパスと方法）」姚余棟・金海年主編『中国債務』中信出版集団（中国語）