

経済レポート

中国経済レポート(No. 56)

中国の不良債権懸念について

調査部 副主任研究員 細尾 忠生

【目次】

1 . 景気安定下の構造問題	p . 1
2 . 債務は、アメリカ、日本、ギリシャのバブル時を上回るペースで増加	p . 1
3 . 今後想定される2つのシナリオ	p . 3
4 . 繰り返される金融市場の混乱	p . 5

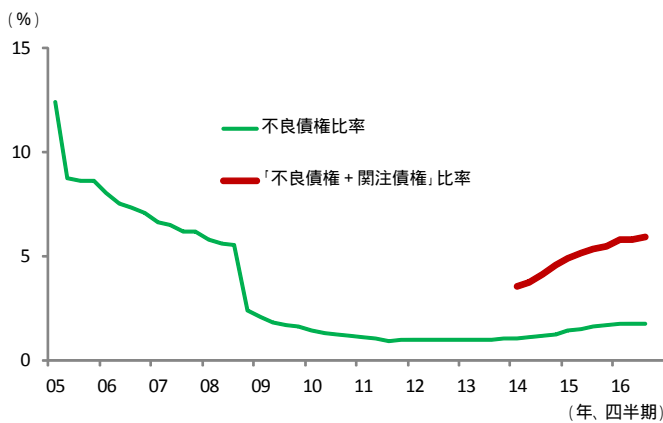
1. 景気安定下の構造問題

中国景気は足元で底堅い動きがみられるが、中長期的には様々な調整圧力に直面している。とりわけ、不良債権問題をはじめ中国の金融システムへの懸念がくすぶり続けている。

中国の商業銀行の不良債権比率は足元で小幅上昇しているが、過去と比べてみると低水準にとどまっている（図表1）。もっとも、不良債権に準ずるいわばグレイゾーンに分類される「関注債権」が増加の一途をたどるほか、財務諸表にあらわれない隠れた不良債権が膨大にのぼるとの指摘も多い（図表2）。

こうした懸念を招く背景には、中国の民間部門（企業＋家計）の債務残高が、経済成長を上回る勢いで急増していることがある。経済成長率の低下という「新常态」に適応していくことが喫緊の課題に位置づけられている中で、非効率な経営が温存されながら借入金を拡大させ続けていくと、いずれかの時点で資金返済が困難になり、きっかけ次第で不良債権が急増するおそれがある¹。

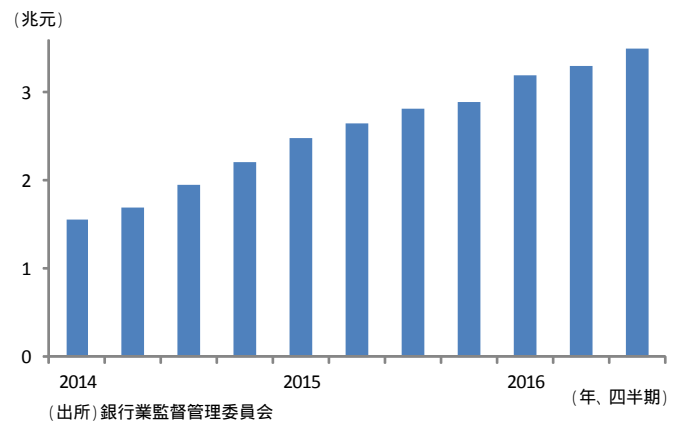
図表1. 中国の不良債権比率（商業銀行）



（注）中国の商業銀行は、債権を正常、関注、次級、可疑、損失の5段階に分類し、次級以下の3分類を不良債権に区分している。参考までに日本では、債権を正常先、要注意先、破綻懸念先、実質破綻先、破綻先に分類し、要注意先の一部から下の4分類を不良債権として区分している

（出所）銀行業監督管理委員会

図表2. 準不良債権（関注債権）の残高



（出所）銀行業監督管理委員会

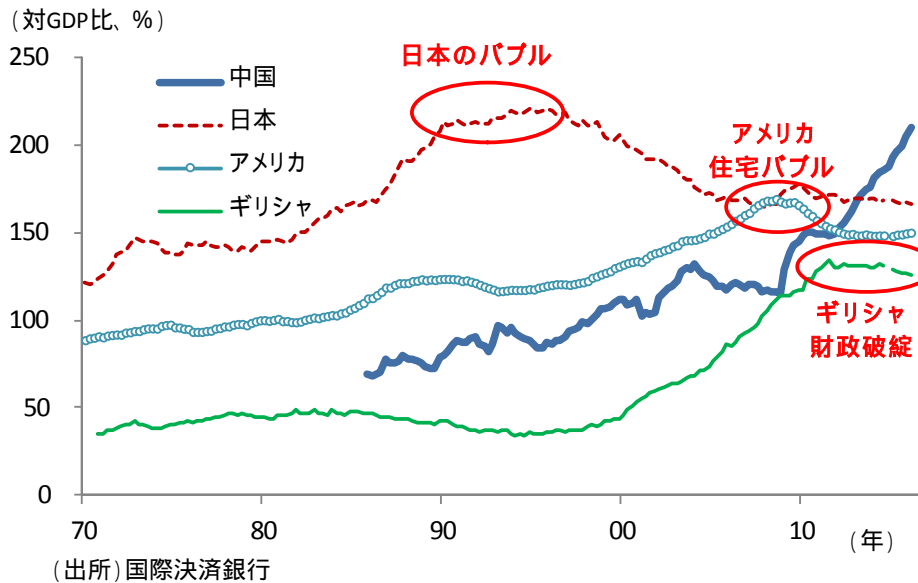
2. 債務は、アメリカ、日本、ギリシャのバブル時を上回るペースで増加

そこで、中国など各国における民間部門の債務比率対 GDP 比をみたのが次頁の図表3である。

中国の民間部門の債務残高は、国の経済規模との比較でみてバブル期の日本並みに拡大し、アメリカの住宅バブル期や財政破綻に至った時期のギリシャの水準を優に上回っていることが分かる。

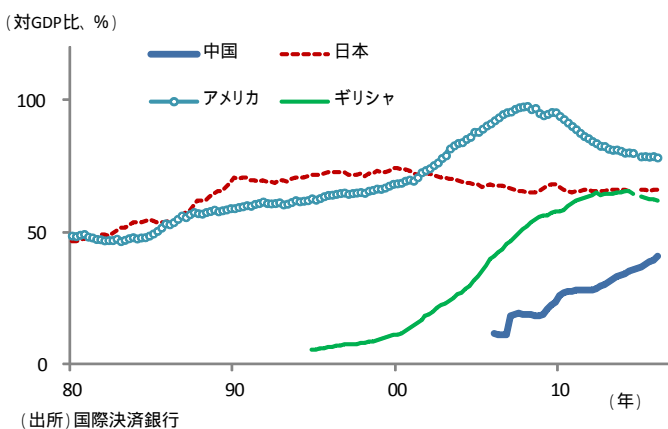
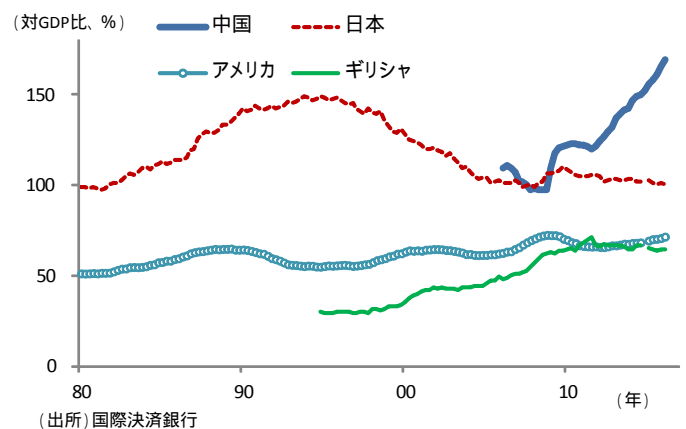
日本では、バブル期の地価の上昇期待が、アメリカでも住宅バブル期における住宅価格の上昇期待が土地や住宅を担保とした借入れを容易にした。また、ギリシャではユーロ導入によってドイツ並みの信用力が得られ借入れコストが急低下したことが債務の増大を促した。いずれも、地価、住宅価格が下落に転じたり、あるいは、ギリシャのように財政統計の不正発覚によって信用リスクが高まったりすることによって、債務の拡大が行き詰まって過去の債務の返済が不能となり、金融システム不安が広がった。

¹ 国際通貨基金 (IMF) は 2016 年春の国際金融安定報告書の中で、中国の銀行融資のうち 15% が返済不能になるおそれがあると警告した (元となった論文は、James Daniel, Jose M Garrido and Marina Moretti (2016) "Debt Equity Conversions and NPL Securitization in China: Some Initial Considerations," IMF Technical Notes and Manuals No. 2016/5)。また、国際決済銀行 (BIS) は 2016 年秋の四半期報告において、独自の金融モニター指標 (債務 GDP ギャップ = 債務 GDP 比の足元の実績値の長期トレンドからの乖離率) に基づき、中国は過剰な与信が原因となり 3 年以内に銀行危機に陥るリスクが高いと警告した。

図表3. 民間部門(家計+企業)の債務残高


中国の債務の特徴をみるために、各国の借入ブーム期における主体別の債務状況を見ると、バブル期の日本では企業も家計も債務比率が高いが企業の方が高かった。住宅バブル期の米国では企業の債務比率が低い反面、家計の債務比率が高かった。一方、近年の中国では、住宅ローンの過度の借入れが懸念されるものの、国際比較で見ると家計の債務比率は依然として低いが、その半面、企業の債務比率についてはバブル期の日本の水準をはるかに上回り、また債務の拡大ペースが加速していることが分かる(以上図表4、5)。

企業の債務比率がバブル期の日本の水準をはるかに上回るようになった契機は、2009年に実施された4兆元の景気対策であった。その後景気対策の効果が一巡した中、「新常态」である低成長局面に移行した後も、債務の増加ペースが変わらなかったことが、企業の債務比率の上昇をもたらした。このため、中国企業による借り入れは、現在の中国の経済成長の実勢に合わない水準といえる。

図表4. 家計の債務残高

図表5. 企業の債務残高


3. 今後想定される2つのシナリオ

次に、今後の展望について2つの可能性を検討したい。

楽観シナリオ～中国の過剰債務の特徴

まず、今回の企業の過剰債務問題（銀行の不良債権懸念）の大きな特徴は、企業形態別に国有企業、業種別に建設、不動産に債務が偏っていることである。

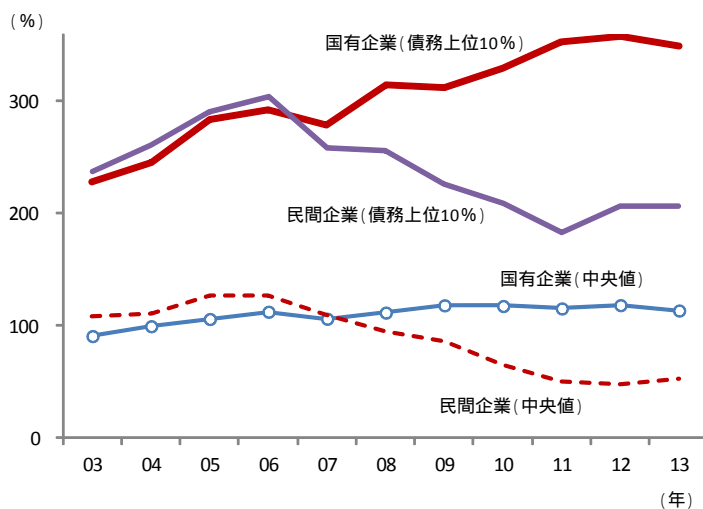
IMFスタッフが中国企業の財務データベースをもとに分析した論文によると、大半の中国企業の債務残高は、自己資本と同程度か、自己資本の範囲内にとどまっており、財務の健全性が高い反面、国有企業の一部で、自己資本の3～4倍程度の過剰な債務を抱える企業が存在していることを指摘しており、企業の過剰債務問題、銀行の不良債権懸念が国有企業の経営問題と密接に結びついていることを示唆している（図表7）。

まず、企業形態別にみると、財務データベースに統計として計上されている一定規模の企業のうち、地方政府が設立した国有企業は、企業数で見ると10%強の比率を占めるに過ぎないが、債務全体に占める比率は過半を超えており、地方政府系の国有企業で過剰債務傾向が顕著にあらわれていることが分かる（図表8）。

また、業種別にみると、企業数でみて鉱業が占める比率は5.6%、不動産・建設が占める比率は7.6%に過ぎないが、債務全体に占める比率は、それぞれ23.5%、29.3%と大きい。鉱業については3大国有石油企業にみられるとおり、企業の数こそ少ないものの、個々の企業規模が大きいため債務のシェアが大きくなっているとみられるが、不動産・建設が主に不動産投資に偏重した傾向がみられるとしている（図表8）。

過剰債務問題は決して望ましいことではないとは言え、このように問題の所在が明確になっていることで、必要な政策対応も明確になる。将来的には、存続の見込みが低いうえ過剰な債務を抱える国有企業について、国有企業の再編と債務再編（銀行による債務減免と銀行自身の資本強化）が同時に迫られる可能性があると考えられる。中国政府の債務残高、中国の銀行の経営状況を踏まえると、公的資金投入や自力増資の余地があるとみられ、債務処理の影響が経済全体に広がることを回避することが期待できる。

図表7. 中国企業の自己資本比率



(出所) Chivakul and Lam(2015) "Assessing China's Corporate Sector Vulnerabilities," IMF Working Paper 15/75

図表8. 業種別・企業形態別の債務シェア

	企業数に占める比率 (%)	債務合計に占める比率 (%)
業種別		
鉱業	5.6	23.5
不動産・建設	7.6	29.3
農林水産	1.9	0.3
製造業	61.1	30.1
運輸	3.4	6.7
情報技術	8.1	3.8
卸小売	5.5	3.4
サービス他	7.0	2.8
企業形態別		
国有企業		
中央政府系	27.3	26.2
地方政府系	13.5	51.8
民間企業	59.2	22.1

(出所) Chivakul and Lam(2015) "Assessing China's Corporate Sector Vulnerabilities," IMF Working Paper 15/75

悲観シナリオ～非効率な資金使途の増加

前掲の図表 3～6 でみたとおり、過去のいわゆる「ブーム・アンド・バスト」において、ブーム期の債務比率のピーク水準が一様でないことから分かるように、債務比率の適正水準は国際比較から読み取ることができない。各国で異なる経緯や歴史的背景のもとで金融システムが形成され、それぞれのシステムで持続可能となる妥当な水準があるものと考えられるが、今の中国の適正水準がどの程度か、後で振り返って初めて分かる問題ではない。

このため、債務の急拡大がいずれ困難になる反面、持続可能な間は、債務拡大は経済成長に寄与する側面もある。家計にせよ、企業にせよ、何らかの支出を行う目的で借入れを行うため、借入金の増加は、そのまま最終需要の増加を生み出すことになるからである。

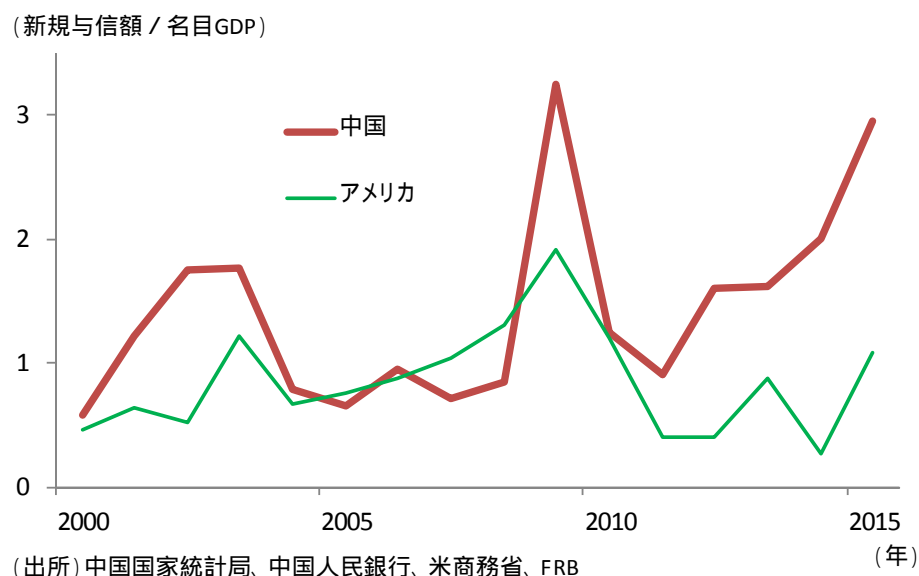
日本はじめ先進国では、経済の成熟化にともない家計や企業の資金需要が低下したことが、経済成長を弱いものにしており、中国ではいまだに強い資金需要が存在しているともいえる。

問題は、経済成長に寄与し、産業高度化や経済のサービス化といった新しい中国を生み出すための健全な資金需要と、不動産からニンクに至る様々な投機に向けられる健全とは言えない資金需要の区分が明確でないことである。

もっとも、中国とアメリカについて、GDP1 単位を生み出すためにどれだけの与信が必要か比較すると、アメリカでは、概ね 1 単位の与信が 1 単位の GDP を生み出す正常な状況にあるのに対し、中国では、3 単位の与信がわずか 1 単位の GDP しか生み出しておらず、非効率な資金の使われ方されていることが分かる。また、非効率な資金の使われ方は近年の借入ブームによって増大している（図表 9）。

非効率な資金の使われ方が広がっていることを踏まえると、足元の中国景気の回復をもたらしているものは、野放図な与信の拡大にすぎず、決して望ましい経済成長を実現していないリスクをはらんでいると考えることもでき、このような成長メカニズムの継続が困難になれば、不良債権問題が一気に噴出するリスクも必ずしも否定できない。

図表 9. 中国の経済成長は与信依存が強まる



4. 繰り返される金融市場の混乱

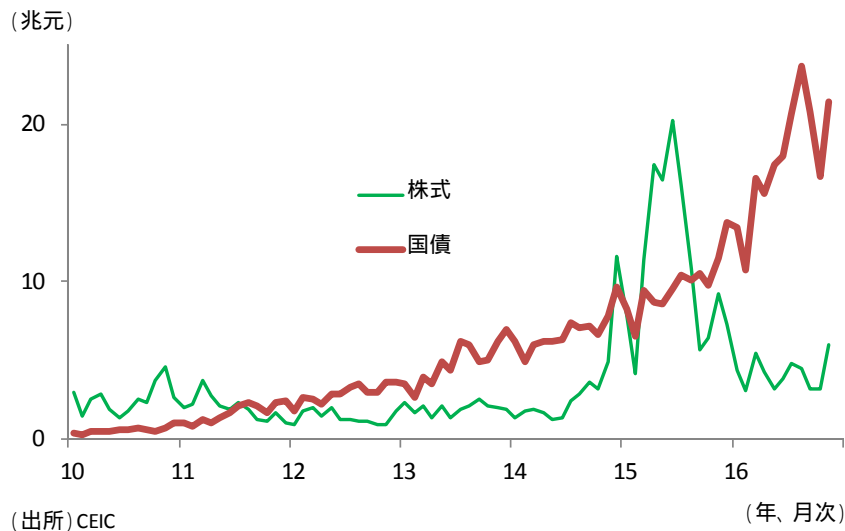
中国における企業の過剰債務問題や銀行の不良債権懸念について、克服可能な政策課題ととらえるのか、それとも成長の屈折を迎えるため、いずれ現実のものとなることが不可避ととらえるかは、中国の経済成長が本物かどうかを見極めることと密接に関係している。筆者は、経済構造の変革に一定の進捗がみられること（個人消費の比率拡大、第3次産業の比率拡大等）や、規模や収益力で日本企業をはるかにしのぎグローバルな存在感を高めつつある多くの中国企業が成長を続けていること等から判断すると、企業の過剰債務は、上述のとおり特定企業に偏ってみられる問題であり、克服可能な課題と考えるが、見解は人によって分かれるところである。債務拡大依存による成長にすぎないため、いずれ不良債権問題が顕在化し金融システム不安が広がると警戒する立場もあろう。いずれにせよ、今の中国の成長が本物かどうかの判断次第で、リスク認識が左右されることになる。

もっとも、中国経済の成長力を重視する筆者の立場からも、不良債権問題とは別に、未成熟な金融システムと投機色の強い国民性によって、金融市場がしばしば混乱を繰り返すリスクは非常に高いと考えられる。

昨年の株価下落による金融市場の混乱が落ち着く中、投資家は中国の国債市場への投機を強め、2016年には売買金額が急激に増加した（図表10）。この背景には、理財商品をはじめとする高利回りをうたって調達した資金の運用先として、レバレッジを用いた投機色の強い国債投資が広がっていることが伝えられている。このため、世界的に金利上昇圧力が高まる中、国債相場の暴落や、それともなう証券会社、運用会社の経営破たんが広がれば、株式や為替（人民元）など他の金融市場にも影響が波及し混乱が拡大するおそれがある。

図表10. 投機の主役が株式から国債に交代

～上海証券取引所の売買金額～



中国経済の現況については、難しい問題をはらみつつも思ったほど悪くない、と考えるのか、表面的な安定を確保しているものの厄介な問題を抱えている、とみるのか、同じ経済データから2とおりの解釈がありうる。中国リスクに対する警戒感が強かった反動もあり、前者の楽観的な解釈が広がりつつあるが、企業の過剰債務問題といった過去の負の遺産に根差した金融市場の混乱が、忘れた頃に表面化するリスクを頭の片隅に入れておく必要があるだろう。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。