

膨張を続ける中国民間債務がもたらすリスク

～グローバル経済金融レビュー 2017年冬～

<要旨>

中国の民間部門債務は拡大が続いており、その対GDP比は約210%と、バブル崩壊直前の日本の水準に達する。また、債務者の返済能力は悪化の一途を辿っている。

民間債務問題を今後さらに深刻化させるリスク要因としては、インフレの高進、資本流出の加速、それらに伴う金利上昇、企業部門の業績悪化、住宅市況の低迷などが挙げられる。程度の差はあるものの、これらのリスク要因には既に顕在化の兆しがみられる。

ただし、中国の民間債務問題は、これまでのところ、信用危機の発生などマクロ経済全体に重大な影響を与えるほどの状況には至っていない。危機が現実のものになるとすれば、上述した複数のリスク要因が相互に作用しながら増幅するという悪循環が形成された場合であろう。

中国の民間債務問題は、それ自体グローバル経済にとって重要なリスク要因であり、問題が深刻化した場合、世界経済、とりわけ貿易や投資の動向に大きな影響を与えることが懸念される。

[3か月前に公表した前回のレポート](#)以降の国際金融市場における最大のイベントは、11月に行われた米国の大統領選挙であった。トランプ氏が勝利したことが金融市場にとってサプライズとなった上に、その結果を受けた金融市場の反応が株価、金利、米ドル・レートの上昇であったことも、事前の大方の予想に反するものとなった。

米国金利上昇によって、新興国からの資金流出が加速するなどの変調が出たことは[先月の調査月報「トランプショック後の新興国マネーフロー」](#)で取り上げたところだが、2017年に入った直後、中国人民元レートが急上昇した。この動きの背景には、トランプ米次期政権の財政拡張策に対する思惑からドル高と米国金利上昇が進む中、中国当局が人民元の先安観払拭と資本流出の阻止を図ったことがある。これは、中国経済が金融面での脆さを抱える中で、政策当局が資金流出と元レート下落が加速するリスクを警戒していることを示す動きと解釈できる。

金融面での脆さの要因としては様々なものが考えられるが、今回は中国の民間部門債務に焦点を当て、現状やそれに起因するリスクについて考えてみたい。

1. 膨張する中国の民間債務、低下する債務返済能力

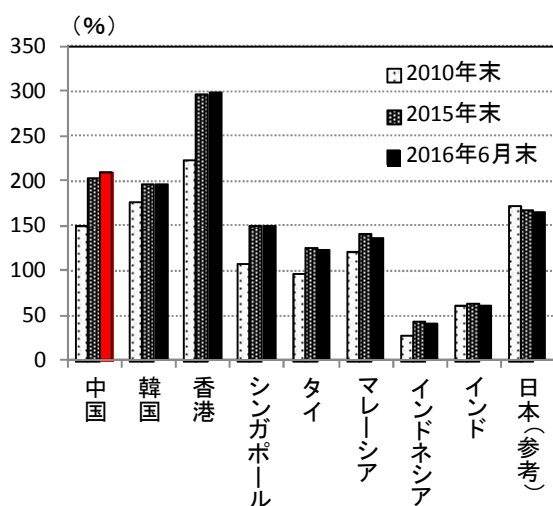
中国の民間部門債務は拡大が続いている。国際決済銀行(BIS)が2016年12月に公表した「非金融部門向け与信統計」(Credit to the non-financial sector)¹によると、2016年6月末時点にお

¹ 拙稿「中国を中心に高まる新興国民間債務リスク」(三井住友信託銀行調査月報2016年8月号)では2016年6月公表のBIS統計を用いたが、その後、同統計には過去に遡及して修正が加えられている。

ける中国民間部門の債務残高(金融を除く企業部門と家計部門(対家計民間非営利団体を含む)の合算。以下、「民間債務」という)は約 22 兆ドルで、2015 年末からの半年間で約 1 兆ドル増加した。この間、民間債務の対 GDP 比は 6.7%ポイント上昇し、209.4%(非金融企業部門 167.6%、家計部門 41.8%)となった。2010 年末比で見ると、民間債務対 GDP 比の上昇幅は 61.5%ポイントに達する。なお、209.4%という民間債務対 GDP 比は、日本がバブル崩壊直前の 1989 年末に記録した 208.0%とほぼ同水準である。過去の日本に照らせば、中国民間部門の債務規模は既に「過剰」なレベルに達しているといえる。

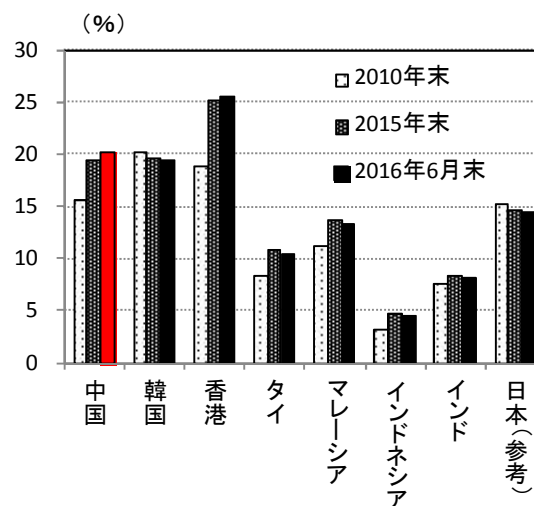
2016 年 6 月末時点における民間債務対 GDP 比、および 2010 年末から 2016 年 6 月末までの同上昇幅を他のアジア主要国・地域と比較すると、中国を上回るのはいずれも香港のみである(図表 1)。もっとも、その香港の数値を押し上げているのは、香港にある大陸中国系企業とみられる。

図表 1 アジア主要国の民間債務対 GDP 比



(資料) BIS

図表 2 アジア主要国の民間部門の DSR



(資料) BIS

景気回復を受けた借入需要の強まりを反映し、中国の社会融資総量²は、上記 BIS 統計が捕捉しない 7 月以降も、経済成長を上回る年率換算約 10%というペースで拡大している。これを踏まえ、同国の民間債務対 GDP 比は 2016 年末時点で 210%を超えているものと推測される。

債務残高が膨らむ中、中国民間部門の債務返済能力は悪化の一途を辿っている。BIS が 2016 年 12 月に公表した「デット・サービス・レシオ (DSR) 統計」(Debt service ratios for the private non-financial sector)によると、同国民間部門の 2016 年 6 月末時点における DSR は 20.1%と、2010 年末時点の 15.5%に比べ 4.6%ポイントも上昇している。なお、ここでいう DSR は、民間部門における債務返済額(分子)を、総可処分所得と利払い費用の和(分母)で除してもとめた比率で、数値が高いほど債務返済能力が悪化していることを表す³。

約 20%という DSR の水準は、先進国に比べると際立って高いとはいえないものの、アジア主要

² 社会融資総量とは、信託融資や委託融資といったシャドールバンキングを含む経済全体の融資総額を指す。社会融資総量残高は 2016 年 6 月末の約 148 兆元から 12 月末には約 156 兆元に増大している。

³ 厳密に言えば、企業部門の利払い費用には金融仲介費用と配当支払い額を含む一方、家計部門の利払い費用からは金融仲介費用は控除される。詳細については、“BIS database for debt service ratio for the private non-financial sector” (http://www.bis.org/statistics/dsr/dsr_doc.pdf) を参照。

国・地域間で比較すると香港に次ぐ高さである。しかも、その香港に関しては、前述同様、在香港中国企業が押し上げ要因になっているものと推測される(前頁図表2)。

中国民間部門のDSRについて懸念されるのは、それが2010年代を通じ一貫して上昇基調にあることである。以下に言及する複数のリスク要因の動向次第では、DSRは今後さらに上昇し、民間債務問題はデフォルトの急増、さらに信用危機の発生につながっていく可能性がある。

2. 民間債務問題をめぐるリスク要因

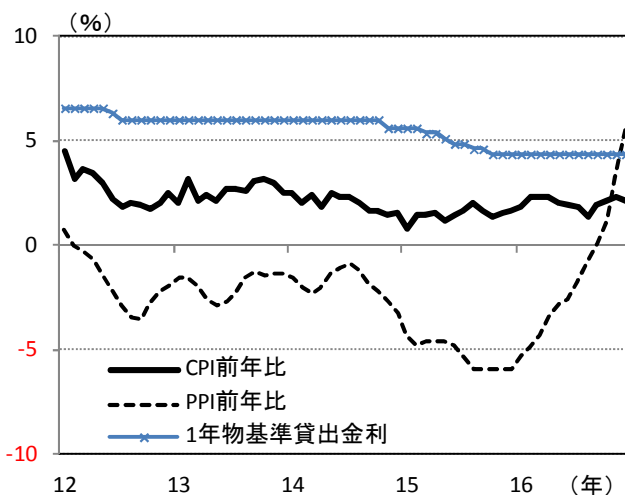
民間債務問題を深刻化させる主なリスク要因としては、インフレの高進や資本流出の加速、それらに伴う金利上昇、企業部門の業績悪化、住宅市況の低迷などが挙げられる。程度の差はあるものの、これらのリスク要因には既に顕在化の兆しがみられる。

(1) インフレの高進

2016年12月14～16日に北京で開催された中央経済工作会議(翌年の経済計画等を策定する中国共産党と中国政府の合同会議)を受け、中国当局の金融政策の方針は、従来の「穏健」(慎重)から「**穏健中性**」(慎重で中立的)という表現に改められた。このことは、中国当局が2014年以降続けてきた緩和的な金融政策スタンスを中立方向に転じたことを意味する。

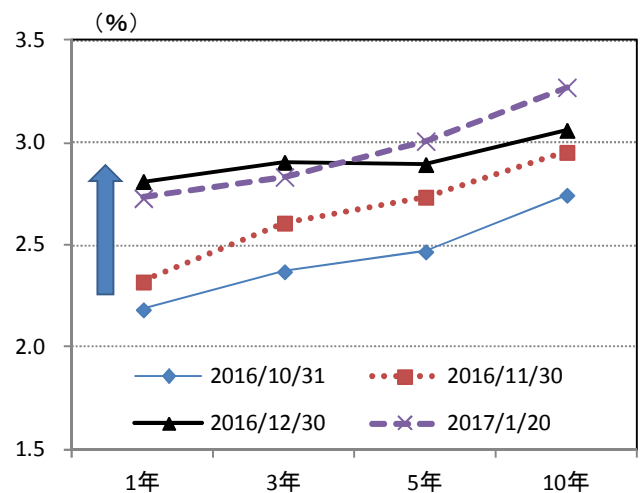
そうした中、インフレは足元で上昇の兆候を示している。中国国家統計局によると、2016年12月における消費者物価指数(CPI)は、前年同月比2.1%増と比較的緩やかな伸びにとどまる一方、生産者物価指数(PPI)は、前年同月比5.5%増と2011年9月以来の高い伸びを記録し、2012年3月から2016年8月まで続いたマイナス圏から完全に脱した(図表3)。PPIの持続的上昇はタイムラグを伴いながらCPIに影響することで、今後、中国人民銀行に対し利上げ圧力を強めていくものと予想する。実際、先行きのインフレ上昇を織り込んだ形で、中国の中長期金利は2016年秋以降上昇基調にある(図表4)。金利上昇は、DSRの分子を構成する利払い負担を増大させ、民間部門の債務返済能力悪化をもたらす可能性が高い。

図表3 中国のインフレ率・政策金利



(資料) 中国国家統計局、中国人民銀行

図表4 中国国債のイールドカーブ

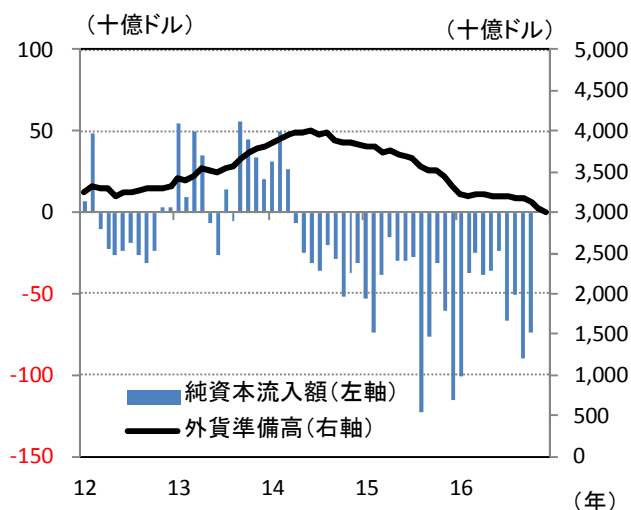


(資料) 中国人民銀行

(2) 資本流出の加速

国際金融協会(IIF)の推計によると、中国では2014年4月以降、一貫して資本の流出超過が続いている。外貨準備高も減少が続いており、2014年央の約4兆ドルから2016年12月には約3兆ドルに縮小した。この間の減少額は約1兆ドルにおよぶ(図表5)。外貨準備高の急減は、資本流出の阻止と通貨の防衛を目的とした中国当局によるドル売り介入を反映したものとみられるが、人民元の対ドル相場は、2016年半ば以降、元安が加速しており⁴(図表6)、外貨準備の取り崩しは、通貨防衛にも資本流出阻止にも効果を挙げていないように見える。

図表5 対中純資本流入・外貨準備高



(資料) 中国国家统计局、IIF

図表6 元対ドル為替レート・CFETS 人民元指数(週次)



(資料) 中国外為取引センター(CFETS)

米国が段階的に利上げを行っていくことが見込まれる中、中国当局は今後、資本流出および人民元下落を阻止するための手段として、米国債の売却や資本取引規制に加え、短期金利操作をより能動的に採用する可能性があるとする。実際、香港のオフショア人民元市場では、2017年初旬、中国系銀行が人民元の供給を絞ったことで、銀行間翌日物金利が一時100%超に跳ね上がるという事態が起こったが、この金利暴騰は人民元の先安観払拭および資本流出の阻止を図った中国当局の関与に起因するものとみられている。もっとも、規模が限られるオフショア市場への関与はいわば小手先の策に過ぎない。直接的かつ持続的な効果を狙うためには、オンショア市場、すなわち中国本土での短期金利操作が有用であり、中国当局は早晩それに踏み切るものと予測する。だが、オンショア短期金利の引き上げは、副作用として、短期借入への依存が大きい国内債務者の資金調達を困難にし、資金繰り破綻が噴出するリスクを高めることになるだろう。

たしかに、理屈上、中国当局には、変動為替相場制に移行することで、国内金利を低水準に維持する代わりに対ドル・レートの変動を市場に委ねる、という選択も可能である。しかし、仮にそのような選択がなされた場合、少なくとも短期的には、人民元の先安観の広がりから、資本流出圧力はさらに増大する。また、ドル高元安の加速によって、ドル調達を行っている中国企業の対外債務返済能力は一層悪化することになる。したがって、当面現実的なオプションとはならないとみる⁵。

⁴ ただし、通貨バスケット指数であるCFETS 人民元指数で見ると、2016年央以降、人民元の下落には歯止めがかかっており、米金利の上昇に牽引された「ドル高」という側面も強い。

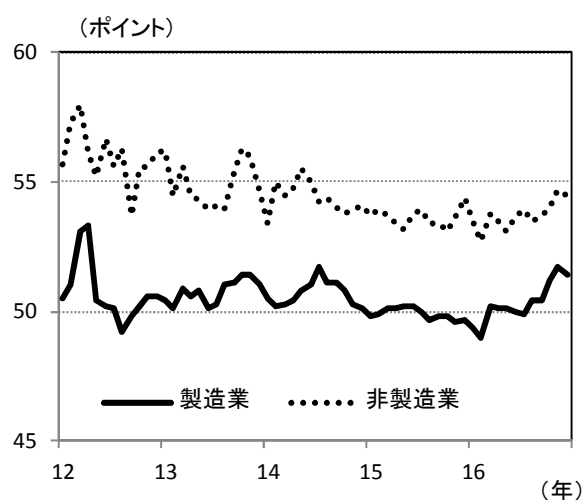
⁵ 2017年1月18日付ロイター記事によると、中国企業のドル建て起債額は2016年だけで1,100億ドルにおよぶ。

(3) 企業部門の業績悪化

中国の企業景気は堅調に推移している。中国国家统计局の購買担当者景気指数(PMI)は、製造業・非製造業ともに上向きであり、好不況の節目である50ポイントを一時下回っていた製造業指数も、2016年8月以降は一貫して50を超えている(図表7)。

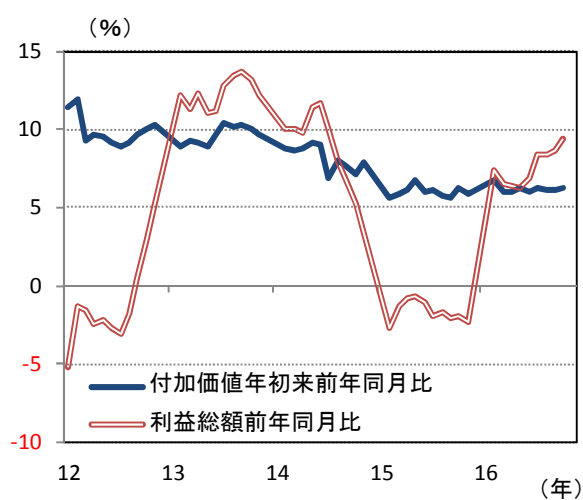
そうした中、工業部門企業の利益総額は2016年に入ってからV字回復を遂げている(図表8)。しかし、利益の伸びは資源価格の上昇に伴う資源関連部門の回復に牽引された一時的な現象である可能性が高く、持続性という点では期待できない。つまり、民間部門全体としてみると、債務返済能力好転の材料とならないということである。

図表7 製造業・非製造業別 PMI



(資料) 中国国家统计局

図表8 工業部門企業付加価値・利益総額前年同月比



(資料) 中国国家统计局

それを示すように、回復基調の景気とは裏腹に、2016年、中国では社債のデフォルトが件数・金額ともに激増した。2016年12月28日付中国・経済参考報(電子版)⁶によると、社債のデフォルト件数およびデフォルト額は、2014年の6件/13億元、2015年の22件/124億元に対し、2016年は61件/369億元に達している(データ元は金融情報会社 Wind 資訊)。前年に比べると、件数・金額ともに3倍増である。

同記事によれば、中国における2016年の公募社債のデフォルト率は、11月時点までで0.56%と引き続き低水準である。ただし、2014年のわずか0.07%、2015年の0.45%に比べると明らかに上昇している(中国3大格付け会社の一角・中誠信国際信用評級による算定)。そうした中、社債の発行市場は2016年秋以降、信用スプレッド(社債の対国債利回りプレミアム)の拡大を伴う形で急速に悪化し、2016年12月1~25日の純発行額(単月の発行額と償還額の差)は大幅なマイナスとなった⁷。中国の社債市場は、期間1年以内の短期債を含め、2017年中に5.5兆元を超える巨額の償還圧力にさらされることになるが、企業業績の改善も市場環境の好転も期待できない中、社債のデフォルトはさらに増加するものと予測する。

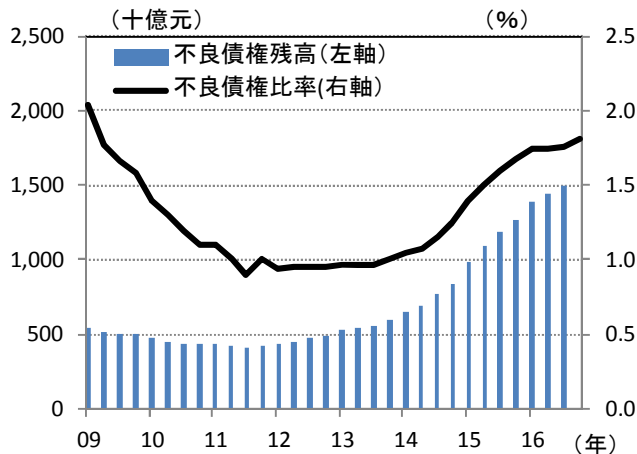
他方、銀行資産の質も、緩やかながら悪化傾向にある。中国銀行業監督管理委員会によると、

⁶ http://www.jjckb.cn/2016-12/28/c_135937142.htm

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-23/china-inc-struggling-to-sell-bonds-poses-quandary-for-economy>

商業銀行部門の不良債権比率は、2016年12月末時点で1.81%と2%に迫る。絶対水準としては低くみえるものの、世界金融危機直後の2009年前半の水準に相当し、警戒を要する(図表9)。

図表9 中国商業銀行部門不良債権残高・比率

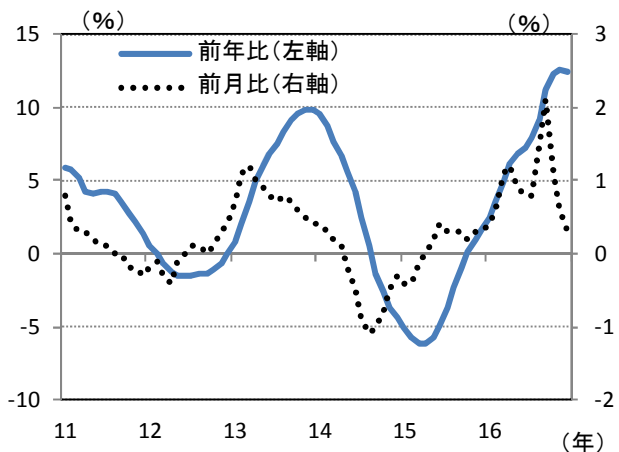


(資料) 中国銀行業監督管理委員会

(4) 住宅市況の低迷

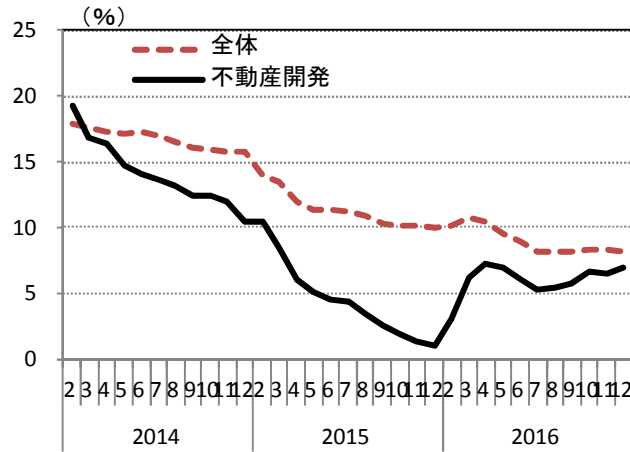
好調を維持してきた住宅市況にも陰りがみえる。2016年12月の中国主要70都市平均新築住宅価格の前年同月比騰落率(中国国家统计局に基づきロイターが算出)は、12.4%増と引き続き高い伸びとなったが、前月比(同)でみると、0.3%増にとどまり、失速が鮮明である(図表10)。うち最も過熱感が出ていた南部の深圳では3か月連続で前月比マイナスを記録、また上海でもマイナスに転じるなど、価格上昇は頭打ちとなっている。不動産価格抑制策が要因であるが、経験的にいえば、深圳や上海など一線都市における価格下落は、この先中国全土に波及していく可能性が高い。住宅市況の悪化は、2016年以降持ち直しつつあった不動産開発投資(図表11。都市部固定資産投資全体の2割弱を構成)に打撃を与え、不動産開発関連向け与信の大規模なデフォルトを引き起こすリスクを孕む。

図表10 中国主要70都市新築住宅価格騰落率



(資料) ロイター

図表11 固定資産投資年初来前年同月比増減率



(資料) 中国国家统计局

金利上昇も住宅市況にとって潜在的なリスク要因である。低金利はこれまで住宅ローンの拡大を促し、住宅バブルを膨らませてきたが、前述のとおり、金融政策が転換点を迎える中、その逆回転が始まる可能性が高い。すなわち、住宅ローン金利の上昇が住宅取得意欲を急激に冷やし、住宅バブルを破裂させ、不動産開発業者の破綻を引き起こすという連鎖である。また、金利上昇は、家計部門にとっても懸念材料である。住宅ローン債務者の利払い負担を拡大し、その債務返済能力を悪化させるためである。

3. まとめと今後の見通し

本稿では、中国民間部門における債務拡大および債務返済能力の悪化を BIS 統計から確認した上で、インフレの高進、資本流出の加速、それらに伴う金利上昇、企業部門の業績悪化、住宅市況の悪化といったリスク要因が今後、民間債務問題を深刻化させていく可能性があるとする見通しを示した。

一方で、中国経済が2016年に達成した6.7%増という底堅い成長率をみる限り、民間債務問題は、これまでのところ、信用危機の発生などマクロ経済全体に重大な影響を与えるほどの状況には至っていないといえる。

既に言及したとおり、上述のリスク要因の間には顕在化の度合いに隔たりがある。資本流出は差し迫った問題になりつつあるものの、金利上昇は始まったばかりであり、企業部門の業績は危機という水準からはほど遠い。中国において民間債務問題が信用危機に至るとすれば、複数のリスク要因が相互に作用しながら増幅していくという悪循環が形成されたときであろう。たとえば、①インフレの高進／資本流出の加速→②金利の上昇→③企業部門の業績悪化／住宅市況の低迷→④国内景況感の悪化→⑤資本流出の加速／元安の進行→⑥金利の上昇／企業部門の信用スプレッド拡大→⑦デフォルトの増加、といった負の連鎖が反復的につくられるときである。

仮にトランプ米大統領が公約どおりの保護主義政策を導入し、中国に対し強硬姿勢で臨んだ場合、以上にみた悪循環には、対米輸出の急減がリスク要因として新たに加わることになる。2016年における中国の対米輸出額の前年比減少率は5.9%にのぼったが、さらなる対米輸出の落ち込みは、特に企業部門の対外債務返済能力の低下という点で懸念される。

最後に、グローバル経済という観点から、中国の民間債務問題が深刻化した場合に起こりうる事態について、2点指摘しておきたい。

第一に、世界貿易低迷の深刻化・長期化である。中国民間部門の需要減少に伴い、対中輸出依存度の高い国・地域を中心に、貿易は伸び悩み、経済は下振れリスクが高まろう。

第二に、世界的な投資停滞である。中国当局は問題深刻化の過程で、その責任を外国企業に転嫁し、排他的な経済政策を打ち出すものとみられる。その結果、対中直接投資は急激に冷え込むことが予想される。また、近年著しいペースで増加を続けてきた中国企業の対外直接投資も、調達余力低下により縮小に転じる公算が大きく、世界全体の投資額を押し下げることになる。

以上を踏まえると、中国の民間債務問題は、依然危機的状況からは距離があるものの、中国経済のみならず、世界経済をみる上でも、もはや無視できない局面にきているものと考えられる。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami_Kazuya@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。