

中国の構造的な問題解決に影を落とす “暗黙の保証”

～安心が慢心を育み、慢心が安心を蝕む～

<要旨>

近年、中国では高い経済成長の陰で各種構造的な問題が蓄積され、特に巨額債務は経済・金融システムにとって大きなリスクである。当局は貸し手と借り手の双方に“暗黙の保証”を提供することで、金融システムに安全網を提供してきたが、その暗黙の保証は負の側面を持合わせ、市場参加者の信用リスク評価の眼を曇らせ、むしろ市場参加者のリスクテイク意欲を刺激した結果、過剰借入・過剰投資・過剰生産能力といった構造的な問題を深刻化させた。それは当局規制の効果を損なうことにもなった。更に暗黙の保証を享受できる国有企業が隆盛し、民間企業の成長機会を圧迫する「国進民退」にも繋がった。

そもそも、暗黙の保証による安全網には限界が有る。債務の膨張や貸倒れが限界を超えれば、暗黙の保証への信頼が一挙に揺らぎ、加速度的な債務回収を招く虞が強い。当局の対応能力を一気に突き破るリスクがある。中国政府は、これまでも対症療法的に構造的な問題に取り組んできたが、根本的な解決には至っていない。先の党大会以降取り組みを加速させており、その政策評価はこれからではあるが、暗黙の保証が根絶されない限り、根本的な問題解決は難しいと見ている。

1. 危機防止のための“暗黙の保証”

中国では近年、高い経済成長の陰で各種構造的な問題が蓄積されている。具体的には、投資偏重の経済成長や一部産業における過剰生産能力の問題、国有企業を中心に抱える債務問題などが挙げられる。特に債務問題は、貸倒れの急増や金融システムの混乱につながりかねず、経済・金融システムに大きなリスクをもたらしている。2017年央時点において、金融部門を除く社会全体の債務規模はGDPの256%に上り、国有企業の債務はその約半分を占めている(図表1)。

図表1 非金融部門の債務規模の内訳とGDP比

(2017年6月)	兆元 (1元≒17円)	ウェイト	債務対GDP比
非金融部門の債務合計	201	100%	256%
うち政府部門の債務	36	18%	46%
うち家計部門の債務	37	18%	47%
うち企業部門の債務	128	64%	163%
うち国有企業	94	47%	120%

(資料) 国有企業の債務規模は中国財務省データ、その他はBISデータ、三井住友信託銀行作成。

中国当局はこれまで、借り手・貸し手の双方を対象に、規制を強化することで債務の圧縮を図ると同時に、危機の発生を防ぐための暗黙の保証¹や支援を提供することで、債務問題の顕在化を封じ込めるための安全網を構築してきた。

2. 暗黙の保証の弊害と限界

(1) 暗黙の保証は各種構造的問題の深刻化につながり、当局規制の効果を損なう

危機の防止に一定の効果を持つ暗黙の保証は、各種構造的問題の深刻化につながり、経済・金融システムに大きな弊害をもたらしている。

中国に存在する主な暗黙の保証は、図表2の通り。暗黙の保証の提供者は政府やその意思に従う中央銀行、金融機関である。一方、保証を受ける先は国有企業や地方政府²、金融機関といった政府に關係する市場参加者に偏っている。

図表2 中国に存在する主な暗黙の保証

		保証を受ける者	保証を提供する者
1	国有企業債務に対する保証	国有企業 (地方政府融資平台*も含む)	政府
2	地方政府債務に対する保証	地方政府	上級政府・中央政府
3	金融機関に対する流動性サポート(保証)	銀行等金融機関	中央銀行、政府
4	理財商品や信託商品等投資商品に対する元本保証	投資家 (個人、企業、金融機関等)	銀行や信託会社といった投資 商品の発行・販売機関

(*)地方政府融資平台は、地方政府によるインフラ建設等を行うための資金調達を担う国有企業である。

(資料)報道等各種情報に基づき、三井住友信託銀行が整理、作成。

暗黙の保証の存在は、市場原理に基づく信用リスク評価を阻害することで、市場参加者のモラルハザードを助長し、過度なリスクテイクにつながっている。

国有企業や地方政府といった暗黙の保証が受けられる先は、事業・経営が上手く行かなくても、自身の抱える債務が最終的に国に肩代わりされるのであれば、負債を増やして投資を行い、事業を拡大させるインセンティブが働いた。

一方、銀行など金融機関は、暗黙の保証による安全網に庇護される国有企業は民間企業よりも安全と判断し、国有企業に積極的に貸出を増やすインセンティブが働いた。また、安全網の内側にある複数先の選択に際しては、最終的に全員が救われるのであれば、高リスクであってもより高い収益が得られる先に優先的に資金提供を行うインセンティブが働いた。同様の理由から、投資家も、暗黙の保証が付いている高収益(≒高リスク)の投資商品に資金を投じるようになった。

¹ 特別な目的により明確な保証も一部存在する。但し、中国政府は近年、政府や金融機関といった保証提供者の隠れ債務と見なされることを回避するために、これらの先による保証の提供を原則禁止している。

² 中国の地方政府は規制当局であると同時に、インフラ建設等を主導する市場参加者でもある。

その結果、暗黙の保証が受けられるからとして、経営効率や財務状況が悪い先でも資金調達ができ、事業の継続・拡大が可能となっている。暗黙の保証はこのようにして、非効率企業を存続させ、過剰借入・過剰投資・過剰生産能力を増やし構造的な問題の深刻化につながり、国有企業が隆盛し民間企業の成長機会を圧迫する「国進民退」問題の一因にもなっている。

更には、暗黙の保証の存在は当局規制の効果を損なうことにもなった。高リスク先への資金供給の抑制を狙って当局規制を行っても、暗黙の保証がある限り高リスク先への志向は止まらず、形を変えて資金提供が続けられることとなった。対象先本来の信用力評価が疎かなままで投融资活動が行われたため、債務の膨張のみならず、水面下では貸倒れ予備軍が増加している可能性がある。

「上に政策有れば、下に対策有り」と揶揄される規制当局と市場参加者のイタチゴッコは、これまでの中国で数多く見られ、各種構造的な問題の解決を難しくしている。

(2) 暗黙の保証による安全網の限界

中国の政府債務比率はGDP対比46%(前掲図表1)と表面的には低水準だが、暗黙の保証が政府の巨額な隠れ債務との見方が広まり、中国のソブリン信用力に影を落としている。当局の対応能力は無限でないため、暗黙の保証による安全網は、単発・局地的には有効でも、集中多発的に噴出する問題には対応しきれない可能性が高い。債務規模の拡大や貸倒れの増加が一定水準(臨界点)を超えた場合、安全網の有効性を懐疑する見方が台頭し、加速度的な債権回収につながり、危機が安全網の対応能力を突破し、自己増殖的に広がる恐れがある。

社会全体の債務総額がGDPの256%に上る状況を鑑みれば、更なる債務規模の膨張を抑制しコントロールすることは、中国政府にとって喫緊な課題といえる。

3. 各種構造的な問題に対する当局の取り組み

(1) 先の党大会以降、構造的な問題への取り組みが加速

2017年秋に開かれた共産党大会以降、構造的な問題への取り組みが加速している。党大会では、経済成長のスピードよりも成長のクオリティを重視し、持続可能な経済発展モデルに転換すること、同国が抱える各種構造的な問題を解決することなどが掲げられた。

大会の後から足元に向け、銀行や信託会社など資金供給側にある金融機関を対象に、債務問題のコントロールとそれに起因する金融リスクの防止を目的とする一連の規制強化が発表されている。そのなか、これまでも何度発表されていた、理財商品や信託商品等に対する元本保証の禁止が再び強調された(次頁図表3)。

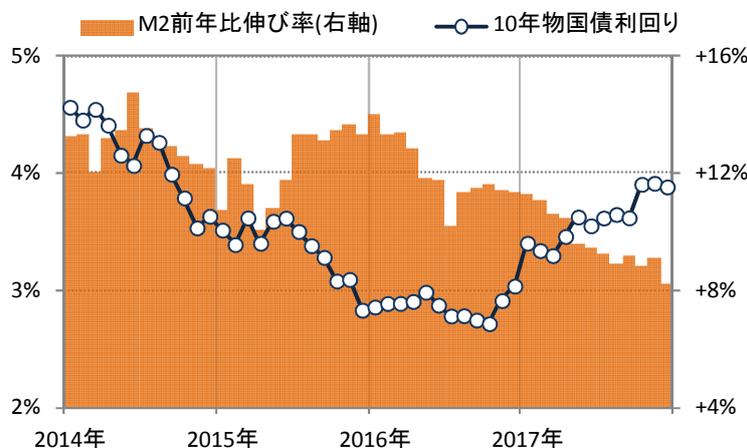
図表3 党大会後に発表された規制抜粋

主な規制発表	発表時期	規制対象	内容
① 金融機関による資産管理業務の健全化に関する意見募集(規制案)	2017年11月	銀行、信託会社等金融機関	資産管理業務のリスク管理強化(レバレッジ規制や投資商品毎の分別管理など)、 投資商品への元本保証の禁止
② 商業銀行の流動性リスク管理ルール強化	2017年12月	銀行	銀行の流動性管理ルールの厳格化(流動性カバレッジ比率、安定調達比率、流動性マッチング比率等の指標に関する規制水準明示)
③ P2P(個人間)インターネット融資に関するリスク管理強化	2017年12月	オンライン金融業者	急拡大するオンラインにおけるP2P融資に対する監督強化
④ 銀行・信託会社間の投融資に関する規制強化、銀行の委託貸出業務に関する規制強化	2017年12月	銀行、信託会社等金融機関	銀行が信託会社などシャドーバンキングと業務提携を行うことにより、当局規制を回避し高リスクの投融資を行うことに対する管理監督強化
⑤ インターバンク市場業務に関するリスク管理強化	2018年1月	銀行、信託会社等金融機関	インターバンク市場における金融機関の高リスク取引に関する規制強化

(資料)報道等各種情報に基づき、三井住友信託銀行が整理、作成。

また、中銀のインターバンク市場オペにより市場金利が高めの水準に誘導され、M2 マネーストックの前年比伸び率が12月には+8.2%と過去最低水準に鈍化するなど、債務規模をコントロールするために引き締め気味な金融環境が作り出されている(図表4)。

図表4 貨幣供給量と金利水準の推移



(資料)CEICデータ、三井住友信託銀行作成。

さらに、目立った行政発表は直近なかったものの、過剰投資や過剰生産能力問題への取り組みも加速している。具体的には、採算性の観点に基づきインフラ案件の再審査が実施され、地下鉄など一部都市のインフラ建設プロジェクトが中止に追い込まれたほか、より厳格な環境基準が導入され、同基準をクリアできない製造業企業は生産停止を余儀なくされている。

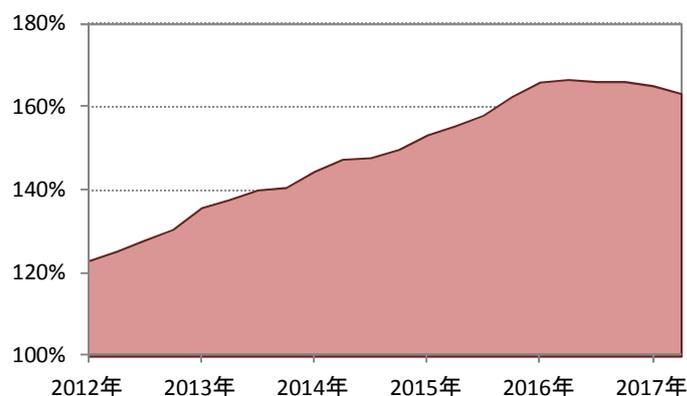
(2) 当局は構造的な問題への対処に苦勞

実は、中国当局は党大会のかなり前から、各種構造的な問題の深刻さを認識していたが、対症療法的な対策を講じてきた結果、問題を根本的に解決出来ずにいる。

企業債務の問題については、上昇傾向にあった企業部門(金融除く)の債務対GDP比は2016

年以降、横ばいに転じている(図表5)。貸し手と借り手の両方に対する当局のコントロールにより、さらなる債務規模の膨張に歯止めが掛かったものの、規模の削減には至っていない。

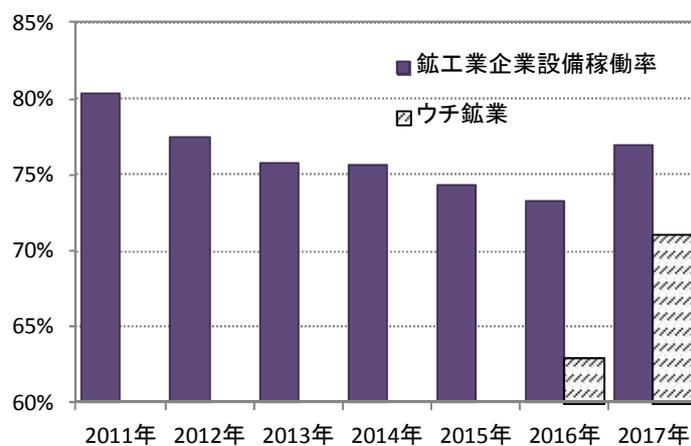
図表5 金融部門を除く企業債務対GDP比率



(資料) BISデータ、三井住友信託銀行作成。

当局は、過剰投資・過剰生産能力問題への対処にも苦勞している。2015年以降、石炭業や鉄鋼業などを対象に生産能力の削減目標と期限が発表され、関連企業への資金供給を抑えるなど厳格な規制が打ち出された。その結果、生産能力の削減が進み、直近2017年末における鉱工業全体の稼働率は77%、鉱業部門は71%と、それぞれ前年より改善した(図表6)。これまでの施策は一定の効果を挙げたものの、鉱業部門を中心に依然として稼働率の改善余地が残る。

図表6 中国の鉱工業企業設備稼働率



注: 鉱業部門の設備稼働率は2016年分より取得可能。

(資料) CEICデータ、三井住友信託銀行作成。

何より、暗黙の保証にはメスが入れられておらず、市場原理を軽視した過剰な借入れ、過剰な投資が誘発され易い地合いは変わっていないため、対症療法的な当局規制が一巡した後、各種構造的な問題が再び深刻化する恐れがある。

4. 暗黙の保証の根絶は、各種構造的な問題の根本解決に不可欠

このように、金融システムの安定を意図した暗黙の保証は負の側面を持ち合わせ、過剰借入・過剰投資・過剰生産能力といった構造的な問題を深刻化させた。党大会以降の政策評価はまだこ

れからではあるが、構造的問題の解決状況を見れば、早晚追加政策も必要であろう。その際、根本的な問題解決のためには、対処療法的な政策に留まらず、今や元凶とも言える暗黙の保証を徐々に除去することが不可欠と考える。国有企業や金融機関など市場参加者に、市場原理に基づく思考・行動を思い起こさせる必要がある。

但し、暗黙の保証の除去は、一部業績不振の国有企業の倒産や理財商品等からの資金流出といった短期的な痛みを伴うことになる。そのため、暗黙の保証が編み出す安全網の内側にいる既得権益層からの抵抗が予想される。実際、当局はこれまで、理財商品や信託商品に対する元本保証を禁じる規制を再三発表してきたが、投資家からの信頼を失う恐れがあることを理由に、デフォルトした投資商品への元本補填が金融機関により行われ、暗黙の保証の根絶には程遠い状況である。

暗黙の保証の除去は困難な作業となるものの、構造的問題の解決や持続可能な経済成長モデルへの転換など中国政府が先の党大会で掲げた目標を達成するために、避けて通れない道である。今後、その動きと効果に注目したい。

シェン ショウイー

(海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。