

中国が抱える債務問題の重荷

<要旨>

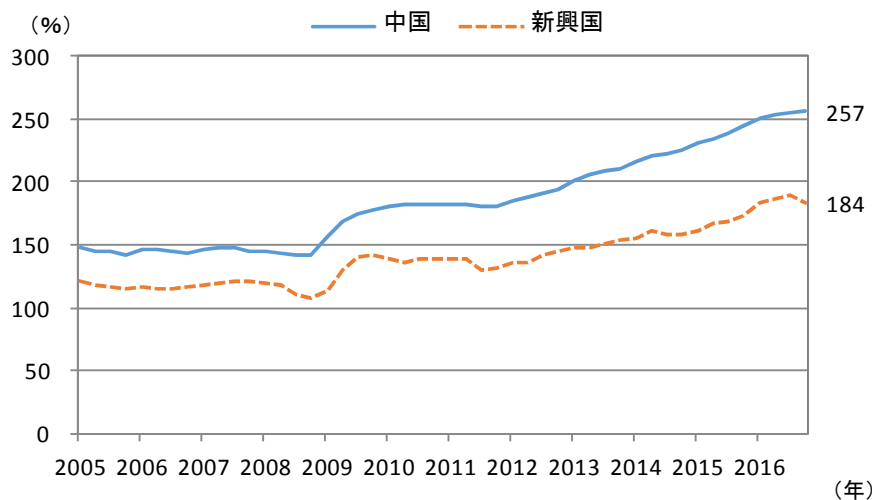
過剰生産能力の削減や国有企業の再編等、供給側の構造改革に踏み出し、需要側では消費を拡大して投資主導の経済成長から転換を図ろうとしているが、債務の増加には確りとした歯止めがかかっていない。高い経済成長を支えてきたインフラ関連をはじめ製造業等、幅広い業界を国有企業が担い、その資金を国有銀行が中心となってファイナンスする中国特有の構図が影響している。

当面は、秋の党大会も見据え、安定成長を優先した政策運営が行われ、膨張した債務が破裂するリスクは先送りされる。しかしながら、ここ数年は成長率が鈍化する中で債務が増えており、経済全体として資金効率の低下が窺える。これ以上の債務膨張は持続的成長に対するリスクを高める。債務膨張にブレーキを掛け損なうと銀行の不良債権増加と景気失速をスパイラル的にひき起こす懸念がある。新しい指導部が、債務問題にどう対処するのか、政策の進め方を注意深く見守る必要がある。

1. 債務額の対 GDP 比は 250%を突破

中国が抱える債務は大きく、GDP に対する比率は高い水準でジリジリと上昇している。2017 年 6 月に公表された国際決済銀行 (BIS) の「非金融部門向け与信統計 (Credit to the non-financial sectors)」によると、金融機関を除いた企業債務、家計債務に、政府債務を加えた中国の債務残高は 2016 年 12 月末に約 27 兆ドルに達した。この債務額の対 GDP 比は 257%に上る (図表 1)。同比率は、リーマンショック後の景気対策に伴い金融緩和が実施された 2009 年に 150%を超え、それ以降はほぼ一貫して上昇を続け、2013 年に 200%を、2016 年に 250%を突破した。

図表 1 債務額対 GDP 比



(資料) BIS

こうした債務額の増加及び対 GDP 比の上昇傾向は、世界的な金融緩和の下、新興国でしばしば生じているが、中国の同比率は新興国の中で相対的に高い。近時は米国の利上げなど金融緩和の出口を探る動きが増加する中で、新興国の同比率は頭打ち傾向になりつつあるが、中国の同比率はなおも上昇が続いている。

2. 企業債務を中心に膨らむ債務とその要因

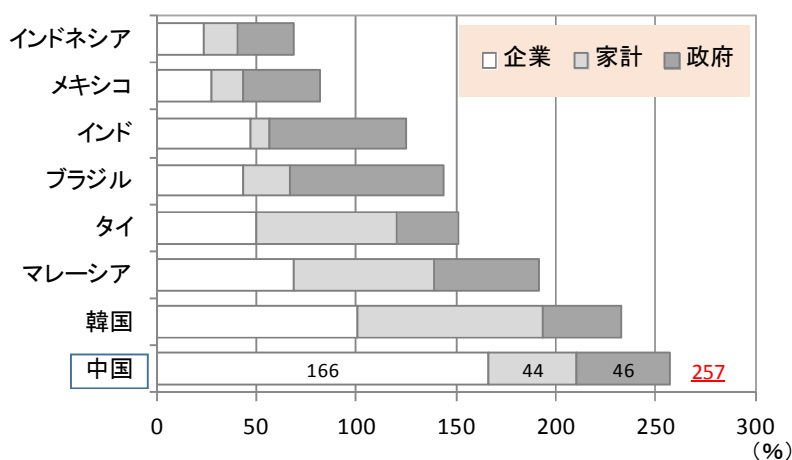
中国の債務、特に企業債務の増加には、中国固有の事情が強く影響している。主な新興国を中心に各国における2016年12月末時点の債務額を債務者属性に分けて対比すると、中国の企業債務は、中国の抱える債務額の6割余りを占め、その対 GDP 比は166%と突出して高い(図表2)。これに対して、他の新興国の企業債務は総じて当該国の抱える債務額の半分に満たない。

企業債務を中心に債務が膨らんだ主な要因として、国有企業の存在とそれを支え続ける金融システムがあげられる。中国は経済規模が拡大したにもかかわらず、依然として国有企業は電力等インフラ関連、資源エネルギーから製造業、サービス業まで幅広い業界の重要な担い手であり、企業債務の多くを占めている。国有企業は民間企業に比べて政府支援(中央政府、地方政府)が受けやすく、様々な資源にアクセスしやすく、銀行借入や社債発行等の資金調達でも相対的に有利な立場にある。さらに国有銀行を中心とした金融システムが形成され、その中において国有大銀行が重要な地位を占めている。つまり、資金の主な流れとして、家計貯蓄を中心に国内資金が銀行預金に集まり、それを銀行が投資に振り向けて一国有銀行による国有企業向け貸出等、高い経済成長を実現するといった、資金の借り手と貸し手の双方に対して政府が影響力を行使してコントロールできる構図が出来上がっている。

加えて中国では近年、景気対策等の影響を受けるかたちで家計債務、政府債務も顕著に増加している。住宅市場の活性化を狙う住宅ローンの拡大等を背景に家計債務の対 GDP 比は同44%と上昇傾向を示し、また、景気対策としてインフラ整備の拡大等により財政収支の赤字が増える中で、政府債務の対 GDP 比も同46%と年々高まっている(次頁図表3)。

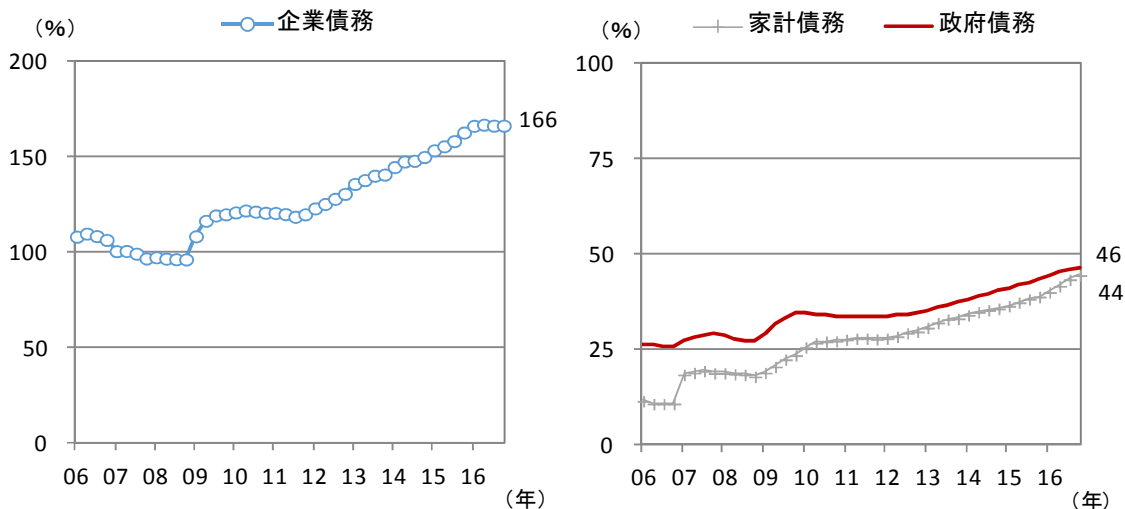
図表2 各国の債務額対 GDP 比とその内訳

(2016年12月末)



(注) 企業債務は非金融企業部門、政府債務は一般政府部門の債務額に基づく。
(資料) BIS

図表3 中国における企業債務、家計債務、政府債務の対 GDP 比

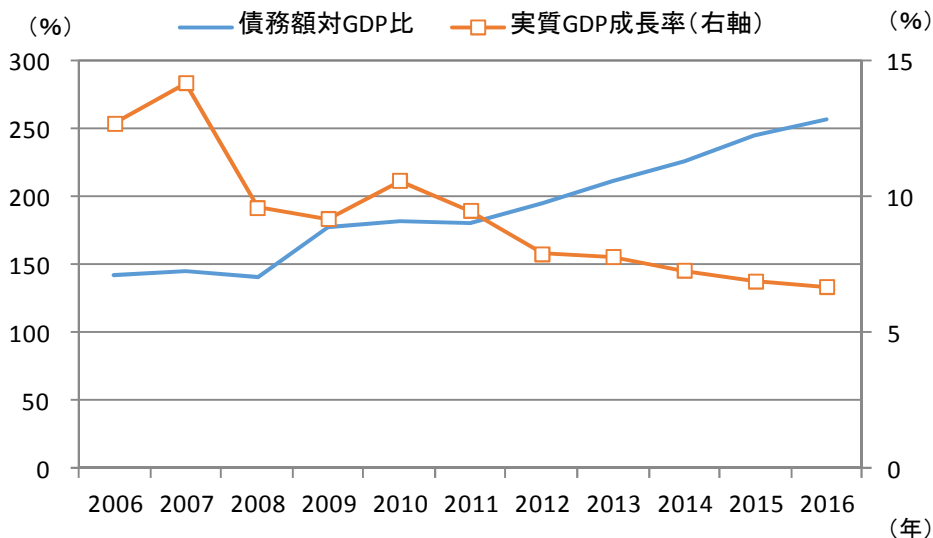


(注) 企業債務は非金融企業部門、政府債務は一般政府部門の債務額に基づく。
 (資料) BIS

3. 今後の留意点～短期的に債務問題のリスクは封じ込められるが、問題は先送り

債務が増加しても投資や消費等に効率的に投じられている限り、個別の債務問題が生じたとしても、その要因だけで中国景気が失速する可能性は限定的である。そこで、中国の債務額対 GDP 比と経済成長率の関係を確認すると、近年は前者の上昇傾向に対して後者は低下傾向を示しており、ギャップが年々拡大している(図表4)。これは、経済全体として効率的な資金配分がうまく働いていないことを示唆する。これまで潤沢な国内資金で供給サイドを強化して高い経済成長を遂げてきた一方で、効率性があまり重視されなかったことが窺える。中国经济にとって債務問題は重荷となりつつあり、更なる債務の膨張は持続的成長に対するリスクを高める、と考えられる。

図表4 中国の債務額対 GDP 比と経済成長



(資料) BIS、IMF

共産党大会を秋に控え、安定成長を意識した「安定第一」の政策運営が続いていることから、当面、債務問題を契機とした経済的な混乱は回避される可能性が高いとみられる。実際、インフラ整備拡大等の景気対策によって足元景気は堅調である。安定成長を金融面から動揺させないためには、企業部門を中心に債務の返済が滞るようなトラブル増加を避けねばならず、堅調な景気は、そうした事態を封じ込める観点からも欠かせない。一方で、2017年に入って当局はインターバンク市場における市場金利を引き上げ、金融監督を一段と強めており、主としてシャドーバンキングを介した資金による行き過ぎた投資、投機にブレーキをかけようとしている。景気対策に加えて金融システムの不安定化の芽を摘み取る政策を組み合わせることによって、債務問題の急速な悪化は避けられると考える。

しかしながら、債務の拡大と景気の拡大は表裏一体の関係にあり、安定成長を追及するあまり、債務の増加に確りとした歯止めをかけることができない。既に過剰生産能力の削減や国有企業の再編等、供給側の構造改革に踏み出し、需要側では消費を拡大して投資主導の経済成長から転換を図ろうとしているが、全体の進み方は緩慢である。特に国有企業の再編においては、雇用の維持を目的に慎重に進められているなど、基本的に企業(特に国有企業)と政府、金融機関(特に国有銀行)相互に支えあう関係は温存されている。そのため、先行き世界的な金利上昇など外的なショックや、景気失速等が生じた場合、企業部門を中心に広範囲で債務返済を巡るトラブルが増え、銀行資産の質の大幅な悪化や一部中小金融機関の資金繰り逼迫等に端を発した金融市場の混乱、政府支援に伴う財政負担の増加等、ひとたび悪影響が顕在化すると中国国内においてリスクが伝播し、負のスパイラルに陥る懸念は残されている。

構造改革に再びエンジンをかけて、債務の抑制に向かうならば、それ自体は中国経済にとって中長期的にポジティブである。但し、銀行の不良債権の急増や景気失速リスクを招く懸念もある。新しい指導部が、債務処理にどう舵を切るのか、政策の進め方を注意深く見守る必要がある。

(海外調査チーム 柳瀬 豊:Yanase_Yutaka@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。