

中国地方政府債務問題と シャドーバンキング問題

大和総研 経済調査部 シニアエコノミスト

齋藤 尚登



1. 地方政府債務、問題は山積だが…

中国国内の債務問題には、急膨張する地方政府債務問題とシャドーバンキング問題の2つがある。前者は銀行貸出が5割以上を占めるなど銀行が多くの貸し手リスクを負うのに対して、後者の中核をなす理財商品（銀行が仲介する資産運用商品）と信託会社の信託商

品は投資家（企業や個人）がリスクを負い、銀行や信託会社は直接のリスクは負っていない。銀行の不良債権増加懸念という点で、重要なのは地方政府の債務問題となる。

日本の会計検査院に相当する中国審計署は2013年12月30日に、2012年末と2013年6月末時点における「全国政府債務会計検査結果」を公表した。今回の会計検査は2013年8月～9月に行われ、延べ5.44万人のスタッフを動員して、中央、31省（自治区・直轄市）、5計画単列市^{（注1）}（広東省深圳市、浙江省寧波市、山東省青島市、遼寧省大連市、福建省廈門市）、391市、2,778県、33,091郷鎮の政府債務・偶発債務について実地検査が実施された。対象は62,215の政府部門・機関、7,170の地方政府融資平台、68,621の経費補助を受ける事業単位、2,235の公共事業単位、14,219のその他単位であり、合計73万項目、245万件の政府債務・偶発債務に及んだ。同様の全国的な会計検査は2011年3月～5月にも実施さ

〈目 次〉

1. 地方政府債務、問題は山積だが…
2. それでも地方政府債務問題の暴発は回避へ
3. 膨張したシャドーバンキング
4. 元本割れがなかったのは「損失補てん」のため
5. シャドーバンキングの資金仲介機能低下とその帰結

(図表 1) 全国政府債務・偶発債務残高 (2012年末、2013年 6 月末)

		政府債務		政府偶発債務				政府債務+偶発債務	
		金額 (億元)	2012年 GDP比 (%)	政府保証 債務 (億元)	政府が一定の救 済責任を負う可 能性のある債務 (億元)	小計 (億元)	2012年 GDP比 (%)	合計 (億元)	2012年 GDP比 (%)
2012年末	中央政府	94,377	18.2	2,836	21,621	24,457	4.7	118,834	22.9
	地方政府	96,282	18.5	24,871	37,705	62,576	12.0	158,858	30.6
	合計	190,659	36.7	27,707	59,326	87,033	16.8	277,692	53.5
2013年 6 月末	中央政府	98,129	18.9	2,601	23,111	25,712	4.9	123,841	23.8
	地方政府	108,859	21.0	26,656	43,394	70,049	13.5	178,909	34.4
	合計	206,989	39.8	29,256	66,505	95,761	18.4	302,750	58.3

(注) 2012年の名目GDPは2013年 1 月 8 日に国家統計局が発表した最終確定値を使用しており、GDP比は中国審計署のデータとは若干異なる

(出所) 中国審計署「全国政府債務会計検査結果」より大和総研作成

れ、2010年末の地方政府債務・偶発債務残高は10兆7,175億元、GDP比26.7%だった^(注2)。

「全国政府債務会計検査結果」では、政府関連債務を3つに分類している。具体的には、

- ① 政府債務…政府や政府部門などが借入れ、財政資金によって返済する債務
- ② 政府保証債務…政府は債務者ではないが、政府が直接的・間接的に保証している債務。債務者が返済不能となった場合に、政府が返済責任を負う。
- ③ 政府が一定の救済責任を負う可能性のある債務…政府は債務者ではなく、保証もしないが、債務者が返済不能となった場合に、政府が一定の救済責任を負う可能性のある債務、

の3つであり、②と③は政府偶発債務である。

図表1によると、2013年6月末の中央・地方政府債務残高は20兆6,989億元、2012年の名目GDP比は39.8%だった。中央・地方政府の偶発債務残高は9兆5,761億元、GDP比で

は18.4%であり、政府債務・偶発債務残高の合計は30兆2,750億元、GDP比は58.3%である。これを中央と地方に分けると、まず、2013年6月末の中央政府債務残高のGDP比は18.9%、中央政府偶発債務残高のGDP比は4.9%、合計のGDP比は23.8%である。中央政府債務残高は国債、中央政府偶発債務残高のほとんどが鉄道債と中国鉄道総公司の借り入れであり、返済リスクが懸念される話ではない。次に、2013年6月末の地方政府債務残高は10兆8,859億元、GDP比は21.0%、偶発債務残高は7兆49億元、GDP比は13.5%であり、合計は17兆8,909億元、GDP比は34.4%となる。

こうした数字だけを取り出せば、全体として大きな問題はないようにみえる。しかし、中身をみれば問題は山積している。

1つめは潜在的な不良債権比率はかなり高いと推察されることである。例えば、審計署によると、政府保証債務と、政府が一定の救済責任を負う可能性のある債務の年間返済額

をそれぞれ100とする場合、財政資金が負担した割合は2007年以降の最高でそれぞれ19.1%、14.6%であるという。これは財政資金が返済済みであるため不良債権と認識されない。しかし、少なくとも返済義務のある債務者やプロジェクトが返済不能に陥っていることは事実であり、潜在的な不良債権比率はかなり高いと推察される。

2つめは返済能力の低い下位政府の政府債務残高が急増していることである。審計署によると、2013年6月末の省・市・県（郷鎮は含まない）の地方政府債務残高は10兆5,789億元と、2010年末比で3兆8,680億元増加した。年平均増加率は20%と名目経済成長率を大きく上回っている。レベル別の年平均増加率は、省級政府14.4%、市級政府17.4%、県級政府26.6%と下位政府の政府債務残高が急増している。この他、①郷鎮級政府を含む地方政府債務残高10兆8,859億元に対する返済遅滞債務は1兆1,496億元であり、返済遅滞債務比率は10.6%に達している、②3つの省級政府（31省級政府と5計画単列市合計の36に対する比率は8.3%）、99市級政府（全体の25.3%）、195県級政府（同7.0%）、3,465郷鎮政府（同10.5%）で債務比率（債務残高の財政収入に対する割合）が100%を超えている、など、やはり問題の所在は地方政府、なかでも下位政府の債務問題であることが分かる。

3つめは地方政府債務・偶発債務の金利負担が増大していることである。2013年6月末時点の地方政府債務・偶発債務残高を債権者

別にみると、銀行貸出が全体の56.6%と過半を占めるが、2010年末の79.0%からウエイトが大きく低下している。その一方で、2010年末にはその他に分類されていた信託貸付のウエイトが単独で8.0%を占めるなど、シャドーバンキングを経由する資金の流れがより太くなっている。当然、これらの債務は銀行貸出に比べて高利であり、返済負担の増大をもたらしている。

4つめは債務の返済原資と返済期限にミスマッチが発生していることである。支出済み地方政府債務・偶発債務の用途をみると、全体の88.6%がインフラや公共事業関連に支出されている。審計署は、債務の多くは都市軌道鉄道、電気・水道・ガスといった都市建設、あるいは高速道路、鉄道、空港などインフラのために用いられ、資産を形成するだけでなく、持続的な収入計上が期待できるとするなど、用途の有効性を強調している。しかし、インフラや公共事業関連は資金回収期間が長い一方で、債務の53.8%が2015年末までに返済期限を迎えるという期間構造のミスマッチが発生していることには要注意である。この結果、債務の返済はプロジェクト収入ではなく、土地使用権譲渡収入への依存度が極めて高くなっている。審計署によると、2012年末時点で、11省級政府（全体の30.6%）、316市級政府（同80.8%）、1,396県級政府（同50.3%）は、3兆4,865億元の債務返済を土地使用権譲渡収入で賄う計画であり、同地域の債務残高9兆3,643億元の37.2%を占める計算である

という。2013年のように、土地使用権譲渡収入が急増すれば、地方政府の債務返済能力の増強につながるが、不動産価格が下落し、譲渡収入が減少すれば、一転して債務返済能力の脆弱性が露呈するリスクを内包している。

■ 2. それでも地方政府債務問題の暴発は回避へ

このように、地方政府債務は問題が山積している。

今後、まずなすべきは、地方政府債務・偶発債務残高をこれ以上急増させないことである。2013年11月に開催された中国共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）は「全面的改革深化」を謳い、政績（政治的な成績）表評価項目の重点の変更が注目点の1つとなった。具体的には、省エネ、環境、過剰生産能力の抑制、科学技術刷新、安全生産、新規債務増加の抑制などの項目のウエイトを高め、国民の就業、収入、社会保障、健康をさらに重視するとした。過剰生産能力と新規債務増加の抑制を重点としたことは、既に限界に達している、投資に過度に依存した発展パターンから決別し、消費主導の持続的安定成長への舵切りを行うことを意味する。

2013年12月の中央経済工作会议では、2014年の経済運営の重点として、①食糧の量的・質的安全を保障、②産業構造の調整に注力、③債務リスクをコントロール、④地域の協調発展を積極的に推進、⑤民生を保障・改善、

⑥対外開放のレベルを絶えず高める、という6項目の重点を掲げた。③の鍵は、無駄な投資と借金を増やさず、潜在的な不良債権を増やさないことであり、政績表の重点変更とも呼応している。

次は、潜在的な不良債権の処理が焦点となるわけだが、大枠として、中国は抜本的な処理ではなく、時間をかけて徐々に処理を進める方針を固めたようである。

2013年12月31日（会計検査結果公表の翌日）に、国家発展改革委員会は（1）地方政府融資プラットフォームを中心とした高利債務を中長期の企業債券（城投債＝都市投資債券の期間は最長15年）に置き換えるなど、債務再編を強化する、（2）資金不足に直面するプロジェクトに対して債券発行による債務返済とプロジェクト再開を認可する——ことを発表した。潜在的不良債権の抜本的な処理をするのではなく、低利債券への借り換えによる金利負担軽減と返済期限の長期化・分散化によって問題を先送りしつつ、徐々に処理を進める方針なのであろう。

この方針が堅持される限り、地方政府債務問題が暴発して中国経済が失速する可能性は低い。ただし、債務増加を抑制するなかでの既存債務の固定化により、新たな資金調達は限定される。地方政府債務問題の帰結はある程度の成長鈍化となろう。

■ 3. 膨張したシャドーバンキング

中国人民銀行が2013年6月に発表した「中

(図表 2) 銀行の理財商品と信託会社の信託商品の概要

	銀行の理財商品	信託会社の信託商品
残高	2012年末は7.1兆元、GDP比13.7% 2013年末は10.2兆元、GDP比17.9%	2012年末は7.5兆元、GDP比14.4% 2013年末は10.9兆元、GDP比19.2%
平均利回り	5% (2013年)	8.8% (2013年)
期間	満期は1ヵ月～3ヵ月、3ヵ月～6ヵ月が多い 運用期間は1年超が多い	満期は1年～2年が多い 運用期間は中長期
投資先	債券・MMF34%、信託貸出30%、預金21%、 株式等11%、デリバティブ1%、 その他3% (2012年末)	工業・商業企業28.1%、インフラ25.3%、 金融機関12.0%、証券市場10.4%、 不動産10.0%、その他14.2% (2013年末)
最低投資金額	5万元 (約85万円) 以上が多い	100万元 (約1,700万円) 以上が多い
投資家	個人62%、プライベートバンク6%、 機関投資家32% (2012年末)	一部富裕層、機関投資家

(出所) 銀行業監督管理委員会、中国信託業協会資料より大和総研作成

国金融安定報告2013」は、中国のシャドーバンキングを、①正規の銀行システムの外で、②流動性と信用転換機能を有し、③システミックリスクを引き起こす可能性があり、④当局による監督管理が不十分か、監督管理を回避する可能性のある、機関や業務によって構成される信用仲介システムであるとしている。具体的には、銀行の一部の理財商品、信託会社の信託商品、小口貸付会社、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、民間金融などであり、そのなかでも圧倒的な存在感を持つのが、銀行が仲介する理財商品と信託会社の信託商品である。

銀行が仲介する理財商品の残高は2012年末の7.1兆元から2013年末には10.2兆元（名目GDP比17.9%）と急増した。2013年の平均利回りは5.0%で、満期は1ヵ月～3ヵ月、次いで3ヵ月～6ヵ月のものが多く、6ヵ月以内の商品が全体の8割程度を占める。一方で、

運用期間は1年超が多く、期間構造のミスマッチが発生している。投資先は金融商品が中心であり、信託貸出は3割程度を占める。最低投資金額は5万元（約85万円）以上のものが多く、個人投資家の購入が全体の68%、機関投資家は32%となっている。基本的には、金融商品での運用が中心であり、投資リスクは相対的に低いとみなされる。

一方、信託会社の信託商品の残高は2012年末の7.5兆元から2013年末には10.9兆元（名目GDP比19.2%）とこちらも急増している。2013年の平均利回りは8.8%で、満期は1年～2年のものが多い。運用期間は中長期のものが多く、やはり期間構造のミスマッチが発生している。投資先は企業への信託貸出や不動産プロジェクトであり、ハイリスク・ハイリターンが建て前となっている。最低投資金額は100万元（約1,700万円）以上のものが多い。高額のため、投資家は一部富裕層と機関投資家を中心である。

■ 4. 元本割れがなかったのは「損失補てん」のため

両者に共通する問題としては、①商品の満期と運用の期間的ミスマッチ。一部の銀行は多くの理財商品を連続販売し、資金を一括して運用する「資金プール」を利用して、異なる満期・リスクの資産プールで運用しているため、一対一対応ができず、運用がブラックボックス化している。同様に一部の信託商品は連続発行方式により、短期資金を中長期プロジェクトに投資している、②一部の理財商品と信託商品は地方政府融資平台、不動産、生産能力過剰、エネルギー多消費・汚染物質多排出業種と企業に資金提供を行い、マクロ経済コントロールや産業構造高度化に逆行している、③情報開示は不十分で、投資家のリスク判断を妨げている。往々にして利回りの高さを強調し、リスクに対する言及は不十分である、などがあげられる。

しかし、最大の問題は、理財商品は株式に投資するものを除き、元本割れをしたケースがなく（2013年は利回りゼロはあったが、元本割れはなかった）、よりハイリスク・ハイリターンであるはずの信託商品もデフォルトや元本割れとなった実績がなかったことである。特に、信託商品でこれまでデフォルトや元本割れがなかったのは、経営不振企業や不採算プロジェクトの元本を地方政府や信託会社が負担する「損失補てん」が行われていた

ためである。元本割れがなく、高利回りであれば、投資家の選好は高まるばかりで、これが理財商品と信託商品の残高急増をもたらした。重大なモラルハザードの発生である。

こうしたなかで、2011年2月1日に中誠信託が組成し、中国工商銀行が販売した信託商品が3年の満期を迎える2014年1月31日にデフォルトに陥るのではないかと、との騒動が起きた。これまでのケースであれば、地方政府や信託会社などが肩代わりをして決着のはずなのだが、何故今回はこれほど注目されたのか？

その謎を解く鍵は、2013年12月中旬に国务院弁公庁が出したとされる107号文件と呼ばれる「機密」文書である^(注3)。各種報道を総合すると、107号文件はシャドーバンキングの規制強化を求めたもので、①金融機関は代理で資産運用を行い、投資家は自己責任を負い、金融機関は責任を尽くすという要求に従い、当局は金融機関の資産運用業務を厳格に監督管理する、②投資家の委託を受けて資産運用を代理で行うという信託会社の機能を明確にし、信託会社が市場での取引のない資産運用の資金をプールするといった業務を展開することを禁じる、といった内容が含まれているという。特に、107号文件以降のデフォルトでは、投資家の自己責任が問われるのではないかと懸念が大きく台頭したのである。

それでも、上記、中誠信託の信託商品の元本は保証された。真相は定かではないが、山

(図表 3) 社会資金調達金額の前年比・前年同期比伸び率 (単位: %)

	社会資金調達 金額	内訳						
		人民元貸出 増加額	外貨貸出 増加額	委託貸出 増加額	信託貸出 増加額	未割引の銀行 引受手形 増加額	企業債券 増加額	非金融企業 の域内株式 発行増加額
2003年	69.6	49.7	212.6	243.4	—	純減→純増	36.0	-11.0
2004年	-16.1	-18.0	-39.6	418.8	—	純増→純減	-6.4	20.4
2005年	4.8	3.8	2.5	-37.1	—	純減→純増	330.4	-49.6
2006年	42.3	33.9	3.1	37.4	—	6,150.0	14.9	353.1
2007年	39.7	15.2	164.8	25.1	106.3	346.7	-1.1	182.1
2008年	17.0	35.0	-49.6	26.4	84.7	-84.1	141.8	-23.3
2009年	99.3	95.6	375.9	59.1	38.8	502.1	123.9	0.8
2010年	0.8	-17.2	-47.6	29.0	-11.4	264.4	-10.5	72.7
2011年	-8.5	-6.0	17.7	48.2	-47.4	-56.0	23.5	-24.4
2012年	22.9	9.8	60.4	-1.0	531.5	2.2	65.1	-42.7
2013年	9.9	8.4	-36.2	98.4	43.3	-26.1	-19.7	-11.5
2014年1月～5月	-5.9	10.5	-24.4	18.3	-69.4	-17.4	-12.8	66.3

(注) 社会資金調達金額は金融システムから経済に供給された資金のネット増加額 (または減少額)

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

西省政府が50%、中誠信託と中国工商銀行がそれぞれ25%を負担し、「損失補てん」が行われたという。

2014年3月の記者会見で李克強首相は、「中国の政府債務リスクは全体としては制御可能であり、シャドバンキングに対する監督管理を強化している。金融商品のデフォルトは回避が難しいケースがあるが、システミックリスクの発生を防ぐ」旨の発言をしている。しかし、これはかなり綱渡り的である。デフォルトするかしないかをマーケットが決めるのであれば、デフォルトは相次ぐはずである。システミックリスクを防ぐとは、デフォルトをさせるかさせないかを政府が決めることを意味する。恐らく、①(地方)政府との関係が密接か否か、②その地方の税収や雇用にと

って重要か否か、③投資家の発言力が高いか否か、といった条件の全てが「否」の場合に、極めて選別的にデフォルト「させる」ことを想定しているのであろう。

例えば、深圳市場上場会社の上海超日太陽エネルギー科技は、2014年3月5日付けで、3月7日に支払期限を迎える利子が支払えない旨の声明を発表したが、同社は、2会計年度連続で赤字決算のため、上場廃止リスクがST(特別処理)よりもさらに高い*STに指定されている。投資家はリスクが高いことを熟知しているはずである。従業員数は1,500名程度で、地方政府との資本関係はない純粋な民間企業である。上記3条件の全てが「否」であるために、選別的にデフォルトさせたのであろう。

■ 5. シャドーバンキングの資金仲介機能低下とその帰結

それでも投資家はリスクにより敏感になっており、そのことがシャドーバンキングの資金仲介機能の低下をもたらしている。

2014年1月～5月の社会資金調達金額は前年同期比5.9%減と、前年割れとなった。内訳は図表3の通りであり、人民元貸出増加額と、それ以外（一部シャドーバンキングを含む）という括りでは、前者が同10.5%増だったのに対して、後者は同19.8%減と急減した。信託商品のデフォルト騒動を嫌気した信託貸出などが大きく落ち込んでいる。銀行との関係が密接な大型国有企業はある程度、銀行借入で資金を手当てできている一方で、銀行貸出へのアクセスが限定的な中小企業などは資金調達難に直面している可能性が高い。いわゆるシャドーバンキングの資金仲介機能が大きく低下しているのである。

投資家がリスクにより敏感になり、シャドーバンキングを敬遠する動きが続くなかで政府目標の「7.5%前後」^(注4)の成長率を維持するのであれば、銀行貸出を増やさざるを得ない。シャドーバンキングによってバランスシートから外したリスクを再び銀行が負うのである。中国人民銀行は4月25日以降、農村部限定で農村商業銀行と農村合作銀行の預金準備率を引き下げ（それぞれ2.0%、0.5%引き下げ）、6月16日以降は、農業・農村・農

民向け、もしくは小規模企業向け融資が一定比率に達していることなどを条件に、一部金融機関を対象に預金準備率を0.5%引き下げた。マーケットではこうした条件を付けずに、大手行でも預金準備率を引き下げて、金融面から景気をサポートすべきであるとの声が高まっている（大手行は2012年5月以降20.0%で据え置き）。銀行貸出の一段の増加への期待の表れであるが、大幅な引き下げが実現する場合は、銀行貸出への依存度が再び高まると同時に、将来的な不良債権増加懸念が増大することになるだろう。

潜在成長率が低下するなか、どこかに無理をさせなければ7.5%成長の達成は難しい。2014年は成長率維持のためのしわ寄せが銀行に向かう可能性が高いのである。

(注1) 計画単列市とは、行政上は省政府の管轄だが、経済的には中央政府の直接管轄となる市。

(注2) この他、審計署は2012年11月～2013年2月にサンプル調査を行い、2012年末時点の結果を2013年6月に発表している。

(注3) 「機密」扱いのため、いまだに公表されていない。

(注4) 成長率目標はやや低めの方が、債務の急膨張を抑制し、構造改革を推進するには好都合であったはずだが、2014年の成長率目標は7.5%前後と3年連続で同じ目標となった。

