

中国 *China*

影の銀行と地方債務問題

ジェトロ海外調査部中国北アジア課 清水 顕司

中国の地方政府がノンバンクに相当する「影の銀行」を通じた資金調達を拡大している。これが不良債権の温床となり、デフォルト（債務不履行）の発生を懸念する声もある。だが、少なくとも当面はその可能性は低いのではないかと。中国政府が発表した36地方政府の債務調査によれば、2012年末の地方債務の名目GDP（国内総生産）比は約23%と推計され、安全範囲にある。また、「影の銀行」からの資金調達は全体の10%弱と低い。専門家からは、3兆ドルを超える外貨準備高や安定している中央財政などから総合的に判断すると、事態は中央政府の管理可能範囲にあるとの見解が聞かれる。

シャドーバンキングのリスクとは

「影の銀行」（シャドーバンキング）とは、一般に銀行の預金・貸し出し、社債・株式以外の手段で資金調達するいわゆるノンバンクを指す。資金調達の中身は主に信託会社、ファンド、小額信用会社、質屋などによる融資や、銀行の高利回り金融商品である「理財商品」などが含まれる。JPモルガンは12年末のシャドーバンキング規模を36兆元（約576兆円、1元＝約16.0円）、ゴールドマン・サックス中国は24兆元と推計しており、GDP比はそれぞれ69%、45%に相当する。

地方政府の不良債権の拡大、ひいてはデフォルトリスクが一般的に懸念されるのが、信託会社

社の信託商品や銀行の理財商品などを通じて、個人や企業などから集めた資金を「融資プラットフォーム」と呼ばれる地方政府傘下の投資・事業会社や不動産といった投資プロジェクトなどに貸し出しているケースだ。

貸出債権が小口化したこれら商品はリスクが拡散しているため、誰が損失リスクを負うのかが曖昧となっている。仮に投資プロジェクトが行き詰まった場合、どの程度の影響が出るのか予見しにくい。特に理財商品は、9割弱が1～6カ月の短期ものが中心である一方、貸し出し対象の7割弱が5年を超える長期運用（融資プラットフォームなど）となっている。いったん新規資金の流入が止まれば、この仕組みが機能しなくなり、最悪の場合、システミックリスク（世界的な金融システムの混乱）を引き起こす可能性が指摘されている。

地方債務は中央政府の管理可能範囲内

審計署（日本の会計検査院に相当）が今年6月10日に発表した12年末時点の36地方政府における債務調査結果によると、対象地域（表）の債務規模は前回調査の10年末比で12.9%増加し、3兆8,476億元に拡大した。債務の資金源を見ると、銀行貸し出しが78.1%、債券発行が12.1%を占め、残りの9.8%がその他（信託融資や民間貸借など）となっている。

銀行貸し出しは、10年末比1,534億元増加したものの、構成比は5.6ポイント低下した。他方、債券発行は1,782億元増加し、伸び率にして62.3%上昇、シェアは12.1%に拡大。その他（信託融資や民間貸借など）も1,308億元増加し、伸び率は125.3%と急伸した。債券発行、信託融資、民間貸借といったいわゆるシャドーバンキングの拡大が明らかになったことを受け、地方の債務リスクが再び注目を集めることとなった。

ただ債券については、要件を満たす一部の融資プラットフォーム

表 調査対象地域

	省政府	省都政府
1	天津市	南開区
2	河北省	石家庄市
3	遼寧省	瀋陽市
4	吉林省	長春市
5	黒龍江省	ハルビン市
6	上海市	虹口区
7	江蘇省	南京市
8	安徽省	合肥市
9	福建省	福州市
10	山東省	済南市
11	湖北省	武漢市
12	湖南省	長沙市
13	広東省	広州市
14	重慶市	合川区
15	四川省	成都市
16	雲南省	昆明市
17	陝西省	西安市
18	甘肅省	蘭州市

資料：審計署「2013年第24号」を基に筆者作成

に限り起債が許可されている債券（「城投債」と呼ばれる）がほとんどを占める。この城投債は、国家発展改革委員会や中国銀行間市場取引業者協会の承認を経て発行されるため、当局の管理下にある。従って、デフォルトの潜在リスクが相対的に高いと思われるのは、当局の管理が弱い債務資金源の9.8%を占める信託融資、民間貸借など「その他」に絞られよう。金額にして約4,225億元だ。

審計署は年利が、BT（建設・譲渡）方式^注で最高20%、理財商品などの信託で同17.5%と高いことに注目し、これら調達方式には高コストや不透明性といった潜在リスクがあると警鐘を鳴らしている。

地方債務のデフォルトリスクについて、キャノングローバル戦略研究所の瀬口清之研究主幹は「当面はマクロ経済が安定を持続し、不動産バブルがはじける可能性はほとんどない。そのため、中央政府の管理可能範囲内と見るべきだ」との見解を示す。その理由として、①シャドーバンキングの運用対象資産の多くが不動産と政府のインフラ建設であり、しかも中央政府の審査をパスした大口案件が多い、②地方の中小案件の中にはリスクの大きいものもあるが一部にすぎず、金融システムを動揺させるほどのインパクトはない、③中国経済は名目で10%程度の成長を維持しており、不動産価格も順調に上昇している、④中央政府が金融機関や地方政府の動きを厳しく監視している——などを挙げる。その上で「理財商品の運用対象金利は、実際はそのほとんどが8~13%であり、10%程度の名目成長を遂げる中国では、この利回りで不良債権化するリスクは、極めて低いと見るべきだ」と強調する。

放置できないリスク

審計署は、36 地方政府の債務が全国の地方債務総額に占める割合を31.8%と発表している。これを基に全国の地方債務総額を推計すると、約12兆1,000億元となり、12年の名目GDP総額の約23%に相当する。マクロベースで見れば、安全な範囲にある。

他方、13年4月6日にボアオ・フォーラムに参加した項懐誠元財政部長が、「中央政府と地方政府の債務残高を合算すると30兆元を超えているかもしれない」と発言し注目を集めた。仮に債務残高を30兆元とすれば、12年末の中央政府の債務残高が7兆7,556

億元であることから、地方政府の債務は約23兆元、GDP比で約44%となる。決して低い数字とはいえないが、マクロ的に見れば、中国は3兆ドルを超える外貨準備高を有し、12年末の対外純債権の規模も1兆7,364億ドル（GDP比約21%）に達している。中央財政が安定している中、純債権国である中国が政府債務のファイナンスを海外に頼る必要性は小さい（日本の金融機関の中国専門家）とみられる。

それでも中央政府は、全国規模で地方政府における債務状況を把握するため今年8月1日より調査を始めた。地方の起債規模の4割強を占める融資平台の債務規模や返済能力の他、シャドーバンキングの実態を中心にした過去最大規模の債務調査だ（新華ネット、13年7月28日付）。

大東文化大学の内藤二郎教授は、「シャドーバンキングを本格的に引き締めた際、どこにどのような影響が出るのかが分からないというリスクを伴う。大きな混乱を回避するため実態を少しでも把握することが調査の主目的の一つ」と指摘する。さらに「中央財政は比較的安定している。中央政府は現時点で適切に対応する必要があると考えているのではないか」と見る。地方債務のデフォルトリスクについては、複数の専門家から、少なくとも現状は最悪の場合でも中央財政からの補填^{ほてん}により救済可能な範囲との見解が聞かれた。他方、中央政府が本格的な調査を始めたことから、シャドーバンキングと地方政府、融資平台との不透明な関係は、現政権が「放置できないリスク」と認識していることが分かる。

習近平国家主席は6月末に開催された共産党の会議で、地方政府幹部に対し「経済成長率をもって誰が英雄かを安易に論じるべきではない」と述べ、GDP至上主義にくぎを刺した。7月4日には、地方政府の直接起債をこれまでの上海市、浙江省、広東省、深圳市に加えて江蘇省と山東省を追加。地方財政の自立性に向けた改革も、徐々にではあるが進んでいる。

デフォルトリスクの可能性は当面低いとみられる。とはいえ地方債務の問題は、新政権が推進する成長の安定と経済構造改革といったマクロ経済政策の動向も踏まえ、注視していくべき問題だろう。

^注：Build-Transfer の略。大型プロジェクトを委託建設し、間接的に債務を抱える方式。