

**議 題** 中国の不良債権問題**開催日時** 2016年10月12日<13時00分~14時40分>

**出席者**

飯田智之 (日本銀行 国際局 国際調査課)  
 伊藤信悟 (みずほ総合研究所 調査本部アジア調査部 中国室長)  
 岡崎久実子 (キャノングローバル戦略研究所 研究主幹)  
 衣斐洋兵 (三井住友銀行 国際統括部業務推進第二グループ グループ長)  
 加賀林陽介 (日本政策投資銀行 国際統括部 中国チーム 課長)  
 関 志雄 (野村資本市場研究所 リサーチフェロー)  
 小池一徳 (日本銀行 国際局 国際連携課 企画役)  
 幸田 円 (国際金融情報センター 首席研究員)  
 佐藤聡一 (国際金融情報センター 地域総括部長)  
 清水 聡 (日本総合研究所 調査部 主任研究員)  
 関 辰一 (日本総合研究所 調査部 副主任研究員)  
 露口洋介 (信金中央金庫 海外業務支援部 上席審議役)  
 西澤 太 (国際金融情報センター 中国部長兼アジア第1部長兼アジア第3部長)  
 根本直子 (アジア開発銀行研究所 エコノミスト)  
 箱崎 大 (日本貿易振興機構 海外調査部 中国北アジア課長)  
 長谷川貴史 (三菱東京UFJ銀行 東アジア企画部長)  
 原 義信 (三菱東京UFJ銀行 東アジア企画部 次長)  
 藤盛耕嗣 (三井住友銀行 東アジア統括部 部長)  
 平塚宏和 (みずほ総合研究所 調査本部 アジア調査部長)  
 渡邊賢一郎 (一橋大学 国際・公共政策大学院 特任教授)

神宮 健 (野村総合研究所 (北京) 金融システム研究部長)  
 井上哲也 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部長)  
 竹端克利 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部 主任研究員)  
 石川純子 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部 副主任研究員)

## 主な内容

### I. 中国セッション

#### 議事概要

##### 1. 岡崎氏によるリードコメント

###### 〇「銀行制度改革の流れ」

・この報告では、中国の銀行制度改革の流れを振り返ったうえで、同国銀行部門が直面する不良債権問題の背景や、政府及び銀行の対応余力に関する情報等を整理し、今後の課題について討議する論点を提示したい。席上配布資料の冒頭に2014年に撮影した完工間近の上海タワーの写真を載せた。当時、私は上海で暮らしていたのだが、中国内外のメディアでいわゆる「skyscraper curse」が話題になっていた。その話題に十分な理論的根拠があったわけではなさそうだったが、中国ではわずか四半世紀の間に全国で都市開発を軸とした大きな変化が起こっており、その行き過ぎを懸念する声が出てきていたように感じられた。中国の足元の状況は、2000年代に入ってからの早すぎた開発に対する反動が表面化しはじめ、調整が必要な局面に来ていると理解できる。

・これまでの銀行制度改革の流れは、大きく3つの段階に分けられ

る。第一段階は、計画経済下で中国人民銀行が唯一の銀行であったモノバンク制度から脱却しようとした段階で、この時期に複数の銀行、証券市場、ノンバンク金融機関が設立されはじめた。第二段階は、1993年に「社会主義市場経済」というコンセプトが共有された後の数年間。国有専門銀行から政策性融資が切り離され、専門銀行は商業銀行と呼ばれるようになった。商業ビジネスと政策ビジネスの区別が唱えられると同時に、中央銀行法や商業銀行法といった法律の整備が進められた。そして、第三段階は、アジア通貨危機や中国のWTO加盟を受けて、金融システムの安定の重要性が再認識され、主要商業銀行の経営やバランスシートの強化策が適用された段階である。この第三段階のスタートは1997年ではなく、WTO加盟直後の2002年と考えてもよいと思う。そして、第四段階を金融の完全自由化に向けて進む段階と位置づけると、それは既にスタートしていると言ってもよいと思う。但し、政府の慎重なスタンスを受けて、そのペースが緩やかであるため、金融・資本取引や金利の自由化が着実に進展していると評価できるかどうか、判断し難

い面もあり、まだ第四段階には移行していないとみるべきかもしれない、と考えることもある。

### ○「改革開放と経済過熱」

・1980～90年代にかけて、実体経済は投資の加速とインフレ、それに対処する金融引締め等の影響によってかなり不安定であった。こうした中で、銀行に期待される役割については、経済成長に必要な資金を潤沢に供給することに重点が置かれていた。2000年代のGDP成長率に対する需要項目別寄与度をみると、投資主導の状況が明らかである。WTO加盟を契機に対内直接投資が増加し、工場建設や商業ビル建設が増加したことが主因だが、1998年以降の住宅制度改革を受けて、個人の住宅保有が進んだことも背景にある。さらに、グローバル金融危機後に、政府が経済下支えのために「4兆元刺激策」として大規模インフラ投資を推進したことも、投資主導の成長に拍車をかける結果となった。

### ○「振れを伴いながら伸び続けた銀行貸出」

・中国における企業及び個人の主たる資金調達手段である銀行貸出の前年比をみると、伸び率自体の速さに加え、GDP対比で見た貸出の伸びがトレンドから上方に乖離した局面が目立つ。こうした乖離の数年後には不良債権や過剰投資の問題が顕現化する傾向があると言われており、足もとの不良債権問題も、2008～2009年にかけて人民元貸出の伸びがGDP比で95%から115%に急伸したことの影響とも言えそうである。

### ○「国有銀行再建のための政策支援」

・銀行制度改革の歴史を不良債権問題との関連で見ると、1990年代後半には、貸出の7割を供与していた国有商業銀行4行が深刻な財務状況に陥り、貸出余力が低下した。また、1997年のアジア通貨危機を機に、中国でも銀行システム安定の重要さへの認識が深まった。こうした状況下、1997年11月に中国共産党と政府の主要関係部門が集まり、第1回金融工作会議が開催された。会議では、国有商業銀行4行の自己資本増強と不良債権処理に関する対応策について合意が得られた。その後、不良債権買取会社(AMC)が創設され、当時の4行の貸出残高の2割にあたる総額1.4兆元の不良債権が簿価でAMCに移管された。しかし、その結果は芳しくはなかった。1998年の公的資本注入にも拘らず、翌年には中国銀行を除く国有商業銀行の自己資本比率は8%を大きく下回ったと指摘されている。また、WTO加盟直後の2002年には4行の不良債権比率が再び25%以上に達していた。

・WTOへの加盟に際し、中国政府が銀行業務について5年以内の対外完全開放を約束したこともあって、2002年2月には第2回全国金融工作会議が開催された。会議では、過去5年間の制度改革の進展につき総括が行われ、銀行制度の建て直しに関する議論が交わされた。会議の結果、交通銀行を加えた国有5大商業銀行を外国銀行と競争できる体制にすることを目指す方針が固まった。具体的には、前回同様、公的支援を活用しながらの自己資本増強と不良債権処理が中心であったが、その前に抜本的な所有制改革が

必要とされ、5行はそれぞれのタイミングで株式制に移行し(交通銀行は既に株式制であった)、最終的には株式を上場した。

・市場メカニズムを活用する観点から、各行は株式上場を目指すこととされたが、その支援策として外国戦略投資家を導入したのは面白い試みだった。これは簡単に言うと、外国の金融機関に一定期間の株式保有を条件に、中国の商業銀行経営に株主として参画してもらおうといった制度。中国の金融機関サイドには、海外の先進的な金融機関からリスク管理手法やコーポレートガバナンスのあり方について助言を得たいという目的と、海外株式上場に際して信用面での後ろ盾になってもらいたいという目的があった。外国戦略投資家の出資比率には、全体で最大25%、一行当たり20%という制約が課されたが、その果たした役割は大きく、主要行の香港上場成功に貢献したと評価できる。もっとも、グローバル金融危機と保有義務期間の満了がタイミング的に重なった上に、2006～07年の株価上昇によって各行の株式が相当の含み益を有していたため、外国戦略投資家の多くは保有株式を売却した。その経緯のせいか、中国国内では外国戦略投資家に対する評価は必ずしも高くない模様で、中国農業銀行の株式制改革では外国戦略投資家は招聘されなかった。

### ○「2002年以降の銀行制度改革の成果と最近の変化」

・株式上場を機に、主要商業銀行の収益は着実に増加し、不良債権も絶対額・比率ともに低下した。ただし、最近になってこうした傾向に変化がみられはじめている。上場主要銀行13行の収益は2015年に伸びが大きく鈍化し、本年上期は横ばい圏の動きとなった。その主因は、資金利ざやの縮小と不良債権償却コストの増加にある。なお、監督当局により、商業銀行は不良債権残高に対して150%以上の引当が要求されているが、足元では大型商業銀行5行の平均は156%、株式制商業銀行8行の平均は175%となっている。

### ○「過剰債務問題への対処」

・次に、銀行が経済構造改革の中でどのように機能すべきかという論点に触れたい。本年の中国経済政策の重点課題は、「三去、一降、一補(過剰生産能力・過剰在庫・過剰債務の削減、生産コストの引下げ、弱点分野の補強)」にある。いずれの課題も金融面の協力が不可欠と思われる。今年の4月、中国人民銀行と3金融監督機関は、鉄鋼と石炭の過剰生産能力削減に関する金融面の協力について、ガイドラインを公表した。気になるのは、設備投資関連融資の差別化や直接金融市場の育成などを奨励する項目と並んで、ややもすると金融機関に資金供給を促しているように感じられる項目があること。「適切に(資金需要に応じる)」という条件がどの程度厳格に考えられているのか、いまひとつはっきりしない。銀行に対して融資コスト引下げ要求の圧力がかかっているようにみえることもあり、1990年代に銀行が国有企業改革支援として不採算融資を重ねたような事態が繰り返される恐れはないのかどうか、先行きが懸念される。

### ○「リスク管理の重要性」

・最後に、経済成長の鈍化につれて不良債権処理の難度が増していることに触れておきたい。過去2回の不良債権処理は、経済の高成長に支えられた面が小さくない。例えば、1回目の国有商業銀行の不良債権処理では、対象債権全額が簿価でAMCに移管されたが、その買取り資金は、まずはAMCが債券を発行し、それを不良債権買取り対象の銀行に購入させる形で調達された。不足資金は、中国人民銀行からAMCへの貸出によって埋められた。AMCの中では、信达AMCが相対的に速やかに不良債権処理を進めたとみられているが、同社が中国建設銀行向けに発行した2,470億円の債券は2014年末にようやく償還完了となっている。信达AMCでさえ約15年の時間をかけて当初の不良債権買取り資金を返済したことになる。

・2回目の国有商業銀行5行の不良債権処理に当たっては、まず、財政部と中国人民銀行が資金を負担して銀行に損失確定債権(loss)を償却させた。回収懸念債権(doubtful)については、不完全ではあったが市場メカニズムを活用するというので、入札により額面の半額程度で銀行からAMCへの売却が進められた。このうち、財政部が拠出した資金は、支援した銀行株の配当や各行が納めた税金によって時間をかけて清算されている模様。こうした処理が可能であったのは、中国経済が成長し、銀行の利益も順調に増加していたからである。

・経済規模及び銀行融資規模の拡大によって、過去の不良債権額が相対的に小さくなった効果もあった。また、不動産価格高騰のおかげで、AMCが担保不動産の処分を進めやすかったと言われている点も見逃せない。そのような環境の再来を期待し難い最近では、AMCも新しい不良債権の引取りにかなり慎重になっているとの報道がある。また、不良債権売買市場の価格決定メカニズムについても、基準となるデータが乏しく、透明性の面で課題が少なくない模様である。

### 2. 神宮によるリードコメント

・不良債権問題の現状と銀行を中心とする「オフバランス取引」の概観を説明するとともに、不良債権処理の最近の動きを紹介する。

・社会科学院の『中国国家資産負債表 2015』に所収された2014年のデータを見ると、債務の合計は150兆円でGDP比では235.7%に達する。うち、非金融部門は138.3兆で、GDP比は217.3%である。2015年には、合計額が15~20兆元増加したとされるため、GDP比は230%に達していると思われる。非金融企業部門の債務の対GDP比率が高いことが特徴であるが、家計や政府の比率はさほど高くはない。つまり、中国の債務問題に関しては非金融企業部門に注目する必要がある。一方、2000年以降の非金融企業部門の資産と負債を見ると、レバレッジ比率は特に上昇しているわけではない。単純にいうと負債と資産がともに増えており、この間の不動産価格上昇が大きな影響を与えているとみられる。従って、資産価格ないし不動産価格が下落すると、レバレッジ比率も悪化する可能性

がある。因みに、中国の製造業のレバレッジ比率は現在60%弱である。日本では高度成長期が終焉を迎えた1970年代半ばにレバレッジ比率の高さが問題視され、エクイティーファイナンスの成長に繋がったが、ピーク時のレバレッジ比率が約70%であった。

・「社会融資総額」の統計により非金融部門の資金調達をみると、残高ベースでは銀行貸出が大きく、全体の約7割を占める。残りの約3割つまり約40兆元の一部は証券化など様々な形でシャドーバンキングによって賄われている。なお、従来は非金融企業部門に含まれていた地方政府の融資プラットフォームの債務のうち地方債に振り替わった部分は含まれない。一方、地方政府のうち省政府は、2014年のいわゆる「43号文」以降、正式に資金調達ができるようになった。2015年には、新規の資金調達は6,000億元で、地方政府融資プラットフォームの債務のうち、地方債に振り替わった部分は3.2兆元である。2016年は、新規調達は予算ベースで1.18兆元、借り換えは約5兆元と各々予想されている。融資プラットフォームの債務残高は2014年末には約16兆元存在したが、そのうち、昨年と今年を合わせて合計で8兆元強が地方債に振り替えられる。もちろん、債務自体が減るわけではないが、資金調達コストの抑制といった点では対応が進んでいる。

・中国のシャドーバンキングは銀行の貸出や自己資本に関する規制の回避を目的に2010年頃から成長してきた。その規模は性格上わかり難いが、専門家の間では23~25兆元といった数字が言及されることが多い。手法的には、2011~12年頃は「銀信合作」、「銀証合作」といった形で、信託会社や証券会社を使った迂回融資が多く、銀行はオフバランス扱いとなる元本保証のない理財商品を最終投資家に販売し、資金を調達していた。最近も、企業の資金調達手段である引受手形、売掛金、各種受益権、銀行貸出債権など「非標準化債権資産」と呼ばれる一が様々な資金運用商品に組み込まれて販売されている。要するに手法の本質は変わらず、全体のスキームを仕切るのも依然として銀行である。一方で、リターン追求の観点から、PEファンドやファンド・オブ・ファンズの活用もみられるようになり、エクイティーものにも資金が少し流れている。

・シャドーバンキングの問題点も本質的には変わらない。銀行あるいは証券会社や基金子会社の段階で資金プールが形成されるが、ドンブリ勘定なので借り手と貸し手がどう対応しているかわからない。同時に、資金調達と貸出との期間ミスマッチも生じる。これらについては2013~14年に規制が厳しくなったが、依然として問題は残る。また、銀行は販売した商品(元本保証ではない)に損失が生じても、法律上は責任を負う必要はないが、銀行の販売するものには保証がついているという暗黙の理解の上で販売されているだけに、損失が生じたら銀行は負担せざるを得ないとの指摘もある。しかも、顧客が銀行の理財商品を買ひ、その商品が証券会社の理財商品を組み入れ、さらにその商品が信託会社の理財商品を組み入れるといった場合、誰が何を持っているかも当初の顧客が適格な投資家であるかもわかり難くなる。足もとでは、ファンド・オブ・ファンズでの運用や仕組み債の利用もみられるなど、数年前の単純な



迂回融資と比べて最終投資家と資金調達者の関係がわかり難くなってきた。さらに、現行の業態別規制の下では、上のような取引の場合、銀監会が銀行や信託会社、証監会が証券会社、基金公司だけを各々監督するので、規制面でも全体が把握し難くなっている。このため、規制当局も、オフバランス取引をリスク資本の計算に算入するといったルールを作るなど対応を見せている。これに対し一部の銀行は、利益の伸びも鈍化する中で、ここ1~2年は優先株等を発行して自己資本を強化する動きもみせている。

・2016年6月時点で、銀行の不良債権比率は1.75%であり、不良債権額は1.4兆円である。もっとも、要注意先債権が別に3.3兆円あり、この中に90日以上延滞といった先進国で不良債権に分類される債権が含まれる可能性があるなど、実際の不良債権は公表ベースより大きいと推測される。加えて、いわゆる「飛ばし」や追い貸しも考慮する必要がある。特に後者は、2014年以降、「金融は経済を支えなければならぬ」との考えから、不良債権の定義が若干緩和された。2015年の不良債権額上位5業種(貸出先)は、製造業、卸・小売、個人、農林・牧畜、建設・不動産である。業種別の不良債権比率を見ると、製造業、卸売業が高く、地域別には長江デルタ、珠江デルタで上昇しており、景気要因を反映する面が大きいと思われる。また、山東省、山西省、内モンゴ等での不良資産比率の上昇には、石炭等の過剰生産能力が関係していると見られる。業態別には、大型商業銀行と株式制商業銀行の不良債権残高が大きい。不良債権比率でみると農村商業銀行の方が高いが絶対額はさほど大きくない。岡崎さんが指摘されたように大型商業銀行と株式制商業銀行—特に上場先—が不良債権問題の上で重要であることがわかる。

・不良債権を処理する上では、債権償却、資産管理会社—4大AMCと地方AMC—の利用、デット-エクイティー-スワップ、証券化などの手法がある。かつては、不良債権をバルクで売却する先は4大AMCだけであったが、2013年から地方もAMCの設立を認められ、現在では地方AMCは30社弱存在する。一方、不良債権の証券化は、2005年頃から銀行間市場と証券会社(店頭)の両方で始まった。その後、リーマン・ショック以降に証券化自体が中断したが、2012年には復活し、不良債権の証券化も今年は8年ぶりに再開した。試行額は500億元で6銀行が参加している。7月には中国農業銀行が30億元分を発行した。不良債権額全体からみれば規模は小さいが、新たな動きとして注目される。また、デット-エクイティー-スワップ自体は以前から存在するが、今年3月の全人代で李克強総理が指摘したことで注目を浴びており、鉄鋼や石炭の過剰生産能力解消等への活用が考えられる。10月10日には、デット-エクイティー-スワップに関する國務院の「意見」も発表された。

・デット-エクイティー-スワップも証券化も、基本原則は「市場化」と「法治化」である。1990年代のデット-エクイティー-スワップは、岡崎さんが説明したように行政命令に近い形で行われたが、今回は対象企業や価格決定の面で市場メカニズムに基づいて行うものとされる。また、モラルハザードの防止の観点から、ゾンビ企業や延

命すると過剰生産能力が増えてしまう企業は対象から除外されている。銀行は企業の株式を直接保有することを禁じられているため、デット-エクイティー-スワップを実施する際は、AMC等を間に入れる形になると思われる。なお、現時点では金額が小さくインパクトを生じていないが、淘宝(タオバオ)のようなインターネット金融のプラットフォームでも不良債権の売買が行われている。

・自由討議に向けた論点を示すと、第一にシャドーバンキング問題に象徴されるリスクの所在の問題がある。第二に債務の水準が高いことが挙げられる。関連するポイントとして、地方政府の債務、不動産バブル、一部産業の過剰生産能力、インターネット金融などの括弧つきの「イノベーション」等が挙げられる。第三に政策の強度がある。つまり、これらの問題によって金融自由化のスピードに影響が生じるのではないかと、あるいは金融政策や規制を引き締めすぎると、不動産価格の低下等を通して問題をさらに悪化させてしまうのではないかとこの点がある。第四に業態別規制の問題がある。インターネット金融の拡大によって、地域的な性格が強かったインフォーマル金融がリスクも含めて全国的に広がる中で、中央と地方の金融監督の連携をどうするかといった問題もある。

### 3. 自由討議

#### 井上くモデレーター:

・リードコメントで示された論点は、不良債権の現状把握、処理、予防と大きく整理できる。処理に関しては、市場メカニズム、財政資金、銀行自身の収益といったリソースがあるが、それぞれのモチベーションやキャパシティをどう考えれば良いか。また、予防に関しては、金融政策と金融監督のポリシーミックス、マイクロレベルではガバナンスや中小企業金融も関連している。こうした点も含めて自由にコメントやご質問をいただきたい。

#### 関(志雄)氏:

・第一に銀行の収益性について質問したい。不良債権関連の指標は既に悪化している。同時に、金利自由化の進行により利ざやも縮小し、銀行の地方政府融資プラットフォームへの高金利融資も次第に地方政府が発行する低金利の債券に置き換えられている。これらにより銀行の収益が急速に悪化することはないか。政府は銀行を救済するため、最終的手段として前回と同じく不良債権をAMCに移管するケースも考えられるが、その前の段階で何か対応策はあるか。第二にこれまでのAMCによる不良債権の回収率を教えてください。回収できなかった分について、財政部と中央銀行はどう分担したのか。また、AMCは当初予定の10年を既に経過したが、引き続き不良債権処理の仕事に専念するのか、あるいは新しい役割を果たすのか。

・企業債務の対GDP比が高くても、レバレッジ比率が低ければ問題はないという議論には賛成できない。土地や不動産の価格が下がれば大きな問題になるからである。住宅価格は今やバブルの域に達しており、深センで標準的マンションを購入するには年収30数年分の金額を要するなど、バブル時の東京の倍以上となった。住

宅バブルの崩壊は、不良債権急増のきっかけになる可能性が極めて高いため、1990年代以降の日本との比較は重要な視点である。何か中国にとって参考になる日本の経験があればご教示いただきたい。

**岡崎氏：**

・銀行の収益性や将来性については、関(志雄)さんと同じ問題意識を持っている。不良債権は、景気循環によっても、また、過剰債務問題の解消過程でも増加していくとみている。金利競争が厳しくなっていることも間違いなく、利ざやも縮小方向に向かっている。銀行の収益性を向上させるためには、銀行が新しいビジネスモデルを打ち出せないと難しいのではないかと。地方政府債務の問題については、貸出を債券に振り変える動きがみられているが、借り手の厳しい財務状況に大きな変化は生じていないようだ。総じて、銀行にとって厳しい環境が続くと見るべきであろう。

・ただ、利ざやについては留意点もある。本年入り後に銀行の営業税の一部が増値税に変わったため、財務諸表上では2015年に比べて2016年上期の利ざやが顕著に縮小したように見える。今年上期の資金利ざや縮小の要因としては、税制が変更されたこと、銀行間の競争激化を受けて利ざやが縮小したこと、預金・貸出基準金利引下げに際し、貸出金利の引下げ幅が預金金利の引下げ幅よりも大きかったこと、の三つがある。当局は、利ざやの極端な縮小が起らないように銀行を誘導しているようだ。中国人民銀行は、「市場メカニズムが完全に利く前の段階では中国人民銀行が公表する基準レートは重要な意味を持つ」と発言している。そのうえで、例えば、極端に高い預金金利をオファーする銀行があると、当局はヒアリングを行い、暗に是正を促すなど、一種の行政指導的な動きがあるとの話も聞こえている。各銀行が独自の判断で自由に金利を設定する段階には至っていない模様である。政府は実体経済や企業のサポートを重視し、貸出金利の高騰は避けたいのだろう。また、農村信用社に代表される基盤の脆弱な金融機関が、昨今ようやくバランスシート調整を経て復活しつつあることに配慮している面もあろう。なお、かつての日本のように資本取引の規制緩和が先行し、企業が海外での社債発行を通じた資金調達を増やした結果、銀行セクターからの優良顧客の流出を招いたような事態は、今のところ、中国では生じていない。

・不良債権問題の解決を永遠に先延ばしできるわけではなく、このままでは銀行の状況は厳しくなっていくだろう。もっとも、現時点では、監督当局が金融システムの安定を優先し、金利競争を抑制しているため、環境が急激に悪化することは考え難い。ただ、それゆえに非効率な銀行が残存し、競争力のある銀行が育たないリスクもある。かつての日本の経験を踏まえても、金融経済の安定を過度に優先させると、肝心の構造改革が進まない恐れがある。中国経済の健全な発展のために、安定と効率のバランスをどう取るかが課題であろう。その関連では、預金保険制度が誕生し、政府が預金を全額守らなければならないという状況が変化しつつある点には期待できるところもある。将来は、預金保険制度を使いながら、

銀行に合併や市場からの退出を促す選択肢も出てくる。もっとも、預金保険制度は誕生したばかりであるため、実際にどの程度機能するかの、まだわからない。金融システムの不安定性が懸念される状況での発動は、逆効果をもたらすリスクもあるので、当面は慎重な運営が求められるだろう。

・AMCの回収率については、公式発表も報道もあまり多くない。1999年から2000年にAMC4社に簿価で移管された国有商業銀行の不良債権の現金回収率は20%程度ということだった。損失処理にかかるコストがどのように分担されたのかは、よく分からない。なお、不良債権買取りのために発行された社債のうち、信達AMC発行分は既に償還されているほか、華融AMCも段階的に償還を進めている。買取資金の返済をもって、当時の不良債権処理は完了したとみてよいのではないかと考えているが、人民銀行からの借入金はどうなったのか分からないので、断言はできない。

**神宮：**

・中国の不動産市場は本来調整すべき時期にあるが、今年に入って反発しており、その点で違和感を持っている。過去の日本との相違としては、日本のバブル崩壊が経済の歴史的なピークで生じたのに対し、現在の中国はまだ成長余力がある点が挙げられる。また、中国では住宅購入制限令を一部で緩和し、不動産市場が大きく崩れないよう支えている。地方政府の圧力によるのか、土地価格下落が地方政府財政に影響を及ぼすことを避ける中央政府の配慮なのかは不明だが、問題を先延ばしたリスクもある一方で柔軟な対応とも言える。この点もバブルを一気に潰した1990年代の日本と異なる。

・2010年代の前半は、地方政府の資金需要が強かったため、銀行は金融規制を回避しても地方政府に資金を回したことが考えられる。特に都市商業銀行は地方政府との関係が強い。株式制銀行は、数年前には活発なインターバンク取引を行っていた。これは、A銀行とB銀行が、それぞれの融資をインターバンク市場の商品にして互いに持ち合い、融資規制を逃れるといったことである。最近はこうした取引への規制も厳しくなっている。

**根本氏：**

・中国の銀行の自己資本は、オフバランスのリスクも考慮した上で十分と言えるか。また、現状では銀行貸出が希少財であって、経済に十分行き渡っていない印象を受ける。その意味では日本の1960~70年代に似ている。そういう状況で、自己資本にプレッシャーがかかり利益も出ないとすると、銀行は成長資金を供給できなくなるのではないかと。不良債権処理に対する支援も重要だが、誰がどうやって必要な与信を提供するのかが疑問である。

・銀行貸出の4割は大型商業銀行、政策銀行も入れると5割を占めており、政府の所有する銀行が政府系企業へ貸せばよいという発想から脱却できていないのではないかと。中国でも中小企業を育てたり、成長分野に資金を投じたりすることが重要だが、銀行にはインセンティブやモチベーション、遂行能力がいずれも不足している



ようだ。監督当局はガイドラインを公表しているが、その内容が銀行実務に直ちに浸透することには疑問が残る。かつての日本には、非常に厳しい監督当局の対応や、不良債権処理の目標、銀行自体の生き残りへの切実さといった要素が銀行の背中を押した。中国ではまだそこまでの切実さを感じられないように思う。

・神宮さんの説明では、不動産業向け貸出がほとんど不良債権となっていない。内蒙古など、過剰設備が多く景気の悪い地域の不動産は価格も低迷していると思う一方、回収期間が超長期なので正常債権に分類されるという事情もあるかもしれない。いずれにせよ、こうした側面をより精緻に見ると不良債権額は増えるのではないか。また、企業の資産が増えているという指摘があったが、不動産業に限らず企業の保有不動産の資産価格も、適正にカウントされていないように感じている。

#### 岡崎氏：

・根本さんのご指摘は非常に重要な点を突いていると思う。まず、銀行の自己資本であるが、4大銀行に交通銀行を含めた5大銀行は、2回目の不良債権処理を含む一連の財務立て直し措置を経て、自己資本を相当程度充実させている。また、大型商業銀行は劣後債発行などの手段も持つので、現在の1%台後半の不良債権比率が今後多少上昇したとしても、資本不足に陥る可能性は低いとみている。また、5大銀行の主たる顧客は比較的優良な国有企業であり、政府も国家戦略にとって重要な産業は守ると言っているようであり、大銀行においては取引先破綻の連鎖が生じることは考えにくい。ご指摘のオフバランスのリスクをどう考えるかという問題は残っており、疑問を完全に払しょくすることはできないが、一方、農村商業銀行や都市商業銀行の中には地方政府との関わりも強く、無理な貸出をしている先もあるように思われる。ただ、こうした銀行の規模は小さいので、監督当局が最初の対応を間違えなければ、システミックな混乱につながることはないだろうとみている。

・資産規模や自己資本規模、利益の規模を「The Banker」のランキングでみると、現在、上位5先内に中国の銀行が名を連ねているが、こうした規模の大きな銀行が国に守られて経営され続けてよいかという疑問は残る。また、銀行のリスク管理能力という視点では、2008～09年の「4兆元刺激策」に応じて供与された貸出の一部が不良債権になっていると言われているが、銀行は当時の融資について、政府から強要されたわけではなく、収益を期待して実行したと説明しているという情報もある。もしそうだとすると、リスク判断のための審査体制や融資実行後のフォロー体制に問題がある可能性がある。

・「共産党がリードする社会主義市場経済」を金融の世界で実現することはそう容易ではないのではないかと。「社会主義」の部分が、社会を安定させ国を発展させることについて国が責任を持つという意味だとすれば、商業銀行が政府の方針に則って融資を実行することに、一定の合理性はあると言えるかもしれない。しかし、そうした対応をいつまでも続けられるだろうか。

・なお、近年、不良債権処理の難しさが増えていることは、間違いないだろう。前回の公的支援を受けた多額の不良債権処理に際しては、不動産市況が活況を呈していたという、ある種の好環境があった。AMCがバルクセールで買い取った不良債権の一部に不動産担保がついていれば、その売却で他の不良債権の償却コストを賄っていたとの報道もある。しかし、地方にもよるが、いまや不動産価格の先行きは必ずしも楽観できる状況ではなく、かつてのような担保不動産の処理は難しくなっているのではないかと。

・銀行の収益力確保のためには、監督当局は銀行に新しいビジネスを積極的に展開する自由を与え、貸出も各銀行の独自の判断に任せることが望まれる。しかし、社会の安定を最重視する監督当局がそこまで踏み切るには、なお時間がかかるような気がする。

#### 神宮：

・不動産業界の不良債権があまり大きくないことは、改めて要因を調べる必要がある。現時点では不動産価格はさほど低下していないので、価格が調整すればさらに増えるのかもしれない。一方、銀行側も、ここ数年は不動産関連の不良債権の処理を進めている。

#### 関(辰一)氏：

・非金融企業債務については、規模が非常に大きいと同時に、拡大ペースの速さも懸念される。BISの統計によれば、2015年末時点では非金融企業債務の対GDP比は170%と、5年前対比で40%程度上昇した。IMFの調査に拠れば、世界で5年以内に総与信の対GDP比が30%以上増えた国は合計42カ国あったが、そのうち5年後に金融危機を伴うハードランディングを経験した国は18カ国に及ぶ。これらを勘案すると、中国で将来に金融危機が起こる可能性も払拭し切れない。どうしたらソフトランディングできるのか。また、政府が過剰債務削減という課題を掲げて1年以上経つが、その間も企業債務の増加に歯止めがかからない問題にどう対処すべきか。

#### 岡崎氏：

・関(辰一)さんのご指摘なされたとおり、過去の諸外国の事例に照らすと、中国のような状況の国が金融危機に陥る可能性は否定できず、中国国内でもそうしたリスクに関する報道が増加している。監督当局と銀行は、デット-エクイティー・スワップ等の手段によって、企業の債務削減を図ることに取り組み始めているが、その円滑な推進のためには、資本市場を含む市場の整備や機関投資家の育成といった課題も克服しなければならない。

・再建が見込めない不採算企業は閉鎖すべきなのだろうが、社会保障制度が十分に整っていない中で、そのような手段は採りにくいようだ。

・経済成長に関しては、中国が発展途上国である点を楽観的に捉えれば、今後都市化が進行することで投資需要が増加するという希望ももてる。ただ、限られた経験ではあるが、都市化を押し進める農村を訪問すると、人々はどこでも同じような漠然とした都市開

発のイメージを抱いていたように見受けられ、全国的なバランスを考慮した調整が必要ではないかと感じた。

・現状についてみれば、中国の金融システムは、まだ海外との接点が限定的で、国内で閉じた世界とも言える状況にあるため、個別金融機関や企業に問題が生じて、同国の財政と金融がサポートする意志を崩さなければ、深刻な問題となるリスクは抑えられるだろう。高成長から中成長へと経済全体が適応するための時間稼ぎの役割を金融が引き受けている状態、と言うこともできそうな気がする。

#### 伊藤氏:

・不動産価格の下落が金融システムに与えるインパクトをどう考えれば良いか。関(志雄)さんが指摘されたように、私もバブル崩壊が金融システムに与える影響を懸念している。一方、デベロッパー向けの貸出しは不動産関連の貸出の7~8%を占めるに過ぎず、個人向けの住宅ローンはかなり高い頭金を要求している。商業用の不動産担保融資も厳しい掛け目で融資が実行されているとの指摘もあり、そうであれば不動産価格の下落による銀行への影響は抑制される。また、成長資金を誰かが供給しなければならない中で、政府は政策性金融機関に肩代わりさせる方向へシフトしているように見える。最終的には財政によって処理すればよいかもしれないが、政策性金融機関のリスクをどう見ればよいのか。

#### 岡崎氏:

・不動産融資に関するご指摘はそのとおりだと思う。中国の不動産デベロッパー大手は香港の資本市場などで資金を調達しており、銀行借入れはそれほど多くないと言われている。中国当局は日本のバブル崩壊の経験を意識して不動産関連貸出を厳しく統制してきており、不動産価格下落が銀行システムに直接大きなダメージを与えることはないと考えている。ただ、中国の場合、不動産デベロッパーだけが不動産業という訳ではない点には留意すべきであろう。一つの企業が多様なビジネスを展開しており、製造業企業が不動産投資を行っても、統計上は製造業の投資と扱われることが少なくない模様。また、地方融資平台向けの貸出がどこに分類されているのかもよくわからない。このように「不動産業」という統計に表れない部分のリスクにも留意する必要がある。なお、政府は、不動産価格の急落も避けようとしているようだ。例えば、不動産価格の下落が顕著になると、当局は不動産関連貸出の規制を緩和したりする。もっとも、足もとでは、上海や深圳での不動産価格の高騰のように、調整すべきところに調整が利かないうちに、次のバブルが発生しているとみえるような事態も生じている。こうした事象をどうみるべきか、より丁寧な分析が必要だと思う。

・なお、私は、政策金融の枠組みによる与信を、基準を明確にしたうえで、もう少し活用してもよいのではないかと考えている。中国政府は、モラルハザードの広範化を理由に財政出動には慎重であるが、一方で商業銀行に対し「政策への協力」を過度に求めている面があるように感じられることがある。政策性金融の役割を改めて整

理し、収益性は低いが社会のために必要な資金は財政で負担すべきではないかと思う。「社会主義市場経済」の下で、金融のように市場メカニズムが働くことが重要な産業を、どうバランスをよくコントロールし、育てていくのか、これは非常に大きな課題であろう。

\*\*\*