議 題

第1部：中国の低インフレをどうみるか
第2部：中国の不良債権の現状と将来展望

開催日時

2024年11月14日<18時~20時>（リモート形式で開催）

発 言 者

福本智之氏 大阪経済大学 経済学部教授 <講師>
岡寄久実子氏 キヤノングローバル戦略研究所 研究主幹 <講師>
亀田制作氏 SOMPO インスティテュート・プラス エグゼクティブエコノミスト
木下信行氏 東京金融取引所 元社長
神津多可思氏 日本証券アナリスト協会 専務理事
柴田聡氏 金融庁 研究参事、地域経済活性化支援機構 常務取締役
竹澤秀樹氏 日本証券信用組合 専務理事
原田靖博氏 エンデバーユナイテッド エグゼクティブアドバイザー
井上哲也 野村総合研究所 シニアチーフリサーチャー <モデレーター>

1. 第1部講演

2. 第1部質疑応答

3. 第2部講演

4. 第2部質疑応答

1. 第1部講演

井上哲也<モデレーター>:

・講師と参加者の皆さまには、大変ご多忙な中を会合にご参加いただき、厚く御礼申し上げます。野村総合研究所が中国金融 40 人論壇と共同で 2012 年から開催してきた「日中金融円卓会合」の本年度の年次会合は、諸般の事情により通例より遅延し、12 月下旬に開催する予定となっている。このため、従前の例と同じく、年次会合に先立つ形で国内の有識者のみによる準備会合を開催することとした。本日の準備会合で取り上げるテーマは年次会合のテーマと同じであり、本日の議論が年次会合での議論をより有意義なものとするのが期待される。

福本智之氏<講師>:

○ はじめに

・本日は、最初にデータをもとに中国の物価動向を確認した後、次に低インフレの背景を整理し、最後に低インフレへの政策対応について議論したい。

○ 中国の物価動向

・中国の CPI インフレ率はわずかにプラスだが、PPI インフレ率は 24 か月連続で、GDP デフレーターの上昇率も 6 四半期連続でともにマイナスで推移している。適切な政策対応が講じられないと、来年通年でもこうした状況が続く恐れがある。過去には GDP デフレーターの上昇率がマイナスになっても、比較的短期間でプラスに転じる事が多かった。例外的なケースは 1998~99 年で、アジア通貨危機で外需が低迷したほか、国営企業の経営問題も顕在化したのが、今回の低インフレは過去 30 年で最も深刻な事態と理解している。

・CPI インフレ率と PPI インフレ率の乖離は、バスケットの構成要素の違いによる面が大きい。CPI は財のウエイトが約 63%であるのに

対してサービスは約 37%だが、PPI は消費財が約 25%であるのに対し、生産財が約 75%である。また、CPI の 3 割を食品が占めており、その価格変動が CPI に与える影響が大きいのに対し、PPI に対しては相対的に大きく変動する生産財価格の影響が大きい。なお、AMRO が 2022 年初に公表した計量分析の結果は、PPI インフレ率の 1 標準偏差の変動は CPI インフレ率の 0.1 標準偏差の変動を招くのみであり、3 か月程度で影響は減衰すると推計した。

・足元の CPI インフレ率は、食品を除くと-0.3%、日本と同じ「コアコア」でみると 0.2%と、総合より低い点も懸念される。逆にみれば、足元で CPI インフレ率をプラスに維持している主因は、前年 10 月はマイナスであった豚肉価格の前年比が、本年 10 月にプラスに転じるなど大きく加速したことにある。これに対し、自動車価格が下落を続けている点も特徴的である一方、サービス価格の上昇率には大きな変化がみられない。この間、PPI の中では鉱物や素材の価格下落が顕著だが、消費財も含む広範な品目の価格が下落している点が注目される。

○ 低インフレの背景

・私は、今回の低インフレは需要の弱さと供給の強さの双方によるとみている。このうち、需要の弱さの主因は、不動産価格の下落による逆資産効果と所得の増加の減速の双方を背景とする消費の停滞である。加えて、人口動態の影響も徐々に生じている可能性がある。これに対し、中国政府のマクロ政策対応はこれまで不十分であり、特に不動産問題の先送りの影響が大きい。一方、供給の強さは「安全保障のジレンマ」というべき問題に起因し、米国をはじめとする西側諸国のデリスキング姿勢が強まる下で、中国政府が自力で供給力を構築しようとするのが過剰生産能力に繋がっている。同時に、IT 投資や AI の活用がマクロの生産性を向上させていることも供給

力強化に結び付いている。

・中国がデフレスパイラルに陥るとは思わないが、低インフレの継続は、マイナスの需給ギャップの継続、つまり経済活動の全体的な停滞を意味するだけに懸念が大きい。IMF は、本年公表した 4 条コンサルの公表資料で、低インフレが継続した場合、今後 5 年間で実質 GDP をベースラインに比べて 5.4%ポイント減少させるとの推計を示した。不動産問題のストック調整が急務であるほか、設備稼働率の低下が企業収益の減少を招いているだけに、2016 年当時の状態にまで悪化した過剰生産能力の調整も必要となっている。

・消費が低迷する一方で、家計の預金残高の増加が目立つ。2019～21 年には年平均 10 兆元ペースの増加であったが、2022 年にコロナ対策としてのロックダウンの影響で 18 兆元の増加になったあと、2023 年も 17 兆元増と高いペースを維持した。本年 1～9 月の預金残高の増加ペースは昨年より鈍化した。同時に借入れも抑制的である。可処分所得の増加ペースがコロナ前を下回っているほか、人民銀行のサーベイでも将来所得に対する期待は低下しており、家計の支出に対する慎重さが目立つ。

・中央政府による地方政府の財政規律の強化方針もあって、インフラ投資は減速している一方、内需が不足しているにも関わらず、中央政府による「新しい質の供給強化」の方針もあって、製造業投資はむしろ加速している。不動産投資は低迷しており、中央政府による対策の公表によって足元で改善も見られるが、持続性には疑問が残る。不動産価格は、国家統計局のデータによればピークから 15%程度低下しているが、民間の各種推計によれば 30%程度の上落に達したとみられる。

・住宅価格の下落の継続には、不動産デベロッパーの状況が悪化している点が影響している。IMF が昨年公表した推計では約 3 割の先が実質債務超過に陥っており、このため、住宅の買い手による不動産デベロッパーへの信用が損なわれ、既往の一般的な販売形態である予約販売（購入者が頭金を支払って、2 年程度後に住宅を取得）は大きく落ち込んでいる。この問題に対して、政府からは有効な対策が示されていない。

・人口動態も消費や住宅価格に影響し始めている。人口問題の第一者である蔡氏は、人口の高齢化に伴って消費支出が減少する状況を実証的に示し、人口のピークアウトを 2025～2030 年と予測した。しかし、実際は 2022 年から人口が減少に転ずるなど、少子高齢化は想定以上のペースで進行し、消費に影響し始めている可能性がある。また、中国で一軒目の住宅を購入する中心年齢である 25～34 歳の人口は 2017 年に既に減少に転じ、2030 年には約 7 千万人も減少する。住宅の実需が既に減少に転じたはずなのに、2020 年頃まで価格が維持されたのは、投機的な需要による面が大きかったように見える。

・習主席は、7 月の三中全会でも中長期的な経済戦略における供給重視の方針を確認した。新質の経済、新型工業化とデジタル経済の「深い融合」、「産業サプライチェーンの強靱化」といったスローガン

は、自力で供給力を強化する必要があるという「安全保障のジレンマ」による面が大きい。同時に習主席は、インフラ投資や地方の投融资プラットフォームによる不動産開発といった「古い成長モデル」への依存を断ち切りたいとの意識を持っている。それ自体は望ましいとしても、新産業の育成には時間を有するだけに、その間の需要をどう支えるかという「時間的な非整合性」の問題がある。

・この間、中国では、医療や社会管理、物流といった側面で AI の実装が急速に進行しているほか、産業用ロボットの設置台数も世界で突出している。こうした動きは生産性の向上に寄与している

○ 低インフレへの政策対応

・1998～99 年に中国が低インフレに陥った際には、当時の朱鎔基総理は不良債権の処理や国有企業の改革といったストック面での対策に着手した。その後、2002 年以降は、WTO 加盟の効果もあって外需が拡大したことで、中国経済の「改革・開放」が進み、物価の上昇傾向が明確になった。

・今回も、不動産問題というストック調整を先送りすることなく実施することが不可欠であるほか、現在の西側との関係では外需の拡大が困難である以上、持続的な消費の拡大を促す財政支出が必要である。財政支出は、供給の強化だけでなく需要の下支えにもバランスをとるべきであるほか、景気局面によって増減を繰り返すのでなく、社会保障の充実や農民工の待遇改善、公共インフラの充実といった面で息の長い対応に繋がる必要がある。

・人民銀行による 9 月の政策変更以降は、中国政府による政策スタンスには変化の兆しがある。ただし、現時点までは、金融緩和への依存度が強く、その意味で不十分との印象を受ける。中国では、銀行貸出残高や社会融資残高の前年比増加率が急速に低下している。銀行は余裕資金を国債投資に振り向けており、10 年国債利回りは 2%強と、経済成長率に照らして極めて低い水準まで低下した。日本の経験に照らしても、こういう状況で金融緩和を強化しても多くの効果は期待できない。

・中国政府は、地方政府の実質的な債務を 10 兆元規模でスワップする方針を 10 月に発表した。これは「隠れ債務」を公式の債務に転換するものであり、財政支出の実質的な増加ではない。また、今後財政支出を増やす方針も明らかにしたが、米国の新政権によるスタンスが明確になるまでは、経済成長目標の再設定も含めて内容に関する検討が続くとみられる。

・不動産のストック調整に関して、IMF が本年の 4 条コンサルで提示した政策対応のうち、地方政府の債務問題に対して中央政府が財政資金を投入して対応すべきとの指摘には同感である。住宅の未 completion 在庫については、完工を促進するか、金銭で購入者に補償すべきとしており、必要な資金規模は今後 4 年で GDP の 5.5%に相当と試算している。さらに、IMF は、不動産デベロッパーの問題については、破綻処理の枠組みを活用しつつ市場主導で解決を図るべきと指摘しているが、日本の経験に照らすと、市場主導では不動産価格が一時的にショックを受けて過小評価される恐れがあるため、日本の産

業再生機構の不動産版のような枠組みを活用しつつ、中央政府も公的資金を投入するが、民間側の債務放棄や経営責任の追及を伴うような、秩序だった破綻処理を行うことが望ましい。未完工の住宅在庫は、国家統計局によれば、現時点で 5 年分の販売高に相当する水準に達するなど厳しい状況であるだけに、抜本的な対応が望まれる。

2. 第 1 部質疑応答

木下信行氏:

・日本の金融危機の際には、最初は不動産関連企業に焦点が当たったが、事態の推移とともに不動産担保で借入れを行った事業法人の問題がより重要との理解に至った。中国では後者の問題はどのような状況なのか。

福本智之氏<講師>:

・中国における不動産担保貸出の比率は、各種の推計によると 3~4 割程度とされ、日本よりも低い。また、日本の場合は銀行による商業用不動産向け貸出が大きかったため、その価格低下が金融危機の要因となったが、中国では住宅価格がピークであった際にも不動産市場の 9 割を住宅が占めていただけに、住宅建設を担った不動産デベロッパーの問題の重要性が大きい。また、人民銀行が公表した主要 50 社の不動産デベロッパーの負債構造をみると、銀行借入れは 14%を占めるにすぎず、購入者からの前受金と業者間での借入れ(買掛金)が各々 1/3 程度を占め、圧倒的に大きい。銀行からみても、不動産デベロッパー向けの貸出は全体の約 6%に過ぎない。

・このように、中国では、不動産問題が深刻になっても銀行の不良債権の増加に直接的に波及しにくいという特徴がある。しかし、上位の不動産デベロッパーが連鎖倒産するといった事態になれば、住宅購入者のローンも返済不能に陥るとか、多くの建設会社も破綻することによって、最終的には金融システムの不安定化を招きうる。そうなる前に、不動産デベロッパーの秩序だった処理を進めるべきというのが私の考えである。

亀田制作氏:

・中国が日本型の長期停滞に陥るかどうかは長らく議論されてきたが、今日の講演を踏まえると、現在の中国と 1990 年代の日本との異なる点を探る方が難しくなった印象を受ける。少子高齢化の影響が生じ始めた下で、不動産問題への対応に時間を要し、財政は小規模に出動しつつ長い目で見た持続性が懸念されているというのでは、日本と変わらない。かつて、中国は経済成長のダイナミズムが強いとされたが、最近では IT 産業に対する規制強化などの影響も感じられる。それでも、両者には相違点があるのだろうか。

福本智之氏<講師>:

・日本では 1990 年代の金融危機を経て潜在成長率が 1%台まで低下したが、中国は現時点でそこまで低下したわけではない。将来に向けて成長率を支える要素としては、都市化の余地が残っている点が挙げられる。都市部の人口比率は約 66%で、日本の 1963 年頃に相当するに過ぎない。しかも、都市部の戸籍上の人口比率は

48%で、その差は農民工と家族である。こうした層に対して日本の高度成長期と同様な社会保障の充実がなされれば、消費の拡大につながる可能性がある。中国企業のダイナミズムも維持されている。1990 年代の日本では、「ジャパン・アズ・ナンバーワン」の驕りもあって、企業がキャッチアップ型の技術革新のモデルを脱却できなかったが、中国では、政策にも支えられ、企業が IT の活用や AI の実装を加速させている。この間、プラットフォーム企業に対する規制は強化されたが、こうした企業も政府の方針に即して「リアルテック」への展開を進めており、日本企業の現地幹部からも両国の産業競争力がオセロゲームのように一気に変化しているとの危機感が示されている。主要産業では国内競争も激化しているので、生き残った企業の国際競争力は強い。中国経済のこうした現状―供給力は強いが総需要は弱い―は、日本にとって望ましい状況ではない。

亀田制作氏:

・先日私が参加した国際会議では、中国側の専門家が、AI の活用は供給面の技術革新にとどまらず、消費需要の掘り起こしにも効果が出ていると主張していた。欧州側の専門家は、中国のマクロ消費性向に改善の兆しがないことを理由に、そうした見方には懐疑的であった。

福本智之氏<講師>:

・シリコンバレーの AI 企業からは、中国における AI の実装が急速に進行した結果、北京で IT 企業が集積している中関村地区でプログラマーが数百人単位で解雇されていると聞いた。また、武漢では自動運転によるロボタクシーの導入が運転手の雇用に影響しているようだ。このように AI は生産性を高めるが、需要を抑制する面もあり、両者がバランスしない恐れもある。中国政府もこの点を理解しているが、先に述べた「安全保障のバイアス」によって政策が制約されている可能性がある。

亀田制作氏:

・1990 年代の日本では、潜在成長率の低下だけでなく、企業の主観的な期待成長率も実際の成長率以上にはっきりと低下したとみられる。中国でもそうした状況が生じている可能性があるのではないかと。

神津多可思氏:

・日本ではバブル崩壊後に経済全体が沈んだが、中国ではこれから「勝ち組」と「負け組」に分かれるとすると、米国のような社会的分断の種がまかれ、社会の不安定化要因になるのではないかと。米国はプラットフォームとその関連分野が牽引する形で経済成長を維持できたが、ビジネスの寡占や独占を伴い、「勝ち組」と「負け組」の違いが明確になった。日本や欧州はそうしたコントラストを許容しない結果として、高成長を実現できなかったのだと理解できる。

・資産価格のバブルは、現在価値を評価する際に、経済成長率と割引率のバランスが不適切になった結果として生ずる。予想したほどの成長率が実現しない、あるいは割引率を下方修正するといった調整をしても資産の簿価と現在価値に乖離が消えない場合、その損失は誰かが負担しなければならない。これを財政で支えようとしても、

どこかで限界に達するはずである。日本の財政債務は GDP の 250%にも達しているのに、中国にとって現実的には限界点はまだ遠いかもしれないが、究極的な解決策にはならないのでないか。

福本智之氏<講師>:

・習主席は「共同富裕」を標榜していたし、プラットフォームの活動には一定の制約を加えたが、AIの実装を推進することが大きな雇用調整をもたらすといった問題にこれから頭を悩ませることになる。私は、都市部の農民工の正式な市民化を進めることで、中間所得層の拡大と内需の下支えにつながると思うが、AI化による労働市場の構造問題は避けて通れない。

・日本の産業再生機構は、経営難の企業に出資して再生を図る際、企業価値について現在価値に基づく厳格な価格を適用し、銀行に対して簿価の 8~9 割に達する厳しい債権放棄を求めた。同時に、債務者企業にも厳しいリストラを要求することで、最終的な買い手を探した。銀行の負担は大きかったが、3 年間で不良債権問題に決着をつけるという政府の方針の下で実現できた面が強い。現在の中国でも、財政資金を投入すれば問題が解決する訳でない点には同感であるが、一時的にでも財政資金を投入しながら、幅広い関係者が応分の負担をすることが重要ではないか。これまでのように、財源の乏しい地方政府に問題解決を丸投げすることでは解決は難しい。

原田靖博氏:

・三中全会での議論も含めて、「政策対応が不十分」と言う場合、それはマクロの裁量的政策だけでは効果が見込めないの、構造的な政策によって総需要を持続的に喚起すべきという意味か。また、一時的な財政拡張や政策金利の引下げなどは行うべきでないのか、それともこうした政策対応には制約があるので、構造的な政策に依存すべきということか。

福本智之氏<講師>:

・財政支出の 86%は地方政府によって行われている。中央政府は、7 月の政治局会議で確認したように、地方の投融资プラットフォームによる不動産開発に依存した経済政策から脱却し、新たな経済成長モデルを模索している点も含め、地方政府に更なる負担をかけることはできないと考えているのではないか。景気が悪化すれば財政支出を小規模に拡大しても、すぐに元に戻すであろう。日本で消費税が導入された際の政府債務の対 GDP 比率は 90%であり、中国の現状と概ね同じだが、この水準でも財政の持続可能性に強い懸念が生じた。

・中国の専門家には、住宅ローン金利の引下げや住宅購入時の頭金比率の引下げがいずれは講じられ、住宅市場の需給も改善するとの希望的観測が見られる。一方、銀行の不良債権比率が上昇した場合、金融システム安定のために銀行に公的資金を投入することには支持があるとしても、不動産デベロッパーの救済に公的資金を使うことには抵抗感が強い。しかも、これまで政府が救済してきた企業は国有企業であり、国有資産の保護という大義名分があったが、民間企業である不動産デベロッパーの救済には、不動産バブルの責任論も含めて政治的なハードルがある。

原田靖博氏:

・中国では、経済成長率が実際に低下し、失業率も上昇する中で、若年層を中心に不満が高まっているように見えるが、中国政府はこうした構造問題にウエイトを置かず、長い目に対応するというのか。

福本智之氏<講師>:

・習主席は供給力の強化を喫緊の課題として位置づけているように見えるが、それが適切かどうかには議論も残る。マクロの需給ギャップをマイナスの状態に放置して、不動産のストックの問題に対処しなければ、総需要の不足と供給能力の過剰に常に悩まされることになる。

3. 第 2 部講演

岡崎久美子氏<講師>:

○ はじめに

・本日は、中国の不良債権の問題について、その経緯や特徴、対応策について議論したい。

○ 不良債権問題の経緯

・中国政府は、2015 年頃にはマクロの過剰債務を政策課題として取り上げ、デレバレッジの方向を打ち出した。しかし、実体経済への負荷を伴ったため、金融は実体経済に貢献すべきとの考えが維持される下で、貸出の増加には歯止めがかからなかった。足元で、「企業部門」の債務の増加は減速しているように見えるが、これは地方政府の投融资プラットフォームの債務が地方政府自身の債務に置き換わっていることによる面が大きいとみている。

・マクロの債務増加が政策的に容認されているもう一つの理由は、主要商業銀行の不良債権比率が低位に抑制されている点にある。不良債権の絶対額は、国有商業銀行の株式制改革を軸とする金融制度改革が開始された 2003 年の水準を上回っているが、この間に貸出総額も増えたので、不良債権比率は 6 月末時点で 1.56%に過ぎず、不良債権に含まれない「special mentioned (中国語では関注類貸款)」の貸出比率も 2.2%である。前者に過小評価の可能性は残るが、銀行は貸出の余力を十分備えており、こうした特徴には業態別に大きな違いは見られない。

・10 月に IMF が公表した GFSR は、不良債権処理のために設立された「資産管理会社 (AMC)」の動向に関する分析を掲載した。その中で、銀行による不良債権処理の方式別累計額をみると、直接償却と並んで、その他の処理—主として AMC への売却—が大部分を占めるとの推計を示した。そこで、買取った債権を AMC が適切に処理したのであればよいが、実際は相当部分が「塩漬け」になっている可能性がある。AMC の経営環境は悪化しているほか、銀行の収益環境も好適ではないだけに、不良債権の最終的な処理を取り巻く環境は厳しくなっている。

・不良債権の増加は不動産バブルの崩壊が契機になっている。中国の不動産市場は、1998 年に住宅制度が抜本的に改革されてから本格的に出現しただけに、市場が未整備で価格が振れやすかった面

がある。また、中国の家計にとって信頼しうる投資商品が乏しかったため、近年では投資目的での購入が多かったことも特徴的である。

・今回の住宅価格の調整の契機になったのは、2020年に金融当局と住宅都市建設部門が共同で発出した通達（「3つのレッドライン」）である。不動産デベロッパーの財務内容に即して、一定の基準を下回った場合は負債の増加を禁止するものであり、2015年頃からの人民銀行による注意喚起が十分に行き届かなかったことを踏まえた強力な措置であった。ただ、今振り返ると、この時期にはコロナの影響で既に住宅販売活動が停滞していただけに、措置導入のタイミングは不適切であったように思われる。中国政府には、初期のコロナ抑制策を成功とみなすなど、当時の経済情勢に対する過信もあったかもしれない。また、こうした措置を導入する以上、金融監督当局や人民銀行は影響を事前に推計しているはずだが、不動産開発事業を巡る流動性リスクに対する判断が甘かった可能性がある。加えて、後に恒大集団の粉飾決算が明らかになるなど、不動産デベロッパーの財務内容の把握についても制度的な限界があったのかもしれない。

・金融当局は、銀行に対して不動産貸出の比率の抑制も求めたが、この措置も銀行による貸出スタンスを慎重化させ、結果として、不動産デベロッパーの資金繰りを悪化させ、外債の償還や利払いの困難化という形でストレスを顕在化させた。不動産デベロッパーの負債の満期構造は日本などの例に比べて短く、長期の資金調達では全体の9%を占める債券発行程度で、銀行借入れも短期が中心である。また、業界全体では、住宅購入者からの前受金と企業間信用（買掛金）が資金調達源の各々1/3を占めるが、恒大グループのケースでは企業間信用が大きかった点が流動性リスクの顕在化につながった。加えて、大手商業銀行は民営企業に対する与信スタンスが相対的に厳格だったので、民営企業は他の資金調達手段に依存しがちであった。

○ 不良債権問題の特徴

・中国政府が公表している不動産価格は、販売価格の急変を抑制する行政指導の影響などとも言われており、下落幅が抑制されている可能性がある。それでも、本年入り後も下落を続け、海外のエコノミストの中にはピーク比3割程度下落—これはリーマンショック後の米国の住宅価格のピーク対比の下落率と同じ—になったとの見方もある。都市の規模別には、三線級都市が最も深刻な打撃を受けており、二線級都市は地域によって区々である。一方、一線級都市では上海で依然として価格が上昇しているが、広州やかつて住宅価格の上昇が顕著であった深圳では停滞感が強まっている。

・商業銀行のうち、主要行は2003年の株式制改革と上場の開始以降に収益獲得の優先が容認され、実際に増益を続けてきたが、近年は前年比で減益になることも珍しくない。民営銀行を除く主要業態で、過去数年に利鞘が急速に縮小したことによる面が大きい。実際、大手商業銀行と株式制商業銀行について、財務諸表をもとに集計すると、貸出利回りが抑制されている一方、資金調達コストが上昇している点が確認できる。このため、人民銀行も銀行の利鞘に配慮して、

大幅な利下げを避けている面があるとみられている。

・先に述べた IMF の GFSSR における AMC の分析は、2018年と2023年における国営 AMC の資本と収益力を比較しているが、主要4社がいずれも明確に悪化したとの推計を示している。一部の先は既に上場しており、金融当局が不良債権の買取りに止まらず投資銀行業務も展開すべきとの考えを示したこともあって、業務の多角化を進めたが、今や動きが取りにくくなっているようだ。

・銀行の再編はこの20年で進展した。2003年当時に3万社以上も存在した農村信用社は、統合して規模の大きな連合信用社に転換したり、農村商業銀行に業態転換したりしており、本年入り後も63先が消滅している。ただし、中国の場合は、預金保険の資金を活用して再編統合を進めるのではなく、基本的には同地域で相対的に優良な先が不良先を統合する方法が主に採用されている模様である。

・中国政府の財政部長は、10月の記者会見で、特別国債の発行により国有大型商業銀行のコア Tier1 の増強を支援する方針を発表した。主要5行は、G-Sifiとして、2025年初までに TLAC の対リスクアセット比率を20%（うち1行は19.5%）に、コア Tier1 比率を2028年初までに22%（うち1行は21.5%）に引き上げることを求められており、本措置はその支援策とみられるが、不良債権処理の余力を強化する狙いも感じられる。その上で、政府の出資比率が、工商銀行では既に66%、農業銀行は85%強と高い点が気になる。2003年以降の株式化実行当初は、中国金融当局の中には、政府の出資比率は長い目で見て必ずしも過半数を求めないわけではなくとして、徐々に株式の民間保有を促す可能性を示唆する声もあったが、これは実現していない。最近では、国有企業であることのメリットを強調する考えが目立つなど、銀行部門での市場化の改革が進んでいないようにみえることに注意すべきである。

・中国政府は、中央と地方を合計した財政赤字を GDP の3%以内に抑える方針を堅持しており、2023年には一時的にこの水準を超えたが、2024年予算では3%以内に戻す方針を確認している。実際の GDP 成長率が見通しを下回り、結果として財政赤字比率が3%を超えることは容認するかもしれないが、10月の記者会見でも、財政部長は基本的には3月の全人代での決定事項を確認したに過ぎず、足元で大きな方針転換があったようには見えない。

・中国の政府部門の債務残高について、IMF は4条コンサルの中で、地方政府の投融资プラットフォームの債務のうち債券発行による分を含めるべきと主張しており、その推計によると政府債務の対 GDP 比率は124%に達する。中国政府も、地方政府が実質的に債務返済の義務を負っている分（「隠れ債務」）については、債務を転換していく方向にあるが、IMF の推計を全面的に認めている訳ではない。ただし、「隠れ債務」の大きさについては、なお懸念を有しているようだ。

・中国政府全体の歳入のうち、地方政府のシェアは50%強に過ぎないが、歳出のシェアは80%を上回っている。地方政府の立場に立てば、こうした歳出圧力にふさわしい財源が欲しいことになる。しかし、中央政府としては、1993年に税制改革を行った趣旨は、地方の自

主財源の拡大に伴う政策の制御能力の低下を防ぐことや地域間の経済格差の拡大を抑制することにあり、税収の大半を中央政府で一括して調達し、地方政府へ機動的に配分したいという考えにある。実際、中央政府から地方政府への移転支出は近年に増加しており、当面は透明性や効率性の向上が課題となる。

・不動産問題との関係では、特別会計に計上される土地の使用権関連収入に注意する必要がある。中国では、都市部の土地は国有的なので、民間は使用権の譲渡を受けて利用している。かつて、地方政府は歳入の大半を譲渡金収入に依存しており、その割合が8割を超えたこともあったが、不動産バブルの破裂以降はこの比率が顕著に低下しており、代替的な財源の確保が課題となっている。本来、この譲渡金収入は実物投資のためにプールされる筋合いにあったが、地方政府は様々な目的で流用し、かつ回収が困難となっているものも少なくないようだ。

○ 不良債権問題への対応

・先週開催された全人代では、地方政府が地方債を発行し、投融资プラットフォームの債務を借り換えることで金利負担を軽減する方策や中央政府が特別目的債を発行して毎年8千億元を政府基金会計に計上し、「隠れ債務」の解消に充当する方策が発表された。これらに対して、単なる債務の付替えに過ぎないとの批判もみられる。それでも、投融资プラットフォームには債務の元本返済だけでなく利払いもできない先が見られ、取引先企業は売掛金の回収ができない事態に直面しているため、地方政府に資金を確保させ、取引先企業への債務の弁済に充当させることには意味がある。

・地方政府の債務赤字額を各地方の経済規模(GDP)との比較で見ると、上海市や江蘇省、広東省といった地域の政府赤字の比率は高くないが、東北三省などの比率は高く、経済格差を反映したばらつきが大きい。中央政府は、こうした格差の調整を進めたいので、税収の大部分を確保したうえで配分する枠組みを維持したいのだと思う。

・中国政府の基本方針は、安定を重視したうえで改革を進めることである。近年の政策からは安定「最」重視の姿勢が感じられ、それも致し方ない面はある。2022年に河南省で零細規模の金融機関が破綻に直面した際には、数千人規模の取り付け騒ぎが起こった。また最近では、同じく河南省で大学生がSNSで単に外食を呼び掛けただけで数万人の学生がこれに応じて動き出し騒ぎになった。このように、膨大な民衆の圧力は強い。2010年代には、アリババの余额宝が少額MMFとして急速に成長した際に、銀行預金からの多額の資金流出が生じたほか、詐欺行為の増加などの問題も招いたため、金融当局が規制強化に乗り出すといったこともあった。

・それでも、安定「最」重視の方針の下では、経済成長に対する人々の期待も回復しにくい。実際、企業のセンチメントは明確に悪化している訳ではないが停滞し、家計のセンチメントは1990年の統計開始以降、現在のように深く落ち込んだ状況が長く続いたケースはなかった。これはかなり深刻なことだと思う。一方で、中国経済がまだ発展段階にあることは好材料である。経済活動には強化の余地が

あり、住宅問題についても、まだ一軒目も購入できない人々やリフォームの需要が存在する。

4. 第2部質疑応答

木下信行氏:

・銀行がAMCに不良債権を売却する際の価格はどのように評価しているのか。高い価格で売れば、銀行は不良債権処理のコストを政府に転嫁する。また、政府が国有大型商業銀行に資本注入する際の株価の算定はどのようにするのか。

岡崎久美子氏<講師>:

・銀行からの不良債権の買取り価格については、AMCは、競売等も活用しつつ市場価格で行う考えを示しているが、そもそも中国では基準として信頼のおける価格が存在しないという問題がある。また、資本注入の対象と言われている国有大型商業銀行の5行は上場しているため、資本注入する際の株価も市場価格をベースとして算定されるとみられる。

井上哲也<モデレーター>:

・木下氏が取り上げた最初の点だが、仮に過去の局面のように銀行がAMCに不良債権を高い価格で売却するようであれば、AMCに生じる二次ロスをどうするかという問題が生じる。日本の産業再生機構の場合には、簿価に対してディープディスカウントで売却することで、銀行が実質的に債権放棄に協力したわけである。

柴田聡氏:

・アジア金融危機の際のAMCによる銀行からの不良債権買取りの際には簿価が適用されていたようだ。従って、当時のAMCは「表の金融システム」を健全化させる役割を担っており、中国政府も二次ロスが生じれば最終的に負担する覚悟があったのだと思う。

岡崎久美子氏<講師>:

・アジア金融危機の際にはご指摘のような扱いだだったが、2003年の銀行の株式化の際には、不良債権の下位2つのカテゴリーについて、銀行に自ら償却するか、財政部からの出資を減資する形で処理させた上で、それ以上のカテゴリーについてはAMCが簿価の3~5割のディスカウントで買い取った。その意味で中途半端ではあったが、市場メカニズムの導入が試みられた。2006年以降は、AMCも商業化するとの方針の下で、銀行からの不良債権の買取り価格は相対交渉で決められているようだ。ただし、中国の場合は不動産に関する信頼しうる価格が存在せず、政府が取引価格の変動を抑制する措置を講じている上に、案件ごとにより取引条件が異なるなど、市場メカニズムがどの程度働いているか判然としない。

福本智之氏<講師>:

・これまでの国営AMCとの面談結果を踏まえると、銀行からの不良債権買取りに際しては、当初は簿価を適用したが、株式制の導入の際には限定的に市場メカニズムを導入した。しかし、2006年以降は、国営AMCの間で同業他社の保有する不良債権を売買するケースも生じ、競売も導入されているので、AMCからみれば市場メカニズ

ムが機能していることになる。近年では、地方の AMC も参入しており、さらに外資ファンドなどが参入すれば価格の透明性は高まるはずだが、現時点では外資ファンドは国営 AMC からしか不良債権を購入できないという制約を受けている。

・住宅問題の解決に向けても AMC が役割を果たすべきとの考え方もあるが、AMC はこうした資産の評価ノウハウが乏しく難しいようだ。また、中国政府としては居住目的で住宅を購入しようとした人々を救済する必要があるので、市場メカニズムによる対応だけでは難しいように感じる。その意味でも、日本の産業再生機構のように会計や税務、法律を含む専門家の集団が不動産デベロッパーの問題に対応することには意味がある。

井上哲也<モデレーター>:

・お二人の講師がともに言及された不動産デベロッパーの債務者構成の点も興味深かった。日本の例に照らすと、いわゆる「メイン寄せ」のように大口債権者に絞り込んだ上でリストラを行ったケースが見られたが、中国の不動産デベロッパーは住宅購入者や同業者など多数の債権者を抱えているとすれば、まずはその整理が必要になるのではないかと。

岡崎久実子氏<講師>:

・私は、不動産デベロッパーにおいて住宅購入者からの前受金のウエイトが高いことが迅速な整理を妨げていると思う。恒大グループのケースも、香港で破綻命令が出された後は、普通であれば管財人が任命されて粛々と破綻処理が進むのだろう。しかし、中国政府は自らの居住目的で前渡金を払った人々が損失を被る事態は避けたいと考えているようだ。一方で、投資目的での二軒目、あるいは三軒目の住宅取得も含まれるとみられ、そこまで救済するのかという問題もある。このため、「ホワイトリスト」によって優良物件の建設完工を進め、居住目的の購入者の損失を極力抑えつつ、最終的に清算に持っていくのではないかと。

亀田制作氏:

・中国の銀行の不良債権比率は現時点で低位だが、過去の日本や米国のケースでも金融危機前の不良債権比率は低かったため、この数字をどの程度信頼すべきなのかという問題が残る。また、日米欧では、金融当局が銀行システムのストレステストを実施し、非常に大きな景気後退などテールリスクが顕在化した場合にも不良債権比率や収益力への影響はこの程度に収まるといった点を確認している。中国ではこの点に関する取組みはどのようになっているか。

岡崎久実子氏<講師>:

・人民銀行はストレステストを既に実施しており、結果を金融安定報告等で公表している。ただし、銀行による良好な不動産プロジェクトに対する与信や国有企業が特定の不動産を買い取る場合のバックファイナンスは不良債権には含めないとの指針も出されている。つまり、こうしたケースに該当すれば、脆弱な投融資プラットフォームが債務者であっても不良債権にカウントされない。日本でも、危機の際には中小企業向け貸出への不良債権認定を緩和したこともあったので、中国

の対応をすべて否定するわけではないが、結果として不良債権の認定が恣意的になっている可能性は残る。このため、より大きなストレスがかかれば銀行への影響は避けられないが、中国政府は安定重視の立場から、一定規模以上の銀行を破綻させることはないだろう。

柴田聡氏:

・現在の中国は、1990 年代の日本と違って、金融システム全体の安定性が維持されている。健全な金融機関への資本注入という日本では政治的に困難な方策が、中国では今回の経済対策の柱として盛り込まれたことも、政治体制の違いを感じさせる。中国政府が金融システムの安定維持を優先課題と位置付けていることは大いに評価されるべきだし、日本の経験が活かされている面も感じられる。一方で、景気刺激策には物足りなさが残り、企業や家計のセンチメントを抜本的に変えるような規模の財政支出や民間ビジネスに対する支援スタンスの明確化といった対応が望まれる。

岡崎久実子氏<講師>:

・中央政府が、住宅問題の解決を地方政府に委ねているのは、地方政府の方が地域ごとの事情に精通しているからという理由があるように思う。他方で、経済基盤がかなり弱い地方の苦境を、「中央（共産党中央指導部と中央政府）」が先入観なく認識していない可能性もありそうで、その点は気になっている。なお、中国の都市部の住居は殆どがマンションであり、将来にわたって維持・管理のコストが必要となるだけに、このような環境では人々が住宅取得に慎重になることもっともだと思う。

竹澤秀樹氏:

・日本の経験を踏まえると、中国は現時点でより積極的な財政支出を発動して、早期に需要不足の問題を解消すべきと考えることはできないか。中国政府がそうした対応を取らないのは、欧州債務危機のように何らかの市場の反応が生じることを懸念しているのか。

岡崎久実子氏<講師>:

・中国は日本の経験に強い関心を持っており、研究しているようだ。中国が大規模な財政出動に踏み切らないのは、そうした対応をとった日本が、その後力強い経済回復を示せていないからではないか。特に、国際競争力を低下させたことや、財政再建と経済発展の議論の下で、政権与党への支持が離れがちになることを気にしているように見える。また、歴史認識として、清朝の崩壊には財政破綻が大きく作用したとの理解も影響しているようだ。ただし、中国の専門家からも、最近になって、日本が長期にわたる低成長でも安定を維持したことを評価したり、国民が相応に豊かになったことを再評価したりする声が聞かれる。他方で、中国では 1990 年代までは国有銀行を財政政策のように活用してきた経緯があるが、最近ではそうした動きにつながりかねない政策提言の声も上がっている。現時点では財政出動について、どの程度どのような手段で活用するかについて、コンセンサスが形成されていないように見える。

井上哲也<モデレーター>:

・予定の時間となったので、本日の会合をこれで終了したい。詳細な資料をご用意いただき、ご講演と質疑応答にご対応いただいた講師の皆様にご心より御礼申し上げたい。また、長時間に亘って活発な議論を展開していただいた参加者の皆さまにも御礼を申し上げたい。

・本年度の年次会合は 12 月 21 日(土)の午後に、北京での対面とリモートとのハイブリッド形式で開催する。本日より二つのテーマを取り上げるので、皆様に本日提起していただいた主要な論点について中国側講師がどのような議論を展開するか楽しみにしている。講師と参加者の皆さまには、追って、年次会合の開催要項をお送りするので、いずれかの形でぜひご参加いただきたい。