

MRI ECONOMIC REVIEW

2020年3月3日
株式会社三菱総合研究所
政策・経済研究センター
猪瀬 淳也

中国でバブルが崩壊した場合の民間銀行へのインパクト — 新型コロナウイルスの拡大が契機となる可能性 —

ポイント

- 新型コロナウイルスが蔓延する中、中小企業を中心に倒産リスクが拡大し信用不安の懸念が高まる
- 中国でバブルが崩壊した場合には、バブル崩壊による民間銀行へのインパクトは日本の1.4倍
- 中国の政策余地はリーマンショック時よりも狭まっており、警戒が必要

1. 新型コロナウイルスが中国経済に及ぼしうる最悪なインパクト

春節以降、中国関連のニュースは新型コロナウイルスのニュース一色に染まった。新型コロナウイルスによる死者数はすでにSARS（重症急性呼吸器症候群）を超え、収束のめどはまったく立っていない。新型コロナウイルスが中国経済に悪影響をもたらす経路は多岐にわたる。現在話題となっている工場の低稼働は短期的に多くの国のサプライチェーンに影響を及ぼし、これが長期化すれば、製造できなくなる製品などが出て来るだろう。また、需要面に及ぼすインパクトも大きい。多くの国民は普段通りの外出ができず、消費マインドも冷え切っている。SARS（重症急性呼吸器症候群）が流行した2003年も、一人当たり消費支出が4-6月期に大きく落ち込み、一時的ではあるが経済の減速につながった。

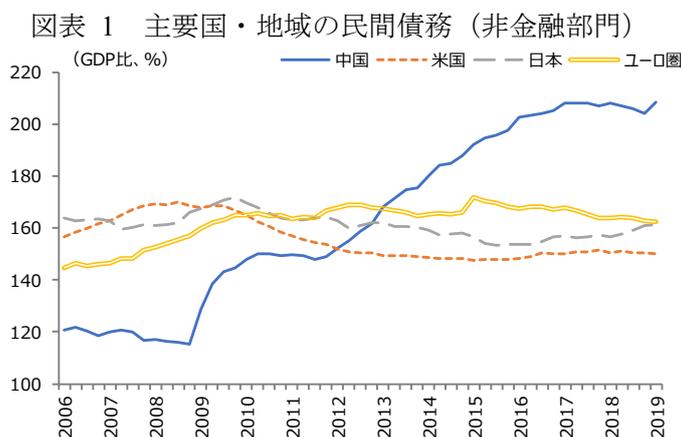
こうした経済的影響はいずれも一過性のものだ。一方で、長期的に中国の成長率を下押ししかねない影響として①グローバルサプライチェーンの組み替え加速、②新型コロナウイルスなどの外生的ショックに伴うバブル崩壊の二点が挙げられる。①について、チャイナプラスワンの流れは米中貿易摩擦の激化により加速しているが、今回の新型コロナウイルスにより、中国からの工場移転の流れがさらに強まれば、長期的に中国の輸出競争力低下につながる。②については、新型コロナウイルスのまん延に伴って手元現金に余裕がない企業（主に中小企業）への影響が顕在化している。この二点の中でも特に②のバブル崩壊は、足もとで現実味を帯び始めている。

設備を抱える製造業の中小企業は、工場の稼働が絞られることで利払いが滞り、不良債権の拡大の懸念が高まる。また回転率が要となるサービス業の中小企業では、家賃や人件費といった固定費がかかる一方、外出制限などにより売上は大幅に減少するため手元現金が枯渇し、倒産する可能性が高まる。仮に緊急支援などによって一時的にこの状況を脱したとしても、新型コロナウイルスは中国の民間債務を確実に増加させる。政府が債務の減免などといった大胆な施策を打たない限り、積み上がった債務は企業活動の重しとなり、中国の金融システムへの負荷も増加し続けるだろう。

では、仮に中国でバブルが崩壊した場合、何が起こるのか。本稿では日本のバブル崩壊との比較として、中国でバブルが崩壊した場合の民間銀行へのインパクトを分析する。

2. 中国で増加する民間債務

中国経済において、これまで積み上げられてきた債務の信用収縮、いわゆるバブル崩壊は長年指摘されているリスクの一つだ。多くのエコノミストが中国のバブル崩壊に対して警鐘を鳴らしている背景には、民間債務の積み上がりがある。図表 1 より明らかなように、中国の民間債務（企業および家計の借金の総額）は対 GDP 比で 200%を超えている。



出所：BIS より三菱総合研究所作成

現在の中国の状況は、日本がバブル崩壊する前後の状況と比べてどの程度深刻なのか。まずはバブル崩壊前後の日本と現在の中国の債務水準を対 GDP 比で比較すると、図表 2 に示すように、中国の現在の債務水準はおおよそ 1990 年～1992 年頃の日本の債務水準に相当する。当時の日本の状況を土地価格の観点から振り返ると、市街地価格指数¹は 1987 年以降前年比で 30%近い上昇率となり、高水準での地価上昇は 1991 年まで続いた。これと前後して大蔵省（現財務省）によるいわゆる総量規制の通達²が 1990 年 3 月にあり、バブル崩壊後の土地価格下落（市街地価格指数ベース、6 大都市全用途平均）は 2006 年まで続いた。一方、中国の土地価格の上昇ペースは当時の日本と比べて緩やかと言える。例えば中国の主要 70 都市の不動産価格指数を見ても、2016 年半ば以降前年比で上昇が顕著になっているものの、上昇率は 10%前後に抑えられている。

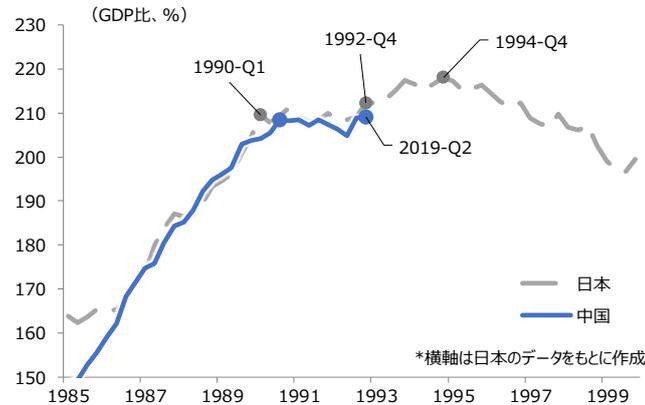
しかし、消費支出に占める住居関連費を見ると様相は大きく変わる。1990 年代の日本では、大都市でも消費支出に占める住居関連費は最大でも 10%程度²であった。しかし中国における同比率は 2000 年の 14%から 2019 年に 24%³まで上昇している。中国政府の不動産引き締め策によって価格上昇率自体は緩やかに抑えられているものの、住宅価格の水準自体は消費支出の水準と比べて非常に高い。

¹ 日本不動産研究所のデータ。用いたデータは 6 大都市全用途平均の暦年平均値。

² 「家計調査 都市階級別 1 世帯当たり 1 か月間の収入と支出（農林漁家世帯を除く）」（総務省）の大都市のデータを用いて算出。

³ CEIC より都市部の消費支出および住宅関連費を用いて算出。

図表 2 非金融部門債務（対 GDP 比）の日中比較



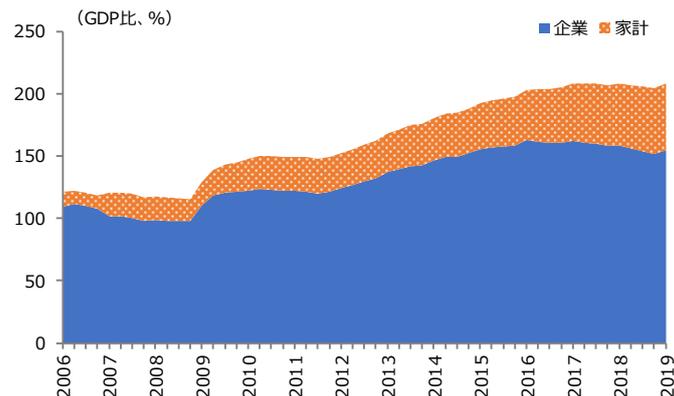
出所：BIS より三菱総合研究所作成

3. 中国における借り手と貸し手

(1) 借り手の主役は国有企業

住宅をはじめとする家計債務は資産バブルを捉える一つの指標となるが、民間債務全体を見渡すと企業債務も含めた分析が必要となる。家計、企業それぞれの借入額の内訳（対 GDP 比）を見ると、2010 年代前半までは企業による借入額の増加が民間債務全体を押し上げていた一方、近年ではむしろ家計による借入額の増加が民間債務の増加に大きく寄与している（図表 3）。この背景には、近年中国において住宅価格の上昇が顕著となったものの、世帯数が増えていることなどから住宅需要が大きく減少しなかったことなどが挙げられよう。

図表 3 主体別借入額の対 GDP 比

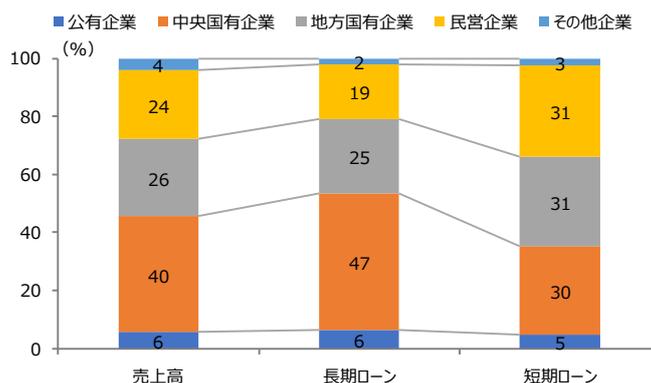


出所：BIS より三菱総合研究所作成

企業による借入額は依然高水準ながらも、対 GDP 比で見れば 2016 年以降やや低下していた。しかし、そのトレンドが 2019 年に変化した。もともとはシャドーバンキングの縮小などを目的に引き締めの金融政策を図っていたが、米中摩擦の激化に伴って緩和的な運営にシフトしたことなどがその背景にある。

ここで疑問となるのは、こういった主体が主な借り入れを行っているかだろう。中国において企業は大別して国有企業（公有企業、中央政府が保有する中央国有企業、地方政府が保有する地方国有企業の和）と民営企業に分かれる。このうち中央国有企業は上場企業全体の売上の40%を占めるが、長期ローン保有比率は47%と顕著に高い（図表4）。一方で上場企業全体の売上の24%を占める民営企業の長期ローンに占める割合は中央国有企業に比べて低く、短期ローンの割合が相対的に高い。

図表4 上場企業における売上（左）、長期（中）および短期（右）借り入れの主体別シェア



注：借入はいずれも2017年末、2018年末および2019年中間決算の平均値。

売上は2018年決算。上場企業を対象に借入額を足し上げ主体毎の比率を

算出。集体企業および外資企業はその他企業に含まれる。

出所：Windより三菱総合研究所作成

上記の分析はあくまで上場企業を対象としたものだが、中小企業の借り入れは上場企業以上に融資枠、金利の両面で制約があると言われる。この状況を是正するために、中国政府は銀行に対して中小企業向け融資を増やすよう働きかけている。資金繰りの苦しい中小企業を支援するために、中央銀行である中国人民銀行が新たな制度となる標的型中期貸出制度（TMLF）を導入したほどである。こうした状況を鑑みても、中国の金融機関による貸し出しの多くは国有企業に流れており、国有企業こそが債務を蓄積している主体とみなされている。

(2) 中国では民間銀行による貸し出しが多くを占める

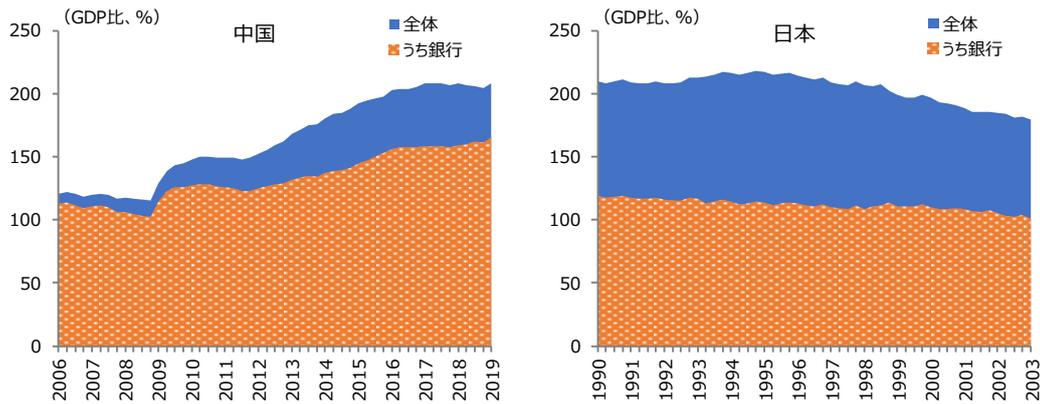
次に債権主体（貸し手）について見てみたい。債権主体では通常銀行が多いと考えられるが、実は債権主体の構成は日本と中国で大きく異なる。図表5に示しているのが現在の中国とバブル崩壊前後の日本の債権主体だ。これを見ると明らかなように、中国では総貸出金額のおよそ8割が民間銀行⁴からの貸し出しとなっている一方、日本における民間銀行からの貸し出し割合は半分程度だ。

日本における貸し手の内訳を見ると、公的金融機関の比率が非常に高いことがわかる（図表6）。公的金融機関による貸し出しとは、財政融資資金やそれを通じた政府系金融機関による貸し出しである。財政融資資金とは国債の一種である財投債の発行などによって調達した資金を財源に、長期的な投資など

⁴ 中国の場合、民間銀行であっても実質的に共産党の意図がマネジメントに介入することが多いが、民間銀行の定義は国際決済銀行（BIS）の定義に従った。

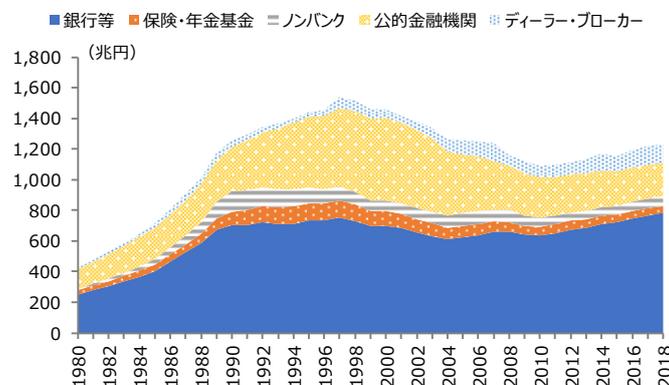
を行うための資金を指す。例えば東日本大震災によって被災したインフラなどを修繕するための費用の中には、財政融資資金からの借入れを受けたものもある。政府系金融機関については、例えば中小企業支援など特定の目的のもと設立された政府出資の金融機関を指す。日中の差からわかる通り、中国には政府系金融機関が少なく、このことが中小企業への資金供給の目詰まりを起こしている一因とも言われている。

図表 5 主体別の債権額（対 GDP 比）



出所：BIS より三菱総合研究所作成

図表 6 日本における主体別貸出ストック



注：主要な主体のみの合算

出所：資金循環統計（日本銀行）より三菱総合研究所作成

ただし、中国においても公的な側面を持つ融資は存在する。例えばインフラ整備などの資金はさまざまな調達手段を介して調達されるが、その一つに融資プラットフォームと呼ばれる協調融資のブイクルがある。地方政府がインフラ整備を行う際には国有・民営企業などと共同でブイクルを作り、そのブイクルが銀行から融資を受けたり債権を発行したりすることで資金調達を行う。こうした融資の一部は日本の政府系金融機関に類する役割を果たしているともみなすこともできる。

中国で地方政府がインフラ投資をする場合、中央政府による承認が必要となるが、承認者と融資主体が異なることの負の側面もあろう。最終的に中央政府が承認したという事実がある以上、銀行にとっては融資に対する責任があいまいになり、暗黙の政府保証に対する期待が生まれることも否定できない。

近年中央政府は、理財商品をはじめさまざまな分野で国民や企業が抱いていた「政府に対する暗黙の期待」を是正するよう取り組んでいるが、これまで債務が積み上がってきた背景の一つにこうした歪みを挙げることもできよう。

4. バブル崩壊による民間銀行へのインパクト

ここからは、本稿の主題である「仮に中国のバブルが崩壊した際の民間銀行へのインパクト」を当時の日本のインパクトと比較する形で整理したい。まずバブル崩壊が景気に及ぼす影響には、株価や土地などの資産価格が下落することに伴う逆資産効果や、不良債権の処理に伴う金融機関のバランスシート毀損（きそん）がもたらす影響などが挙げられる。この中でも実体経済に特に大きな影響を及ぼすのは、後者の影響だ。

不良債権が拡大したときに銀行の経営はどのように影響を受けるのか、日本のバブル崩壊後における銀行の財務諸表の数値を用いながら見てみよう。全国銀行協会（全銀協）が公開する日本の銀行全体⁵の貸借対照表によれば、1995年度での銀行の総資産は846兆円であった。資産のうち貸出金は553兆円を占めていたが、これが2000年度には475兆円にまで減少する。銀行が供給する貸出総量の減少、いわゆるクレジットクランチは当時貸し渋りとして広く認識され、その後多くの分析がなされてきた⁶が、この背景には銀行が保有する不良債権が増加したことにより、銀行の貸し出しに伴う限界費用が上昇したことなどが挙げられる。

ここでは、不良債権による影響を損益計算書の引当金関連の費目で分析する。具体的には、①貸出先が返済不能となることに伴う貸倒引当金繰入額および貸出金償却と、②出資先の破綻や保有有価証券の減価などに伴う株式等売却損および株式等償却に分けてみる。まず①について1998年度には貸倒引当金繰入額として7.8兆円、貸出金償却として2.3兆円がそれぞれ計上されている。また、②株式等売却損および株式等償却も1兆円を超える金額が計上されており、金融機関の体力をそいだ要因の一つとして考えられよう。以下では前述の二項目について、より詳細に当時の財務諸表を整理する。

(1) 日本の不良債権処理

図表7に示すのが1990年代の日本における貸倒引当金繰入額および貸出金償却額と、貸出残高の推移である。これらの数値から明らかのように、不良債権処理が進んだ1990年代後半には最大で10兆円前後の費用が毎年不良債権処理に投じられていた。この金額を貸出残高との比率で見ると、1995年から2000年を平均して、貸出金の約1.35%に当たる金額が毎年不良債権処理のために使われてきたと言える。1995年から2000年までの民間金融機関による処理額⁷を合算すると41.8兆円⁸となり、当時のGDPの8%に近い金額が処理されたことになる。

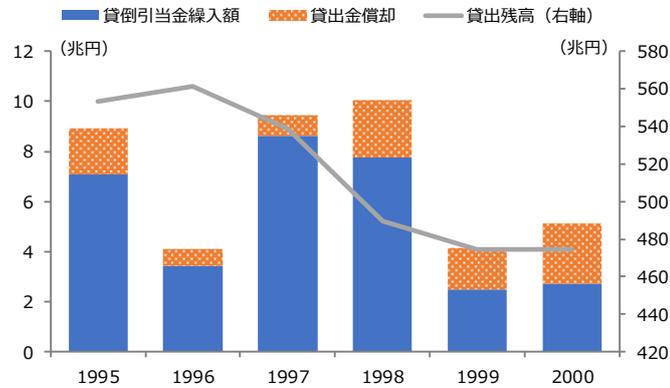
⁵ 全銀協の会員行である都市銀行、地方銀行、信託銀行、長期信用銀行の合計。

⁶ 例えば「中小企業に対する銀行による『貸し渋り』について」（1994）、吉川洋・江藤勝・池俊廣、経済分析—政策研究の視点シリーズ 第1号。

⁷ 一方、日本全体のバブル崩壊に伴うコストは公的資金注入や日銀特融（日銀による無担保・無制限に行う特別融資）となる。

⁸ 内閣府の平成13年度年次経済財政報告では1998年から2001年の不良債権最終処理額を約45兆円と推計。

図表 7 貸倒引当金繰入額および貸出金償却と貸出残高

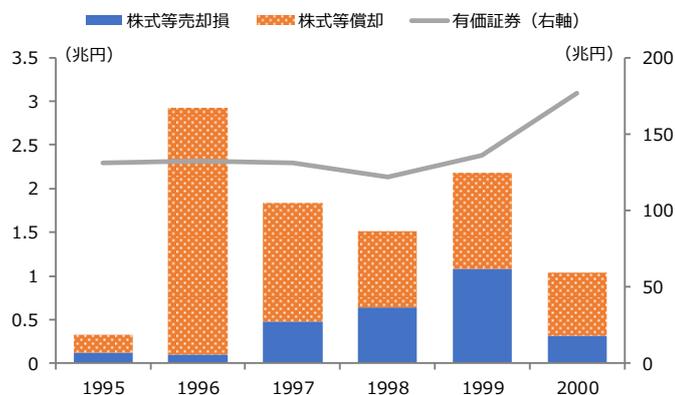


出所：「全国銀行財務諸表分析」（全銀協）より三菱総合研究所作成

同様に 1990 年代の日本の銀行における株式売却損および株式償却の状況についてみると、これらの金額は不良債権処理に比べれば小さいものの、毎年の償却額は 1 兆円から 3 兆円と決して小さくはない（図表 8）。この処理額に対して有価証券の残高は 140 兆円前後であったことから、平均すると有価証券残高の 1.2%程度が毎年損金として処理されていたことがわかる。なお、有価証券の残高は貸し出しと異なり、むしろ 2000 年にかけて増加しているが、これは国債の保有残高が増加しているためであり、社債および株式の合計値は減少している。

これらの償却金額を累積して GDP 比として計算すると、日本における不良債権処理のインパクトは GDP 比で 9.8%と試算される。

図表 8 株式等売却損および株式等償却費用と有価証券残高



出所：「全国銀行財務諸表分析」（全銀協）より三菱総合研究所作成

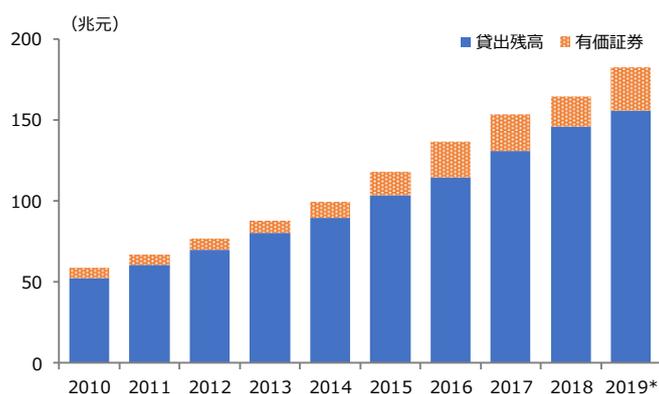
(2) 中国でバブル崩壊が発生した場合の民間銀行へのインパクト

次に、日本の事例に習い、バブル崩壊に伴う銀行への影響を不良債権処理に伴う費用および株式償却・

売却損の費用の二種類に分けて、現在の中国における民間銀行の財務諸表に機械的に当てはめてインパクトを試算した。

中国の民間銀行の貸出残高は年率 14%程度で増加しており、BIS によれば 2019 年第 2 四半期で 156 兆元と名目 GDP 比率では 170%に達している（図表 9）。日本の銀行の 1995 年から 2000 年の貸出残高平均は 515 兆円で、名目 GDP 比率では 98%程度であった。この背景には前述した政府系金融機関の存在があるが、以下では民間の金融機関に限って議論を進める。

図表 9 中国における銀行貸出残高および有価証券残高

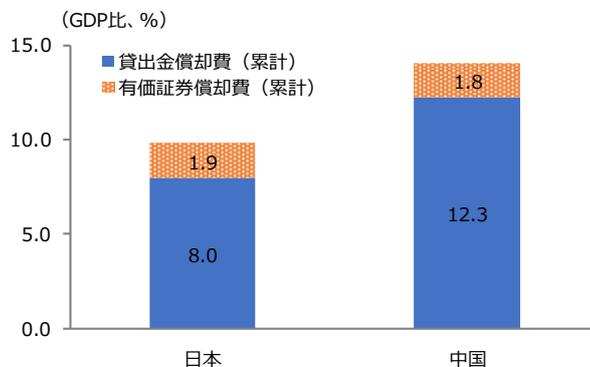


注：2019 年は第 2 四半期のデータ

出所：BIS、Wind より三菱総合研究所作成

上記の貸し出しおよび有価証券残高をもとに、仮に現在の中国における銀行の財務状況で日本のケースと同じ比率で償却が行われると仮定すれば、貸出金の約 1.35%、有価証券残高の 1.2%程度が 6 年間損金として算入されることになる。この金額を累積して GDP 比として計算すると、14.0%（日本の約 1.4 倍）のインパクトとなる（図表 10）。

図表 10 バブル崩壊によるインパクトの日中比較



注：不良債権処理の総処理額は、日本のケースと同じ比率で償却が行われると仮定して算出。分母となる名目 GDP は World Economic Outlook (IMF)の予測値を使用。ただし、バブル崩壊に伴い名目 GDP 成長率が向こう 6 年間 IMF 予測から半減すると仮定。

出所：各種資料より三菱総合研究所作成

このインパクト試算はあくまでも機械的に行ったものであり、過剰に見積もられている可能性がある点には留意が必要だ。中国の銀行貸出残高から日本の政策系金融機関に相当する貸出残高を引けば、その分だけ中国の銀行貸出残高が減るためバブル崩壊によるインパクトも減少する。ただし、近年の融資プラットフォームのデフォルト状況を鑑みるに、融資プラットフォームと言っても一定以上の破綻リスクがあり、日本の政府系金融機関よりも高いリスクを有しているとも言えよう。

5. 中国政府の政策余地はより限定的に

中国におけるバブル崩壊のインパクトは上記で試算した通りだが、問題は中国政府にこのインパクトに対処するだけの政策余地があるかどうかだろう。この見積もりには、リーマンショック時に中央政府が行った経済対策が参考となる。リーマンショック時に中央政府が行った4兆元の景気対策は有名だが、2008年当時の中国のGDPは約32兆元であった。そのため緊急時には、政府はGDP比で13%程度の景気対策を行う実力は有しているとも見られる。

しかし、ここで課題になるのが①足もとで拡大を続ける新型肺炎への対応コストと②2008年と比べて拡大した債務の二点だ。①について、現時点でどれほどの財政支出が必要となるかの予測は難しいが、感染封じ込めに必要となる直接的なコスト以外にも経済活動の停滞による影響を緩和するためのコストを加味すれば、GDP比で見ても無視できない支出が必要となろう。また②について、民間債務がここまで大きくなっている中で政府が急速に債務を増やすことは容易ではない。

仮に新型肺炎の拡大がトリガーとなり信用不安が広がった場合に起こりうる一つのシナリオを考えてみよう。まず、新型肺炎への対策として、今後対GDP比で数%に上る大規模な財政出動が行われると仮定する。増税は現実的でないため、財政出動の財源は国債（もしくは地方政府債）で賄われることになる。積極的な財政政策が行われても中小企業の倒産が止まらない場合、中国経済では信用不安が起ころう。信用不安が起これば前述した通り対GDP比で14%の不良債権処理費用が発生⁹し、同時に不況を脱するための追加的な財政支出も求められる。不況を脱するための財政支出がリーマンショック時と同水準のGDP比10%強とすれば、必要となるコストの合計はGDP比で30%近くとなる可能性もあろう。

一連のコストを賄うためには政府が大量に国債を発行し、発行された国債を中央銀行が保有することが必要となるが、こうした財政・金融政策は元安を進める¹⁰。元安が過度に進むと、中国経済には①元建て資産の資産逃避や②米国からの制裁措置の二面で悪影響が懸念される。まず①については、2015年に起こったチャイナショックが記憶に新しい。チャイナショック時には人民元の移動が厳格に規制され、クロスボーダーの人民元の流通量が極めて制限されていたため、アジア通貨危機ほどの通貨暴落には至らなかった。しかし、国をまたいだ取引が増加していく中、どこまで厳密に制限をし続けられるかは疑問もあろう。また②について、折しも米国は2019年8月に中国を為替操作国に認定した。為替操作国

⁹ 不良債権の処理費用は政府が全額負担するのではなく、金融機関と政府が分担して負担するが、日本の場合では公的資金注入だけで38兆円に上った。これは内閣府が推計した不良債権処理額の8割以上に相当する。

¹⁰ 元安を進めないためには外貨準備を売却する手段もあるが、現時点で中国の外貨準備額は対GDP比で2割強。GDPに占める輸入比率も2割程度であるため、3か月分の輸入総額と同等の外貨準備を残すとすれば、元安回避のために使用できる外貨準備は最大でもGDP比で15%前後。

に認定することで、米国は自国への輸入関税を引き上げるなどの措置が可能となる。米国による中国の為替操作国認定は2020年1月に解除されたが、これはあくまで米中貿易交渉の第1段合意に関連するもので、再び米中間の対立が鮮明になれば中国を為替操作国として認定する確率が高い。仮に中国でバブルが崩壊し、経済が落ち込んだ機に乗じて米国が制裁措置を講じる場合、中国経済に大きな追い打ちをかけることになる。トランプ政権が中国からの輸入に対して段階的に関税を課したことで、関税がどの程度中国経済を減速させるかの実験は済んだと言える。バブル崩壊などに伴って中国政府が量的緩和に準ずる緩和的な措置を執った場合、米国政府は再び中国を為替操作国として認定することで、過去の水準を超えて関税を上げることも可能だ。

米国が為替操作国認定の可能性を見せた場合、中国政府は前述したような大規模な財政・金融政策を行うことはできず、結果として政府の国債発行額が制限される。リーマンショック後のように世界で協調して景気回復を図る流れになればよいが、中国のバブル崩壊後に米国が敵対的な行動に出れば、中国は日本と同様失われた10年（もしくは20年）を経験することになる。

6. まとめ

本稿では中国におけるバブル崩壊のインパクトを試算するために、日本のバブル崩壊時における銀行の財務諸表への影響を分析し、その結果を中国に当てはめた。無論両国の置かれた状況が大きく異なるため厳密な比較は困難であり、あくまで参考としてではあるが、日本よりも大きなインパクトが起りうる可能性が示唆された。中国国内では、2019年以降一部の地方銀行における取り付け騒ぎや、20年ぶりの国有企業のデフォルト発生など、徐々に信用収縮の危険度が高まっていると言える。中国銀行保険監督管理委員会によれば、2017年以降4兆9,000億元の不良債権が処理されたものの、依然として銀行の不良債権問題が主なリスクとなっている。また、特に不動産業などでは短期社債の償還リスクに直面する企業が多く、不良債権処理が本格的な課題として現れつつある。

新型肺炎は、こうした中国の経済環境の中でまん延している。新型肺炎による影響を早期に終息させることは、公衆衛生上のみならず中国において信用収縮を起こさないためにも非常に重要だ。仮に新型肺炎を契機として信用収縮まで至った場合、これまで中国政府が目指していた不良債権問題やデレバレッジのソフトランディングに向けたシナリオは崩れる。その意味でも、新型肺炎は、今後中国経済が安定的に成長できるかどうかの分水嶺であると言える。

景気減速懸念が高まる中、信用収縮を招かず大半の不良債権処理を終えデレバレッジに再び戻ることができるか、中国経済の正念場が続く。

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所

〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目 10 番 3 号

【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済研究センター 猪瀬淳也

電話：03-6858-2717 FAX：03-5157-2161 E-mail：junya@mri.co.jp

【報道機関からのお問い合わせ】

広報部

電話：03-6705-6000 E-mail：media@mri.co.jp