

中国の過剰債務問題について

2018年10月は、日経平均株価が9.1%下落するなど、株式市場は神経質な動きが続いています。株価下落の原因の一つには、米中貿易戦争などの中国に関する問題があります。本稿では、最近の中国経済の問題である過剰債務について解説します。

下落が続く中国株

2018年は世界の株価が堅調な動きを見せる中(2月と10月は大きく下落しましたが)で、中国株は、一貫して下落が続いています(図表1参照)。2018年10月末時点で上海総合指数は年初来、約21%下落、深セン総合指数は約32%下落と世界の株式市場の中でも際立って下落しています(MSCI KOKUSAIは現地通貨ベースでその間、0.5%上昇)。

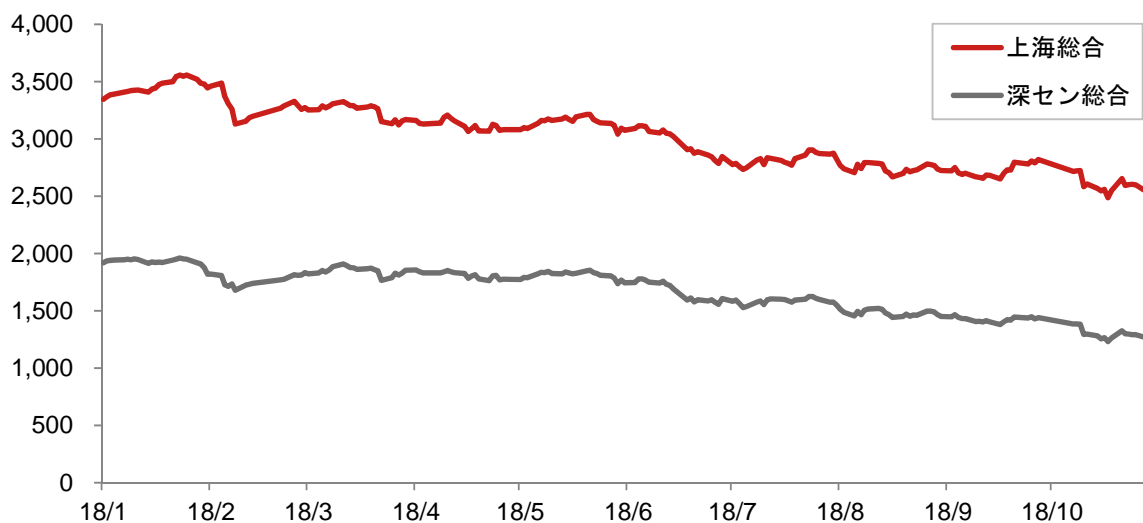
中国株下落の原因の一つは、米中間で険しさ

を増している貿易戦争です。中国の巨額な貿易黒字、外国企業に対して不公平な市場ルールが議論の対象となっています。

しかし、現在の中国株の不振の原因は、それだけではありません。中国経済の過剰債務などの構造的な問題が背景にあります。

本稿では、主に中国の過剰債務問題について、IMFが半年毎に発行している”Global Financial Stability Report”などを参考に解説します。

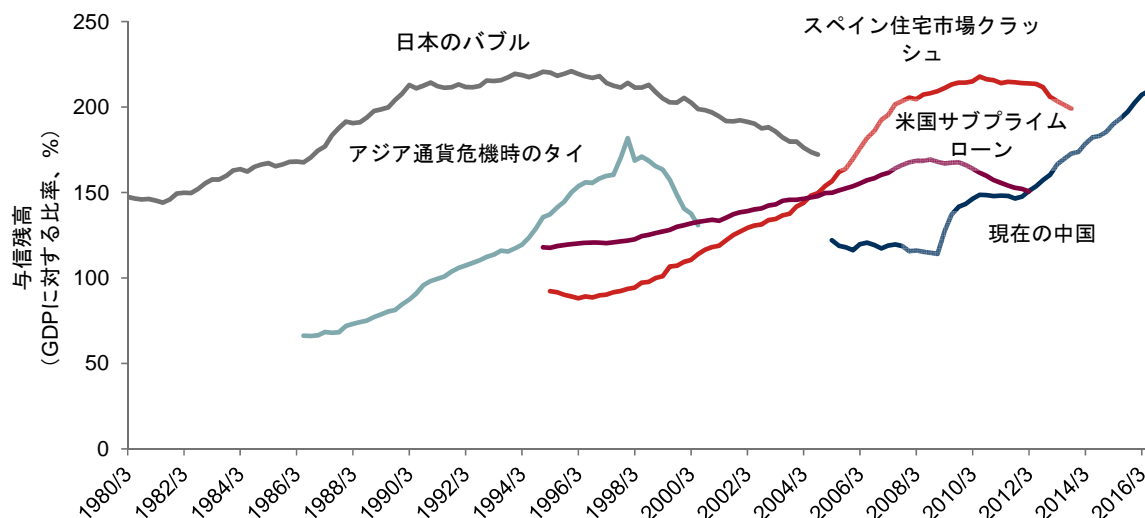
図表1 2018年の中国株価の推移(2018年10月末まで)



(出所) Bloomberg より野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表2 急激に伸びる中国の与信額(対 GDP 比)



(出所) IMF のデータより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

中国の債務残高

2015年9月24日発行の年金ニュース解説 No.700「米国の利上げは通貨・金融危機を引き起こすか」でも説明していますが、中国の債務残高は2008年以降急激に拡大しています。

図表2は、IMFが推計している与信残高のGDP比の推移です。2016年6月末の段階で、中国の与信残高は、GDPの200%超となり、サブプライムローン問題直前の米国を上回り、80年代の日本のバブル期に匹敵する水準となっています。

債務残高が急激に伸びたきっかけは、2009年の中国政府の景気刺激策です。銀行などを中心とする融資残高が大幅に増加し、また不動産などの資産価格の上昇を見込んだ資金需要が高まり、銀行融資以外の資金調達手段であるシャドーバンキングが急速に発展しました。

中国のシャドーバンキング

シャドーバンキングとは、金融安定理事会(FSB)によれば、「正規の銀行システム外の信用仲介」と定義されます。野村インターナショナル「シャドーバンキングの実態」(2017年9月15日発

行)によると中国におけるシャドーバンキングは、次の3つに分類可能です。

カテゴリ①: 理財商品、委託貸付、銀行引受手形などの銀行のシャドーバンキングビジネス
銀行のオフバランスビジネスのための資金の調達・運用手段です。

カテゴリ②: 信託商品や投資商品などの非銀行金融機関の資産運用商品

中国は銀行預金が比較的有利なため、相対的に高い利回りを提供する資産運用商品に対する需要があり、信託会社、証券会社、保険会社、そしてプライベートエクイティなどが資産運用商品を組成しています。天弘基金管理が管理する世界最大のMMF・余额宝(ユニバオ)なども含まれます。

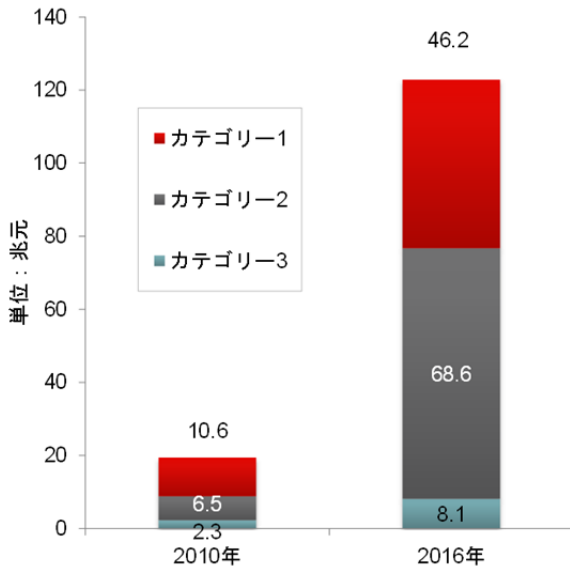
カテゴリ③: P2Pレンディングなどのその他の非銀行金融機関の貸出

宜信(CreditEase)などのピアツーピア(P2P: Peer to Peer)金融会社が行うインターネットを利用した個人間金融仲介などです。

前述のレポートによると2016年末のシャドーバンキングの残高は122.8兆元と2010年末時点の19.4兆元から大きく伸びています(図表3)。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表3 中国のシャドーバンキングの規模



(注) 年末時点での比較
 (出所) 野村インターナショナル「シャドーバンキングの実態」(2017年9月15日発行)

なぜ、シャドーバンキングが発達したのか

これほどまでに中国でシャドーバンキングが発達した理由としては「China's Guaranteed Bubble」(Zhu Ning, 2016)によれば、以下の通りです。

① 金融規制と旺盛な資金調達意欲

中国の金融システムは、日本と同じように銀行が中心を占めています。2009年に景気刺激のため、大幅に銀行は貸出を増加させたものの、2010~2011年はその結果、資産価格の上昇とインフレを招きました。そのため、その間、中国人民銀行は、貸出を抑制する方向に向かいました。

一方で資産価格に対する強気な見通しを背景として民間の資金需要は強く、その需要に応えるため、シャドーバンキングが発達したと考えられています。

② 自己資本規制

中国の銀行、特に4大銀行は、国際的な

自己資本規制に従う必要があります。一方で、バランスシートの拡大を行うニーズは強く、信託会社と連携し、ビジネスを簿外に移すためにシャドーバンキングが利用されたと考えられます。

③ 預貸率

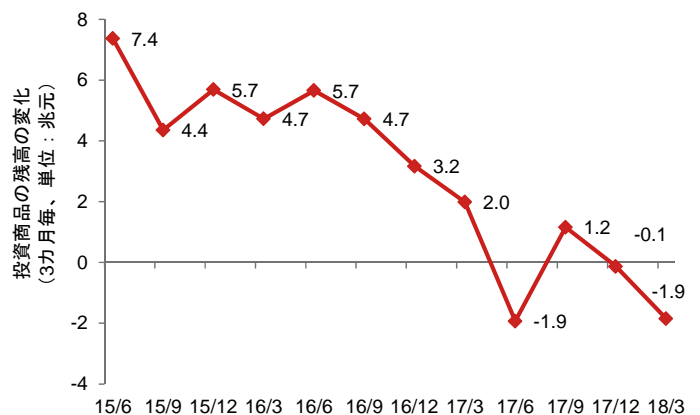
中国の銀行を監督する当局は、銀行に対して75%の預貸率を順守するよう義務付けています(景気に応じて調整の余地があるようです)。預貸率の上限を回避するために銀行は、(1)銀行間市場などで資金を調達(注)、(2)その資金でノンバンク金融機関が発行する理財商品を購入する、(3)そのノンバンク金融機関に購入代金を普通預金として銀行に預金させ、預金残高を増やす、ということをやっていたようです(注: 銀行市場で調達した資金は、預貸率計算上の分母とは見なされない)。

過剰債務問題への中国政府の対応

中国政府もこの問題に対して対処しようとしています。

2017年にはシャドーバンキングに対して規制が行われました(不動産投資の禁止など)。その結果、投資商品の残高は足元では、減少に転じています(図表4参照)。

図表4 投資商品の残高の変化(3ヶ月毎)



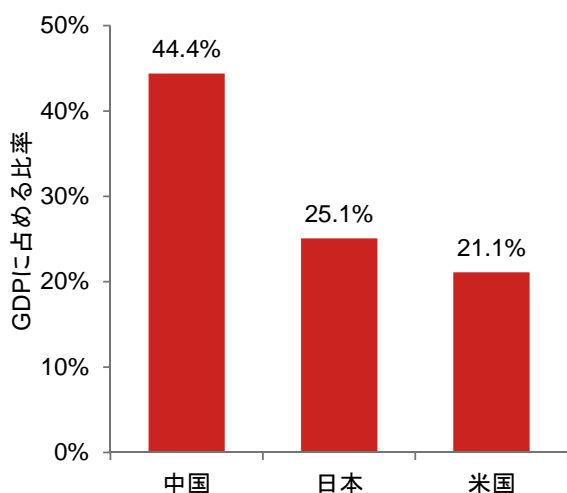
(出所) IMF のデータより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

また、GDP成長率の目標引き下げも債務残高の圧縮(デレバレッジ)を意識していた可能性が高いと思われます。なぜなら、中国のGDPは、日本や米国と比較して「投資」(特にインフラ関連の投資)の比率が高いという特徴があります(図表5参照)。そのため、デレバレッジを進めると結果的に投資額が減少し、GDP成長率は低下すると考えられます。つまり、デレバレッジと高い成長率は、両立することができない目標です。したがって、デレバレッジを優先させるため、GDP成長率の目標を引き下げた可能性があります。

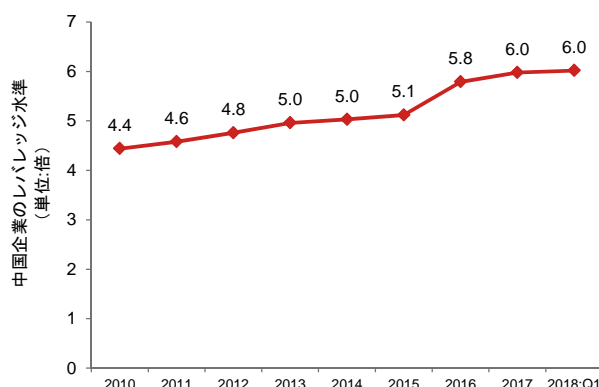
ただし、IMFによると、まだ中国のデレバレッジは道半ばのようです。図表6は、中国企業のうち資産額トップ100社(非金融業)のレバレッジ水準の推移を示しています。直近は上昇のペースが鈍化しているものの、過去と比べてまだ高い水準が続いています。

図表5 GDPに占める投資の割合



(注) 中国については、2017年10-12月期、日米については2018年1-3月末期
(出所) CEICより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

図表6 中国企業のレバレッジの推移



(注) 非金融業資産額トップ100の集計結果
(出所) IMFのデータより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

今後も警戒が必要

中国経済は高い成長率が持続する一方で、過剰債務の問題に限らず、少なくない課題があります。

たとえば、労働コストの上昇です。中国は世界の工場として低い労働コストを武器にこれまで成長してきました。しかし、近年、中国の労働コストは大きく上昇しており、貿易だけでは、持続的な成長が難しい状況です。現在の米中貿易戦争以前にすでに中国のこれまでの成長モデルの転換が必要とされていたと言えます。

他にも急速に進む高齢化やそれに伴う社会的コストの上昇、貧富の格差の拡大、低い生産性の伸び率なども大きな課題と考えられます。

すでに中国の経済規模は世界2位で、世界経済との結びつきも強い状況です。過剰債務の問題も含めて、今後の動向には留意が必要と考えられます。

— 次号のお知らせ —

次号は

11月26日(月)

発行予定です。

《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc. (「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込)(20万円以下の場合)、2,808円(税込))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運用および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運用および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。