

中国社債市場にモラルハザード 政府保証で企業債務問題が深刻化

中国社債市場では、政府が国有企業の債務を保証しデフォルト（債務不履行）を回避してきたが、これが国有企業の資金調達構造をゆがめ、企業の債務問題を深刻化させた。実際、経営効率が高い民間企業よりも、政府保証を得られる国有企業の方が低いコストで資金を調達できる。これにより、国有企業は返済能力を上回る規模の債務を負いやすくなる一方、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなるという、いわゆるモラルハザード問題が生じている。ここにきて、政府はデフォルト容認姿勢に転じ始めたため、デフォルト率は上昇しつつある。しかし、危機型のデレバレッジ（債務圧縮）を恐れる当局が、デフォルト抑制姿勢に戻る可能性も否定できない。

極めて低いデフォルト率

中国では多くの分野において、市場メカニズムが機能していない。これは、社債市場にも当てはまる。

社債市場では「剛性兑付」（中国語でガンシンドイフと読む）の問題が指摘できる。「兑付」とは、小切手・兌換券などを現金にすることである。「剛性」とは、鋼のように固いこと

である。社債市場では、どのような銘柄に投資しても、元本の償還と利息の支払いは固く守られる、という状況が長く続いた。

実際、レーティング（格付け）が付与されている社債の発行体数を集計すると、2005年末の3社から15年末には3739社に大幅に増加する一方、デフォルトした社数は13年までゼロ、14年と15年もそれぞれ

とと比較すると、中国の特異さが際立つ。15年においても、全世界のデフォルト率は1・36%であり、中国のデフォルト率は極めて低い水準にあるといえよう。

なお、本稿でいう社債とは、中国語でいう企業債券のことである。株式会社が長期の資金調達のために発行する確定利付きの債務証券のみならず、株式会社の形態をとっていない国有企業が発行する債務証券、ならびにコマースヤルペーパーなど短期の債務証券も含まれることが、企業債券の特徴である。

中国人民銀行の「社会融資規模存量」によると、社債発行残高は10年末には3・8兆元であったが、16年末には17・9兆元まで急増した。その間、銀行融資に対する比率は8・1%から17・0%まで上昇した。社

日本総合研究所調査部副主任研究員
関 辰一

せき・しんいち 中国上海市出身、08年日本総合研究所に入社。中国マクロ経済が専門。注力テーマは中国の過剰債務問題や構造調整、自動車産業。

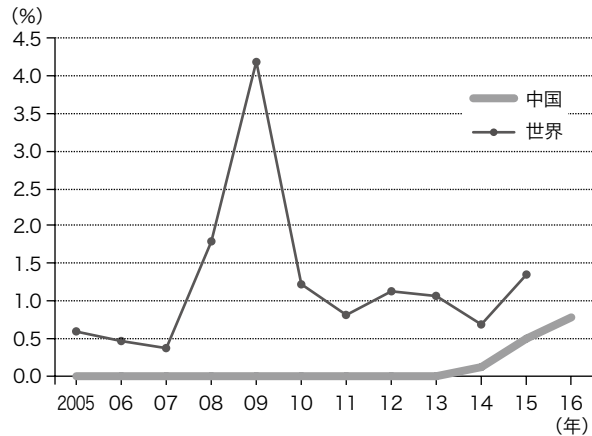
債発行が活発化したことがうかがえる。

デフォルトを避けたい政府

中国の社債デフォルト率が異常に低い背景には、収益が悪化した企業を政府が全面的に支援し、デフォルトさせないようにしてきたことが指摘できる。

地場の格付け会社である中債資信評価によると、本来であれば12年4月16日に上場繊維メーカーの山東海龍が発行した「11海龍CP01」が中国の社債デフォルトの第1号になる

【図表1】社債のデフォルト率



(注)社債のデフォルト率=デフォルトした発行体数/レーティングのある発行体数
(出所)世界はS&P,2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions、中国はWind Databaseを基に日本総研作成

とところであった。同社は経営不振により債務超過に陥ったほか、財務諸表における虚偽報告が明るみに出たため、マーケットでは約定通りの利払いについて懐疑的な見方が広がっていた。山東海龍のコマーシャルペーパーが償還日を迎える前、同社ですでに金融機関12社に対して借入金の利息を約定通りに支払っていないため、光大銀行、深圳發展銀行、中国輸出入銀行など複数の金融機関から告訴されていた。銀行預金口座を凍結するよう、債権者である金融機関に求められている状況であった。

しかし、山東省濰坊市政府はデフォルト回避に向けて終始、力を尽くした。具体的には、大手紙・パルプメーカーの寿光晨鳴控股と大手組織メーカーの中国恒天集団に合併案を持ちかけたほか、濰坊市政府が担保を提供し、社債の募集と販売を行った。恒豊銀行が救済融資を行ったことで、コマーシャルペーパーのデフォルトを免れたと

いう。

日本でも、官民出資の投資ファンドである産業革新機構などが政府保証付きの借入金で資金調達することがあるものの、このケースのように政府が直接担保を提供することは、通常考えられない。それだけ、中国の政府保証の問題は特異であるといえよう。

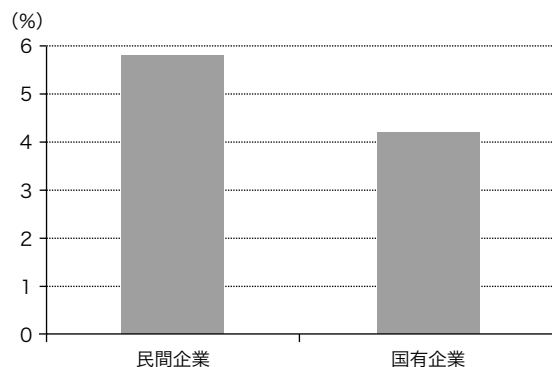
中国の国有企業には中央政府が管轄する中央国有企業と、地方政府が管轄する地方国有企業があるが、山東海龍は山東省濰坊市の地方国有企業である。山東海龍の社債がデフォルトし、さらに同社が経営破綻に陥ると、数万人の従業員の雇用問題が浮上するほか、自らの責任が社会で問題視されるため、地方政府をデフォルト回避に動かしたとみられる。

政府保証は、国有企業の資金調達構造をゆがめ、企業の債務問題を深刻化させる。国有企業は仮に利払いに窮しても、最後は政府が助けてくれるだろうと高をくくり、返済能力を上回る規模の債務を背負いやすくなる。銀行や保険会社など資金の出し手も、企業経営が傾いたところ

でどうせ政府が何とかするだろうと楽観し、融資や投資を行うに当たり、事業の将来性や返済能力を十分に審査しなくなる。

実際、政府保証の存在によって、中国の社債市場にはゆがみが顕在化している。市場メカニズムが機能していれば、一般的には経営の効率性が高い企業ほど信用が高く、資金調達が低くなるはずである。しかし、中国では国有企業であれば、経営効率の水準にかかわらず資金調達コストは低い水準に抑制されている。

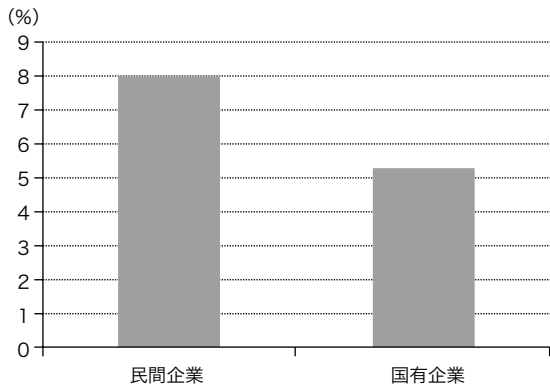
【図表2】平均利回り



(注)2016年12月1日時点において上海証券取引所で取引される民間企業の会社債203銘柄、国有企業の会社債561銘柄の表面利回りを集計
(出所)Wind Databaseを基に日本総研作成

16年12月1日時点で、上海証券取

〈図表3〉ROA



(注)2016年12月1日時点において上海証券取引所で取引される民間企業の公司債203銘柄、国有企業の公司債561銘柄の発行体企業のROA(2011~2015年)を集計(出所)Wind Databaseを基に日本総研作成

引所で取引されている民間企業の公司債は307銘柄ある。公司債とは、株式会社と有限会社が長期の資金調達のために発行する確定利付きの債券証券であり、一般的な社債の概念に近い。それらのうち、債券の表面利回りと発行体企業の10~15年の総資産利益率(ROA)データがそろっているのは、203銘柄ある。この203銘柄の表面利回りを単純平均すると5.8%になる(図表2)。また、当該銘柄の発行体企業の5年間のROAを単純平均すると、8.0%となった(図表3)。

これに対して、同じく12月1日時点において上海証券取引所で取引されている国有企業の公司債は655銘柄ある。債券の表面利回りおよび発行体企業の10~15年のROAデータがそろっているのは、このうち561銘柄である。この561銘柄の表面利回りは平均4.2%となる一方、5年間のROAは平均5.3%であった。これらを比較すると、明らかにROAの高い民間企業の方が、高い利率での社債発行を強いられていることになる。

中国企業からは「融資難、融資貴」(融資を得るのが難しく、銀行が求める金利や手数料があまりに高い)との声上がる一方、国有企業は低利で銀行融資を得られる状況が続いている。政府保証が存在する中、間接金融においても資金調達コストの水準にゆがみが出ている。また、中央政府や地方政府が国有企業に対して支給している補助金も、市場メカニズムをゆがめている。当初、政府の補助金は、十分な投資収益を期待できない事業である

もの、国家戦略や産業政策上重要な事業に携わる企業に給付するものであった。しかし、補助金の支給ルールが不透明な中、実際には政治的な力が強い企業に多く配分されている。例えば、石油採掘業の中国石油天然気(ペトロチャイナ)は12年に原油高を背景に1153億元もの純利益を計上した。同時に、政府から94億元もの補助金を得て、補助金の受給企業ナンバーワンでもある。英BPを上回る高収益企業に対して高額の補助金が支払われているのである。

16年12月16日時点で上海証券取引所あるいは深圳証券取引所に上場している非金融企業(A株)の15年の財務データを集計すると、最も補助金を得ているのは中国石油天然気であった。純利益は原油価格の下落により減少したとはいえ、357億元を計上する一方、政府から79億元の補助金を得ていた。同業の中国石油化工(シノペック)、海運の中遠海運控股(コスコシッピング)などが続く。トップ10社のうち8社は中央国有企業である。

優遇以外にも、政府が国有企業のために工場用地や従業員用の住宅を用意し、賃料を減免するなどの優遇措置がある。

ジレンマに直面する政府

最近になり、政府は社債のデフォルトを容認する姿勢に転じつつある。13年11月に開かれた中国共産党中央委員会第3回全体会議(三中全会)では、市場メカニズムを多くの分野に取り入れることを政策方針に据え、14年3月には李克強首相が「金融商品のデフォルトは望まないものの、回避できないケースもある」とコメントした。16年5月9日付の人民日報1面に掲載された「権威人士による中国経済についての談話」でも「剛性兌付」を打破しなければならぬとの主張が見られる。

こうした中、社債のデフォルトも増加し始めている。16年には社債のデフォルトが79件発生し(37社)、15年の22件(19社)を大きく上回った。9月26日には、遼寧省の地方国有企業である東北特殊鋼を発行体とし、国家開發銀行と招商銀行が15年9月に表面利率6.3%の1年物で募集・販売した7億元のコマーシャ

ルペーパーがデフォルトとなった。東北特殊鋼が発行した企業債券の債務不履行は、16年に入ってからこれで9回目となった。10月10日には日本の地裁に当たる大連市の中級人民法院が、債権団が提出していた同社の破産申請を受理した。

今後を展望すると、政府のデフォルト容認姿勢が続く可能性が高いため、社債のデフォルトはさらに増加すると予想される。中国政府は、政府保証を見直すことで、モラルハザードを是正し、債務の急増に歯止めをかけることの重要性を強く認識している。加えて、中国経済の高成長が終焉を迎える中、債務返済に窮する国有企業が多く見られるようになった。政府が債務を肩代わりする状況が続けば、多額の財政支出が必要となり、財政余力は急低下しかねない。当局としても、政府保証の在り方を見直さざるを得ない局面にあるといえよう。冒頭で見たように、これまで中国の社債のデフォルト率は、政府保証や補助金などを背景に、全世界の水準を大きく下回る水準にとどまっていた。しかし、今後デフォルト容認姿勢が広がることで、デフォルト率は徐々に上昇していくと

みられる。

加えて、厳しいマクロ経済環境が続くことも、デフォルトの増加につながる。中国経済は厳しい内需環境を背景に、今後も緩やかに減速していくと予想される。その最大のブレーキ要因は、国内総生産（GDP）の3割を占める民間固定資産投資のスローダウンである。過剰債務・過剰設備を抱える状況の中で、企業は新たな投資に慎重になっている。企業債務の対GDP比が日本のバブル期を上回り、元利支払い負担、バランスシート調整圧力が大きい。企業債務の削減姿勢はそう簡単に変わりそうにない。企業は引き続き借入拡大に慎重になる見通しで、民間固定資産投資の景気牽引力が低下すると予想される。

企業部門における構造調整は、個人消費も抑制すると見込まれる。地方政府は生産設備や人員のリストラに関する数値目標を設定するよう求められているため、今後、民間企業のみならず地方国有企業においても人員のリストラの動きが強まるとみられる。すでに足元でも、雇用環境が悪化する中、所得の改善ペースが徐々に鈍化し、小売売上高の伸び率は

は年々低下してきた。雇用に対する将来不安と所得の伸び鈍化を背景に、先行きも消費の減速基調が続くと見込まれる。

一方、別のシナリオも考えられる。デフォルトの増加は、市場メカニズムが機能するという意味において、健全な動きといえる。ただし、中国ではすでに巨額な企業債務と不良債権を抱えているため、連鎖的な企業倒産が発生してデフォルト率が急上昇すると、経済がハードランディングするリスクも存在する。

政府保証がもたらすモラルハザードに加え、リーマン・ショック以降の大規模な金融緩和が、企業の過剰な設備投資や財テク拡大、金融機関の過剰信用などを促したため、マクロで見た中国のレバレッジは危険水域にまで高まっている。中国人民銀行によると、社債の発行残高は10年末には3・8兆元であったが、15年末には14・6兆元まで急増した。国際決済銀行によると、社債や銀行からの借入金など各種調達手段を合計した非金融企業の債務残高は、同時期に49・7兆元から111・9兆元に増加した。この結果、非金融企業債務残高の対GDP比は120・3

%から163・2%へ、5年間で40%以上も上昇した。

16年8月に発表された国際通貨基金（IMF）の対中4条協議報告書では、本文に説明がないもの、これまで全世界において過去5年間で総与信の対GDP比が30%以上高まった国は延べ42カ国あり、その内18カ国が5年以内に金融危機を伴うハードランディングに陥ったという図表を掲載している。

こうした点を踏まえると、当局がデレバレッジの加速で危機を招く事態を恐れ、デフォルト抑制姿勢に戻れる可能性もある。国有企業や地方政府、金融機関は、中央政府のデフォルト容認によって痛手を被っているため、再度デフォルト抑制姿勢に戻れることを期待しているかもしれない。しかし、そうしたシナリオでは財政の健全性が損なわれるほか、「剛性兑付」の問題は先送りとなり、企業債務と潜在的な不良債権はますます増えかねない。

このように、中国政府は市場メカニズムの機能を高めながら、景気失速を回避して安定成長を目指すという、極めて難しいかじ取りを求められている。