

# 限界に向かう中国の企業債務拡大

## —バブル期の日本と似た様相—

調査部

研究員 関 辰一

### 要 旨

1. 近年、中国では企業債務が急膨張している。実物投資と債務残高のギャップが大きくなっていることから判断すると、かなりの部分がいわゆる財テクに投じられているとみられる。これは、バブル期の日本と似た様相である。
2. 大手企業による銀行を経由した高利率での貸付けが代表的な財テクの手段となっている。中国では、株式市場や不動産市場の投資先としての魅力が限られているなか、大手企業が不動産開発企業やその他中小企業、地方融資平台などへの貸付けを拡大している。企業間で直接貸付けを行うことが禁止されたため、大手企業は銀行を仲介する必要があるものの、仲介手数料を支払っても年率10%超の運用利回りを得ている模様である。
3. 中国人民銀行は、このような企業が銀行を仲介してほかの企業に資金を貸付けるスキームを「委託融資」と定義している。その残高は2010年末の3兆6,422億元から2014年末に9兆3,300億元に急増した。このほか、銅や鉄鉱石、ニンニクや落花生等の商品市場、白酒やワイン、ゴルフ会員権や不動産市場などでも投機的な動きがみられる。
4. 企業は財テクの資金を、社債発行などを通じて低利で調達している。たとえば、コンテナ船などの生産販売に携わる国有企業である舜天船舶は2012年に表面利率年6.6%の社債を発行した。同社は2012年から委託融資を開始し、2013年末までに、全椒福爵房地產に年率19.2%と18.0%、江蘇瑞東建設と南京福地房地產開発の2社にも同18.0%で貸付けた。
5. このように、資金を右から左に流すことにより、利鞘稼ぎをしている企業の多くは、国有企業である。14.7万社の国有企業のうち、120社に満たない中央直轄企業は銀行融資など各方面でもっとも優遇を受けられる。その資本コストは中央政府に次ぐ低さといわれる。その中央直轄企業も財テクに関係しているところが少なくない。
6. 製品・サービスの質的向上を伴わない繁栄は持続性が問題である。運用先企業の低い収益性や返済能力不足が露呈し、継続融資が困難となり、多くの委託融資がデフォルトに直面することになりかねない。財テクに関係した企業ほど、資産価値が目減りする一方、社債などで調達した負債の償還に追われるのであろう。

## 目 次

### はじめに

### 1. 拡大する中国の総債務

### 2. 財テクに走る企業

- (1) バブル期の日本と似た様相
- (2) 中国では、銀行を経由した高利貸しが代表的な財テク
- (3) 果てなき利益追求に没頭する国有企業

### 3. 製品・サービスの質的向上を伴わない繁栄は持続性に疑問

### おわりに

### はじめに

近年、中国の家計・企業・政府の総債務が急ピッチで拡大している。地方政府が融資プラットフォームを通じて調達した資金が、非効率なインフラ建設や不動産開発に投じられているという問題は指摘されているものの、とりわけ企業の債務急拡大には大きな問題が潜んでいる。

企業が銀行融資や社債発行などで資金を調達する一般的な目的は、製品やサービスをより良くするためか、あるいは、製品やサービスをより広く世に提供するためであろう。それを可能にする研究開発や設備の増強には膨大な資金がかかる場合がある。自己資金だけではビジョンの実現が困難であれば、ほかから調達するということであろう。

ところが、たとえば日本では1980年代の金融の自由化を受けて、大企業はエクイティファイナンスによって資本市場から巨額の資金を調達し、そのかなりの部分を財テクに投じ、それがバブルを生み、深刻な問題を引き起こした。

現在の中国においても、バブル期の日本と似た様相になっている。預金金利の自由化など本格的な金融自由化は未だなされていないにもかかわらず、企業の債務は膨張し、そのかなりの部分が財テクに投じられているとみられる。

そこで、以下では、中国の債務拡大の状況をみたくて、その問題点を指摘していき

い。本稿の構成は以下のとおりである。1. では、中国での債務拡大の状況を概観する。2. では、財テクに走る国有企業の様子を明らかにする。具体的には、まず、マクロ統計を用いて、現在の中国はバブル期の日本と似た様相であることを確認したうえで、いくつかの事例から企業が社債発行などにより低利で資金調達し、その資金を各種金融商品に投じている状況をみていく。そのうえで、中央企業を含む国有企業が財テクに関係していることを指摘する。3. では、財テクの問題点をみていく。

## 1. 拡大する中国の総債務

近年、家計・企業・政府を合わせた中国の

総債務が急ピッチで拡大している。BIS (Bank for International Settlements: 国際決済銀行) によると、2013年末の中国における債務残高は、家計が19兆6,864億元、非金融企業（金融機関を除く企業部門）が86兆2,313億元であった（注1）。また、IMF (International Monetary Fund: 国際通貨基金) によると、同年末における政府総債務残高は23兆938億元であった（注2）。したがって、2013年末の家計・企業・政府を合わせた総債務残高は129兆115億元と、58兆8,019億元であった同年の名目GDPの219.4%に達する。2010年末からの3年間で総債務は52兆3,614億元増加し、総債務の対GDP比は28.5%ポイント上昇した（図表1）。

部門別にみると、政府債務と家計債務も増加したものの、企業債務の急増が総債務拡大

図表1 家計・企業・政府の債務残高

暦年	家計債務 a (億元)	非金融企業債務 b (億元)	政府総債務 c (億元)	家計および 非金融企業債務 a+b (億元)	総債務 a+b+c (億元)	名目GDP d (億元)	総債務の対GDP比 (a+b+c)/d (%)
2000	n.a.	n.a.	36,974	111,893	148,867	99,215	150.0
2001	n.a.	n.a.	41,157	114,983	156,140	109,655	142.4
2002	n.a.	n.a.	45,472	144,228	189,700	120,333	157.6
2003	n.a.	n.a.	50,767	175,561	226,328	135,823	166.6
2004	n.a.	n.a.	56,595	200,208	256,803	159,878	160.6
2005	n.a.	n.a.	63,375	218,496	281,871	184,937	152.4
2006	23,731	234,971	70,142	258,702	328,843	216,314	152.0
2007	50,748	263,535	92,847	314,283	407,130	265,810	153.2
2008	57,137	311,693	100,052	368,830	468,882	314,045	149.3
2009	81,612	424,346	124,839	505,957	630,796	340,903	185.0
2010	112,094	507,152	147,255	619,246	766,501	401,513	190.9
2011	135,214	598,912	172,671	734,126	906,797	473,104	191.7
2012	160,194	723,891	197,985	884,084	1,082,070	519,470	208.3
2013	196,864	862,313	230,938	1,059,177	1,290,115	588,019	219.4

（資料）家計および非金融企業債務はBISのtotal credit統計、政府総債務はIMFのgeneral government gross debt統計、名目GDPは中国国家統計局を基に作成

の主因となっている。2010年から2013年にかけて、非金融企業債務は35兆5,161億元増加し、その間の総債務拡大に対する寄与率は67.8%であった。

中国の企業債務の対GDP比は、すでにバブル期の日本を上回っている。日本では1980年入りに、非金融企業の債務残高の対GDP比が急上昇し、1989年末には132.2%に達した。中国の場合、2013年末の同比率は146.6%であった（図表2）。

中国ではこのように非金融企業の債務残高が急増した要因として、一般的には、非効率な投資拡大が指摘されている。リーマン・ショック後の4兆元の景気対策を受けて、地方政府が融資プラットフォームを通じて調達した資金が非効率なインフラ建設や不動産開発投資に投じ

られていることが問題視されている。また、鉄鋼やセメント、太陽光パネルなどの製造業セクターにおいて、過剰設備により収益性が低い状況にもかかわらず、借入れと新規設備の増加に歯止めがかからないことが問題となっている。

企業が調達した資金は、すべて非効率とはいえ生産性を高めるための設備投資やインフラ投資といった実物投資に投じられているのだろうか。そうではないところに問題が潜んでいる。

（注1）出所はBISのtotal credit統計。

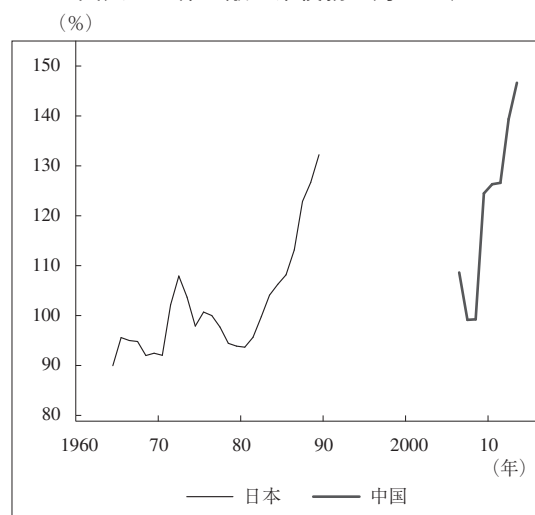
（注2）中央政府と地方政府の債務残高の合計。IMFが中国財務部と中国審計署のデータを基に推計。

## 2. 財テクに走る企業

### （1）バブル期の日本と似た様相

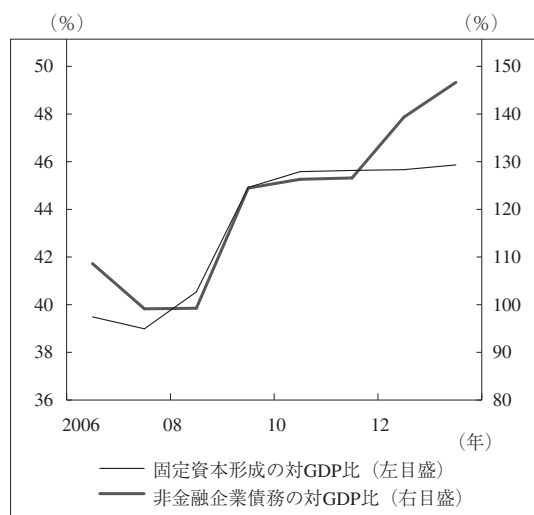
近年、中国では実物投資と債務とのギャップが拡大している。企業が調達した資金は、大きく分けると実物投資と金融資産投資で運用されており、債務が急拡大するなか、実物投資は伸び悩んでいる（注3）。実際、非金融企業債務の対GDP比は上昇トレンドにある一方、建設投資や機械設備投資を含む固定資本形成の対GDP比は横ばいで推移していることから、企業が調達した資金の一部が、いわゆる“財テク”に投じられている姿が示唆される（注4）（図表3）。具体例を次節で紹介するが、このように企業が外部から調達した

図表2 非金融企業債務の対GDP比



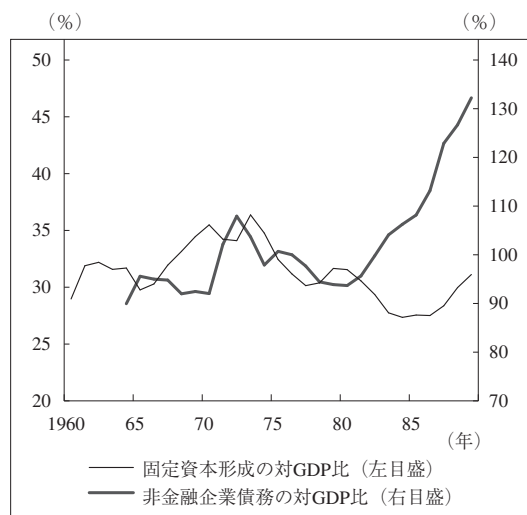
（資料）BISのtotal credit統計、中国国家统计局、内閣府「国民経済計算」を基に作成

図表3 中国の企業債務と固定資本形成の対GDP比



(資料) BISのtotal credit統計、国家統計局を基に作成

図表4 日本の企業債務と固定資本形成の対GDP比



(資料) BISのtotal credit統計、内閣府「国民経済計算」を基に作成

資金を金融商品に投じる、財テクの動きはマクロ統計にも表れている。

これはバブル期の日本と似た様相である。日本でも1980年代前半から、非金融企業債務の対GDP比と、固定資本形成の対GDP比のギャップが拡大した(図表4)。日本では金融自由化の流れを受けて、大企業はエクイティファイナンスによって資本市場から巨額の資金を調達し、そのかなりの部分を財テクに投じた(注5)。その結果、実物投資は相対的に伸び悩んだ一方、企業債務が急拡大した。

日本のバブル期における企業の財テクの様子は、野口悠紀雄一橋大学教授(当時)の著書『バブルの経済学』[1992]、舘龍一郎東京

大学名誉教授らが執筆した「資産価格変動のメカニズムとその効果」[1993]などで具体的に把握することが出来る。ここでは、野口教授に倣い、国民経済計算における非金融法人企業の資本調達勘定をみると、1982年から

1989年にかけて企業の調達総額が31兆6,844億円から94兆8,387億円へ3.0倍に急増した(注6)。とりわけ、債券・株式による調達は6兆639億円から26兆2,819億円へ4.3倍になった(図表5)。また、この頃から企業による実物投資以外への運用も増え、運用面からみると、金融資産純増は同時期に15兆6,579億円から64兆8,241億円に大幅に増加した。野口教授の同著書によると、1987年頃の大企業の負債利回りは5%程度にとどまる一方、金

図表5 非金融法人企業の金融取引（フロー）

暦年	調達			運用	
	市中 借入金	債券 株式	その他 債 務	金融資産 純 増	実物投資 に 充 当
1980	13.6	4.3	7.0	12.3	12.6
1981	16.5	6.2	10.1	21.0	11.8
1982	17.4	6.1	8.2	15.7	16.0
1983	18.1	4.8	6.1	16.0	12.9
1984	20.7	7.1	13.7	27.1	14.3
1985	25.2	7.8	3.5	23.6	12.9
1986	26.6	9.1	-6.3	17.1	12.3
1987	25.9	12.6	43.0	59.0	22.4
1988	30.0	19.4	27.1	53.4	23.1
1989	38.0	26.3	30.6	64.8	30.0
1990	39.5	15.6	31.9	39.7	47.3

（注）金融資産の純増には、現金・預金、有価証券、およびその他の金融資産を含む。

（資料）経済企画庁『平成4年版 国民経済計算年報』野口〔1992〕p.119を基に作成

融資産収益率は7～8%であった（注7）。このため、資金を右から左に流す財テクにのめり込む企業も増加していった。

## (2) 中国では、銀行を経由した高利貸しが代表的な財テク

中国では、企業はどのような分野で資金を運用しているのだろうか。日本では土地や株式が主な運用の対象となったのに対し、中国では今のところ土地や株式市場に本格的なバブルはみられない（注8）。

中国の株式市場は2007年の急落以降、長期低迷が続いた。当局がディスクロージャーの強化やインサイダー取引の取り締まりなどに注力しているものの、投資家の市場に対する信認はいまだに低く、株式投資の魅力は限ら

れている。

不動産市場についてみると、そもそも、土地は私有化されていない。企業や家計が取得出来るのは土地使用権であり、国家、あるいは農村が土地所有権を持つ。政府から不動産開発業者に土地使用権が移転する際、土地使用権に一定の価格がつくものの、市場原理が十分に機能していないため、その価格は非常に緩やかな上昇にとどまっている。不動産開発業者は、上物となる住宅やオフィス、商業施設などを建設した後、売却にあたって土地使用権と上物を同時に買い手に引き渡している。土地使用権は単独で流通することが禁じられているため、単独の価格はついていない。

建物も厳格な価格抑制策により金融商品としての魅力が限られる。住宅を例にすれば、まず、住宅ローン規制がかかっている。日本ではマンションを購入する際に、物件価格の9割超を住宅ローンで賄うことが可能である一方、中国では一部に緩和の動きもあるものの最高7割までしか認められていない。物件価格の3割の頭金を自ら準備する必要がある。2軒目の住宅を購入する際の条件はさらに厳しい。地域によって状況が違っているが、2015年3月時点で上海に2軒目の住宅を購入するには、物件価格の7割の資金が必要である。このほか、戸籍による購入規制もある。たとえば、上海戸籍を持っていない居住者は、2年以上の納税実績があつてはじめて1軒目の住宅を購入することが可能となる。

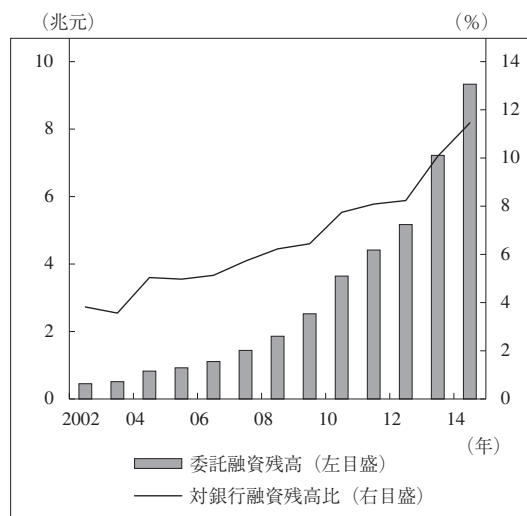


こうしたなか、大手企業は不動産開発企業やその他中小企業、地方融資平台などへの高利率の貸出しを拡大している。1996年に企業間で直接貸付けを行うことが禁止されたため、大手企業は銀行を仲介する必要があるものの、仲介手数料を支払っても、年率10%超の運用利回りを得られている。中国人民銀行は、このような企業が銀行を経由してほかの企業に資金を貸付けるスキームを「委託融資」と定義している。その残高は2010年末の3兆6,422億元から2014年末に9兆3,300億元に急増した（図表6）。委託融資は代表的なシャドーバンキングの一つである（注9）。

こうした財テクの資金は、社債発行などにより低利で調達されている（図表7）。たとえば、コンテナ船などの生産販売に携わる江

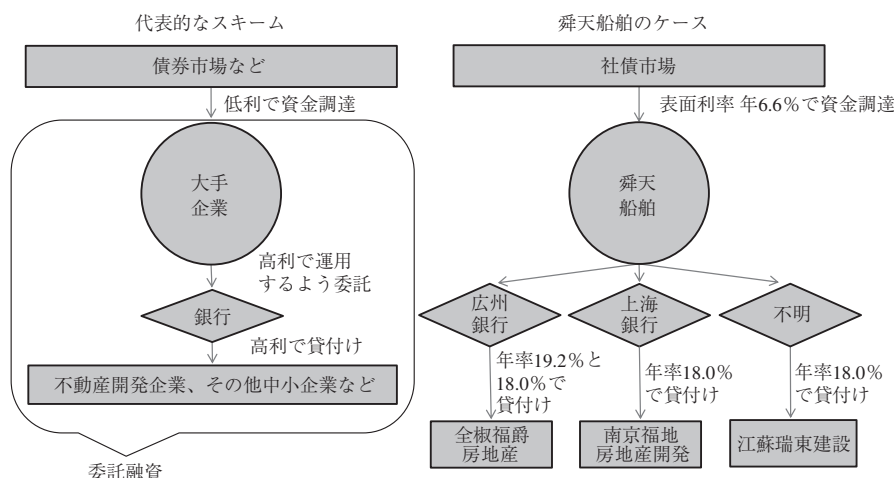
蘇舜天船舶股份有限公司（舜天船舶）の「年報」（有価証券報告書に相当）によると、同社は2012年に表面利率年6.6%の社債発行で

図表6 委託融資残高、対銀行融資残高比



（資料）中国人民銀行「2014年社会融資規模存量統計数据報告」を基に作成

図表7 銀行を経由した高利貸しのスキーム



（資料）各種報道、「江蘇舜天船舶股份有限公司2012年度報告」、「江蘇舜天船舶股份有限公司2013年度報告」を基に作成

資金を調達し、2012年から2013年末までに、委託融資により非関連会社である全椒福爵房地產に年率19.2%と18.0%、南京福地房地產開發に同18.0%、江蘇瑞東建設に同18.0%で資金を貸付けた（注10）。

このほか、高速道路建設を主な業務とする河南中原高速公路股份有限公司（中原高速）は2006年に表面利率年4.0%で10年物の社債を発行し、2012年に委託融資により信陽錦華置業有限責任公司に年率25.95%、鶴壁市凱置業有限公司に同24.0%の高利で貸付けた（注11）。

主要経済新聞の一つである21世紀経済報道が2013年5月3日に掲載した記事「120家上市公司306億元涉非关联委託貸款」によれば、120社の上場企業が委託融資により非関連企業に総額306億元を貸付けている。金利はおおよそ7～12%であるものの、10%を超える企業は53社、うち9社は23%以上であり、最高金利が中原高速の25.95%であるという。このように、上場企業が高利率の貸出しを行っていることは伝えられていたものの、外部からの借り入れを原資に行うスキームは、これまであまり表面に出ておらず、全貌が明らかになっていなかった。

こうしたなか、華泰証券の首席エコノミストである劉煜輝氏は、2012年11月の「中国首席エコノミストフォーラム」にて、具体的な経済統計や事例は示さなかったものの、大企業が債券発行などを通じて低利で資金を調達

し、委託融資や信託融資のスキームで貸出すことにより、利鞘を稼いでいると指摘した（注12）。そして、舜天船舶が南京福地房地產開發に貸付けた資金が債務不履行となり、舜天船舶が南京福地房地產開發を相手に訴訟を起こしたために、社債発行による貸出しの実態が明るみに出た。これは、氷山の一角といえよう。

企業による投機的な動きは多岐にわたる。企業は委託融資のほか、理財商品や信託融資などのシャドーバンキング商品で資金を運用しているほか、銅や鉄鉱石、ニンニクや落花生などの商品市場、白酒やワイン、不動産市場やゴルフ会員権などでも投機的な動きがみられる。新華社が2013年6月3日に掲載した記事「多家上市公司購置高端会员卡打理政商關係」によると、役人とのコネクションを深めるためや転売するために、多くの上場企業がゴルフ会員権に投資している（注13）。例として、ST珠江、光華控股、海隆軟件、御銀股份など具体的な企業名と各社の投資額が紹介された。また、2015年2月15日の新華社の記事「新華視點：上海郊区高尔夫球場違規建設調查」によれば、上海郊外のゴルフ場である東庄海岸高尔夫俱樂部が「体育公園」として登記されていた。近年、当局はゴルフ場建設を禁止しているものの、緑化施設などの名目でゴルフ場が建設される例は、報道された分だけでも複数ある。一般的なゴルフ会員権の価格はおおむね20万元から100万元とさ



れるものの、「体育公園」の会員費は年間146万円にのぼる。同クラブの会員権に対する需要が強いため、これほどの高値に上昇したのであろう。それだけ、投機的な動きが大きいともいえよう。

ゴルフ場の会員権が高騰する事例は、日本のバブル期にもみられた。野口教授が2008年に出版した『戦後日本経済史』によると、バブル期にゴルフ場開発にかかわった企業としては、EIEやイトマンが有名である。EIEが栃木県に開発したロイヤルメドウ・ゴルフクラブでは、当初450万円で販売された会員権が、ゴルフ会員権投資のブームが過熱化するなか、一時3,000万円にまで値上がりしたという。しかし、バブル崩壊後、メドウ・ゴルフの会員権は数十万円に値下がりしたとされる。

### (3) 果てなき利益追求に没頭する国有企業

このように、資金を右から左に流すことにより、利鞘稼ぎをしている企業の多くは国有企業とみられる。中国財務部の統計とBIS統計の範囲の違いが不明瞭であるため、断言することは難しいものの、金融機関を除く国有企業の債務総額は非金融企業債務の7～8割に達し、財テクに走る企業の多くは国有企業であると考えられる（図表8）。

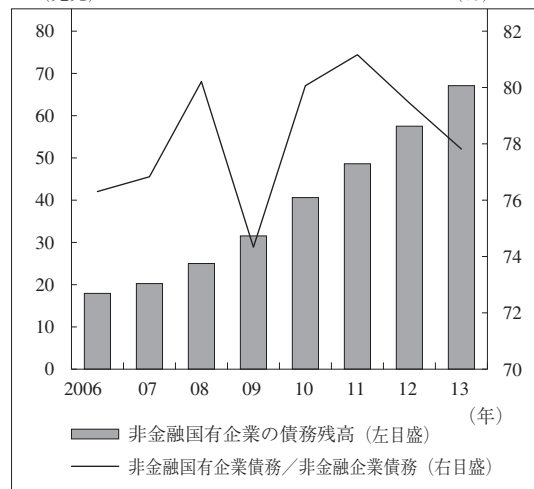
先述の舜天船舶は国有企業である。中国の国有企業は大きく中央政府が管轄する企業と地方政府が管轄する企業の2つに分類され

る。地方国有企業は、各省・市・自治区の国有資産監督管理委員会が管理する。舜天船舶の株式の50.3%を持つ江蘇省国信資産管理集団は、江蘇省国有資産監督管理委員会が管理する大手地方国有企業である。

国有企業だからこそ、低利で資金調達し、高利率で貸付けることが容易となっている。舜天船舶が発行した社債の連帯保証人は、江蘇省国信資産管理集団であったからこそ、表面利率6.6%という低いコストで資金を調達することが出来たといえる。

また、中原高速も国有企業である。同社の株式の45%を持ち、最大の株主である河南交通投資集团有限公司と、それに次いで、20%を持つ招商局華建公路投資有限公司は、いず

図表8 国有企業の債務残高とそのシェア  
(兆元) (％)



(資料) 2012年までの非金融国有企業の債務残高は『中国財政年鑑2013』、2013年は財務部WEB、非金融企業債務はBISのtotal credit統計を基に作成

れも国有企業である。中国統計年鑑によると、最大の株主が国有企業である企業は国有企業に分類される。

社債発行により資金調達した上記2社のケースとは異なるものの、120社に満たない中央直轄企業も財テクに関係している。14.7万社の国有企業のうち、中央直轄企業は銀行融資など各方面でもっとも優遇を受けることが出来る。その資本コストは中央政府に次いで低いと見込まれる。その一つである中国煙草総公司是、低利で調達した資金で関連会社を作り、財テクを行っていると思われる。

中国煙草総公司是曾孫会社に当たる香溢融通控股集团股份有限公司（香溢融通、SUNNY LOANTOP）の実質的な支配会社となっている（注14）。つまり、同社の100%子会社が中国煙草総公司浙江省公司であり、その中国煙草総公司浙江省公司の100%子会社が、浙江煙草投資管理有限責任公司であり、その浙江煙草投資管理有限責任公司が香溢融通の株式の12%を持ち、筆頭株主となっている。

香溢融通は、2012年に委託融資により18社の非関連企業に対し、12.00～21.85%の金利率で貸付けを行った。さらに、香溢融通の子会社2社が委託融資により12社の非関連企業に対し、年率12.00～24.00%の高利率で貸付けた。財テクによる収益は、配当金により中国煙草総公司に還元されているのだろう。

（注3）企業が調達した資金は、実物投資と金融資産投資以外には、赤字補てんなどの後ろ向きなものに使用される

ケースもある。

（注4）固定資本形成には、企業の設備投資に加え、政府のインフラ投資と家計の住宅投資という実物投資も含まれる。

（注5）エクイティファイナンスとは、新株発行を伴う資金調達のこと。代表的なものに、公募による時価発行増資や転換社債、ワラント債の発行など。時価発行増資は株式市場の活況により資本コストが低下。転換社債とは、一定期間内に一定の条件で発行会社の株式に転換出来る権利を付与した社債であり、転換権のために低い利率で発行可能。ワラント債とは、普通社債にその社債発行会社の新株を、社債発行時に決められた一定の値段（行使価格）と一定の割合（付与率）で引き受ける権利の付いた社債であり、新株引受権のために低利で発行可能。

（注6）国民経済計算では、非金融法人企業や金融機関、一般政府、家計、対家計民間非営利団体からなる各制度部門が行う様々な取引を經常取引と資本取引に大別し、經常取引は所得支出勘定、資本取引を資本調達勘定に記録。各制度部門は、様々な形態で資金を調達して実物資産（住宅、企業設備、土地等）と金融資産（預貯金、公社債、株式等）に投資・運用するが、その調達と投資・運用の間には次の恒等式が成立。

（自己資金の純増額）+（金融市場から調達した資金の純増額）=（実物投資）+（金融資産の純増額）

詳しくは内閣府WEBサイト「基礎から分かる国民経済計算」を参照。

（注7）原典は日本開発銀行「80年代のマネーフローと今後の企業金融」『調査』第162号（1992年7月）、日本銀行「平成2年の資金循環」『日本銀行月報』1991年7月、日本銀行「平成3年の資金循環」『日本銀行月報』1992年7月。

（注8）不動産市場について、詳しくは関[2012]を参照。

（注9）中国のシャドーバンキングの範囲、拡大背景、リスクと政府対応策について、詳しくは湯元・関[2013]を参照。

（注10）詳しくは、有価証券報告書に相当する「江蘇舜天船舶股份有限公司2012年度報告」と「江蘇舜天船舶股份有限公司2013年度報告」を参照。

（注11）詳しくは、有価証券報告書にあたる『河南中原高速公路股份有限公司2014年半年度報告』を参照。なお、同社は委託融資のほか10種類以上の理財商品にも投資。理財商品は、銀行が顧客から預金を受け入れるのではなく、当該顧客に自らの融資債権を売却すること等により、融資資産を銀行のB/S外へ移転するものであり、銀行資産のオフバランス化の典型例。理財商品も代表的なシャドーバンキングの一つ。

（注12）詳しくは、劉[2013]を参照。

（注13）新華社が新京報の記事を転載。新京報が各社の有価証券報告書を確認。

（注14）詳しくは、有価証券報告書にあたる「香溢融通控股集团股份有限公司2013年年度報告」を参照。

### 3. 製品・サービスの質的向上 を伴わない繁栄は持続性に 疑問

各方面で優遇を受ける国有企業が、資金を右から左に流すだけで利益が得られる現状は正常とはいえない。株式をはじめとした、金融資産収益率は名目成長率にある程度収斂していくはずであり、高利回りを約束している運用先企業は、いずれ収益性の低下や返済能力不足に直面し、継続融資が困難となり、多くの委託融資がデフォルトに直面することも考えられる。

運用先の不動産開発企業やその他中小企業、地方融資平台は、こうして高利で調達した資金を必ずしも需要が十分に見込まれる住宅建設やその他の生産的な設備投資、インフラ投資に投じていないと考えられる（注15）。資金を実物投資に充当していれば、固定資本形成比率（固定資本形成／名目GDP）と企業債務残高の対GDP比率は大きく乖離しないはずである。同時に、名目成長率を大幅に超える投資利回りは確保出来ないだろう。

しかし、歴史を振り返ると、ヨーロッパではチューリップの球根一つに、住宅以上の価値が付くほど、投資ブームが盛り上がったことがある。日本でも皆が「地価は上がり続けるもの」とされる土地神話を信じた。集団になると、冷静さが失われ、熱狂的な投資ブームに発展していく。財テクに走る国有企業も

同じであろう。

ちなみに、日本では1989年末に日経平均株価が3万8,915円を記録した後、90年の初めから下落し、4月2日には2万8,002円まで暴落した。これが一般的にバブル崩壊の始まりとされるが、その直接のきっかけとなったのは、市場における金利先高観の急速な台頭とされる（注16）。1989年には政策金利が5月31日、10月11日、12月25日と3回引き下げられ、1990年に入ってアメリカの長期金利が上昇し、市場に急速に金利先高予想が広まった。一旦、資金の出し手が投資先に対する信用を失うと、資産価格は下落し続けた。中国でも、何らかのショックにより、資金の出し手が一斉にリスク回避に回るようになる恐れがある。その際、財テクに走った企業ほど、資産価値が目減りする一方、社債などで調達した負債の償還に追われることになる。

また、国有企業が財テクにのめり込むほど、実業が疎かになる恐れもある。中国ではベビーフードをわが子に安心して食べさせることもままならない。また、中国ブランドの自動車は依然としてグローバル・ブランドと大きな差がある。食品産業や自動車産業の国有企業が財テクに資金を割いているために、本業が疎かになっているわけではないが、一部の国有企業が財テクにのめり込んでいるという事実は、資金や人材が、本来投じられるべき分野に投じられていないことを示唆している。

企業が持続的に成長するためには、たえず製品・サービスの品質を向上させる必要があることは言うまでもない。研究開発や生産管理などには多くの資金がかかる場合もあるだろう。資金をかけたにもかかわらず、成果が上がらないこともあるだろう。それでも、本業を磨き上げることなしに、製品・サービスの質的向上は困難である。地道な積み上げこそが、国有企業に求められる。

(注15) 経済成長率が2010年をピークに低下するなか、企業の資金繰りが悪化していることを勘案すれば、高利で借り入れた資金は、資金繰り倒産を回避するための借り換え資金となっているとみられる。実際、舜天船舶や中原高速の年報によると、委託融資の資金用途は資金繰り、セメントや鋼材購入等である。既存債務の返済期限が迫るなか、新たな資金を調達することで、自転車操業を続ける企業が多くあると予想される。背に腹はかえられない状況下、返済の困難さを承知のうえで、年率10%超にのぼる高利の委託融資に依存するようになった可能性がある。

(注16) 詳しくは、資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会[1993]を参照。

## おわりに

本稿でみてきたように、現在の中国においては、預金金利の自由化など本格的な金融自由化は未だなされていないにもかかわらず、企業の債務は膨張し、そのかなりの部分が財テクに投じられているとみられる。

代表的な財テクは、銀行を経由した高利率の貸出しである。株式や不動産市場の投資先としての魅力が限られているなか、大手企業は不動産開発企業やその他中小企業、地方融資平台などへの高利率の貸出しを拡大してい

る。企業間で直接貸付けを行うことが禁止されているため、大手企業は銀行を仲介する必要がある、仲介手数料を支払う必要があるものの、年率10%超の運用利回りを得られる。

企業による投機的な動きは多岐にわたる。委託融資のほか、理財商品や信託融資などのシャドールーピング商品で資産を運用しているほか、銅や鉄鉱石、ニンニクや落花生などの商品市場、白酒やワイン、不動産市場やゴルフ会員権などでも投機的な動きがみられる。

このように、資金を右から左に流すことにより、利鞘稼ぎをしている企業の多くは、国有企業である。14.7万社の国有企業のうち、120社に満たない中央直轄企業は銀行融資など各方面でもっとも優遇を受けることが出来る。その資本コストは中央政府に次ぐ低さと見込まれる。その中央企業も財テクに関係している。

製品・サービスの質的向上を伴わない繁栄は持続性が疑問である。運用先企業の低い収益性や返済能力不足が露呈し、継続融資が困難となり、多くの委託融資がデフォルトに直面することになりかねない。財テクにのめり込んだ企業ほど、資産価値が目減りする一方、社債などで調達した負債の償還に追われるのであろう。中国企業が日本のバブル崩壊の経験をしっかり学び、虚ろな繁栄ではなく、製品・サービスの質的向上による繁栄を目指すよう期待する。

---

#### 主要参考文献

(日本語)

1. 今井健一 [2008] 『『持株会社天国』としての中国』(下谷政弘編『東アジアの持株会社』ミネルヴァ書房)
2. 今井健一・渡邊真理子 [2006] 『企業の成長と金融制度シリーズ現代中国経済4』名古屋大学出版会
3. 資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会 [1993] 「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」(大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』1993年11月号)
4. 関辰一 [2012] 「中国の不動産バブル崩壊リスクは極めて小さい」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2012 Vol.12 No.45)
5. 津上俊哉 [2013] 「チャイナ・リスクと中国経済並びに中国における日本企業の動向」(日本国際問題研究所『チャイナ・リスクと地域経済統合に向けた取組』平成26年3月)
6. 野口悠紀雄 [1992] 『バブルの経済学—日本経済に何が起ったのか』日本経済新聞社
7. ——— [2008] 『戦後日本経済史』新潮社
8. 丸川知雄 [2013] 「中国の国有企業—「問題」から「パワー」に転換したのか」(日本総合研究所『JRIレビュー』2013 Vol.3 No.4)
9. 三浦有史「中国『国家資本主義』のリスク—「国進民退」の再評価を通じて」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2012 Vol.12 No.45)
10. 湯元健治、関辰一 [2013] 「中国のシャドーバンキング—そのリスクと政府対応力をどうみるか」日本総合研究所 リサーチ・レポート 2013年8月9日  
(中国語)
11. 余永定・馬駿・哈繼銘・鄧海清・張斌・王宇・徐以升 [2014] 「也論經濟危機的可能觸發點」(中国社会科学院世界經濟与政治研究所『國際經濟評論』2014年第4期)
12. 劉煜輝 [2013] 「我对中国債務的理解」(夏斌編『首席經濟學家論壇：中国經濟如何化險為夷』東方出版社)