

高まる中国の地方政府融資プラットフォーム向け貸出の
不良債権化リスクについて

開発経済調査部 上席研究員 植田賢司
ueda@iima.or.jp

中国では、グローバル金融危機の発生に伴い2008年後半から金融緩和政策が実施された結果、人民元貸出残高は2009年に9.63兆元増加し、2010年は7.95兆元増加と大幅な伸びを示した。2009年の人民元貸出増加額のうち、地方政府融資プラットフォーム向け貸出の増加額は3.05兆元、不動産向け貸出（不動産開発業向け貸出と個人住宅ローンの合計）の増加額は2.38兆元となっている。両者を合わせると年間増加額の実に56.4%を占めている（表1）。中でも地方政府融資プラットフォーム向け貸出については不良債権化のリスクが指摘されており、今後これらのリスクの顕現化には注意を要する。

表1 人民元貸出の推移（2008～2010年¹）

（単位：兆元）

	2008年	2009年	2010年	
地方政府融資プラットフォーム向け貸出	4.33	7.38	9.09	
（前年比増加）		3.05	1.71	a
不動産開発業向け貸出	1.93	2.53	3.13	
（前年比増加）		0.60	0.59	b
個人住宅ローン	2.98	4.76	6.16	
（前年比増加）		1.78	1.40	c
合 計		5.43	3.70	a+b+c
		56.4%	46.6%	(a+b+c)/d
人民元貸出残高	30.34	39.97	47.92	
（前年比増加）	4.17	9.63	7.95	d
人民元貸出残高/名目GDP	96.6%	117.2%	120.4%	

（出所）中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会の資料など

地方政府融資プラットフォーム向け貸出の現状

地方政府融資プラットフォームとは、中国の地方政府がインフラ建設などの公共投資を行うために財政資金や土地使用権などを出資して設立した資金調達窓口企業のことである。中国では地方政府は分税制の下で恒常的な財源不足の傾向があり、自ら債券を発行して資金調達を行うことも禁止されていることから、財政資金などを基にこのような受け皿機関を設立し、銀行借入や起債によってレバレッジを効かせて固定資産投資

¹ 後述（P.2）のとおり2010年末の融資プラットフォーム向け貸出残高については、当局の間でも異なる発表が行われているが、ここでは中国銀行業監督管理委員会関係者の9.09兆元という数値を採用した。

を賄っているのが現状である。

グローバル金融危機後、中国政府の景気刺激策や金融緩和策の実施により融資プラットフォーム向け貸出規模が急拡大したが、資金使途であるインフラ建設は投資の回収が長期にわたり且つ収益性が低いことからプロジェクト自身の返済能力は低く、融資プラットフォームの返済原資は財政収入に頼らざるを得ない。しかし、地方の財政収入は不安定で、多くを土地権利譲渡益に依存する傾向があり、不動産市場の過熱抑制の影響をまともに受ける可能性がある。また、法律上無効である地方政府による保証を前提に貸出が行われているケースもあり、融資プラットフォーム向け貸出は多くのリスクを抱え、将来的な不良債権化が懸念されている。

こうした状況に対して、当局は2010年後半以降、融資プラットフォーム向け貸出のリスクを警戒し、対策を講じている。2010年6月に国務院は「地方融資プラットフォームの管理を強化することに関する通知」(国発[2010]19号)を公布し、融資プラットフォームを整理し、管理を強化する方針を打ち出した。これを受けて中国銀行業监督管理委员会は2010年8月、実施細則を発表し、各銀行に対して、融資プラットフォーム向け貸出についてプロジェクトのキャッシュフローの実態に応じた分類、返済主体の明確化、リスク解消に向けた対策の実施、引当金の十分な積み増し、損失の償却を指導した。

中国当局や銀行の説明－異なる公表値

中国人民銀行が2011年6月1日に公表した『2010中国区域金融運行報告』によれば、地方政府融資プラットフォームは2010年末時点で1万件以上存在し、そのうち県レベルのものが7割を占める²。また、2010年末時点の融資プラットフォーム向け貸出額は「人民元貸出残高の30%を超えない」としている。2010年末の人民元貸出残高47.9兆元から逆算すると、融資プラットフォーム向け貸出は14兆元を超えない規模と言うことになる。

ただし、この金額は従来の当局の説明(2010年6月末時点で7.6兆元)と比べてかなり大きい。この点について関係者は統計の基準の違いとしか説明していないが、中国銀行業监督管理委员会関係者はそれまでの統計と整合的な値として具体的に9.09兆元という数値を出している。また、国家審計署(会計検査院に相当)は2010年末時点の地方政府の債務総額が10.7兆元に上ったことを明らかにしており、そのうち半分近くの約5兆元が融資プラットフォームの債務だとしている。このように当局が公表する融資プラットフォーム向け貸出の数字は異なっている。

『2010中国区域金融運行報告』は、融資プラットフォーム向け貸出は国有商業銀行と政策性銀行が主な供給元になっていると説明しているが、大手商業銀行各行は、融資プラットフォーム向け貸出は、不良債権比率が非常に低く、全体に占める割合も低く、また返済原資も基本的に問題ないと説明している(表2)。

専門家は、各行は既に必要な措置を講じ、リスク発生の可能性は大幅に軽減されコントロール可能な状況になっているとの見方を示している。例えば、国務院発展研究セン

² 中国の行政区分は、国家のすぐ下に省級の行政単位があり、さらに地級、県級、郷級と順にグレードダウンする構造になっている。本稿で言う「市」は、地級の市であり、都市部と周辺の農村部を含む相当大的な行政単位である。一方、「県」はその次のレベルであり、日本で言えば、郡に近い規模である。省市と県の財政力、信用力には大きな差がある。

ター金融研究所・巴曙松副所長は「地方政府融資プラットフォームのリスクを過度に誇大視するのも客観的ではない。なぜなら、これらのプラットフォームの 70%を占める県レベル政府の融資プラットフォームに対して、商業銀行はずっと慎重な態度をとっていたからである。融資構造を分析すると、財政償還能力が比較的強い省市レベルの投融資プラットフォームが主要な比重を占めていることが分かる。」と述べている。

表2 大手商業銀行の融資プラットフォーム向け貸出状況の説明

工商銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・既に 1,345 億元減少し、残高は 5,151 億元となっている。2010 年末の不良債権比率は 0.3%に過ぎない。 ・貸出の 60%相当はプロジェクト自身のキャッシュフローで返済を基本的にカバーできる。このほか 600 億元近い貸出はプロジェクト自身のキャッシュフローで返済を 50%カバーできる。 ・地方政府が返済義務を負う貸出は 2,125 億元で、同行の貸出全体に占める割合は 3.13%。これらは主に沿海部の経済が発展した地域向け。そのうち、プロジェクト自身のキャッシュフローで返済を基本的にカバーできる貸出の割合は 63%。それ以外の貸出も上海、北京、広東など財政償還能力の十分な地域向け。
農業銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・融資プラットフォーム向け不良債権の貸倒引当金カバー率は 200%と十分。
中国銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・2010 年末時点の融資プラットフォーム向け貸出は前年比減少しており、全体の貸出に占める割合もさらに低下している。
建設銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・既に県レベルの融資プラットフォーム向け貸出は停止。2010 年末の残高は 5,400 億元。2011 年 3 月末は 2,700 億元余と半減。 ・内訳は以下のとおり。 <ul style="list-style-type: none"> －プロジェクト自身のキャッシュフローで返済を 100%カバーできる貸出：65%以上 －同 80%以上をカバーできる貸出：13.9% －同 50%以上をカバーできる貸出：8.5% －プロジェクト自身のキャッシュフローではまったくカバーできない貸出：12% (約 600 億元) ・2011 年上期に融資プラットフォーム向け貸出の 85%を一般の法人向け貸出に切り替える。 ・融資プラットフォーム向け貸出の不良債権比率は 1%未満。
交通銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・2010 年末の残高は 1,774 億元。不良債権比率も 0.21%に過ぎない。 ・関連の不良債権の貸倒引当金カバー率は 200%以上。

(出所) 2011 年 4 月 7 日付『金融時報』ほか

マーケットの推測

こうした中国側当局や銀行の楽観的な説明に対して、欧米を中心とするマーケットの推測はもう少し厳しいものである。格付会社フィッチ・レーティングスは、中国銀行業監督管理委員会が 2010 年末時点の中国の銀行の不良債権比率を 1.13%と公表しているのに対し、地方政府融資プラットフォーム向け貸出をより厳密に査定した場合、総貸出に占める不良債権比率は 6%近くに達する、との分析を行っている。フィッチは、貸出の急増や地方政府融資プラットフォーム向け貸出、不動産向け貸出などを挙げ、中国の金融の安定性に懸念が生じているとして、2011 年 4 月 13 日に中国の人民元建て長期発行体デフォルト格付見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げている（格付自体は AA-に据え置いた）。

フィッチはその具体的な計算根拠を示していないが、既に公表されている銀行の不良債権総額（1.24兆元）に中国銀行業監督管理委員会が公表している2010年6月時点の地方政府融資プラットフォーム向け貸出のうちデフォルト率の高い貸出1.76兆元（全体の23%）を加えると、不良債権比率は6%となり、フィッチの試算と一致する。

また、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、国家審計署が公表する中国の地方政府の債務の推計値は実際よりも3.5兆元程度過小評価されている可能性がある、との見方を示している。これが正しいとすると、不良債権額はさらに大きくなることも考えられる。UBSのエコノミストも、2.5～3兆元の地方政府債務が今後焦げ付くと予想している。スタンダードチャータード銀行のエコノミストも、地方政府融資プラットフォームのうち少なくとも4～6兆元が返済不能となるだろう、との見方を示し、地方政府債務の不良債権化について懸念を示している。

一方、ロイターは、北京の独立系調査会社（北京ファーストアドバイザー）が推測する最悪のシナリオとして、2011年の銀行の不良債権比率は4%強へ上昇するが、その後低下することを紹介した上で、確かにこの数字は2010年末の1.13%からは悪化するが、1990年代後半～2000年代初の2桁と比べれば問題にならない数字だ、とコメントしている。

スタンダード・アンド・プアーズも、今後3年のうちに中国の銀行の不良債権比率は、政府のサポートがない最悪のシナリオの場合は10%に達するとの見方を行っている。しかし、この可能性は必ずしも高くなく、中国経済の力強い成長によって地方政府債務の信用コストは抑制される見込みであり、不良債権の増加にも関わらず、大手商業銀行への影響は軽微にとどまる、との見通しを示している。

今後の見通し

こうして見てみると、マーケットの多くは、今後地方政府の債務のかなりの部分が不良債権化する可能性が高いと予想している。

中国人民銀行の説明によれば、融資プラットフォーム向け貸出は、省市レベルの融資プラットフォーム向けがほとんどで、これらは主に国有商業銀行と政策性銀行によって採り上げられている。しかし、ここでは国有商業銀行と政策性銀行以外のシェアについては何ら言及されていない。2010年末の融資プラットフォーム向け貸出残高が9.09兆元に達しているにもかかわらず、国有商業銀行と政策性銀行以外のファイナンスについてほとんど説明が行われていない点には注意する必要がある。株式制商業銀行や都市商業銀行のレベルでどの程度貸し込んでいるのかは不透明であり、今後のリスクの顕現化には細心の注意を払う必要があると思われる。

これにより中国の金融システムや実体経済にどれだけ影響が及ぶかは、デフォルトが時間軸上でどの程度集中して発生するのか、中央政府として救済する能力があるのかという点に関わってくると思われる。返済期限は向こう数年にわたり（表3）、リスクが顕在化するにはまだ時間があり、それまでの間に対応できるとの指摘もある。報道によれば、既に実際に雲南省、上海市など一部の地方政府融資プラットフォーム債務について、期限延長などの債務再編が始まっている。また、中央政府の財政余力については、2010年末の中央政府と地方政府を合わせた債務残高（国債を除く）は対GDP比で43.9%と低く、最終的に地方政府の債務問題に十分対応できる、との見方が大勢である。

表3 地方政府の返済期限別債務額³（単位：兆円）

返済期限	債務額
2011年	2.6
2012年	1.8
2013年	1.2
2014年	1.0
2015年	0.8
2016年以降	3.2

（出所）ロイター

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2011 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>

³ 融資プラットフォーム以外の債務も含む地方政府の債務総額に関する表だが、便宜的に掲載。