

IV 中国における非金融企業資金調達の変化

童適平(経済学博士)

獨協大学経済学部教授

はじめに

中国経済成長鈍化の中、過剰生産能力の問題と国有企業を中心とする企業債務と地方政府の債務上昇の問題がクローズアップした。過剰生産能力の形成原因は投資依存型の経済成長方式にある。経済成長を維持するために、投資を行い、期待成長と需要不足とのギャップを埋め合わせる方法である。この投資依存型成長により、もたらされた過剰生産能力の問題は、今からの問題ではなく、長い歴史を持つ久しい問題であるが、経済が成長すれば、さほど深刻な問題にならなただけであった。時間さえかければ、成長から、新たに生み出された需要がこの過剰生産能力を、少なくとも部分的に消化することが可能だからである。成長さえすれば、過剰生産能力の累積は加速することがない。だから、経済政策は成長に固執してきたのである。しかし、経済成長がいつまでも続くことがない。経済成長が鈍化し、特にその鈍化が長期化すれば、過剰生産能力が累積し、放置していけば、生産過剰の危機を招きかねない。逆に、過剰生産能力を解消するために、これまでの過剰投資に中止符を打てば、投資依存成長が持続できなくなり、企業債務問題は顕在化し、金融危機を現実の発生に導く可能性が高まる。過剰生産能力、そして、企業債務問題に、放置しても、解決に手を施しても、いずれもリスクを負うが、今後の中国経済にとっては避けて通れない課題であり、世界

経済に対しても重大な影響を与える問題である。

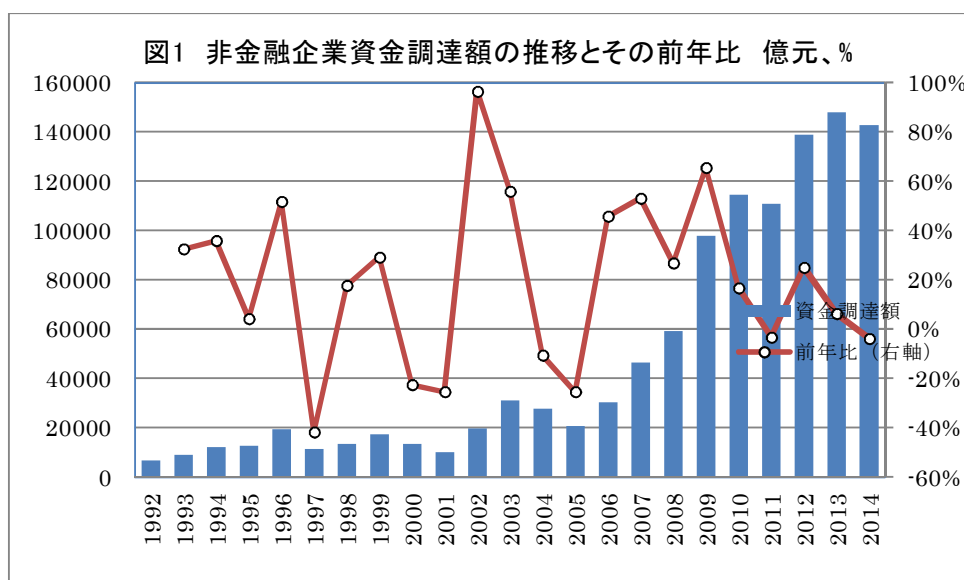
このような問題意識で、非金融企業債務の変化と現状に着目し、その資金調達の方法と現状を分析することは本文の目的になる。まず、1992年から公表された『資金循環表-金融取引-』のデータに基づき、非金融企業の調達資金規模の推移、そして、資金調達方式の変化をフォローしたうえで、これまでの資金調達にはどんな問題があるのか、資金調達変化の背景を分析していく。最後に、改革開放してから間もなく40周年を迎える中国経済は新しい局面に入り、これまで構築してきた資金配分の構造は大きな変革が不可避となったと結論を付けた。

1、調達資金の規模はどのように変化したか

計画経済の時代、企業の資金は、全部計画に基づき、財政計画によって割り当てられていたが、1978年から始まった中国経済改革は企業資金の財政割当から金融市場からの自主的な調達に変えることを重要な内容とし、1984年からその改革が始まった。銀行からの借り入れは非金融企業の主要な調達手段であったが、改革の進化に伴い、債券発行も試験的に試み、そして、1990年に株式市場の誕生と共に、株式発行も資金調達手段として登場し、資金調達の規模も調達方式も多様化した。中国

人民銀行は1992年から資金循環表を公表するようになった。以下では『資金循環表-金融

取引-』のデータを使い、非金融企業資金調達額の規模と調達方法の変化を見てみよう。



出所: 中国人民銀行『資金循環表-金融取引-』。

図1では1992年から2014年まで非金融企業の資金調達額の推移が示されている。図1のように、1992年に非金融企業の資金調達額は6,876.2億元であったが、2002年に20,646.79億元に達し、1992年から2002年までの11年間の間は2倍増加した。2014年にはさらに152,799.0億元まで上昇し、2002年から2014年までの13年間の間は、増加が加速し、2014年は2002年の7倍となった。

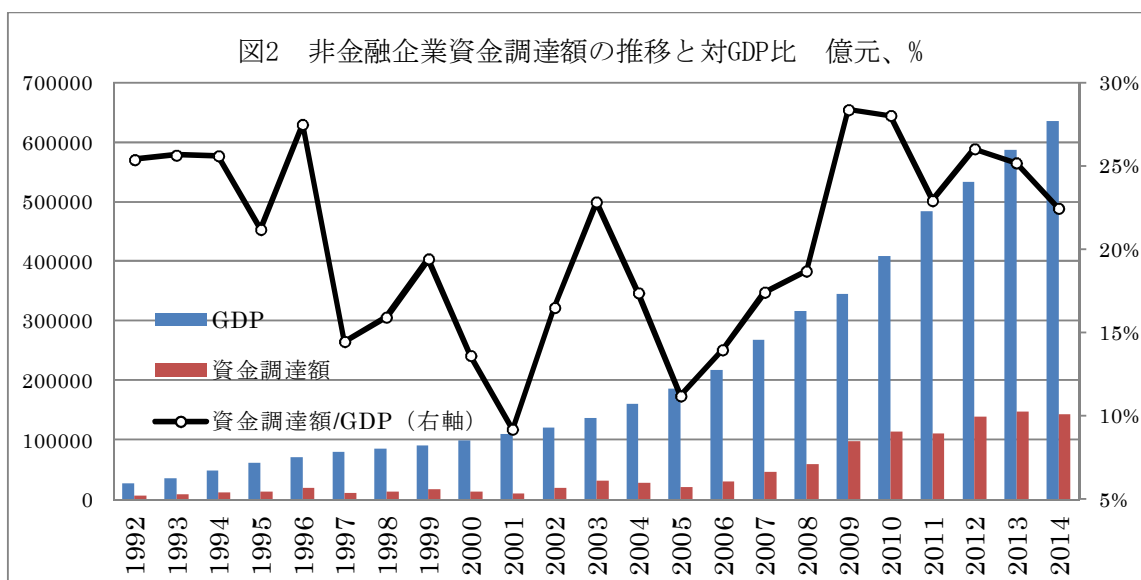
もう少し詳しく見てみると、1992年から2001年まで、その調達額は6,876.2億元から13,801.99億元に上昇し、10年間の間に約倍増しただけであるが、2002年にその調達額は20,646.82億元に急増した。2010年には117,986億元に達し、2001年から2010年までの10年間の間は、約4.7倍増加した。その背景には、2001年に中国はWTOに加盟し、経済の成長が加速した。このため、2002年には

調達額の急増を迎え、そして、2009年に金融危機に対応するために、有名な4兆元の投資プランを実行し、銀行融資(企業側から銀行借り入れ)が一気に2008年の42,092億元から78,990億元へほぼ倍増した、などがあった。2011年にその調達額は前の年の117,986億元から111,062億元へと、減少に転じたが、2012年は139,116億元、2013年は148,143億元に、2014年は142,897億元になった。

一方、非金融企業資金調達額のGDPに対する比率(以下、資金調達比率とする)の角度からも変化を見れば、図2が示すように、次の動きが見られる。1992年から1996年まで、その比率は約25%であった。ただし、1995年は21.2%であり、1996年は27.5%であった。1997年には19.1%に下落し、2001年にはさらに12.5%まで低下したが、2002年に17.1%に達し、上昇へ転じた。2003年に22.8%に達した。

2004年に再び17.4%へ低下し、その後同じレベルが続いたが、2009年に危機対策で銀行融資の急増により、その比率は空前の29%に達した。翌年28.9%、低下に転じ、2014年現在、22.5%である。かなり紆余曲折をしながら、全体的には上昇の傾向にある。しかし、図2が示した通り、次の特徴が見られる。2008年まで、資金調達比率と前年比名目GDPの変化とほぼ一致した。つまり、1992年～1997年、非金

融企業資金調達額のGDPに対する比率は名目GDPの変化率と一致し、1998年～2008年、名目GDP変化率の低下に伴い、資金調達比率も低下したことが分かる。しかし、2009年以降、名目GDP変化率は低下したにもかかわらず、資金調達比率は逆に上昇し、高止まりした。両者の乖離は政策の効果が低下したことを意味するのではないかと思われる。



出所: 同図1。

2、調達方式はどのように変化したか

非金融企業資金調達額の増大につれて、資金調達の方式も変化した。図3を参照されたい。図3のように、銀行借り入れの比率が趨勢的に低下しつつあるが、ジグザグの動きが見られる。1992年、資金調達総額に対する銀行借り入れの比率は78%であったが、その後、低下し、2000年に61.2%まで下落したが、2001年から上昇に転じた。曲折しながら、2009年にその比率は78.7%まで上昇した。翌年の2010年にまた54.5%へ下落し、2014年現在、再び

71.3%へ戻った。

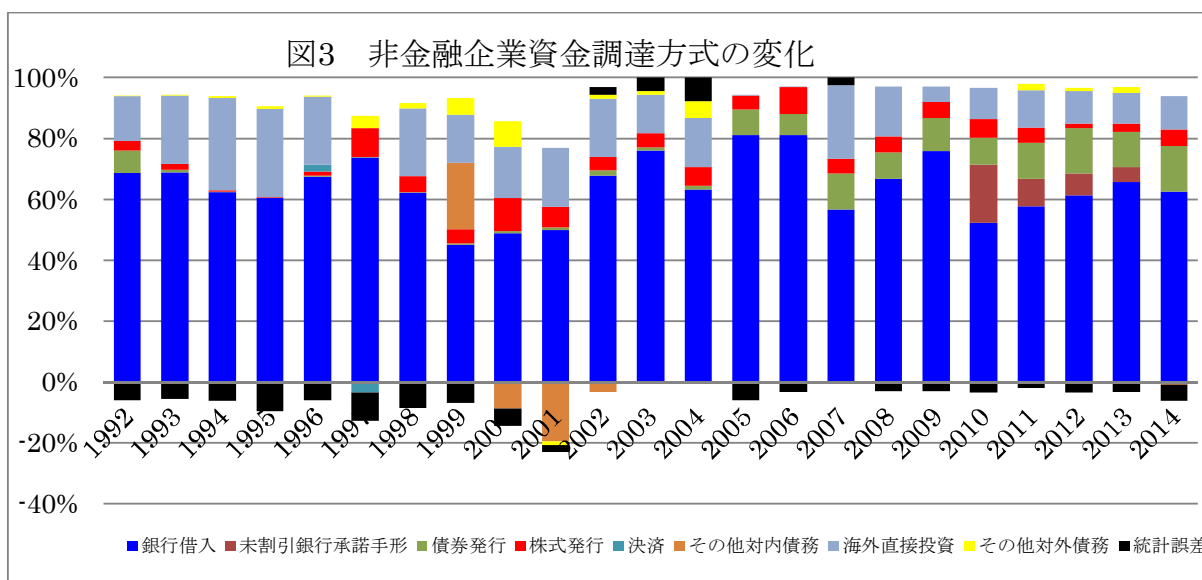
一方、当然ながら、資金調達額に対する債券と株式の発行による資金調達の比率は銀行借り入れ比率と逆の方向で動いた。

まず、債券発行による資金調達の変化を見よう。債券発行による資金調達の試みは、1980年代から始められたが、一部の国有企業に限定され、その後、2005年までも大きな進展が見られなかったため、非金融企業の資金調達において、限界的な役割しか果たさなかった。図3のように、資金調達における債券発行の比率

(以下、債券発行比率とする)は、1992年の8%を除いて、1993年から2004年までの12年間の間、ほぼ1%前後で推移していた。ところが、2005年から、債券発行比率は大きく上昇した。債券発行規制が緩和され、これまで、国有企業が発行する企業債のほか、上場企業が発行する“会社債”、中小企業が集合して発行する“中小企業集合債”が新たに認められたなどがその背景である。2005年に債券発行額は前年の327億円から2,009.5億円に急増し、債券発行比率は6.8%に急上昇した。その後、上昇基調が続いた。2009年に10%台に乗り、11.4%となった。2014年現在、債券発行比率は17.0%となった。

次に、株式発行による資金調達の変化を見てみよう。債券発行比率の変化が比較的に一方向の拡大傾向にあるのと違い、株式発行に

よる資金調達には紆余曲折の特徴が見られる。1992年に資金調達における株式発行の比率(以下、株式発行比率とする)は約3.6%であったが、1993年に2.2%へ下落し、1994年と1995年はさらに0.4%と0.2%へと、低迷が続いた。1997年に8.3%へ急上昇し、2000年に13.8%に達した後、低下に転じ、2005年に3.6%まで下落した。2007年に再び11.9%まで戻ったが、2012年には1.5%に下落し、2014年現在は6.3%であった。株式発行比率はなぜこのように大きく変動するのか。色々の原因があるかと思うが、株式発行による資金調達は株式市場の株価変動に大きく左右されることが主要原因であろう。株式発行比率が大きく揺れることは株価の変動が大きいことから由来し、同時に中国株式市場の未熟を物語る。



出所:同図1。

債券と株式の発行以外に、非金融企業資金調達方式に注目されるのが“未割引銀行

承認手形”による融資や“その他対内債務”である。未割引銀行承認手形による融資とは、

非金融企業が発行し、銀行が承認した手形総額からすでに銀行が割り引いた額を差し引いた後の金額のことである。この統計項目は2010年の資金循環表から初めて示され、これまでは銀行承認手形融資のデータしかなかった。普通、銀行承認手形が未割引であれば、銀行から手形を発行した企業へ、実際の資金移動が発生していないので、資金循環表に統計されないはずだと理解すべきかと思うが、“未割引銀行承認手形”が銀行貸出に関する様々な規制を回避する手段として利用される特殊の事情があるからである。図3によれば、2010年にその額は23,346億元に達した。銀行借入れ(64,264億元)の三分の一強の規模となった。しかし、その後は低下の一途を辿る。翌年の2011年と2012年にはその半分以下に低下し、2014年には更に-1198億元を記録した。その他対内債務についてはその中身は必ずしも明確ではないが、企業間の買掛金と売掛金はその主な内容である¹⁾。その金額はそんなに大きくないこともあり、本文ではその分析を省く。

最後に、非金融企業資金調達において、特に注目される海外からの直接投資を見てみよう。1997年以降、公表された資金循環表では海外からの直接投資のデータを明らかにするようになった。これによれば、1997年、海外からの直接投資額は3,667.09億元に達し、非金融企業が調達した全部資金の24.2%も占めた。ここから、中国経済の高度成長において海外からの直接投資(外資導入)の重要性が伺える。この外資導入は1980年から始まったが、1996年以前の資金循環表では、そのデータが、ただ“対外債務”の表示だけで、その内容

は直接投資かどうか明確に示されていないかった。にもかかわらず、発表された対外債務のデータから1992年から1996年までの間、非金融企業の資金調達における海外直接投資の比率がもっと高いことが推測できるかと思われる。1998年、海外からの直接投資が3,622.26億元で、前年比で微減したが、全部資金調達額におけるその比率は逆に26.7%に上昇した。その後も、海外からの直接投資額は増加しつつある。2008年、海外からの直接投資額は1兆元大台を超え、10,271億元に、2009年から2013年まで、2009年の5,341億元を除いて、1兆元大台を下りることなく、着実な増加基調を維持し、2014年現在、17,626億元に達した。

しかし、海外からの直接投資が依然として増加を続けるにもかかわらず、非金融企業資金調達額の増加度合いがもっと高いため、海外直接投資比率が逆に低下しつつある。2002年、20%を割り、19.8%へ下落した。2005年にいったん21.8%を回復したが、翌年、再び16.5%へ下落し、その後、20%台を回復したことがない。2014年現在、その比率は12.3%である。海外からの直接投資は中国経済の高度成長を支えてきたが、中国経済規模の拡大や中国経済ファンダメンタルズの変化に伴い、その相対的な重要性(比率)も変化したと理解されるであろう。

以上から、非金融企業資金調達構造は、調達額(規模)の拡大、そして中国経済他の変数の変化に伴い、これまでの銀行借入れ調達方式を中心とする間接金融構造を維持しながら、債券と株式の発行による直接金融調達方式の比率が徐々に上昇する金融構造に変わりつつあることが確認できた。

3、資金調達構造に何が問題か

非金融企業資金調達構造とその変化を規定する要因は何であろうか。そして、今の非金融企業資金調達構造に何が問題かをこの節で考えてみたい。

非金融企業資金調達構造を規定する要因は三つあると思う。

その一つは資金来源である家計の金融資産構造にある。家計金融資産は家計の余剰資金からなる。所得の比較的少ない段階に、家計余剰資金の主な目的は不安の予防であり、投資より貯蓄として運用される。その主な手段は銀行預金である。銀行預金の反面は銀行貸出であり、銀行貸出の借り手である非金融企業から見れば、銀行借入れである。家計金融資産が少ない時に、安全性が求められ、元利が保証される銀行預金は主要な形式であったが、金融資産の蓄積につれて、家計余剰資金の目的は次第に貯蓄から投資へシフトし、安全性より収益性が求められるようになる。この間に株式投資で成金になったなどの伝説も助けられ、家計の金融資産は銀行預金から次第に株式や債券など、いわゆる直接金融にシフトし始めた。

今一つは“銀証分離”という金融業分離規制にある。この“銀証分離”規制のもと、銀行業が集めた銀行預金の運用先が制限されている。債券への運用は認められているものの、債券の発行と債券への投資に多くの規制が存在する状況下では、銀行にとって適格な投資対象にもならなかったし、株式への投資は禁止されているため、銀行業が集めた預金は主として銀行貸出に運用されている。しかし、この“銀

証分離”規制が有効に機能する。つまり、この規制が安定的に維持されるのには条件が必要である。家計は銀行預金への余剰資金の運用に満足すること、非金融企業は、資金調達の際に、銀行借入れに満足すること、そして、銀行借入れはおおむね資金調達需要を満たせることである。家計の金融資産の蓄積、債券と株式を含めた直接金融市場の成長とともに、この条件が崩れかけてきた。

三つ目の原因は銀行貸出と借入れの価格である金利にある。非金融企業の資金調達コストを低く抑えるため、銀行貸出金利の上限を規制した。銀行経営の安定を維持するため、同時に銀行資金来源である銀行預金金利も低く抑え、規制しなければならない。銀行貸出金利が低く抑えられれば、非金融企業の資金調達が銀行借入れに傾く。しかし、この金利規制の安定を維持するのにも条件が必要である。銀行借入れは資金調達のすべての需要を満たすことができることと低金利の銀行預金をめぐる獲得競争が起きないことである。実際に、低金利に規制された銀行借入れ需要は常にその供給である銀行貸出を上回り、銀行貸出に対して、金利以外の方法による配分が行われていた。そして、銀行預金をめぐる非銀行金融機関による獲得競争が起きている。特に、債券市場と株式市場の成長と債券、株式を取り扱う金融機関の増強に伴い、資金の需給状況や規制の度合いなど総合的な要因により、争奪の激しさが変化し、銀行預金から資金流出が発生し、非金融企業の資金調達構造が変化する²⁾。

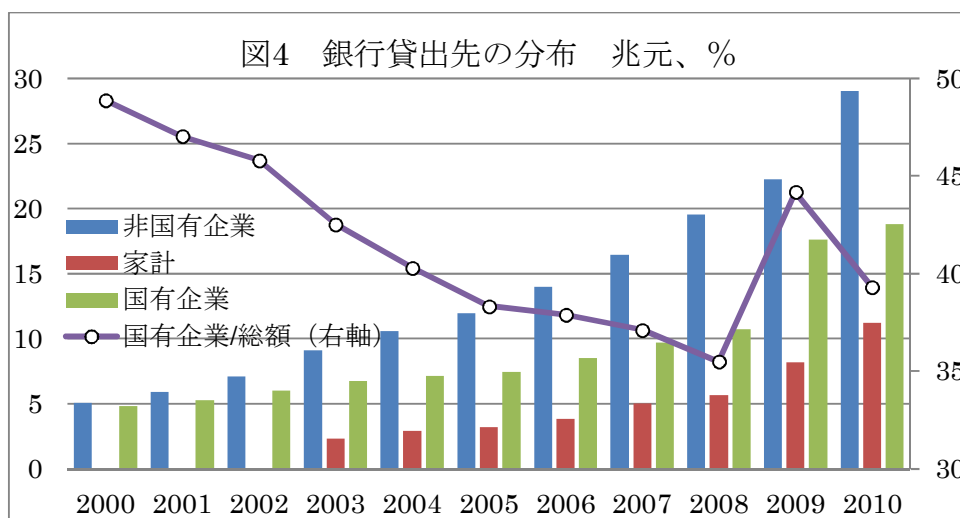
この三つの要因に規定された非金融企業資金調達構造は、“追い越し”と“移行”という

二つの目標を併せ持つ中国経済の運営には効果的であった。つまり、経済成長の追求とこれまでの体制に存在する非効率性の容認を同時に可能させ、銀行経営の安定(金融システムの安定)を維持しながら、安い資金を非金融企業部門に、特に国有企業に提供し、経済成長の目標を実現するというロジックである。

金利以外の方法による資金配分の実態は公式発表された資料では必ずしも明確されていないが、できる限り探ってみよう。

図4を参照されたい。図4の資料は中米交流基金が出した『中米2022—これから10年の中米経済貿易関係』報告書から取ったものである。図4のように、2000年から2010年まで

の間に、経済全体に占める国有企業の比重が低下したにもかかわらず、銀行貸出(=銀行借り入れ)残高における国有企業の比率が低下しつつあるが、依然として高い比率を持っていることが分かる。例えば、2000年から2010年まで、全部工業企業売り上げの中、国有企業の比率が29.4%から12.2%まで低下したが、銀行貸出残高に占める比率は48.9%から39.3%への下げに止まった。人為的低金利の下、当然のこと、非価格要素により、貸出を行い、政府のバックグラウンドのある国有企業に優先的に資金を配分することは、政府のマクロ的な政策であるだけでなく、銀行のミクロ的な立場からも合理的な行動である。



出所: 樊綱等「第十六章 中国経済における国有企業の役割」『中米2022—これから10年の中米経済貿易関係』中米交流基金会

http://www.chinausfocus.com/2022/china/index-page_id=1480.html

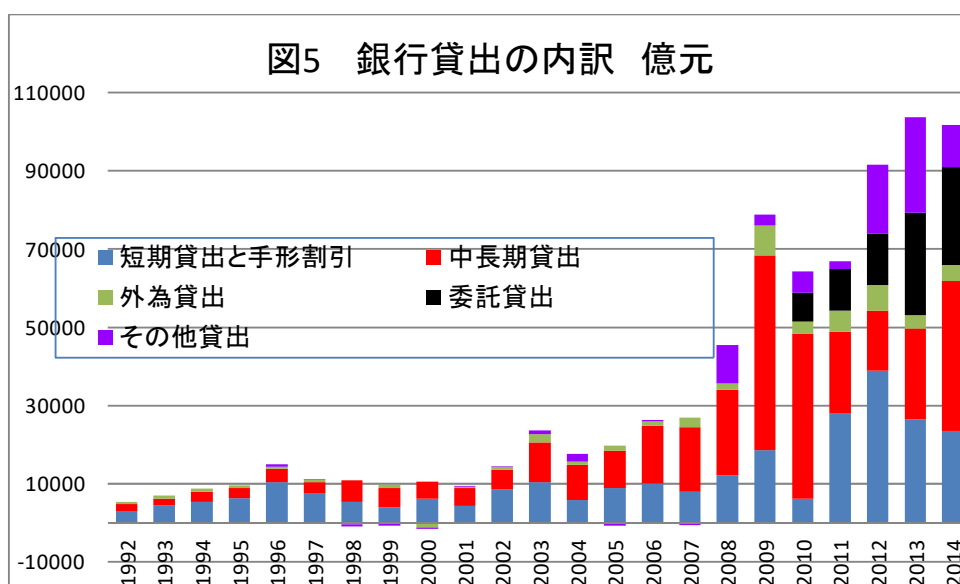
市場メカニズムではなく、政府規制による低金利は“人為的低金利”と呼ばば、この“人為的低金利”と金利以外の方法による資金配分を“人為的低金利の資金配分メカニズム”と呼ぶことにしよう。人為的低金利の資金配分メカ

ニズムの及ぶ範囲はここまでだけなら、納得する部分は大きいかもしれないが、経済状況が常に変化している。特に高成長だけに、中国経済の変化は特に激しいのである。つまり、この人為的低金利の資金配分メカニズムは常に

二つの側面から破壊される動きに直面する。一つの側面は資金の需要である。金利が市場の需給を無視したため、資金に対する需要は供給を上回り、金利以外の要因による資金配分メカニズムが働く。この資金配分メカニズムは、重点産業への資金優先配分などを通じて政策目標への誘導に役立つ反面、資金の非効率な使用を認めない。この資金配分メカニズムの経済成長への効果をメリットとデメリットと呼ぶならば、前者はメリットで、後者はデメリットとなる。インフラ産業や基幹産業などが成長の

ネックとなる経済成長の初期段階では、およそメリットがデメリットを上回るが、初期段階を終えると、資金の非効率使用のデメリットがメリットを上回ることになる。

国有企業あるいは重点産業に配分された資金は、最初に国有企業の非効率温存に使用され、社会の安定や基幹産業の育成に役立ったが、やがて、当初の目的と違う方向に利用されるようになる。つまり、資金重点配分の特殊な地位にある企業は、この地位を利用する新たなビジネスに目覚めたのである。



出所: 同図1。

図5を参照されたい。図5はお金を貸し出す側から見た銀行借入れの内容である。同じデータであるので、その総額は図3の銀行借入れと全く同じである。2004年、資金循環表は非金融企業への銀行貸出を細分して、“銀行貸出”と“その他貸出”を分類した。“その他貸出”とは信託貸出、委託貸出及びファイナンスリースである。2010年から“その他貸出”から、さらに“委託貸出”を単独分類するように

なった。委託貸出に注意してほしい。委託貸出とは、受託人である貸出人は資金を提供した政府部門、企業団体と個人などの委託人が指示した貸出先、用途、金額、期間と金利などの条件に基づき、貸出し、資金の使用を監督し、資金の回収を行う金融業務である。中央銀行が許可した貸出業務を営む金融機関でなければ、資金の貸出行為が禁止されるという法的な規制がその背景である。企業間の貸借

関係は委託貸出との形式で行われていた。2010年の資金循環表は委託貸出を単独分類し、そのデータを公表したが、これまでなかったわけではない。ただその他貸出の内容の一部として統計されただけであった。

図5に示されたように、2004年、“その他貸出”は1,937.36億元に達し、銀行貸出総額の15,770.2億元の12.3%に相当する。委託貸出の金額はどのくらいか不明である。2010年に委託貸出の金額は7,440億円で、全部銀行貸出の11.6%であった。2014年に、その金額は25,070億元に増加し、全部銀行貸出に占める比率も24.6%に上昇した。言い方を変えれば、銀行貸出の四分の一は委託貸出の形で行われることになる。“その他貸出”と“委託貸出”を合わせれば、35,957億元に達し、銀行貸出総額の35.3%に上る。2013年、その比率は最も高かった、48.7%に達し、一般的に言う銀行貸出と同じ金額となった。

なぜこのような現象が起きたのであろうか。許可がなければ、資金の貸借行為が禁止される法的規制がなければ、企業間の資金貸借も存在するが、その規模は銀行貸出の四分の一まで及ぶことがないであろう。となれば、これは人為的低金利資金配分の歪みとしか言えないのではないであろうか。実際、委託貸出の出し手の多くは国有企業、あるいは上場企業であることは、いろいろの調査で知られている。資金の配分が優遇される国有企業や資金調達手段が豊富な上場企業は低金利で調達した資金を本業ではなく、資金が欠乏している企業あるいは資金の調達が規制されている産業に貸すことにより、利益を得ている。

人為的低金利の資金配分メカニズムが破壊

されるもう一つの側面は資金の供給である。非金融企業資金の供給者は家計の余剰資金である。これも資金の需要と同じで、経済発展の初期段階では、所得も低いし、貯蓄も限られるため、貯蓄の金利弾力性が低く、貯蓄資産の選択はあまり行われなかったし、金利の高低は家計にとってもさほど重要でなかった。しかし、所得と貯蓄の累積に伴い、事情が変わる。まず、貯蓄から投資へ転換するインセンティブおよび貯蓄の金利弾力性が高まる；次に、銀行預金以外の金融市場の整備により、銀行預金と競合する金融商品が発達し、銀行預金は、非銀行金融機関が扱う金融商品からの競争にさらされる；そして、時折のマクロ経済情況の変化に応じて、銀行から銀行預金が流失する動きが激しくなったりするため、いわゆる家計部門の余剰資金の“デイスインターミディエーション”が発生する。第2節で見られた株式市場の乱高下も不動産市場のバブルもその具体的な現れである。この“デイスインターミディエーション”に対抗するために、銀行もハイリターン銀行預金代替金融商品開発のイノベーションに追い込まれる。このイノベーションの代表例は理財商品である³⁾。銀行預金流出に対抗するために、開発した理財商品で集めた資金の多くは“銀証分離”の制約により、引き続き銀行貸出という形で運用されるが、その中身が変わる。再度、図5を参照されたい。2010年以後、“その他貸出”の主な内容は信託貸出とファイナンスリースである。信託貸出は本来、信託会社が信託計画を企画し、委託人から資金を募り、信託計画に基づき、貸出を行う金融業務であるが、“その他貸出”の中の信託貸出の多くは、銀行が単独、もしくは信託会社と共同で理財

商品を発行して、募った資金を貸出することである。その主な目的は“ディスインターメディアーション”を阻止するための金融商品である。資金循環表は1996年からその他貸出のデータを発表しはじめたが、2009年までそのデータには委託貸出も含まれていた。2010年、“その他貸出”は5,256億円で、2013年にわずか3年間で約5倍の24,320億元に急増した。2014年現在、急落して、10,887億元である。信託貸出の急増は“シャードバンキング”として警戒され、ブレーキがかけられたからである。

このように、資金の供給面からも人為的低金利資金配分構造を揺さぶり、非金融企業の資金調達構造を不安定化させる状況から、2015年10月について預金金利の上限規制が撤廃され、金利の自由化が実現した。理論的には人

為的低金利資金配分構造が終焉したが、“人為的低金利”の問題を排除したが⁴⁾、資金配分における国有企業あるいは大企業の有利な位置づけには変わりがないのである。資金の効率的利用メカニズムの構築にはまだ時間がかかりそうである。

結びに代えて

投資依存型成長が行き詰まったことが明白である。これは国有企業や大企業の役割が低下することを意味する。これまで国有企業と大企業を優遇する非金融企業資金調達構造から民間企業、中小企業に重点を置き、優遇する資金調達構造に変わることが必要であるかと思われる。

脚注

1) 『中国統計年鑑』及び『中国金融年鑑』で公表された『資金循環表』ではその記述が抜けたりして一貫されていない。

2)、3) 詳細は特定非営利活動法人アジア近代化研究所 (IAM) 『IAM e-Magazine 第17号』2016年6月15日発行 http://www.npo-iam.jp/news/11/1204_5.pdf を参照。

4) 中国人民銀行の「2015年新規社会融資額統計」(「社会融資額統計」と「資金循環表」とのカテゴリが違うため、データが一致しない)によれば、2014年に比べ、2015年に委託貸出も信託貸出も大きく減った。取締りの効果か、金利自由化の効果か不明である。