

# 中国の国内債務問題と国際金融

曾根 康雄

## China's Debt Problem and Concerns of its International Finance

Yasuo SONE

### はしがき

習近平政権の第2期目（2017～2022年）後半の中国の経済運営は、新型コロナウイルス感染拡大とその対応に追われる中、金融業の対外開放が進んだ。一方、国内において金融システムのリスクが増大すると同時に、国際金融界においては途上国の対外債務問題に対する中国の責任を問う声が拡大した。本章では、国内の債務問題が中国の国際金融に及ぼした影響を主に考察する。

第1節では、国内の金融システムの最大のリスク要因である債務問題について考察する。不動産開発業者に対する規制強化は、これら企業の資金繰りを圧迫し、債務不履行（デフォルト）に陥る事例も発生している。開発業者の経営難は地方政府の「土地財政」にも影響し、地方融資平台の債務返済をも圧迫している。一方、銀行部門については、開発業者向け融資の不良債権化と住宅購入者の住宅ローン返済拒否により、一部の地方銀行が経営難に陥る恐れがある。

第2節では、コロナ禍で進んだ金融業の対外開放と対内証券投資の増大を概観し、さらに、2022年に入り海外投資家の投資資金が流出に転じ、人民元の対米ドル為替レートが下落した要因を分析する。主な要因としては、中国の景気動向、米中の金融政策（金利差）、国内の債務問題、が指摘できる。

第3節では、発展途上国の対外債務問題の深刻化と、途上国向け融資で最大の債権国となった中国の問題点を指摘する。中国は債権国間で合意された公的債務の支払い猶予策を全面的に実行してきたと主張しているが、融資条件の内容や透明性に問題を抱えている。他国・国際機関との協調性を強め、国際的な評価を高めるチャンスであるが、求められる対応を実行するのが難しい事情もある。

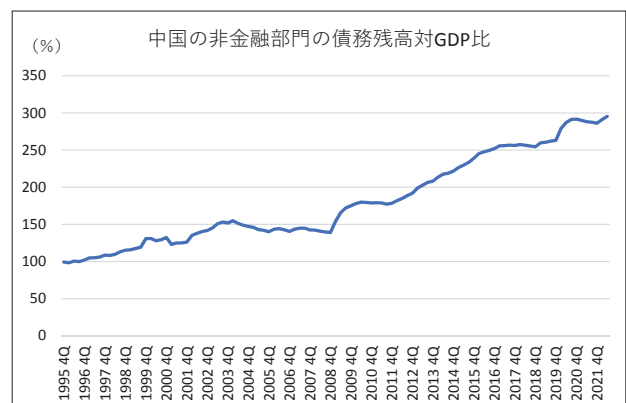
最後に、以上の考察を踏まえて、今後の経済運営の在り方として望まれる方向性について検討する。

### 第1節 不動産経済と債務問題

#### 1. 不動産開発業者の経営難

周知のように、中国では国内債務の水準が高まっている。国際決済銀行（BIS）データによれば、中国の非金融部門向け債務残高の対GDP比は295%（2022年6月末）と過去最高に達した。

第1図 中国の非金融部門の債務残高の対GDP比



(出所) 国際決済銀行 (BIS) のデータより作成

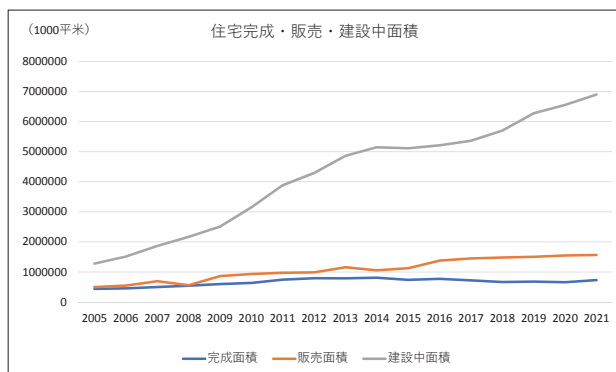
中国の債務残高が急増した背景には、約20年間の不動産主導の経済発展という構造要因と、それを修正すべく導入された不動産市場に対する規制強化という政策的な要因がある。

中国経済が不動産主導の発展を始めたのは、1990年代後半に朱鎔基首相（当時）のもとで国有企業改革が断行された時からである。国有企業を「社会的任務」から解放するため従業員とその家族の住居（社宅）が払い下げられる一方、新たに生まれた不動産開発業者により商品住宅の建設・販売が全面的に展開された。TS Lombardの推定によれば、現在の中国経済に占める“不動産”の比率は関連産業（家具、家電、内装等）を含めるとGDPの20～30%に達し、家計資産に占める居住用

不動産の比率は約7割とみられる<sup>1</sup>。一方、不動産関連収入（土地売却益等）は地方政府の重要な財源であり、地方政府財政収入の約6割を占めている<sup>2</sup>。商業銀行による不動産開発業者向け融資および住宅ローンなどの不動産関連融資の比率は総融資額の約4割に達する。

「発展方式の転換」と金融システムのリスク軽減を図る習近平政権は、不動産依存経済からの脱却を基本方針としてきた。「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない（房子是用来住的，不是用来炒的）」というフレーズは、公式文書にも引用されるスローガンとなっている。この方針に沿って2020年8月に住宅価格抑制のための規制が強化され、負債比率規制を定めた「3つのレッドライン」により開発業者の資金調達に制限が課された<sup>3</sup>。さらに、20年末には不動産向け融資への集中度を制限する規制が導入され、住宅購入時の予約金の取り締まりも強化された。これらの規制強化により、不動産市場は需要・供給ともに大きく調整することになった。

第2図 住宅完成・販売・建設中面積



(出所) 国家統計局、CEIC データベースより作成

これらと並行して、債務処理への取り組みが強化された。従来、中国では、企業や金融商品にデフォルト（債務不履行）の可能性が生じると“第3の投資家”から救済的資金が提供されることが多く、これが「暗黙の保証」として容認されていた。しかし、市場メカニズムに従えば、企業や金融商品に債務不履行が生じた場合には法律に基づいて破綻処理の手続きをしていかなければならない。市場メカニズムが歪められてきたことが「ゾンビ企業」の存続を許すことにもなっていた。

中国では19年頃から、民間部門の社債のデフォルト

が増加した。デフォルトが増加したこと自体は、中国の金融システムが市場化に向けて前進している証左と評価できる。しかし、個別のデフォルト案件がシステムック・リスクに転化するリスクもある<sup>4</sup>。金融システムが十分に成熟している先進国でも、リスクの伝染（contagion）には常に警戒が必要である。

2019年頃から、民間企業のみならず大型国有企業でも債務不履行に陥る事例が現れた<sup>5</sup>。こうした中で21年夏以降、民間の不動産開発業者で最大手の中国恒大集団のデフォルト懸念が浮上した。同社は不動産開発から観光業やインターネット関連サービス、保険、ヘルスケア、電気自動車（EV）生産など急速に事業を多角化し、国内プロサッカーチーム（広州足球倶楽部）を傘下に収め海外での知名度も高かっただけに、国際金融市場において中国の金融リスクへの警戒が一気に高まった。

恒大集団の関係者は21年12月にリスク管理委員会を設置し、広東省政府・中国人民銀行などの全面的な監督・指導のもとで外貨建て債務の再編を目指すこととなった。もっとも、21年に破綻するに至った海南省の海航集団（HNAグループ）も同様のプロセスを経たことから、むしろ懸念が増大した。

恒大集団は「公平性と法の原則のもと、外貨建て債務の再編案を策定する」とし、22年1月に子会社2社を国有企業系金融機関に売却した。その後、政府が不動産開発企業の資金支援を強化するなど救済措置を打ち出したことにより、22年末時点で、不動産開発業者の破綻連鎖・金融システムへのリスク波及は何とか食い止められている。しかし、米国の格付け会社ムーディーズの中国の不動産開発企業71社に対する格付けでは、21年6月末時点ではほぼ皆無だったCaal（高リスク）以下の企業が、22年6月末時点では全体の半分以上を占めており、財務状況が悪化している企業の比率が急速に増大している<sup>6</sup>。開発業者の破綻の連鎖は、回避されたというよりも、先延ばしにされているという言い方が正確であろう。

<sup>1</sup> 福本（2022b）。

<sup>2</sup> 政府データによれば約3~4割である。

<sup>3</sup> 「3つのレッドライン（三道紅線）」とは負債比率に関する3つの指標を指し、当局の求める警戒レベルに該当した項目数に応じて、不動産開発企業の有利子負債の調達に制限を設けるものである。

<sup>4</sup> 19年12月に山東省趨平県の植物油製造企業の西王集団の社債（発行額10億元）がデフォルトに陥ったが、それが契機となり、同じ山東省趨平県にある大手アルミニウム製造企業の宏橋集団が発行した米ドル建て社債に売り注文が殺到する事態となった。

<sup>5</sup> 2019年に大型国有企業の天津物産集団有限公司（Tewoo Group）のドル建て社債や内モンゴル自治区の融資プラットフォームであるフフホト経済技術開発区投資開発集団が発行した私募債（2016年発行）が相次いでデフォルトに陥ったと伝えられた。

<sup>6</sup> *The Financial Times* (October 4, 2022).

## 2. 地方政府の財政状況の悪化

中国の「不動産経済」が構造化した背景には、地方政府の自主財源問題がある。

中央政府のマクロ・コントロールおよび再分配機能の強化と地方政府の「予算外資金」の整理・縮小を図るため、80年代以来の財政請負制に代わり1994年に分税制が導入された。分税制の導入当初、地方政府の自主財源問題は農民負担の増大という形で表れた。予算外資金の改革により、農村部の末端行政単位（郷、鎮）が慢性的な財政資金不足に陥ったため、末端の政府が税金以外に農民から恣意的に費用を徴収する「乱收費」が蔓延し、農民負担が社会問題化したのである。これに対し、安徽省で農村税費改革が試験的に始まり、2002年からは全国的に展開された<sup>7</sup>。こうして、地方政府による恣意的な費用徴収は廃止され、義務教育費は地方財政支出で賄うこととなった。また、2006年には、農業税が廃止された。

しかし、農村税費改革の結果、地方政府の財政的な自立性は低下し、新たな財源を求める必要が生じた。こうした中、自主財源確保の方策として、地方政府が土地市場に介入することで土地関連収入を生み出すという「土地財政」の仕組みが形成された。すなわち、地方政府は、農民から安い補償費で土地を収用し、土地使用権を開発業者に高額で払い下げ、地方政府が莫大な収入を得る。その規模は、正規の予算内収入の50~70%に達し、これが都市開発の財源となった。土地財政が、新型都市化（都市・農村の一体化）などの関連政策を支える効果をもたらしたことは否定できないが、同時に、不動産バブル、「失地農民」問題、官僚の汚職などの温床となったことも事実である。

とくに、2008年のグローバル金融危機への対応として発動された「4兆元の景気刺激策」は、「地方融資プラットフォーム」の乱立、地方の「隠れ債務」の問題を引き起こした。4兆元のうち2兆元あまりは地方政府が肩代わりすることとされたが、地方債の発行が制限されていたため資金調達に窮した地方政府はダミー会社を設立し、土地を担保に借入れを行い、開発資金を集める地方融資プラットフォームを設立した。審計局は2011年6月、地方の実質的な債務残高は約10.7兆元に達し、うち融資プラットフォーム（6,500社あまり）を通じた債務が4.97兆元に相当すると発表した。

こうした事態に対し、中央政府は債務整理、融資プラットフォームの整理、金融機関の融資管理の強化、地方政府の債務保証の禁止に乗り出した。融資プラットフォームを通じた地方政府の隠

れ債務が問題視されると、2012年3月に「地方政府融資プラットフォームのリスク管理に関する指導意見」が発出され、新規の銀行融資が厳格に規制された。しかし、今度は「影の銀行（シャドーバンキング）」を通じた資金調達が増加することとなり、2013年6月末時点で、地方政府の実質的な債務残高は17.89兆元に達し、うち融資プラットフォームを通じた債務は6.97兆元となった。

地方政府の自主財源の捻出に伴う問題が拡大していく中、中央政府は長らく制限してきた地方政府による債券発行を認める方向に動いた。2009年に、リーマンショック後の景気対策を実施するため、「予算法」の特例措置として2000億元規模の地方債の中央政府による代理発行を実施し、2011年には上海市、深圳市、浙江省、広東省で地方債の自主発行が始まった。そして、2014年の第12期全国人民代表大会常務委員会第10回会議において「予算法」が改正され、地方政府に起債権が付与された（15年施行）。債券発行の法的根拠を得た地方政府は、金融市場を通じた資金調達を始め、これが常態化した。

一方、予算管理の強化による地方政府の債務リスクの低減も図られた。国務院は2016年に「地方政府債務リスク緊急処理計画」を発表し、地方財政の債務に関わる早期警戒システムを導入、財政再建の基準を定めた。しかし、米中経済摩擦や新型コロナウイルス感染拡大など中国経済を取り巻く環境が厳しくなる中、地方政府の資金需要は急速に増大した。一般会計に属する一般債の年度発行限度額は、当初の5000億元から2020年には9800億元に増額された。また、特別会計（政府基金会計）に属する特別債（「専項債」=収益性のある政府投資プロジェクトに充当）の年度発行限度額も、当初の1000億元から2020年には3兆7500億元に拡大した<sup>8</sup>。

中国の中央政府の債務負担比率はOECD諸国と比べても低い、地方政府の債務負担比率は逆に高い。米国S&Pグローバルは、地方政府の最大3割が2022年末時点で歳出削減など早期是正措置を求められる水準まで財政が悪化すると試算している<sup>9</sup>。実際に、黒竜江省の鶴崗市のように、財政が破綻し2021年12月に財政再建計画の実施を公表した例もある。さらに、地方融資プラットフォームや国有企業など地方政府が保証等を提供している「隠れ債務」も存在する。この数年の地方債発行では、景気下支えのためにインフラ建設などを目的とした特別債（専項債）の発行が急増したが、不動産開発企業の経営難により土地財政が行き詰まる中で償還が困難となる地方政府が多数出てくる可能性もある。

<sup>7</sup> 周知のように「三農問題」は2004年以降、毎年の党中央1号文件で発布される最重要事項である。

<sup>8</sup> 2022年に一般債は7200億元に、専項債は3兆6500億元にそれぞれ減額された。

<sup>9</sup> 『日本経済新聞』（2022年7月15日）。

### 3. 「時間をかけて進む」金融リスクの懸念

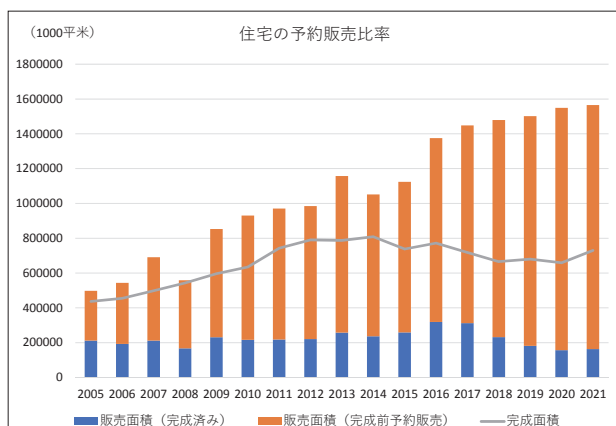
不動産市況の低迷は、商業銀行の財務状況にも影を落としていく。

4 大国有商業銀行の不良債権比率の平均は、21 年末の 1.4% に対し 22 年 6 月末は 1.39% と横ばいとなっているが、不動産関連に絞ると同 3.77% から 4.52% に上昇した。4 行の 6 月末の不動産向け不良債権残高は 1366 億元と前年同期比 51% 増になったと言う<sup>10</sup>。

また、香港に上場する本土の商業銀行 32 行の 22 年 6 月期決算の集計では、6 月末の不良債権比率は 21 年末と変化がないものの、不動産業界への融資に限ると同 2.98% から 3.74% に上昇した。一部の商業銀行では不動産関連の不良債権がさらに高い水準にある。中国光大銀行、および地方銀行の普商銀行、錦州銀行などで不良債権比率が 10% 前後に達している。

22 年 7 月には、資金繰りに窮した開発業者が住宅建設工事を中断していることへの抗議として、住宅購入者（消費者）による住宅ローン返済拒否が各地で頻発した。中国では、住宅予約販売制が一般的であり、住宅価格が高騰している間は、不動産開発業者は銀行等からの借入れコストを低減し、物件の売れ残りリスクを回避することができる。しかし、2021 年に不動産大手の恒大集団の債務不履行（デフォルト）懸念が顕在化すると、他の開発業者にも資金繰り不安が蔓延した。実際に工事が中断し未完成のまま放置されているマンション（「爛尾楼」）が増加し、購入者がそれへの抗議として住宅ローンの返済を拒否する動きが全国に広がり社会問題化した。とくに返済拒否が頻発した河南省の中原銀行は、不良債権比率が 21 年末の 3% 台から 6 月末は 9.38% に急上昇した<sup>11</sup>。

第 3 図 住宅の予約販売比率



(出所) 国家統計局、CEIC データベースより作成

<sup>10</sup> 『日本経済新聞』（2022 年 9 月 15 日）。

ローン返済拒否の動きが大きくなると地方銀行などでは預金取り付け騒動が起こる恐れがある。そこまで行かないまでも、その地域での住宅購入意欲（需要）がますます減退し、不動産価格が下落するという悪循環になり易い。しかも、現在の不動産市況の調整は短期的なものではなく、少子高齢化に伴う中長期的な住宅需要減少と関連していると思われる<sup>12</sup>。沿海地域の大都市のように住宅需要が持続できる地域はともかく、人口流出が生じている中小都市では、開発業者の資金繰りはますます苦しくなる。

住宅の「実需」が減少に向かう中で、財産の価値を保全する手段としての住宅への「投資」を抑え込む政策方針は果たして妥当であろうか。「共同富裕」を強調するあまり、「投資」と「投機」を区別なく抑え込む風潮が続けば、不動産開発業者、地方政府、金融機関、消費者が「ゆっくりと時間をかけて」共倒れになるリスクもあり得る<sup>13</sup>。その帰結として社会不安が高まれば、現体制の統治の正統性をも脅かすことになりかねない。政策の短期的目標と長期的目標の区別、および優先順位の明確化など俯瞰的な対応が求められる。

## 第 2 節 コロナ禍における中国の対外金融関係

### 1. 金融の対外開放の進展

新型コロナ感染が拡大した 2 年半、対外金融関係に注目すると、中国は米系をはじめとする外国金融機関の国内市場への参入規制を大幅に緩和し、また、海外投資家による中国国内向け証券投資（株式・債券への投資）も増大した。ヒト・モノの移動が制約される中、中国の金融システムの国際金融市場との一体化は大きく進展した。

米中対立は、皮肉にも中国の金融開放を促すことになった。18 年 4 月、中国政府は米中経済摩擦の緩和策の一環として、前年 11 月の米中首脳（習・トランプ）会談直後に発表した参入規制の緩和を前倒して実行すると表明、18 年 7 月より証券、生命保険、商品先物について過半の出資が可能となり、21 年に出資規制は全廃された。また、外資の資産運用会社は 20 年 4 月に、証券会社は同 12 月にそれぞれ出資規制が撤廃された。銀行業・保険業についても 19 年 10 月より、支店開設に関する制限が緩和された。

<sup>11</sup> 以上のデータは『日本経済新聞』（2022 年 9 月 15 日）による。

<sup>12</sup> 福本（2022b）

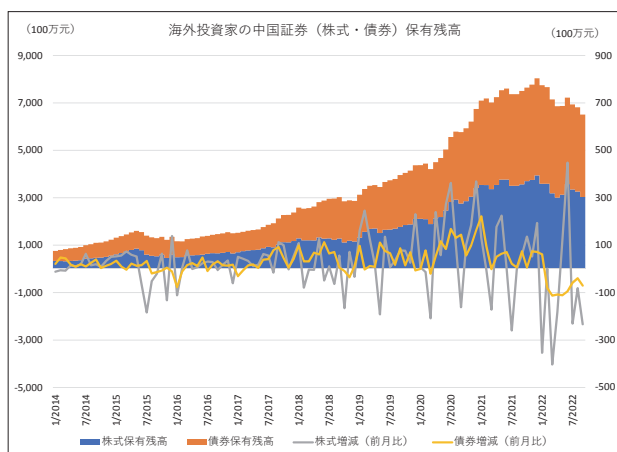
<sup>13</sup> *The Financial Times*, “China’s property crash: ‘a slow-motion financial crisis’” (October 4, 2022)

これらを受け、2020年はブラックロック、シテイグループ、JPモルガン・チェース、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーなどの米系大手金融機関が、完全子会社の設立、証券業務の認可取得、出資比率引き上げなど相次いで中国市場への進出を積極化させた。金融市場の大胆な開放は、中国における少子高齢化社会への備えが切迫していることを物語る。海外の機関投資家から国内資金の効率的運用の仕組みやノウハウを吸収し、国内投資家の資金運用を多様化・洗練化し、成熟した金融資本市場を構築し、金融リスクを軽減する意図がある。

一方、2020～21年は、海外投資家による対中証券投資残高が急増した。これは、コロナ禍への対応から各国が金融緩和に動き世界的な過剰流動性が生じる一方、ワクチンの開発、米政権の移行、商品市況の好況などにより先進国のリスクオン傾向が続き、新興国への資金流入が急増したことを反映している。政府の介入、透明性が乏しい規制など、中国特有のリスクへの警戒はあるものの、先進国の余剰資金は、コロナ・ショックから景気が急速に回復した中国の企業を有力な投資先ととらえ、21年にかけて中国市場に流入した<sup>14</sup>。

2021年に入り国内では「共同富裕」が強調されIT企業や教育関連企業に対する締め付けが強まったが、ストック・コネクトの純流入額は671億米ドル（前年比2.2倍）、QFIIおよびRQFIIの純流入額は265億米ドル（同2.4倍）をそれぞれ記録した。一方、恒大集団のデフォルト懸念の高まりなどにより、年後半にかけて海外投資家の中国債券への投資額は減少した。

第4図 海外投資家の中国証券（株式・債券）保有残高



(出所) 中国人民銀行、CEIC データベースより作成

<sup>14</sup> その背景として、①証券投資チャネルの拡大、②中国株・債券のベンチマーク指数への組み入れ、が指摘できる。詳しくは、曾根（2020）を参照。

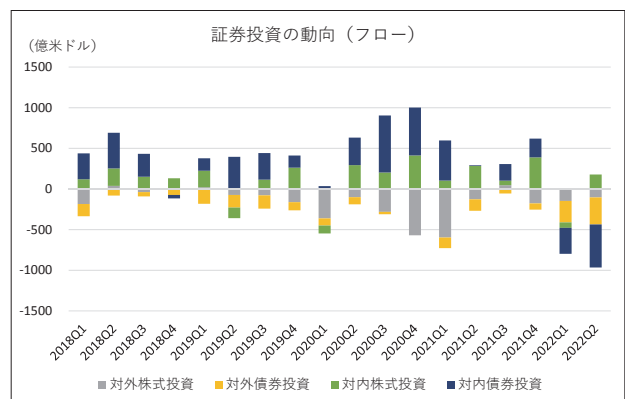
## 2. 資金流出に転じた22年

しかし、22年に入ると対中証券投資は株式・債券ともに一転して売り越しとなった。その主な理由は、①米国の利上げ、②中国のゼロコロナ政策による景気減速懸念、である。中国政府は国内の景気テコ入れのため21年末から金融緩和に動いたにもかかわらず、3月以降の上海市などでのロックダウンで経済活動はむしろ停滞した。

中国政府は国内の経済下支えのため、21年末から22年8月にかけて最優遇貸出金利（LPR）を3度引き下げ、4月には預金準備率を8.4%から8.1%に引き下げるなど、金融緩和政策を継続した。この間、米国では、コロナ禍から経済活動が回復する中でインフレ高進への警戒感が強まり、連邦準備理事会は6月と7月の政策決定会合（FOMC）においてFF金利を2ヶ月連続で0.75%引き上げた。米中で逆方向となる金融政策により米中間の金利差が拡大し、人民元建て資産から米ドル建て資産への回帰を誘引した。これに加え、市場では対ロシア制裁の中国への波及も懸念された。対外ポジション表によれば、対内株式投資残高は22年6月末で1兆2377億米ドルと、21年末から983億米ドル減少した。また、対内債券投資残高は同7256億米ドルと、同938億米ドル減少した。

こうした事態を受けて、中国人民銀行は5月27日、中国国内の債券について6月30日より外国投資家の証券取引所での取引を認め、金融市場の開放をさらに進めることを発表した。同日、中国証券監督管理委員会と香港証券先物委員会は、既存のストック・コネクトのスキームに新たにETF投資を加えることを発表した。これらの動きは、長期的には中国の資本市場の国際市場との一体化を促進すると見られるが、短期的に海外投資家の対中証券投資への回帰をもたらすとは限らない。

第5図 証券投資の動向（フロー）



(出所) 中国国家外為管理局資料より作成

### 3. コロナ禍の為替レートの振幅

人民元の対米ドル為替レートは、2020年初の武漢における新型コロナ感染拡大の直後に12年振りの安値を付けた。その後、21年にかけて上昇に転じたものの、22年は下落を続け同年12月にコロナ感染発生以降での最安値を更新した。

2020年の人民元相場は、年明けに米国財務省による中国の「為替操作国」指定解除（1月13日）、米国政府間通商交渉の第1段階合意文書の署名（1月15日）などにより1米ドル=6.86元まで元高が進行した。しかし、新型コロナウイルス感染拡大による経済活動の停滞に加え、国内の債務問題に対する懸念から、春節明けの証券市場で株価が急落し、それに伴い人民元レートも大きく下落した。その後も資金流出懸念等から元安トレンドが続き、5月末には12年振りの安値をつけた。

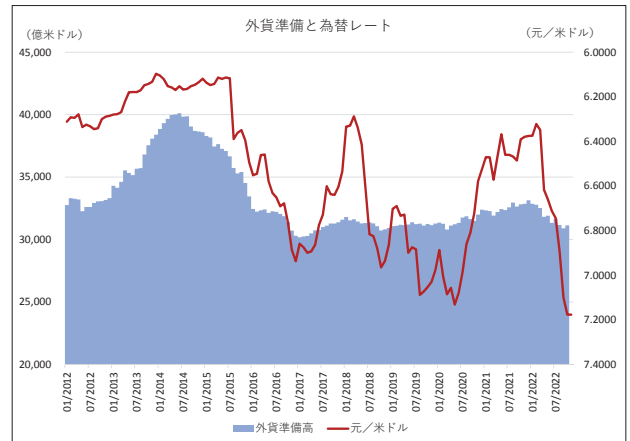
もっとも、①他国に比べ早かった感染拡大からの景気回復、②新規株式公開（IPO）の増加や資本市場の規制緩和による資金流入、③米国との金利差（米国のゼロ金利政策）、④主要通貨に対するドル売りなどにより、20年後半は元高に転じた。

21年は、数次にわたる元高・元安のサイクルを経て、年末の対米ドル・レートは年初比で約2.5%上昇した。人民元の対米ドル為替相場は、経常収支の黒字拡大を背景に元高を基調として推移したが、①米中関係改善への期待、②米ドル相場とそれに影響を与える米国の経済指標・金融政策、③中国証券市場への海外からの資金流入、といった外部要因が為替市場での取引に影響を与えた。さらに、①中国の景気への期待感、②不動産会社の債務問題、③夏～秋の電力不足、などの国内要因が錯綜し、1米ドル=6.35～6.58元のレンジの中で数次の上昇・下落を繰り返した。

22年は、ロシアのウクライナ侵攻によるドル高の中にあっても比較的安定していたが、①3月に上海市でロックダウンが開始されたこと、②米中長期金利差が2010年以来となる米国優位の形勢になったこと、を受けて4月中旬から急速に下落、5月にかけて同6.81元台に達した。ロックダウンの解除後は6.6～6.8元のレンジで推移したが、8月に中国人民銀行が中期貸出ファシリティー（MLF）金利を引き下げると元安が進み、9月半ばには心理的抵抗線と言われた7元を突破した。人民銀行は外貨リスク準備金比率の引き上げなどで元安ペース抑制を図ったが、景気支援のために金融緩和方針を維持したため、元安地合いが続いた。

2023年以降も、人民元の対米ドル為替レートは、①中国の景気動向、②米中の金利差、③中国国内の債務問題（金融リスク）、による資金の流出入および経常収支の動向によって変動すると見込まれる。

第6図 人民元為替レートと外貨準備高の推移



(出所) 中国人民銀行、CEIC データベースより作成

## 第3節 途上国の対外債務問題で問われる姿勢

### 1. 「債権国」としての中国

コロナ禍に伴う世界経済の混乱を通じ、途上国の対外債務問題の深刻度が増している。現在の途上国の対外債務問題は、国際的な債務問題の第4波にあると言われる。第1波は1970～80年代の中南米等の公的債務累積、第2波はアジア通貨金融危機が発生した90年代のアジア諸国の銀行・企業の債務累積、第3波は2002～09年の欧州諸国を広く巻き込んだ民間債務累積である。

第4波では、2010年代以降に世界的に公的・民間債務が積み上がり、コロナ危機前の18年時点で新興国・途上国の公的・民間債務残高の対GDP比は約170%と過去最高水準に達していた。そこに20年に発生した新型コロナウイルス感染拡大が世界経済の混乱に拍車をかけ、感染の封じ込めと経済対策により各国の資金需要は急増し、途上国の多くが国際通貨基金（IMF）に支援要請を行った。コロナ収束が見えてきた22年には、今度は世界的なインフレ高進を背景に米国はじめ先進国が金融引き締めへ転じ、途上国の債務負担の増大や各国通貨の下落が懸念される事態となった。

IMFのゲオルギエバ専務理事によれば、低所得国の60%以上で債務返済に困難を抱えるか、それに近い状態になっている（22年9月）。22年4月にスリランカがIMFに融資要請し、翌月に債務不履行（デフォルト）に陥った。経済状態が悪化しているパキスタンなど他の国々にも債務危機が連鎖する恐れがある。

こうした中、途上国の対外債務問題への中国の対応に関心が集まっている。中国は低中所得国向け融資で最大の債権国となったが、融資実態の透明性が低いことが問題とされてきた。経済大国となった中国には、国際金融の舞台において20ヶ国・地域（G20）やパリクラブ（先進国の主要債権国）と協調を進めることが求められてい

る。

中国は、改革開放政策を開始した当初の1980年代には「未成熟な債務国」であったが、今や「低所得国の中で最大の借り手であり、最大の貸し手」（世界銀行「国際債務統計レポート」、21年10月）という立場にある。世界銀行によれば、中国の20年末時点での低所得国に対する融資総額は、11年の3倍以上にあたる1700億米ドルに達している。これは、世界銀行の同2040億米ドル、および世界銀行グループの最貧国向け基金である国際開発協会（IDA）の同1770億米ドルに匹敵する「貸し手（債権国）」となったことを意味する。対外債務の中国依存度が高い国として、モルディブ、パキスタン、スリランカなどが挙げられる。

スリランカについては、債務返済が困難になったため中国企業が99年の期限でハンバントタ港の運営権を取得したことで、安全保障上の文脈から「債務の罫」を非難する声がある。一方で、スリランカ政府の放漫財政など借り手側の要因もあったとする見方もある。確かに、途上国の債務危機では、借り手側の政策的誤謬が要因となっているケースは多い。ただし、最大の貸し手となった中国には、融資案件の審査や条件、融資の透明性の向上、債務危機の回避や債務救済に向けた他国・国際機関との協調といった責任がある。

## 2. 中国の対途上国融資の問題点

G20とパリクラブは、20年4月に21年末まで公的債務元利払いに猶予を与える「債務支払い猶予イニシアティブ（DSSI）」を立ち上げ、20年11月には債務返済の「共通枠組み（コモンフレームワーク）」設置が合意された。

中国政府はDSSIを全面的に実行してきたと主張しているが、中国の対途上国融資には以下のような問題が指摘されている。

第一に、政府開発援助というよりも、政府系金融機関主導で商業ベースの融資を行っている点である。世銀統計では、中国による融資額の9割以上が二国間政府借款であるが、その大部分は国家開発銀行と中国輸出入銀行が行っている。両行とも政府出資の政策金融機関であるが、国家開発銀行は基本的に市場原理に基づいて運営される独立採算の金融機関とされており、DSSIの対象外とする立場を中国政府はとっている。

第二に、借り手国との二国間交渉による債務再編では、融資繰り延べ（借り換え、期限の延長）が中心であり、貸し手として損失を計上することになる債務額の削減（ヘアカット）は限定的である。資金調達を内外の資本市場での債券発行に依存している国家開発銀行としては、信用格付けを維持するために財務状況が悪化するよ

うな返済免除等の救済措置には応じにくいところである。しかし、債務減免に消極的な姿勢は、スリランカなどで自主的な債務減免を救済の条件としてきたIMFの立場とは相容れないものになる。

第三に、融資受入国の国有企業や国有の特別目的会社・合弁会社などが借り手の場合、中国からの融資の際に「暗黙の政府保証」を求められるケースが多い。明示的に政府保証が供与されていなくても、債務履行が困難になった場合に政府が何らかの支援をするならば、中央政府債務とみなされるべきだが、それらが債務統計データ上では必ずしも捕捉されていない。

第四に、天然資源を直接的な返済原資または担保とする融資形態で、取引に関連する契約の多くに厳格な秘密保持条項が付けられ全貌が分からないことである。ガーナ政府が中国国有企業と合意したインフラ事業では、ガーナで産出されるボーキサイトから将来得られる収入が返済原資の一部とされ、当該債務は政府の対外債務と計上されていない。これらは偶発債務となる可能性があり、また、一部の貸し手にのみ特定の返済原資についての優先権が与えられていることは、公的債務再編の際の協調を困難にする可能性がある。

## 3. 債務問題のジレンマ

中国の対外融資に特有のこれらの慣行をみると、中国は貸し手である政策銀行や国有企業の利益を守るため（損失を回避するため）融資条件等の開示や債務救済の国際協調に消極的なのではないか、という疑念を抱かれるのも無理はない。逆に、途上国の債務救済に取り組み世界的な金融危機への拡大を阻止するため、融資の透明性を高め他国・国際機関との協調性を強めるならば、中国が国際的な評価を高めるチャンスとなるはずである。

そうした方向に舵を切るのが難しい事情が3つある。

第一に、中国は「南南合作（協力）」を途上国支援の基本方針としており、政府間の無償援助ではなく商業ベースによる融資を基本としてきた。また、「南南合作」は、資源確保など中国と相手国の双方にとって利益となる関係（Win-Win 関係）を構築することを念頭に置いている。したがって、先進国が途上国に対して行う「援助」と、中所得国である中国が低所得国向けに行う「協力」とは、本質的に異なるものであり、重債務国の救済についても先進国と足並みを揃えることが難しい。

第二に、習近平政権の対外的な看板政策である「一帯一路」構想のプロジェクトの多くで「含み損」が蓄積されているとみられることである<sup>15</sup>。

第三に、中国国内に抱える債務問題である。22年8

<sup>15</sup> 岡崎（2022）。

月に王毅外相がアフリカ 17ヶ国に対し 23 件の無利子貸付けについて一切の返済を免除すると発表した際には、国内の SNS 等で「住宅ローンの返済を先に免除すべき」とのコメントが頻出し、国内世論の強い反発に遭ったと言われる。

22 年 11 月の G20 首脳会議（バリ島）における演説で習近平国家主席は、G20 メンバー国の中で中国の DSSI の債務猶予総額が最大であることを誇示し、途上国が難関を乗り越えることを支援したと強調した。しかし、中国が問われているのは、対外融資の透明性と、他国とともに問題解決に取り組む協調性である。低中所得国向け融資で最大の債権国となった中国には、国際金融の舞台で責任ある行動をとることが求められている。

### 結びにかえて

2022 年 10 月に開催された中国共産党第 20 回全国代表大会（党大会）の習近平総書記による報告は、過去 5 年の活動を総括し「新時代の 10 年」の偉大な変革を訴えた。同報告では「マルクス主義の中国化・時代化」「中国式現代化」といった表現が多用されたが、これは、混迷する世界の中において中国共産党こそがマルクス主義の正統な継承者であり、また中国は西洋的な近代化とは一線を画した発展方式を追求するのだという明確な意思表示と解釈できるだろう。

もっとも、本稿で考察したように、現下の経済状況は債務問題だけをとっていても課題が山積しており、遠大な理想を悠長に論じている余裕など微塵もない。

不動産経済からの脱却を図った 3 つのレッドラインに見られるように、個々の改革や政策には合理的な理由がある。また、対外的にも、国際会議などの場で中央銀行の司長クラスが責任ある態度を表明している<sup>16</sup>。官僚組織がそれぞれの分野で最善を尽くす努力をしていることは間違いない。

問題は、改革措置・政策間の整合性である。中国の改革開放政策は、漸進主義的に進められてきた。そこでは、グランドデザインを設定せずに、直面する問題への対応を優先し、トライ・アンド・エラーで最善策を探り、全体としての均衡を大きく崩すことなく経済発展と市場化改革を両立してきた。しかし、現在の状況は、もはや漸進主義的なアプローチが限界にきていることを映しており、その意味で「改革開放」という一つの時代が終焉したと言えるかも知れない。

それに替わる「新時代」では、国家の目指すべき短期的目標・中長期的目標を明確化し、そこに至る経路を定め、優先順位をつけて政策を実行していく必要がある。そのためには、国際政治経済状況を冷静に把握し、市場化が進んだ国内経済の運営および市場との対話に精通し、かつ強力なリーダーシップを発揮することができる「司令塔」が不可欠である。果たして新指導部の中にそのような人物がいるかどうか。

80 年代に「改革開放」に踏み出した中国は多くの困難な状況を乗り越えてきたが、第 3 期目の習近平体制は過去 40 年間で最大の正念場に直面していると言える。

### 参考文献

- 岡寄久実子（2022）、「中国は『一帯一路』不良債権化のリスクをどう乗り切るか」『フォーサイト』（電子版、2022 年 11 月 7 日）
- 徐一睿（2022）「急拡大する中国の地方政府債務問題と都市の財政再建」『東亜』2022 年 12 月号、霞山会
- 曾根康雄（2020）、「中国の国際収支と金融の対外開放」、亜細亜大学アジア研究所・アジア研究シリーズ No.104
- 曾根康雄（2023）、「途上国の対外債務問題で問われる中国の姿勢」『東亜』2023 年 1 月号
- 原田徹也（2022）、「複合リスク下の途上国債務（やさしい経済教室①～⑩）」『日本経済新聞』2022 年 10 月 3 日～10 月 18 日
- 福本智之（2022a）、「中国減速の深層：「共同富裕」時代のリスクとチャンス」日本経済新聞社
- 福本智之（2022b）、「苦境続く中国経済：人口動態、不動産不況に影響」『日本経済新聞』2022 年 9 月 5 日
- 三浦有史（2021）、「拡張する中国の対外融資：債務危機で揺らぐ国際社会における地位」『環太平洋ビジネス情報 RIM』2021、Vol.21、No.80、日本総合研究所
- 李立栄（2022）「中国の不動産金融の構造問題と高まる金融システムリスク」『東亜』2022 年 12 月号、霞山会
- 国家外匯管理局国際収支分析小組（2022）、「2022 年上半年中国国際収支報告」（2022 年 9 月 29 日）
- JIN, Zhongxia（2022）, “Debt Vulnerability of Developing Countries”, CF40 paper (November 30, 2022)
- World Bank(2021), *International Debt Statistics 2022*. *The Financial Times*

<sup>16</sup> 例えば、JIN（2022）。