

第639回: 蜘蛛の糸

中国の企業は改革開放の流れの中で、「単位」、「公司」、「有限股份公司」など目まぐるしく形態や名称を変えつつ成長しており、企業数を正確に数えるのは難しいが、一説によると現在約 1300 万社の企業が存在し、その内の約 46 万社が国有企業と云われている。

だから(単純な割り算だが)「中国では 3%の国有企業が中国経済の 20%を動かす」とも云われている。ただ国有企業が 46 万社あると云っても、その大半は「浙江省直属、或は(もっと下級の)河北省・石家荘市傘下などの“地方政府系国有企業”」であり、「中央企業」と呼ばれる中央政府(＝國務院国有資産監督管理委員会: 以下国資委)が直接管理する超巨大企業は僅か 97 社。

(ご参考)国資委 HP <http://www.sasac.gov.cn/n2588035/n2641579/n2641645/index.html>

この 97 社の中には、中国基幹産業の雄である石油・自動車・通信・建設等の大手企業が勢揃いしており、情報開示を警戒する軍需産業(e.g. 戦略ミサイルの中国航天科技集団、戦車・銃器弾薬等の中国兵器工業集団)を除けば、多くの企業が子会社を通じて、ペトロチャイナ(00857/HK)、チャイナモバイル(00941/HK)、東風汽車(00489/HK)などの上場企業を傘下に置いている。ただ、ここに金融機関は含まれていない。

「中央企業」に相当する中国金融界の巨人(全 26 社)は「中央金融企業」と呼ばれ、国資委から切り離されて、財政部・中国人民銀行(＝中央銀行)・銀保監会・証監会の共同管理下に置かれている。企業名を序列順に列挙すると以下のとおり。(改行は筆者が独断で“業界”毎に区切ったもので、あまり深い意味はない)

- ①中国農業発展銀行、②中国輸出入銀行、③国家開発銀行、
- ④中国工商銀行、⑤中国農業銀行、⑥中国銀行、⑦中国建設銀行、⑧交通銀行、
- ⑨中国輸出信用保険、⑩中国人民保険、⑪中国人寿保険、⑫中国太平保険、
- ⑬中国中信集団、⑭中国光大集団、⑮中国投資、
- ⑯中国華融資産管理、⑰中国長城資産管理、⑱中国東方資産管理、⑲中国信達資産管理、
- ⑳中国国債登記清算、㉑中国農業再保険、㉒中国政企合作投資基金、㉓国家融資担保基金、
- ㉔中国銀河金融、㉕中国建銀投資、㉖中国再保険

中国政府の序列によると、26 社は 3 大政策銀行(①～③)から始まり、5 大商銀(④～⑧)、4 大保険(⑨～⑫)、2 大金融コングロマリット(⑬中信・⑭光大)、政府系ファンド(SWF⑮)、4 大資産管理会社(⑯～⑲)と錚々たる顔ぶれ続く。

そして、いま国内外の投資家が固唾を呑んで中国政府の動きを注視しているのが⑯不良債権処理会社＝中国華融資産管理(02799/HK)の信用不安問題。

同社傘下の子会社は 4 月 27 日に期限を迎えたシンガポールドル債(S \$600m)の償還に何とか成功し、最初の危機は乗り切った。同社誕生時(1999 年)に設立母体となった中国工商銀行が、政府の命令で救済に動き、“特融”で乗り切ったとの噂が流れているが、同社米ドル建て外債の金利は高止まりしており、市場は同社の動向をまだまだ不安視しているようだ。

同社をはじめとする 4 大資産管理会社(⑯～⑲)は 90 年代に、4 大商業銀行(④～⑦)が抱える不良債権の処理部門として設立された。中国農業銀行は「長城資産管理」を、中国銀行は「東方資産管理」、中国建設銀行は「信達管理」を設立した。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

そして、中国工商銀行は子会社として「華融資産」を設立した。その後、株主の入れ替えが行われ、現在同社は中国財政部が 61.41%、中国人寿保険が 4.22% 出資し、残りが浮動株(H 株)と、その他株主の出資構成となっている。表面上は上場企業だが、財政部が 6 割も出資していれば、だれもが「中国政府そのもの(ソブリンリスク)」だと思っただろう。

つい最近まで同社董事長だった頼小民(享年 58 歳)は収賄罪で今年初に死刑を執行された。銀保監会の責任者が「業界他社の経営は安定している」と述べたように、華融危機の背景には不良債権処理会社が抱える構造上の問題もあるだろうが、個社の問題(トップの乱脈経営)に起因するところも大きいようだ。

中国の社債の債務不履行は近年増加傾向にあり、中国「第一財經」記事によると、20 年にデフォルトした社債は 150 銘柄、金額は 1697 億元(1 元≒17 円)に上り、19 年を上回り過去最高水準になった。最近では半導体国産化の担い手として期待されていた紫光集団や「融資平台(資金調達ビークル)」と呼ばれる地方政府傘下の投資会社の債務増大に伴うデフォルトが目立っている。

しかし、「華融資産」のステイタスは「財政部 6 割出資」が示すように、紫光集団や内蒙古の石炭開発会社などの比ではない。中国が市場経済化に向かう中で、かつての国有企業が独立採算制の有限責任会社に転換し、市場競争で淘汰されてゆくのは避けられないことだが、「97 の中央企業」と「26 の中央金融企業」だけは別格官幣社扱いで、「暗黙の政府保証」により保護されていると信じてきた。

これは極めて微妙な問題だ。中国経済はコロナ禍から回復軌道に乗りつつあり、政府が国有企業の資金繰り支援を縮小しつつあるのは事実だし、これまで地方政府の財源となってきた「融資平台」が仕込む危険な不動産 PJ から距離を置きたい気持ちは理解できる。地方政府は不動産等の資金調達で、銀行や投資家に「保証状」を差し入れているわけではないが、銀行業界で云う「Keep Well Letter」や「経営指導念書」のような言をしばしば口頭で発し、これを聞いた投資家たちが「暗黙の保証」と解釈しているのである。

芥川龍之介の「蜘蛛の糸」ではないが、中国政府(お釈迦様)はカンダタの如き手合いが、「暗黙の保証」にいつまでもしがみついているのに困惑している。そこで「国有企業でもデフォルトさせる可能性はある」とのメッセージを発信したところ、これが債務不履行頻発の誘因となった可能性はある。

中国政府が恥を忍びデフォルト容認の素振りを見せたことは「暗黙の保証の是正(=構造改革の前進)」と前向きに捉え、評価すべき一面はある。でも、金融業界にはそれなりの常識と規範が存在する。

中央金融企業を一刀両断で切り捨てるような行動を、市場が義拳と見るか暴拳と捉えるかは明らかだ。

中国政府の動きは警戒的に見る必要がある、これが直ちにシステミックリスクに繋がるわけではないが。

今回は大国を「蜘蛛の糸」のお釈迦様に譬えてしまった。芥川龍之介の作品群は大好きだが、大御所を「或〇〇の一生」や「〇〇変」に準える勇気も持ち合わせてないので。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

2021 年(令和 3 年)5 月 7 日

筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行(現三菱 UFJ 信託銀行)入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007 年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識(時事通信社)、中国ビジネス笑劇場(光文社)等

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 121 号

日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 加入
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040

ご投資にあたっての注意事項

外国証券等について

・外国証券等は、日本国内の取引所に上場されている銘柄や日本国内で募集または売出しがあった銘柄等の場合を除き、日本国の金融商品取引法に基づく企業内容等の開示が行われておりません。

手数料等およびリスクについて

①国内株式等の手数料等およびリスクについて

・国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2650% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 1.2650% (税込み) に相当する額が 3,300 円 (税込み) に満たない場合は 3,300 円 (税込み)、売却約定代金が 3,300 円未満の場合は別途、当社が定めた方法により算出した金額をお支払いいただきます。国内株式等を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式等は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。

②外国株式等の手数料等およびリスクについて

・委託取引については、売買金額 (現地における約定代金) に現地委託手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額) に対して最大 1.1000% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・国内店頭取引については、お客さまに提示する売り・買い店頭取引価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で基準価格を算出し、基準価格と売り・買い店頭取引価格との差がそれぞれ原則として 2.50% となるように設定したものです。

・外国株式等は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

③債券の手数料等およびリスクについて

・非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスクおよび為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

④投資信託の手数料等およびリスクについて

・投資信託のお取引にあたっては、申込 (一部の投資信託は換金) 手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なるため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該金融商品市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

⑤株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

・株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0880% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.400% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 4.400% (税込み) に相当する額が 2,750 円 (税込み) に満たない場合は 2,750 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をご覧ください。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。