

2015年10月13日
No.2015-033

中国経済に大きな下振れリスク

— バランスシート調整を余儀なくされる企業 —

調査部 副主任研究員 関辰一

《要 点》

- ◆ 中国人民銀行によると、2015年第3四半期の企業の資金需要DIは56.7%ポイントと、前の四半期から▲3.7%ポイント低下。2014年秋口以降、当局は金融緩和策を相次いで打ち出したものの、企業の資金需要の悪化に歯止めがかからず。需要の利子弾力性は著しく低下し、政府のマクロ・コントロールの効果は脆弱。
- ◆ この背景には、企業がバランスシート調整を余儀なくされていることが指摘可能。近年、企業は過剰設備の裏返しで債務を増やしたばかりでなく、緩和的な金融政策の下、実業が行き詰った企業などが財テクを拡大。こうしたなか、企業債務は急膨張し、マクロ全体でみたレバレッジを大きく押し上げ。もともと、景気の悪化に伴い、委託融資などでデフォルトが続く等、企業の資産は目減り。一方で、銀行融資や社債などで調達した大きな負債は残存しており、企業は利払い負担の増加やデフレ圧力の強まりのなかで、債務返済を優先せざるを得ない状況。これは、バブル崩壊後「バランスシート不況」に陥った日本経済と類似。
- ◆ 90年代の日本では、バランスシート調整が本格化し、企業の資金需要が急速に縮小。日本銀行は1991年以降金融緩和に転じたものの、設備投資を回復させることができず、不況により雇用情勢が悪化。中国も同様なリスクを抱えており、短期でのバランスシート調整となれば、民間投資が大幅に下振れ、経済成長率が急低下するリスク。

本件に関するご照会は、調査部・副主任研究員・関辰一宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-6157

Mail: seki.shinichi@jri.co.jp

1. 弱まるマクロ・コントロールの効果

中国人民銀行が9月30日に公表した「2015年第三季度銀行家問卷調査報告」によると、2015年第3四半期の企業の資金需要DI（貸付総体需求指数）は56.7%ポイントと、前の四半期から▲3.7%ポイント低下した。「銀行家問卷調査」とは、中国人民銀行が四半期毎に全国約3,100の銀行に行っているアンケート調査である。アンケートでは、マクロ経済の現状認識や銀行業の景況感などに加え、企業の資金需要について質問している。前の四半期に比べて、企業の資金需要が「増加」と回答した銀行の割合から「減少」と回答した銀行の割合を引いた値が資金需要DIであり、企業の資金需要が「減少」との回答が増えれば、資金需要DIは低下する。

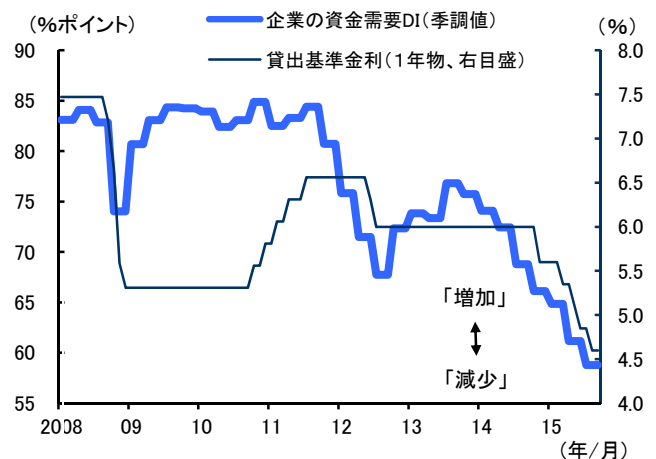
中国人民銀行は2014年9～10月に主要銀行や農村商業銀行等に対して総額7,695億円の資金供給を行ったうえで、11月から2015年9月までに政策金利を5回引き下げた。もっとも、上記の様に企業の資金需要は悪化が続いている（図表1）。これは、これまでみられなかった現象である。2008年のリーマン・ショック後、企業の資金需要は大きく落ち込んだものの、政府が政策金利を引き下げると、企業は資本コストの低下を好感し、その後の資金需要はV字回復した。また、2012年にも利下げの後、まもなく企業の資金需要は持ち直した。ところが、2014年秋以降、政策金利が相次ぎ引き下げられたにもかかわらず、企業の資金需要は依然として減少の方向である。

中国経済は中央政府のグリップが強いため、政府が旗を振った方向に動くという見方もある。確かに、これまでの中国経済はそうであった。しかし、足元の状況をみる限り、状況はすでに大きく変化し、需要の利子弾力性は著しく低下し、政府のマクロ・コントロールの効果は弱まっていることがうかがわれる。

2. 始まった企業のバランスシート調整

近年、中国経済にどのような変化があったのか。2010年以降、設備投資は抑制されており、過剰設備の問題が深刻化した様子はない。他方、家計・企業・政府の総債務はここ6年間で3倍となった（図表2）。とりわけ、企業債務の急拡大には大きな問題が潜んでいる。2008年から2014年にかけて、非金融企業債務残高は68.6兆元増加し、2014年末に99.7兆元（約2,000兆円）に達した。日本では1980年代のバブル期に、非金融企業債務残高の対GDP比が急上昇し、1989年末には132.2%に達した。中国の場合、2014年末の同比率は156.7%とすでに日本のバブル期を上回る。

（図表1）企業の資金需要と政策金利



（資料）中国人民銀行

（注）資金需要DIは「資金需要増加」-「減少」+50、調査対象は全国約3,100の銀行、日本総研が季節調整。

(図表2) 家計・企業・政府の債務残高

暦年	家計債務	非金融 企業債務	政府総債務	家計及び非 金融企業債務	総債務	名目GDP	非金融企業債 務の対GDP比	総債務の 対GDP比
	a	b	c	a+b	a+b+c	d	b/d	(a+b+c)/d
	億元	億元	億元	億元	億元	億元	%	%
2000	n.a.	n.a.	36,974	111,893	148,867	99,215	n.a.	150.0
2001	n.a.	n.a.	41,157	114,983	156,140	109,655	n.a.	142.4
2002	n.a.	n.a.	45,472	144,228	189,700	120,333	n.a.	157.6
2003	n.a.	n.a.	50,767	175,561	226,328	135,823	n.a.	166.6
2004	n.a.	n.a.	56,595	200,208	256,803	159,878	n.a.	160.6
2005	n.a.	n.a.	63,375	218,496	281,871	184,937	n.a.	152.4
2006	23,730	234,971	70,142	258,702	328,843	216,314	108.6	152.0
2007	50,747	263,535	92,847	314,283	407,130	265,810	99.1	153.2
2008	57,137	311,693	100,052	368,830	468,882	314,045	99.3	149.3
2009	81,612	424,346	124,839	505,957	630,796	340,903	124.5	185.0
2010	112,094	507,152	147,255	619,246	766,501	401,513	126.3	190.9
2011	135,214	598,912	172,671	734,126	906,797	473,104	126.6	191.7
2012	160,194	723,891	197,985	884,084	1,082,070	519,470	139.4	208.3
2013	196,864	862,320	230,938	1,059,184	1,290,122	588,019	146.6	219.4
2014	229,216	997,200	261,810	1,226,416	1,488,226	636,463	156.7	233.8

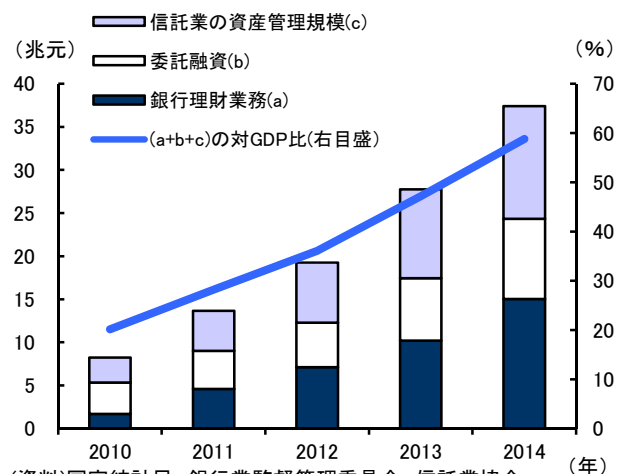
(資料) 家計及び非金融企業債務はBISのtotal credit統計、政府総債務はIMFのgeneral government gross debt統計、
 名目GDPは中国国家統計局を基に日本総研作成

なお、社会科学院副院長の李揚氏らは『中国国家資産負債表 2013』において、2012年末の非金融企業債務残高を72.1兆元と発表し、このうち地方のインフラ開発プロジェクトや不動産プロジェクトの資金調達を行う地方融資プラットフォームの債務残高を13.4兆元と試算した。仮に、地方融資プラットフォームの債務を地方政府債務としてカウントしても、その規模は非金融企業全体の18.6%にとどまり、残りの企業債務(58.7兆元)は依然として膨大な規模である。

企業は、2010年にかけて過剰設備の裏返しで債務を増やしたばかりでなく、その後も低金利下で積極的に資金を調達し続け、その資金を設備投資ではなく、かなりの部分を財テクに投じてきた。この点について、国民経済計算における非金融企業の資本調達勘定¹、および固定資本形成の対GDP比と債務残高の対GDP比の乖離²で確認できる。

企業は委託融資や理財商品、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。2014年末の委託融資の残高は9.33兆元、銀行理財商品は15.02兆元、信託融資は13.04兆元である。委託融資と合わせると、シャドーバンキングの規模は37.39兆元と

(図表3) シャドーバンキングの規模



(資料) 国家統計局、銀行業監督管理委員会、信託業協会、Windを基に日本総研作成

¹ 詳しくは、関辰一「中国経済の重石となる過剰債務問題」日本総合研究所リサーチ・フォーカス 2015年8月26日を参照。

² 詳しくは、関辰一「限界に向かう中国の企業債務拡大」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2015 Vol.15 No.57)を参照。

名目 GDP の 58.7%となる（図表 3）。

日本では、地価の高騰が社会問題化するなか、1989 年以降金融引き締めや総量規制を実施したが、それにより 1990 年に入り株式や土地の価格が下落に転じると、投機的な需要の減退、手仕舞いの動きから、株式と土地の価格は下落し続けた。こうしたなか、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、バランスシート調整を余儀なくされた結果、債務返済を優先する一方、設備投資を抑制した。日本銀行は 1991 年以降金融緩和に転じたものの、設備投資を回復させることができず、日本は深刻な不況に陥った。このような不況を、エコノミストのリチャード・クー氏や通商産業研究所特別研究官（当時）の小林慶一郎氏は、「バランスシート不況」と呼んだ。

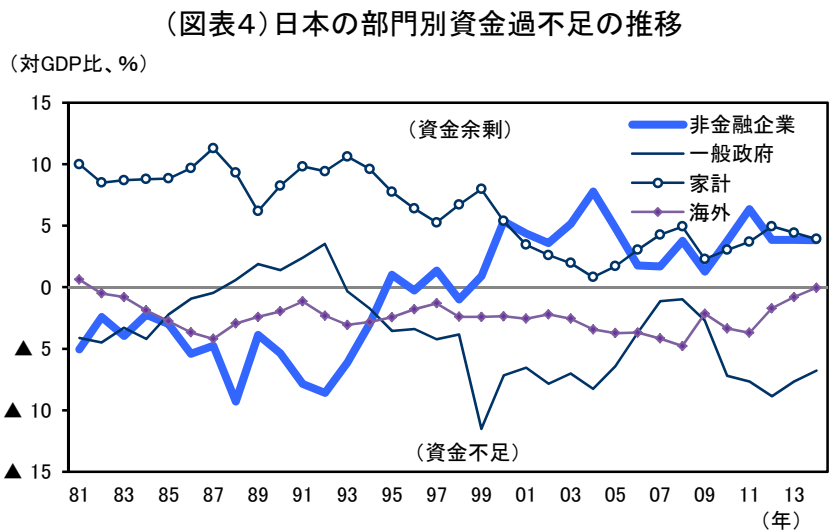
中国でも、企業が過剰な債務を抱えるなか、バランスシート調整圧力は大きい。景気の悪化に伴い、委託融資などでデフォルトが続くなど、中国企業の資産は目減りしているとみられる。他方、銀行融資や社債などで調達した大きな負債が残っている。先述のように、非金融企業は 99.7 兆元の債務残高を抱えている。金利を 6%と想定し、向こう 10 年間に債務を返済すると仮定すれば、企業の債務の元利支払い負担は年間 16.0 兆元と試算され、利払い負担は大きい。

さらに、企業の出荷価格は下落し続けており、企業は同じ数量の財・サービスを販売・提供しても、売上とキャッシュフローはその分減少することを勘案すると、債務返済を先送りすれば、負債の実質的負担は大きくなってしまふ。こうしたなか、企業は倒産・破綻を回避するべく、債務返済を優先し、新たな借り入れに慎重になっている。すでに、企業のバランスシート調整が始まったといえよう。

3. 懸念される短期でのバランスシート調整

今後の中国経済を展望すると、当局がインフラ投資の促進と住宅市場でのこ入れを強化することで、経済成長率は政府目標の 7%を小幅に下回る水準にとどまると予想されるものの、企業が短期間でのバランスシート調整を余儀なくされ、その結果、民間投資が大幅に下振れ、景気が失速するリスクがある。

90 年代、日本企業は過剰債務の対応に追われた結果、資金需要は急速に縮小し、日本経済は深刻な不況に陥った。日本銀行の「資金循環統計」からその状況が観察できる。1990 年代初頭まで、非金融企業は恒常的に資金不足主体であった（図表 4）。すなわち、家計など他の部門での余剰資金を借り、設備投資などに充当していた。その資金不足の規模は対 GDP 比 5~10%

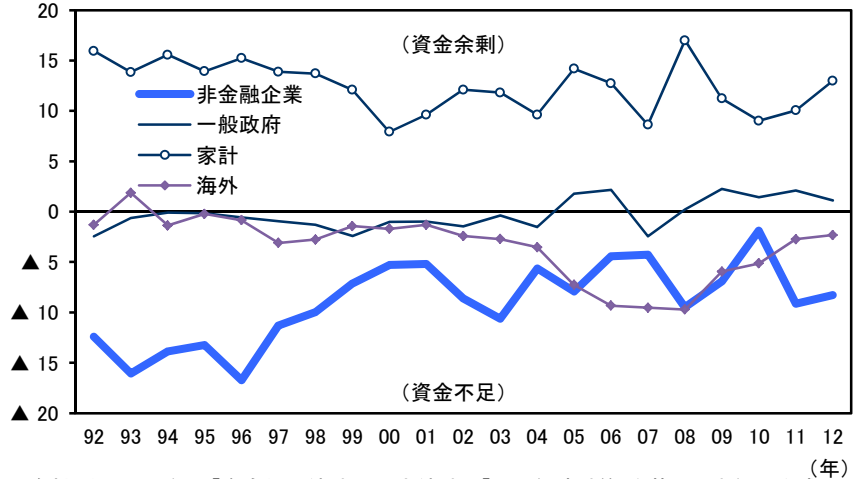


にのぼり、民間企業の設備投資が景気拡大を牽引した。ところが、資産価格の急落に伴い、債務の過剰感が強まると、企業の資金不足の対 GDP 比は、わずか 2~3 年でプラスマイナスゼロとなり、民間の設備投資は大幅にスローダウンした。

中国も同様のリスクに直面している。中国人民銀行の「資金循環統計」によると、中国では非金融企業は資金不足主体である。その規模は、かつての日本と同程度の対 GDP 比 5~10% である (図表 5)。その分、企業が他部門から資金を借り、需要を創造してきた。しかし、企業の債務拡大が限界に向かいつつあるなか、企業の資金需要は悪化している。先行き、企業の資金不足の対 GDP 比が急速にゼロに近づくことも十分に考えられる。

すなわち、固定資産投資の 6 割を占める民間投資が大幅に下振れるリスクがあり、この場合、経済成長率は急低下するだろう。日本では、90 年代の不況により雇用情勢が悪化し、人々の政権与党に対する不満が強まった結果、55 年体制が崩れ、政権交代に至った。中国も同様のリスクを抱えているといえるのかもしれない。

(図表 5) 中国の部門別資金過不足の推移
(対 GDP 比、%)



(資料) 中国人民銀行「資金循環統計」、国家统计局「国民经济計算」を基に日本総研作成