

2015年8月26日  
No.2015-022

## 中国経済の重石となる過剰債務問題

### — 金融緩和が効かない恐れ —

調査部 副主任研究員 関辰一

#### 《要 点》

- ◆ 中国経済の先行き不透明感が強まるなか、政府は景気失速を警戒する姿勢を鮮明にしており、昨年秋から金融緩和策を講じている。8月25日にも、中国人民銀行は政策金利を0.25%、預金準備率を0.5%引き下げると発表した。
- ◆ 今後、金融緩和の効果が顕在化し、景気が底入れすると期待されるものの、過剰債務のもとでは、金融を緩和しても設備投資は回復しない恐れがある。近年、中国の総債務は急拡大し、2014年末の家計・企業・政府を合わせた総債務残高は148.8兆元と同年の名目GDPの233.8%に達する。
- ◆ とりわけ、企業の債務急拡大には大きな問題が潜んでいる。日本では1980年代に、非金融企業の債務残高の対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%と日本のバブル期を上回る。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、企業の利払い負担は大きい。一方で、製品の出荷価格の下落により収益は悪化しており、企業は新たな借り入れに慎重になっている。
- ◆ こうした状況を反映し、企業の資金需要DIは、債務が小さく金融緩和が効いた2008年や2012年と異なり、金融緩和が開始された2014年秋以降も低下し続けている。加えて、銀行が不良債権の増加を懸念し、融資拡大に消極的になっている。

\* 本稿は、週刊エコノミスト 2015年7月28日号「金融緩和が効かない恐怖 過剰債務が足を引っ張る」に加筆修正したものである。

(会社概要)

株式会社日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名称: 株式会社日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp>)

創立: 1969年2月20日

資本金: 100億円

従業員: 2000名

代表取締役社長: 瀧崎正弘

理事長: 高橋進

東京本社: 〒141-0022 東京都品川区東五反田2丁目18番1号 TEL 03-6833-0900(代表)

大阪本社: 〒550-0001 大阪市西区土佐堀2丁目2番4号 TEL 06-6479-5800(代表)

**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](mailto:seki.shinichi@jri.co.jp)**

## 1. 相次ぐ金融緩和の動き

中国経済の先行き不透明感が強まっている。2015年1～7月の固定資産投資は前年同期比11.2%増と、2014年通年の15.7%増から大きくスローダウンした。7月の人民元ベースの輸出額は前年同月比▲8.9%、乗用車販売台数も同▲6.6%減少した。これを受け、雇用にも変調がみられており、4～6月期の全国101都市の公的就業サービス機構における求人数は前年同期比▲5.4%減少した。こうしたなか、デフレ圧力が強まっており、2015年1～6月のGDPデフレーターは前年同期比▲0.5%と2014年通年の+0.8%からマイナスに転じ、7月の工業生産者出荷価格（PPI）は同▲5.4%と一段と下落している。このような経済的な苦境を反映して、上海総合株価指数は直近ピークの6月12日の5,166ポイントから8月25日には2,965ポイントまで下落している。

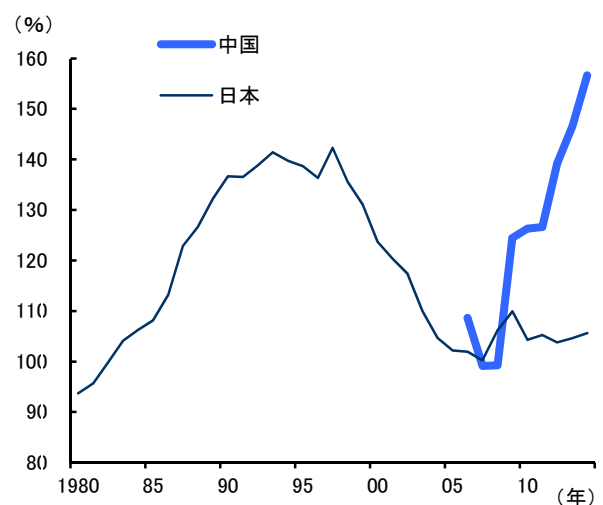
こうした状況に対し、政府は景気失速を警戒する姿勢を鮮明にしており、昨年秋から金融緩和策を講じている。中国人民銀行は2014年9～10月に主要銀行と農村商業銀行等に対して総額7,695億円の資金供給を行ったうえで、11月に2年4か月ぶりの利下げを実施した。2015年入り後も3月、5月、6月に追加利下げを行った。また、今年2月と4月の全面的な預金準備率の引き下げに続き、6月には農村向けや中小零細企業向け融資残高が一定以上の金融機関に限定して、追加的に預金準備率を引き下げた。

さらに8月25日、中国人民銀行は翌日に0.25%の追加利下げ、9月6日に0.5%の預金準備率の追加引き下げを実施すると発表した。その結果、政策金利である1年物の貸出基準金利は昨年10月末の6.00%から8月26日には4.60%と計1.40%引き下げられた。相次ぐ金融緩和の動きを踏まえると、当局は構造改革を優先し金融緩和に消極的なリコノミクスを事実上撤回したといえよう。

## 2. 過剰債務のもと、金融緩和が効かない恐れ

このように中国人民銀行が相次いで金融緩和を行うなか、今後、金融緩和の効果が顕在化し、投資を中心に景気が底入れすると期待される。もっとも、過剰債務を抱えるもと、金融を緩和しても設備投資は回復しない恐れがある。近年、家計・企業・政府を合わせた中国の総債務が急ピッチで増加している。BIS（国際決済銀行）によると、2014年末の中国における債務残高は、家計が22.9兆元、非金融企業（金融機関を除く企業部門、地方融資平台を含む）が99.7兆元であった。また、IMF（国際通貨機関）によると、中央と地方政府を合わせた政府総債務残高は同26.2兆元であった。したがって、2014年末の家計・企業・政府を合わせた総債務残高は148.8兆元と同年の名目GDPの233.8%に達する。2008年末からの6年間で総債務は101.9兆元増加し、総債務の対GDP比は新興国としては異例の高さとなった。

（図表1）非金融企業債務残高の対GDP比



（資料）非金融企業債務残高はBISのtotal credit統計、GDPは国家統計局、内閣府「国民経済計算」を基に日本総研作成

とりわけ、企業の債務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、その間の総債務拡大に対する寄与率は67.2%に及ぶ。日本では1980年代に、非金融企業の債務残高の対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）。

この背景には企業の財テクと過剰投資という二つの要因が指摘できる。リーマン・ショック後の4兆元の景気対策を受けて、地方政府が融資プラットフォームを通じて調達した資金は非効率なインフラ建設や不動産開発投資に投じられた。また、鉄鋼やセメント、太陽光パネルなどの製造業セクターでは、過剰設備により収益性がすでに低い状況に陥っていたにもかかわらず、借入れと新規設備を増加させた。このような実物投資の拡大は企業債務が急膨張した要因の一つである。

もともと、近年の企業債務拡大の主因は、中国企業の財テク拡大である。中国の国民経済計算における非金融企業の資本調達勘定（フロー）をみると、2008年から2012年にかけて企業の資金調達総額が年間6.8兆元から13.9兆元へ増加し、累計では55.3兆元となった（図表2）。

この頃から企業による実物投資以外への運用が増え、運用面からみると、金融資産純増は累計で40.3兆元と大幅に増加した。他方、実物投資に充当する資金は累計15.0兆元にとどまった。大手企業の負債利回りが金融資産収益率を下回るため、資金を右から左に流す財テクが拡大し、バブル期の日本と似た状況となっている。

主要経済新聞の一つである21世紀経済報道が2013年5月3日に掲載した記事「120家上市公司306億元涉非関聯委託貸款」によれば、120社の上場企業が銀行を経由し、高利率で非関連企業に総額306億元を貸し付けている。その頃の銀行貸出の平均金利は6%台後半であったが、それらの貸付金利は大半が7~12%であり、10%を超える企業は53社。このうち9社は23%以上であり、最高金利が「中原高速」の25.95%であるという。

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、その結果、債務返済を優先する一方、設備投資需要は縮小した。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。中国でも企業が大きな債務と非効率な資産を抱えるなか、バランスシート調整を優先すれば、金融緩和が十分な効果を生まないリスクが大きいといえよう。

（図表2）非金融企業の金融取引（フロー）

暦年	計	調 達			運 用	
		市 中 借 入 金	債 券 株 式	そ の 他 債 務	金融資産 純 増	実物投資 に 充 当
2003	3.1	2.4	0.2	0.6	1.7	1.5
2004	2.8	1.8	0.2	0.8	1.9	0.9
2005	2.9	1.9	0.3	0.7	1.5	1.5
2006	3.8	2.6	0.5	0.6	2.8	1.0
2007	4.7	2.6	0.8	1.2	3.5	1.1
2008	6.8	5.0	0.9	0.8	3.8	3.0
2009	11.9	9.1	1.8	1.0	9.5	2.4
2010	11.6	6.5	1.5	3.5	10.8	0.8
2011	11.1	6.7	1.9	2.5	6.7	4.4
2012	13.9	9.2	2.5	2.3	9.5	4.4
2008-12 年累計	55.3	36.5	8.6	10.1	40.3	15.0

（資料）国家統計局「国民経済計算」各年版を基に日本総研作成

（注）金融資産の純増には、現金・預金、有価証券、およびその他の金融資産を含む。

### 3. 悪化する資金需要

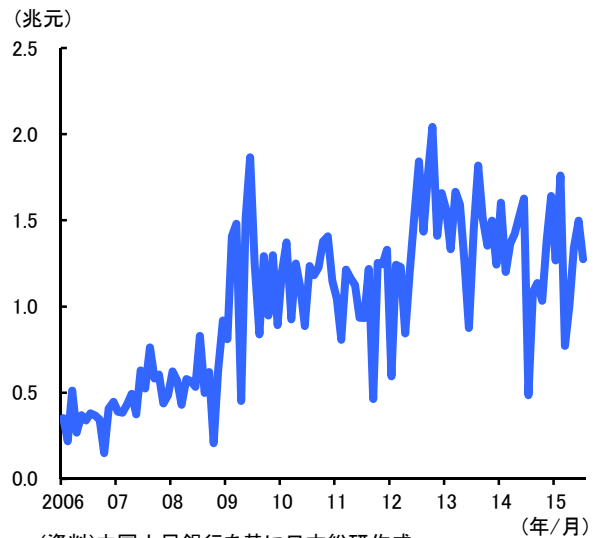
実際、当局は昨年秋から銀行への資金供給拡大や利下げ、預金準備率の引き下げを相次いで実施したものの、固定資産投資の減速には歯止めがかかっていない。資金が銀行に滞り、企業まで流れないため、銀行のオフバランスの融資を含む社会融資総量の増勢は鈍化している（図表3）。

この背景には、企業の資金需要の悪化と金融機関の慎重化の動きが指摘できる。企業収益が悪化し、銀行を経由した高利率での貸付け（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、企業の利払い負担は大きい。一方、デフレ圧力が強まるなか、製品の出荷価格の下落により収益は悪化しており、企業は新たな借りに慎重になっている。こうした状況を反映し、企業の資金需要DIは、債務が小さく金融緩和が効いた2008年や2012年と異なり、金融緩和が開始された2014年秋以降も低下し続けている（図表4）。加えて、銀行が不良債権の増加を懸念し、融資拡大に消極的になっていることも、マネーサプライの増勢鈍化の要因の一つとなっている。

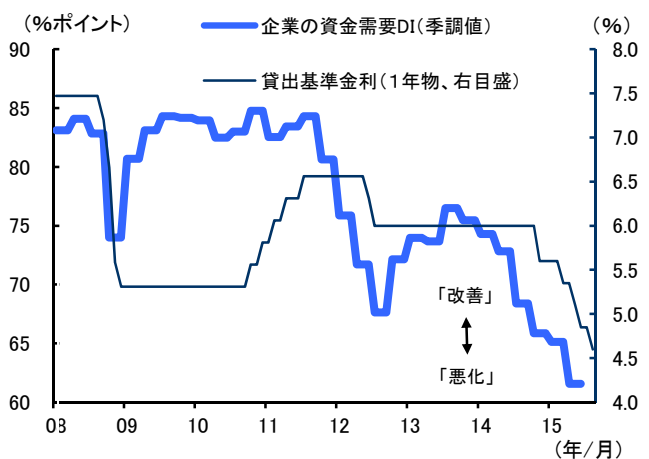
実体経済面をみても、資本財の輸入が減少するなど設備投資下振れの予兆がみられている。金融が緩和されたにもかかわらず、7月の機械類の輸入額（季節調整値）は2014年12月対比▲9.7%減少している。ちなみに、機械類の輸入額が頭打ちとなった2011年から2012年にかけて、製造業の固定資産投資の伸び率は前年比31.8%増から22.0%増に減速した。今回の機械類の輸入の減少が当時よりも突発的かつ大幅である点を踏まえると、今後、設備投資が大きく下振れるリスクがある。

このように、中国経済は金融を緩和しても、企業が債務返済を優先せざるを得ない状況に陥り、設備投資の増勢鈍化に歯止めがかからなくなるリスクを抱えている。この場合、景気は大幅に下振れ、実質成長率は5%台まで低下する恐れもあるといえよう。

（図表3）社会融資総量（フロー、季調値）



（図表4）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「資金需要改善」-「悪化」+50、調査対象は全国約3,100の銀行、日本総研が季節調整。