

バランスシート不況の入口に立つ中国経済

調査部

副主任研究員 関 辰一

要 旨

1. 中国では、景気減速が続いている。実質GDP成長率は2010年をピークに低下し、2015年7～9月期には前年同期比+6.9%となった。景気の最も大きなブレーキ要因は、投資の増勢鈍化である。民間投資の増勢鈍化に歯止めがかからないなか、固定資産投資はスローダウンしている。デフレ圧力が強まり、雇用が悪化するなか、政府は利下げなど一連の景気てこ入れ策を打ち出した。
2. 政府のてこ入れ策により、住宅市場や中央政府直轄のインフラ投資など一部に持ち直しの動きもみられるものの、景気回復のモメンタムは強まっていない。企業の資金需要は、金融緩和が有効であった2008年や2012年と異なり、政策金利が相次いで引き下げられた2014年以降も悪化し続けている。このように、需要の利子弾力性の低下が著しくなり、政府のマクロ・コントロールの影響力は弱まった。
3. この背景には、企業の債務があまりに大きくなり、バランスシート調整が始まったことが指摘出来る。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、企業の財テクや過剰投資により、2014年末の同比率は156.7%と日本のバブル期を上回る。
4. 大きなバランスシート調整圧力を抱えるなか、景気の悪化に伴い、銀行を経由した高利率での貸し付け（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巨額の債務が残っている。非金融企業が100兆元の債務残高を抱えるなか、金利を6%と想定し、向こう10年間に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。
5. 今後を展望すると、住宅市場の底入れとインフラ投資の加速が景気の下支えとなり、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。ただし、短期間でバランスシート調整を余儀なくされれば、民間投資が大幅に下振れ、景気が失速するリスクもある。バブル崩壊後の日本では、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。

目次

はじめに

1. 景気は減速

- (1) 景気の現状
- (2) 政府の景気てこ入れ策とその効果

2. 中国経済の重しとなる過剰債務・過剰投資

- (1) 急増する企業債務
- (2) 背景には企業の過剰投資と財テク
- (3) 始まった企業のバランスシート調整

3. 先行き、景気が大幅に下振れるリスクも

おわりに

はじめに

中国経済の先行き不透明感が強まっている。2014年秋から政府は利下げなどの景気てこ入れ策を打ち出しているものの、景気の減速傾向に歯止めがかからず、むしろ、雇用は悪化し、デフレ圧力が強まっている。中国経済をめぐっては、一部では、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があり、確かに、これまでの中国経済はそのような展開をたどってきた。しかし、2014年以降の様相から判断すれば、状況はすでに大きく変化し、政府のマクロ・コントロールの影響力が顕著に弱まっていることがうかがわれる。

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。地方政府債務の増大がとりわけ懸念視されているものの、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とが示唆される。これは地方政府債務の増大より深刻な問題とみられる。2014年末における企業債務残高の対GDP比は156.7%と日本のバブル期を上回り、企業は大きなバランスシート調整圧力に直面するようになった。

日本では、金融引き締めや総量規制などにより1990年代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出来ず、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。

1990年代の日本同様、今後、中国でも企業が債務返済を優先せざるを得ない「バランスシート不況」に陥り、設備投資の増勢鈍化に歯止めがかからず、景気が大きく下振れることが懸念される。

本稿の構成は以下のとおりである。1章では、需要が弱まるなか、雇用が悪化し、デフレ圧力が強まっている様子を確認したうえで、政府の景気てこ入れ策とその効果を見ていく。2章では、過剰債務が中国経済の重しとなっている点について述べる。まず、家計・企業・政府の債務規模を整理し、企業債務の膨張が著しいことをみていく。次に、企業の財テクと過剰投資が企業債務拡大の要因であることを確認し、財テクの具体例を紹介する。そのうえで、企業のバランスシート調整が始

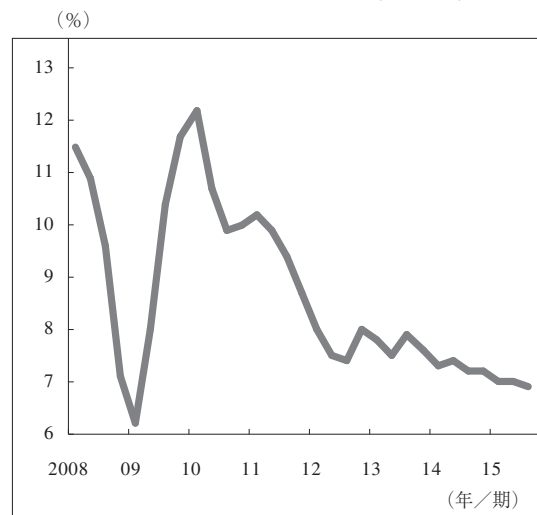
まり、資金の出し手にも融資慎重化の動きがみられることを指摘する。3章では、短期間でのバランスシート調整を余儀なくされれば、民間投資が大幅に下振れ、景気が失速するリスクがあることを指摘する。

1. 景気は減速

(1) 景気の状態

中国では、景気減速が続いている。実質GDP成長率は2010年をピークに低下し、2015年7～9月期には前年同期比+6.9%となった（図表1）。1～9月の輸出額は前年比マイナスであり、実質小売売上高と固定資産投資の伸び率も2014年から低下し、内外需いず

図表1 実質GDP成長率（前年比）



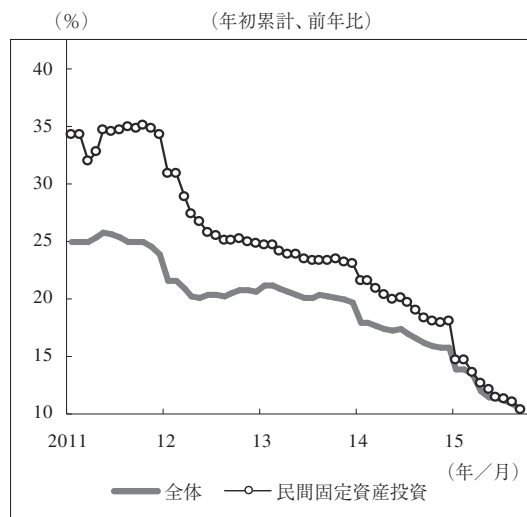
（資料）国家統計局

れも悪化している。輸出は人件費の上昇や元高、輸出先の景気減速が足かせとなった。特に、資源価格の下落で景気が悪化した資源国向け輸出の減少が著しい。消費についてみると、住宅販売の持ち直しに伴い、家具や家電は堅調である一方、日用品や衣料品がやや弱まっている。可処分所得の伸び率が低下するなど、雇用所得環境の悪化が要因として指摘出来る。また、7～9月期の乗用車販売台数は前年同月比▲1.9%と前年割れとなった。これまでの過剰生産により在庫が積み上がり、値下げ競争が激化するなか、消費者の価格下落期待が強まり、買い控えの動きが生じている。

景気の最も大きなブレーキ要因は、投資の増勢鈍化である。中国では固定資本形成の対GDP比は44%に達する（2014年、日本は20%）。1～9月の固定資産投資は前年同期比10.3%増に減速し、とりわけ2015年入り後、民間固定資産投資が大きくスローダウンしている（図表2）。業種別にみると、1～9月の民間鉄鋼業の固定資産投資は同▲13.9%、石炭採掘業▲16.8%、鉄鉱石採掘業▲23.5%に落ち込んだ。これらの結果、関連産業の生産販売活動は大きく縮小している。2015年入り後、主要建機メーカーの油圧ショベルの販売台数は前年比▲4割減少し、第2次産業の名目GDP成長率や鉄道貨物輸送量、電力消費量の伸び率も急低下した。

企業部門を中心に需要が弱まるなか、工業

図表2 固定資産投資



(注1) 国家統計局は2011年1月から民間固定資産投資のデータ発表を開始。

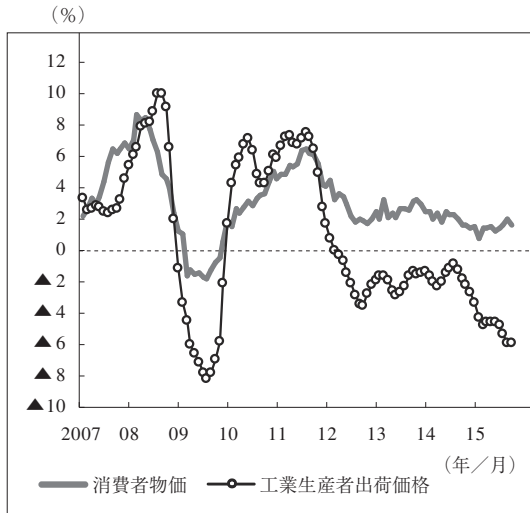
(注2) 2014年の民間固定資産投資は32.2兆元と全体の64.1%。

(資料) 国家統計局

生産者出荷価格は3年半にわたり下落し続け、足元では下落幅が一段と拡大している（図表3）。後に詳しく述べるが、これは大きな債務を抱える企業にとって、極めて厳しい状況である。企業はこれまでと同じ数量の財やサービスを販売提供しても、売上高やキャッシュフローがそれだけ減ることになる。一方、家計の消費需要は一定のペースで拡大しているため、消費者物価は年率2%程度と緩やかながら上昇し続けているものの、2015年7～9月期のGDPデフレーターは前年同期比▲0.7%と、マクロ全体でみた物価は下落しており、デフレ圧力が強まっている。

需要の弱まりを受けて企業収益と雇用も悪化している。工業企業の売上高は2014年秋ま

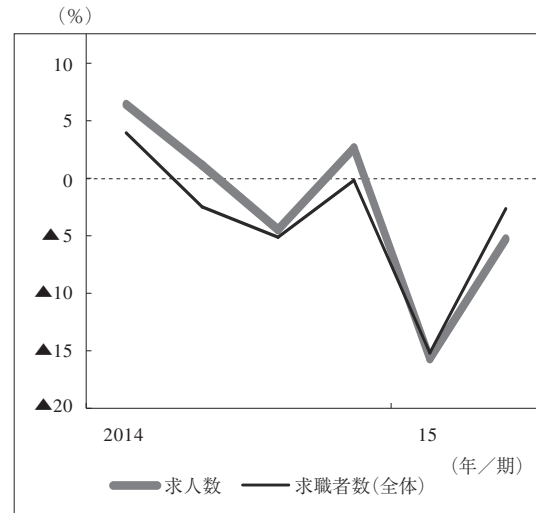
図表3 CPIとPPI（前年比）



(資料) 国家統計局

で7～8%程度の伸びを維持していたものの、2015年1～8月には前年同期比1.3%増に大きく鈍化した。税前利益にあたる利潤総額は同▲1.9%のマイナスとなった。企業収益が悪化するなか、企業は新規雇用に消極的になり、雇用情勢は悪化している。実際、1～3月期の全国の公的就業サービス機構における求人数は前年同期比▲15.7%、4～6月期も同▲5.4%と、労働需要は2015年入り後に大きく減少している（図表4）。例年、中国では農村部から都市部に1,000～2,000万人流入するが、このところの都市部の労働需要の減少を受けて、都市への人口流入の動きが大きく鈍化したとみられる。先行き、雇用情勢が一段と悪化すれば、都市戸籍者にも雇用調整の動きが及ぶだろう。

図表4 都市部の求人数と求職者数（前年比）



(注) 全国100都市の公的就業サービス機構のデータ。求職者数は各行政区内の都市戸籍者と農村戸籍者、行政区外の戸籍者を含む。

(資料) 人力資源社会保障部「部分都市公共就業サービス機構市場供給状況分析」各期版

(2) 政府の景気てこ入れ策とその効果

政府は事態を深刻に捉え、一連の景気てこ入れ策を打ち出している。第1は、金融緩和である。中国人民銀行は2014年9～10月に主要銀行と農業商業銀行等に対して総額7,695億元の資金供給などを行ったうえで、11月に2年4カ月ぶりの利下げを実施した。2015年入り後も3月、5月、6月、8月、10月に追加利下げ、2月と4月、9月、10月に預金準備率の引き下げを実施した。相次ぐ金融緩和の動きを踏まえると、当局は構造調整を優先し金融緩和に消極的なりコノミクスを事実上撤回したといえよう。

第2は、インフラ投資の促進である。中央

政府は投資プロジェクトの承認を進め、地方政府にインフラ投資の実行を要請している。その資金調達については、地方債の発行を容認すると同時に、中央銀行が銀行に資金供給する際の適格担保に地方債を追加することで、商業銀行に地方債の購入を促すなど、地方政府の財政難の緩和に注力している。さらに、インフラ整備に民間事業者の資金やノウハウを取り入れるべく、総額2兆元のPPP（Public-Private Partnership）プロジェクトを発表した。

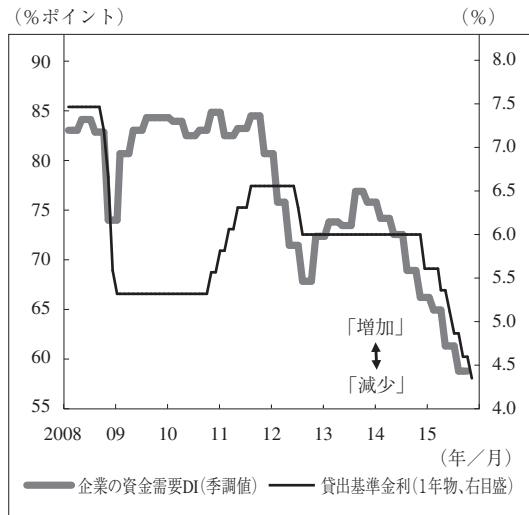
第3は、不動産市場のてこ入れである。2015年3月に、中国人民銀行は2軒目の住宅購入における最低頭金比率を引き下げると同時に、住宅公的積立金の利用条件を緩和した。同月、財務部と国家税務総局は住宅転売にかかわる営業税の課税対象を縮小すると発表した。

一連のてこ入れ策により、一部に持ち直しの動きもみられている。2015年9月の住宅販売床面積は前年同月比8.8%増加し、住宅着工床面積も同16.7%増加した。これを受け、住宅価格上昇の動きが全国に拡がりつつあり、9月の70都市の住宅平均販売価格は5カ月連続で上昇した。また、資金原資別に固定資産投資をみると、国家予算による投資は6月から急拡大し、1～9月では前年同期比20.5%増となった。

もっとも、企業の資金需要は悪化が続いており、景気回復のモメンタムは強まっていない。

中国人民銀行は四半期毎に全国約3,100の銀行にアンケート調査を行い、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。金融緩和を開始した2014年秋以降、企業の資金需要DIが低下し続けていることが注目される（図表5）。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字形に回

図表5 企業の資金需要と政策金利



(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、日本総合研究所が季節調整。
(資料) 中国人民銀行

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、政策金利が相次いで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悪化している。

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がある。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、政府のマクロ・コントロールの影響力は弱まっていることがうかがわれる。それでは、なぜ企業の資金需要は悪化し続けているのか。この背景には、企業の債務があまりに大きくなり、バランスシート調整を余儀なくされていることが指摘出来る。次章で詳しくみていきたい。

2. 中国経済の重しとなる過剰債務・過剰投資

(1) 急増する企業債務

近年、家計・企業・政府を合わせた中国の総債務が急増している。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（図表6）。また、IMF（国際通貨基金）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2008年末からの6年間で3.2倍に増加し、同年の名目GDPの233.8%に達した。

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（図表7）。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。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平台の債務残高を13.4兆元と試算した。仮に、地方融資平台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。

(2) 背景には企業の過剰投資と財テク

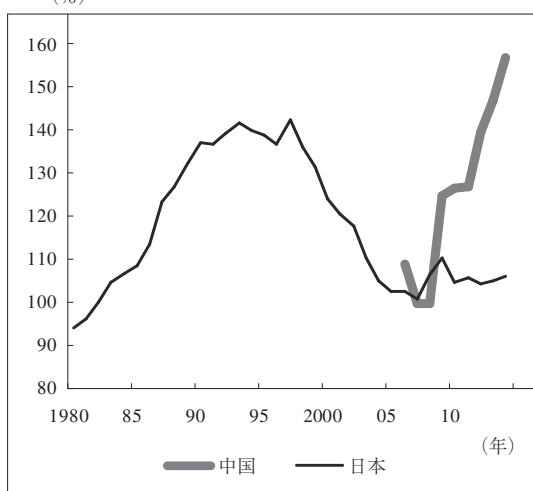
企業債務が急拡大した背景として、企業の過剰投資と財テクという二つの要因が指摘出来る。リーマン・ショック後の4兆元の景気対策を受けて、地方政府が融資平台を通じて調達した資金の多くは非効率なインフラ建設や不動産開発投資に投じられた。また、鉄鋼

図表6 家計・企業・政府の債務残高

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

(資料) 家計およ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合研究所作成

図表7 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」を基に日本総合研究所作成

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、借り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。

もっとも、近年の企業債務拡大の主因は、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2013年にかけて企業の資金調達総額（ネット）が年間6.8兆元から14.8兆元に増加し、累計では70.1兆元となった（図表8）。この頃から企業による実物投資以外への運用が増えており、運用面

図表8 非金融企業の金融取引（フロー）
(兆元)

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
2013	14.8	10.4	2.2	2.2	11.1	3.7
2008-13年 累計	70.1	46.9	10.8	12.3	51.3	18.8

(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。

(資料) 国家統計局「国民経済計算」各年版を基に日本総合研究所作成

からみると、金融資産純増は累計51.3兆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18.8兆元にとどまった。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(注1)。

企業はどのような分野で資金を運用しているのだろうか。代表的な財テクは、銀行を経由した高利率の貸出である(注2)。大手企業は不動産開発企業やその他中小企業、地方融資平台などへの高利率の貸出を拡大している。1996年に企業間で直接貸し付けを行うことが禁止されたため、いったん銀行を仲介する形となっているものの、仲介手数料を支

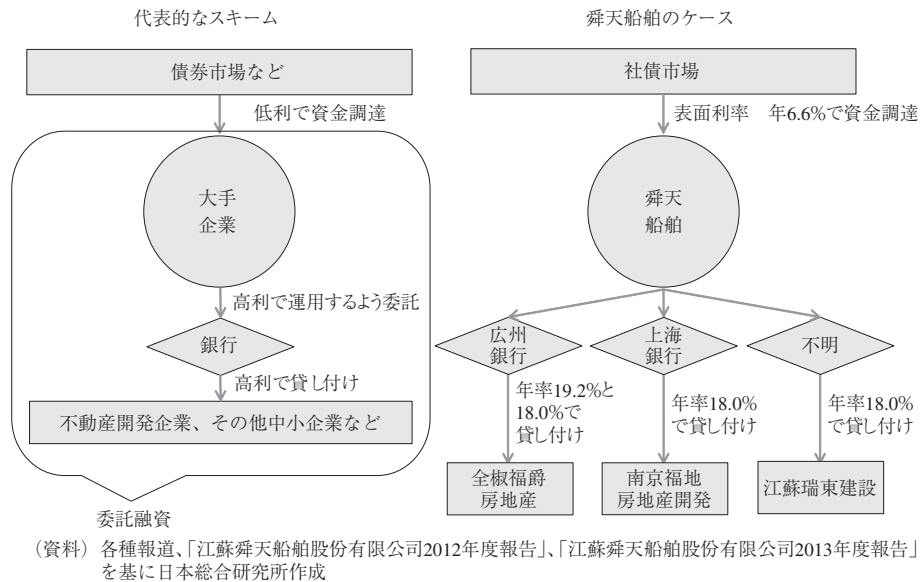
払っても、こうした企業向け貸し付けにより、年率10%超の運用利回りを得られている。中国人民銀行は、このような企業が銀行を経由して他の企業に資金を貸し付けるスキームを「委託融資」と定義している。その残高は2010年末の3.6兆元から2014年末に9.3兆元に急増した。委託融資は代表的なシャドーバンキングの一つである。

こうした財テクの資金は、社債発行などにより低利で調達されている(図表9)。たとえば、コンテナ船などの生産販売に携わる江蘇舜天船舶股份有限公司(舜天船舶)の「年報」(有価証券報告書に相当)によると、同社は2012年に表面利率年6.6%の社債発行で資金を調達し、2012年から2013年末までに、委託融資により非関連会社である全椒福爵房地產に年率19.2%と18.0%、南京福地房地產開発に同18.0%、江蘇瑞東建設に同18.0%で資金を貸し付けていた(注3)。

このほか、高速道路建設を主な業務とする河南中原高速公路股份有限公司(中原高速)は2006年に表面利率年4.0%で10年物の社債を発行し、2012年に委託融資により信陽錦華置業有限責任公司に年率25.95%、鶴壁市凱置業有限責任公司に同24.0%の高利で貸し付けていた(注4)。

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306億元涉非关联委託貸款」によれば、120社の上場企業が銀行を経由し、非関連企

図表9 銀行を経由した高利貸しのスキーム



業に高利率で総額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、それらの貸し付け金利は大半が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。

企業による投機的な動きは多岐にわたる。企業は委託融資のほか、理財商品や信託融資などのシャド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年末の銀行理財商品の残高は15.0兆元、信託融資の残高は13.0兆元である。委託融資と合わせると、シャドバンキング

の規模は37.4兆元と名目GDPの58.7%となる(図表10)(注5)。

(3) 始まった企業のバランスシート調整

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年代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。その結果、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出

来ず、日本は深刻な不況に陥った。

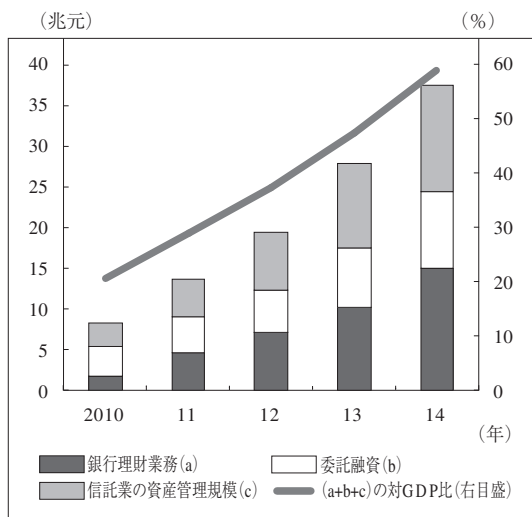
中国でも、企業が100兆元という過剰な債務を抱えているなか、バランスシート調整圧力は大きい。景気の悪化に伴い、委託融資などでデフォルトが続くなど、中国企業の資産は目減りしているとみられる。舜天船舶が南京福地房地產開発に貸し付けた資金も債務不履行となり、舜天船舶が南京福地房地產開發を相手に訴訟を起こしたために、社債発行による貸出しの実態が明るみに出た。

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、企業の元

利支払い負担は大きい(図表11)。

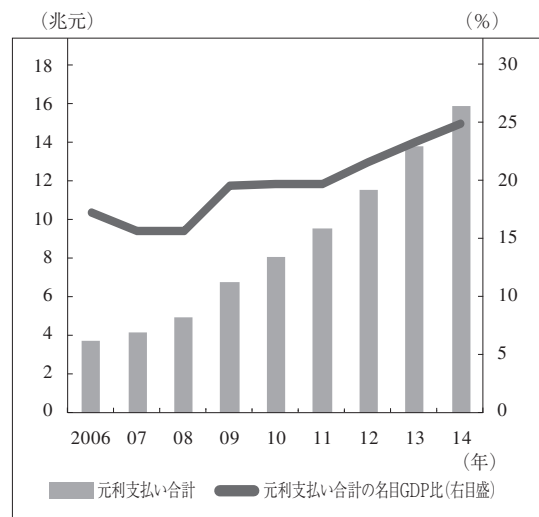
インフレであれば、元利支払いの観点からはまだ明るい将来が描ける。しかし、実際にはデフレ圧力が強まっており、企業の出荷価格は下落し続けている。企業は同じ数量の財・サービスを販売・提供しても、売上とキャッシュフローはその分減少するため、債務返済を先送りすれば、負債の実質的負担は大きくなる。東京大学の吉川洋教授は2013年の著書『デフレーション』で、「デフレにより負債の実質的負担が大きくなると、企業は倒産・破綻に追いやられてしまう」と指摘している(注6)。中国の企業家もその点を理解しているとみられる。そのため、債務返済を優

図表10 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を基に日本総合研究所作成

図表11 企業の元利支払い費用の試算



(注) 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ると、2014年の企業の債務の元利支払い合計は16兆元とGDPの25%に相当。

(資料) BISのtotal credit統計、国家統計局「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

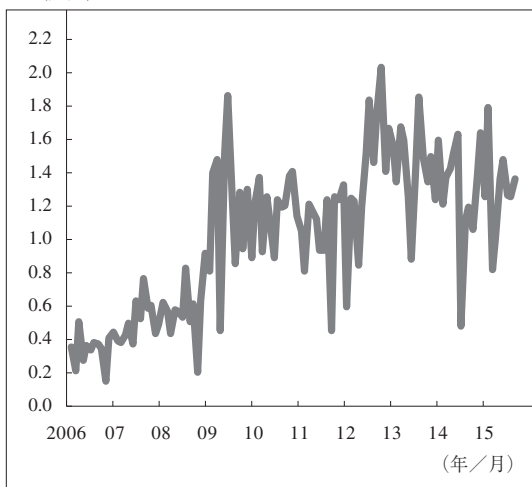
先し、新たな借りに慎重になっている。こうした状況を反映し、企業の資金需要DIは、債務が小さく金融緩和が有効であった2008年や2012年と異なり、金融緩和が開始された2014年秋以降も低下し続けている。

もう一つ注目しなければならないのは金融機関の動きである。2015年の金融機関の姿勢は2012年前後と大きく異なる。2012年頃、中央政府は銀行に対して、不動産開発企業や地方融資プラットフォーム向けの融資を控えるよう要求したところ、金融機関は銀行理財商品や委託融資、信託融資などを通じて、オフバランスで融資を続けた。これが、いわゆるシャドーバンキングである。この頃の金融機関の積極的な融資姿勢を反映し、オフバランスの融資を含む社会融資総量の増勢は加速した（図表12）。

2014年以降、対照的に中央政府は金融機関に対し、インフラプロジェクトや不動産開発企業への融資規制を緩和した。ところが、金融機関は不良債権の増加を懸念し、融資拡大に対して消極的になっている。こうしたなか、社会融資総量の増勢は鈍化している。

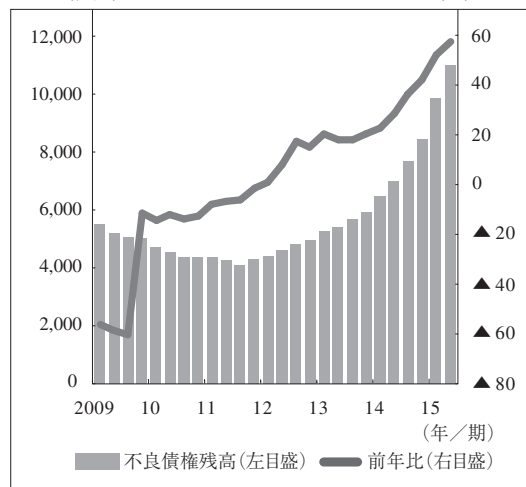
中国銀行業監督管理委員会によると、2015年6月末の不良債権残高は1.1兆元と前年6月末対比57.2%増加し、不良債権比率は1.5%に上昇したとされる（図表13）。もっとも、この公式統計は、①オフバランスの融資が統計の対象に入っていない、②不良債権の認定が甘い等の問題点を抱えている。非金融企業の債務残高が100兆元に上ることを踏まえれば、実際の不良債権は公式統計を大きく上回る規模であると考えられる。

図表12 社会融資総量（フロー、季調値）
（兆元）



（注）日本総合研究所が季節調整。
（資料）中国人民銀行

図表13 不良債権残高（前年比）
（億元）



（資料）銀行業管理監督委員会

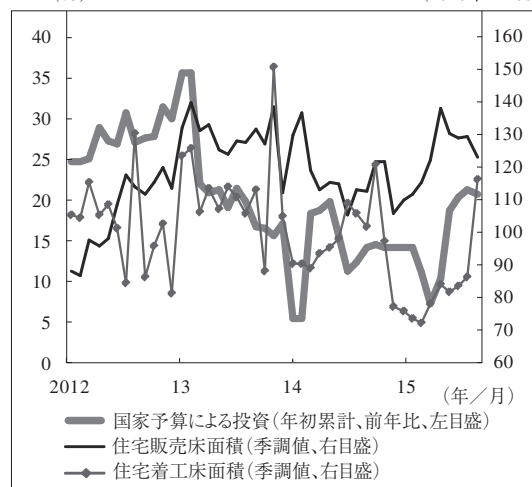
- (注1) 1980年代の日本における非金融企業の資本調達勘定については、野口 [1992] p.119を参照。
- (注2) 中国では土地や株式が主な運用対象になっていない理由については、関 [2015] を参照。
- (注3) 詳しくは、有価証券報告書に相当する「江蘇舜天船舶股份有限公司2012年度報告」と「江蘇舜天船舶股份有限公司2013年度報告」を参照。
- (注4) 詳しくは、有価証券報告書にあたる「河南中原高速公路股份有限公司2014年半年度報告」を参照。なお、同社は委託融資のほか10種類以上の理財商品にも投資。理財商品は、銀行が顧客から預金を受け入れるのではなく、当該顧客に自らの融資債権を売却すること等により、融資資産を銀行のB/S外へ移転するものであり、銀行資産のオフバランス化の典型例。理財商品も代表的なシャドーパーキングの一つ。
- (注5) シャドーパーキングの範囲、背景、リスク、政府対応力については、湯元・関 [2013] を参照。
- (注6) 詳しくは、吉川 [2013] p.9を参照。

3. 先行き、景気が大幅に下振れるリスクも

今後を展望すると、住宅市場の底入れとインフラ投資の加速が景気を下支えすると見込まれる。その結果、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。先述のように、不動産開発業者は、当局の不動産市場でこ入れ策を受けて、新たな開発を増やし、住宅着工床面積は持ち直している（図表14）。先行き、建設が進むにつれ、不動産開発投資統計に計上される。したがって、不動産開発投資の増勢鈍化に早晚歯止めがかかる見通しである。

また、インフラ投資は加速する可能性が高い。金融緩和が有効に機能しないなか、拡張的な財政政策に頼らざるを得ない状況にあり、実際、2015年6月から中央政府直轄のイ

図表14 国家予算による投資と住宅販売・着工
(%) (2010年=100)



(注) 日本総合研究所が季節調整。
(資料) 国家統計局

ンフラ投資が加速している。また、9月8日には財政部が「更なる積極的な政策を講じ、経済の安定運営を促進する」との声明を発表した。同月14日には発展改革委員会が「投資促進のための8つの措置」を決定した。

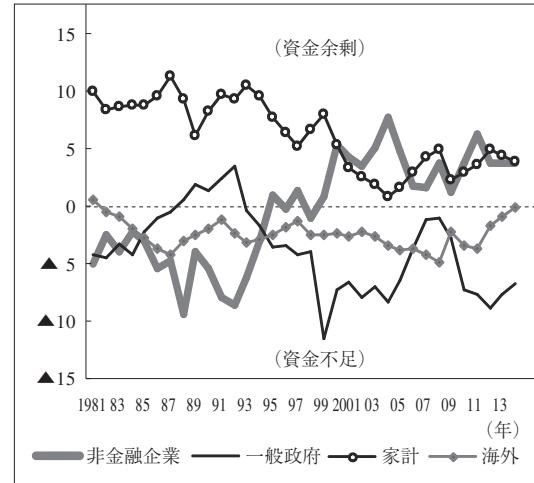
一部には、構造調整が遅れ、投資主導の成長に戻るという懸念の声もあるが、中国の経済成長のけん引役はすでに消費需要の拡大であり、財政出動しても消費がけん引する構造は大きく変わらないだろう。実際、実質小売売上高の伸び率がやや低下したものの、依然として前年対比9%程度の伸びを維持している。その結果、2015年1～9月の実質成長率(6.9%)の寄与度をみると、最終消費4.0%、総資本形成3.0%、純輸出▲0.1%と、消費をけん引役とする経済成長が続いている。①中国

の経済規模がここ7年間で2倍になった点、②民間投資の投資全体に占める割合が64.1%まで上昇した点、③民間投資の一段のスローダウンが見込まれる点を踏まえれば、先行き、2兆元規模のインフラ投資が実施されても、4兆元の景気対策が呼び水となり投資主導の高成長となった2009～2010年とは異なり、投資主導で高成長に転じることはないだろう。

むしろ懸念すべきは、過剰債務・過剰投資が重しとなるなか、短期間で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である。90年代、日本企業は過剰債務の対応に追われた結果、資金需要が急速に縮小し、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出来る。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15)。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けん引した。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。資金

図表15 日本の部門別資金過不足の推移
(対GDP比、%)

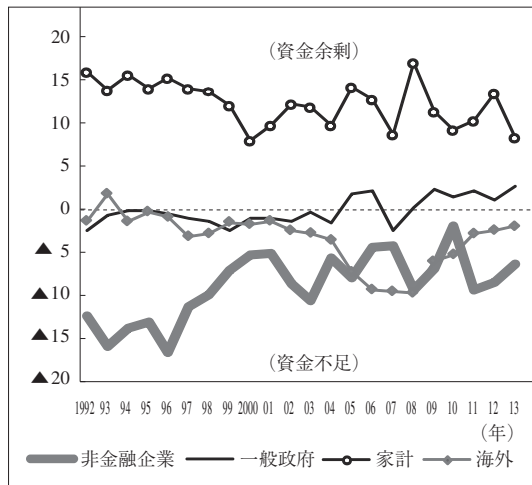


(資料) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

不足の規模は、かつての日本と同程度の対GDP比5～10%程度である(図表16)。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、政権が交代した。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16 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」、国家統計局「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

おわりに

本稿でみてきたように、中国では景気減速が続いている。最も大きな景気のブレーキ要因は、投資の増勢鈍化である。民間投資が大きくスローダウンするなか、固定資産投資の増勢鈍化が続いている。企業部門を中心に需要が弱まるなか、デフレ圧力が強まり、雇用も悪化している。当局のてこ入れ策により、一部に持ち直しの動きもみられるものの、企業の資金需要は悪化が続いており、景気回復のモメンタムは強まっていない。

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出来る。近年、緩和的な金融政策のもと、実業が行き詰った企業などは財テクを拡大した。こうしたな

か、企業債務は急速に膨張し、マクロ全体でみたレバレッジを大きく押し上げた。もっとも、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、企業の資産は目減りし始めた一方、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。企業の利払い負担は大きく、デフレ圧力も強まるなか、債務返済を優先せざるを得ない状況に陥っている。加えて、銀行の不良債権は増加し、資金の出し手にも融資慎重化の動きがみられる。

今後を展望すると、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がある。実際、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した。不況で閉塞感が強まるなか、人々の政権与党に対する不満が強まり、政権交代に至った。中国経済もこのようなりスクを抱えるなか、政府は消費拡大の促進のみならず、大規模な財政出動や海外需要の積極的な取り込みを通じて、景気失速の回避に注力すると見込まれる。先行き、短期間で大幅な調整になるのか、あるいは10～20年程度かけて漸進的に調整していくのか、いずれにしても中国経済はバランスシート不況の入り口に立っていると見えよう。

<主要参考文献>

(日本語)

1. 今井健一・渡邊真理子 [2006] 『企業の成長と金融制度 シリーズ現代中国経済4』名古屋大学出版会
2. 小林慶一郎 [2000] 「バランスシート不況のマクロ経済論」(吉川洋、通商産業研究所編集委員会『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社)
3. 〃・加藤創太 [2001] 『日本経済の罨』日本経済新聞社
4. 関辰一 [2015] 「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)
5. 唐成 [2003] 「1990年代以降の中国経済における資金循環分析」経済産業省 METI-RAD Working Paper Series No.002 2003年6月
6. 日本銀行調査統計局 [2003] 「資金循環統計の国際比較」2003年12月
7. 野口悠紀雄 [1992] 『バブルの経済学—日本経済に何が起ったのか』日本経済新聞社
8. 吉川洋 [2013] 『デフレーション』日本経済新聞出版社
9. 湯元健治・関辰一 [2013] 「中国のシャドバンキング—そのリスクと政府対応力をどうみるか」日本総合研究所リサーチ・レポート 2013年8月9日

10. リチャード・クー [2003] 『デフレとバランスシート不況の経済学』徳間書店

(中国語)

11. 张明 [2013] 「中国式影子银行:界定、成因、风险与对策」中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心 Working Paper No.2013W05
12. 李扬等 [2013] 『中国国家资产负债表2013』中国社会科学出版社
13. 〃 [2015] 『中国国家资产负债表2015』中国社会科学出版社
14. 刘海影 [2014] 『中国巨债』中信出版社
15. 陆婷・余永定 [2015] 「中国企业债对GDP比的动态路径」(中国社会科学院世界经济与政治研究所『世界经济』2015年第5期)
16. 中国人民银行杠杆率研究课题组 [2014] 「中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究」(中国银行业监督管理委员会『金融监管研究』2014年第5期)