



国家資本主義が生む バブル崩壊のリスク

指南役 関 辰一さん (日本総合研究所副主任研究員)

せき・しんいち 2004年早稲田大学政治経済学部卒、06年早稲田大学大学院経済学研究科修士課程修了。野村証券金融経済研究所などを経て、08年日本総合研究所入社、15年から現職。18年早稲田大学博士(国際開発)。専門分野は中国経済。著書に「中国 経済成長の罠」。趣味は卓球。中国上海出身。

貸し借りのモラルハザード、国有企業と金融機関の間に

近年、中国の経済発展モデルは「国家資本主義」と呼ばれています。とりわけ、アフリカ諸国など開発途上国のリーダーにとって中国の経済発展モデルは魅力的に映るかもしれません。もっとも、国家資本主義的な仕組みは、企業と金融機関の過剰なリスク嗜好を招き、中国で日本のバブル崩壊が再現される可能性が高まっています。

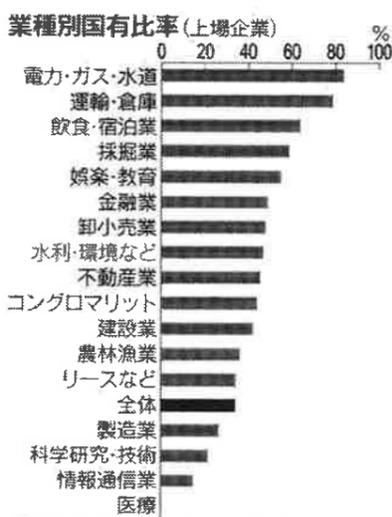
国家資本主義には確立された概念はありません。多く引き合いに出されるのは、政治学者イアン・ブレマー氏の「政府が経済に主導的な役割を果たし、主として政治上の便益を得るために市場を活用する仕組み」という定義です。

この定義で考えると、確かに中国には国家資本主義のような仕組みを見いだすことができます。政府は国有企業(国有銀行、政府系ファンドを含む)を使って、内外の資源や資金の流れを管理し、雇用を維持・創出しています。ちなみに国有企業とは、政府または国有企業が最大の株主あるいは実質的な

統治者となっている企業のことです。

中国の国有企業数は2008年の11万社から15年に17万社に増えており、国内総生産(GDP)の1.6倍に上る企業債務の大半は国有企業の債務とみられます。上場企業をみると、医療や情報通信業の国有比率は低い一方、電力・ガス・水道など公共サービスのほか、民間が十分に担える運輸・倉庫、飲食・宿泊、娯楽・教育、金融業なども多くの国有企業が存在します。また民間企業が一定の成長を果たすと、政府と親密な関係を築き、国家戦略の一端を担うようになります。富の分配において指導部が大きな影響力を持ちます。

こうした仕組みは政策の機動力や効果を高めることができます。08年のリーマン・ショックへの対応において、中国は先進国に先駆けて大規模な景気対策に踏み切り、深刻な不況の回避に成功しました。政府が電気自動車(EV)産業に資金を重点的に配分したことによって、中国EV車の競争力は短



全上場企業2850社の有価証券報告書、Wind Databaseを基に日本総研作成。国有比率=国有企業の数/(国有企業の数+非国有企業)の数

期間で高まりました。

しかしながら、このような開発独裁スタイルは、企業や金融機関の過剰なリスクテイクという深刻な問題を招きます。中国政府は、明示的なものも暗黙的なものもありますが、事実上、国

有企業の債務を保証しています。これは、国有企業に政府の役割の一部を担ってもらう見返りという見方もできます。このような市場への政府介入によって、国有企業と金融機関に深刻なモラルハザードが生じています。

国有企業は、返済能力に見合わない規模の債務を抱えるようになっており、金融機関も企業経営に対するチェックが弱まっているのが実情です。国有企業を中心に、企業は積極的に工場や事務所を建設するとともに、極端な金融資産への投資を行っています。

政府の公式統計によると、08年から16年まで中国の非金融企業は累計112兆元の資金を調達しました。この7割が金融機関からの借入金です。運用方法をみると、そのうち実物投資は27兆元にとどまり、金融資産投資が85兆元に達します。中国国内でも、資金が実物投資に回らず、リスクの高い金融資産に投じられる状況を「脱実向虚」と呼び、問題視されています。

シャドーバンキングの過熱、デフォルト連鎖の可能性はらむ

日本では企業による土地や株式への過剰投資が、1990年代前半の「バランスシート不況」につながった一方、中国では企業によるシャドーバンキング商品(銀行のオフバランス金融商品)への過剰投資が、深刻な不況を引き起こす恐れがあります。

中国では何かと不動産バブルに注目が集まりやすいですが、中国不動産市場は政府の需要抑制策により日本のバブル期ほどの過熱感はありません。他方、日本のバブル期と同等かそれ以上の過熱感がみられる分野も少なくありません。たとえば、銅や鉄鉱石などの商品市場、絵画やゴルフ会員権などの分野があげられます。会員費が年間146万円(約2400万円)のゴルフ場もあります。

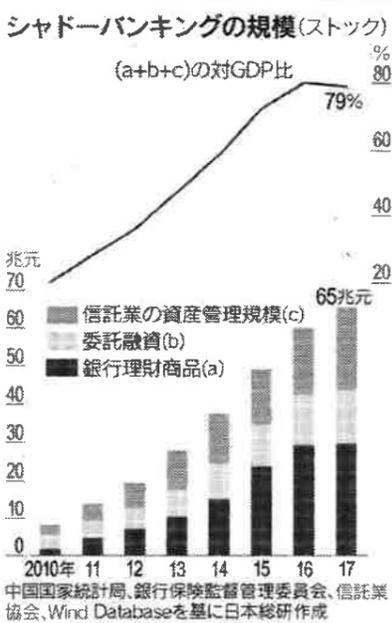
最も注視すべき分野は「銀行理財商品」「委託融資」「信託商品」の3つに代表されるシャドーバンキング商品への投資です。これらへの投資は過熱感が強く、潜在的に大きなリスクを抱えています。2017年末時点で、この3つの残高は65兆元と、GDPの8割まで膨らんでいます。

銀行理財商品とは、銀行が個人や企業向けに販売するリスクの高い金融商品の1つです。預金よりも高利回りが期待できるため高い人気があります。委託融資とは、銀行を仲介役として企業が他の企業へ貸し付けを行うことです。例えば国有造船メーカーの舜大船舶は、表面利率年6.6%の社債を発行して資金を調達し、上海銀行を経由して非関連会社である南京房地產開発に年率18.0%で貸し付けていました。

3つめの信託商品については銀行が得意先の国有企業に、関連会社の信託商品を積極的に営業することで、信託業の資産管理規模が急拡大しました。

政府がインフラ整備を担う地方融資プラットフォーム、鉄鋼など過剰生産が問題となっているセクター、不動産セクターに対して融資規制を強めると、銀行はこれらのセクター向けの融資を縮小する代わりに、銀行理財商品や委託融資、信託商品で資金を集め、簿外取引勘定を通じてこれらのセクターに資金を融通してきました。銀行が損失補填を行っていることも大きな問題です。

こうしたスキームは持続性に疑問が



あります。名目成長率を大幅に超える投資利回りを確保し続けることは現実的ではありません。高利回りを約束している運用先企業は、いずれ収益性の低下や返済能力不足に直面し、継続融資が困難となり、多くの銀行理財商品や委託融資がデフォルトに直面することも考えられます。さらに、いったん

デフォルトが起こると、急激な資金の引き揚げが発生して、連鎖的なデフォルトにつながりかねません。

こうなると、中国経済は90年代前半に日本が経験した「バランスシート不況」に陥るリスクがあります。資産と負債が膨張するなか、資産価値の日減りに直面した企業は営業活動から得られた資金を債務返済に回す一方、設備投資など前向きな事業活動のための資金を大幅カットする恐れがあります。

すでに、2015年にバランスシート不況に陥る予兆がみられました。銀行理財商品や委託融資のデフォルトがみられたことで、投資した企業は損失を被り、さらなる借り入れ拡大に慎重になったと考えられます。その局面では、利下げの投資喚起効果が著しく低下し、景気の先行き不透明感は強まり、大規模なキャピタルフライト(資本逃避)と元安が発生しました。

このように、中国発の金融危機という資金供給面のリスクシナリオだけでなく、バランスシート不況という資金需要面のリスクシナリオも警戒する必要があります。