



REUTERS

マーケット

外為

株式市場

ニュース

ビデオ

その他



為替フォーラム 2017年9月11日 / 11:07 午前 / 4年前更新

# コラム：中国バブルの「ミンスキーモーメント」＝竹中正治氏

竹中正治 龍谷大学経済学部教授

5分で読む



〔東京 25日〕 - 前回のコラム「新興国通貨の対ドル下落はまだ序の口」で、中国をはじめ主要な新興国が2000年代以降、債務を急増させたことを取り上げた。とりわけ天然資源輸出国やドル建て債務比率の大きな国の通貨が対ドルで大幅下落し、その基調がまだ続く見通しを述べた。



1月25日、龍谷大学経済学部の竹中正治教授は、中国はかつての日米のバブル同様、「ミンスキーモーメント」を迎えており、過剰債務調整が本格化すれば、未曾有の過酷かつ長期的プロセスが予想されると分析。提供写真（2016年 ロイター）

今回は各論として中国に焦点を絞ろう。09年以降の中国の経済成長はバブル的な信用（債務）膨張に支えられたものであり、今後厳しい債務調整の長期化が予想される。これをデータと一緒に説明したい。

### <日米のバブルも経験した「ミンスキーモーメント」>

まず、一般的な原理を確認しておきたい。経済成長は一般に債務の増加を伴う。企業部門は設備投資、家計は住宅投資など固定資本形成を行い、その多くは債務（クレジット）で賄われるからだ（金融レバレッジ）。債務との見合いで有効な資産が増え、所得の増加や資産からの収益で債務が返済可能である限り問題はない。

しかし、経済成長に伴う社会の楽観的な雰囲気は時に行き過ぎ、過剰な固定資本形成と資産価格の高騰が起こる。これが資産バブルだ。たとえバブルであっても、旺盛な固定資本形成が行われている限り、それ自体が需要を生み出すので、国内総生産（GDP）で計測された経済成長率は高まる。

もっとも、明らかに過剰な固定資本形成は、最終的には生産設備の稼働率の大幅な低下、あるいは投資のインカム（配当や賃料などの）リターンの低下を招き、資産価格が下落に転じる局面が到来する。時価評価した資産価値が低下する一方、債務はキャッシュで返済しない限り減少しないので、企業や家計の時価ベース自己資本（純資産）の減少が始まる。つまり評価損失の発生である。

その損失増加を食い止めるために資産の売却が始まれば、同様の状態にある他の債務者も売り急ぐので、売りが売りを呼んで資産価格の急落となり、債務超過となった企業や家計は債務の返済が不能となる。その結果、銀行をはじめ信用供与者の不良債権が急増し、信用収縮、債務者の破綻、失業者の増加というバブル崩壊過程に特有の現象が続くことになる。

金融レバレッジの生み出すクレジットサイクルと金融の不安定性を強調した経済学者ハイマン・ミンスキーにちなんで、バブルの形成から崩壊（調整）に転じる局面は「ミンスキーモーメント」と呼ばれている。

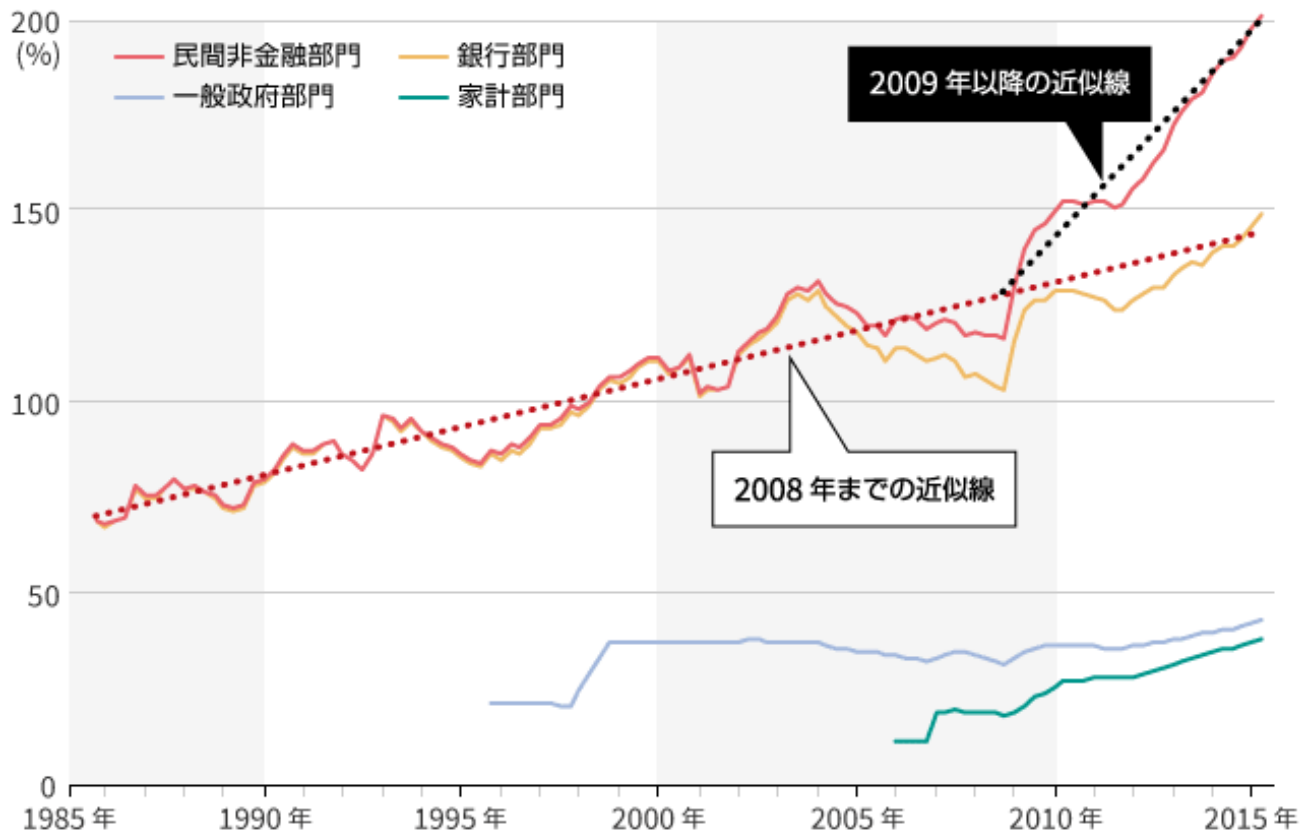
住宅ローン形態での家計債務の膨張を中心とした2000年代の米国のバブルでは、07年前後がミンスキーモーメントだった。企業部門の不動産関連投資と債務膨張を主とした日本のバブルでは、1990年代初頭がミンスキーモーメントだったと言えるだろう。

### <どう見ても長期的に持続不可能な中国バブル>

では、中国はどうか。同国の各セクター別の信用（クレジット）残高推移を名目GDP比率（以下、債務比率）で見てみよう。なお、データは国際決済銀行（BIS）から引用した。

# 中国のセクター別債務残高（対 GDP 比）

2015年6月末時点



国際決済銀行（BIS）のデータをもとに筆者作成  
（2016 年 1 月 25 日作成）

REUTERS

グラフ上の赤色線で示した民間非金融部門の債務比率は、データのとれる 1985 年から 2008 年まで右肩上がりでも上昇した。ただし、09 年を境に債務比率はそれまでと違った急角度で上昇し、08 年 12 月の 117% から 15 年 6 月には 201% まで急膨張している。一方、政府の公表する実質 GDP 成長率は 07 年の 14.1% をピークに 10% 割れとなり、15 年には 6.9% まで低下した。

具体的に伸び率で言うと、2000 年から 08 年の民間非金融部門の債務残高の伸び率は平均年率 15.6% だったが、09 年以降は 21.7% に加速している。09 年以降の名目 GDP 成長率は平均 11.9% であり、債務残高の伸びが名目 GDP 成長率を約 10% ポイントも上回っていることになる。これはどのような基準に照らしても長期的に持続不可能だろう。

誤解を避けるために補足すると、各国の債務比率の水準自体には「これ以上高くなるとバブル」という意味はない。債務比率が高くても見合いとなる資産サイドが健全であれば問題はないからだ。実際、先進国の民間非金融部門の債務比率は途上国のそれに比べて相対的に高い。これは長年の経済成長の結果、債務の見合いにある資産サイドの蓄積が進んでいる結果だ。

しかし、中国の民間非金融部門の債務比率は、09 年以降に急角度で上昇したと同時に、201% という 15 年の水準自体も、主要な先進国、途上国の中で突出した高水準である。

中国の09年以降の債務比率の急上昇は、リーマンショック後の世界不況による景気後退を回避するための大規模な内需拡大景気対策の結果である。この時の景気対策は中央政府の財政支出拡大もあったが、信用拡大（ファイナンス資金）に依存した地方政府などの公共事業（固定資本形成）に拍車をかける形で行われた。

しかし、債券発行などが規制されていた地方政府は簿外ビークルとして「融資平台」を使い、銀行融資と債券発行の双方で資金を調達し、建設投資を推し進めた。融資平台は事実上、地方政府の運営だが形式上は民間非金融部門にカテゴリーされていると思われる。

また、黄色線が示す銀行セクターからの信用（供与）比率と赤色線の非民間金融部門の債務比率が、2000年代以降、特に09年以降、後者が前者を上回る形でギャップが広がっていることにも注意しよう。両者のギャップを埋めるのが、理財商品と呼ばれる各種の債券発行の形態をとった「中国版シャドーバンキング」であり、ギャップの規模は15年6月末時点のGDP比率で50%と巨額なものとなっている。

#### <バブル崩壊現象は歴然でも、債務比率縮小が始まらない理由>

以上の中国の状態を過去の日本、並びに米国の過去のバブルとその崩壊と比べてみよう。企業部門の債務膨張を主とした1980年代後半から90年代初頭の日本のバブルでは、民間非金融部門の債務比率は86年12月の175%から急勾配で上昇し、94年12月に221%でピークに達した後、減少に転じ、04年3月に176%となった。その後は170%前後の水準で安定化する。つまり、債務比率のピークから安定化までの期間を過剰債務の調整期間とすると、10年弱かかったことになる。

これはまさに日本のバブル形成とその崩壊を跡付ける変化だ。ただし、不動産バブルのピークは不動産価格に見る限り91年であるが、信用の膨張が94年12月まで続いている。これは銀行が過剰債務企業に追い貸しをした結果だろう。

一方、米国の2000年代のバブルの主役は、住宅ローンを積み上げた家計部門である。もともと米国家計の債務比率は穏やかな上昇基調だったが、01年12月の74%から07年12月のピーク時98%まで急勾配で上昇した。その後低下に転じ、13年6月に81%となった以降は80%前後で安定している。

米国ではバブルの対象となった住宅価格のピークは06年半ばであり、債務比率のピークは07年12月、そのタイムラグは約1年半である。一方、日本の不動産価格のピークは91年、債務比率のピークは94年12月であり、約3年半のタイムラグがある。この日米タイムラグの長さの違いは何が原因なのか。

1つの理由として、日本では信用の膨張が銀行部門の信用供与に依存して起こり、銀行が過剰債務企業に追い貸しをした結果、タイムラグが長くなったと推測できる。一方、米国では過剰な信用膨張は伝統的な銀行ローンではなく証券化金融市場で起こった。バブル崩壊局面で投資家が証券化金融市場から一斉に資金を引き上げた結果、激発性の金融危機となったことがタイムラグを短くしたのだろう。

中国のケースに戻ると、株価の急落のみならず、鉄鋼、自動車、造船産業などに代表される未曾有の過剰生産能力（稼働率の激減）、賃借人の入らない集合住宅群や工場団地など実体経済面でのバブル崩壊現象は歴然としている。その一方で、09年以降急増した民間非金融部門の債務比率は15年6月時点まで上がり続けている。つまり、日本や米国で見られた過剰債務の調整過程に中国はいまだ入っていないことをデータが示唆している。

必要な債務調整規模はどれほどだろうか。仮に債務比率が09年以前の右肩上がりのトレンド線に戻る必要があると考えただけでも、GDPの50%という未曾有の規模の債務処理となる。

バブル崩壊現象は歴然としているのに、なぜ債務比率の縮小は始まっていないのか。これは日本と同様に銀行を中心とする信用構造に加え、指令経済的な色彩が依然として濃い中国の金融市場の性格によって債務処理が先延ばしされているからだろう。

もっと具体的に言えば、中央からの「過剰生産設備整理」のかけ声にもかかわらず、実情は中央政府、地方政府、銀行、債務者大企業が強固な「利害共同体」となり、過剰投資・過剰債務を抱える大企業や融資プラットフォームの損失計上や破綻処理を先送りしているのだ。

＜軟着陸は困難、過剰債務調整は過酷かつ長期化へ＞

今後不可避と思われる中国の過剰債務の調整過程で何が起こるのか。それは日本や米国で起こったことと基本的には同じだろう。おそらく習近平政権は10年、20年という長期の時間をかければ軟着陸は可能だと考えているのだろうが、私は懐疑的である。

過剰債務の調整とは、結局のところ経済的な損失負担の問題であり、貸した金が回収できないという事実を前に、債務者、債権者（含む金融機関）、政府（納税者）がどのように損失を負担するかの問題だ。その過程で債務企業や金融機関の大規模な整理、破綻、失業者の増加などは不可避だろう。

中国国内からの資本逃避が一層強まる恐れもある。年間2000億ドルを超える経常収支黒字にもかかわらず、中国の外貨準備は14年のピーク時の約4兆ドルから15年末には3.3兆ドルに約7000億ドル減少している。これは資本流出により、人民元相場を現在の水準近辺で維持できなくなっていることを示唆している。

資本逃避が一層強まれば、1ドル＝7元を超えた元安・ドル高もあり得よう。その場合には、中国の民間非金融部門の1.2兆ドルと推計されるドル建て債務（BIS四半期レビュー、2015年12月）から巨額の為替損（10%の元相場下落で約14兆円相当の損失）も生じる。中国の過剰債務の調整が今後本格化すれば、未曾有の過酷かつ長期的プロセスになると考えておくべきだろう。

\* 竹中正治氏は龍谷大学経済学部教授。1979年東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）入行、為替資金部次長、調査部次長、ワシントンDC駐在員事務所長、国際通貨研究所チーフエコノミストを経て、2009年4月より現職、経済学博士（京都大学）。最新著作「稼ぐ経済学 黄金の波に乗る知の技法」（光文社、2013年5月）

\* 本稿は、ロイター日本語ニュースサイトの[外国為替フォーラム](http://www.reuters.com/japanese/)に掲載されたものです。