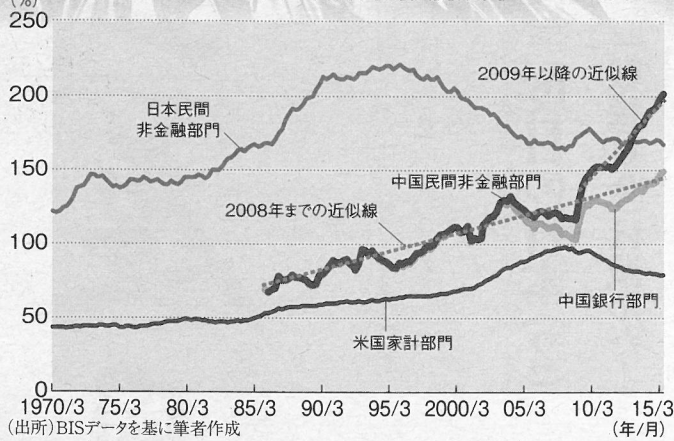


ゲスの極み マイナス金利

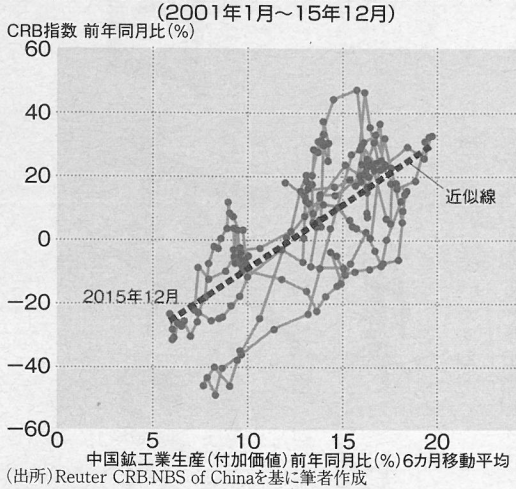
図1 日本、米国、中国の各部門別債務残高のGDP比率



た地方政府などの公共事業（固定資本形成）に拍車をかけた。しかし債券発行などが規制されていた地方政府は簿外の資金調達を担う投資会社「融資プラットフォーム」を使い、銀行融資と債券発行の双方で資金調達し、建設投資を推し進めた。融資プラットフォームは、地方政府の運営だが形式上は民間非金融部門に分類されていると見られる。

また銀行セクターの信用比率と、非民間金融部門の債務比率が、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。両者のギャップを埋めるのが、理財商品と呼ばれる債券発行の形態をとった「中

図2 中国の鉱工業生産とCRB指数の変化 (2001年1月～15年12月)



このような中国の急激な国内信用膨張に支えられたバブルが対外的に引き起こしたのが、中国の「資源爆食」に支えられた世界的な天然資源価格の高騰である。

資源爆食崩壊が資本流出に

原油をはじめとする天然資源価格指数として、CRB指数（国際商品先物指数）と中国の鉱工業生産の前年同月比の変化を見ると01年以降プラスの高い相関関係が見られる。相関係数は0.71（最大値は1.0）、説明度を示す決定係数は0.51だ（図2）。これは中国の鉱工業生産の変化で、CRB指数変化の51%を説明できることを意味する。

14年後半以降、中国の経済成長率

国版シャドーバンキング」であり、ギャップは15年6月末時点のGDP比率で50%と巨額に達した。資産バブル、つまり過剰な固定資本形成と資産価格の高騰は必ず信用（債務）の膨張を伴う。1980年代後半からの日本のバブルは民間非金融部門の債務膨張を、米国の00年代の住宅バブルは家計の住宅ローンの膨張を伴って生じた。そこで図1には、日本の民間非金融部門と、米国の家計部門の債務残高比率を合わせて示した。それぞれバブルの形成と崩壊が、債務比率の上昇（信用の膨張）と下落（信用の収縮、債務整理）としてくっきりと表れている。

今や中国では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、ゴーストタウン化した集合住宅群や工場団地など実体経済面でのバブル崩壊は歴然としている。ところが09年以降急増した民間非金融部門の債務比率は15年6月末時点まで上がり続けている。つまり過剰債務の調整過程に、中国はまだ入っていない。必要な調整規模はどれほどか。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。

また中国の民間非金融部門の債務総額は過去10年で8.5倍に急膨張している。その債務残高のGDP比率（以下「債務比率」）の推移を示したものが図1である。右肩上がりでは1.2兆ドル弱であり、債務全体の5.5%を占めるだけだ。つまり「ドル過剰流動性説」は、ひどく誇張された説なのだ。

GDP比50%規模の処理

また中国の民間非金融部門の債務総額は過去10年で8.5倍に急膨張している。その債務残高のGDP比率（以下「債務比率」）の推移を示したものが図1である。右肩上がりでは1.2兆ドル弱であり、債務全体の5.5%を占めるだけだ。つまり「ドル過剰流動性説」は、ひどく誇張された説なのだ。

の失速、とりわけ固定資本形成の急失速に伴って中国の資源輸入が激減、それが世界の資源価格急落の需要面の主因となった。その結果、ロシア、ブラジルなど資源輸出比率の高い新興国は15年から不況に突入り、BRICSブームは劇的な終焉を迎えたのだ。国際金融協会の最新推計によると、主要新興諸国のネット資本フローは15年に7350億ドルと、00年以降で未曾有の規模の流出超過となった。そのうち、6760億ドルが中国からのネット流出超過だ。以上を総合すると、14年後半から顕著になった新興国からの資本流出の主要因は、米国の0.25%というささやかな金利引き上げなどではなく、①中国の債務急膨張・資源爆食型経済成長の終焉、②それに伴う資源価格の急落と資源輸出国の景気後退、③米国と新興国の景況格差を映した資金流出とドル高だと言えよう。日銀がマイナス金利の導入に踏み切り、円高阻止の動きを強めた。中国も現在の人民元相場を維持することは困難になるだろうが、人民元安の動きは一層の資本流出のリスクと背中合わせだ。中国の過剰債務・不良債権の処理は過酷で長期化するだろう。

中国をはじめ新興国経済の失速に伴った通貨安や株価下落について、次のような解説がメディアで流布している。

リーマン・ショック後の米国の量的金融緩和（QE）はドルの過剰流動性を生み出し、資金は新興国に流れ込んでいた。ところが米国のQE終了と利上げを契機にドル資金の米国への還流が始まり、新興国の株式や為替相場を下落させている。

これを「ドル過剰流動性説」と呼ぼう。しかしこれは次の2点でかなり怪しげな説だ。第一に米連邦準備制度理事会（FRB）のQEによるマネーは、米銀がFRBに置く当座預金残高として積み上がったまま。実際、2009年以降のドル通貨供給量（M₂）の平均伸び率は6.5%と2000年以降の長期平均値とほぼ同じ水準にとどまっている。

第二に新興国の信用膨張の90%以上は、自国の信用膨張の結果であり、ドル資金は極めて限界的な役割しか果たしていない。国際決済銀行（BIS）のデータに基づいた中国を含む主要新興国の民間非金融部門の債務残高と過去10年間の増加倍率を一覧にした表を見ていただきたい。15年6月末時点の中国の民間非金融部門の債務残高はドル換算で21.3兆ドルと他を圧倒する規模だ。しかし中国の非金融部門のドル建て債務残高

中国経済成長の終焉 民間債務残高はGDP比200%超 未曾有の債務処理が待つ「宴の後」

中国の爆食型経済成長は終わり、実体経済面でのバブル崩壊は歴然としているにもかかわらず、過剰債務の調整にまだ入っていない大国の行く末は。

たけなか まさはる
竹中 正治
(龍谷大学経済学部教授)

民間非金融部門の債務残高と増加倍率

	民間非金融部門債務残高 (ドル換算、単位:十億ドル)			民間非金融部門債務の対GDP比率 (%)	非金融部門のドル建て債務残高 (単位:十億ドル)
	2015年6月末時点	2005年6月末時点	2005年6月末比倍率		
中国	21,283	2,510	8.5	201.0	1,178
ブラジル	1,368	287	4.8	74.7	322
ロシア	984	236	4.2	75.2	297
インド	1,199	319	3.8	59.5	118
南アフリカ	229	142	1.6	71.6	34
インドネシア	331	77	4.3	40.1	160
マレーシア	408	166	2.5	136.7	41
タイ	480	176	2.7	122.0	-
トルコ	541	103	5.3	79.0	183
メキシコ	430	206	2.1	38.3	237
合計	27,254	4,222			2,570

(注)2015年6月末時点 (出所)BISデータを基に筆者作成

中国の09年以降の債務比率の急上昇は、世界不況の下で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つたが、信用拡大に依存し