

金融財政

ビジネス

Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 税抜月額 5,300円

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2016

2016年(平成28年)
2月22日[月]
第10557号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 2.22

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	“不易流行”の意味	歴史家 作家 加来耕三
国際経済	4	新興国不況の実相 米利上げをしのぐ中国失速の破壊力	龍谷大学経済学部教授 竹中正治
column 照一隅	8	マイナス金利	臆曲
放眼日中	9	微信の便利な機能	コラムニスト・アジアンウオッチャー 須賀 努
News Eye	10	「最強の金融緩和」波乱の幕開け 日銀がマイナス金利政策	
キーパーソン	11	グアテマラ	
解説	12	【日本再生への道⑦】 大幅増収で国債発行は減少 16年度予算案、再生計画初年度に手堅く第一歩	みずほ総合研究所 政策調査部 主任研究員 野田彰彦
続・怒れるガバナンス	16	マイナス金利は効果があるんやろか? 〈第139回〉	作家 江上 剛
column Vox Femina	18	我が身に降り掛かる「マイナス金利」の影響	名古屋商科大学経済学部教授、マネックス証券執行役員チーフアナリスト 大槻奈那
経済東奔西走	19	身をかがめる巨大金融機関【米国】 AIGなど保険大手は事業分離	
連載	20	【新・歴史夜話】 人の心と妖怪の姿	大人はゲゲゲ、子どもたちはウォッチ 東京海洋大学非常勤講師 海上知明
探針(Probe)	24	民泊ルールで議論始まる 当面は旅館業法で規制	

新興国不況の実相

米利上げをしのぐ中国失速の破壊力

米国のドル金利引き上げを契機に、新興国から資本が流出、米国に還流し、中国をはじめ新興国の株価や為替相場が下落しているという解説がメディアなどで見られる。しかし、これはミスリーディングな説明だ。ブラジルやロシアに代表される新興国の不況は、未曾有の信用膨張と資源爆食型の中国の経済成長が失速した結果である。すなわち、天然資源価格の急落が、資源輸出依存度の高いブラジルやロシアなどの新興国や資源産産業を直撃し、この分野での過剰投資があらわになり不況を招いているのだ。そして、その震源地である中国では、かつてない規模の不良債権処理が待ち受けている。

「ドルの過剰流動性」という誇張

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。

「太平洋をはさんだ米国には投資マネーが押し寄せる。米利上げでドルの投資魅力が高まり、リーマン・ショック後の金融緩和で世界にはばらまいた4兆ドル(約470兆円)の資

金に戻り始めているのだ(中略)米国の大量の緩和マネーは世界中の金利を押し下げ、各国の政府や企業の債務が膨張するのを助長した。中国経済が過剰債務を抱える一因になるなど罪作りな存在でもあった(引用文献・データ①)

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解説だ。第一に、マネーは借りる意思と貸す判断があつて

初めて増えるものであり、水道の蛇口をひねって水のように流れるわけではない。米国の量的金融緩和によるマネーは、米銀が連邦準備銀行(FRB)に置く当座預金残高として積み上がったままだ。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。

龍谷大学経済学部教授
竹中正治

たけなか・まさはる 79年東大経卒、東京三菱銀行(現三菱東京UFJ銀行)為替資金部次長、調査部次長、ワシントン駐在員事務所長などを経て、07年1月国際通貨研究所チーフエコノミスト。09年4月から現職。12年京都大学博士(経済学)。著作に「稼ぐ経済学」(光文社)、「なぜ人は市場に踊らされるのか?」(日本経済新聞出版社)など。

急速な債務膨張伴った中国の高度成長

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)を一覧にした図表1を見ていただきたい(同②)。15年6月末時点の中国の同残高は、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は1・2兆ドル弱であり、債務全体の5・5%を占めるだけである。

〈図表1〉主要新興国の民間非金融部門債務残高

	民間非金融部門の債務総額(ドル換算、単位:10億ドル)			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総額(単位:10億ドル)
	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	NA
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

(出所) BIS 2015年6月末時点

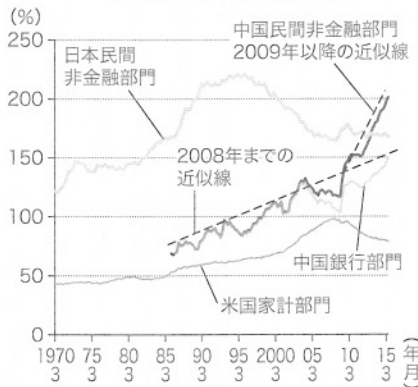
この中国の急激な債務膨張をどのように考えたらよいだろうか。まず、一般的な原理を確認しよう。経済成長は一般に債務の増加を伴う。企業部門は設備投資、家計は住宅投資など固定資本形成を行い、その多くは債務(信用)で賄われるからだ(金融レバレッジ)。債務の見合いに有効な資産が増え、所得の増加や資産からの収益で債務が返済可能である限り問題はない。

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、それ自体が必要を生み出すのでGDPで計測された経済成長率は高まる。

しかし、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、あるいは投資の配当や賃料などのリターンが低下を招き、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増加し、信用収縮、債務者の破綻、失業者の増加というバブルの崩壊過程特有の現象が続くことになる。

〈図表2〉日本、米国、中国の各部門別債務残高のGDP比率



(出所) BIS

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年代の米国バブルでは、07年前後がミンスキー・モーメントだった。日本の企業部門の不動産関連投資と債務膨張を主としたバブルでは、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。

つまり、「ドル過剰流動性説」はひどく誇張された説なのだ。

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倍に急膨張しており、突出している。同債務残高のGDP(国内総生産)比率(以下「債務比率」と呼ぶ)の推移を示したものが図表2である。右肩上がりで上昇しているが、09年以降に急角度で上昇している。その結果、08年12月に117%だった同債務比率は15年6月の201%に急膨張した。

この中国の急激な債務膨張をどのように考えたらよいだろうか。

まず、一般的な原理を確認しよう。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(信用)で賄われるからだ(金融レバレッジ)。債務の見合いに有効な資産が増え、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。

中国の現状に目を戻そう。図表2

中国バブル崩壊の現段階

中国の現状に目を戻そう。図表2が示すように、中国の民間非金融部門の債務比率は、2009年を境にそれまでとは違った急角度で上昇している。2000〜08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%超も上回っていることになる。また、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。GDP成長率の鈍化と債務比率の急

膨張、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。

誤解を避けるために補足すると、債務比率の水準が高いこと自体が問題になるわけではない。債務比率が高くて、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年以降急角度で上昇したと同時に、201%という15年の対GDP比率の水準自体も、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。このときの景気対策は中央政府の財政支出拡大もあつたが、信用拡大に依存した地方政府などの公共事業（固定資本形成）に拍車を掛ける形で行われた。

しかし、債券発行などが規制されていた地方政府は簿外機関として

「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を調達し、建設投資を推し進めた。融資プラットフォームは事実上、地方政府の運営だが、形式上は民間非金融部門に分類されていると思われる。

また、図表2の銀行セクターからの信用（供与）比率と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「中国版シャドードバンキング」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。

バブル発生と崩壊、日米との比較

さて、以上の中国の状態を過去の日本、ならびに米国の過去のバブルとその崩壊と比べてみよう。図表2に重ねて示したように、企業部門の債務膨張を主とした1980年代後半から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%から急上昇し、94年12月に221%でピークに達した後、減少

に転じ2004年3月に176%となった。その後は170%前後の水準で安定する。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1991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。

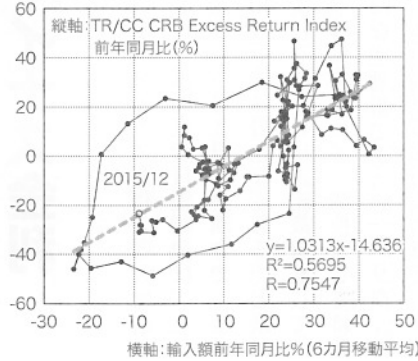
米国では、バブルの対象となった住宅価格のピークは06年半ばであり、債務比率のピークは07年12月、そのタイムラグは約1年半である。一方、日本の不動産価格のピークは1991年、債務比率のピークは94年12月であり、約3年半のタイムラ

グがある。この日米のタイムラグの長さの違いの原因は何だろうか。

一つの理由は、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のだろう。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。

さて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）、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現象は歴然としている。その一方で、2009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まだ入っていない。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るとただでも、GDPの50%

〈図表3〉中国の輸入額と
国際天然資源価格指数の変化
(2001/06~15/12)



(出所)Reuter CRB, NBOS of China

という過去最大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が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。中央からの「過剰生産設備整理」の掛け声にもかかわらず、実情は中央・地方政府の官僚、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。

資源爆食の終焉と新興国不況

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。原油をはじめとする主要な天然資源価格指数(Thomson Reuters/ Core Commodity CRB Excess Return Index)と中国の輸入総額の前年同期比の変化を見ると、2000年代以降、プラスの高い相関関係があり、相関係数は0.75(最大値は1.0)、説明度を示す決定係数で0.57(図表3参照)。これは、中国の輸入額の変化で天然資源価格指数の変化の57%を説明できることを意味する。

一方、冒頭に述べた「ドル過剰流動性説」がもし正しいのであれば、ドル建ての天然資源価格指数の変化はドルの通貨供給量、あるいは名目金利水準の変化と正の相関関係が見られるはずである。ところが興味深いことに、ドルの通貨供給量と天然資源価格指数の間には弱いながらも負の相関関係が見られる(いずれも前年同月比変化、対象期間01~15年)。これは、ドル過剰流動性説の想定と逆の関係だ。

長期化する過剰債務調整

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。恐らく、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)がどのような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、失業者の増加などが不可避だろう。

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赤字にもかかわらず、中国の外貨準備高はピークだった14年の約4兆ドルから15年末には3.3兆ドルに約7000億ドル減少した。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77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(同③)。

国際金融協会(IIF)の最新推計によると(同④)、主要新興諸国のネット資本フローは15年に7350億ドルと、2000年以降で最大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である。

以上総合すると、14年後半から顕著になった新興国からの資本流出の

また、同様に10年物米国債の利回り天然資源価格指数の関係を検証すると、弱い正の相関関係が見られる。これもドル過剰流動説の想定と逆である。

要するに14年後半以降、中国の経済成長率の失速、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のだ。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年から不況に突入し、BRICSブームは劇的な終焉を迎えたと言えよう。

マイナス金利

照一隅



臆曲

日銀がマイナス金利の導入に踏み切った。黒田東彦日銀総裁は、それに先立つ今月3日の講演会で「金融緩和の手法は限りなくある」と豪語している。強い日銀総裁を演じているのは見え見えで、演技としては典型的な逆効果である。「限りなくある」と言わざるを得ないほど、实体经济は悪いのかなあと、庶民は考えるからである。そうでなくても、将来に不安を感じている庶民は消費を抑えている。強い日銀総裁が先行きの厳しさを予言したようなものだから、さらに消費は手控えられるに違いない。

むしろ、金融政策は国内経済の状況だけで決定されるものではない。グローバル経済がどのようになっていくのかも政策決定の大きなファクターであり、今回、その部分が重視された可能性もある。欧州では既にマイナス金利が導入されている。アジアでも通貨が大幅に下落して、通貨防衛的な金融引き締め策が一部で実行されつつある。例えば、インドネシアでは、外資系銀行を対象とし

た金融引き締めが行われて、そのおりに食って、日本企業が金融取引の条件悪化にさいなまれ始めている。

そうしたグローバル経済の混乱が背景になって、日本もマイナス金利に突入したという見方はできる。だが、それでも納得することは難しい。日銀が突然、マイナス金利を決定したのは、いわゆる「市場にサプライズ」を及ぼしたかったのだろうか。確かに、金融政策の変更にサプライズが求められることはある。しかし、度を過ぎれば、それはサプライズではなく理解不能である。あるいは、血が凍り付くような恐怖であり、心臓まひの原因にもなる。現に今のところ、資本市場などでは血液循環の機能が働きにくくなっている。

日銀は金融関係者を集めた説明会で「極めて限界的な措置にすぎない」ことを強調したというが、その説明はいかにも稚拙である。「極めて限界的なもの」で何を実現しようというのか。いわば、「これは形だけのことですから」と言い訳しているように思えるが、既に形だけでは済ま

なくなっている。

黒田総裁はしばしば「今は異次元緩和の出口を議論するときではない」と言ってきたが、恐らくこれからも同じ発言を繰り返すだろう。それを繰り返すうちに、数年が経過するかもしれない。そのとき、金利のマイナス幅ほどの程度まで拡大しているのか。確かに、国債の量に限界があるのに対して、金利には限界がない。「緩和の手法は限りない」のかもしれないが、それには何一つ素晴らしいことはない。

2×××年、ようやくマイナス金利を脱出したとき、若者たちはこう言っているかもしれない。「へえ、銀行に預金すると利息がもらえるのか」「住宅ローンを借りて、なぜ利息を払わないといけないのか?」もちろん、マイナス金利下ではそれほど長く社会は持ちこたえられないだろう。しかし、すぐには出口は訪れまい。強気を演ずるのも結構だが、少しは悲壮な覚悟を見せてほしいものである。

主要因は、米国の0・25%という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米国と新興国間の景況格差を映した資金流出とドル高（新興国通貨相場の過大評価の修正）——だと言えよう。そしてこの後は、バブルの宴の後始末として過剰債務・不良債権の処理というプロセスが、中国でかつてない規模で待ち受けている。

引用文献・データ

- ①日本経済新聞記事1月23日「市場波乱の真相」
- ②Bank for International Settlements, Total Credit to the Non-Financial Sector, Dec.2015
- ③Bank for International Settlements, Quarterly Review Dec.2015
- ④The Institute of International Finance, Capital Flows to Emerging Markets, Jan.2016