

## 2. トピックス

### 中国のシャドーバンキングの資金規模

中国はかつての過剰投資の結果、多額の過剰債務を抱えており、両者の処理が喫緊の課題となっている。中国がBIS（国際決済銀行）に報告している民間債務残高の名目GDPに対する比率は2015年12月時点で210.4%と、その水準は日本の1990年代のバブル崩壊期並みの高さである。

しかも、中国政府が公表している固定資産投資（設備投資に相当）から推計される中国の債務残高は名目GDPの約450%に相当する。いくつかの仮定を置いてシャドーバンキングから調達されている規模を試算してみると名目GDPの151%に相当し、しかもその比率は2013年は+16%ポイント、14年は+29%ポイント、15年は+38%ポイントと驚くべきペースで膨らんでいる。

#### （1）非金融セクターの債務残高の国際比較

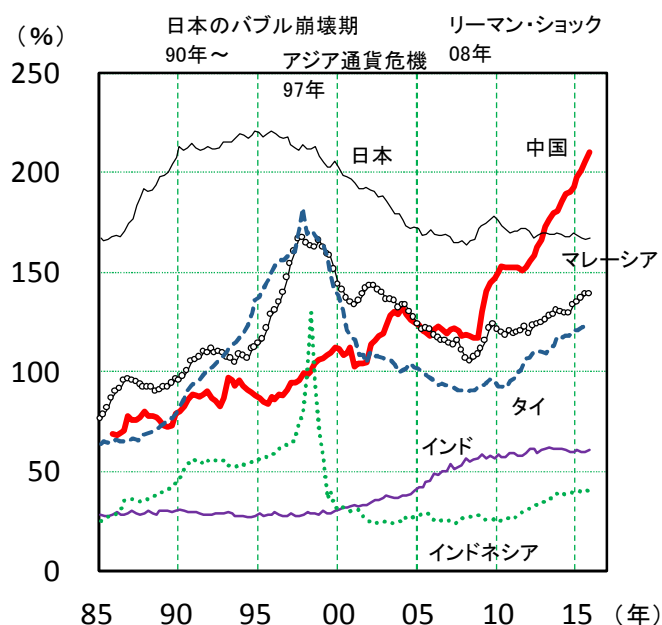
中国はこれまで高い経済成長を続けてきたが、その一方で債務も大幅に膨らんできた。このため過剰投資と過剰債務の圧縮が喫緊の課題となっている。

そこで本稿では、中国における過剰債務がそもそもどのくらい存在するのかを考えてみた。

まず、**図1**では、BIS（国際決済銀行）の統計にある非金融セクターの民間債務残高をその国の名目GDPで割った比率（以下では「債務比率」ともいう）を、中国、日本、およびマレーシア、タイ等の東南アジア諸国について並べてみた。

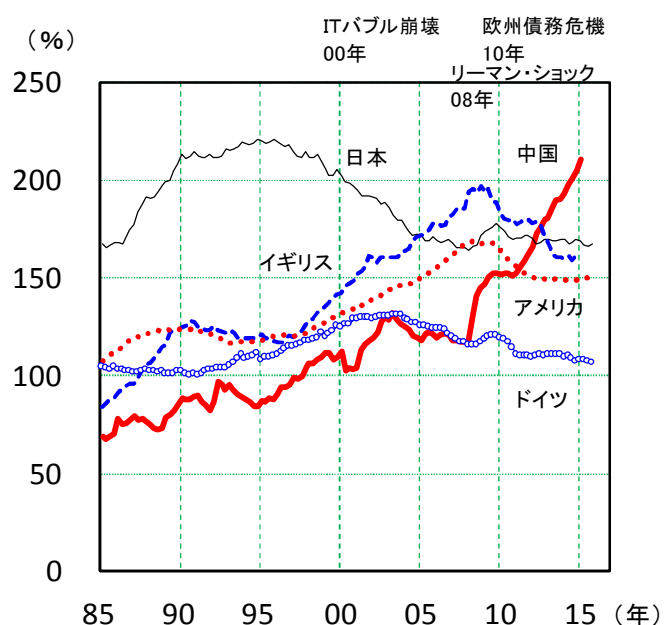
日本は1980年代後半のバブル期に積み上がった債務比率が1995年12月には221.0%まで上昇した。このため、その後のバブル崩壊期においては調整が求めら

図1 非金融セクターの民間債務残高の対名目GDP比率  
（中国、日本およびマレーシア、タイ等の東南アジア諸国）



(出所) BIS(国際決済銀行)

図2 非金融セクターの民間債務残高の対名目GDP比率  
（中国、日本および米英独）



(出所) BIS(国際決済銀行)

れ、いわゆる「失われた20年」の前半はこの比率の圧縮に費やされた。同図をみると、日本の債務比率は2008年3月にボトムを打ち、その後は概ね横這い圏内にあり、足許の比率は167.2%である。

これに対し、中国の債務比率は2008年頃までは比較的緩やかな上昇に止まっていたが、08年12月をボトムに急上昇し、最近では210.4%と日本のバブル期に近い水準にある。

他方、マレーシア、タイの債務比率は150%以下で、インド、インドネシアの場合には50%前後の水準にある。もっとも、マレーシア、タイ、インドネシアの場合も1997年のアジア通貨危機の際にはそれぞれ167.2%、181.9%、129.5%と高い水準になり、脆弱な国際収支という事情も加わり深刻なカントリーリスクとして海外から問題視された。

また、**図2**は中国、日本の債務比率を、アメリカ、イギリス、ドイツと比較したものである。

アメリカとイギリスの場合も2008年のリーマン・ショックの際にはそれぞれピーク時には169.3%、196.7%まで上昇したが、その後は低下し、足許では150.5%、160.3%と中国に比べれば約50%ポイント低い水準にある。

このように、中国の債務比率を他国と比較すると、確かに今の水準は高く、上昇のペースもこの10年間は大きい。しかし、その水準は「他国に比べて際立って高い」というほどの高さではない。

## (2) 2種類ある中国の固定資産投資

次に、「過剰債務」と対(ついで)の関係にある「過剰投資」の観点から中国の固定資産投資の現状をみると、**図3**にあるように、この10年間の増加額は非常に大きい。

中国の固定資産投資についての統計は2種類ある。一つは名目GDPベースのもの(図のA)で、これには土地取引は含まれておらず、2015年中の金額は4.9兆

図3 中国の固定資産投資と非金融セクターの民間債務(フローベース)

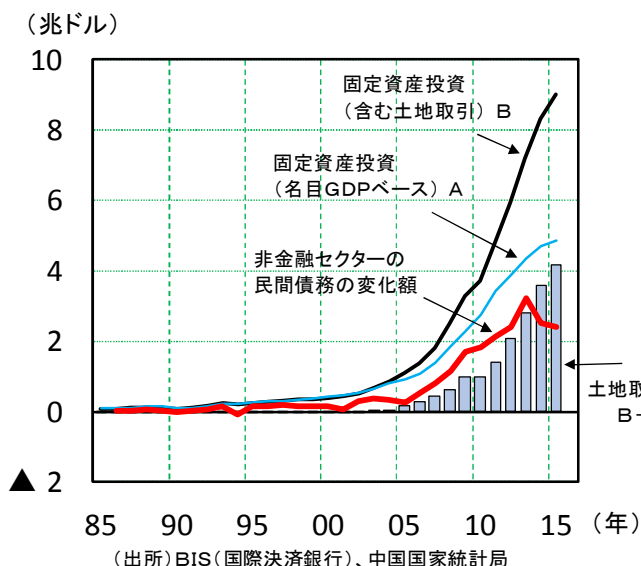
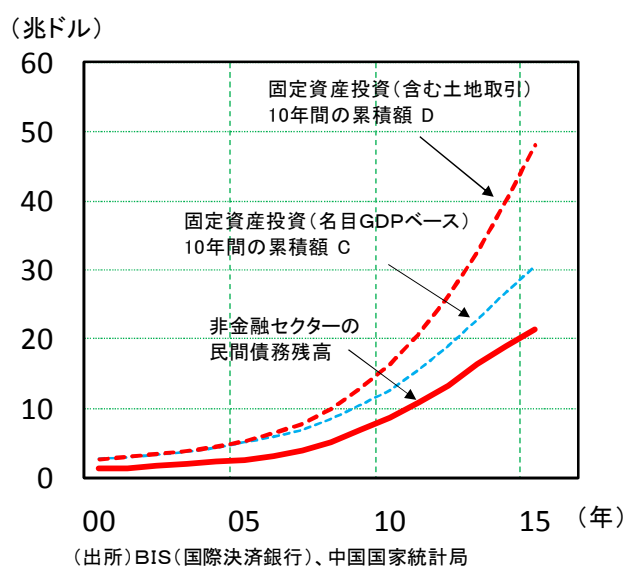


図4 中国の固定資産投資の10年間の累積額と非金融セクターの民間債務残高



ドルである（土地取引が含まれないのは、GDP 統計は新たに生み出された付加価値額を数値化したものであるからである）。

これに対し、土地取引を含む固定資産投資（図のB）の2015年中の金額は9.0兆ドルで、土地取引を含まない固定資産投資の約2倍ある。土地取引は両者の差で、その金額は4.1兆ドルということになる。

注目すべきは、この図に前項でみた中国の非金融セクターの民間債務の年間変化額を描いてみると、最近の割合は、土地を除く固定資産投資の49.9%、土地を含む固定資産投資の26.8%に過ぎない、ということである。これは、固定資産投資の残りの5割から7割に相当する大量の資金が民間金融機関以外のセクターから注入されていると考えないと成り立たない関係である。

また、**図4**は、これら2つの固定資産投資額の過去10年間の金額を累計し、非金融セクターの民間債務の残高と比較したものである。

なぜ2つの固定資産投資については過去10年間のフロー金額を累計したかという点、一般に設備投資に関わる資金は10年程度の期間に亘って借り入れられているためである（10年が適当であるかどうかは議論のあるところであるが、中国の場合には10年以上前の金額は非常に小さいため、これを15年、あるいは20年にしても大勢判断には影響しない）。

土地取引を含めた固定資産投資の過去10年間の累計額は2015年12月時点で48.0兆ドルであるのに対し、非金融セクターの民間債務残高は21.3兆ドルである。したがって、その差26.7兆ドル（約166兆元）が民間金融機関以外のルートからの資金によるものであることになる。2015年の中国の名目GDPは11.2兆ドルであるから、それは238%に相当する大きな規模である。

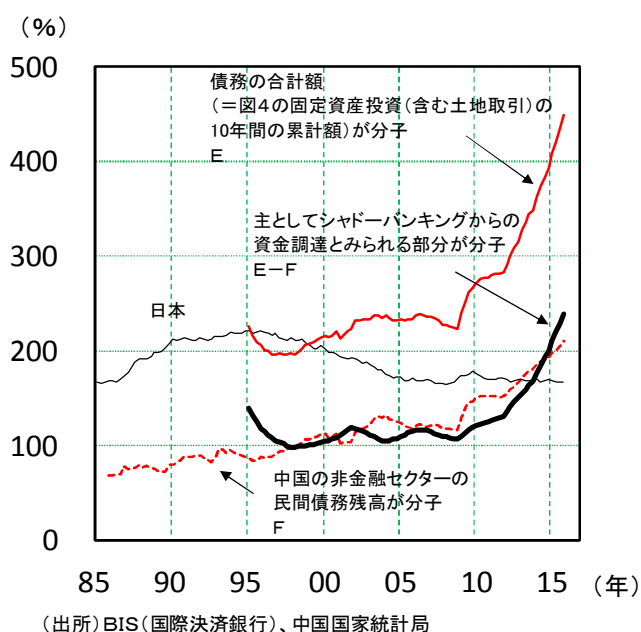
### （3）シャドーバンキングの資金調達額の推計

このように、中国の場合には設備投資のかなりの部分が民間金融機関以外のセクターからの資金によって賄われており、その規模は同国の名目GDPとの比較で考えても非常に大きなものである。

ちなみに、**図5**は、土地取引を含めた固定資産投資の過去10年間の累積額を中国の債務の合計額と見なし、その名目GDPに対する比率をみたものである（図のE）。

中国の債務合計額の名目GDPに対する比率は90年代においても約200%と高かったが、今では450%近くに達している（2015年12月448.9%）。先にみたように非金融セクターの民間債務の名目GDPに対する比率（図のF）は現状210.4%であるから、両者の差238.5%は、自己資金による部分

図5 中国のシャドーバンキングルートからの資金調達の推計規模（名目GDPに対する比率）



と、民間金融機関以外のセクターからのファイナンスによって賄われていることになる。

問題はこのうちのどれだけが不透明なシャドーバンキングによるファイナンスであるか、ということである。

中国におけるシャドーバンキングの規模については、中国系シンクタンク（中国社会科学院）が2012年の名目GDPの40%と発表しているが、海外からは少なすぎると見られてきた。例えば、BISの推計では2014年の名目GDPの59%とされた。また、JPモルガンの推計では2012年の名目GDPの69%と、JPモルガンの推計値が最も大きい。

しかし、名目GDPに対する中国の債務合計額と非金融セクターの民間債務との差238.5%は、あまりにも大きい。そこでいくつかの仮定を置いてシャドーバンキングによる部分がいくらかを試算したところ151%という数字になった<sup>(注)</sup>。この比率自体非常に高いが、もう一つ重要なことは、その比率が2013年は前年に比べ+16%ポイント、14年は+29%ポイント、15年は+38%ポイントと驚くべきペースで膨れ上がり続けていることである。

なぜ、中国でシャドーバンキングを通じたファイナンスがここまで増加したかという点、地方政府が積極的に設備投資や土地取引を行おうとしても、民間金融機関が貸してくれないので、やむなくシャドーバンキングに頼ったためといわれている。しかし、民間金融機関が関与していたら、いくら何でもここまで規模が膨れ上がることはなかったであろう。既に利息を支払うことが出来ず、利息分を含めて借入が膨らんでいる可能性もある。いわゆる借金が借金を自己増殖する構造である。

中国政府は過剰投資の解消を当面の主要課題に掲げているが、過剰投資の背後には多額の過剰債務があり、その部分の解決が図られない限り過剰投資の解消も不可能である。とはいえ、名目GDPの151%に相当する「不明瞭」な過剰債務が存在し、それが現在も増加を続けているとすると問題の解決には相当の時間がかかり、また、思わぬアクシデントが生じないとも限らないことになる。

(注) 中国の債務合計額の名目GDPに対する比率から非金融セクターの民間債務を差し引いた比率は、①自己資金（つまり利益）による部分、②外国企業や外国政府が中国に投融資している部分、③中国政府による歳出としての固定資産投資の部分、④シャドーバンキングを通じたファイナンス部分に分けることができる。このため、④は全体から①、②、③を差し引くことで算出が可能となる。ところが、②と③は政府統計から推計が可能であるが、①の自己資金による部分は分からない。そこで、JPモルガンが2012年のシャドーバンキングによる部分であると推計した数値（名目GDPの69%）を使い、まず、2012年における①を全体から逆算することによって求め、翌年以降の①はそれに製造業の各年の収益変化率を掛けることによって試算した。

(2016年8月12日 京都総合経済研究所 小堀 潔)