



(2016 年第 1 号)

2016 年 9 月 23 日

中国の経済成長の失速と累積債務問題

龍谷大学 経済学部 教授
公益財団法人 国際通貨研究所 客員研究員
竹中 正治

takenaka@econ.ryukoku.ac.jp

takenaka1221@yahoo.co.jp

要旨¹

2015 年 6～8 月の中国株価の急落に端を発した世界的な株価急落、いわゆる中国ショックを経て、中国の経済成長の失速と広範な産業分野に見られる膨大な過剰生産能力、それと表裏をなして増え続ける民間非金融部門（特に企業部門）の累積債務は当面の世界経済の最大のリスク要因にあげられるようになった。

その後、中国経済を巡る不安は小康状態となっているように見える。しかしながら、①過剰な固定資本形成の累積、②人口動態面での転換、③賃金の高騰とルイス転換点を迎えた可能性、④「開発独裁体制」と市場経済の矛盾など 4 つの事情で、中国経済の成長率は深刻な下方屈折を起こしている。

その一方で経済成長における固定資本形成への依存度の高さ、それに伴う債務の累積は、近年修正・調整されるどころかむしろ問題が拡大しているように思われる。これは

¹ 本稿はトムソン・ロイター社のコラムとして執筆、掲載された次の 2 つの論考を編集、加筆したものである。データも一部更新した。「中国ショックは世界不況を招くか」2015 年 8 月 31 日

<http://jp.reuters.com/article/column-masaharutakenaka-idJPKCN0R00K720150831?sp=true>

「中国バブルの『ミンスキー・モーメント』」2016 年 1 月 26 日

<http://jp.reuters.com/article/column-masaharutakenaka-idJPKCN0V30UD?pageNumber=5&sp=true>

高い経済成長を維持するために過剰な固定資本形成が継続されてきた結果、資本の限界生産や投資リターンが低下、採算が赤字でも企業を維持するためにますます多くの債務（資金の貸手の不良債権）が累積していることを示唆している。

構造的な変化に適応しなくてはならない中国の苦しい調整過程は始まったばかりだ。今後、その過程が激発性の危機として顕現化するか、あるいは長期にわたるに調整過程として実現されるかは予見しがたいが、世界経済の大きなリスク要因として続くだろう。

1、中国の構造的四重苦

整理すると中国経済の成長率下方屈折の要因は以下の4つである。

(1) 過剰な固定資本形成の累積

第1は固定資本形成（住宅、工場設備、インフラ建設などの設備投資）依存度の高過ぎる経済成長がついに限界にぶつかったことだ。実質GDP成長率で10%も超えていた中国の高度成長は、GDPに占める固定資本形成の比率が1990年以降の平均値で41.4%と高度成長期の日本の水準も超え、成長率の寄与度でも固定資本形成が約70%を占めていた。これは固定資本形成が前年と同じ規模を維持しても、その増加率が前年比フラットになっただけで、成長率は3%（ $=10\% - 10\% \times 0.7$ ）に低下することを意味する。

中国のGDP比率に占める固定資本形成の比率が非常に高いことが、果たして過剰投資かどうか、議論されてきた。Lee, Syed and Xueyan (2012)は過去10年の主要な諸論文を次の様に要約している。

過剰投資論に否定的な研究結果：1990年代以降の資本投資リターンや企業利益率に注目し、双方とも相対的に高い水準にあり、これは投資が必ずしも過剰ではないことを示唆しているとする諸研究。

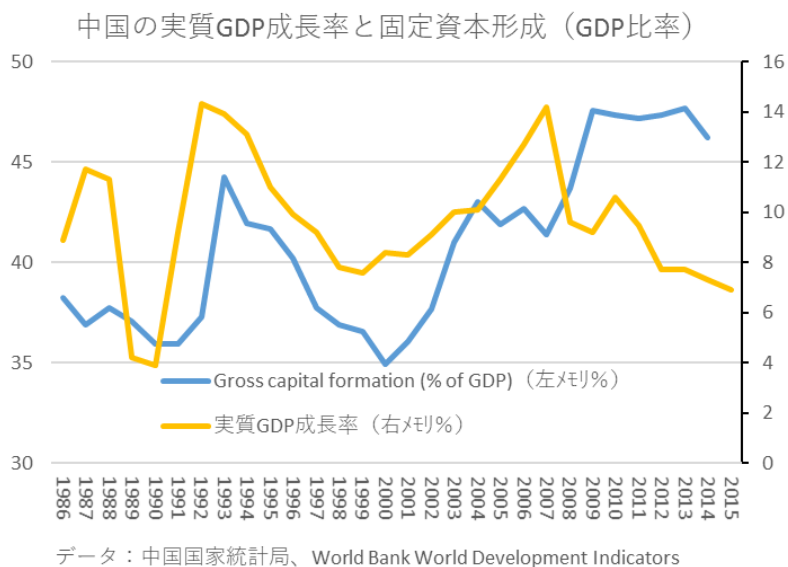
過剰投資論に肯定的な研究結果：資本の限界生産は過去20年間相対的に高かったが、中国経済は動学的に非効率な成長経路にあり、過剰投資の可能性があり、投資を減らし消費を増やすことで社会厚生全体を増やし得るとする研究。多くの産業分野に過剰設備が見られ、投資リターンが低下していることを指摘する研究。1990年から2005年の期間について、資本・産出高比率は上昇し、資本の限界生産性の低下を指摘する研究など。

その上で Lee, Syed and Xueyan (2012)は、彼ら自身の研究結果としては、追加的な固定資本形成の経済成長に対する寄与度は低下してきており、また他の諸国との比較において当時の中国の状況を過剰投資と判断している。

以上は 2012 年時点までの研究結果である。後ほど直近のマクロデータで確認するが、今日中国における過剰な固定資本形成、過剰生産能力の実情は、とりわけ鉄鋼、自動車、造船、各種素材産業の過剰生産設備から地方都市の巨大集合住宅のゴーストタウン化まで、日常的に報道される事実となった。広範な産業分野での過剰生産能力の削減、並びにそれと表裏をなす過剰債務（貸手の側からは不良債権）の整理、調整が中央政府の政策的としても焦眉の課題となった。この点、国際通貨基金（IMF）も 2016 年 8 月の中国を対象としたアセスメントで「包括的な手段を投じて企業部門（特に国有企業部門）の債務問題に対処することが緊急である」と強調している²。

ところが 2008 年以降、固定資本形成の GDP 比率は一層高まる一方で、実質 GDP 成長率の鈍化が鮮明となっている（図表 1）。稼働率が著しく低い過剰な固定資本は、ファイナンスの面から見れば銀行や投資家の不良債権であり、莫大な不良債権が本格的に顕現化するのはいずれからであろう。もちろん中国政府は民間個人消費主導型の経済成長への転換を唱えている。しかし年金から医療まで社会保障制度が脆弱な状況で国民の貯蓄率は高止まりしており、同様の転換の必要が強調された 1970 年代や 1980 年代の日本以上に構造転換は困難を極めるだろう。

図表 1



² IMF Press Release (2016)

(2) 人口ボーナス期への移行

第2は人口動態が経済成長の促進要因からブレーキ要因になる転換点に中国が入ったことだ。一般に15-64歳の生産年齢人口に対する14歳以下と65歳以上の従属人口の割合を「従属人口比率」と呼ぶ。実質経済成長率は、労働者数の増加率と労働生産性（一人当たり労働者の生産する付加価値）の伸び率の和である。したがって他の条件が同じならば、従属人口比率の低下は経済成長を押し上げる（人口ボーナス）。逆に同比率の上昇は経済成長を押し下げる（人口オーナス）。中国をはじめ多くのアジア諸国が人口オーナス期に移行することの経済的な負のインパクトを警鐘したのは小峰(2007年)である。

日本はこの人口ボーナス（成長率押し上げ）からオーナス（成長率押し下げ）への転換点を1990年初頭に超えた。米国は2007-2008年、韓国は2010年頃、そして中国は2015年前後が転換点になっている。そして転換点通過後の中国の従属人口比率の上昇速度は、これまでの一人っ子政策の結果、日本よりも急である。一方、今でも人口が年率1%弱で増加している米国ではその変化は日本よりもずっと緩やかだ。

竹中(2012)では、人口ボーナスからオーナスへの転換点で、日本、米国、韓国ともに成長率の長期的な下方屈折と同時に、資産バブルの崩壊現象が起こっていることを指摘した。その上で、人口動態の局面転換と資産バブルに一般化し得る関係性があるかどうかは不詳であるが、「循環的な景気後退と長期的な成長見込みの下方修正の波が重なった時に、それまでの高成長下での信用の膨張、金融レバレッジの拡大が一気に収縮に転じ、資産価格が急落するのだと仮説を立てることはできる」と述べている。そして中国のこの人口動態の転換点が2015年前後であることを「不気味な暗示」と述べた。「不気味な暗示」は、今や顕現化した問題となったのである。

(3) ルイス転換点

第3は「ルイス転換点」に中国が至った可能性だ。途上国がテイクオフする急速な工業化の過程では、低付加価値産業である伝統的な農業部門から、都市部の高付加価値産業の工業部門などに大規模な余剰労働力の移動が起こり、高度成長が実現されやすい。戦前の日本は既に途上国ではなかったが、戦後の急速な工業化の過程で同じ仕組みが働き、戦後復興期に続いて約20年に及ぶ高度成長期を実現した。

そして農業部門の余剰労働力の底を突いた時が高成長の終焉時であり、ルイス転換点と呼ばれる。中国の農村部には依然余剰労働力があり、ルイス転換点に至っていないと

いう見方もある。例えば Das and N'Diaye (2013)は、中国についてルイス転換点に相当する労働力不足への移行はまだ少し先で 2020 年から 2025 年に起きると予想している。

しかしながら現代的な産業では労働力の量のみならず質も問題となる。近年の中国都市部での賃金の高騰は現代的な産業部門で実際に使える労働力が逼迫する段階に達したことを示唆していると言えよう。

(4) 「開発独裁体制」と市場経済の矛盾

そして最後の第 4 の問題は、指令経済的な体質を色濃く残し「開発独裁体制」と位置づけられる中国共産党一党独裁の政治体制と改革開放政策で導入された市場経済メカニズムの間の軋轢、矛盾が拡大していることだろう。

「開発独裁 (development autocrat)」という用語は、Gregor (1979)によって元々ファシズムと経済政策を対象にした研究で使われたものだ。それは経済発展を優先するために、権力の強権的な行使や政治的な安定性を維持する目的で、国民の参政権などの制限を正当化する体制だ。このような政治体制でも、途上国経済がテイクオフし、急速なキャッチアップ過程を辿る一定の発展段階（あるいは戦時経済下）では有効性を持ち得ることを示したのが、おそらく過去 30 年間の中国かもしれない。

しかしながら、消費財やサービスが高度に多様化し、新しい経済成長の源泉として先端的なイノベーションが求められる経済発展段階には、開発独裁体制はおそらく全く不適合なのだ。また、指令経済的体制と不安定性を内在する金融・資本市場の最も悪い側面が合体した結果が、2015 年の中国株式市場で短期間に起こったバブルと崩壊だとも言えよう。

「社会の物質的生産諸力は、その発展がある段階に達すると、いままでそれがそのなかで動いてきた既存の生産諸関係、あるいはその法的表現にすぎない所有諸関係と矛盾するようになる。これらの諸関係は、生産諸力の発展諸形態からその桎梏へと一変する。このとき社会革命の時期が始まるのである。経済的基礎の変化につれて、巨大な上部構造全体が、徐々にせよ急激にせよ、くつがえる。」（「経済学批判」序言、岩波文庫版）これはカール・マルクスの有名な一節であるが、そうした事態に今の中国が立ち至っているのは、歴史の痛烈な皮肉だろうか。経済成長の失速は、民主主義国家ならば選挙での政権交代をもたらすだけだが、中国の場合は中国共産党の一党独裁体制自体の不安定化につながるだろう。

以上の諸問題の成長制約効果は、中長期（問題 1）から超長期（問題 2～4）であるが、その 4 つの制約が重なっている点に今の中国が直面している状況の深刻さがある。

2、ミンスキー・モーメントを迎えた中国経済の行方

中国の過剰債務処理の深刻度

途上国、新興国の急速な固定資本形成は多くの場合、資本のみならず債務性資金調達によって実行される。従って固定資本形成への依存度が高い経済成長は、債務増加の高さと表裏をなすであろう。そこで民間非金融部門（含む家計）、あるいは政府部門を加えた非金融部門全体の債務残高（対 GDP 比率）に注目して、2000 年代中国経済の変化と現状を概観してみよう。結論から言うと、世界金融危機後の 2009 年以降の中国の経済成長は長期的には持続不能な信用（債務）膨張に支えられたものであり、今後デフォルトの増加を伴った厳しい債務調整の長期化が予想される。

バブルと崩壊の一般原理

まず一般的な原理を確認しておこう。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（credit）でまかなわれるからだ（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 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の崩壊過程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³。

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、2007 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。

中国バブルの現段階

それでは中国はどうか。中国の各セクター別の信用（credit）残高推移を名目 GDP 比率（以下「債務比率」と呼ぶ）で見よう⁴。図表 2 の民間非金融部門（含む家計）の債務比率は、データのとれる 1985 年 12 月から 2008 年 12 月まで右肩上がりで見られた（青色線）。青い直線は 2008 年 12 月までの債務比率の近似線である。

ところが 2009 年以降（赤色線）、債務比率はそれまでと違った急角度で上昇し、2008 年 12 月に 117%だった債務比率は 2015 年 12 月の 210%まで急上昇している。一方、政府の公表する実質 GDP 成長率は 2007 年の 14.1%をピークに 10%割れとなり、2015 年には 6.9%まで低下した。

債務比率の年平均の上昇率で見ると、1985–2008 年の民間非金融部門の年平均伸び率は 2.1 ポイントだったが、2009 年以降は 13.4 ポイントに加速している。これはもちろん債務残高の伸び率が GDP 伸び率を大きく上回っているためである。実額の変化率を見ても、2009 年以降の名目 GDP 成長率は年平均 11.9%に鈍化した。債務残高の伸びは逆に加速して年平均 18.6%と GDP 伸び率を大きく上回っている。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

³ Minsky (1986)

⁴ Bank of International Settlement

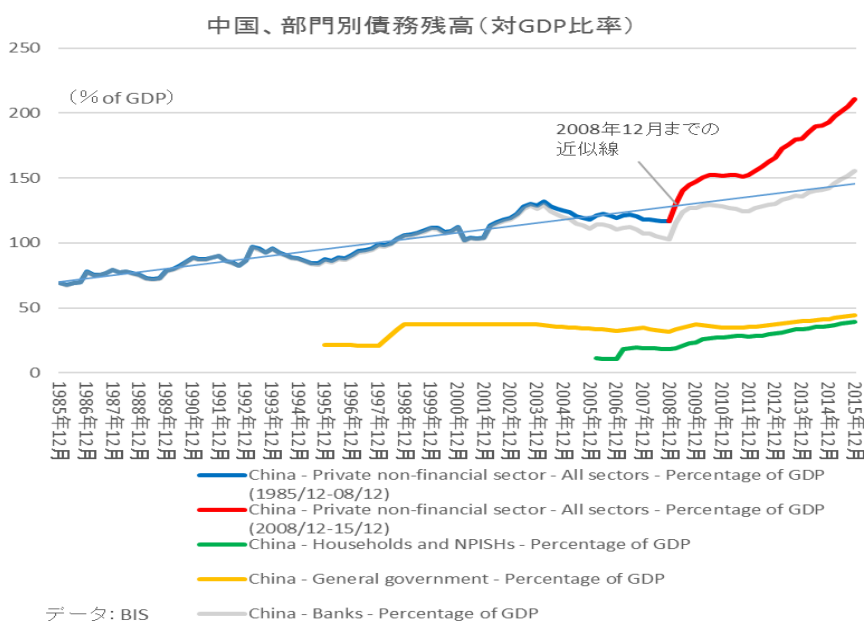
べて相対的に高い。これは長年の経済成長の結果、債務の見合いにある資産サイドの蓄積が進んでいる結果だ。

資産バブルに至る過剰な固定資本形成は、それまでの長期的、趨勢的な伸び率からの乖離として起こる。この点で、例えば国際決済銀行（BIS）は過剰投資とバブルを生じる「金融的な過熱（financial over heating）」の早期警戒指標として、4つの金融指標に注目しており、その一つがGDPに対する債務（信用）残高比率である。BISは2016年8月のレポートで対象として掲載した7カ国（ブラジル、中国、インド、韓国、メキシコ、トルコ、南アフリカ）のうち、中国の現在の債務残高比率が長期的趨勢値からとび抜けて高いことを指摘している⁵。

中国の2009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、すなわち固定資本形成に拍車をかける形で行われた。

その際、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。

図表 2



⁵ Nikola Tarashev and others (2016)

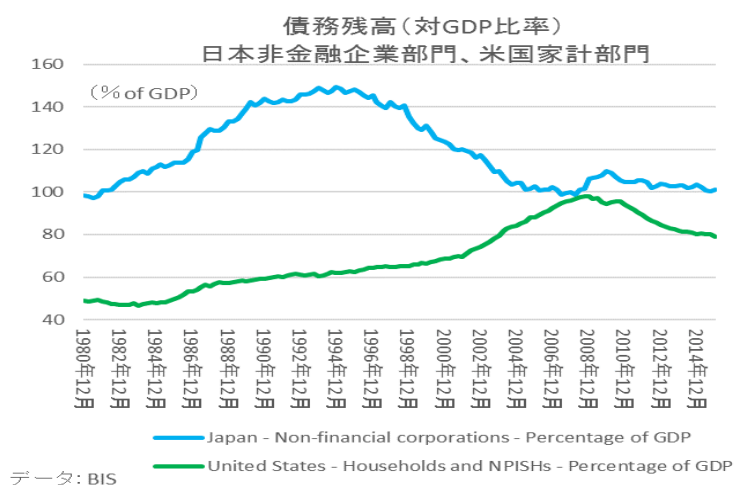
また灰色線が示す銀行セクターからの信用（供与）比率と青色と赤色線の民間非金融部門の債務比率が、2000年代以降、特に2009年以降、後者が前者を上回る形でギャップが広がっていることにも注意しよう。両者のギャップを埋めるのが、主に理財商品と呼ばれる各種の債券発行の形態をとった「中国版シャドーバンキング」であり（外債発行なども含まれると思われる）、ギャップの規模は2015年12月末時点のGDP比率で55%と巨額なものとなっている。

日本や米国のバブルとその崩壊との比較

さて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（図表3）。企業部門の債務膨張を主とした1980年代後半から1990年代初頭の日本のバブルでは、非金融企業部門の債務比率は1986年12月の119%から急こう配で上昇し、1994年12月に149%でピークに達した後、減少に転じ2004年3月に107%となった。その後は100%強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1991年であるが、信用の膨張が1994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、2001年12月の74%から2007年12月のピーク時98%まで急こう配で上昇した。その後低下に転じ、2013年6月に81%となった以降は80%前後で安定している。

図表3



米国ではバブルの対象となった住宅価格のピークは2006年半ばであり、債務比率のピークは2007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1994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原因は何だろうか。

ひとつの理由として、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金利減免などを提供しながら時間をかけた処理を行った、あるいは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揚げた結果、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（もっとも投資家の資金引揚げによる金融麻痺を回避するために最終的に連邦政府が大規模な各種の公的資金注入を行った）。

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、資源産業などに代表される未曾有の過剰生産能力（低稼働率）、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。一方で、2009年以降急増した民間非金融部門の債務比率は2015年12月時点でまだ上がり続けている。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未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2009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60%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。

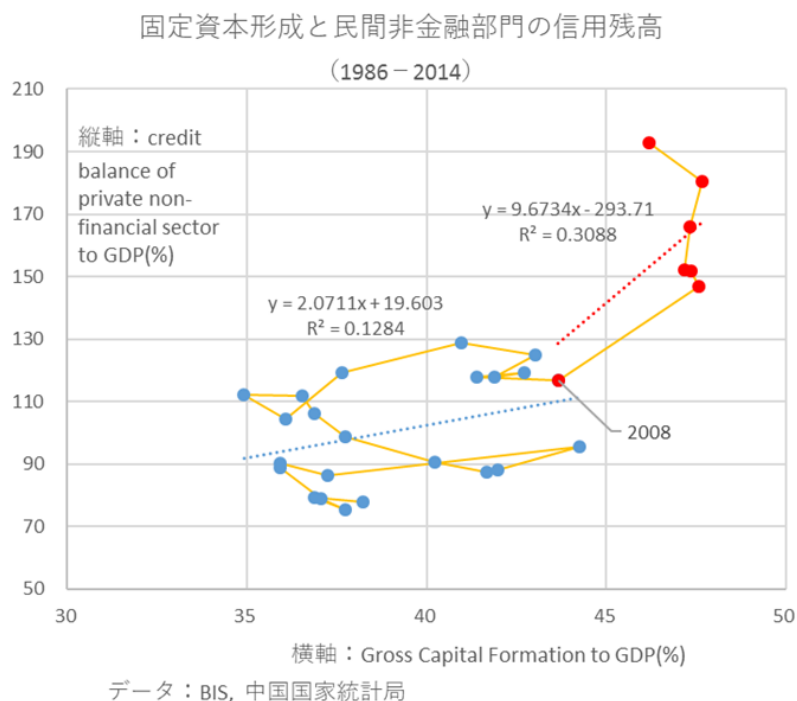
長期化が予想される過剰債務の調整

最後に中国の固定資本形成、GDP成長率、民間非金融部門（含む家計部門）の債務残高の3つの関係をもう少し詳しく見てみよう。2009年以降のGDP成長率の鈍化、失速と対GDP比率で見た固定資本形成の上昇、あるいは高止まりは、付加価値ベースで

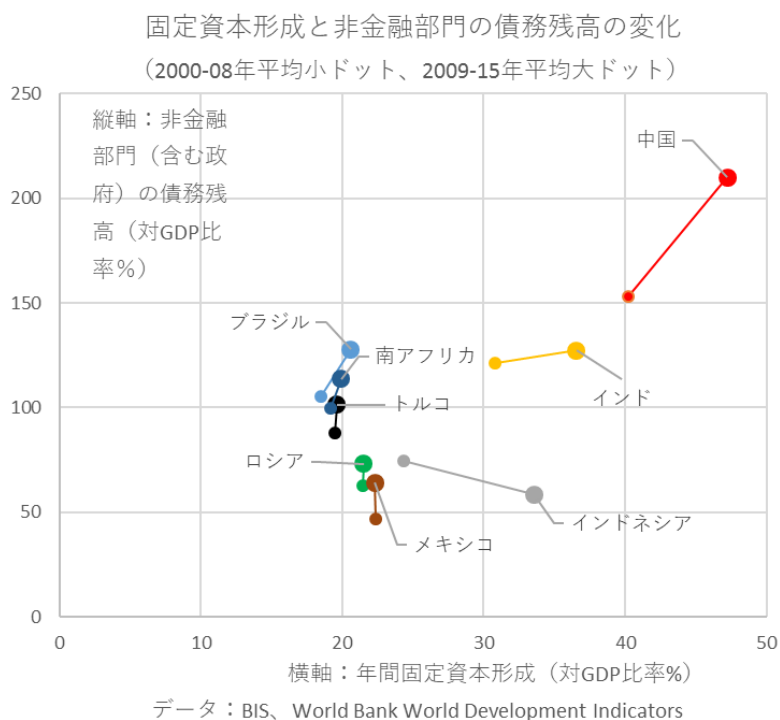
計算する資本の限界生産性が大きく低下していることを意味する。同時に生じている債務残高比率の上方屈折的な上昇は固定資本形成を見合いにした債務（貸手の債権）の不良化の進行を示唆している。

図表 4 は中国の民間非金融部門（含む家計部門）の債務残高と固定資本形成の GDP 比率の時系列データを散布図にしたものである（長期時系列推移を見るために 1986 年まで遡れる「民間非金融部門」の債務残高を利用している）。2008 年を分岐点に固定資本形成比率も上がっているが（右へのシフト）、それ以上債務比率の上昇（上へのシフト）が著しくなっている。

図表 4



図表 5



図表 5 は、BRICS と呼ばれた大手新興国にインドネシア、トルコ、メキシコを加えた 8 カ国の固定資本形成と非金融部門（含む政府部門⁶）の債務残高の対 GDP 比率を、金融危機前（2000－2008 年）と危機後（2009－2015 年）に分けて分布を見たものである。インドネシアを除く 7 カ国いずれも債務残高比率の上昇が見られる一方、固定資本形成の比率は中国、インド、インドネシア 3 国で危機後に高まっている。そして双方の比率が大幅に上昇しているのが中国であり、8 カ国のなかでも特異なシフトとなっている。

さらに主要新興諸国の民間非金融部門の債務残高全体に占める中国の比率を確認しておこう（BIS データ）。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）を一覧にしたものが図表 6 である。2015 年 6 月末時点の中国の同残高はドル換算で 21.3 兆ドルであり、掲載した 10 カ国全体の 78% を占める。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。今日における新興国債務問題とは、事実上中国の問題であるとも言えよう。

⁶ 国によっては政府部門の赤字の大きさが問題の国もあり、ここでは非金融部門（含む政府部門）のデータを使用した。使用した BIS 統計でこのデータは中国の場合 1995 年までしか遡れない。

図表 6

	民間非金融部門債務総額 (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	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	6.5		2,570

データ: BIS 2015年6月末時点

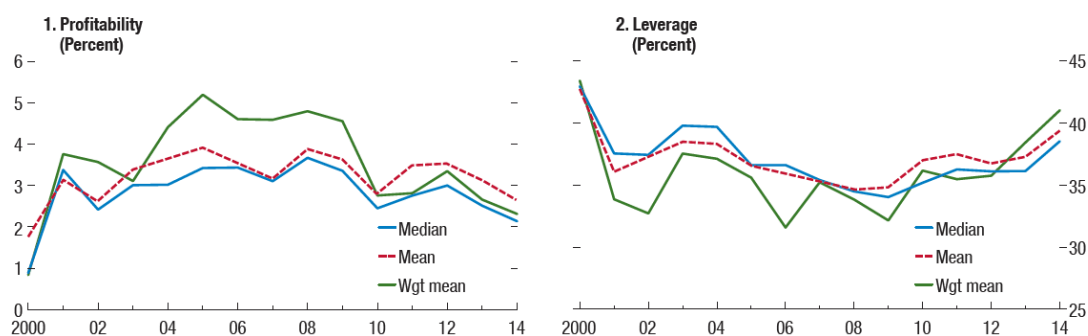
*: BIS Quarterly Review Dec.2015における推計値

IMFは2015年10月のレポートで、新興国全体の近年の債務動向の特徴として、企業部門の金融レバレッジ比率の上昇、投資リターンの低下、銀行ローンとの比較で債券による資金調達比率の上昇などを指摘し、総じて財務的な脆弱性が高まる方向に変化していることに警鐘を鳴らしている⁷。上記の新興国債務に占める中国の比率の高さを勘案すれば、それは主要には中国の企業部門の問題だとも言えよう。

図表7は、同IMFレポートが新興国全体のデータとして示した債券発行企業の利益率(ROA)の低下と金融レバレッジ(負債総額/資産総額)の上昇である。中国のみを抽出したものではないが、中国の企業部門で起こっている事態を反映した結果と考えられる。また同レポートは“Corporate Leverage in China”と題したBOXを設け、中国における固定資本形成の急速な増加は主に負債性資金で調達され、その結果として世界金融危機後企業債務の急増となったこと、金融レバレッジの上昇は国有企業、不動産、建設、鉱業、電力水道などユーティリティ分野で元々レバレッジ比率の高かった企業層で顕著だと指摘している。

⁷ IMF GFSR(2015 Oct.)

図表 7



Sources: Bloomberg, L.P.; Dealogic; and IMF staff calculations.

Note: Profitability is the return on assets. Leverage is total debt to total assets. Interest coverage ratio is EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) to interest expenses. Liquidity is measured by the quick ratio (cash, cash equivalents, short-term investments, and receivables to current liabilities). All variables correspond to the year prior to issuance. Nationality is based on the country of risk. Listed and nonlisted firms are included (although coverage is limited for the latter). Panel 5 shows the actual capital expenditures in percent of net fixed assets on the year of issuance. Index constructed based on intended use of proceeds as reported to Dealogic, as percentage of total responses per year. The index in panel 6 includes the categories "Refinancing," "Debt repayment," and "Restructuring." Wgt mean = mean weighted by deal value.

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、筆者は懐疑的である。

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、貸した資金が回収できないという事実を前に、債務者、債権者（金融機関、投資家）、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黒字にもかかわらず、中国の外貨準備は2014年のピーク時の約4兆ドルから2016年5月末には3.19兆ドルに約8100億ドル減少している。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。直近では外貨準備の減少テンポは鈍化しているが、公式、非公式の資本移動規制が復活していると報じられている。

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⁸から巨額の為替損（10%の元相場下落で約12兆円相当の損失）も生じる。中国の過剰債務の調整は過酷かつ長期となると考えておくべきだろう。

⁸ BIS Quarterly Review Dec.2015

引用文献

A. James Gregor “Italian Fascism and Developmental Dictatorship” Princeton University Press, 1979

Bank of International Settlements, Quarterly Review Dec.2015

Hyman P. Minsky “Stabilizing an Unstable Economy” Yale University Press, 1986

邦訳：ハイマン・P・ミンスキー「金融不安定性の経済学」訳 吉野紀、内田和男、浅田統一郎、多賀出版、1989年

Il Hong Lee, Murtaza Syed and Liu Xueyan “Is China Over-Investing and Does it Matter?” IMF working Paper, WP/12/277, 2012

International Monetary Fund, Press Release No.16/374, “IMF Executive Board Concludes 2016 Article IV Consultation with the People’s Republic of China”

International Monetary Fund, “Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges - Chapter 3” Global Financial Stability Report October 2015

Mitali Das and Papa N’Diaye “Has China Reached the Lewis Turning Point?” IMF Working Paper, 2013

Nikola Tarashev, Stefan Avdjiev and Ben Cohen “International Capital Flows and Financial Vulnerabilities in Emerging Market Economies: Analysis and Data Gaps” Note submitted to the G20 International Financial Architecture Working Group, BIS, 2016

カール・マルクス「経済学批判」訳 武田隆夫他、岩波文庫、1956年版(1859年刊行)
小峰隆夫、日本経済研究センター「超長期予測 老いるアジア」日本経済新聞出版社、2007年

竹中正治「老いるアジアと老いた日本の『富』争奪戦」トムソン・ロイター社コラム、2012年

竹中正治「中国ショックは世界不況を招くか」トムソン・ロイター社コラム、2015年

竹中正治「中国バブルの『ミンスキー・モーメント』」トムソン・ロイター社コラム、2016年

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2016 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>