



# 中国の金融システミック・リスク<sup>1</sup>

張 明\*

## 要 約

1. 民間部門が直面する最大のシステミック・リスクは企業の高い債務比率、不動産価格の上昇、シャドー・バンキングの膨張である。一方、公共部門のリスクも、地方政府融資プラットフォーム会社の債務の増加とともに高まっている。そして、対外部門では、これまで計上されてきた大幅な経常収支黒字が、今後赤字に転落する可能性がある。
2. これまで、民間部門の高い貯蓄率、政府部門の低い債務比率、そして対外部門の対外収支における双子の黒字が、危機の発生を防ぐリスク・バッファの役割を果たしてきた。しかし、近年、それぞれが変調する中で、その効果は低下している。中国において金融危機が起こるとしたら、それは対外部門から始まり、民間部門、そして公共部門を経て、再び対外部門に波及するという悪循環に発展する恐れがある。
3. このような危機が本当に勃発すれば、その破壊力は極めて大きい。危機が収束してからも、中国政府は、家計、企業、金融機関と政府自身のバランスシートを修復するのに非常に長い時間をかけなければならない。このような状況は、バブル経済の崩壊後の日本の状況と類似していると予想される。

## I. はじめに

金融システミック・リスクとは、金融システム全体に存在し得るリスクおよび、それが金融システムと実体経済に与え得るネガティブ・インパクトを指す<sup>2</sup>。海外の文献では、主に事件のインパクトやその変化の面からシステミック・リスクを分析している。システミック・リスクは、特定の事件の発生が経済・金融システムに与えるマクロ的インパクトと、特定のリスクが異なる部門あるいは地域の間での伝播と拡散するという二つの側面からなる。

本稿では、民間部門、公共部門、対外部門の三つの部門に分けて、中国の金融システムが直面するシステミック・リスクに関する分析を試みる<sup>3</sup>。まず、民間部門、公共部門と対外部門がそ

<sup>1</sup> 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センターWorking Paper No. 2014W17「中国の金融システミック・リスクについての九つの論点」（2014年6月8日）を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

<sup>2</sup> Bank of International Settlements, “The Impact of sovereign credit risk on bank funding conditions”, *CGFS Paper*, No. 43, 2001.

<sup>3</sup> 三つの部門に関するシステミック・リスクの研究は、趙静・王宇哲・張明・鄭聯盛『開放経済体面臨の三類系統性リスク：文献綜述』（開放経済が直面する三種類のシステミック・リスク）、中国社会科学院世界経済政治研究所国際投資研究（IIS）ワーキング・ペーパーNo. 201405、2014年6月9日を参照。

\* 張明 中国社会科学院世界経済政治研究所国際投資研究室 主任、国際金融研究センター 副主任

それぞれ直面する特定のリスク（第Ⅱ～Ⅴ節）、次に、この三つの部門の間に発生し得るリスクの伝播（第Ⅵ節）、さらに、中国の金融システムのリスク・バッファの機能不全について解明する（第Ⅶ節）。そして、将来、中国において金融危機が発生する場合の考えられる経路を展望した（第Ⅷ節）上で、金融システム・リスクが勃発する場合、その考えられる結末を予測する（第Ⅸ節）。最後に、中国の金融システム・リスクへの政策対応に関する提言を示す（第Ⅹ節）。

## Ⅱ. 民間部門のシステム・リスク：高レバレッジ率と不動産バブル

長年にわたり、海外の投資家は中国の経済成長の持続可能性について疑問を呈してきた。中国国内でも同じような疑念を抱く者が多いが、現在のところ、中国経済は崩壊するどころか、相次いで素晴らしい実績を見せている。しかし、過去の成功は、未来においても引き続き成功することを予め示すものではない。中国経済が疑念を抱く者の予想を覆し、再度、10年あるいは20年の持続的高成長を実現できるかどうかは、不確かである。

マクロ経済に対する政府の強いコントロール力や、拡張的な財政・金融政策の大きな余地、3.5兆ドルに上る外貨準備などを背景に、中国政府は小規模の局地的な危機の発生を回避する能力を備えている。このため、中国は、危機が発生しない、あるいは発生するとすれば大規模のシステム・リスクになるという極端な状況に直面している。このようなテールリスク（訳者注：確率は低いが発生すると非常に巨大な損失をもたらすリスク）の発生可能性は、無視できなくなっている。

本稿では、まず、中国の民間部門、公共部門と対外部門が抱えるシステム・リスクについてそれぞれ分析した上、三つの部門の間での波及と連動を解明する。本節では、中国の民間部門（国有企業、国有銀行、地方政府融資プラットフォーム会社を含む）が直面するシステム・リスクを重点的に分析する。筆者は、この部門に存在する高レバレッジ率と不動産バブルという二つの大きなリスクが無視できないと考える。

レバレッジ率とは、すなわち負債比率である。現在、中国の総負債の対GDP比は約200%で、主要国においては中間的な水準にあり、レバレッジ率は高くない。しかし、部門別でみると、中国の家計と政府部門のレバレッジ率は、世界平均を大きく下回っている。これは、中国の企業部門のレバレッジ率が世界平均を大きく上回っていることを意味する。複数の機関の推計によると、現在、中国の企業負債の対GDP比は約120～150%で、主要国の中で最も高い。

企業の負債は企業の投資を反映する。外需が強く、自国経済の潜在成長率が高い場合、高負債による高投資でも問題にならず、むしろ企業に高い利益をもたらす可能性がある。しかし、外需が低迷し、自国経済の潜在成長率が低下すると、高投資は大幅な生産能力の過剰をもたらす、高負債は商業銀行の不良貸付を増加させる。

これは、中国が先般の世界金融危機の勃発後に直面している問題である。まず、金融危機の影響を受け、先進国の経済成長が低迷しており、新興国の経済成長は先進国と十分にデカップリング（切り離し）していない中、中国の輸出を取り巻く外需の環境は楽観視できない。次に、国内の要素価格の市場化や、人口ボーナス、後発の優位性の低下などの要因に影響され、中国経済の潜在成長率は以前の10%前後から、足元の7%前後に低下している。

外需の減退と内需不振を受け、これまでの持続的な高投資によって形成された膨大な生産能力

は、国内の消費と海外への輸出という2つのチャンネルだけでは十分に消化されず、大量に過剰となっている。製造業において、生産能力過剰は、鉄鋼、セメント、電解アルミニウム、ガラス、PVC（ポリ塩化ビニル）などの伝統産業だけでなく、太陽光発電、風力発電、造船など新興産業にも見られる。インフラ分野における、生産能力過剰は、2008年以降の4兆元の内需拡大策の波に乗って着手された高速道路や空港に多く、特に中西部地域の新規インフラ整備プロジェクトは現在、稼働率が非常に低く、投資を回収できる時期も見通せない。

各種形態で存在する生産能力過剰の問題が解決されなければ、企業の高投資のために資金を提供する商業銀行も不良債権比率の急上昇という問題に見舞われることになる。この問題はまず商業銀行のオフバランスのシャドー・バンキング・システムに表れ、その後、商業銀行のバランスシートに計上される。

実際、生産能力過剰という問題を考慮しなくても、今後数年の間に、中国の商業銀行のバランスシートの膨張が落ち着くということはない。なぜなら、中国の商業銀行のバランスシートの構成項目の多くは、不動産と深く関わっているからである。

中国の商業銀行の貸出総額が100元と仮定すると、そのうち20元が不動産業向け（不動産開発業者への貸出や住宅ローンを含む）で、むしろその貸出の担保は土地と建物である。また、20元が地方政府融資プラットフォーム会社への貸出である。地方政府融資プラットフォーム会社の資本金は、地方政府が土地という形で出資しているものであり（しかも虚偽出資のケースも多い）、地方政府融資プラットフォーム会社が銀行貸出を申し込む際の担保も土地で、地方政府が融資プラットフォーム会社に提供する暗黙の保証もその最終的な裏付けは実際、地方政府の将来の土地譲渡金収入である。残りの60元は、基本的に企業向け貸出であり、担保貸出と信用貸出が含まれる。企業向け担保貸出のうち、土地と建物を担保とする貸出が大半を占める。

大まかに推計すると、中国の商業銀行の貸出総額のうち、不動産価格・地価と密接に関連する貸出は50~60%である。個人住宅ローンについては、銀行は比較的高い安全余裕率を設けている（初回の住宅購入の頭金比率20~30%）が、その他の関連貸出については、安全余裕率は住宅ローンほど厳格ではない。

次のようなケースを考えて見よう。安全余裕率を考慮せずに、中国の商業銀行の60%の貸出が不動産価格や地価と密接に関連すると仮定する。ある外生的あるいは内生的なショックにより、全国の地価と不動産価格が平均的に15%下落した場合、中国の商業銀行は総資産の9%に相当する損失を被ることになり、これは商業銀行の自己資本がすべて消耗されることを意味する。

中央政府は、不動産投資の減少が経済成長を鈍化させることや、不動産価格と地価の下落が商業銀行のバランスシートに打撃を与えることを懸念する。このため、マクロ調整・コントロールの目標は、不動産価格を抑えることではなく、不動産価格の上昇率を一人当たり所得の上昇率に合致させるという緩いものである。地方政府も、土地譲渡金収入の減少を恐れ、不動産調整策に反対する。これらは、中国の数度にわたる不動産調整策が失敗に終わった大きな原因である。

2013年前半、中国政府は、あるトリレンマに直面していた。経済成長を保ちながら、地方債務をコントロールするだけでなく、不動産価格も調整しなければならなかったのである。当時、筆者は、このトリレンマ問題を解決するには、そのうちの一つの目標を犠牲にしなければならない、と判断した。成長維持は最優先であるため、中国政府は、地方政府融資プラットフォーム会社と不動産の二つのうち、一つを守り、もう一つを抑制するという選択をせざるを得ない。最も可能性が高いのは、地方政府融資プラットフォーム会社を抑え、不動産を守るという選択肢である。

最終的な結果は、筆者の判断を証明した。実際、最近、中国政府は不動産価格の抑制には消極的になっている一方、地方政府融資プラットフォーム会社に対しては比較的強いコントロールを維持している。その理由は明快である。不動産政策を緩めることは、経済成長の安定の助けになるだけでなく、銀行のバランスシートの強化にもつながるほか、地方政府融資プラットフォーム会社の実力を増強できるからである。すべての主体にとってプラスであり、苦しむのは住宅購入者だけである。むしろ、これはますます危険なゲームでもある。

### Ⅲ. 民間部門のシステミック・リスクの焦点となる銀行間コール市場

中国におけるシャドー・バンキングの膨張は、商業銀行が持つ規制回避の動機が極めて強いことによるものであり、中国政府のマクロ経済調整政策と規制の目まぐるしい変化はそれを助長している。中国のシャドー・バンキングが盛んになったのは 2010 年からである。その背景には、米国のサブプライムローン危機による中国経済への悪影響を緩和するため、中国政府が大がかりな 4 兆元の財政刺激策を打ち出したことのほか、2 年連続（2009～2010 年）で 9 兆元超の人民元貸出を実施したことがある。のちに振り返れば、金融危機に対する中国政府の反応は過剰だった。その後、中国経済は、底を打って反発したが、生産能力過剰、不動産バブル、インフレ圧力などの問題が相次いで発生した。

これを受け、2010 年後半以降、中国政府は、マクロ政策と金融規制の引き締めを開始した。商業銀行に関する具体策は、貸出限度額、預貸率、貸倒引当金・準備金の基準の厳格化である。これにより、商業銀行はジレンマに陥った。貸出を減らさなければ、中国銀行業監督管理委員会（銀监会）からの厳罰を受け、銀行の首脳陣の今後のキャリアも影響を受ける。しかし、2009～2010 年の貸出の大半は中長期の建設プロジェクト（特にインフラと不動産）向けのものであり、これらプロジェクトは継続的な融資の支援がなければ完成できないため、貸出の縮小は、銀行にとって大量の不良債権の発生を意味し、これも同じく監督当局からの圧力を受ける。

その打開策として講じられたのは、貸出資産をオフバランス化することである。監督当局による商業銀行に対する規制は、主にバランスシートに基づいているため、貸出資産をオフバランス化すれば、規制の拘束を受けずに済む。その具体的な方法は、銀行と信託会社の協力（銀信合作）である。すなわち、銀行は貸出債権を信託会社に付け替え、信託会社が代わりに保有する。このようにすれば、銀行のリスク資産規模が縮小し、銀行のバランスシートがより健全になる。この結果、銀信合作の規模が急増し、2010 年後半には 2 兆元近くに達した。このような新しい動向は、いち早く監督当局の警戒を呼んだ。銀监会が商業銀行に対し、銀信合作の貸出をオフバランス化するよう要求した結果、商業銀行にとって銀信合作の魅力が低下した。

しかし、銀监会のこうした動きに対し、商業銀行はいち早く銀行理財商品の開発で対応した。つまり、銀行は、魅力的な収益率の金融商品を顧客向けに発行し、それによって調達した資金をより高いリターン率の資産に投資する。顧客が購入したのが元本非保証型の理財商品の場合、その資金は銀行のバランスシートの中から外に移すことができ、監督当局の視野から外れる。資金の行き先の大半は、銀行の指示に従って信託会社を通じて顧客に提供する貸出となり、あるいは、都市投資債券（城投債）に流れる。城投債は、銀行の以前の大口顧客である地方政府融資プラットフォーム会社が発行する債券である。商業銀行は理財商品を発行することにより、銀监会の規制を再度突破し、地方政府融資プラットフォーム会社と不動産企業のために絶え間なく貸出を提

供し続けていた。

銀行の理財商品は 2011～2012 年の間に爆発的な増加を見せた。運用資産規模は 2009 年末の 1 兆元から 2012 年末の 7 兆元に増え、2013 年 6 月末には 9 兆元に達した。このような状況は再び監督当局の警戒を呼んだ。2013 年 3 月に銀监会は 8 号文を公布した。その主な内容は、理財商品に組み込まれた非標準化債権資産<sup>4</sup>に関する管理についてである。その中で、商業銀行の理財商品に組み込まれた非標準化債権資産の割合は、理財商品の残高の 35%あるいは総資産の 4%を超えてはならないと定めた。8 号文は、理財商品の城投債への投資を制限していないが、銀行の理財商品の資金による信託受益権の購入を制限したため、銀信合作は再び打撃を受けた。

しかし、このような当局の規制に対し、市場は再度反撃した。銀行と証券会社の協力（銀証合作）、銀行と資産運用会社の協力（銀基合作）、銀行と保険会社の協力（銀保合作）など、新しい形態が相次いで現れた。これらの協力は、基本的に銀信合作と似ており、信託会社、証券会社、資産運用会社、保険会社はチャンネルを提供する代わりに手数料を受け取り、リスクは最終的に商業銀行が負うことになっている。注目すべきは、銀証合作の規模が急速に拡大している点である。2011 年末時点で銀証合作業務の規模は 2,000 億元だったが、2012 年末には 1.9 兆元に膨らんだ。

一方、2013 年以降、コール市場の業務は、商業銀行にとって規制回避の新しい主流的な方法となった。コール市場は、元来、商業銀行同士が流動性の需要を補うための短期資金の貸借の場であるが、現在では、新しい規制回避の手段と化してしまった。信託受益権の購入・売却を例に見てみる。商業銀行が銀信合作を通じて保有する信託受益権は、非標準化債権資産と見なされ、このような従来のビジネスモデルは 8 号文の規制を受けるようになった。しかし、新しい方法では、甲銀行が保有する A 信託会社の受益権について、甲銀行は、半年後に買い戻すという条件でそれを乙銀行に譲渡することができる。この購入・売却により、甲銀行が保有していた非標準化債権資産が銀行保有のコール資産に変わる。リスク資産がコール資産に変われば、甲銀行が規制基準を満たすために用意しなければならない貸倒準備金や資本金も大幅に低下し、甲銀行の貸出能力は上昇する。また、購入・売却により、甲銀行の預金規模が見かけ上増加し、預貸率の規制からも逃れることができる。乙銀行については、保有する手形あるいは信託受益権を甲銀行に売却すれば済む。

ここ 2 年間で、コール市場の業務が急速に拡大している。上場銀行 16 行のコール資産は 2010 年末の 5 兆元から 2012 年末の 11 兆元に急増し、足元では 18 兆元に達している。銀行業の総資産に占めるコール資産の割合は、2010 年の 8%から 2012 年の 12%に上昇し、一部株式制銀行では 25%を超えた。これらコール市場の取引において、大量の高リスク資産が対象となっており、システミック・リスクの潜在的な起爆剤になっている。

まもなく発表されると予想される 9 号文については、銀行のコール資産に対し、厳しい規制を実施すると伝えられている。例えば、2 つの銀行が結託し、貸出業務をコール資産に偽装する手法を禁止するなどである。

しかし、9 号文の公布により、商業銀行による規制回避がなくなるかどうかは疑問である。また、市場と規制のゲームが、これまでの中国のシャドー・バンキングの歩みが示したように、モグラ叩きのような状況に陥るかどうか不明である。

<sup>4</sup> 銀行間市場や証券取引所で取引されていない債務性の資産を指す（訳者注）。

## IV. 公共部門のシステミック・リスク：今後 10 年間の中国のソブリン債の苦境

長年にわたり、中国の中央政府債務の対 GDP 比は 20%前後で推移しており、国際的に警戒線とされる 60%をはるかに下回っている。予算法の規定に基づき、地方政府は直接起債することができないため、地方政府債務は年金の原資不足分や、地方国有企業に対する暗黙の保証などの偶発債務に限られる。米国のサブプライムローン危機の勃発前、中国政府の債務総額の対 GDP 比は 30~40%前後と推測され、債務負担は他の新興国に比べて低い。

しかし、サブプライムローン危機の勃発はこのような状況を一変させた。サブプライムローン危機による中国経済へのネガティブ・インパクトに対応するため、中国政府は 4 兆元規模の財政刺激策を打ち出した。ただし、中央財政からの拠出分は 1.18 兆元のみで、残りは地方財政の負担であった。分税制という枠組みの下で、地方政府の予算収入と支出は従来から見合っておらず、中央からの交付金と土地譲渡金収入がなければ財政均衡を達成することができない。このため、膨大なインフラ投資に十分な資金を供給するため、地方政府は、自分自身の資金調達の仲介機関として地方政府融資プラットフォーム会社を大いに利用した。地方政府は、土地、インフラ、地方国有企業に対する持分などの資産を資本金として地方政府融資プラットフォーム会社に注入し、そして地方政府融資プラットフォーム会社が商業銀行に融資を申し込み、最終的に調達した資金でインフラ投資を賄う。中国政府の 4 兆元の財政刺激策に合わせ、銀监会と中央銀行も融資のハードルを緩め、その結果、2009 年と 2010 年の新規人民元貸出は 9 兆元を超えた。

拡張的な財政・金融政策を受け、中国経済はいち早く底を打って上昇に転じ、サブプライムローン危機後に諸外国とは対照的に高成長を遂げた。しかし一方、生産能力過剰、資産価格バブル、地方債務の急増など様々な副作用も伴った。審計署（訳者注：日本の会計検査院に相当）の 2011 年の第一回調査によると、2010 年末時点で、地方政府債務は 10.7 兆元に達し、同年の GDP の 27%に相当する。また、最近、審計署が発表した第二回調査の結果によると、2013 年 6 月時点で、地方政府債務は 17.9 兆元、対 GDP 比 33%に達した。そのうち地方政府融資プラットフォーム会社に関連する債務は 10 兆元を超えている。

問題は地方政府債務が高止まっていることよりも、地方政府がこれら債務について元利返済の能力を有しているかどうか、である。中国では、地方政府・融資プラットフォーム会社・商業銀行の三者の間に錯綜した複雑な関係が形成されており、この関係が持続されるかどうかは不動産市場の繁栄あるいは衰退にかかっている。

地方政府融資プラットフォーム会社の資本金にしても担保物にしても、基本的に地方政府が割り当てた土地である。また、地方政府が融資プラットフォーム会社に提供した暗黙の保証も、その多くは将来の土地譲渡金収入を裏付けとしている。現在、不動産価格と地価に密接に関連する貸出は、中国の商業銀行の貸出総額の半数以上を占め、その中には不動産デベロッパー向け貸出と住宅ローンのほか、地方政府融資プラットフォーム会社向け貸出や、土地または不動産を担保とするその他企業向け貸出が含まれる。つまり、中国の不動産市場が繁栄し、不動産価格が上昇し続けるならば、地方政府融資プラットフォーム会社にとって元利返済は余裕であり、地方政府にとって財政収入が十分であり、商業銀行のバランスシートは健全性を保つ。しかし、不動産市場が調整局面に入れば、地方政府融資プラットフォーム会社・地方政府・商業銀行のリスクは同時に高まる。

地方政府融資プラットフォーム会社・地方政府・商業銀行が危機に陥るとなると、中央政府は決して傍観するはずがない。そして、中央政府が救済のためにどのような方法（銀行システムへの資本注入、新しい資産管理会社を設立し銀行から不良資産を切り離す、地方政府に代わって債務を返済する）を採っても、最終的には地方政府債務と商業銀行の不良資産を政府の当期の財政赤字と累積政府債務に転換させることに変わりはない。つまり、危機への政府対応は、公共部門のレバレッジ化で民間部門のデレバレッジ化を進めることである。このような救済方法は古今東西、基本的に同じである。

このため、中国が地方債務危機の勃発を避けることができるかどうかは、最終的に中央政府の財政力が負担に耐えられるかどうかにかかわる。サブプライムローン危機の勃発前、対 GDP 比 30~40%の政府債務規模が中国政府にとって余裕だったならば、2013 年 6 月末の審計署の最新調査で明らかになった 56%という数字は、政府の余裕が大きく低下したことを意味する。

問題は、この 56%という数字が中国政府の全体の債務規模を真に反映しているとは限らない点である。今回の債務に関する調査は、中央・省・市・県・郷の 5 級の政府の債務を含めているが、政策銀行の金融債、社会保障基金の原資不足などの偶発債務は含まれていない。また、一部のメディアでは、今回の調査に対し、多くの地方政府は債務規模を大幅に過少申告したと伝えられている。国内外の投資銀行の推計によると、現在、中国政府の本当の債務規模の対 GDP 比は 70~80%前後になっているという。

より深刻なのは、今後、商業銀行の不良貸出債権の急増が地方政府融資プラットフォーム会社向けの貸出にとどまらず、不動産デベロッパーやその他企業向けの貸出にも及びかねないことである。筆者が第 II 節で指摘したように、内外需の持続的な低迷に伴い、中国は製造業とインフラ分野において大規模な生産能力過剰に直面する可能性があり、そして関連企業のデレバレッジ化は、銀行不良債権の大幅な増加を招く。そして、銀行の不良債権は最終的に中央政府債務に転換される。

もう一つ注目すべき問題は、国民所得倍増計画も中央財政にプレッシャーを与えることである。筆者は、国民所得分配を政府と国有企業部門から家計部門に傾斜させるという構造調整、すなわち所得再分配が必要だと考える。そして、これに関する中国政府の考え方が、政府と国有企業の利益に影響を与えずに家計部門の所得を増やすことであれば、方法は二つのみである。一つは政府による起債、もう一つはインフレである。海外の経験を見ると、政府はまず起債を通じ、国民の福祉を向上させ、次にインフレで債務を解消するという可能性の方が高い。

このような状況が将来、同時に発生するとなれば、今後 5~10 年以内に中国政府の本当の債務規模の対 GDP 比が 90~100%にまで上昇するかもしれない。国内経済の潜在成長率の低下や、金利自由化に伴う金利水準の上昇を受け、経済成長が一旦金利水準を下回るとなると、中国政府の債務のサステナビリティ（持続可能性）は挑戦に見舞われる。今後 10 年以内に中国がソブリン債務危機の勃発というリスクに直面することは、決して大げさな話ではない。事前に予防し、即時に対応できるようにすることが重要である。

## V. 対外部門のシステミック・リスク：中国の経常収支が赤字に転落する可能性

1994 年以降、中国は 20 年連続で経常収支の黒字を続けてきた。中国の経常収支黒字は 2008

年にピークをつけ、4,206 億ドルと同年 GDP の 10%超に相当する。2011～2013 年の間、中国の経常収支の黒字額は 3 年連続で 2,000 億ドルを下回り、経常収支黒字の対 GDP 比も 3 年連続で 3%を下回った。このように、中国の経常収支は不均衡から均衡に変わりつつあるが、今後、赤字に転落することも考えられる。

輸出主導型国家の経常収支が赤字になることは決してありえないことではない。昨年以降、米連邦準備制度理事会の量的緩和の縮小の予想と行動は、新興国に大きなネガティブ・インパクトを与えた。インド、インドネシア、ブラジル、南アフリカ、トルコ、アルゼンチンなど最も大きなインパクトを受けた国々は、短期的あるいは持続的な経常収支の赤字に直面している。経常収支赤字のため、これら国々は、短期資本の流入に頼り国際収支の均衡を図った。その結果、短期資本流入が流出に転じる時に、その金融市場と通貨は大きな打撃を受けた。

輸出主導型国家の経常収支赤字の出現の背景については、経常収支の中身についてより詳細な分析が必要である。ここではブラジルを例とする。輸出主導型の経済大国であるブラジルは、2007 年第 4 四半期から現在に至るまで、経常収支の赤字を続けてきた。しかし、興味深いことに、ブラジルの財の貿易収支は一貫して黒字である（2013 年第 1 四半期のみ一時的な赤字になった）。このため、ブラジルの持続的な経常収支赤字の要因は、一つはサービス収支の赤字、もう一つは投資収益収支の持続的な赤字にある。2007 年第 4 四半期から 2013 年第 3 四半期の間、ブラジルの財貿易収支、サービス収支、投資収益収支、移転収支の平均額は各々 53 億ドル、-77 億ドル、-96 億ドル、8 億ドルとなっており、持続的な経常収支赤字になっているのも不思議ではない。

実際、中国は経常収支黒字を続けているが、サービス収支と投資収益収支が赤字になっている点において、ブラジルと類似している。2007 年第 4 四半期から 2013 年第 3 四半期にかけて、中国の財貿易収支、サービス収支、投資収益収支、移転収支の平均額は各々 736 億ドル、-135 億ドル、-51 億ドル、62 億ドルとなっている。中国がブラジルのように経常収支赤字にならなかったのは、中国の財貿易収支の黒字がサービス収支の赤字と投資収益収支の赤字をはるかに上回ったからである。

中国はブラジルと同様に新興国であり、サービス業の国際競争力が相対的に弱いため、持続的なサービス収支赤字になっていてもおかしくはない。しかし、ブラジルのサービス収支赤字の規模は中国を大きく上回っている。その主因は、ブラジルのサービス業の開放の度合いが中国より大きいことにある。中国政府が次第にサービス業を開放する（最近の中国(上海)自由貿易試験区の実験や、将来の米中二国間投資協定(BIT)、中国・欧州 BIT、東アジア地域包括的経済連携(RCEP)、あるいは環太平洋戦略的経済連携協定(TPP) ) ことに伴い、一定の期間において、中国のサービス収支赤字が一層拡大することは予想される。

しかし、中国が純債権国であるのに対して、ブラジルが純債務国であることを考えれば、中国がブラジルと同じように投資収益収支が赤字になっているのは不可解である。2013 年第 3 四半期末時点、ブラジルの対外資産総額は 7,495 億ドル、対外負債総額は 15,401 億ドルで、対外純債務は 7,906 億ドルである。これに対し、中国の対外資産総額は 5.65 兆ドル、対外負債総額は 3.85 兆ドルで、対外純資産は 1.80 兆ドルに達している。中国は純債権国なのに、投資収益収支が一貫して赤字となっている理由は、中国の対外資産と負債の構造にある。2013 年第 3 四半期に、中国の対外資産総額のうち、準備資産の割合は 66%に達しているのに対し、対外直接投資は 10%に過ぎない。一方、中国の対外負債総額のうち、外資による対中直接投資の割合が 60%に



のぼっている。直接投資の収益率が外貨準備の収益率よりも高い点を合わせて考えると、中国の投資収益収支がなぜ一貫して赤字になっているかはおのずと理解できる。

筆者は、中国経済の転換および対外開放の加速に伴い、一定の期間において、中国の経常収支構造には次のような変化が生じ、それにより中国は将来、経常収支赤字に陥る可能性があると考ええる。第一に、実効為替レートでの持続的な元高や、国内労働コストの急上昇、その他要素価格の自由化により、財貿易収支黒字の増加速度が低下し、特に黒字の対 GDP 比は低下の一途に向かおう。第二に、中国のサービス業全体の競争力は日米欧先進国より著しく劣る中、中国のサービス業の対外開放の加速により、サービス収支の赤字が急増する。第三に、中国の資本勘定と金融市場の対外開放の加速により、中国の投資家は対外直接投資および証券投資を増やす一方、海外の投資家も対中国の各種投資を増やすため、中国の投資家の対外投資経験が海外の投資家よりも浅い中、短期的に中国の投資収益収支の赤字が一層拡大する可能性がある。

このように、今後、中国の財貿易収支黒字が緩やかに増加する一方、サービス収支赤字と投資収益収支赤字が著しく拡大する状況が現実になれば、中国は経常収支赤字に見舞われる確率が大きく上昇する。また、中国が一旦、経常収支赤字に陥ると、人民元レートは過小評価から過大評価に変わり、短期資本流入への依存が強まり、短期資本の激しい出入りが中国のマクロ経済と金融市場に与えるショックも大きくなる。

中国の経常収支の展望のネガティブ・シナリオがブラジル型であれば、ポジティブ・シナリオはおそらく日本型だろう。2013 年第 3 四半期末現在、日本の対外資産総額は 7.42 兆ドルで、対外負債総額は 4.29 兆ドル、対外純資産額は 3.13 兆ドルに達している。対外資産総額のうち、対外直接投資、証券投資、準備資産の割合は各々 15%、45%、17%となっている。対外負債総額のうち、対内直接投資と証券投資の割合はそれぞれ 4%、53%である。このような対外資産・負債の構造は、日本に継続的に比較的規模の大きい投資収益収支黒字をもたらした。日本は、2011 年以降の財貿易収支の赤字、長期にわたるサービス収支の赤字にもかかわらず、比較的大きな投資収益収支黒字に支えられ、経常収支では一貫して黒字を保っている。2007 年第 4 四半期から 2013 年第 2 四半期にかけて、日本の財貿易収支、サービス収支、投資収益収支、移転収支は各々 69 億ドル、-96 億ドル、395 億ドル、-32 億ドルになっている。投資収益収支の黒字は日本の経常収支黒字の最大の源泉であることが分かる。

中国が日本に見習うべき点は、第一に、中国企業の対外直接投資を大いに奨励することである。特に民間企業の対外直接投資への支援を強化することである。第二に、コントロールできるリスクの範囲内で、中国の金融機関・企業・個人の対外証券投資を推進することである。第三に、為替レート・金利の自由化を加速させ、外貨準備の蓄積のペースを緩める。第四に、外資の対中直接投資に対する地方政府の各種優遇措置の廃止をさらに進め、内資・外資企業が共に平等な内国民待遇を受けられるようにする。

## VI. 部門間のリスクの伝播

ここまで筆者は、中国の民間部門、公共部門、対外部門のそれぞれの潜在的なリスクについて述べ、次の結論を得た。民間部門の主なリスクは、企業部門の高レバレッジ率と、金融機関の不動産に対する高すぎるエクスポージャーである。公共部門の主なリスクは、米国のサブプライムローン危機後の中国政府のレバレッジ率の急上昇と、将来、銀行の不良債権に対する中央政府

による再度の救済の可能性である。対外部門の主なリスクは、中国の国際収支の双子の黒字が今後数年間で消滅し、それにより人民元が元高圧力にさらされることである。

しかし、部門ごとで中国の金融システムの潜在リスクを分析しても、システムック・リスクの全容を明らかにすることができない。システムック・リスクの特徴の一つは、リスクはある部門で発生するだけでなく、特定の経路に沿って異なる部門に伝播する点である。目下、世界の学界においては、一般的に、時間と空間の二つの軸からシステムック・リスクを分析する。時間軸におけるシステムック・リスクとはつまり、債務規模の累積（レバレッジ化）と減少（デレバレッジ化）である。空間軸のシステムック・リスクは、異なる部門、異なる地域あるいは異なる国の間でのリスクの伝播である。

民間・公共・対外の三部門の間でのリスク伝播経路は多種多様である。民間部門から公共部門への伝播もあれば、公共部門から対外部門への伝播もある、あるいは対外部門から民間と公共部門に伝播することもある。以下では、異なる国で発生した金融危機を例に、リスクの部門間の伝播経路について分析する。

民間部門から公共部門へのリスク伝播の事例は少なくない。特に、先般の世界金融危機の勃発はそれを端的に表した。米国では、2003年から2006年の間に、不動産バブルと金融派生商品バブルが発生し、それに伴い、民間部門（特に家計と金融機関）のレバレッジ率が高止まりしていた。2007～2008年のサブプライムローン危機は、本質的に資産価格バブルの崩壊をきっかけとした民間部門の金融危機である。金融機関が大量に倒産し、金融市場の機能不全を来すことを防ぐため、ブッシュ政権は、最初に7,000億ドルの公的資金による救済策を打ち出し、金融機関への資本注入、保証の提供、不良資産の買い取りに当たった。その後、サブプライムローン危機による米国経済の長期低迷を避けるため、オバマ政権は二回目の7,000億ドルの救済策を打ち出し、個人減税の実施や、インフラ投資と新興産業の発展の促進を図った。この二回の財政刺激策に加え、米連邦準備制度理事会のゼロ金利と量的緩和政策が功を奏し、最終的に金融市場は安定化し、実体経済も回復に向かった。しかし、救済策の副産物として、米国政府債務の対GDP比が、救済前の70%未満から足元の約100%に急上昇した。すなわち、民間部門の金融危機の勃発を受け、政府が救済したことにより、民間部門の債務が公共部門の債務に変わり、金融リスクは民間部門から公共部門に移った。つまり、民間部門のデレバレッジ化の結果は、公共部門のレバレッジ化である。

米国の事例だけではない。アイルランドの場合、事態はもっと深刻であった。アイルランドが、最終的にソブリン債務危機に見舞われたPIIGs（ポルトガル(Portugal)、イタリア(Italy)、アイルランド(Ireland)、ギリシャ(Greece)、スペイン(Spain))の一角となったのは、不運とも言える。なぜならば、危機前、アイルランドは、経済競争力や公共債務規模の面において、スペイン、ポルトガル、イタリア、ギリシャよりも優れていた。サブプライムローン危機の勃発前、アイルランドはその目覚ましい経済成長から、「ケルトの虎(Celtic Tiger)」と称されていた。にもかかわらず、ソブリン債務危機が発生したのは、21世紀初頭の数年間に生じた不動産バブルがその根源である。サブプライムローン危機は、最終的にアイルランド国内のバブルを弾けさせ、アイルランドの金融機関は大量の不良債権を抱えることになった。これに対し、アイルランド政府は、不良債権の潜在的な規模および政府の財政力の推計を誤り、自国金融機関の資産に対する全額保証を承諾した結果、アイルランドの財政赤字と政府債務は急上昇した。最も深刻な年に、アイルランドの財政赤字の対GDP比は30%に達した。ちなみに、この指標に関するユーロ圏の(財政

規律の遵守を評価する) 基準の上限は3%である。

リスクが公共部門から対外部門に伝播する主な経路は、次の通りである。市場が、ある国の公共債務のサステナビリティ(持続可能性)について信頼なくなると、その国の通貨を空売りし、その通貨の大幅な下落をもたらす。同様の事例は、1980年代にソブリン債務危機が発生した南米諸国と2000年のアルゼンチンである。アルゼンチンの場合、長年のインフレを抑制するため、政府は1990年にドルに強制的に連動させるカレンシー・ボード制を導入し、一時、経済成長と通貨安定の目標を実現した。しかし、1990年代後半、短期資本の流入により、アルゼンチン政府の対外債務規模が増加の一途をたどった。アジア金融危機の勃発が市場の信頼を大きく揺るがす中、敏感な投資家はアルゼンチン政府の債務返済能力に対し、疑念を持ち始めた。海外の投資家は、外国為替市場でアルゼンチン・ペソの空売りを始めた。アルゼンチン政府は、いくつかの市場介入方法を試みたが、成果を上げることができず、最終的に、ペソのドルへの連動を放棄せざるを得ず、ペソは対ドルで暴落を余儀なくされた。

リスクが対外部門から民間部門と公共部門に伝播する際の最も重要な前提条件は、その国の民間部門あるいは(および)公共部門が経済繁栄期にドル建てあるいはユーロ建てで大量な対外借入れを行ったことである。自国通貨が対ドル(あるいはユーロ)で大幅に下落すると、同国の対外債務負担が大きく増加し、同国の家計・企業・金融機関・政府は期日通りに債務の元利返済を実行できず、債務危機の勃発につながる。東南アジア諸国はその典型的な例である。1990年代前半の繁栄期に、東南アジア諸国の企業と銀行は全般的に大量のドル建て対外借入れを行った。その理由は、当時、ドル建て債務の金利が自国通貨建て債務の金利を大きく下回ったことに加え、東南アジア諸国は一般的にドルペッグ制をとっていたため、為替リスクがないように見えたことがある。しかし、投機筋による猛烈な攻撃を受け、東南アジア諸国の通貨が大きく下落した中、これらの国々は外債による苦しみを味わい始めた。つまり、自国通貨の対ドルでの下落により、ドル建て債務負担が急増した。このような資産と負債の通貨構成のミスマッチは、東南アジア諸国が最終的に企業と銀行の大量な倒産を強いられた最大の理由である。

以上の分析から分かるように、システミック・リスクの最も恐ろしいところは、異なる部門の間で伝播できるため、ある部門のリスクに対して政府が行った対策が他の部門のリスクを増幅させる可能性がある点である。逆に言えば、システミック・リスクの予防と対策を実施することは、システミック・リスクの部門間の伝播経路を抑制し、ひいては断ち切ることができる。

## VII. リスク・バッファの機能不全

ここまで順を追って、中国の民間部門、公共部門、対外部門のそれぞれのシステミック・リスクと、部門間のリスクの伝播可能な経路について分析してきた。しかし、三部門のそれぞれのリスクは、新たに発生したものではなく、以前とは程度の違いがあるものの、長期にわたって存在してきているのに、なぜこれまで危機が生じなかったのか、という疑問が浮かぶ。また、筆者は、何を根拠に、将来、危機勃発の可能性が高まっていると主張しているのか。

その答えは、中国の民間・政府・対外部門のそれぞれにあるバッファが存在していたからである。これらバッファはリスクを緩和し、危機の勃発を回避させた。しかし、ここ数年、これらバッファは、あるいは損なわれ、あるいは取り外されたため、リスクの蓄積に伴い、システミック危機が勃発する可能性が大きく高まっている。

民間部門のリスク・バッファーは、民間部門の高貯蓄の下での金融抑圧である。中国の個人の貯蓄率は世界でも比較的が高く、それは「ライフサイクル」、「予備的貯蓄」、「流動性制約」という三つの理論によって説明することができる。ライフサイクル理論とは、ある国の人口の年齢構成が比較的若い場合、この国の貯蓄率は相対的に高くなる。予備的貯蓄の理論とは、中国国内の教育、医療、養老など公共財のシステムが整備されていないため、個人は将来の潜在的支出に対する大きな不確実性を持っており、不時の出費に備えて積極的に貯蓄を行っていることである。流動性制約の理論とは、中国の金融市場が発達していない中、個人は借金で消費財を購入するチャンネルが少なく、あるいはそのコストが高すぎるため、貯蓄で資金を貯めざるを得ない。いずれにせよ、中国の個人の高貯蓄は中国の高投資に資金を提供した結果、中国はほかの新興国のように対外借り入れをして投資に資金を提供する必要がないため、外部からの資金調達に依存することはない。

さらに、中国政府は預金と貸出の基準金利をコントロールすることにより、借り手にとって有利で、貸し手にとって不利な金融抑圧の環境を作り出した。すなわち、預貸基準金利を人為的に低く抑えることにより、資源を民間部門（資金の貸し手）から、企業部門と政府部門（資金の借り手）に移させることである。このように、借り手の借入れコストを抑え、借り手が借り入れた資金で投資することのインセンティブを高める。高貯蓄と金融抑圧は、中国の企業部門のレバレッジ率が上昇し続けながら、高水準を維持できる大きな要因である。

公共部門のリスク・バッファーは、政府部門全体の債務の対 GDP 比が比較的低い水準にあることである。このため、中国政府は、政府の資金調達能力あるいはコストに大きなマイナスの影響を与えずに、積極的な財政政策を講じ、金融市場を安定化せたり、実体経済を刺激したりする余地が大きい。1990年代後半、国内の銀行システムの不良債権問題を解決するため、中国政府は、財政部による債券発行の方法で資金を調達し、四大銀行のそれぞれに対応する4社の資産管理会社を設立した上で、資産管理会社がそれぞれの銀行の不良債権を簿価で買い取る方法で問題を解決した。つまり、最終的には、中央財政が商業銀行のために肩代わりした。これは、国有商業銀行が2000年代に株式制に転換した上で上場するための布石となった。1990年代後半における中国政府のこのような政策は、アイルランド政府が米国のサブプライムローン危機後に自国の銀行システムに全額保証を提供したのと似ている。しかし、中国において政府債務危機が勃発せず、アイルランドがPIIGsになったのは、中国政府債務の対 GDP 比が極めて低かったことが大きな要因の一つである。

中国では、1999年以降、10数年間続いてきた国際収支における双子の黒字は、対外部門のリスク・バッファーとして機能してきた。持続的な双子の黒字により、中国の外貨準備は大きく積み上がり、人民元高となった。約4兆ドルの外貨準備自身は、ネガティブ・インパクトに対する強力なバッファーであり、そして元高により、中国政府が徐々に資本自由化を実施しても、国内の金利水準を相対的に低く抑えることができた（すなわち国内の金融抑圧の環境の維持）。

しかし、問題は、サブプライムローン危機以降の一連の変化により、これらリスク・バッファーが機能不全に直面しつつあることだ。

まず、民間部門のバッファーについて見ると、中国の人口の年齢構成の高齢化に伴い、個人貯蓄率は低下に向かう可能性がある。もっと重要な点は、中国政府は、投資・輸出主導型成長から内需主導型成長への転換を実現させるには、金利自由化を実施しなければならず、これは金融抑圧環境の解消、ひいては国内の金利水準の上昇を意味する。このため、中国の企業部門は今後数

年間、国内外において外需の減退と国内における資金調達コストの上昇という苦しい局面に見舞われ、デレバレッジ化は避けられない。

次に公共部門のバッファーについて見ると、サブプライムローン危機の勃発後、中国政府は4兆元の財政刺激策と極めて緩和的な金融政策を実施し、経済成長を安定させた一方、政府債務の対GDP比の急上昇を招いた。中国政府全体の債務の対GDP比は、サブプライムローン危機前の約30%から、足元の約60%にまで上昇している。これは、中国政府が将来、ネガティブ・インパクトに対応するために講じられる財政政策の余地が極めて限られるようになったことを意味する（1990年代後半との比較において）。

対外部門のバッファーについては、2012年に、中国は1998年以降初めて資本収支赤字に陥った。今後、中国政府が中国企業の対外直接投資を大いに奨励し、個人の対外投資を徐々に開放する中、中国の資本収支黒字は大きく縮小し、ひいては赤字に転落すると予想される。人民元の実効為替レートの急上昇、国内の要素価格の市場化の推進、サービス業の対外開放の加速に伴い、中国の経常収支黒字の対GDP比は低下を続け、赤字に陥る可能性も否めない。このことは、中国の外貨準備の増加が止まり、人民元レートは元高の一途から、上下に変動するようになることを意味する。

以上を総合すると、過去において有効だったリスク・バッファーは、新しい時代にその効果が低下しつつあるため、中国において金融システミック・リスクが顕在化する可能性を秘めている。次節では、今後5～10年の間に、金融システミック危機が勃発する場合の経路について分析する。

## VIII. 中国における金融危機勃発の経路

中国で金融危機が勃発する場合、その起因は何か、どのような経路を辿るのか。将来の危機を予想することは難しい作業である。ナシーム・ニコラス・タレブ（Nassim Nicholas Taleb）がその著書『ブラック・スワン』（原著は *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, New York, Random House, 2007）の中で述べたように、システミック・リスクのようなブラック・スワンイベントは基本的に予想不可能である。それでも、筆者は、本節において、最も可能性が高い金融危機の経路の分析を試みる。

中国において金融危機が起きるとしたら、それは、対外部門から始まり、民間部門、そして公共部門を経て、再び対外部門に波及するという悪循環に発展するだろう。

危機の起因の一つに外部からの衝撃がある。例えば、米連邦準備制度理事会の急速な利上げである。将来、中国製造業の生産能力過剰の深刻化や、不動産価格の調整に伴い、中国の商業銀行に大量の不良債権が発生する可能性があり、これにより自国の金融システムに対する中国国民の信頼が低下する。また、米連邦準備制度理事会の急速な利上げが一旦開始すると、海外投資の魅力が高まる。加えて、中国政府は資本勘定の対外開放を加速している。これらの要因は、国内資本の海外への大量の流出を誘発する可能性がある。そして、大量の国内資本の持続的な流出により、すでに市場化された人民元レートは大きく下落し、対外部門の危機が直ちに現実になる。

国内資本の流出は、中国国内市場の流動性を低下させ、国内全体の金利水準を上昇させる。金利水準の急上昇は、二つのマイナスの影響をもたらす。一つは、中国製造業においては、資金調達コストが上昇し、財務負担が増加するため、苦しいデレバレッジ化に踏み切らざるを得ない。もう一つは、金利上昇は不動産価格の調整を加速させ、ひいては不動産価格バブルを弾けさせる

可能性がある。製造業のデレバレッジ化にせよ、不動産価格の大幅な下落にせよ、いずれも中国の商業銀行の不良債権の急増をもたらす、それによって銀行危機を誘発する。そして民間部門の危機が勃発する。

銀行業は中国の金融システムの最も重要な一環であるため、銀行業に危機が勃発すると、中国政府は救済に乗り出さざるを得ない。現状では、中国政府による銀行救済の手段は三つである。第一に、再度、1998年の手法を講じる。つまり、財政部が特別国債を発行し、それによって調達した資金を不良資産管理会社に注入し、不良資産管理会社は簿価で商業銀行から不良資産を買い取った後、財政資金で不良債権を処理する。第二に、財政資金あるいは外貨準備をそのまま使って商業銀行の自己資本を補充し、商業銀行がバランスシート上で不良債権を処理する。第三に、より市場的な手法として、官民の提携の下で資産証券化を導入し、商業銀行の不良資産処理を助ける。どの手法にしても、中国政府による救済は、政府部門のレバレッジ化で民間部門のデレバレッジ化に対応するという結果になる。言い換えれば、債務負担は、民間部門から政府部門に転換することになる。

しかし、問題は、1998年に中国政府が商業銀行を救済する時、政府債務の対GDP比は約20%と、極めて低い水準にあったのに対し、審計署の調査データによると、2013年6月末時点、同比率はすでに56%に達している。市場の推計では、中国政府全体の真の債務規模はGDPの約70%に相当する。このような状況の中、中国政府が再度、商業銀行の救済に乗り出すと、中国政府債務の対GDP比は最終的に90%以上、あるいは100%にまで上昇する可能性がある。その時、中国政府が将来、元利返済を実行できるかどうかは、市場の大きな関心となる。一部の市場主体は、中国国債を空売ったり、あるいは中国国債のCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）を大量に購入したりするかもしれない。こうして公共部門の危機が勃発する。

民間部門と公共部門の危機は、再度、対外部門に伝播する可能性がある。銀行危機の勃発およびソブリン債務危機のリスクの増幅により、中国金融システムに対する国内外の信頼が一層低下し、より大規模な短期資本の流出を誘発し、これが人民元安の圧力を一層強める。そして中央銀行による外国為替市場への介入により、外貨準備高が急速に減少する。外貨準備の急減は市場のパニックを一層増幅し、より大規模な資本流出と為替安の圧力をもたらす。

しかし、危機はこれだけではない。より大規模な資本流出は、国内の金利水準をさらに上昇させ、製造業のデレバレッジ化や、不動産価格の下落、政府の債務返済圧力を一層強める。人民元レートの下落は、中国企業の対外債務の負担を増大させる。このため、対外部門の変動は、再度、民間部門と公共部門に伝播し、そして致命的な危機スパイラルを形成する。

このような危機が本当に勃発すれば、その破壊力は極めて大きい。危機が収束してからも、中国政府は、家計、企業、金融機関と政府自身のバランスシートを修復するのに非常に長い時間をかけなければならない。人口の高齢化が進み、伝統的な成長モデルがもはや持続不可能な状況の中、中国にとって、危機後に経済成長のエンジンを再構築することは大きな挑戦である。このような状況は、バブル経済の崩壊後の日本の状況と似ている。対応を誤れば、中国経済も長期にわたる低成長に見舞われ、最終的に「中所得の罠」という泥沼に陥る。

しかし、中国政府は、以上のリスクを直視し、かつ適切に対応することができれば、システム危機の発生を避けることが可能であり、あるいはコントロール可能な危機により国内の構造改革を推進することができる。この意味から、最終的に、事実で筆者の考えが杞憂だと証明することができれば、何より喜ばしいことである。

## Ⅸ. 今後 10 年間に中国経済が直面する二つの罠

30 年間の高度経済成長を経て、2013 年に中国は一人当たり GDP が 6,700 ドルという中所得国のレベルに達している。しかし、過去の高成長は、必ずしも未来の高成長を意味しない。世界経済史を紐解いてみると、第二次世界大戦以降、多くの国が低所得国から中所得国に転換し、ごく少数の国だけが中所得国から高所得国に転換することができた。それ以外の大半の国は、過去 50～60 年間に於いて、一人当たり所得が 5,000 ドルから 1 万ドルの範囲にとどまっている。これらの国はいわゆる「中所得の罠」に陥ったと言われる。例えば、ほとんどの南米諸国が「中所得の罠」に陥っていると見られる。

中所得国に仲間入りして間もない国である中国は、今後 10 年の間に、「中所得の罠」という挑戦に直面することは疑う余地がない。新興国が「中所得の罠」に陥ったことに関する経験と教訓をまとめた文献は多いため、筆者は別の角度から、中国経済が今後 10 年の間に直面する挑戦について議論したい。

2012 年に出版された筆者の共著『刀鋒上起舞：直面危機的中国経済』（刃先での踊り：危機に直面する中国経済）<sup>5</sup>において、「刃先」という言葉を使ったのは、中国経済は垂直に立っている刃先の上を這う蟻のようで、乗り越えれば欧米諸国、乗り越えられなければ南米諸国になるという感覚を著者達もっているからである。成功への道筋はあるものの、道幅は非常に狭く、しかも刃先の両側に深い谷があり、それはちょうど筆者が提起した今後 10 年の間に中国経済が直面する二つの罠—日本の罠と南米の罠—と同じである。

日本の罠とは、日本経済が 1990 年代初頭にバブル経済の崩壊に見舞われ、今日に至っても経済成長の低迷から抜け出せないことを指す。日本の罠には、2 つの大きな特徴がある。一つは、深刻な資産価格バブルで、もう一つは深刻な高齢化である。

1985 年のプラザ合意を受け、日本円は対ドルで急激に上昇した。円高が輸出を通じ経済成長に悪影響を与えることを防ぐため、日本の中央銀行が過度な金融緩和政策を実施した結果、株式市場と不動産市場では 1980 年代後半に大きなバブルが形成された。この二つの市場が 1990 年前後に相次いで崩壊したことを受け、日本の家計、非金融企業、金融機関のバランスシートが大きく毀損し、日本経済は長らくバランスシート不況に陥った。

しかし、日本政府は誤った政策を講じた。本来ならば、競争力のない企業と金融機関が倒産すべきだったが、雇用と社会の安定を確保するため、日本政府は財政資金を使い、これらの企業と金融機関を救済した。最終的に、日本政府は、前述の民間部門のバランスシートを修復するのに約 20 年を費やし、その代償は、政府債務の対 GDP 比の大幅な上昇である。現在、日本政府債務の対 GDP 比は約 250%と、世界最大級の規模である。

より致命的な問題は、日本政府が民間部門のバランスシートの修復を完成した後、人口の高齢化問題が浮上した点である。高齢化は、日本の貯蓄率を低下させ、高投資が続かなくなるだけでなく、社会のイノベーション力と活力を弱め、全要素生産性の向上を妨げる。このように、バブル経済の崩壊と高齢化という相次いだ衝撃により、日本経済は繁栄の高成長段階から、20 年にわたる低成長段階に陥った。

一方、南米の罠とは、南米経済が第二次世界大戦後に「中所得の罠」に陥ったことを指す。南

<sup>5</sup> 管清友、傅勇、程実、張明『刀鋒上起舞：直面危機的中国経済』、浙江大学出版社、2012 年 5 月

米の罫の二つの特徴は、社会階層の流動性が低いことと、ポピュリズムの下での民主制度である。

「アメリカン・ドリーム」の実態は、草の根の階層の出身の若者が自身の努力で、自身さらには家族の社会階層の躍進を実現すること（草の根の階層からエリート階層へ）、つまり「努力で運命を変える」ことである。しかし、南米諸国では、草の根の階層の若者は自身の努力だけで自分の運命を変えることが難しい。その問題の根源は、エリート層と政府の結託による社会階層構造の「固定化」で、すなわち人々が草の根の階層からエリート階層に上る梯子は取り外されたのである。社会階層の流動性が非常に低い国では、草の根の階層の若者は焦燥感に満ち、社会に不満を抱き、より暴力的になり、社会で様々な衝突が起きる可能性も高まる。

南米諸国では、一般的に民主制度をとっている。しかし、残念なことに、多くの国の民主制度は、ポピュリズムの下で実施されている。例えば、二つの政党が政権を巡る選挙が実施される場合、党の指導者は必ず国民に対し、生活改善に関する多くの公約を掲げる。このような制度下では、より多くの魅力的な公約を掲げた指導者が政権をとる場合が多い。しかし、国の経済競争力が弱い時に、人々は政府がどのように公約を守るかについては、関心がない。このため、新政権は一般的に、まず政府による起債で選挙民の生活を向上させる。しかし、起債による資金調達には限界がある。債務規模の対 GDP 比は一定の基準値に達すると、ソブリン債務危機が発生する可能性がある。その後、政府は債務再編で返済を実行しない、あるいはインフレで実質的債務負担を軽減する対策をとる。実際、第二次世界大戦後、南米諸国の多くは、債務危機と悪性のインフレの間で揺れ動き、「中所得の罫」に陥ったままで抜け出ることができない。

実際、足元の中国経済にも、日本の罫あるいは南米の罫の一部の特徴がみられている。

まず、中国の不動産市場にはバブルの兆候が現れている。一線都市（大都市）では、不動産価格と所得の比率、不動産販売価格と賃料の比率が合理的な水準から大きくかけ離れており、一部の二線・三線都市（中規模・小規模の都市）は深刻な供給過剰になっている。前述のように、中国の銀行システムの健全性は、中国の不動産市場の盛衰と密接に関連している。次に、中国の人口の年齢構造は、ここ数年間、大きな変化が見られており、中国も近い将来、急速な高齢化という挑戦に見舞われる。日本は、「先に豊かになってから高齢化を迎えた」（先富後老）が、中国は「豊かになる前に高齢化を迎える」（未富先老）という状況に直面する。

懸念すべきは、目下の中国の社会階層の流動性は、1980年代と1990年代に比べ、著しく低下している点である。1980～1990年代において、農村あるいは都市の低所得層の若者は、大学に進学することにより、家庭の運命を変えた例が数多く見られた。しかし、現在では、次のような状況の方が一般的である。第一に、農村と都市の低所得層の若者は、自身の努力で良い大学に進学できる確率がますます低下している。第二に、中国の大学では、質の悪い大学ほど授業料が高い。第三に、大学卒業生の就職状況は憂慮すべきである。このため、昔は大学教育は若者が運命を変える手助けとなっていたが、現在の大学教育は、低所得の家庭の負債を増加させ、ひいては破産させる可能性がある。経済学の専門用語で言えば、低所得家庭における子供の人的資本への投資の回収率は近年、大きく低下している。

このため、中国政府にとって、制度改革と構造調整を通じ、今後10年の間に日本の罫と南米の罫に陥るのを防ぐことは極めて重要な任務と挑戦である。そして、金融システム危機の勃発を防ぎ、あるいは危機の勃発後、良好な危機管理を通じ、危機を利用して改革を推進することは、中国経済が「中所得の罫」を飛び越える重要な前提条件である。



## X. 中国の金融システミック・リスクへの政策対応

この節では、中国の金融システミック・リスクに対処するための政策提言について述べる。

対策その一は、将来の企業部門のデレバレッジ化と不動産市場の調整をきっかけとする銀行リスクを予防し、対策を準備しなければならない。前述のように、内外需の持続的な低迷が生産能力過剰を深刻化させる状況下で、中国企業のデレバレッジ化は避けられそうにない。今後数年間、中国の不動産市場は変動しながら調整する可能性も高い。この二つの衝撃に加え、金利の自由化もあり、銀行システム全体の不良債権比率が上昇し、一部中小金融機関は破産・閉鎖のリスクに直面するだろう。このリスクに対し、中国政府および監督当局は準備しなければならない。一つは、全国預金保険会社および金融機関破産清算メカニズムを作り、金融機関の破産による二次的な衝撃を緩和すること。もう一つは、銀行の不良債権比率が大幅に上昇する際の対策の詳細な案を事前に制定することである。

対策その二は、次回の銀行不良債権の波を解決する過程において、政府による銀行救済という単純な手法を避け、資産証券化など市場的な解決策をもっと取り入れるべきである。中国政府が今後、財政資金のみで金融機関に資本注入し、不良債権を直接帳消しする、あるいは1990年代末のように、資産管理会社の新設で不良債権を直接帳消しする方法を採れば、いずれも銀行債務は最終的に政府債務になってしまうだけである。目下の中国政府の本当の債務規模は1990年代末期を大きく上回っているため、政府による救済のみでは、中国政府の負担を増大させ、民間部門の金融危機がソブリン債務危機、あるいは悪性インフレになってしまう。金融リスクが民間部門から政府部門へ伝播することを遮断するため、中国政府は、商業銀行に対し、資産証券化などの方法での不良債権処理を奨励し、銀行・社会・政府に不良債権のコストを分担させなければならない。

対策その三は、一連の措置をとり、地方政府債務の透明性を高め、コントロール可能にすることである。現在、多くの地方政府債務は、地方政府融資プラットフォーム会社を通じ、シャドー・バンキングを使って借り入れたものであり、不透明かつコントロールできない。このため、中国政府は、条件を満たした地方政府による地方債の直接の発行を認めるべきである。また、地方債は、銀行間市場で取引されるほか、個人が金融機関から購入することもできるようにする。一方、地方政府の各種の偶発債務を規制する。さらに、地方政府債務問題の抜本的な対策は、分税制を改革し、地方政府の財源と行政権をマッチさせ、GDP成長の実績を中心とする地方官僚に対する評価システムを変更することである。地方政府の財政収入の土地譲渡金収入に対する依存を減らす一方、消費税、不動産税、資源税など地方政府の安定的な財源となる新税の役割を一層発揮させる。

対策その四は、引き続き慎重かつ漸進的に、コントロール可能な範囲内で資本勘定の自由化を実施し、速すぎた自由化によるリスクを避ける。前述のように、中国の金融システミック危機の勃発の起因として、可能性が高いのは、資本勘定の自由化による大量な資本流出を受け、国内の金利水準が上昇し、企業部門のデレバレッジ化および不動産価格の調整が急速に進むことである。このため、人民元レートと金利決定メカニズムが十分に市場化され、現状のような国内金融システムの様々な脆弱性が十分にコントロールでき、国内金融市場が比較的十分に民間資本に対して開放されるまで、中国政府は、資本勘定の自由化について慎重に慎重を重ねるべきである。実際、これまで中国において金融システミック危機が発生しなかったが、これは中国の金融システムが

健全で、中国の監督当局の監督の水準が高いことによるのではなく、資本勘定に対する有効な管理の効果が大きい。資本規制は、中国にとって金融システミック・リスクの発生を防ぐための重要な手段であり、各種関連改革が完了する前に取り外してはならない。

対策その五は、金融危機が勃発した場合、中国政府は、危機を一定の範囲内にコントロールするだけでなく、危機による圧力を利用し、引き続き国内の構造改革を進めるべきである。実際、危機を完全に回避するのは難しい。しかし、新興国から先進国になった国は、すべて金融危機の洗礼を受ける。重要な点は、金融危機がもたらす挑戦と機会を生かし、金融危機のインパクトを如何にして経済改革と発展の原動力に転換させるか、である。これまで数十年の歴史を振り返ると、ある国は金融危機の勃発により高い経済成長が急に途絶え（例えば日本とアルゼンチン）、ある国は危機勃発を機会ととらえ、国内の各階層と利益集団の共通認識を強化し、国内の構造改革を推進し、成長のエンジンを再構築した（例えばフィンランドと韓国）。足元では、中国の改革はストック面の改革という難しい段階に入っており、あらゆる改革が既得権益集団の妨げで前進することができなくなっている。このため、将来、中国で金融危機が勃発する場合、中国政府は、一方で、事前に準備された案と危機管理に基づき、危機を一定の範囲に抑え、もう一方で、危機による衝撃を利用し、既得権益集団という壁を乗り越え、一層改革開放を推進しなければならない。

システミック・リスクの発生に対応するため、われわれは、その根源から具体的なリスクを解消する一方、危機に対応する政策方案を制定するほか、危機を利用して構造改革を進める準備もしなければならない。金融危機自体は恐ろしくないが、恐ろしいのは、「今回は違う」という自己満足的な考えである。カーメン・M・ラインハート（Carmen M. Reinhart）とケネス・S・ロゴフ（Kenneth S. Rogoff）の著書 *This time is different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009 年（邦訳：『国家は破綻する—金融危機の 800 年』日経 BP 社、2011 年）から見ると、各国の金融監督当局が得意気に、危機の勃発はあり得ないと考える時は、往々にして金融危機襲来の前夜である。今後 5~10 年の間は、中国の潜在的な金融リスクが顕在化する時期であり、中国において金融危機が勃発しかねない最も危険な時期でもある。潜在的な金融危機に対し、我々は、冷静と謙虚の気持ちで対応した方が賢明である。正に、「戦々恐々として薄氷を踏むが如し」である。

## 著者紹介

張 明 (Zhang Ming)

中国社会科学院世界經濟政治研究所國際投資研究室 主任、國際金融研究センター 副主任  
1999 年北京師範大学經濟学院經濟学部卒、2002 年同大学修士課程修了。2007 年中国社会科学院大学  
院經濟学博士号取得。畢馬威華振會計師事務所 (KPMG) などを経て、2007 年 7 月より中国社会科学院  
院世界經濟政治研究所にて研究に従事、2012 年 10 月より現職。主要著書に『グローバル金融危機と  
中国の國際金融の新戦略』2010 年 7 月、『世界的金融危機で変調する中国』2013 年 4 月などがある。

- ・中国社会科学院世界經濟政治研究所は、中国における世界經濟と國際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的學術誌である『國際經濟評論』を発行している。



*Chinese Capital Markets Research*