



2016年1月22日

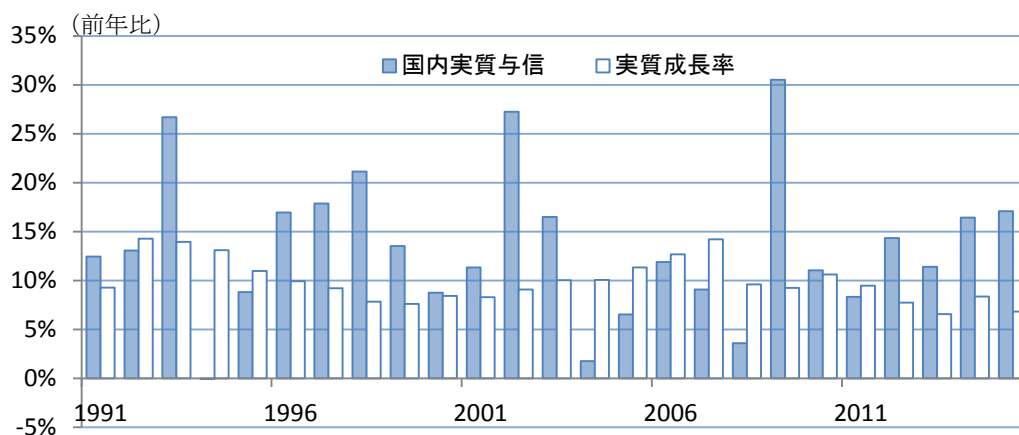
## 中国バブルの見方

公益財団法人 国際通貨研究所  
 経済調査部 上席研究員 森川 央

2015年の中国の実質成長率は前年比6.8%と一見堅調であるが、現地から届くニュースは景気堅調とは裏腹なニュースが多い。国際金融協会（IIF）は中国からの資本流出は昨年、6,760億ドルに達したと発表した。同年の貿易黒字（5,945億ドル）を上回る規模だ。沿岸部からは外国企業のベトナムやミャンマーへの移転が続いていると報じられ、製造業では給料の遅配や突然の工場閉鎖のニュースが届く。ゴーストタウン化したマンションの写真も最早珍しいものではない。海外のアナリストやエコノミストからは、バブル崩壊、不良資産の急増を懸念する声がでている。そして、この懸念は単なる杞憂とはいえない。

図1は1991年からの国内向け与信の伸び率（GDPデフレーターで実質化）と実質成長率を比較したものだ。振れはあるが総じて90年代は信用の伸びが成長率を大きく上回っていた。この間、中国は信用に依存した成長を遂げていたといえよう。だがその結果、国有企業を中心に不良資産が積み上がり、2000年代前半は不良資産処理が課題となった。2002年の政府系4大銀行の不良資産比率は建設銀行15.4%、工商銀行25.2%、中国銀行22.4%、農業銀行36.6%に高まっていた。貸出抑制を経て処理が一段落するのは2004年であった。

図1 与信伸び率と成長率



(資料)トムソン・ロイター

2000年代中盤以降は与信の伸びを上回る高成長が続く。成長率は2桁を上回り2007年には14.2%に達した。

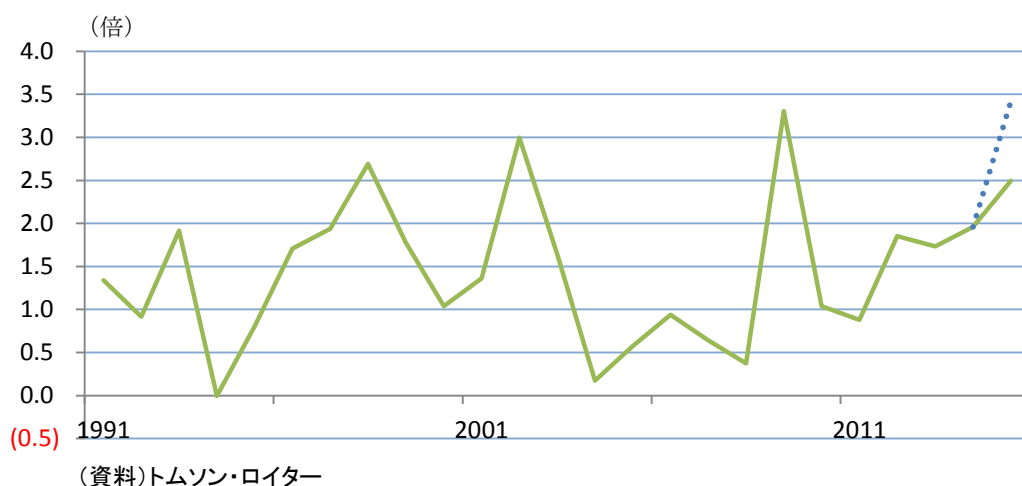
2008年秋にリーマンショックが発生すると与信の伸びも成長率も低下したが、2009年春にはいわゆる4兆元の景気対策が実施され、世界経済の回復に貢献した。この年の与信は実質で30.5%増となり、2011年まで9%超の成長が続いた。

しかし2012年に再び転機がやってきた。2桁の与信増が続きながら、成長率は徐々に低下していく。それを補うかのように与信の伸びはむしろ高まっていくので、与信の伸びと成長率のギャップが徐々に拡大してきている。与信の増加による付加価値創出の効率が低下してきているのだ。

資本係数に習って、「与信係数」を算出してみよう。これは実質GDPを1%増やすのに何%の与信増が必要であったかを示している。2012年から与信係数は趨勢的に上昇してきており、不良資産予備軍が増加していることを示唆している。

懸念はまだある。実際の成長率が公表値を下回っていると疑っているエコノミストは多い。仮に現実の成長率が5%に低下していれば、与信係数は2009年の3.3倍を上回る3.4倍になっていると試算できる(図2の点線部)。不良債権の山が積み上がっているという仮説は、仮説で終わりそうにない。

図2 「与信係数」



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、宜しくお願い申し上げます。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。