

# 中国を中心に高まる新興国民間債務リスク

## <要旨>

新興国では近年、企業債務を中心に民間債務の GDP 比が顕著に上昇している。

特に懸念すべきは中国である。同国の民間債務対 GDP 比は 2015 年末時点で 210% に達し、かつ上昇の勢いも増している。その他、アジアの高・中所得国も増勢が著しい。

新興国の企業部門は、2020 年末までに 2.4 兆ドル規模の債務償還に直面する。その一方で、不良債権拡大懸念などを背景に、銀行部門の貸出態度は厳しさを強めつつあることから、新興国では中期的に企業部門の債務借り換えリスクの上昇が警戒される。

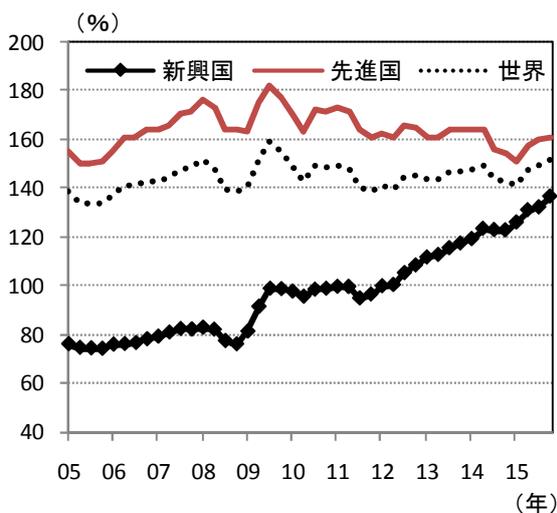
企業部門の過剰債務を起点とする不良債権問題の深刻化、債務調整に伴う長期不況、連鎖的な銀行破綻はかつて日本が辿った道である。歴史が忠実に再現される可能性は必ずしも高いとは言えないものの、新興国の民間債務問題が景気の長期低迷に繋がるリスクには注意したい。

## 1. 上昇が続く新興国における民間債務対 GDP 比

新興国では近年、民間債務の対 GDP 比が顕著に上昇している。

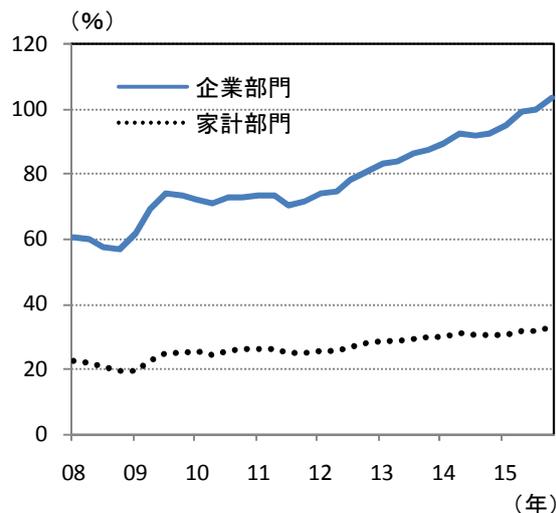
国際決済銀行(BIS)が 2016 年 6 月に公表した与信統計によると、新興 20 カ国・地域における民間非金融部門の債務残高(企業部門と家計部門の合計。以下、「民間債務」という)は 2015 年末時点で約 33 兆ドルであった。その対 GDP 比は、2005 年末時点においては 75%に過ぎなかったが、2015 年末には 137%に上昇し、先進国の水準(161%)に迫っている(図表 1)。

図表 1 民間債務残高対 GDP 比



(資料) BIS

図表 2 新興国の債務者属性別民間債務対 GDP 比



(資料) BIS

なかでも増勢が目立つのは企業債務である。新興国における民間債務対 GDP 比の推移を債務者属性(企業部門・家計部門)別にみると、2008 年末から 2015 年末の間の変化幅は、家計部門では 14%ポイント(19%→33%)と比較的緩やかであるのに対し、企業部門では 47%ポイント(57%→104%)におよぶ(前頁図表 2)。

新興国における民間債務の拡大には、世界金融危機後の先進国を中心とするグローバルな金融緩和、それに伴う流動性拡大が「新興国成長神話」と結び付いたことが背景として考えられる。

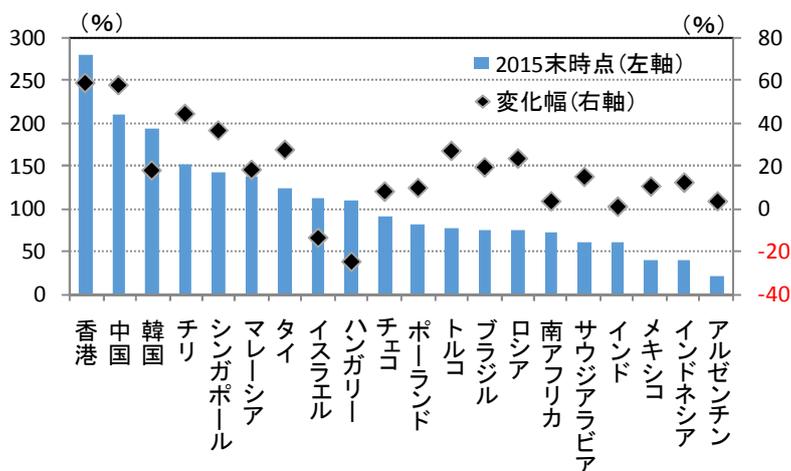
## 2. 国別にみた新興国の民間債務

以上は新興国における民間債務の動向について、新興国を一括りにして概観したものであるが、国別にみると状況は様々である。

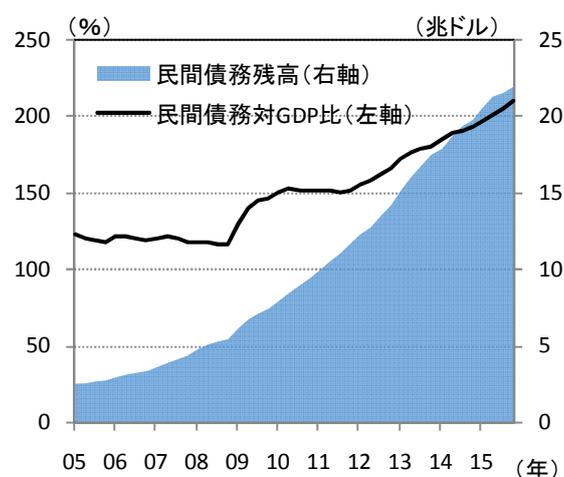
債務の規模で中国は他の新興国を圧倒している。同国の民間債務残高は、2015 年末時点で約 21.9 兆ドルと新興国全体の約 3 分の 2 を占める。経済規模に照らしても、中国の民間債務残高は高水準であり、その対 GDP 比は 2015 年末時点で 210%に達する(図表 3)。同国の民間債務対 GDP 比は近年急激に上昇しており、2010 年末から 2015 年末までの上昇幅は約 60%と香港と並び突出して大きい(図表 3、4)。

図表 3 民間債務対 GDP 比(2015 年)・変化幅(2010 年末～15 年末)

図表 4 中国の民間債務残高・対 GDP 比



(資料) BIS



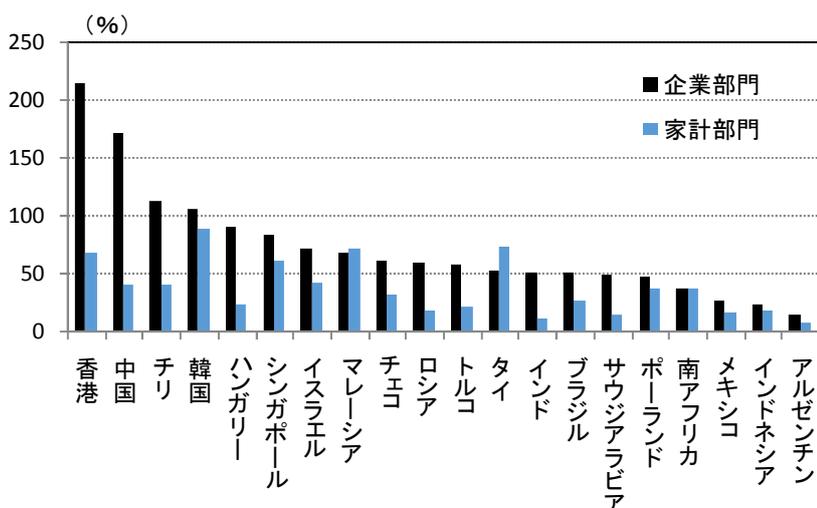
(資料) BIS

新興国のうち民間債務対 GDP 比が中国を上回るのは香港(281%)のみである。世界的なオフショア金融センターという香港がもつ特殊性が影響しているとはいえ、2008 年世界金融危機以降の上昇幅の大きさには留意すべきである。

民間債務対 GDP 比は、中国と香港のほか、韓国、チリ、シンガポール、マレーシア、タイ、イスラエル、ハンガリーで 100%を超えるが、上位は概ねアジアの高・中所得国に占められている。

民間債務対 GDP 比の内訳を債務者属性別にみると、企業債務対 GDP 比は香港、中国、チリ、韓国で 100%を超える。なお、韓国については家計債務対 GDP 比も 90%弱と高い(次頁図表 5)。

図表5 債務者属性別民間債務残高対GDP比(2015年)

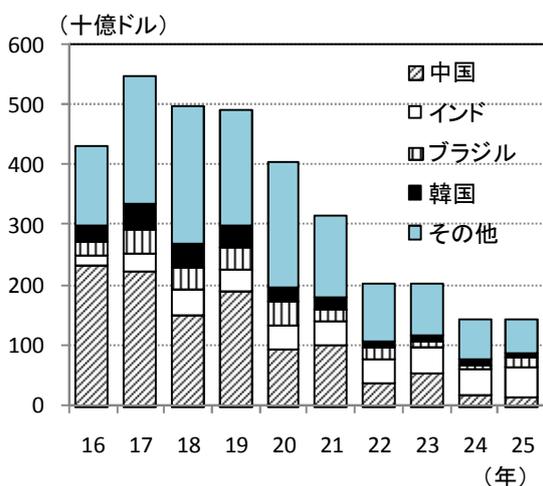


(資料) BIS

### 3. 高まる債務借り換えリスク

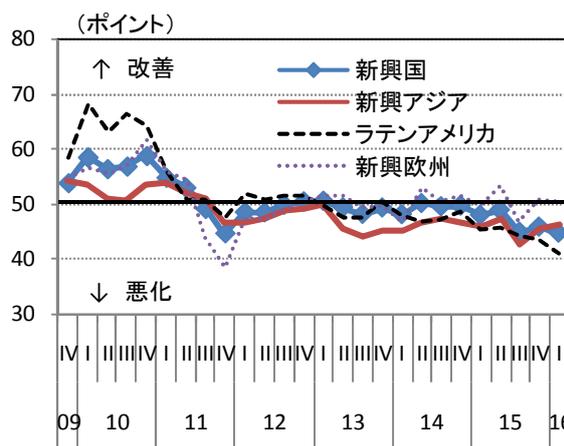
国際金融協会 (IIF) によると、新興国の企業部門は、今後5年間で約2.4兆ドルの債務償還(ローンと債券の合算)に直面する見通しである(図表6)。これは、リーマン・ショック後に生じた新興国バブルの下で組成されたローンや債券の多くが2020年までに返済期限を迎えることを反映したものと推測される。

図表6 新興国企業部門の債務償還額 (2016年は7月以降)



(資料) IIF

図表7 新興国貸出態度指数

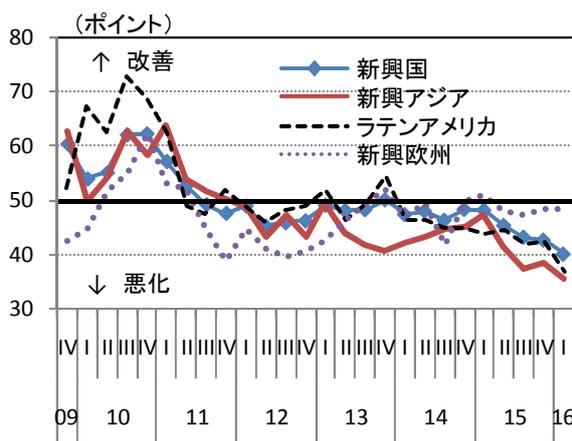


(資料) IIF

そうした中、新興国では銀行部門が貸出態度を厳格化している。IIFによる新興国銀行貸出態度指数は、2014年第3四半期以降、改善と悪化の節目となる50を一貫して下回る形で悪化が続いており、2016年第1四半期には44.8と2012年以降で最低となっている(図表7)。

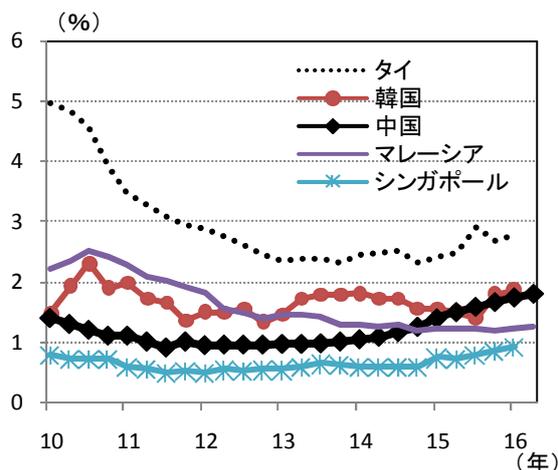
貸出態度指数の悪化には不良債権をめぐる懸念が大きく影響している。貸出態度指数を構成する不良債権指数(不良債権に関する実績および見通しに関する指数)の推移をみると、中国経済の減速懸念が強まった2015年以降、特に新興アジアで悪化しており、直近2016年第1四半期には節目の50を大きく下回る35.6にまで低下している(図表8)。実際、銀行不良債権比率は中国や韓国、タイなどにおいて、2015年以降緩やかながら上昇基調にある(図表9)。

図表8 新興国不良債権指数



(資料) IIF

図表9 アジア主要国の銀行不良債権比率



(資料) Bloomberg

不良債権をめぐる懸念の高まりなどを背景に、資金調達環境が厳しさを増す中、新興国、とりわけ中国を中心とするアジアの企業部門については、債務借り換えリスクの上昇が警戒される。

#### 4. 過剰債務、不良債権、連鎖的な銀行破綻、長期不況

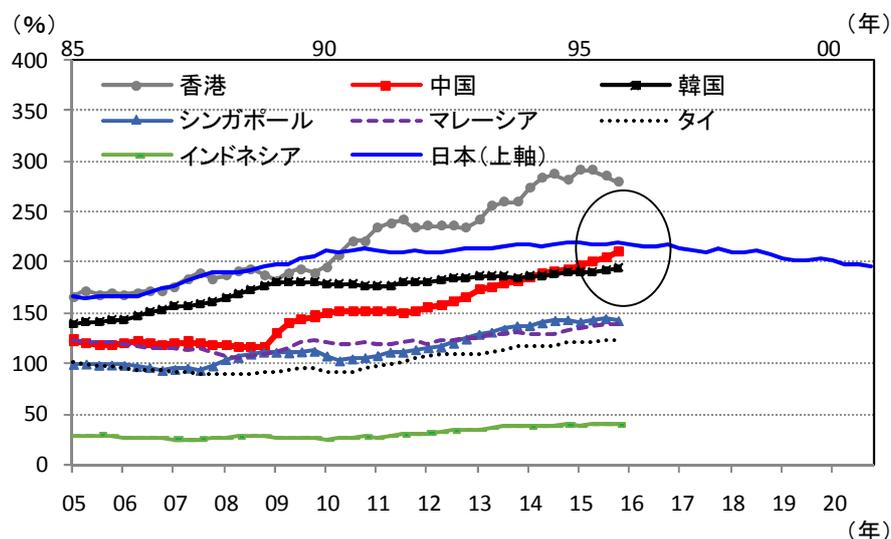
既述のとおり、2015年末時点における中国の民間債務対GDP比は210%にのぼる。この水準は日本の1990年代前半に匹敵する。中国の勢いがこのまま維持された場合、2016年中にも、日本が1995年末に記録したピークである221%を超える公算である(次頁図表10)。また、韓国の民間債務対GDP比も同時点で194%に達しており、ピーク時の日本に迫る。

過剰債務問題が不良債権問題に転じ、その後、連鎖的な銀行破綻や長期不況を引き起こしたことは、日本が20年前に経験済みである。では、1990年代の日本で起こったような一連の金融イベントは中国や韓国でも再現されるのか。当時の日本との間の金融システムの在り方の違い、とりわけ世界金融危機以降に導入された金融規制の強化などを勘案すると、歴史が忠実な形で繰り返すことは想定しにくい。しかしながら、企業部門の債務調整に起因する経済の下振れリスクには十分留意すべきである。

ところで、以上は主に国内要因から新興国民間債務をめぐるリスクをみたものである。ここで英国のEU離脱をめぐる不確実性の高まりが新興国の民間債務に与える影響について簡単にふれておくと、中東欧やラテンアメリカの国々に比べ、アジア新興国は、英系銀行のプレゼンスが大きい香港とシンガポールを重要な例外とすれば、欧州系金融機関からの資金調達依存度は概して

低い。したがって、英 EU 離脱の民間債務に対する影響は、アジアにおいては比較的限定的なものにとどまるものと想定される。

図表 10 民間債務対 GDP 比(日本のみ 20 年先行)



(資料) BIS

## 5. まとめと今後の見通し

新興国では近年、企業債務を中心に民間債務対 GDP 比が顕著に上昇している。

特に懸念すべきは中国である。同国の民間債務残高は新興国全体の約 3 分の 2 を占め圧倒しているが、経済規模に照らしても高水準であり、しかも近年急速な勢いで拡大している。

中国以外の国についてみると、民間債務対 GDP 比が大きい国には、アジアの高・中所得国が多い。なかでも韓国の民間債務対 GDP 比は 1990 年代における日本の水準に迫る。

新興国の企業部門は、2020 年末までに 2.4 兆ドル規模の債務償還に直面する。一方で、銀行部門の貸出態度は、不良債権拡大に対する懸念の高まりなどを背景に厳しさを強めつつあり、新興国では企業部門の債務借り換えリスクの上昇が警戒される。

企業部門が抱える過剰債務の不良債権化、これに続く連鎖的な銀行破綻、長期不況はかつて日本が辿った道である。歴史が忠実に再現される可能性は必ずしも高いとは言えないものの、中国や韓国の民間債務が過去の日本と照らしても既に高い水準に到達していることを踏まえると、これらの国については債務調整が長期的な景気低迷を引き起こすリスクに注意したい。

さらに、日本の経験に基づくより悪いシナリオとして、不良債権問題が深刻化し、連鎖的な銀行破綻に発展していった場合、金融当局による金融機関救済が選別的なものになり、「システム上重要ではない」と判断された金融機関が破綻を余儀なくされるリスクも想定しておきたい。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami\_Kazuya@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。