

## 中国リスクの波及経路—金融面 vs 実体経済面—

立命館大学 西村陽造

中国経済は潜在成長率の下方屈折の下で、過剰生産能力、過剰債務の問題を抱えている。GDPの約半分を投資が占めるという過度に投資に傾斜した経済成長が長期に渡って続いたことに加えて、2008年に世界金融危機に対応すべく中国政府が打ち出した4兆元の景気対策を背景に、銀行貸出やシャドーバンキングの拡大によって、民間非金融部門の債務と過剰投資の拡大がさらに進んだ。

こうして蓄積されたリスクが現実の損失となって金融危機に発展する可能性は高くないと考えてよからう。リスクは不動産、製造業など一部の業種や国有企業に集中しているが、全体としてレバレッジは高いとはいえないし、損失は金融機関の収益や資産で吸収可能であり、必要があれば強力で機動的な当局の介入が予想される。2014年半ば以降からこれまでにみられた中国から海外への資本流出による外貨準備の急速な減少も、海外の中国経済に対する信認低下による資金引き上げによるものではなく、人民元相場先高観から先安観への転換を反映した元ロング・ポジションの巻き戻しによるものとみられる。

リスクは、危機よりも寧ろ金融面と実体経済面における調整圧力を生み出し、それがアジアを中心に波及する。金融面では、中国の株価などの資産価格の下落が、各国の資産価格に影響を及ぼす。また、為替相場変動を通じて波及する（例えば、人民元下落が国際金融市場参加者のリスク回避度を高めて、安全資産とみられている円相場の上昇をもたらす）。これらに比べると影響度は小さいが、直接、もしくは香港を通じて、資本フローを通じた繋がり強い国々への波及もある。

現状では影響の大きさからみると、実体経済面を通じた調整圧力の方が重要である。リバランスと呼ばれる調整が、潜在成長率の下方屈折、投資から消費へのシフト、財生産部門からサービス生産部門へのシフトという形で進みつつある。中国の投資は消費よりも輸入依存度が高いことから、リバランスは中国の輸入を押し下げる効果を通じて世界経済に波及する。

中国の世界経済でのプレゼンスは実体経済面では大きいですが、金融面ではまだ大きくない。しかし、金融資産の蓄積、資本勘定自由化が進めば、金融面のプレゼンスも高まっていくので、金融面の波及経路はその重要度を増す。また、ここに示した調整が順調に進めば、中国経済は安定成長経路に復し、その経済規模は少なくともアジアでは圧倒的なものとなる。その結果として生じる国際関係上のバランスの変化に対する対応は重要な課題となる。

以上の見方について、データや先行研究を踏まえて、点検と検証を試みたい。