

# 経済教室

伊藤 隆敏 コロンビア大学教授

## 中国の過剰債務、不安要素

### ポイント

- 新金融規制で金融機関の自己資本は厚く
- 中国の非金融部門で企業債務の伸び顕著
- 過剰投資を背景に中国の不動産価格高騰

### リーマン危機 10年

専門家の視点 ④



いとう・たかとし  
50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融。兼GRIPS特別教授

## 金融システム安定は前進

金融危機にはいくつものパターンがある。多くの金融危機は家計、企業や政府の債務水準が高まり、返済が不可能になることから始まる。非金融部門の維持不可能なほど過大な債務は、銀行にとって不良債権となる。不良債権の増加とその処理（債権一部放棄）は銀行の資本を毀損して、資本不足、債務超過へと進み、銀行危機に発展する。

ける銀行の自己資本比率は8%以上とすることが定められていた。しかしこれでは世界金融危機が防げなかったわけなので、バゼル3では様々な変更が加えられた。

第1に自己資本にカウントされる資本の向上が定められた。普通株などの比率を高めることを意味する。

第2にリスクウェイトを見直して資産の種類を一層細分化し、より適切に信用・市場・業務遂行上のリスクを適切に反映するようにした。例えば住宅ローンについてはLTVが低いものはリスクウェイトも低く、LTVが高くなるに従ってリスクウェイトも高くなるのは理にかなう。

第3に自己資本比率8%に加え、「資本保全バッファ（緩衝）を段階的に導入し、19年までに追加的に2.5%を確保して、全体で10.5%の自己資本比率を達成することとした。以上のように自己資本の質を高めるとともに、量も多くすることにした。

政府債務が大きく、アジアとは対照的だ。ラテンアメリカの政府債務危機は何回も繰り返されてきて、さすがに海外の銀行は慎重になっている。中国に話を戻そう。リーマン・ショック直後の08年11月に中国政府は4兆元（約60兆円）の景気刺激策を打ち出すとともに、中国人民銀行（中央銀行）が国有銀行に貸し出しを増やすよう大号令をかけた。その結果、銀行貸し出しが大きく伸びた。中国の非金融セクター債務のGDP比は08年から17年にかけて、141.3%から255.7%へと急激に高まった。

ウー・バリュール（LTV）がどんどん高くなっていった。住宅ローン債権は証券化され、多くの証券が束ねられた。そこから優先順位をつけた債権担保証券（CDO）を組成することで、投資銀行は低格付けの住宅ローンから最高格付けの住宅ローンに最高格付け（トリプルA）の証券を錬金術のようにつくり出した。だがいくら優先順位をつけた再証券化商品といえども、本源的債権（住宅ローン）が

に、金融機関の共通項は債務の増加だ。ただし冒頭に述べたように、金融危機にはいくつものパターンがある。過去の危機に対処して規制を強化しても、次の危機は別の国、異なる経済主体の債務で起きるだろう。バゼル3は銀行の資本を厚くすることで、精緻な基準づくりに成功したが、これで次の危機を避けられるのだろうか。また現在、危機の火種はあるのだろうか。

バゼル3はあくまでも銀行の健全性を保つもので、いわゆるヘッジファンドなどシヤドバンク（影の銀行）は含まれない。また政府債務や企業の債務も対象外だ。世界金融危機当時と比べても、世界の総債務は増えている。

図は、主要新興国の非金融セクター（企業、家計、政府）の保有債務の国内総生産（GDP）比をみたものだ。中国の債務、特に企業債務が大きいがわかる。17年末時点では非金融セクターの債務は255.7%に達し、その内訳は政府が47.0%、家計が48.4%、企業が160.3%だ。中国の次に高い韓国の場合も家計の債務が大きい。

特に企業の債務の伸びが著しい。中国の地方政府は民間とともに投資のためにいくつかの特殊目的会社を通じて、資金を調達する一方で不動産投資を進めた。主に高利回りの証券（理財商品）の発行により資金調達をして、地方政府から払い下げられる土地の上にオフィスビルや住宅が建設された。こうして中国の不動産価格高騰につながった。

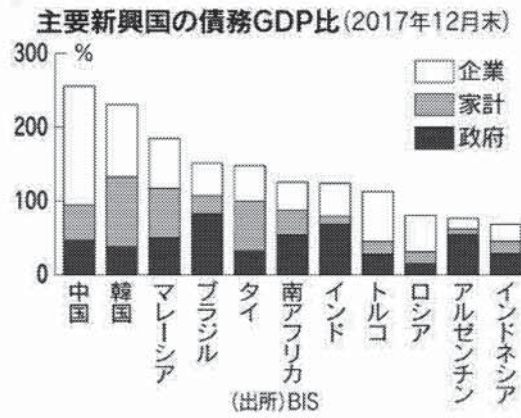
次の危機の震源地は、シヤドバンクの比重が高まり企業債務が急拡大している中国だろうか。また中国の不動産価格高騰はバブルなのか、そしてバブルがはじけると日本のような銀行危機が起きるのか。いずれも明確ではないが、このあたりが不安要素だ。

予想よりも速いスピードで、しかも広範な地域で同時に不良債権化したことで、最高格付けが間違っていたことが判明した。再証券化商品の格付けが引き下げられるケースが相次いだ。そうなる投資サイクルは一気に逆回転を始めた。投資家は債権を売却し借入金の返済（デレバレッジ）を急ぐことになった。

08年9月、米投資銀行リーマン・ブラザーズは破綻に至る。同社は救済合併されることになり、連邦破産法11条（日本の民事再生法に相当）の中

簡単に説明すると、①リスクにさらされる資産について各資産のリスクの大きさに応じてウェイト付けされた「リスクアセット」総額を計算し、②自己資本をリスクアセットで割る——というものだ。バゼル1とそれに続くバゼル2では、国際的業務を手掛

部門の債務が膨らんでいる国がある。10年のギリシャ危機では、債務削減が必要となった。先進国でも債務膨張には注意する必要がある。



記憶される2008～09年の世界金融危機を簡単に解説しよう。危機の発端は米国で低金利を背景に、信用力の低い借り手に住宅ローン（サブプライムローン）を貸し込んだことだ。不動産価格が上昇する中で、さらなる値上がりを期待して、担保価値に対するローン額の比率（ローン・ト

ラテンアメリカで繰り返される通貨危機の場合は、外国からの借り入れの主体が民間でなく政府であることが特徴だが、ドル建て債務の返済ができなくなり、通貨下落と債務拡大の悪循環に陥るところはアジア通貨危機と同様だ。

リーマン・ショックとして