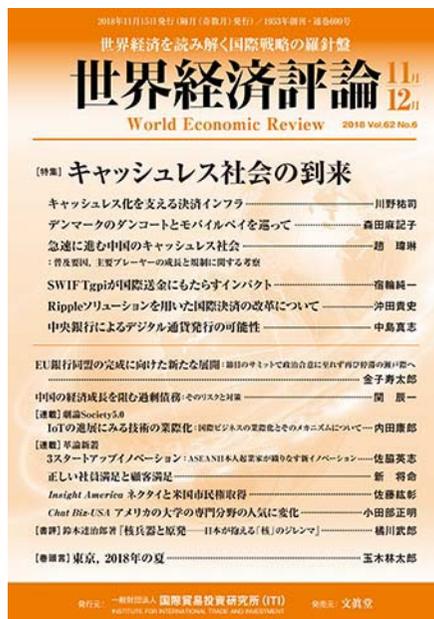


本論文は

# 世界経済評論 2018年11/12月号

(2018年11月発行)

掲載の記事です



世界経済評論

## 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF



定期購読  
期間中

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

### デジタル版バックナンバー読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。  
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp  
雑誌のオンライン書店

# 中国の経済成長を阻む過剰債務 ：そのリスクと対策

株式会社日本総合研究所副主任研究員 関辰一

せき・しんいち 1981年中国上海市生まれ。06年早稲田大学大学院経済学研究科修士課程修了。08年日本総合研究所研究員、15年から現職。18年拓殖大学博士(国際開発)。専門は中国経済・金融。著書に『中国 経済成長の罫：金融危機とバランスシート不況』(日本経済新聞出版社、2018年)。

中国では、過剰な企業債務が持続的な経済成長の大きなボトルネックになっている。企業債務は8年間で4倍となった。企業債務の急増には2つのリスクが潜んでいる。第1は、中国経済が「バランスシート不況」に陥るリスクである。90年代前半、日本企業は過剰債務の対応に追われた結果、資金需要が急速に縮小し、深刻な不況が日本経済を襲った。2015年には、バランスシート調整に起因した景気失速の予兆が中国でみられた。今後、いつ再発しても不思議ではない。第2は、金融危機発生リスクである。企業の債務は、貸し手の債権である。独自推計によると、潜在的な不良債権は公式統計の10倍に達する。不良債権の実態は公式統計を大きく上回るとみられるだけに、金融危機発生リスクは払拭できない。巨額な不良債権と企業債務が形成された背景として、金融機関と企業が政府の保証を前提に、極端にリスクな経営判断を続けていることが指摘できる。状況を改善するためには、企業や金融機関が自立していかなければならない。自己責任原則を浸透させ、国有企業に対する債務保証や補助金などの政府保証をやめるべきだ。

## はじめに

中国は、1978年の改革開放の開始を契機とした積極的な外資導入や加工貿易の拡大などにより、目覚ましい経済成長を遂げることができた。ところが、人件費の上昇や外資政策の転換が加工貿易の重石となるなか、2008年にはリーマン・ショックが発生し、中国経済の風向きは大きく変わった。4兆元の景気対策が打ち出された後、中国経済のハードランディングは回避された一方、国進民退やシャドーバンキン

グの拡大などの問題が浮上し、中国の経済成長は持続的なものかどうか、不透明感が急速に高まった。

過剰な企業債務が持続的な経済成長の大きなボトルネックとなっている。4兆元の景気対策の裏で、金融面とりわけ企業債務の急拡大に大きなリスクが潜んでいる。中国では、企業の債務が余りにも大きく、その拡大のペースも速い。2008年末から2016年末にかけて非金融企業債務は4倍に膨張した。その対GDP比は166%と、バブル期の日本を上回る。企業の債務は、貸し手の債権である。巨額な企業債務が

あるということは、金融機関が巨額な不良債権を抱えている可能性があるということに他ならないが、中国の不良債権の実態は不透明である。

中国国内では、2012年頃から中国人民銀行や社会科学院などが、企業債務急増の問題を研究し、過度に心配する必要はないと結論付けてきた。他方、IMFや国際決済銀行は、2016年からこの問題は金融危機につながるおそれもあるため、中国経済の大きな下振れリスクであると警鐘を鳴らし始めた。

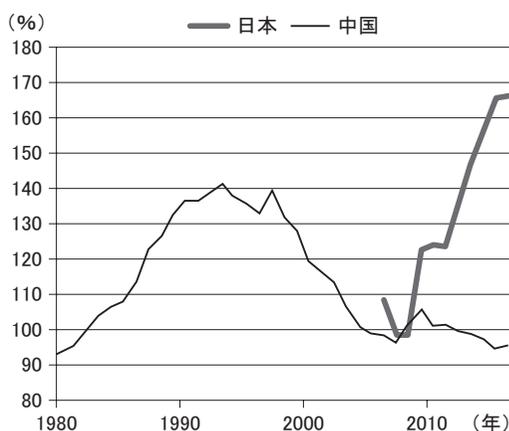
本論は後者の立場に立ち、独自に「潜在不良債権比率」と不良債権の規模を推計した。また、金融危機が発生しなくとも、企業のバランスシート調整が中国経済のハードランディングにつながりうると考える。本稿では問題のアプローチを中国の企業債務問題をマクロとミクロの両面から検証し、さらに問題の背景を企業・金融機関・政府という切り口で整理し、日本のバブル期との比較を行った。

## I 急増する企業債務と「バランスシート不況」

近年、家計・企業・政府を合わせた中国の総債務が急増している。BIS（国際決済銀行）によると、2016年末の中国における債務残高は、家計が33.0兆元、非金融企業（金融機関を除く企業部門）が123.5兆元、政府総債務残高が33.1兆元であった。したがって、2016年末の家計・企業・政府を合わせた総債務残高は190.0兆元となる。

とりわけ、企業債務の急拡大には大きな問題が潜んでいる。非金融企業債務残高は2008年の31.2兆元から8年間で4倍に急増した。日

図表1 非金融企業債務の対GDP比



(資料) BISのtotal credit統計、中国国家統計局、内閣府「国民経済計算」を基に筆者作成

本では1980年代のバブル期に、非金融企業債務残高の対GDP比が急上昇し、1989年末には132%に達した。中国の場合、2016年末の同比率は166%と日本のバブル期を上回る（図表1）。

企業債務拡大の要因の一つは、過剰な固定資産投資である。リーマン・ショック後の4兆元の景気対策を受けて、地方政府が融資平台を通じて調達した資金の多くは非効率なインフラ建設や不動産開発投資に投じられた。また、鉄鋼やセメント、太陽光パネルなどの製造業セクターでは、大規模な金融緩和によって資金調達コストが低下するなか、借入と新規設備を増加させた。

もう一つの要因は、企業による財テクの拡大である。企業が調達した資金の多くは実物投資に投じられていない。そこに問題が潜んでいる。2008年以降の大規模な金融緩和を受けて、緩和マネーが金融資産に大量に流入し、滞留している。実際、中国の国民経済計算における非金融企業の資本調達勘定（フロー）をみると、2008年から2015年にかけて企業の資金調達総

額（ネット）が年間 6.8 兆元から 14.1 兆元に増加し、累計では 97.8 兆元となった。この間、企業による実物投資以外への運用が増えており、運用面からみると、金融資産純増は累計 72.1 兆元と大幅に増加した。他方、実物投資に充当する資金は累計 25.7 兆元にとどまった。大手企業の負債利回りが金融資産収益率を下回るため、資金を右から左に流す財テクが拡大し、バブル期の日本と似た状況となっている<sup>1)</sup>。

では、中国企業はどのような分野で資金を運用しているのだろうか。代表的な財テクは、銀行を經由した高利率の貸出である。大手企業は不動産開発企業やその他中小企業、地方融資プラットフォームなどへの高利率の貸出を拡大している。1996 年に企業間で直接貸し付けを行うことが禁止されたため、一旦銀行を仲介する形となっているものの、仲介手数料を支払っても、こうした企業向け貸し付けにより、年率 10% 超の運用利回りを得られている。中国人民銀行は、このような企業が銀行を經由して他の企業に資金を貸し付けるスキームを「委託融資」と定義している。

こうした財テクの資金は、銀行融資や社債発行などにより低利で調達されている。たとえば、コンテナ船などの生産販売に携わる江蘇舜天船舶股份有限公司（舜天船舶）の「年報」（有価証券報告書に相当）によると、同社は 2012 年に表面利率年 6.6% の社債発行で資金を調達し、2012 年から 2013 年末までに、委託融資により非関連会社である全椒福爵房地產に年率 19.2% と 18.0%、南京福地房地產開発に同 18.0%、江蘇瑞東建設に同 18.0% で資金を貸し付けていた<sup>2)</sup>。これは、氷山の一角である<sup>3)</sup>。

企業による投機的な動きは多岐にわたる。企

業は銀行理財商品や信託融資などのシャドーバンキング商品でも資金を運用している。さらに、銅や鉄鉱石、ニンニクや落花生などの商品市場、白酒やワイン、不動産市場やゴルフ会員権などでも投機的な動きがみられる。

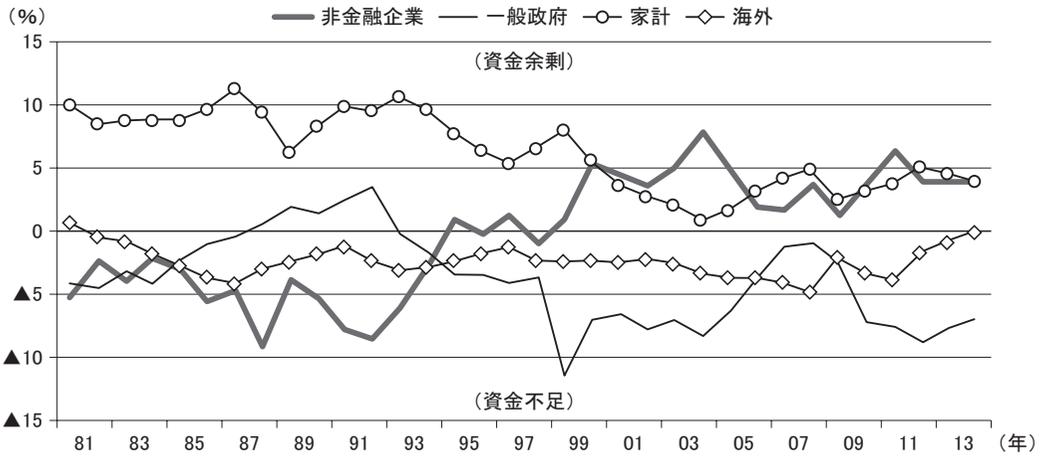
非金融企業債務の大半は国有企業のものであり、財テクに走る企業の多くは国有企業であると考えられる。舜天船舶も国有企業である。国有企業だからこそ、低利で資金調達し、高利率で貸し付けることが容易となっている。

バブルの宴はいつまでも続かない。日本では、1990 年代に入り資産価格が下落に転じると、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、バランスシート調整を余儀なくされた。すなわち、企業は営業活動から得られた資金を優先的に債務返済に使うようになる一方、設備投資のための資金は抑制された。このように、資産価格の下落局面で企業の資金需要は急速に縮小し、日本経済は深刻な不況に陥った。エコノミストのリチャード・ター氏は、これを「バランスシート不況」と名付けた<sup>4)</sup>。

中国経済も企業のバランスシート調整に起因するハードランディングのリスクに直面している。委託融資などのデフォルトが多発すれば、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、バランスシート調整を余儀なくされ、その結果、設備投資が大幅に下振れ、景気が失速するリスクである。

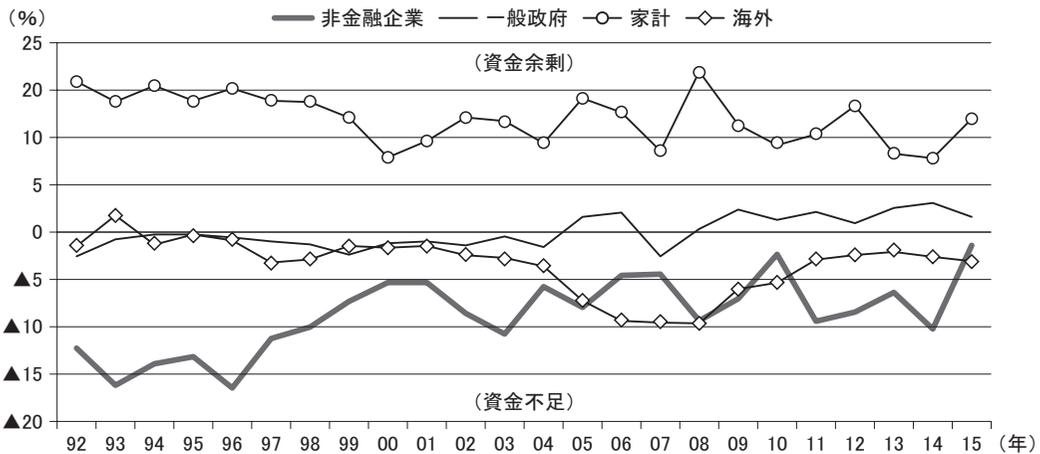
ここでは、日本銀行の「資金循環統計」から 90 年代、日本企業は過剰債務の対応に追われた結果、資金需要が急速に縮小し、日本経済は深刻な不況に陥ったことが確認できる。90 年代初頭まで、非金融企業は恒常的に資金不足主体であった。すなわち、家計など他の部門での余剰資金を借り、設備投資などに充当してい

図表2 日本の部門別資金過不足



(資料) 日本銀行「資金循環統計」, 内閣府「国民経済計算」をもとに筆者作成

図表3 中国の部門別資金過不足



(資料) 中国人民銀行「資金循環統計」, 国家統計局「国民経済計算」をもとに筆者作成

た。その資金不足の規模は対 GDP 比 5~10% へのほり、企業の設備投資が景気拡大を牽引した (図表 2)。ところが、資産価格の急落に伴い、債務の過剰感が強まると、企業の資金不足の対 GDP 比は、わずか 2~3 年でほぼゼロとなり、設備投資は大幅にスローダウンした。

中国も同様のリスクに直面している。中国人民銀行の「資金循環統計」によると、中国では

非金融企業は資金不足主体である (図表 3)。その規模は、かつての日本と同程度の対 GDP 比 5~10% 程度である。その分、企業が他部門から資金を借り、需要を創造してきた。しかし、企業の債務拡大が限界に近づくと、企業の資金需要は悪化する。企業の資金不足の対 GDP 比が急速にゼロに近づくことも十分に考えられる。

2015年には、バランスシート調整に起因した景気失速の予兆が中国でみられた。当時、景気の悪化に伴い委託融資などでデフォルトが続くなど、企業の資産は目減りしていた。他方、銀行融資や社債で調達した大きな負債は残り、企業の利払い負担は極めて大きい。2014年末時点で、非金融企業は99.7兆元の債務残高を抱えていた。金利を6%と想定し、向こう10年間に債務を返済すると仮定すれば、企業の債務の元利支払い負担は年間16.0兆元と試算される。

インフレであれば、元利支払いの観点からはまだ明るい将来が描ける。しかし、実際には、デフレ圧力が強まっており、企業の出荷価格は下落し続けていた。企業は同じ数量の財・サービスを販売・提供しても、売上とキャッシュフローはその分減少するため、債務返済を先送りすれば、負債の実質的負担は大きくなる。そのため、企業は債務返済を優先し、設備投資を抑制した。その結果、政府による金融緩和の効果は著しく低下し、2015年の中国経済は大方の想定以上に減速した<sup>5)</sup>。その後の中国経済は、2016年入り後の公共投資の大幅な拡大によって持ち直したものの、今後、いつバランスシート調整に起因した景気急減速が発生しても不思議ではない。

## II 「潜在不良債権比率」の推計と金融危機

企業の債務は、貸し手の債権である。巨額な企業債務があるということは、金融機関が巨額の不良債権を抱えている可能性があるということに他ならない。他方、中国銀行業監督管理委員会の公式統計によると、2015年末の商業銀

行の不良債権比率は1.7%、不良債権残高は1兆2,744億元にとどまる。2017年末はそれぞれ1.7%、1兆7,057億元である。当局は金融機関に対して、貸付債権を①正常、②関注、③次級、④可疑、⑤損失の5種類に分けるように求め、③～⑤を不良債権としている。ちなみに③の定義は、借り手の返済能力に明らかな問題が発生し、正常な収入によって債務の元本と利息を返すのに十分な金額を保証することができない貸付債権である。

しかし、中国の不良債権の実態は不透明といわざるを得ない。金融機関は上記の定義に則って不良債権を認定しているとは限らない。当局も金融機関に不良債権の認定基準を守らせ、十分な監督責任を果たしているか疑問である。

そこで以下では、営業キャッシュフローによって支払利息を賄えるかどうかを基準に、独自に「潜在不良債権比率」を推計した<sup>6)</sup>。まず、上海証券取引所と深圳証券取引所の全上場企業(A株)の社数は、筆者が集計作業をした2016年5月17日時点で2,850社であった。全企業の2015年の財務データを整理すると、借入金および支払利息のある上場非金融企業は2,327社であり、この2,327社の借入金合計は8兆5,499億元であった(図表4)。

次に、安全な企業と「潜在的に危険な企業」に仕分けした。その際、1年間の広義の営業キャッシュフローであるEBITDAが、同年の支払利息を下回る企業を潜在的に危険な企業と定義すると、2,327社のうち223社が「潜在的に危険な企業」に分類された。

この223社の借入金が返済能力面からみた「潜在的に危険な借入金」であり、合計すると7,367億元となった。最後に、2,327社の借入金総額に対する比率を「潜在不良債権比率」と

図表4 2015年末の潜在的に危険な借入金の比率（潜在不良債権比率）

業種	企業数 社	借入金 百万元	潜在的に危険な 企業数 社	潜在的に危険な 借入金 百万元	潜在的に危険な 借入金の比率 %
製造業	1,492	2,606,447	153	491,798	18.9
鉄金属加工	30	421,106	15	217,854	51.7
鉄道車両・船舶・航空機	31	155,485	5	69,691	44.8
石油加工・コークス製造	19	42,009	8	15,398	36.7
はん用機械	89	72,843	13	21,748	29.9
非鉄金属	55	253,173	14	73,837	29.2
紡績	35	37,540	7	10,108	26.9
自動車	80	120,472	6	2,415	2.0
電気機械	151	129,791	5	1,195	0.9
その他製造業	1,002	1,374,029	80	79,553	5.8
非製造業	835	5,943,467	70	244,898	4.1
卸小売業	130	328,494	12	56,326	17.1
採掘業	69	1,075,816	14	76,224	7.1
不動産業	121	1,376,368	17	61,218	4.4
娯楽・教育	32	15,320	1	50	0.3
電力・ガス・水道	88	1,204,206	2	3,913	0.3
その他非製造業	395	1,943,263	24	47,166	2.4
合計	2,327	8,549,914	223	736,696	8.6

(注1) 上場企業2,850社のうち借入金かつ支払利息のある非金融企業2,327社の財務データを集計。

(注2) 潜在的に危険な企業とは、2015年のEBITDA(利払い前・税引き前・償却前利益)が同年の支払利息を下回る企業。

(注3) 潜在的に危険な借入金とは、潜在的に危険な企業の借入金。

(注4) EBITDA=利潤総額+支払利息(財務費用)+資産化済み支払利息+有形資産の減価償却費+無形資産の減価償却費+長期前払費用の減価償却費。

(注5) 支払利息=支払利息(財務費用)+資産化済み支払利息。

(注6) 借入金=短期借入金+1年内返済予定の長期借入金+長期借入金。

(資料) 各社の2015年年報, Windをもとに筆者作成

して算出した。

結果をみると、2015年末の潜在不良債権比率は8.6%と、公式統計の5倍にのぼる高水準であった。業種別にみると、製造業が18.9%と最も高く、農林漁業17.6%、卸小売業17.1%、コングロマリット14.3%、採掘業7.1%、運輸・倉庫5.9%、不動産業4.4%と続く。潜在不良債権比率が高い分野ほど、銀行貸し付けが回収困難となるリスクが大きいと判断できる。また、潜在的に危険な借入金の額を基準にみれば、製造業4,918億元、採掘業762億元、不動産業612億元、卸小売業563億元の順であり、

これらの分野向け融資の不良債権化が銀行経営を揺るがす恐れがあるといえよう。

続いて、8.6%と試算された潜在不良債権比率を使って、金融機関全体の潜在的な不良債権額を推計してみたい。公式統計の不良債権額は商業銀行のオンバランス与信だけを対象にしたものであるが、本稿では金融機関の経営破綻リスクを探るため、オフバランス与信も含めた不良債権額の試算を行った。

まず、オンバランスの与信について、公式統計では2015年末の不良債権残高1兆2,744億元、不良債権比率1.7%であり、ここから推計

される2015年末の銀行融資残高は75兆元前後である。一方、中国人民銀行の「社会融資規模存量統計数据報告」によると、2015年末の人民元建て融資と外貨建て融資の合計残高は95.8兆元である。ここでは、よりカバー範囲の広い95.8兆元をオンバランスの与信残高とする。

次に、オフバランスの与信、いわゆるシャドーバンキングの規模について考える。一般的にシャドーバンキングは、銀行融資以外のルートで資金を供給する信用仲介機能であるが、ここでは、銀行の理財商品と委託融資、信託会社の信託融資の三つをシャドーバンキングとして扱う。

理財商品は、銀行が個人や企業から預金を受け入れるのではなく、当該顧客に自らの融資債権を売却することなどにより、融資資産を銀行のバランスシート内からバランスシート外へ移転するものである。

委託融資は銀行を仲介役に企業が他の企業へ貸し付けることであり、本来であれば委託する企業が融資条件を決めるものの、実態的には銀行が貸付先や用途、金額、金利などを決め、融資資産を銀行のバランスシートから企業のバランスシートに移転している。

信託会社のバランスシートを経由する形の信託融資も、銀行のオフバランス融資として急拡大してきた。3つのいずれの形態も、銀行自身が深く関わっているだけに、融資が焦げ付くと、銀行の損失負担が発生する可能性が高い。

中央国債登記結算有限責任公司によると2015年末の銀行理財商品は23.5兆元、中国人民銀行によると委託融資残高は同10.9兆元、中国信託業協会によると信託業の資産管理規模は同14.7兆元である。したがって、2015年末

のシャドーバンキングの規模はこれらの合計である49.1兆元という大きさになる。

実際には、銀行のオフバランスの与信の方が回収不能となるリスクが高いとみられるものの、ここでは単純にオンバランスとオフバランスを合わせた与信総額144.9兆元のうち8.6%が不良債権と仮定すれば、中国の金融機関の抱える潜在的な不良債権残高は12.5兆元となる。これは、公式統計の10倍の金額であり、名目GDPの18.5%に相当する。公式統計は不良債権の認定基準が甘いことや、オフバランス与信が対象に入っていないこと、ならびに商業銀行以外の金融機関の不良債権がカウントされていないこと等が、今回の推計値との大きな違いに繋がっている。

以上のように、不良債権の実態は公式統計を大きく上回るとみられるだけに、金融危機発生のリスクは払拭できない。実際、債務超過に陥る中小金融機関が出現し、取り付け騒ぎも複数回発生した。いまは金融機関の破綻や緊縮財政などの政府によるミスハンドリングの可能性に注意しなければならない局面といえよう。

### III 過剰債務のリスクと対策

巨額な不良債権と企業債務が形成された背景には、企業と金融機関の過剰なリスク選好がある。金融機関が適切とは言い難い融資審査のもと、過剰な融資を行っている。利息の支払い余力が不十分な企業に対しても、追加で資金を貸し続けているため、金融機関は巨額な不良債権を抱えるようになった。企業の設備投資額は経済規模から考えるとあまりに多いため、過剰な生産能力が多くの分野で問題となっている。さらに深刻な問題は、企業が経営活動によって得

られた資金だけでなく、銀行や他の投資家から資金を借り入れてまで、リスクの高い金融商品に多額の投資をするようになったことである。

その背景には、政府の市場介入による弊害、および大規模な金融緩和が指摘できる。中国政府は金融機関を経営破綻から守っている。主な資金の借り手である国有企業に対しても手厚く保護している。政府は、明示的なものも暗黙的なものもあるが、いずれにせよ事実上国有企業の債務に対して保証を行っている。このような市場への政府介入によって、借り手と貸し手に深刻なモラルハザードが生じている<sup>7)</sup>。国や地方政府の保証が付与されていることが、借り手の意識を希薄にする。さらに、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなる。金融機関と国有企業は政府の保証を前提に、極端にリスクな経営判断を続けている。

今後、中国政府は過剰債務の解消（デレバレッジ）を進めながら、景気失速を回避して安定成長を目指すという、難しいかじ取りを求められる。

景気対策は十分に打ち出されている。企業部門の資金需要減退から生じる「バランスシート不況」の処方箋として、公共投資の拡大は理解できる。公共投資の拡大が政府債務の増加・財政悪化という別の問題を生むものの、政府部門が他部門から資金を借入、需要を創造していくことで、企業の設備投資の落ち込みを穴埋めしなければ、中国経済はハードランディングし、多くの人を路頭に迷わせるリスクがあった。

一方、過剰債務の解消は進んでいない。景気を持ち直しが図られる裏側では、金融機関が追い貸しをする状況がみられる。企業の財テク、金融機関の過剰信用、政府保証の存在は依然残る。企業による委託融資や銀行理財商品、不動

産投資が一段と盛り上がり、企業債務と金融機関の潜在的な不良債権がさらに増加する恐れがある。

過剰債務の解消は難しい問題ながら、以下の5点が重要と考えられる。第一は、「自己責任原則」の浸透である。国有企業に対する債務保証や補助金などの政府保証をやめなければならない。過剰な債務を抱えた企業ならば、国有だろうと民間だろうと、債務をリストラしていく必要がある。中国経済の高成長が終焉を迎えるなか、過剰債務に陥り、債務返済に窮する企業が多くみられるようになった。民間企業は債務のリストラや人員のリストラを進めている一方、国有企業のリストラは遅れているばかりでなく、モラルハザードが生じて債務が一段と増加している。利益を求めた投機的な行為に対して、当事者がコストを負担するという「自己責任原則」を求めるのは、当然のことといえよう。

一方、改革は漸進的に行っていく必要がある。政府による債務保証を一気にやめしまうと、国有企業の破綻が急増しかねない。その結果、金融機関の連鎖的な破綻が起きる恐れもある。

第二は、国有企業の民営化である。国有企業に対する債務保証や補助金の取りやめの先には、国有企業の民営化がある。国有企業どうしの合併によって国有企業を一段と大きくするのではなく、政府保有株式を放出することで、国有企業に対する民間企業や外資企業のM & Aを活性化させるべきだ。もっとも、政府あるいは国有企業が筆頭株主として残るような政府保有株式の放出ではいけない。民間が旧国有企業の所有権を手にして、はじめて民間の活力を生かすことができる。

第三は、金融監督の強化である。銀行が企業の収益性に基づいた融資を行うよう、政府が働きかけると同時に、シャドーバンキングなどのオフバランス融資や不良債権の実態についての報告を徹底させることが必要である。

第四は、情報開示の徹底である。政府が目を見せれば安心できる、という訳ではない。外部からの圧力に晒すことが、企業経営の改善につながると期待される。

第五は、過度な低金利の見直しである。政策金利の引き上げはマネーサプライと企業債務の抑制に寄与する。

より根本的には、いま以上に自律した企業家と銀行家がいなくてはならない。確かに、中国では果敢に新事業にチャレンジし、自助努力で事業を大きく育て上げた企業家もみられる。自らの目利き能力によって、次々に有望な事業を支援した銀行家もいるであろう。しかし、全体でみれば、企業や金融機関の政府への依存度は、極めて大きい。企業は、政府が債務を保証してくれるであろうと、安易な借入を増やし、マネーゲームに手を出すようになった。銀行も政府の後ろ盾がある企業ならば、債務不履行のリスクはないと考え、際限なく融資を続けてきた。

政府が、企業と銀行に対して暗黙の保証を与えてきたことが問題である。政府は、もたれ合いの構造がいずれ破綻すると理解しているものの、政府保証を続けてきた。それが、上記のような企業や銀行の期待を形成した。暗黙の保証

を打ち破ると、これまでの中国経済を支えてきた金融システムが機能不全に陥りかねない。企業も深刻なバランスシート調整を余儀なくされる。しかし、問題を先送りすれば、将来のリスクが増すばかりである。これ以上、改革を先送りしてはならない。

#### 【注】

- 1) 1980年代の日本における非金融企業の資本調達勘定については、野口(1992) p. 119を参照。
- 2) 詳しくは、有価証券報告書に相当する「江蘇舜天船舶股份有限公司2012年度報告」と「江蘇舜天船舶股份有限公司2013年度報告」を参照。なお、同社は委託融資のほか10種類以上の銀行理財商品にも投資。
- 3) 企業による高リスクの金融資産運用の事例、日本のバブル期との比較について詳しくは関(2015a)を参照。
- 4) 詳しくは、Koo(2003)を参照。
- 5) 2015年に中国で生じた景気減速・企業資金需要減退のメカニズムについて詳しくは関(2015b)を参照。
- 6) 「潜在不良債権比率」についての過去研究、独自推計の詳しい解説、金融危機のトリガーとなる事象、政府対応力への不安については関(2016)を参照。
- 7) 詳しくは関(2017)を参照。

#### 【主要参考文献】

- 関辰一(2015a)「限界に向かう中国の企業債務拡大：バブル期の日本と似た様相」, 日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2015年5月号(Vol. 15, No. 57), 124-136頁所収。
- (2015b)「バランスシート不況の入り口に立つ中国経済」, 日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2015年11月号(Vol. 15, No. 59), 129-144頁所収。
- (2016)「中国で深刻化する過剰債務問題：潜在不良債権比率と不良債権規模の推計」, 日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2016年8月号(Vol. 16, No. 62), 40-55頁所収。
- (2017)「社債市場からみた中国のモラルハザード問題」, 日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2017年2月号(Vol. 17, No. 64), 46-58頁所収。
- 野口悠紀雄(1992)『バブルの経済学：日本経済に何が起こったのか』日本経済新聞社。
- Richard C. Koo, Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications, Singapore, John Wiley and Sons (Asia) Pte., Ltd., 2003. (楡井浩一訳『デフレとバランスシートの経済学』徳間書店, 2003年)。