

# 拡大する新興国の民間債務

## 民需回復の重石となり、景気対策も制約

みずほ総合研究所

調査本部

03-3591-1400

- 新興国で民間債務が拡大しており、特にアジア諸国の中で債務過剰感が強い国が目立つ。新興国債務は、新規借入の困難化や返済負担の増加を通じて、民需回復の重石になると考えられる
- 債務問題を抱える国では、景気対策はさらなる債務や資金流出を惹起して金融不安をあおりかねず、その発動は制約される。当面の新興国経済は、輸出中心の緩やかな持ち直しにとどまろう
- リスクとしては、過剰な債務を抱える新興国を中心に、米利上げ等を契機に資金流出が強まり、通貨安に伴う対外債務負担の増大や、流動性不足に伴う金利上昇といった金融不安定化が挙げられる

### 1. 新興国における民間債務の拡大

新興国の民間債務が拡大している。新興国では2008年のリーマン・ショック以降に実施された経済対策が奏功するなどして投資や消費といった民需が刺激され、新興国経済が世界経済のけん引役となった。しかし、その新興国では2015年頃から景気に陰りが生じた後に、景気拡大と共に膨れ上がっていた債務が取り残された。新興国全体の民間債務（名目GDP比）は、2008年12月末の88%から2016年6月末には136%へと拡大し、160%程度で横ばいに抑制されていた先進国の水準に迫っている（図表1）。新興国で拡大している債務は景気回復にとって重石となるだけでなく、BIS（国際決済銀行）は金融不安の要因になりうると警鐘を鳴らしている<sup>1)</sup>。

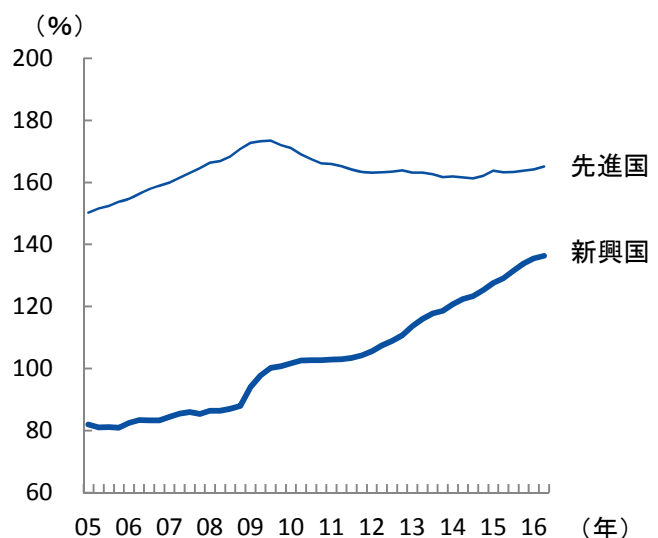
本稿では、新興国の債務を借入主体別に分析して各国の景気への影響を確認すると共に、金融不安をあおらないよう慎重な経済政策運営が求められている状況を確認する。

### 2. 企業と家計の過剰債務は投資と消費の回復を抑制する重石

#### (1) 企業債務の過剰感が特に強いのは中国、韓国、タイ

新興国債務の拡大は、借入主体別、各国別に濃淡がある。

図表1 民間債務／名目GDP



(注) 家計債務と非金融法人債務の合計。

(資料) 国際金融協会より、みずほ総合研究所作成

企業部門については、中国の債務残高（名目GDP比、図表2の縦軸）が主な新興国の中で突出して高く、2016年6月末で171%に達する。次いで韓国も107%と高い。

なお、債務残高の名目GDP比については、金融の発展と共に上昇する傾向にあるため、その傾向を除くためにトレンドからの乖離に注目する見方もある。この尺度（図表2の横軸）でも、やはり中国が突出して高く、次いでタイもトレンドを超過して企業債務を膨らませていることが分かる。

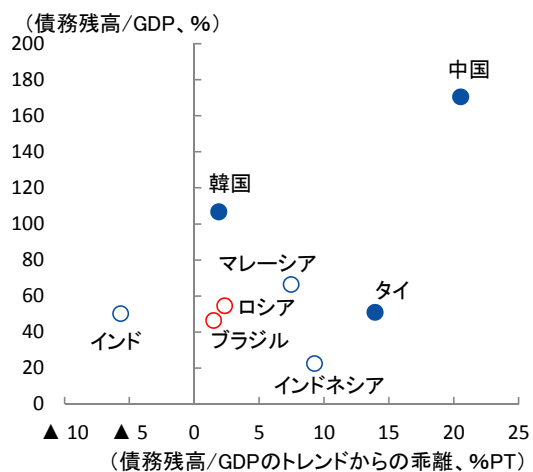
以上の2つの尺度からみると、中国と韓国、そしてタイにおいて、企業債務の過剰感が強いといえる。その中でも中国の企業債務が突出している背景としては、2008年にリーマン・ショックが発生すると、中国政府が危機の波及を懸念して4兆元（当時の名目GDP比で13%）に相当する大型景気対策を打ち出したことに刺激され、鉄鋼等の建設関連業種等を中心に企業が投資を急拡大させたことがあった。中国企業は行き過ぎた投資を行って過剰な生産能力を抱えて収益を悪化させる一方、貸し手の銀行にとっては不良債権が増加し<sup>2</sup>、バブル崩壊後の日本を彷彿させる状況となっている。足元でも中国企業の債務は依然として拡大を続けており、IMF（国際通貨基金）は企業債務問題に対してもはや個別の対策では不十分であるとして、包括的なアプローチを取るよう政府が指導力を発揮することを促している<sup>3</sup>。

## （2）家計債務の過剰感が特に強いのは韓国、マレーシア、タイ

家計部門については、韓国の債務残高の名目GDP比が2016年6月末に90%と主な新興国の中で特に大きく、次いでマレーシアとタイも71%と大きい。このうちマレーシアとタイについては、債務残高の名目GDP比がトレンドに対しても大きく上振れている（図表3）。以上より、家計債務は韓国とマレーシア、タイで過剰感が強いことがうかがわれる。

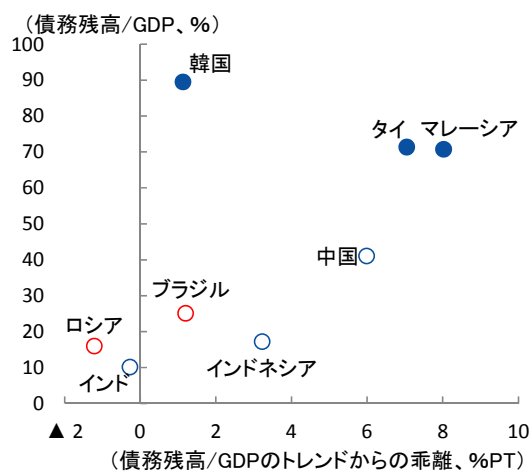
韓国の場合、家計債務は従来から大きかったが、近年では2014年以降に住宅ローンを中心に伸びが高まっていた。景気対策の一環として金利の一段の引き下げや住宅取得規制の緩和が行われた結果<sup>4</sup>、住宅取得が刺激されたことが背景にあった。その後、当局は家計債務対策として住宅ローンの審査強化を行っているにもかかわらず、2016年に入ってから家計債務は急増を続けている<sup>5</sup>。

図表2 企業債務（2016年6月末）



（資料）国際金融協会より、みずほ総合研究所作成

図表3 家計債務（2016年6月末）



（資料）国際金融協会より、みずほ総合研究所作成

マレーシアの場合、家計債務の半分が住宅ローンである。2008年のリーマン・ショック後に政府が打ち出した経済対策の中には住宅取得促進策があったことなどから、2009年以降に住宅価格は上昇傾向をたどって2015年までに2倍近くに達しており、こうした住宅ブームにつれて家計債務が拡大した。家計債務の拡大は、2015年には勢いを鈍化させたものの依然として継続し、2016年に入ってようやく頭打ちとなりつつある。

タイの場合、家計債務の大半は自動車と住宅ローン、そして個人事業者の借入資金である。インラック政権が2011～12年に実施した低所得者向けの自動車および住宅取得優遇政策が要因となって、自動車や住宅ローンを抱える家計が増えた。また、同政権の行った米担保融資政策は、事実上は市場よりも高い値段で農家から米を買い取る制度であり、所得を増やした農家が個人事業者として借入も増やしたとの指摘がある。さらに、インラック政権退陣後の2015年にも債務は増加しており、同年の干ばつで疲弊した農家が借金を積み重ねた可能性がある。

### **(3) 過剰債務は主にアジアの国々で重石となる一方、ブラジルやロシアの債務問題は限定的**

このように、企業債務の過剰感が強いのは中国、韓国、タイ、家計債務の過剰感が強いのは韓国、タイ、マレーシアであり、債務問題はアジアの国々で目立つ。これらの債務過剰感が強い国を中心に、新規借入の困難化や返済負担の増加を通じて、債務問題が投資と消費の民需回復にとって重石になると懸念される。

一方、ブラジルとロシアについては、家計と企業の債務はアジアの新興国に比べると抑制されている。この背景としては、リーマン・ショック以降、アジア新興国がブラジルやロシアよりも高めの経済成長を遂げていた分だけ、債務の膨張も顕著だったことが考えられる。また、2014年以降に資源価格が急落したことを受けて、アジア新興国よりも資源セクターへの依存度の高いブラジルとロシアでは2015年からマイナス成長が続いており、資金需要が冷え込んだ。このことは、2015年以降も債務を拡大させていたアジア新興国と対照的である。

ブラジルの場合、リーマン・ショック後に、政府系金融機関を中心に銀行貸出が大幅に増加し、名目GDPの伸びを上回る状況が続いたほか、石油・ガスなど資源企業を中心とした外貨建ての社債発行も増加していた。しかし、2015年の成長率が▲3.8%に落ち込むなど深刻な景気後退が長期化する一方、インフレ高騰下で高金利政策が維持される中で、債務は縮小に転じた。

ロシアの場合、リーマン・ショック後に、銀行貸出が企業向け、家計向けともに大幅に増加し、名目GDPの伸びを上回る状況が続いたほか、石油・ガス企業による西側金融機関からの借入も増加していた。しかし、ブラジルと同様、2015年の成長率が▲3.7%に落ち込むなど深刻な景気後退が長期化する一方、インフレ高騰下で高金利政策が維持される中で、銀行貸出は圧縮された。また、石油・ガス企業による西側金融機関からの借入も、2014年8月の欧米諸国による経済制裁の発動を背景として、その残高は縮小している。

## **3. 過剰債務は内需を補う景気対策も制約**

債務問題は投資と消費の民需回復の重石となるだけでなく、その民需を補う景気対策に対しても制約要因になると考えられる。金融緩和や財政拡大によって民需を刺激すると、そのことがさらに民間債務の膨張を促し、金融不安定化のリスクをあおりかねないからである。

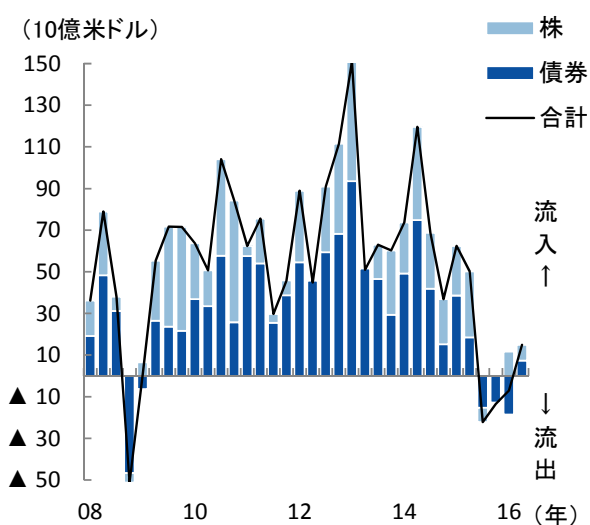
また、新興国では債務拡大の一環として国外からの資金調達への依存を強めてきた一方で、景気対策を発動すると内外金利差の縮小や輸入の刺激を通じて資金を逆流させるリスクも懸念される。新興国への資本流入をみると、リーマン・ショック以降は堅調な流入が続き、内訳では株よりも債券の比重のほうが高かった。資金流入の背景には、先進国の歴史的な金融緩和で溢れ出たマネーが、相対的に投資リターンの高い新興国に向かったことがある。2015年7～9月期から2016年1～3月期にかけては、中国をはじめとする新興国経済に対する不安から資金が流出したものの、同4～6月期に入ると米国の利上げ観測の後退などを背景として新興国へ資金が回帰している（図表4）。しかし、2017年にかけて米国では緩やかながらも利上げが想定され、新興国には再び資金流出圧力がかかると懸念される。そのような折に、資金流出圧力に拍車をかけるような景気対策には慎重にならざるを得ないだろう。

資金流出への脆弱性を測る第一の指標として、外貨準備／短期対外債務の倍率をみると（図表5の縦軸）、主な新興国では目安の1倍を今のところは超えている。もっとも中国については、同倍率が現状で3倍以上と十分ではあるものの、外貨準備が急減しており、当局は資金流出に対して神経を尖らせている。また、マレーシアとインドネシアの同倍率は1倍に近づいていることも注目される。さらに第二の指標として、国債の外国人保有比率をみても（図表5の横軸）、マレーシアとインドネシアで同比率が特に高く、資金流出に対して脆弱であることがうかがわれる。国債市場に溜まっている国外マネーが流出に転じると、各種金利の指標となる国債利回りが上昇し、債務負担は増す。

#### 4. まとめ

新興国の債務拡大については、とりわけアジアの新興国で債務過剰感が強く、企業や家計のバランスシート調整を通じて投資や消費の民需回復の重石になると考えられる。こうした中で、民需を支える目的で景気対策を発動すると、さらに債務の膨張を刺激してバランスシートの調整圧力を強めたり、

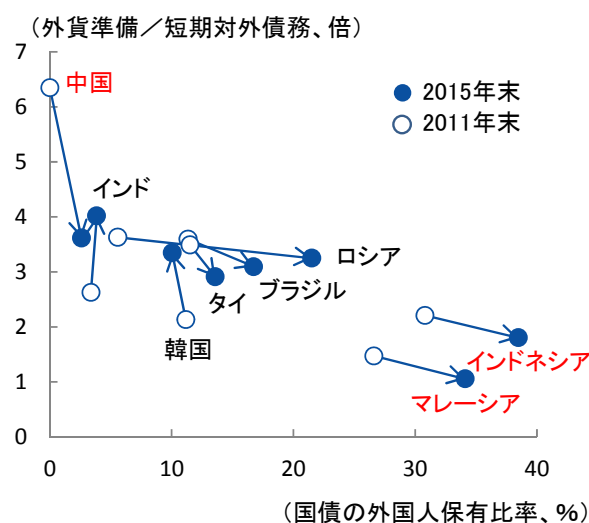
図表4 新興国への資本流入



（注）中国、インド、インドネシア、ブラジル、メキシコ、チリ、ロシア、トルコ、ポーランド、南アフリカの10カ国。

（資料）国際金融協会より、みずほ総合研究所作成

図表5 外貨準備／短期対外債務、国債の外国人保有



（注）中国は、政府債、社債、金融債等の外国人保有比率。

（資料）国際金融協会、各国中央銀行、IMF、Windより、みずほ総合研究所作成

資金流出を引き起こして金融不安を高めたりする副作用が懸念されるため、積極的な景気対策の発動には制約がある。

以上より、当面の新興国経済は、民需と景気対策による押し上げが見込みにくい一方で、米国を中心に先進国経済の成長率がやや高まると想定されることから、輸出を中心に緩やかに持ち直す展開が予想される。

もっとも、過剰な債務を抱えた国を中心に、新興国経済のリスクには警戒が怠れない。たとえば、米国経済が緩やかながらも回復に向かう過程では、米国が利上げを行うとの観測が高まったり、または実際に利上げが行われることなどが、新興国から資金が流出するトリガーとなりうる。新興国からの資金流出が強まると、通貨安に伴う対外債務負担の増大や、流動性不足に伴う金利の上昇などにより、景気の下押し圧力は強まることになる。

中長期的な観点からは、新興国が債務の膨張と収縮という金融の不安定性に左右される経済成長を回避し、安定的な経済発展を続けるために、国内金融システム全般のモニタリングや、頭金等に関する借入規制といったものにとどまらず、国外資本移動の管理も含めた広義のマクロプルーデンス政策を強化していくことが求められよう。

#### 【参考文献】

柏木敬子（2016）「韓国：2016年6月末の家計債務残高は1,257兆ウォン、2桁増が持続」、国際金融情報センター

みずほ総合研究所（2016a）『中国発 世界連鎖不況』、日本経済新聞出版社

—————（2016b）「みずほ新興国クォーターリー」、9月号

B I S（2016）*Quarterly Review*, September

I M F（2016）*The People's Republic of China : 2016 Article IV Staff Report*

<sup>1</sup> B I S（2016）

<sup>2</sup> 中国の過剰債務問題の詳細については、みずほ総合研究所（2016a）の第3章を参照。

<sup>3</sup> I M F（2016）

<sup>4</sup> 柏木（2016）

<sup>5</sup> みずほ総合研究所（2016b）の10ページを参照。

【共同執筆者】

アジア調査部 首席主任研究員	<b>小林 公司</b>
koji.kobayashi@mizuho-ri.co.jp	
欧米調査部 首席主任エコノミスト	<b>西川 珠子</b>
tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp	
欧米調査部 首席主任エコノミスト	<b>金野 雄五</b>
yugo.konno@mizuho-ri.co.jp	