

# 不良債権リスク 拡大の可能性も

三菱総合研究所 猪瀬淳也



いのせ・じゅんや 東大理卒。2006年三菱総合研究所入社。16年から政策・経済研究センター主任研究員。新興国のマクロ経済・政治情勢分析を担当。38歳。神奈川県出身。

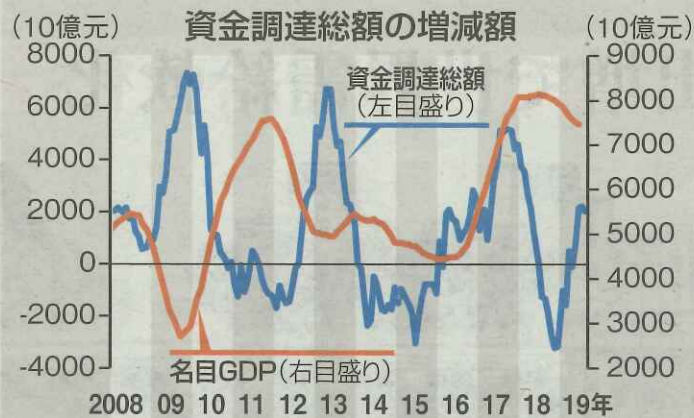
## 中国を読む

米中は次官・閣僚級協議を再開したものの、制裁関税は第4弾にまで達するなど依然貿易摩擦が続いている。これまで続いてきた貿易摩擦は実体経済にも影響を落とし始め、米中両国では景気の減速懸念が高まりつつある。

### 特別地方債の活用

米国では景気減速懸念が高まったことで、長期金利と短期金利が逆転する「逆イールド」が2007年以来約12年ぶりに起こったことが注目された。こうした状況の中、米連邦準備制度理事会(FRB)は景気減速を未然に防ぐ異例の予防的利下げを決断するに至った。また中国では小売りや投資、生産などで減速が続く中、李克強首相は6%の成長を維持することが難しくなってきたとまで言及し始めている。

両国とも譲れない協議を進めていく中で、中国は財政および金融政策の双方で景気の下支えを図っている。中国政府が講じるさまざまな景気下支え策の中でも、9月4日の国务院(内閣)常務会議において確定された特



別地方債の発行・活用を加速する措置には注目が集まる。

特別地方債は、地方政府がインフラプロジェクトを行う際に事業資金を調達するための手段の一つである。以前は地方政府が起債により債務を抱えることが認められていなかったため、「融資平台」と呼ばれる法人を通じた銀行からの資金調達が主であった。しかし、地方政府のバランスシートに乗っていない債務が拡大し、注目されるようになったため、15年に新制度が適用され地方政府による起債が認められた。その後も地方債以外の資金調達手段を用いる「隠れ債務」は拡大したものの、中国政府が隠れ債務への対策を強

化した結果、地方債を通じた資金調達割合は増加したといえる。

全国人民代表大会(全人代=国会)は地方政府の債務に発行枠を設定しているが、昨年末、翌年発行分から一定額を「前借り」する権限を国务院に与えている。その上限は当年発行枠の60%で、19年の特別債発行枠は2兆1500億元(約32兆円)。今回の国务院の措置により、最大1兆2900億元の前借りが可能であるとの指摘がされている。

18年の中国の名目国内総生産(GDP)が60兆円であったことを考えると、名目GDP比で2%を超える債券発行枠が前借りによって上乗せされる可能性

がある。仮にこの全ての債券が発行され、インフラ投資に速やかに用いられたとすれば、投資によるGDP押し上げ効果も2%以上上乗せされることとなり、決して無視できない水準だ。

### 危険な景気下支え策

今回の施策は主に地方政府に対して債券を発行しやすくするものとして捉えることができる。しかし、中国経済において最も懸念されるべきは不良債権だ。

中国政府は16年から18年までデレバレッジを進めてきたが、この背景には過剰債務の削減があった。経済規模に対して過剰な債務は多くの場合不良債権を生むが、現状中国政府はこの問題に目をつぶり、さらに債務を積み増すことで投資を拡大させている。

リーマン・ショック以降で資金調達総額が上昇したタイミングは4回あったが、そのうち3

回は景気下支えを意図したものである(グラフ)。1回目はリーマン・ショック直後の流動性供給で、景気下支えが主眼とされる。2回目は13年頃で、ここでも名目GDPの伸びが緩やかになっている。同年は実質GDP成長率が8%を切り、景気減速が話題となった。

一方、17年はシャドーバンキング(信用貸付および受託貸付)の増加を背景に、景気拡大期中、資金調達総額が増加した。シャドーバンキングの取り締まりを強化してその反動が起こったのが18年だが、足元では4回目の上昇がみられている。19年8月までのデータを見る限り、これまでの景気下支え策に比べれば上げ幅は限定的だが、この先も加速して続くとなれば不良債権問題がさらに悪化する可能性が高い。

不良債権問題が注目されるようになって久しいが、中国政府がこの問題を解決できる日が来るか、注目が集まる。

## 特別対談シリーズ

### 『グローバルの流儀』

<Vol.31>

森辺一樹とゲストとの特別対談シリーズ『グローバルの流儀』。第31回目のゲストはウシオ電機・内藤宏治社長をお迎えしての対談です。



1974年生まれ。大手を中心に1000社を超える企業に対して、15年以上にわたるアジア新興国展開支援の実績を持つ、海外販路構築のスペシャリスト。

森辺 一樹  
スパイダー・イニシアティブ  
代表取締役社長

## 光のイノベーションで想像を超える未来を拓く

東京都千代田区に本社を構え、創業55周年を迎えるウシオ電機。ランプやレーザー、半導体製造装置などの光応用製品・機器を扱っている。海外売上比率は約80%というグローバル企業だ。もはや国内、海外の垣根はなく、日本もグローバル展開の中の1カ国と捉えているという。光応用の可能性はまだほんの一部分しか解明されておらず、50年後、100年後も変わらないミッションを追求し続けていこうと語る、代表取締役社長 内藤宏治氏。グローバル市場でさらに発展するウシオ電機が目指す未来や社会を聞いた。

「光」のイノベーションカンパニーとして世界のトップシェア製品を提供

森辺：まずは御社の歩みについてお聞かせください。

内藤：創業は1964年、前回の東京オリンピックの年です。その3年後にはアメリカに現地法人を設立しました。以降、北米や欧州、アジアを中心に約60のグループ会社を展開しています。

森辺：御社はどのような製品を扱っているのでしょうか？

内藤：半導体やフラットパネルなどの製造プロセスを支える「インダストリアルプロセス」、映画館やOA機器などの映像・照明ソリューションを展開する「ビジュアルイメージング」、医療、自然環境など未来の応用技術に

取り組む「ライフサイエンス」の3つの事業分野で製品を提供しています。

森辺：御社の海外売上比率は80%に上るそうですね。

内藤：私たちが国内に納めた製品でも最終的には海外で使われるケースが多くあるので、95%ぐらいが実質的な海外売上になっているのではないのでしょうか。そのような状況なので、当社の従業員には、国内、海外という概念はもはやないでしょうね。

森辺：グローバル全体を見ていて、そのうちの1つの国として日本があるという感覚ですね。

「未来は光でおもしろくなる」

というスローガンに込めた想いを実現

森辺：中国やアジア新興国の事業に

はどのように取り組んでいるのでしょうか？

内藤：中国や韓国、台湾、シンガポール、タイ、ベトナムなどに現地法人を設置しているのですが、以前はそれぞれが決められた国や地域を担当していました。5年ほど前からは国境という概念を排し、アジア全体を1つと捉え、そこに対してグループ各社の特徴を生かす取り組みを行っています。

森辺：最後に、グローバル市場における長期的な展望をお聞かせください。

内藤：当社がずっと取り組んできた「光」は、皆さんや社会の便利さ、快適さのお役に立ってきたという自負があります。ですから、それはきちんと継続していきつつも、光が持つまだ見ぬ可能性にもチャレンジしていきたいですね。当社が企業理念のもとに策定したスローガンは、「未来は光でおもしろくなる」。それに込めた想いを実現するために、光のイノベーションで想像を超える未来や文化の創造、安心・安全な社会の実現に貢献していきたいと思っています。



ウシオ電機株式会社  
代表取締役社長 内藤 宏治  
1963年生まれ。1986年4月にウシオ電機に入社し、海外営業部に配属。1992年6月から欧州現地法人に出向し、副社長就任を経て、2000年4月にウシオ電機に帰任。2014年10月に執行役員、2015年4月に上級執行役員 兼 光源事業部長、2016年4月常務執行役員を歴任。2019年6月に代表取締役社長に就任。

イノベーションズアイWEBサイトで全文掲載中!

<http://global.innovations-i.com>