

# BBLセミナー コメント資料

2014年3月20日

「新体制下の中国経済 —懸念されるチャイナ・リスク—」

関 志雄

※資料からの引用は不可

# 新体制下の中国経済

## —懸念されるチャイナ・リスク—

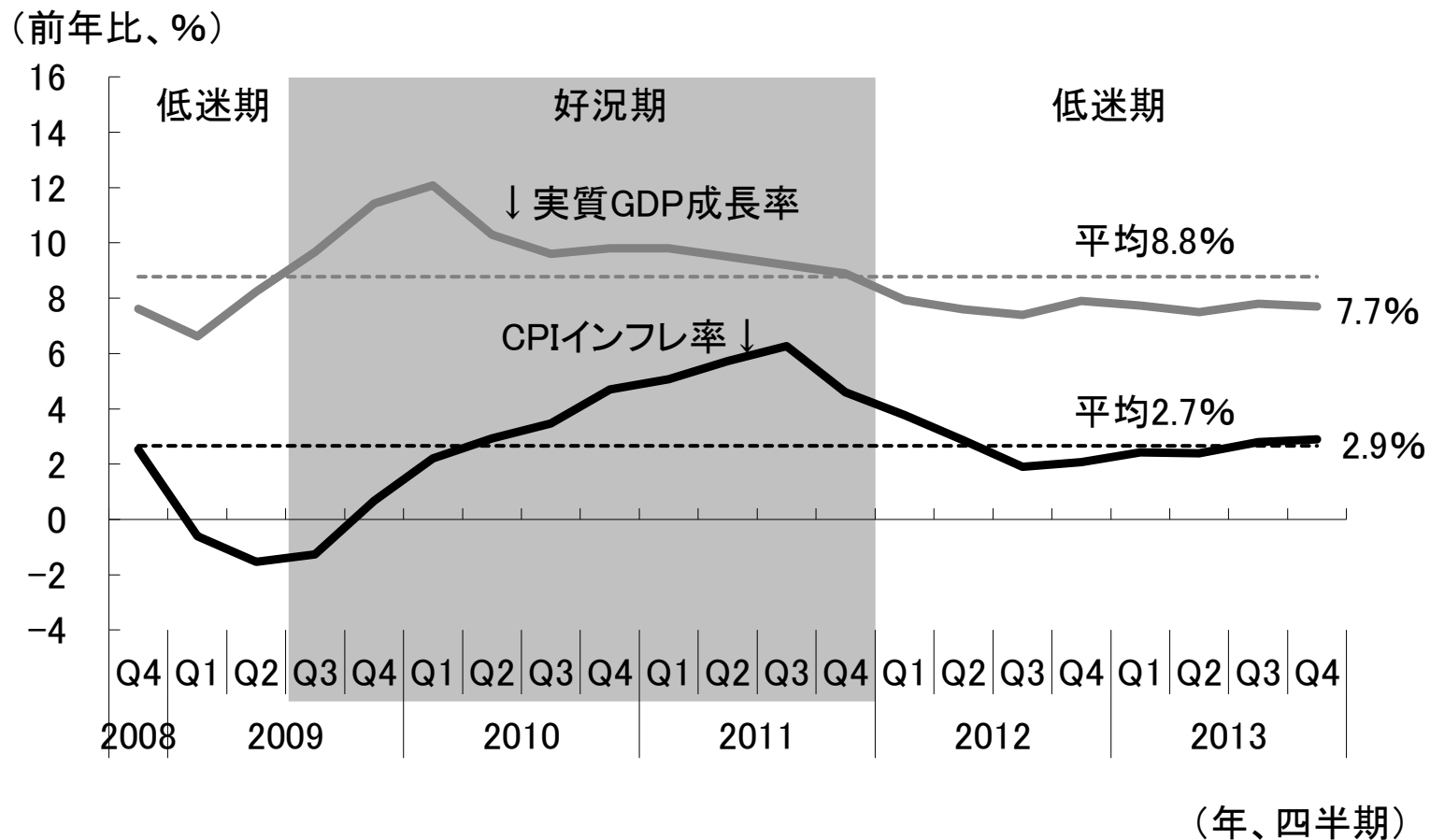
株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー  
独立行政法人経済産業研究所 コンサルティングフェロー

関 志雄

2014年3月20日

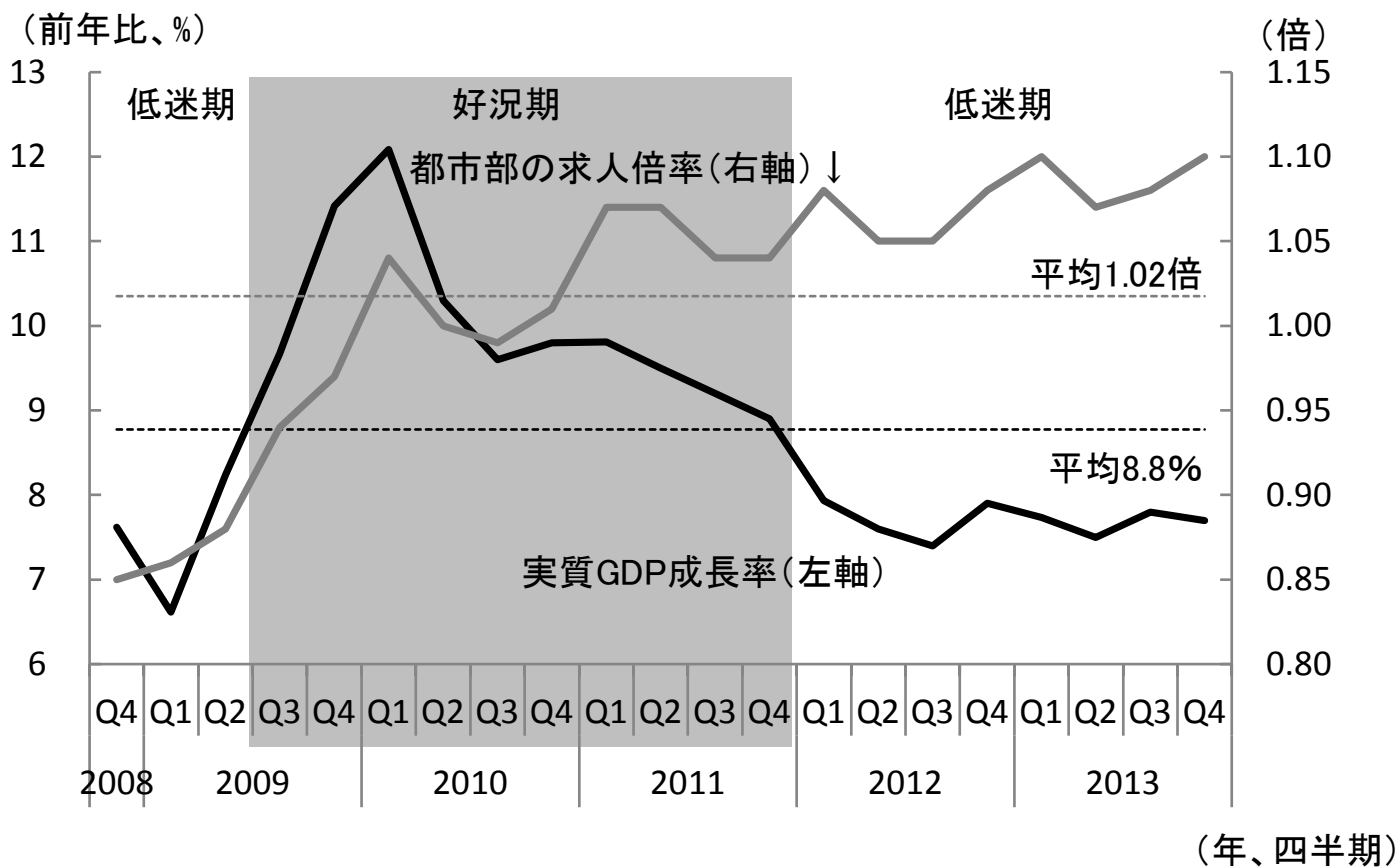
株式会社野村資本市場研究所

# リーマンショック以降の経済成長率とインフレ率の推移



(出所) CEICデータベースより野村資本市場研究所作成

# 経済成長率が低下しても高水準を維持する都市部の求人倍率



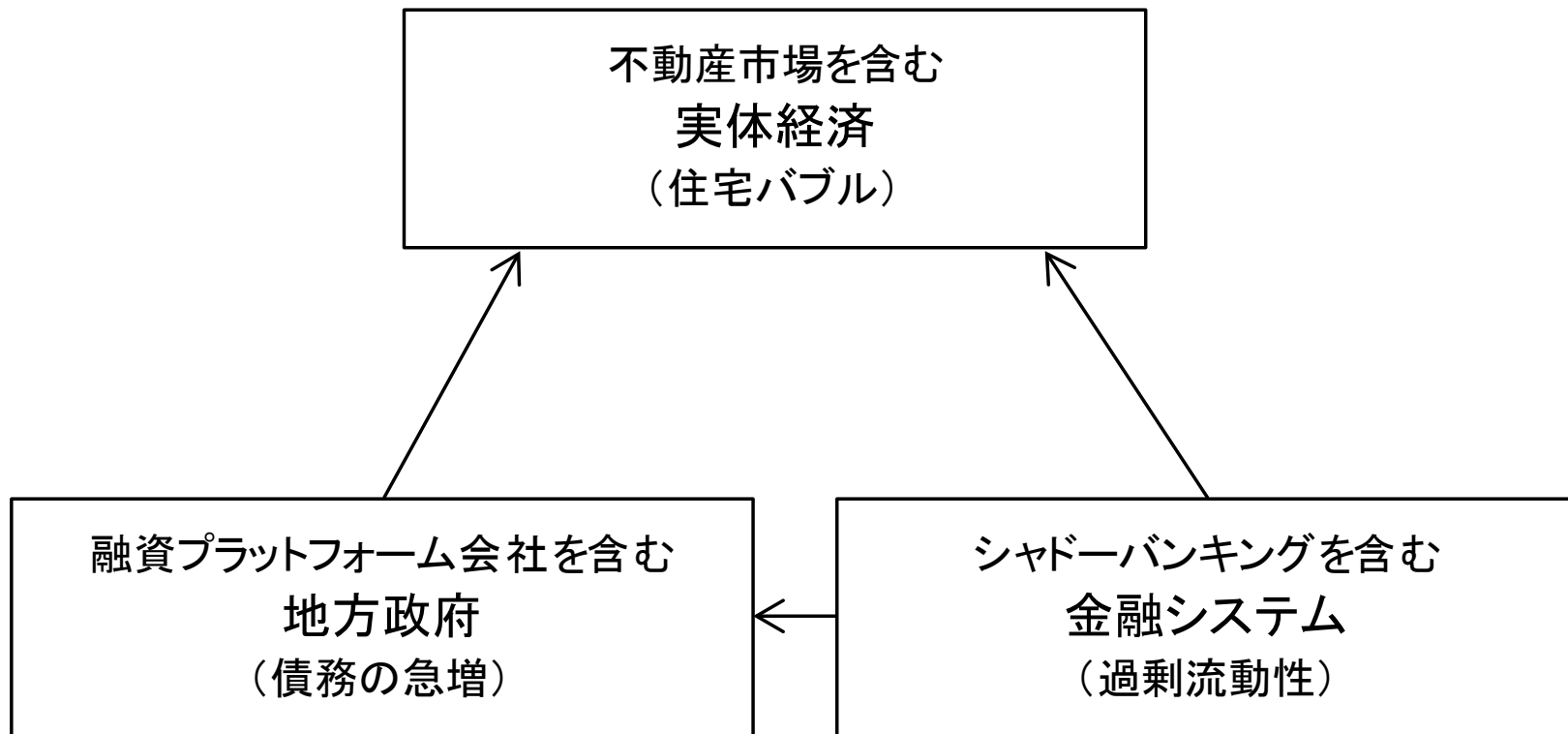
(注) 中国の都市部の求人倍率は、約100都市の公共就業サービス機構に登録されている求人数/求職者数によって計算される。

(出所) 中国国家统计局、人力資源・社会保障部より野村資本市場研究所作成

## 低成長下の景気過熱は潜在成長率の大幅な低下を示唆

- 中国において、「ルイス転換点」の到来を受けて、労働力が過剰から不足に転換した結果、潜在成長率が大幅に低下している。
- 景気過熱の現状から判断して、中国の潜在成長率は、すでに足元の実績値である7.7%を下回る7%程度まで下がっていると見られる。
- 無理して潜在成長率を上回る高成長を、拡張的財政・金融政策で追及すると、バブルのリスクが高まってくる。このような兆候はすでに顕在化している。

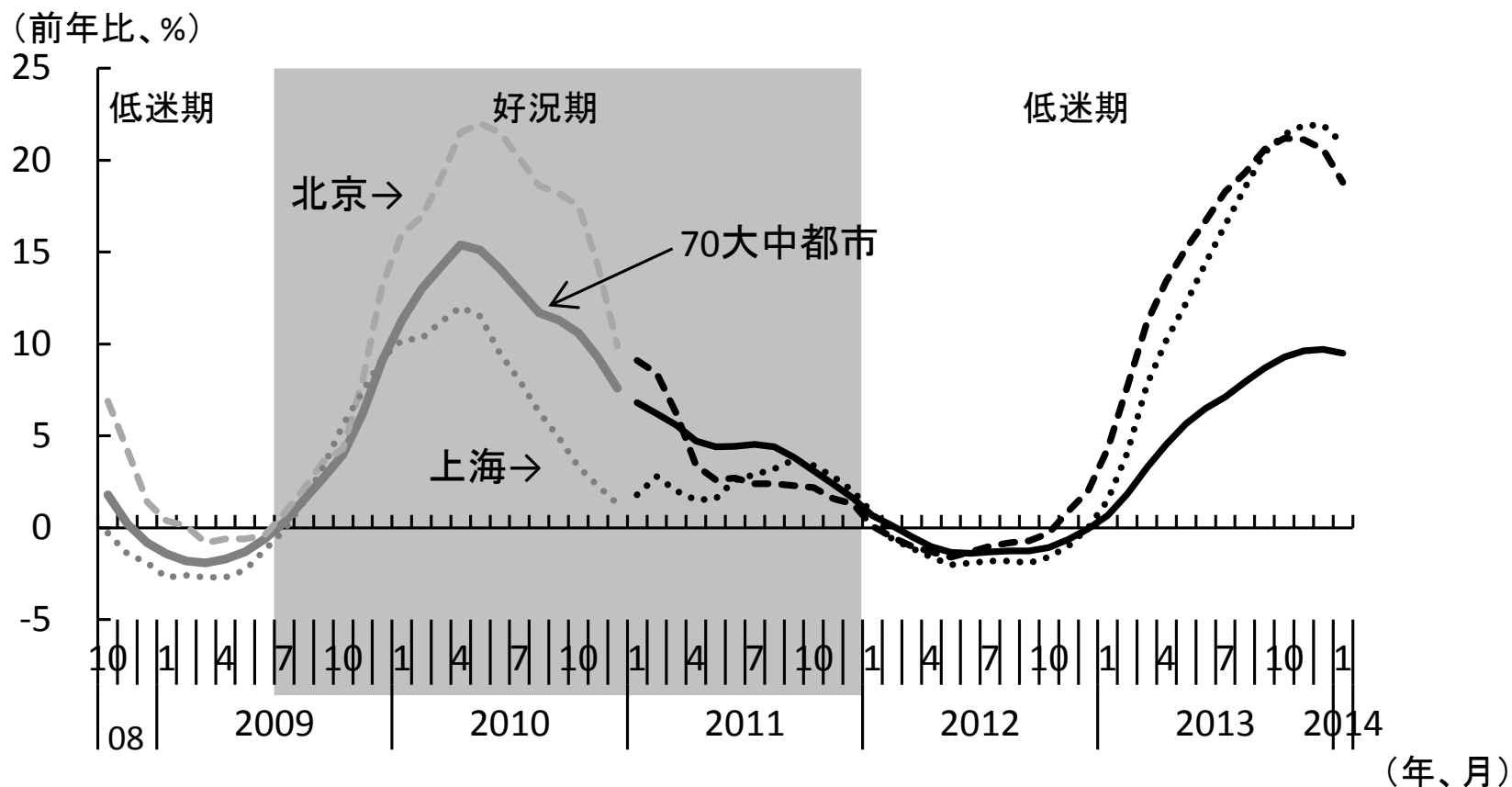
## 懸念される「チャイナ・リスク」の構図



(注)→は資金の流れ

(出所)野村資本市場研究所作成

# 新築住宅販売価格の推移



(注) 2010年12月までは新築住宅販売価格指数。2011年1月からは新築商品住宅販売価格指数、70大中都市は各都市の単純平均。

(出所) CEICデータベースより野村資本市場研究所作成

## 警戒すべき住宅バブル

### ■ バブルの様相を呈した住宅価格

- 標準住宅(70平方メートル)の販売価格は、家計の平均年収と比べて、北京が22.3倍、上海が15.9倍(2011年)
- マイホーム実現の夢がますます遠のいてしまう庶民の間で不満が高まっている
- 住宅バブルが一層膨張すれば、それが崩壊する時に銀行部門やマクロ経済が大きな打撃を受けることも懸念されている

### ■ 2010年以降、中国政府は一連の対策を発表・実施

- 需要抑制政策(融資規制、購入制限、不動産関連税制の強化)
- 供給拡大策(保障性住宅の建設の加速)



## 不動産バブルを助長した土地政策

- 地方政府が土地の供給を独占して、土地市場と土地価格をコントロールしている
  - 農民は、請け負った土地を自由にデベロッパーに売ることが禁じられており、「収用」という形で政府に低い価格で売るしかない
  - 政府は農民から購入した土地をデベロッパーに高い値段で売ることができ、その差額は地方政府の財源となる
- 食糧自給率を維持するために、18億ムー（1.2億ヘクタール）の耕地を維持する方針
  - 農地の他の用途への転換がなかなか進まず、都市化のために必要である土地の供給が制約されている

# 土地譲渡金に大きく依存する中国における財政収入状況 (2013年)

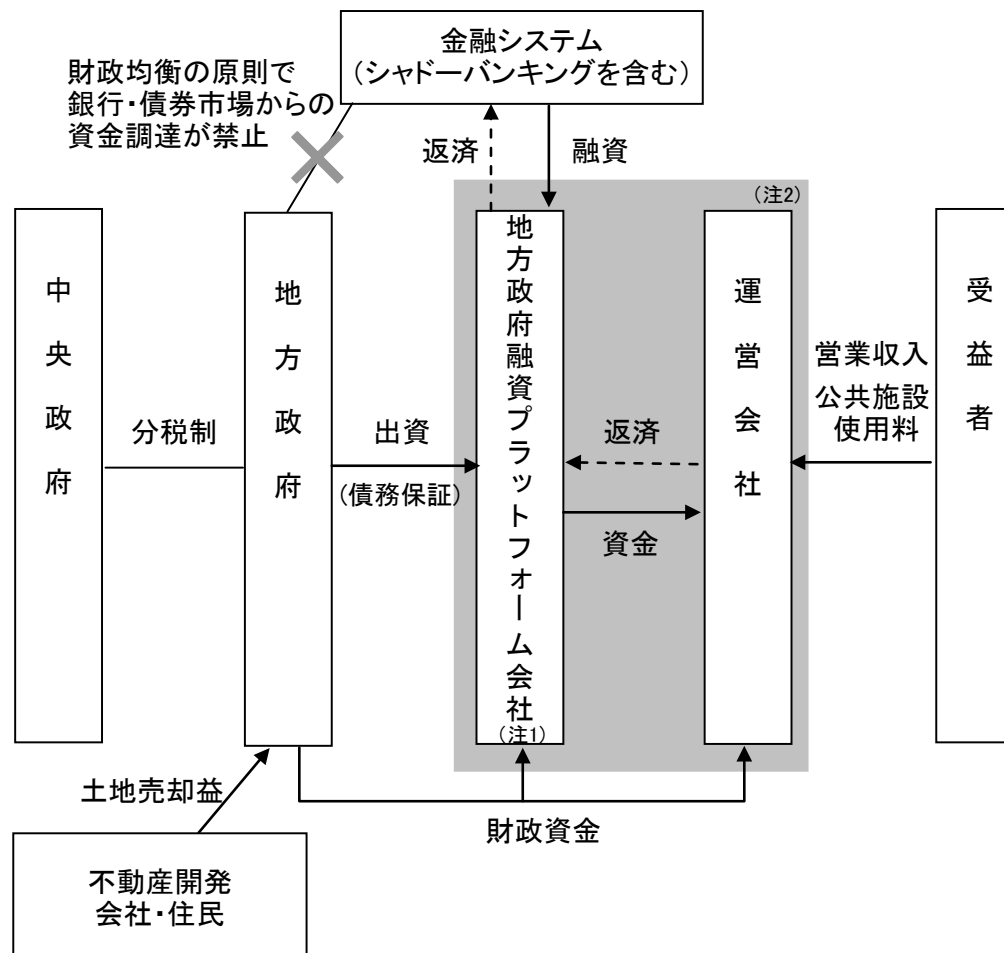
(単位:億元)

	中央政府	地方政府	全国
公共財政収入[a]	60,174	68,969	129,143
(中央から地方への移転)[b]	(-48,038)	(48,038)	-
政府性基金収入[c]	4,232	48,007	52,239
(中央から地方への移転)[d]	(-1,499)	(1,499)	-
土地譲渡金	-	41,250	41,250
一次収入計[a+c]	64,406	116,976	181,382
(移転計)[b+d]	(-49,537)	(49,537)	-
合計(中央から地方への移転の調整後)	14,869	166,513	181,382

(出所) 財政部「2013年度中央・地方予算の執行状況および2014年度中央・地方予算案についての報告」(2014年3月5日)より  
野村資本市場研究所作成

- 土地譲渡金は地方政府の一次収入の35%、中央からの移転を含む総収入の25%に当たる

# 地方政府融資プラットフォーム会社を中心とする 地方政府の資金調達仕組み



(注1) 地方政府融資プラットフォーム会社とは地方政府およびその機関が、財政資金や土地、株式などを以て出資して設立した、政府の投資プロジェクトの資金調達機能を担う、独立した法人格を持つ経済主体のことである。

(注2) 地方政府融資プラットフォーム会社は運営会社と一体化する場合がある。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

## 融資プラットフォーム会社とは

- 融資プラットフォーム会社とは、地方政府およびその機関が、財政資金や土地、株式などを出資して設立した、政府の投資プロジェクトの資金調達機能を担う、独立した法人格を持つ経済主体のことである。
- 現在の財政制度の下では、地方政府は、恒常的に財源の不足に悩まされている上、自ら債券を発行することが禁止されている。このような制約の下で、インフラ投資の資金を調達するために、各地の地方政府は、多くの融資プラットフォーム会社を設立したのである。
- 特に、2008年9月のリーマン・ショックを受けて実施された4兆元の景気刺激策の財源を賄うために、政府は、融資プラットフォーム会社による資金調達を容認するようになった。
- 金融緩和の実施も加わり、全国の融資プラットフォーム会社の数と債務は急増した。従来の銀行融資に加え、シャドバンキングも融資プラットフォーム会社に多くの資金を提供している。

## 地方政府性債務の規模

- 審計署によると、2013年6月末における全国の地方政府債務残高は17.9兆元（GDPの33%）、その内、融資プラットフォーム会社の債務は7.0兆元に上る。
- 中央政府の債務（12.4兆元）を合わせると、政府部門の総債務残高は30.3兆元（GDPの56%）となる。その中には、①政府が直接借り入れた債務、②関連機関が借り入れているが政府が返済を保証する債務、③関連機関が借り入れ、返済困難の場合、政府が「一定の支援を提供する責任を負う」債務を含む。
- 経済が低迷している中で、融資プラットフォーム会社の債務を中心に、不履行のリスクに対する懸念が高まっている。

## 中国におけるシャドーバンキング

### ■ 中国人民銀行による定義

- 正規の銀行システムの外で、流動性と信用変換機能を持っている、システミック・リスクや規制回避を引き起こす可能性のある機関や業務によって構成された信用仲介システムである。

### ■ 発生の背景

- 市場競争が激しさを増す中で、銀行は規制を回避するために、従来の貸出に代わる融資の手法として、シャドーバンキングを活用するようになった
  - 預金金利の上限規制(基準金利×1.1倍)
  - 法定預金準備率(大手銀行の場合20%)
  - 預貸比率規制(融資額は預金残高の75%を超えてはならない)と窓口規制

## コアとなる「理財商品」と「信託商品」

### ■ 理財商品

- 商業銀行が販売する資産運用商品
- 一般的に、最低投資額は5万元
- 期間は1ヶ月から1年
- 予想収益率は年率4%～6.5%
- 投資対象は国債など金利型商品が中心

### ■ 信託商品

- 信託会社が販売する資産運用商品
- 最低投資額は通常100万元
- 期間は1年以上
- 予想収益率は年率9%前後
- 投資対象は政府主導の基礎産業、工商企業、不動産業などが中心

- 銀行と信託会社は、その殆どが国有で、中国人民銀行と銀行業監督管理委員会(CBRC)の管轄下に置かれ、「理財商品」と「信託商品」もCBRCの監督管理の対象となっている

## 中国におけるシャドーバンキング規模

- 統計上の制約もあり、中国におけるシャドーバンキングの全体の規模に関しては、公式の発表がされておらず、エコノミストの間でも、コンセンサスがとれていない。
- 中国社会科学院は銀行の「理財商品」と信託会社の「信託商品」のみを対象とする「狭い定義」を提示している。それに従えば、中国におけるシャドーバンキングの規模は、2013年9月末には、20.0兆元(うち、理財商品が9.9兆元、信託商品が10.1兆元)に達している。
- 格付け会社であるS&Pは、各項目に含まれる一部の二重計算を調整した上で、委託融資(金融機関を仲介として、一般企業が他の企業に余剰資金を融資すること)や民間融資などを含むより広い定義で、中国におけるシャドーバンキングの規模は2012年末には22.9兆元と試算している。



## シャドーバンキングは中国に金融危機を招くか

- シャドーバンキングの規模の拡大は、米国で起きたサブプライム・ローン問題とは異なり、システミック・リスクの顕在化を通じて金融危機を招く可能性は必ずしも大きくないと見られる
  - シャドーバンキングの規模は拡大しているとは言え、従来の銀行の貸出と比べてまだ小さい上、レバレッジ比率が低いため、デレバレッジによる市場の混乱は避けられそう
  - 各種のシャドーバンキングのスキームは破綻する確率がそれほど大きくなく、仮に破綻しても、原則として、銀行は顧客に対して損失を補填する義務を負っていない
  - 銀行の財務状況が良好で、シャドーバンキング関連業務から損失が発生しても、自己資本や、貸倒引当金で対応できる
  - 大半の銀行は国有となっており、いざという時に政府に支援してもらえる可能性が高い
  - 資本移動が制限されており、人民元は投機の対象になりにくい一方で、危機が起きても海外に直接波及しにくい

## 中国の商業銀行の不良債権と貸倒引当金カバー率の推移

年	不良債権残高 (億元)	不良債権比率 (%)	貸倒引当金カバー率 (%)
2006	12,549	7.09	34.3
2007	12,684	6.17	41.4
2008	5,682	2.45	116.6
2009	4,973	1.58	153.2
2010	4,336	1.10	217.7
2011	4,282	0.96	278.1
2012	4,929	0.95	295.5
2013	5,921	1.00	282.7

(注) 年末値

(出所) 中国銀行業監督管理委員会「中国銀行業監督管理委員会2012年報」および2013年「商業銀行主要監管指標情況表(法人)」より野村資本市場研究所作成

## 「政左経右」に特徴付けられる習近平路線

- 2012年11月に習近平氏が総書記に就任してから、一年以上経ち、「政左経右」(政治の左傾化と経済の右傾化)に特徴づけられる「習近平路線」は、次第に鮮明になってきた
  - 政治の左傾化: 共産党による一党統治、中でも習近平総書記の権力基盤を強化すること
  - 経済の右傾化: 政府による経済活動への介入を減らし、市場と企業の活力を発揮させること
- 「政左経右」は中国が1978年に改革開放に転換してから、歴代の指導者が採ってきた基本路線
  - その狙いは、強い政府の下で、経済発展を進めていくこと



## 略歴

関志雄（かんしゆう）

野村資本市場研究所 シニアフェロー

### 学歴・職歴

1957 香港生まれ  
 1979 香港中文大学経済学科卒  
 1986 東京大学大学院経済学研究科博士課程修了、東京大学経済学博士(1996年)  
 1986 香港上海銀行(Hong Kong & Shanghai Bank)入社、本社経済調査部エコノミスト  
 1987 野村総合研究所入社、経済調査部主任研究員、経済調査部アジア調査室室長など  
 (1999.9~2000.6 ブルッキングス研究所北東アジア政策研究センター客員研究員)  
 2001 独立行政法人 経済産業研究所 上席研究員  
 2004 野村資本市場研究所 シニアフェロー

### 日本政府委員

経済審議会21世紀世界経済委員会委員(1996-97年)  
 財務省関税・外国為替等審議会専門委員(1997-99年、2003年-2010年)  
 内閣府「日本21世紀ビジョン」に関する専門調査会 グローバル化WG委員(2004年)

### 主な著書・論文

『円圏の経済学』、日本経済新聞社、1995年(アジア・太平洋賞特別賞受賞)  
 『日本人のための中国経済再入門』、東洋経済新報社、2002年  
 『中国 未完の経済改革』、樊綱著・関志雄訳、岩波書店、2003年(アジア・太平洋賞特別賞受賞)  
 『人民元切り上げ論争』、編著、東洋経済新報社、2004年  
 『共存共栄の日中経済』、東洋経済新報社、2005年  
 『中国経済革命最終章』、日本経済新聞社、2005年  
 『中国経済のジレンマ』、筑摩書房、2005年  
 『中国を動かす経済学者たち』、東洋経済新報社、2007年(第三回樫山純三賞受賞)  
 『チャイナ・アズ・ナンバーワン』、東洋経済新報社、2009年  
 『中国 二つの罫』、日本経済新聞出版社、2013年



### その他

NHK「ラジオあさいちばん」内「ビジネス展望」コーナーにレギュラー出演

### ホームページ

「中国経済新論」(<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/index.htm>)というホームページを主宰し、日本の読者向けに発信している。

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。