

第2節 経済のソフトランディングへの課題

2008年の世界金融危機に際し、中国の政策当局は08年11月に4兆元(GDP比約13%)の大規模な景気対策を発表した。金融危機による下押しの影響は、これらの景気対策に加え、対外的に資本取引を制限していることもあいまって、その他の新興国とは異なり資金流出等の金融面での影響も含め比較的軽微であった。しかし、この過程で金融機関の信用創造(GDP比)は08年の125%から10年には153%に増加しており、資産市場過熱の顕著な例として住宅価格の大幅な上昇がみられた。他方、上記の景気対策の終了を背景に、11年以降、成長率の緩やかな低下傾向がみられている。こうした中で、中国では過熱した住宅市場が崩壊するのではないか、経済が急速な減速過程に入っているのではないか、などの懸念も聞かれるようになってきている。

本節では、こうした点について検討するため、現在の住宅市場過熱の様相、資金需要主体の動向、信用拡大を作り出した金融システムの発展段階からみた状況について、過去の住宅市場過熱の事例等と比較検討する。さらに、政策的に経済を軟着陸させるための課題について検討する。

また、前節に引き続き、長期の高度成長を遂げたのちに中所得国の罠に陥った諸国としてアルゼンチン、ブラジル、チリ、マレーシア、メキシコ、タイ、安定成長を続けた諸国として日本、アメリカ、韓国、香港、シンガポールを中国との比較対象に取り上げることとする。

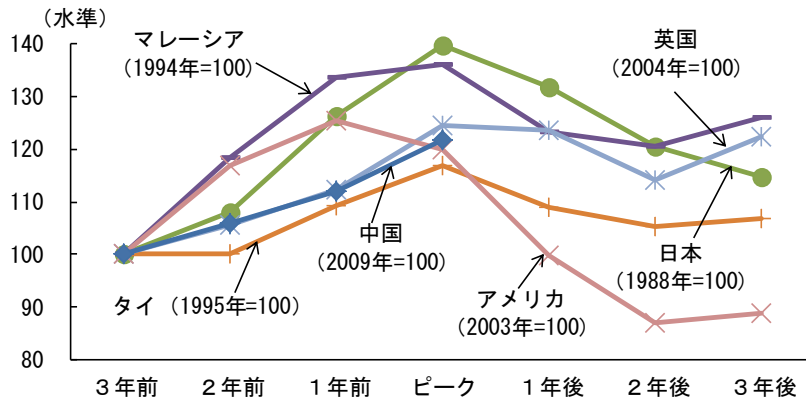
1. 金融発展からみた調整の展望

以下では、中国の住宅市場過熱の様相を確認し、金融システムの発展状況やその背景を振り返る。それとともに、各国がそれぞれどのような金融市場や経済構造を有しており、それが危機への対応や成長力にどのように影響を与えたのかを比較分析することとする。

(1) 住宅市場過熱の現段階

まず、中国の住宅価格の動向を各国と比較することにより、現在の過熱の程度を分析する。過去に住宅ブームが起こった各国について、不動産価格の推移についてみると、総じてそれに関連する金融危機開始の数年前に価格が上昇し、危機時には下落する傾向がある。中国の現在の上昇幅は、世界金融危機前の英国と同程度の動きを示しており、過去の住宅ブームと匹敵するような程度となっている(第2-2-1図)。

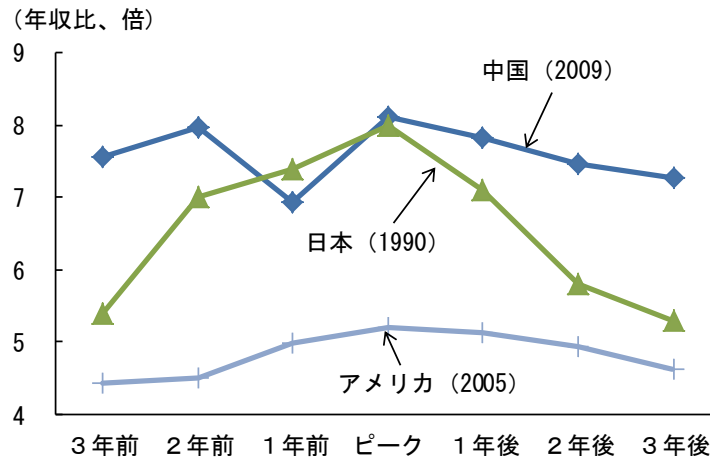
第2-2-1図 住宅価格の推移：中国は過去の住宅ブームに匹敵



(備考) 各国統計より作成。

次に、不動産価格の推移を年収比で見ると、中国の現在の水準は過去の日本やアメリカの不動産ブームの時期と比較しても、比較的高い傾向にある（第2-2-2図）。中国は高い成長率が見込まれていたため、日本やアメリカと比較すると高水準となりやすい事情はあるものの、今後は成長率が中長期的には低下することが予想され、住宅価格の調整を通じた景気下押しリスクの発生に留意する必要がある。

第2-2-2図 不動産価格（年収比）：中国は高水準で推移



(備考) 各国統計より作成。

各国では、不動産ブームの前には経済的なファンダメンタルズの改善を背景として不動産価格の上昇期待が高まり、それに金融自由化等で生じた資金余剰の流れもあいまって、投機的な需要を引き起こすことが不動産ブームの要因として指摘されている¹。

¹ 日本の80年代後半の資産価格の上昇は、企業収益の大幅な増加、オフィス需要の拡大、金利の低下等の経済的なファンダメンタルズの改善を背景として資産価格の上昇期待が高まり、それが投機的な需要を膨張させたことが背景と

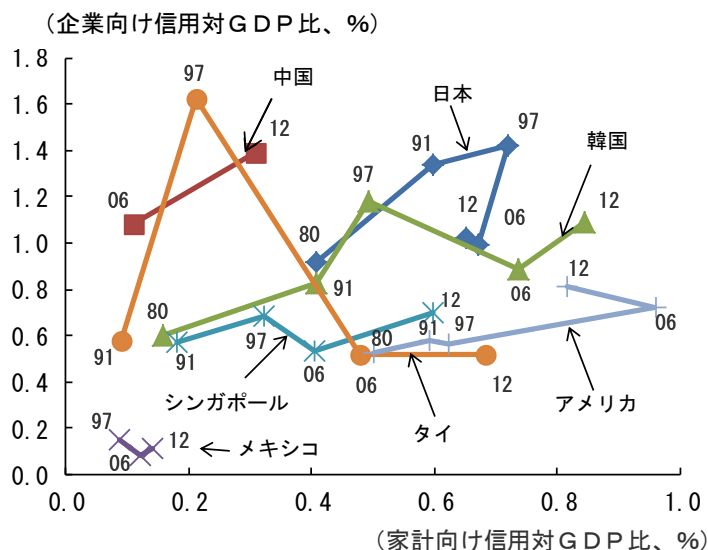
(2) 資金需要の拡大

次に、経済の発展段階の違いも踏まえつつ、最近の資金の需要面の動向について検証してみよう。例えば、経済発展の初期段階では企業部門向け融資が拡大する傾向にあるが、その後は所得水準の上昇に従って住宅ローン等の家計向け融資が活発となることが予想される。このような資金需要の変遷について、各国の状況を以下で確認する。

まず、各国の資金運用先の内訳を確認すると、総じて経済発展の初期には企業部門向け融資が拡大し、次いで家計向け融資の割合が拡大していることが分かる。また、危機前後の比較でみると、アジア諸国では97年前に企業向け信用が拡大してその後縮小し、アメリカでは07年前に家計向け信用が拡大したのちに縮小した。これらの部門における過剰な信用拡大が行われた可能性がある。このように、金融危機は企業部門向け融資の拡大と家計向け融資の拡大のいずれの段階でも発生していることが分かる。中国は企業向け信用（GDP比）がまず高い水準となり、最近にかけては家計向けも拡大傾向にある（第2-2-3図）。

なお、企業向け信用や家計向け信用の拡大と経済成長との関係に着目すると、過大な信用の拡大は経済成長にマイナスの影響を与える可能性もある²。

第2-2-3図 企業向け信用と家計向け信用の推移：危機前後に総じて拡大



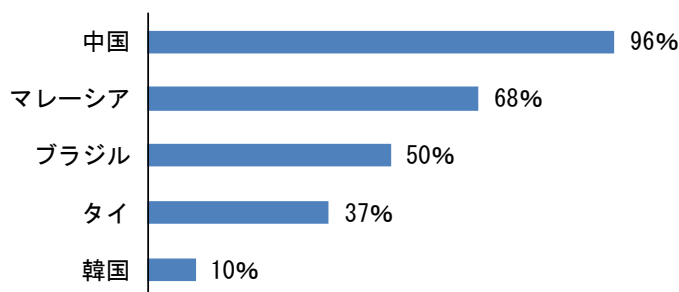
(備考) B I S より作成。グラフ内の数字は年を表す。

して挙げられる。その結果、不動産の過剰供給等の非効率な資源配分が行われ、資産価格が下落に転じてからはバランスシート調整に苦慮することとなった（経済企画庁（1993））。

² Cecchetti et al (2011)では、企業向け負債がGDP比90%、家計向け負債がGDP比85%を超えると成長率に負の影響を与える傾向がみられるとしている。

次に、企業についてみると、中国は国有企業が大きなプレゼンスを有するものの、累次の改革で民営化等が進められている。その結果、中国における一定規模以上の企業約34万社のうち、国有企業は社数では約2%となっている。しかし、国有企業は鉄道、石油、住宅・不動産開発等の大規模な資本投下の必要な業種で、独占・寡占的な地位を持つ傾向がある。大企業に占める国有企業の割合についてみてみると、中国は諸外国の中でも比率が高く、世界企業ランキングのフォーチュン2000の各国トップ10企業の売上、資産及び時価総額のうち、中国の国有企業のシェアは9割に達している（第2-2-4図）。08年に発表した景気対策においては、これらの企業をはじめとして借入が拡大しており、それが過剰融資・過剰投資につながった可能性が指摘されている。

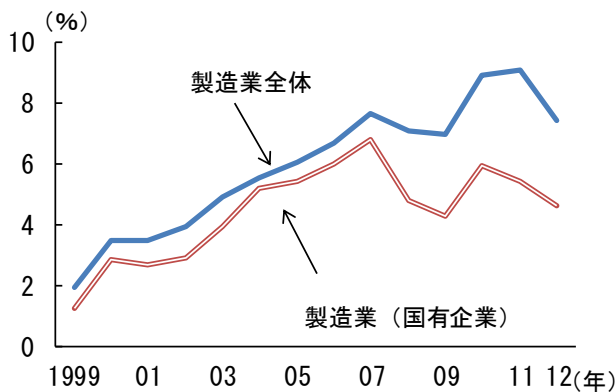
第2-2-4図 国有企業の比率：中国は大企業では高い比率



(備考) 1. OECD (2013) より作成。
2. 11年のフォーブス2000の上位10社における国有企業の売上・資産及び時価総額の加重平均。

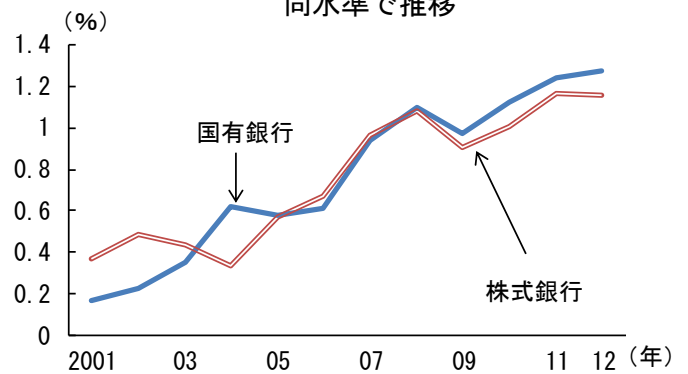
国有企業は、もともと利潤追求のインセンティブが弱いという問題がある。これに対して中国は2000年代に株式市場化の推進等により国有企業の経営改革が進められ、その結果、経営効率は改善し、総資産利益率（ROA）は上昇傾向にあった。しかし、08年以降は、製造業の国有企業は製造業全体と比較して、ROAが低水準で推移している。景気対策等に対応し、国有企業は過剰投資を行い、それ以外の企業と比べて投資が非効率的なものであった可能性がある。一方、銀行業では国有銀行と株式銀行は同水準で推移している（第2-2-5図、第2-2-6図）。銀行業界では90年後半に不良債権処理、03年に銀行改革が行われた結果、経営効率は改善傾向にある。08年以降の影響も現時点では顕在化していない。

第2-2-5図 中国製造業総資産利益率：
国有企業は低い比率



(備考) 中国国家统计局より作成。

第2-2-6図 中国銀行業総資産利益率：
同水準で推移



(備考) 1. 中国人民銀行より作成。

2. 国有銀行は中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行の4行。株式銀行は交通銀行、招商銀行、産業銀行、中国民生銀行の4行。

また、地方政府の資金需要についても特徴的な動きがみられる。地方政府は、地方債の発行が制限されており、この規制を回避するために「融資平台」という投資体を設定しそれが債券を発行することにより資金調達している。地方政府は開発に当たって農民から土地を買い取り、それを集積して大規模開発を行うことにより価値を高めて、転売している。その際の収入が地方政府の重要な収入源の一つとなっている³。地方間財政調整（再分配）システムがほとんどないため、財源を自ら確保する必要がある中、地方政府にとっては、収入源の基礎となる地価抑制に取り組みにくい構造になっている。地方政府が融資平台を通じた資金調達を拡大させた結果、13年の融資平台の債務は中国国内外の研究機関や研究者らによって約20兆元（12年GDP比約38%）に達していると推計されている⁴。

なお、中国の地方政府の幹部にとっては、その経済運営上、経済成長率が重要な目標として位置付けられている。したがって、宅地開発等の住宅関連の投資や、関連企業の行う設備投資等は、目標を達成する手段として、重要なものとなっている。このように、中国では地方政府が投資を優先させることが合理的となるインセンティブ構造があり、それが投資の拡大につながっている可能性があるとの指摘もある。

このように、資金の需要側からみると、中国では住宅の購入主体である家計に対する信用の拡大というより、国有企業、地方政府等が過剰投資となる傾向がある。

³ 土地開発による収入は、12年は約2.9兆元に達している。

⁴ 中国社会科学院金融研究所の劉煜輝は、9月半ばのメディアの取材に対して、中国の地方融資平台の総額は20兆元に達していると推計している旨述べたとされる。またこのほかにもスタンダードチャータード銀行は、10月発表の報告書で、中国の地方債務の総額を最大で24.4兆元に達すると推計している。

(3) 金融発展から見た位置付け

以下では、中国の金融部門の現況を発展段階から概観する。東南アジア等の先行国にもみられる共通点として、発展の初期段階では国有銀行を中心とした強度な規制システムが支配的であったのち、民間参入、直接金融市場の創設、金利等の自由化等により、長期的に市場化が進められてきたことが挙げられる⁵。

こうした観点から、各国の金融発展について確認してみよう。金融発展の軌跡については、前述のように、(1)民営化、(2)市場の整備、(3)金利自由化から整理できる。

第一の民営化の状況については、中国では間接金融が拡大する中で、国有銀行に中心的な役割が与えられた。国有銀行が本来的に持つ利潤動機の弱さやコーポレートガバナンスの弱さの問題⁶は、90年代の経営悪化問題として現れた後、2000年代に銀行改革により経営効率も一定程度改善した。94年に中国農業銀行、中国建設銀行の政策金融部分が別行に移管されるなど商業銀行化が進められているが、中国銀行、中国工商銀行を含めた国有4大銀行の資産シェアは銀行資産全体のほぼ半分を占めている。それと並行して、80年代より城市信用社⁷の商業銀行化が認められ、03年以降は国有4大銀行の株式会社化が進められるなど、民営化・市場化が進められている。しかし、世界金融危機後の景気対策時には、国有銀行の役割も大きかったとみられる⁸。なお、銀行の発展は、従前の非正規の金融（民間金融・地下金融）に対して銀行がとって代わるものといえる。経済発展に伴う金融深化の中で、銀行貸出の比率は上昇している⁹。

第二の金融市場の整備状況について、間接金融と直接金融の発展段階に着目すると、東南アジア等先行国の場合と同様、中国でも銀行の整備が株式等の直接金融市場に先行した。それぞれの割合をみると、近年のアメリカ、韓国及び香港は直接金融型、その他

⁵ 金融発展の市場化についての先行研究をみると、金融システムの市場化を肯定的にとらえるものと、当初のシステムにも一定の合理性を認める見方の双方がある。もともと、金利規制等により、預金者の実質的な負担の上に銀行部門に利得が移転されているという「金融抑圧 (repression)」に対しては自由化の必要性が指摘され、それが70年代の理論的支柱となった。これに対して、金利規制等により銀行に積極的に独占利潤・規制利潤を確保させ、規模の経済、範囲の経済（ネットワークの完成）等を整備し、その上で競争に移行するという観点から、「金融抑制 (restrain)」として肯定的に位置付ける見方が対抗していた。

⁶ なお、民間銀行であっても預金保険等によるモラルハザードが生じるため、銀行のガバナンスの改善には民営化・自由化に加えてプルーデンス政策の整備が必要となる。

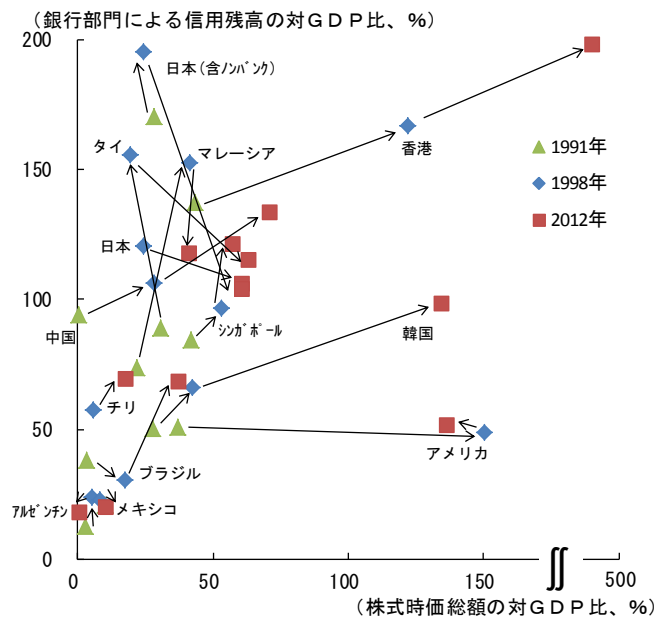
⁷ 70年代末から徐々に広まった互助金融組織であり、都市住民が資金を持ち寄り、それを個人企業主や住民向けに提供する役割を担った。

⁸ 総資産ベースでみると、10年における国有商業銀行が全預金性金融機関に占める割合は58.8%と前年の48.0%から拡大している（童適平（2013））。なお、国有4大銀行の人民元建て信用残高の推移をみると、データが入手可能な10年1月以降は国有4大銀行のシェアは横ばいで推移しており、4兆元景気対策の実施においては、中小の商業銀行を含めて融資が拡大したことがうかがえる。

⁹ 報道ベースでは、人民銀行温州支店が11年の段階で民間金融による貸し出しが1,100億元であり、現地の銀行融資の約2割に達していたとの調査結果を発表しているなど、従前の非正規の金融も一定程度存在している模様である。

の各国・地域は間接金融中心型に位置付けられる。総じてみると、各国とも、株式時価総額が拡大傾向にあり、直接金融の割合が上昇していることがうかがえる(第2-2-7図)。

第2-2-7図 信用残高と株式時価総額の推移：直接金融は総じて拡大傾向



(備考) 1. IMF、CEIC、世界銀行、日本銀行より作成。
 2. チリは12年の信用残高データがないため、11年のデータ。
 また、96年以前のデータがない。
 3. 日本は97年以前のデータがない。

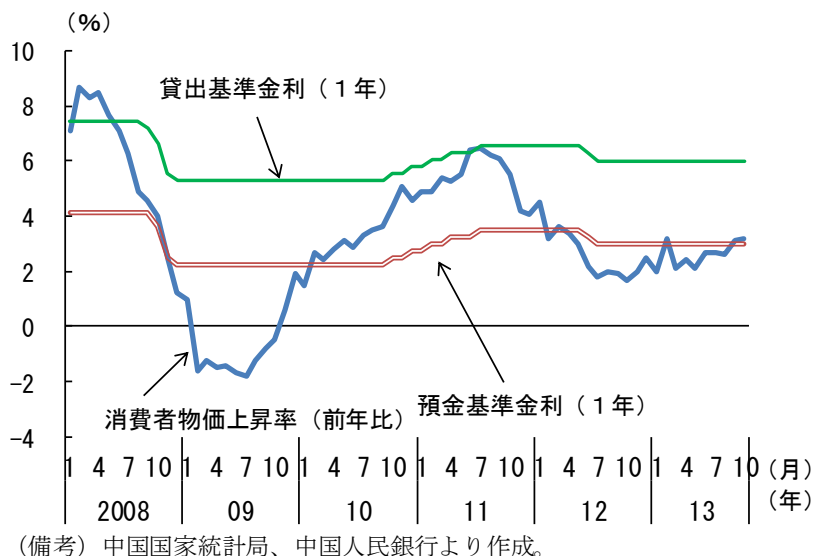
なお、金融市場の発展は、限度を超えると必ずしも安定的な経済成長にとってプラスとならない可能性がある。例えば、民間部門の信用供与について一定程度の規模を超える場合は、金融システムが過熱している場合が多く、それによって誤った資源配分が行われ、景気後退のリスクが高まるため、成長に対してマイナスとなる傾向があるとの指摘もある¹⁰。このように、過度の信用供与がもたらし得る副作用には留意が必要である。

第三に、金利等の自由化に着目すると、中国は金利が規制されている。預金・貸出金利は規制されており¹¹、その差(利ざや)が銀行利益として確保されている。この下で、預金金利はしばしば物価上昇率を下回っており、実質利子率がマイナスとなることもあった(第2-2-8図)。家計にとっては、利回りの低い預金金利に投資機会がほぼ限られている状況にあり、それがプルーデンス政策の弱さともあいまって、後述の「理財商品」が高利回りの投資としてブームとなった背景となっている。

¹⁰ Arcand et al (2012)では、民間部門の信用供与については、GDP比100%を超える場合について分析している。

¹¹ 13年7月19日には、中国人民銀行より貸出金利の下限規制撤廃が発表されている。

第2-2-8図 預金金利と消費者物価上昇率の推移：実質利率がマイナスとなることも



また、実質貸出金利では、中国はほかの新興国と比較すると低水準で推移している。これは貸出基準金利が規制されていたことが要因であり、中国では相対的に過剰投資が行われやすい環境にあることがうかがえる。

一般的には、各国の金融自由化は、70年代以降に大きく進展した。各国ごとに進捗具合は異なるが、金融自由化による国際資本移動の活発化は、株式市場等の活性化につながり、その後好景気をもたらしていることが分かる（第2-2-9表）。一方で、それが資本市場の過熱につながり、ブームの崩壊後に資本流出を引き起こし、経済危機に陥る例が多くみられる。なお、中国ではいずれの自由化もいまだ実現していない。

第2-2-9表 各国の金融自由化：好況期ののち、資本市場が過熱する例も

	資本勘定の自由化	国内金融セクターの自由化	株式市場の自由化	好況期
香港	73年	94年	73年	90年代前半
アメリカ	73年	73年	73年	70年代中盤
日本	79年	79年	85年	80年代中盤
タイ	81年	89年	88年	90年代前半
チリ	82年	82年	87年	80年代後半
アルゼンチン	82年	82年	82年	80年代後半
メキシコ	82年	82年	89年	80年代後半
インドネシア	91年	78年	88年	90年代前半
韓国	93年	88年	91年	90年代前半
マレーシア	93年	85年	97年	90年代後半
ブラジル	93年	78年	73年	90年代中盤

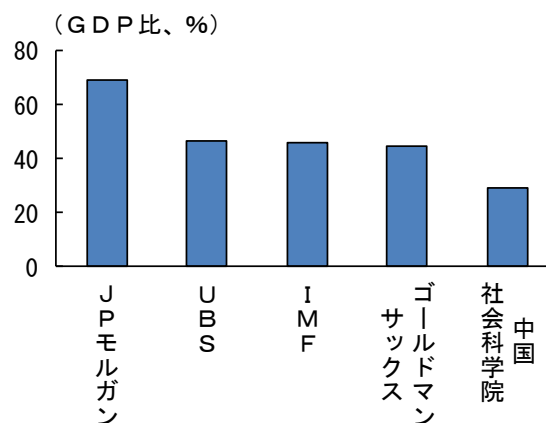
(備考) 1. Kaminsky et al (2003), "Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization"より作成。
 2. 資本勘定の自由化：銀行や企業による海外からの資金調達、支払準備率の割合、資本流出の制限、複数の為替による経常収支および資本勘定取引。
 3. 国内金融セクターの自由化：利率の調整、信用、外貨預金。
 4. 株式市場の自由化：外国人投資家による制限なしの国内株式の保有、資本・配当の本国送還。
 5. 好況期：株式市場の好況期。

以上のような金融市場の整備状況について、中国の直接金融について着目すると、市場機能の拡大が進められている。93年には株式市場及び社債（企業債）市場が整備された。株式については、他の先行国と比較しても規模においては深化が進んでいる¹²（前掲第2-2-7図）。また、社債については、地方政府を後ろ盾として設立された融資平台や国有企業を中心にこのところ拡大している。一方で、必ずしも民間企業の資金調達が多様化にはつながっていないとの指摘もある。

市場の拡大に関連して、金融の技術革新による新商品の利用も進んでいる。最近、銀行がオフバランス取引として、信託商品、委託商品等の形で、家計や企業から資金を集めて、資金需要者へ資金を仲介することが増加しており、この部分は銀行の預貸比率規制の枠外にある。こうした銀行規制外での金融活動は「シャドーバンキング」として他の先進国でもみられるものであり、アメリカでのサブプライム問題の反省から、その規制の在り方も議論されているところである。なお、シャドーバンキングの規模¹³を比較すると先進国が圧倒的に大きく、中国のシェアは1%程度と見込まれている。

中国では、シャドーバンキングのうち、銀行等のオフバランスの信託商品である、いわゆる「理財商品」の急拡大が問題視されている。理財商品の状況をみると、12年末の残高は約7.1兆元であったのが13年6月には約9.1兆元に達するなど、大幅に増加している。これは、高利回りの投資対象として選好が強まったことが背景にある。加えて、理財商品をはじめとするシャドーバンキングの拡大は、中小企業等の資金調達を補完する側面もある。いずれにせよ、理財商品の拡大等により、中国のシャドーバンキングの規模はGDP比でおおむね40%に達している（第2-2-10図）。

第2-2-10図 中国のシャドーバンキングの規模（12年）：GDP比でおおむね40%



（備考）IMF、中国社会科学院、各種証券会社レポートより作成。

¹² 株式市場では既に07年に大きなブームと崩壊が一年内に生じた。その経験もあると思われるが、最近の信用拡大の中でも、再度のブームは生じていない。

¹³ なお、FSB (2011a)は、銀行以外の金融機関による信用創造をシャドーバンキングと定義しており、後述の中国における銀行の理財商品はFSBの定義ではシャドーバンキングには含まれない。