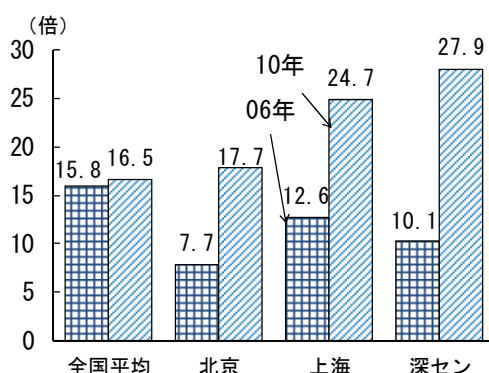


第 2-3-18 図 不動産価格の水準（不動産価格/年収）：高い



- (備考) 1. 中国国家統計局より作成。
 2. 倍率 = (1㎡当たり価格 × 1人当たり居住面積 × 世帯当たり平均人数) / (1人当たり年収 × 世帯当たり労働者数) で算出。
 3. 住宅価格は全国主要35都市を対象、年収は全国主要36都市を対象とした数値。
 4. 全国平均は、1人当たり居住面積に都市平均値を用いた。
 5. 10年の倍率について、北京、深センの世帯当たり平均人数及び1人当たり居住面積は、09年の数値を、上海の世帯当たり平均人数は、09年の数値を用いた。また、深センの世帯当たり平均人数は、広東省の数値を用いた。

(ウ) 引締めが続く金融政策：その効果と限界

(a) 政策金利と預金準備率の引上げ

中国政府は、08年11月に景気刺激策を打ち出し、金融政策のスタンスを「穏健な金融政策」から「適度に緩和された金融政策」へと転換した。銀行貸出の総量規制撤廃等の金融緩和策は、投資や消費を拡大し、景気回復の原動力となった。しかし、景気刺激策は不動産価格の高騰や、後述するように地方政府融資プラットフォームを通じた借入れによる地方政府の債務増大等をもたらしたため、中国人民銀行は政策スタンスを変更することになった。

11年3月、全国人民代表大会（国会に相当）において、中国政府は金融政策を「適度に緩和された金融政策」から「穏健な金融政策」に変更することを決定し、引締めスタンスを打ち出した²¹。また、国家発展改革委員会は11年下半期の金融政策の基本的スタンスについても、引締めの姿勢を維持し、引き続き穏健なマクロコントロールを続けることやインフレ抑制を最優先事項として掲げている²²。

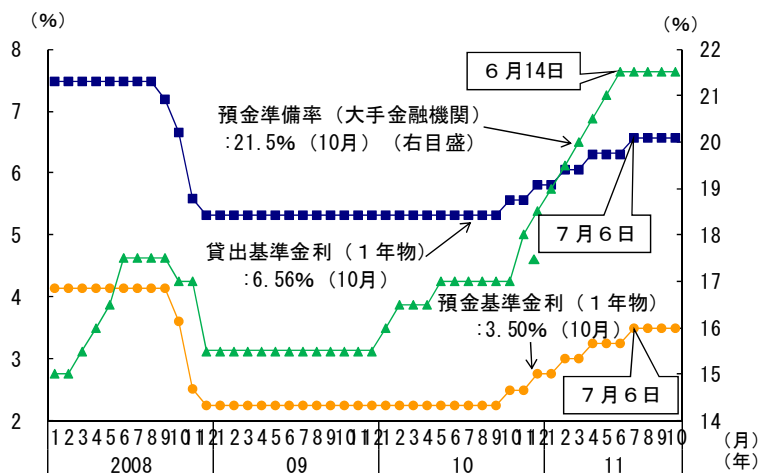
具体的に、中国人民銀行はインフレ抑制のため、預金準備率や貸出及び預金基準金利の利率を引き上げることによって、金融引締めを行ってきた。11年に入り、預金準備率は0.5%ポイントずつ6回引き上げられ、貸出及び預金基準金利も0.25%ポイントずつ3回引き上げられた（第2-3-19図）。金利の引上げは新規銀行貸出の抑制をもたらしており、1～10月の累計の新規銀行貸出額は前年比で▲8.8%と減少している。

²¹ 第11期全国人民代表大会第4回「政府活動報告」（11年3月5日）

²² 新華社（11年8月3日）

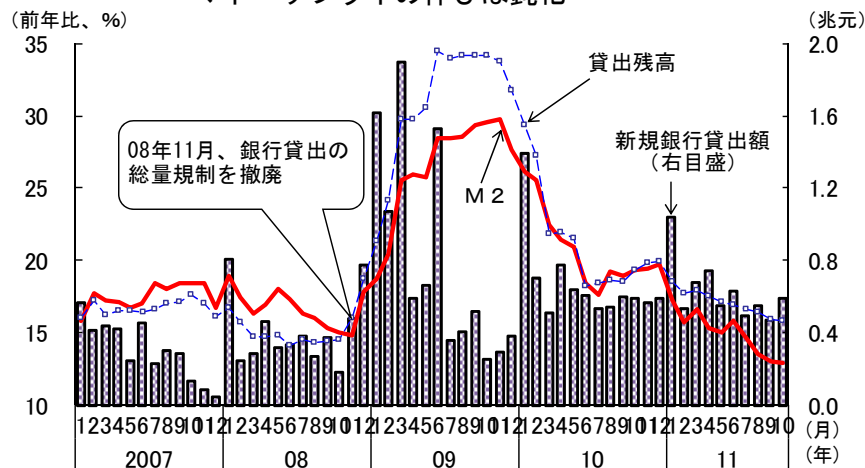
また、マネーサプライの伸びも鈍化している（第2-3-20図）。

第2-3-19図 預金準備率と貸出及び預金基準金利の推移：
11年にはいり預金準備率は6回引上げ、貸出金利は3回引上げ



(備考) 1. 中国人民銀行より作成。
2. 日付は最新の引上げ発表日。
3. 08年7月以前は大手金融機関の預金準備率が公表されていないため、全体の預金準備率としている。
4. 11年1月30日、中国人民銀行が発表した2010年第4四半期貨幣政策執行報告によると、マクロ・ブレンデンス強化及び貸出と流動性の総量調節のため、差別的な預金準備率を実施するとしている。

第2-3-20図 マネーサプライ及び新規貸出額の推移：
マネーサプライの伸びは鈍化



(備考) 中国人民銀行より作成。

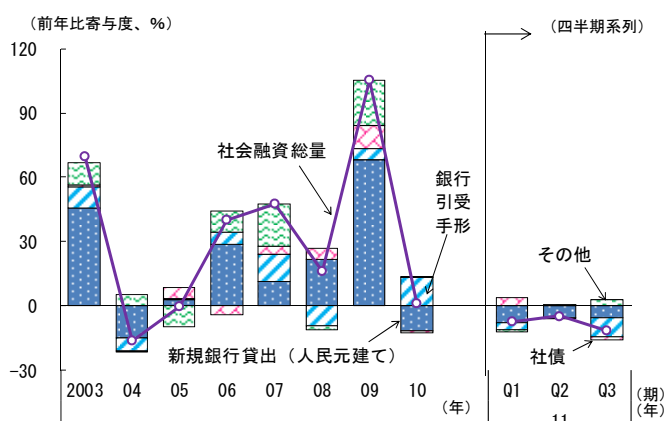
(b) 新規銀行貸出以外の資金調達残高が増加する社会融資総量

前述のように、中国人民銀行の金融引締めによって新規銀行貸出額は減少している。しかし、新規銀行貸出以外の方法による資金調達や海外からの資金流入が増加し、引締め政策が十分に効果を発揮できていない状況もみられた。

そこで、中国人民銀行は、新規銀行貸出額のみでは資金調達額の実態を把握しきれないとして、他の資金調達法を含む社会融資総量という新しい経済指標を11年2月に導入した²³。これまで設定されてきたマネーサプライの通年の目標が11年については設定されていないことから、社会融資総量が金融政策の重要な指標の一つとしてみられていることがうかがえる。

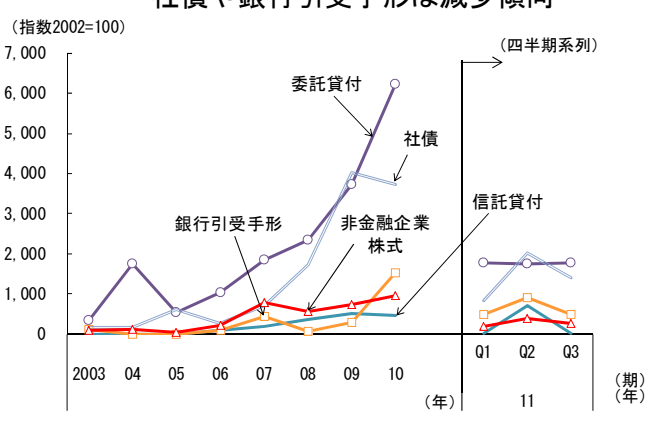
社会融資総量を項目別にみると、新規銀行貸出以外の資金調達残高(銀行引受手形、委託貸付、社債等)が増加していることが浮き彫りになっている(第2-3-21図、第2-3-22図)。そのため、これらの資金調達法を引き締めるため、中国人民銀行は各銀行に対して窓口指導を行っているといわれている²⁴。11年第3四半期のそれぞれの項目の伸び率を見てみると、第2四半期でやや高まっていた社債や銀行引受手形の伸びが低下していることが分かる。

第2-3-21図 社会融資総量寄与度：
新規銀行貸出額は減少



(備考) 1. 中国人民銀行より作成。
2. その他には外貨貸出、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債、非金融会社の発行株、支払保険金、保険会社の不動産投資が含まれる。

第2-3-22図 新規銀行貸出以外の
資金調達残高の推移：
社債や銀行引受手形は減少傾向



(備考) 1. 中国人民銀行より作成。
2. 主な新規銀行貸出以外の資金調達の項目をグラフ化。
3. 2002年を100として指数化。
4. 信託貸付と銀行引受手形については、データ上2006年を100としている。

(c) 海外からの大幅な資金流入

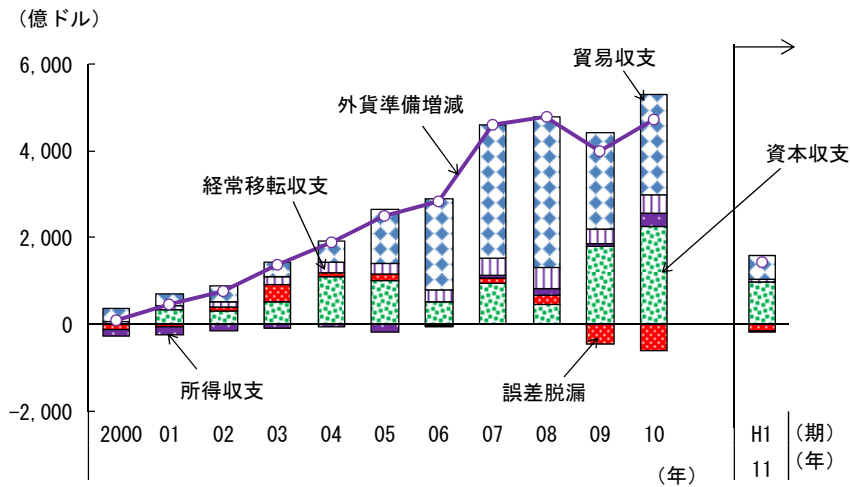
中国の高金利や、人民元が一段と増価するという期待を背景に、海外から投資や貿易決済を通じて資金が中国に流れているといわれている。これらの資金流入は、インフレや不動産価格の高騰の一因となっていると考えられる。

国際収支をみると、経常収支と資本収支はともに黒字が続いている(第2-3-23図)。

²³ 内閣府(2011)

²⁴ 中国人民銀行は、銀行に対して預金準備率の算出範囲の拡大を通知したと報道がされた。これは、預金準備金の増額をもたらす、実質的に預金準備率が2~3回引き上げられたのと同じ効果を有するとされる。(中国証券報11年8月29日)

第 2-3-23 図 中国の国際収支：経常収支・資本収支ともに黒字

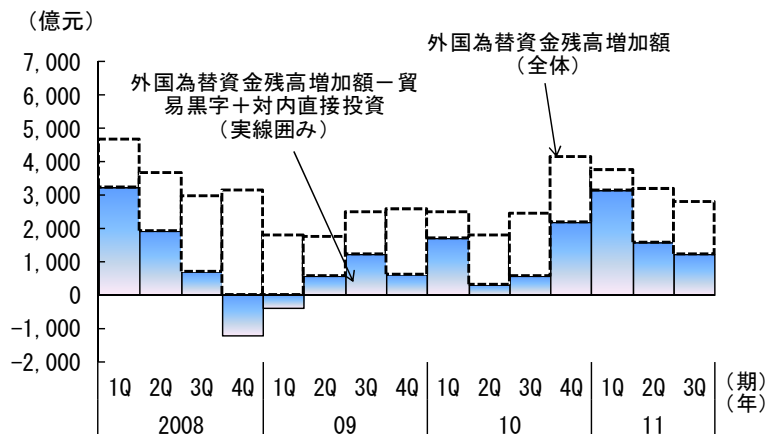


(備考) 中国外貨管理局より作成。

その内訳について、10年の経常収支黒字は09年と比較すると、主に前述のような輸出入の動向を受けた貿易黒字にけん引されて前年比17.0%増(443億ドル増)となった。所得収支黒字も231億ドル増と、約4倍となった。また、資本収支黒字は対内直接投資にけん引されて、前年比24.9%増(226億ドル増)となった。

短期的な資金(ホットマネー)の流入額を推計するため、流入してきた外貨の量を示す外国為替資金残高増加額(フロー)から、貿易黒字と対内直接投資の合計額を引いてみると、08年の世界金融危機後の08年10~12月期及び09年1~3月期の2四半期を除き、大幅にプラスとなっている(第2-3-24図)。各四半期によって大きく変動するものの、中国に流入している資金の多くが短期的なものである可能性がうかがえる。

第 2-3-24 図 中国に流入する外貨資金：流入額は増加



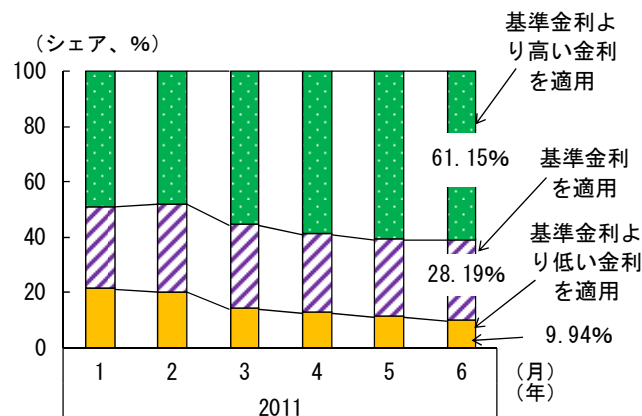
(備考) 1. 中国国家統計局、中国人民銀行より作成。
2. 外国為替資金残高増加額-貿易黒字+対内直接投資で算出。

国家外貨管理局は、こうした海外からの資金の流入を抑制するため、外国為替業務やクロスボーダー取引の管理監督強化等の措置をとるとの声明を11年8月に発表した²⁵。また、中国人民銀行は人民元の増価を抑制するために、人民元売り・ドル買い介入を行う²⁶一方で、前述のように預金準備率引上げ等の金融引締めを行うとともに、外貨の流入を抑制することなどによって、過剰な流動性を抑制しようとしている。

(d) 引締めで顕在化する副作用

中国政府は、インフレ抑制等のため金融引締めのスタンスを保持してきたが、その副作用が現れ始めている。四半期ごとに公表される「貨幣政策執行報告」で、中国で適用されている貸出金利の構成比を公表したが、11年に入って、貸出基準金利より高い金利を適用している機関は増加し続けており、同年6月には全体の6割を占めるに至っている(第2-3-25図)。

第2-3-25図 中国で適用されている貸出金利の構成比：
基準金利より高い金利を適用している機関が多い



(備考) 中国人民銀行より作成。

また、引締めの強化によって、一部の中小・零細企業の資金繰りが悪化し、中小企業が多く集まる浙江省では倒産が相次いで発生しているという²⁷。

こうした中小企業向けを中心に、市中の貸出金利の何倍もの高金利での貸付をする、いわゆる「非法集資(非合法的な資金調達)」が横行し、不動産や株式市場に流入していた過剰流動性資金が高利回りを求めてこうした非合法的な市場に流入しているともいわれている。

²⁵ 国家外貨管理局「不断深化外汇管理体制 积极防范跨境资金流动风险」(11年8月4日)

²⁶ 人民元売り・ドル買い介入は、外貨準備が積み上がる一因ともなっている。

²⁷ 新華社通信(11年10月17日)

このような状況を受けて、中国政府は、非合法的な資金調達を厳しく取り締まることを宣言する²⁸とともに、中小企業の資金調達ルートの拡大等の中小企業支援策を発表し、状況の改善を図っている²⁹。

(ii) 不動産開発投資と地方財政をめぐるリスクの存在

前述のように、不動産開発投資が高い伸びで推移し、不動産市場が過熱してきたことを受け、10年以降相次いで不動産価格抑制策が実施された。そのため、一部主要都市では不動産価格の伸びが低下し、不動産開発投資の伸びも鈍化しつつある。しかし、同時に、不動産開発投資が抱えていたリスクも顕在化し始めている。

以下では、地方政府・銀行・不動産開発業者の三者が密接に関係して推し進めてきた不動産開発をめぐる仕組みと、それが内包するリスクについて分析する。

(ア) 地方政府と不動産開発の密接な関係

1994年の分税制³⁰実施以降、地方政府は恒常的に財源不足に陥っており、不足する財源を土地使用権譲渡金³¹によって補っている。地方政府による土地使用権譲渡は、金額・面積ともに、世界金融危機時の08年には前年比でマイナスとなったものの、景気刺激策の影響で09年及び10年には大きく伸びた。また、土地使用権譲渡金額の伸びが譲渡面積の伸びより大幅に高いことから、不動産市場の過熱に伴い、土地使用権譲渡価格も上昇していたことが分かる（第2-3-26図）。

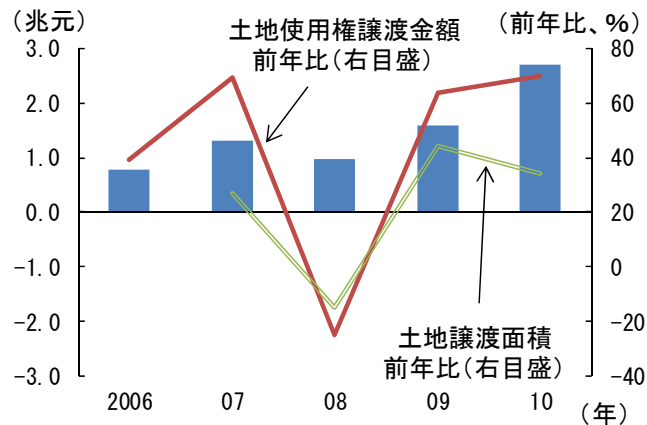
²⁸ 温家宝総理は、浙江省視察時に「有効的措置を採って高金利での貸出を抑制し、違法な資金調達を法律に基づいて取り締まる」と述べた。（11年10月5日）

²⁹ 「温家宝主持召开国务院常务会议研究确定支持小型和微型企业发展的金融财税政策措施」（11年10月12日）

³⁰ それまで地方政府は税収面で大幅な自主権を認められていたが、国家財政のひっ迫、地方政府の権限巨大化や地方間格差等の問題を引き起こしたため、地方政府の歳入分を減らす分税制改革が実施された。分税制により、中央政府と地方政府の歳入比率は、93年には2.2：7.8であったものが、94年には5.6：4.4となった。

³¹ 中国では、土地はすべて公有であり、地方政府が期限付きの土地使用権を入札等の手段によって民間に譲渡している。この土地使用権譲渡収入は、09年には約1兆4,000億元と地方政府の財政収入（予算外収入を除く）の約4割を占めている。

第 2-3-26 図 地方政府の土地使用权譲渡の推移：
金融危機後以降大きく増加



(備考) 国土資源部より作成。

また、直接債券を発行できない地方政府³²は、公共インフラ投資のための資金調達を目的として地方政府融資プラットフォーム（以下、プラットフォーム）³³を設立し、プラットフォームは、不動産開発権等を担保に、銀行等から資金を調達してきた。公共インフラ投資に係る支出は、プラットフォームの支出全体の約 8 割を占めている（第 2-3-27 図）。特に、08 年の金融危機後の景気刺激策実施後の 08 年から 09 年にかけて、プラットフォームを含めた地方政府の債務は増大している³⁴ ³⁵（第 2-3-28 図）。このため、プラットフォームの債務は、地方政府が最終的に返済責任を負う債務（以下、地方政府の債務）³⁶残高の 4 割以上を占めるに至っている。

³² ただし、11 年 10 月 20 日に、財政部は、上海市、深セン市、浙江省、広東省において試験的に地方政府債券の発行を認める旨の通知を発表した。

³³ 地方政府融資プラットフォームは、日本のいわゆる第三セクターに類似した都市インフラ公社で、地方政府とは別法人であるが、密接な関係にある。内閣府（2010a）参照。

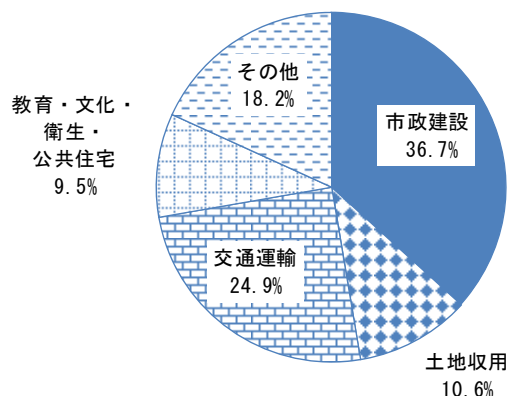
³⁴ 10 年末時点での地方融資プラットフォームの負債残高は、中国審計署によると約 4 兆 9,700 億元であるが、中国人民銀行は 14 兆元を超えない程度と発表、また、中国銀行業管理監督委員会は、10 年末の債務残高を 10 兆 7,000 万元としており、政府部門によって公表数値が大きく異なっていることには注意が必要である。

³⁵ 10 年以前の地方政府が最終的に返済責任を負う「地方政府性債務」の内訳は不明であるが、10 年同様大きな割合を占めていると考えられる。

³⁶ 厳密には、「地方政府性債務」と呼ばれ、形式的には地方政府の財政収支に計上されないが、実質的に地方政府が返済責務を負っている。

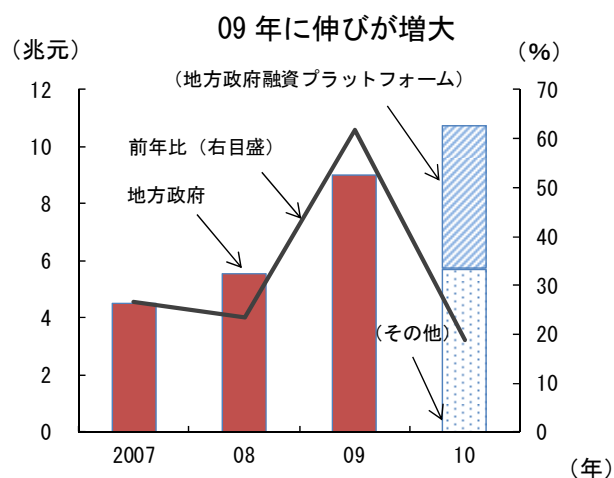
第2-3-27図 地方政府融資プラットフォーム

フォームの支出内訳（10年）：
公共インフラ建設等不動産関連支出が
約8割を占める



（備考）中国国家審計署より作成。

第2-3-28図 地方政府の債務残高：



- （備考）
1. 中国国家審計署より作成。
 2. ここでいう「地方政府の債務」は、厳密には最終的に地方政府が返済責任を負ういわゆる「地方政府性債務」であるが、便宜上、「地方政府の債務」としている。
 3. 地方政府融資プラットフォームの債務残高は10年のみ公表されている。

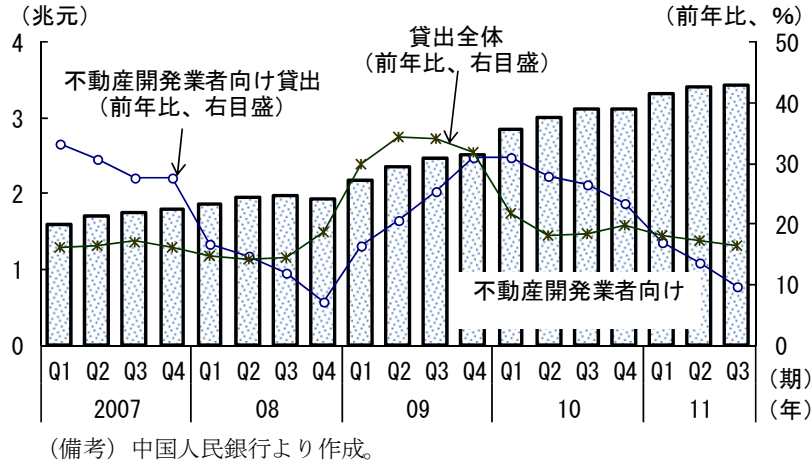
プラットフォームは、営業収入や施設使用料等を得て債務返済の財源に充てるが、一般的に公共インフラ投資は回収が長期にわたり、収益性が低い。そのため、プラットフォームは自らの収益だけですべての債務を返済することが不可能であるため、最終的には地方政府の財政収入に頼らざるを得ない。しかし、前述のように、地方政府の財政収入は恒常的に財源不足であるため、更なる不動産開発を継続し、そこから得られる土地使用権譲渡金を既往債務の返済に充てていかにざるを得ない構造となっている。

（イ）不動産価格抑制策が抱えるジレンマ

不動産開発業者は、プラットフォームからの投資を受けて公共事業の一環としての不動産開発を行うとともに、銀行からの融資を受けて民間不動産開発も進めている。

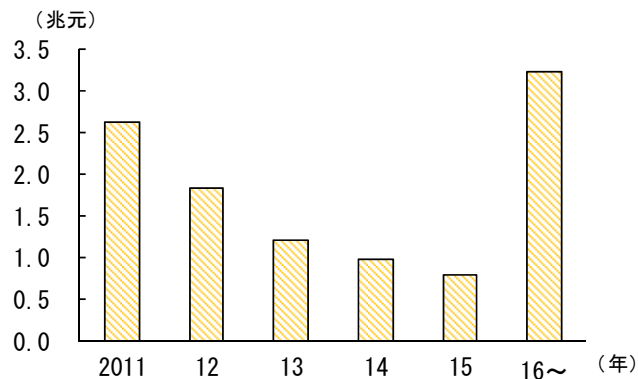
実際、銀行の不動産開発業者向け貸出は、伸び率が低下しつつあるものの、依然として増加しており、不動産開発が依然として旺盛に進められていることが分かる（第2-3-29図）。

第 2-3-29 図 銀行の不動産開発業者向け貸出の推移：
伸びは低下しつつも増加傾向



ただし、中央政府によって不動産価格抑制策が打ち出されて以降、一部の主要都市での不動産価格の伸びが鈍化し始めている（前述 (i) (イ) 参照）。前述のように、地方政府は、新たな不動産開発投資を行うために、不動産開発業者に土地使用権を譲渡し、その譲渡益をもって、すでに実施している不動産開発プロジェクトのために銀行から借りた資金の返済に充当しているため、不動産市場の停滞による不動産開発の減速によって、地方政府が資金返済に窮する事態が発生する可能性がある。プラットフォームの債務償還期限は 11～12 年に集中している（第 2-3-30 図）³⁷。

第 2-3-30 図 地方政府融資プラットフォームの債務償還期限：
11～12 年に 4 割以上が集中

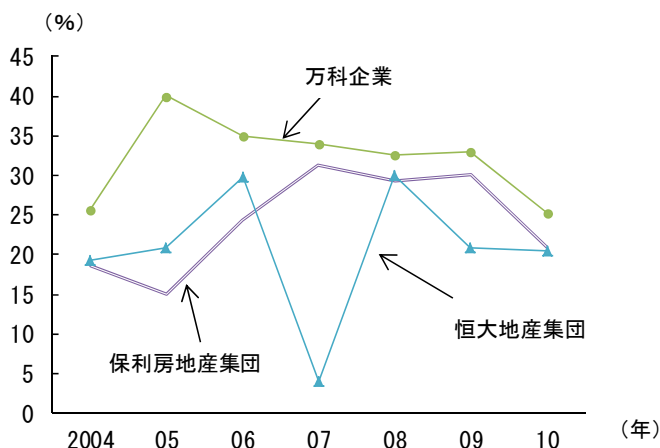


(備考) 審計署監査報告より作成。

³⁷ 政府系の不良債権処理会社である中国東方資産管理会社が 11 年 9 月に公表した『2011：中国金融不良資産市場調査報告』によると、11 年 6 月に商業銀行に対して行った調査では、回答者の 84.4%が、地方融資プラットフォーム向け貸出は今後一時期に集中して不良債権化するだろうと予測している。

同時に、不動産開発の減速は、不動産開発業者の業績悪化及び債務返済負担の増大ももたらす可能性がある。主な不動産開発業者3社の自己資本比率をみると、低下傾向にあり、これら不動産開発業者が、銀行等からの融資を増やし、不動産開発を旺盛に進めていることが分かる（第2-3-31図）。

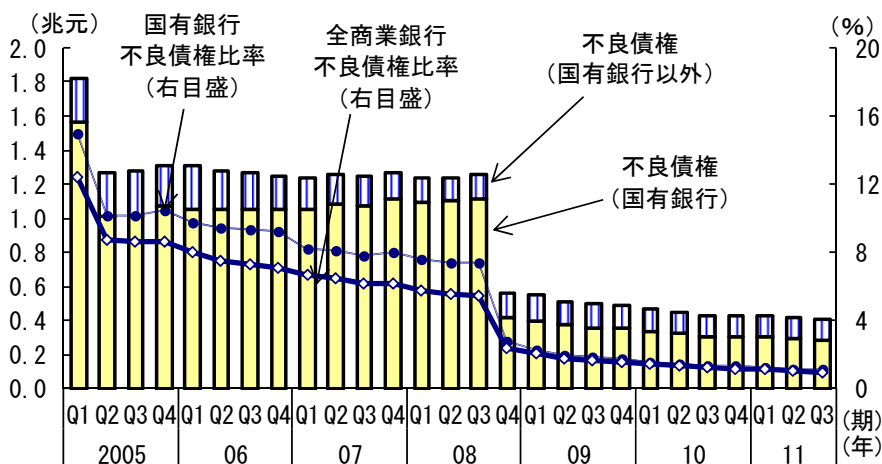
第2-3-31図 主な不動産開発会社の自己資本比率：低下傾向



(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. 10大不動産企業よりデータ入手可能な3社を抽出。

さらに、銀行の不良債権比率は、現時点では低水準にあるが、地方政府と不動産開発業者への貸付が債務不履行に陥った場合には、上昇する可能性がある（第2-3-32図）。

第2-3-32図 銀行の不良債権比率：低い水準



(備考) 中国銀行業監督管理委員会より作成。

(ア) 所得格差が大きい東部地域と西部地域

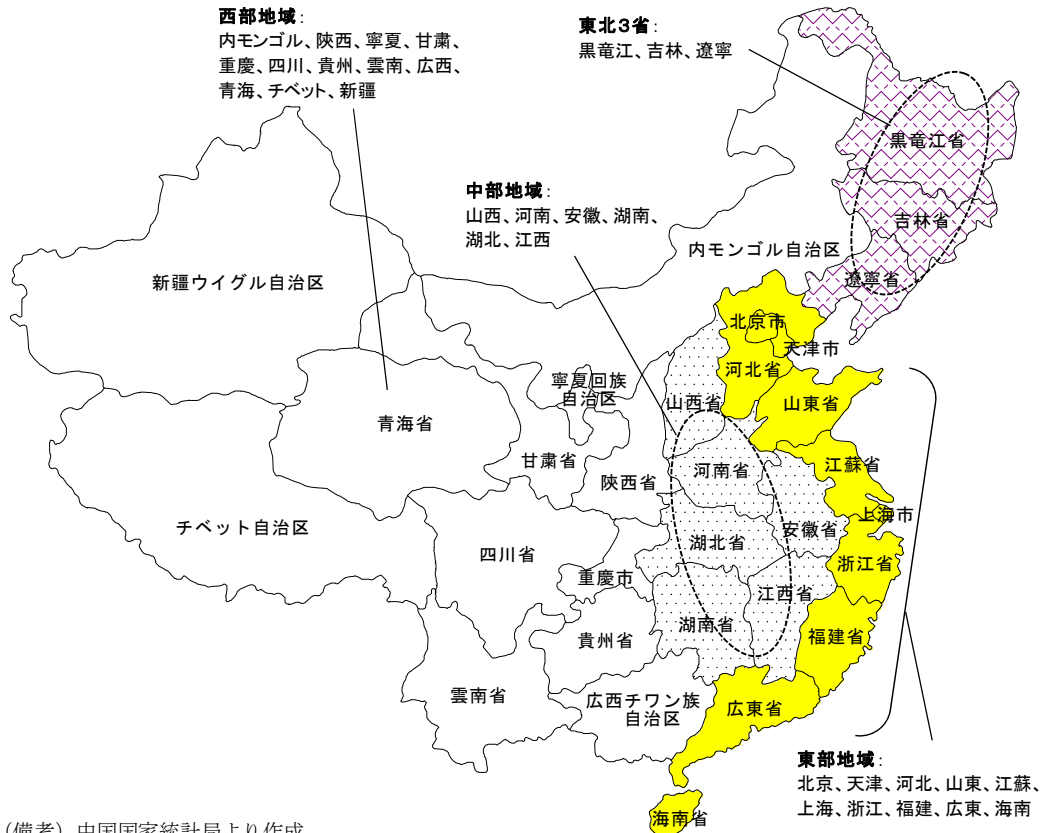
中国政府は、各市・省・自治区を東部地域、中部地域、西部地域、東北3省の4地域に分類しているが、各地域の特徴は以下のとおりである⁴⁰（第2-3-34図）。

東部地域は沿海部に面する経済発展の進んだ地域である。中部地域は先進する東部地域の経済発展を支えてきた地域で、06年以降は「中部勃興」政策のもと北部や南部及び沿海部と西部を結ぶ主要基地として発展が進んでいる。西部地域は、経済発展が立ち遅れた地域であるものの、資源供給基地としての役割を担い、「西部大開発」という発展政策の名のもと、今後の発展が見込まれている。東北3省は旧来型の鉄鋼、機械、化学工業等の重化学工業（主に国有企業）が多く、03年以降「東北振興」計画のもと、企業再編・民営化が進められている地域である。

各地域のGDP・人口・面積を10年時点で比較すると、東部地域と西部地域の格差が顕著となっていることが分かる。すなわち、東部地域では全国の1割弱の国土に、4割程度の人口が集中し、GDPの約5割を占めている。一方、西部地域では全体の7割の国土を占めるものの、人口は3割弱となっており、GDPは全体の2割弱に過ぎない（第2-3-35表）。前述のように、資源が豊富で市場としての潜在力を持つ西部地域ではあるが、先進的な東部地域に比べ、インフラ整備はまだ十分とはいえない。また、東部地域の7倍を占める国土を有する西部地域には様々な自然環境や、歴史的・社会的要因（多民族地域であることなど）が混在しており、それらは発展の障害にもなり得るため、東部地域との格差是正は容易ではない。

⁴⁰ 東部地域は北京、天津、華北、山東、江蘇、上海、浙江、福建、広東、海南の10地域、中部地域は山西、河南、安徽、湖南、湖北、江西の6地域、西部地域は、内モンゴル、陝西、寧夏、甘肅、重慶、四川、貴州、雲南、広西、青海、チベット、新疆の12地域、東北3省は遼寧、吉林、黒龍江省の3地域を指す。

第 2-3-34 図 中国大陸地図でみる 4 大地域分類



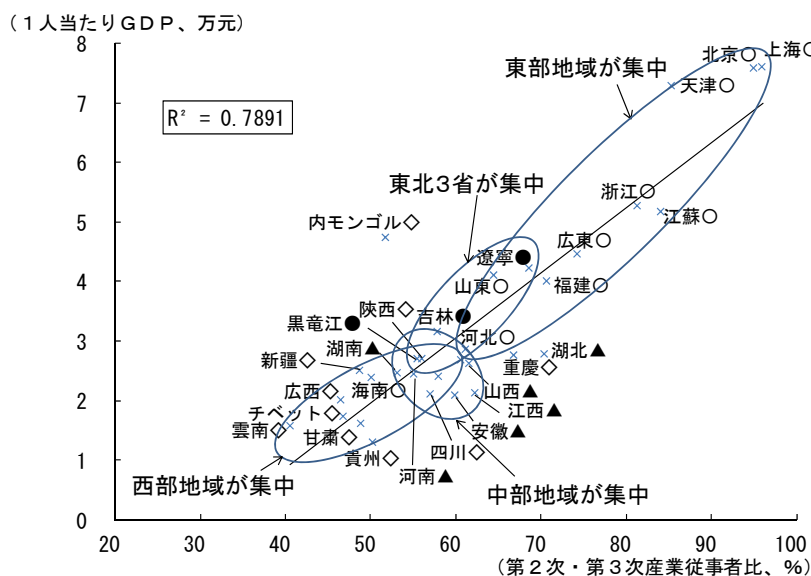
第 2-3-35 表 4 大地域分類でみる基礎指標 (10 年)

	東部	中部	西部	東北3省	全国に占める割合 (%)			
					東部	中部	西部	東北3省
GDP (兆元)	23.2	8.6	8.1	11.0	45.5	16.9	16.0	21.6
人口 (億人)	5.1	3.6	3.6	1.1	38.0	26.8	27.0	8.2
面積 (万km ²)	9,334	10,270	67,546	7,918	9.8	10.8	71.0	8.3

(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
 2. 面積は2008年のデータ。
 3. GDPと人口の「全国に占める割合」は各地域のデータを足しあげて算出(面積は除く)。
 4. 各地域の構成は以下のとおり。
 東部: 北京市、天津市、河北省、上海市、江蘇省、浙江省、福建省、山東省、広東省、海南省。
 中部: 山西省、安徽省、江西省、河南省、湖北省、湖南省。
 西部: 内モンゴル自治区、広西チワン族自治区、重慶市、四川省、貴州省、雲南省、チベット自治区、陝西省、甘肅省、青海省、寧夏回族自治区、新疆ウイグル自治区。

次に、産業別就業者の割合をみると、第1次産業就業者の割合が高い地域は主に西部地域に集中し、第2次、第3次産業就業者の割合が高い地域は東部地域に集中している(第2-3-36図)。第2次、第3次産業就業者の割合が多く、1人当たりGDPが高いグループは東部地域、次いで東北3省、中部地域、そして西部地域の順となっている。また、第2次、第3次産業就業者の比率が高いほど経済発展が進展しており、その結果、先行する東部地域と西部地域との所得格差は大きいことがわかる。

第 2-3-36 図 経済発展と工業化（10 年）：東部地域と西部地域の所得格差は大きい

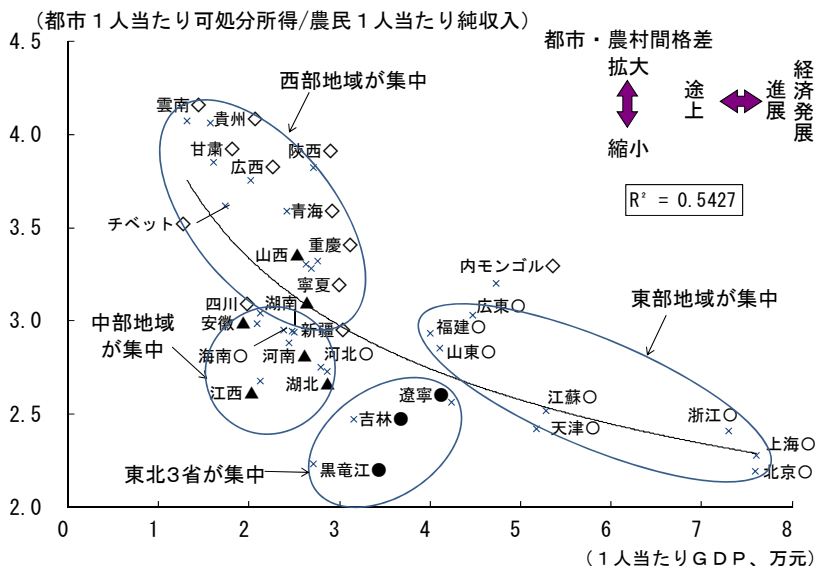


(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
2. 地名の後ろに付いている記号は地域別分類（東部地域○、中部地域▲、西部地域◇、東北3省●）を示す。

(イ) 西部地域で大きい都市・農村間格差

次に、都市・農村間の所得格差を地域別でみると、東部地域や中部地域、東北3省では格差が相対的に小さい（第2-3-37図）。特に、東部地域や東北3省は1人当たりGDPが高く、都市・農村間の所得格差も小さい。それに対し、雲南、貴州、甘肅、チベット等の西部地域の省・自治区では、1人当たりGDPが低い上に、都市・農村間の所得格差が相対的に大きい。また、西部地域内における所得格差は、他地域と比べて大きいことが分かる。

第 2-3-37 図 経済発展と所得格差（10 年）：都市・農村間格差は西部地域で大きい

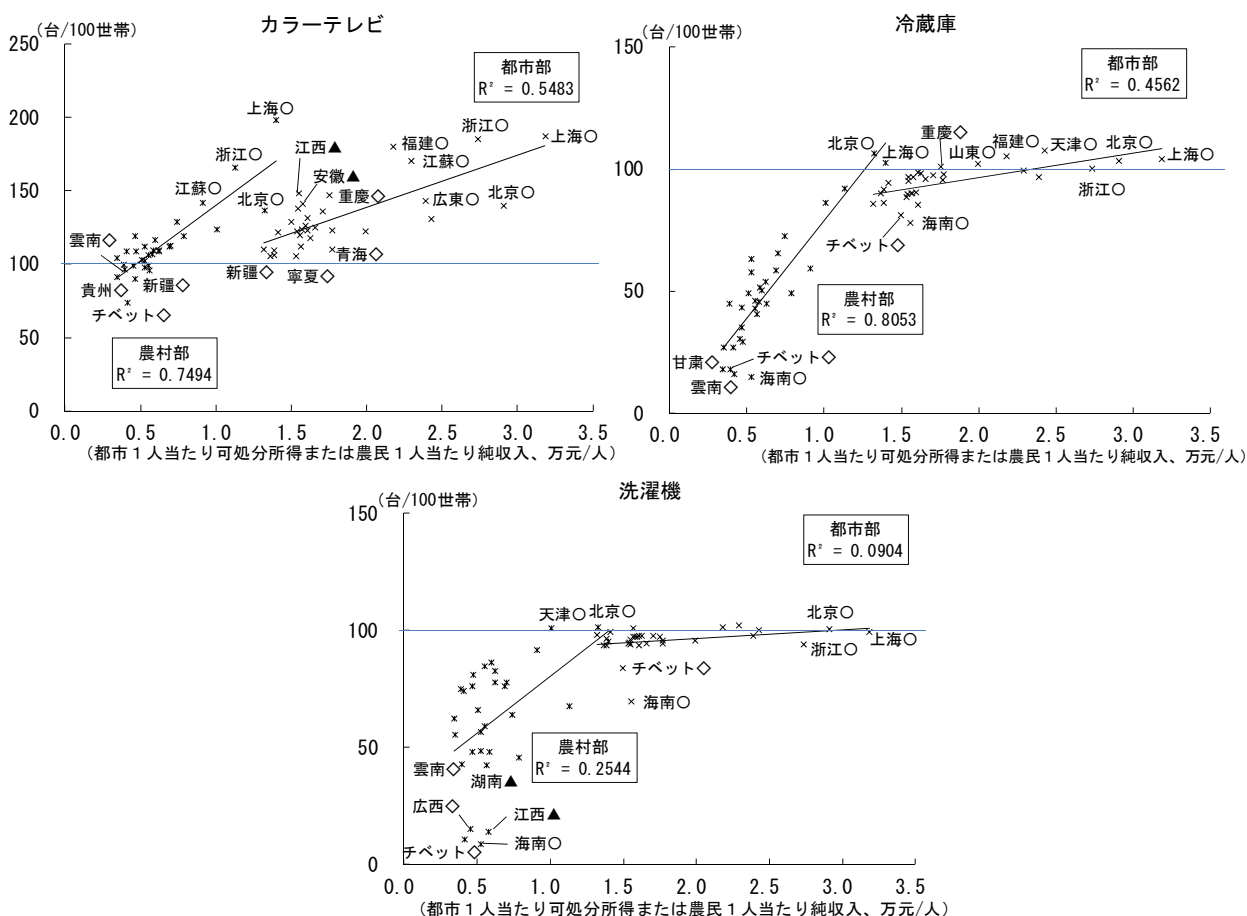


(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
2. 地名の後ろに付いている記号は地域別分類（東部地域○、中部地域▲、西部地域◇、東北3省●）を示す。

さらに、家電製品の普及率をみると、地域別の自然環境等を考慮する必要があるが、総体的にみて、都市部や経済発展の進んだ地域の農村では、家電製品はいずれについても1世帯に1台は普及しており、都市部と農村の消費スタイルに違いがなくなってきたといえる。他方、西部地域を中心とする農村部では、家電製品の世帯普及率が低い。特に、雲南やチベット等をはじめとした少数民族が多く、所得水準が低い地域で家電製品の普及率が低いことがわかる。

これらのことを確認するために、所得と保有台数との相関をみてみると、都市部では収入と家電製品の保有台数の相関が弱くなっているが、農村部ではその相関が高いことがわかる。つまり、都市部や経済発展が進展した地域の農村部では、今後は更新需要が中心になると見込まれるのに対し、経済発展が遅れた地域にある農村部では潜在需要が大きく、今後は所得の増加に伴って、世帯普及率の上昇が見込まれる（第2-3-38図）。

第2-3-38図 主要家電製品100世帯当たり保有台数の比較（10年）：
西部地域を中心とする農村部では家電製品の世帯普及率が低い



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。

2. 地名の後ろに付いている記号は地域別分類（東部地域○、中部地域▲、西部地域◇、東北3省●）を示す。