

理財商品の問題点としては、(1) 3か月程度の短期で資金を調達し、それを不動産等の長期プロジェクトで運用していること、(2) 元本保証は無いケースがほとんどであるにもかかわらず、預金者（正確には出資者）である一般の個人は銀行による暗黙の保証を期待しリスクを認識していない可能性があること、(3) 銀行にとっては、オフバランス取引であり元本保証の必要はないものの、銀行の信用を維持するために預金者の理財商品の価値の確保を強いられる可能性があり、その場合、銀行経営内容が悪化すること等が指摘されている。

以上から、中国では金融の自由化や市場の発展が徐々に進む中で、08年に発表した景気対策もあって大規模な信用拡大が生じており、この中で国有銀行が国有企業等向けの融資に依存する動きや、自由化が住宅市場の局所的な過熱を招いた動きもあり、これらが金融資本市場の過熱懸念を生んでいる背景にあると思われる。

2. 経済政策の課題

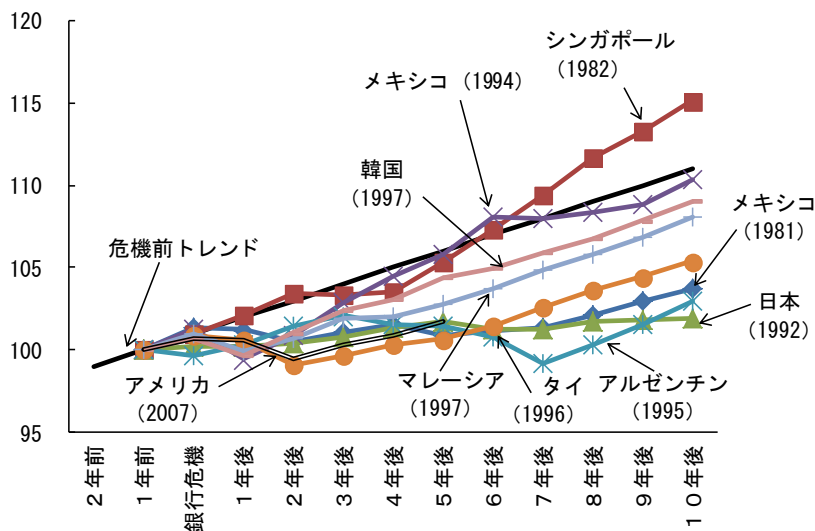
中国経済は、世界金融危機後の景気対策がおおむね終了した11年以降、傾向的に減速してきた。同時に、上記にみたような構造を背景に、資産市場・信用市場の過熱も懸念される状況になっている。第1章でみたように、昨年から今年にかけてのマクロ経済運営は、金融政策は緩和方向をベースとしており、財政政策についても需要下支えのための微調整で臨んでいる。

危機が生じた場合の影響について、60年以降の各国の銀行危機¹⁴を概観すると、中南米諸国では80年代、アジア諸国では90年代に頻発している。そのうち、中国と同様に過剰投資が問題となっているケースに絞るため、銀行危機の前年又は2年前までに3年以上連続で固定資産投資（GDP比）が上昇しているものに注目すると、日本の80年代後半の不動産市場過熱等を含めて9ケースある。これらの国のGDPの推移を銀行危機前の5年間の平均との差で比較すると、危機直後から危機後10年までの間に成長率が過去のトレンドより総じて低い水準で推移しており、過去のトレンドと比較すると平均で4%程度落ち込んでいることが分かる（第2-2-11図）。

¹⁴ ここではReinhart (2010)のデータベースを用いており、具体的には、(1)銀行の取り付け騒ぎにより一つ以上の金融機関の閉鎖、合併又は公的部門による買収が行われた場合、(2)取り付け騒ぎが無い場合でも、重要な金融機関（又は金融機関グループ）の閉鎖、合併又は大規模な政府支援が行われ、それがほかの金融機関への同様の結果の引き金となった場合について銀行危機と定義している。

第2-2-11図 各国の銀行危機：GDPを4%程度押下げ

(危機1年前GDP=100)



(備考) 1. Reinhart (2010)、世界銀行より作成。

2. 危機1年前のGDPを100、危機前5年間の平均成長トレンドを1に標準化。

本項では、以上のような危機が生じた際に成長力維持のための影響緩和策を実施できるかという観点から、財政及び金融のフレームを確認するとともに、経済政策における課題を整理する。

(1) 経済減速への対応能力

中国のマクロ経済運営については、当局の統制力、財政余力という観点から概観したい。政策当局の統制力が強い点として、中央統制経済の性格をなお有しているとみることともできるが、具体的には以下のような点が挙げられる。

まず、経済運営の枠組みである各年度の経済見通しに基づく政策運営や臨時の景気対策等は、政府各部の指導の下、地方政府によっても実施される。また、金融面においても、国有銀行・国有企業を始めとして、比較的コントロール度合の高いチャネルを通じた量の調整が可能である。

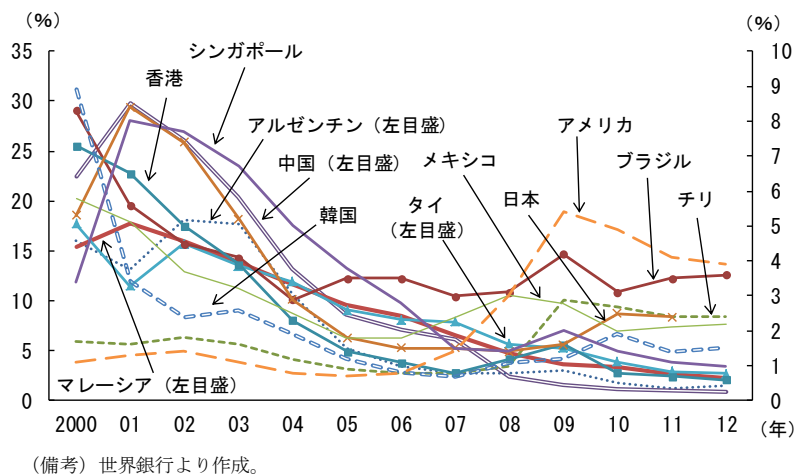
金融政策については、金融政策の独立性が担保されておらず、金利も規制されているため、短期金利の変更を通じた長期金利のコントロールというチャネルは用いられず、預金準備率の変更を通じた信用量のコントロールや窓口規制が主な手段となっている。

中国の財政余力について概観すると、財政赤字（GDP比）はおおむね3%前後で推移している。また、公的債務残高（GDP比）の推移についてみると、中国は50%以下と、各国と比較しても低い水準にある。

次に、金融機関のショック対応能力を確認すると、中国は不良債権比率や自己資本比率からみても、比較的対応能力は高いとされている。各国の2000年以降の不良債権比率

の推移についてしてみると、金融危機後に不良債権比率が上昇する傾向がある。2000年代前半はアジア諸国・地域はアジア通貨危機の後遺症で高い比率となっており、後半は世界金融危機の影響もありアメリカで上昇している。なお、中国の現在の不良債権比率は低い水準にあるものの、2000年代前半には30%前後で推移しているが、10年以降は1%程度で推移している¹⁵（第2-2-12図）。また、商業銀行の自己資本比率は08年以降11%以上で推移しており、B I S規制の最低基準である8%を超えている。

第2-2-12図 不良債権比率：中国は低水準で推移



なお、中国の金融面における政策対応能力を示す例として、90年代から2000年代前半にかけて銀行の不良債権処理を行った経験も指摘できる。

コラム2-1：中国の不良債権処理の経験

中国における2000年代初頭の不良債権は、金融資産管理会社（略称AMC）が国有商業銀行から不良資産を買い取り、不良債権を切り離していくことで処理された。95年における国有商業銀行の大量の不良債権発覚と、その後のアジア通貨危機と中国経済の成長率の落ち込みにより、中国政府は不良債権問題の深刻さを認識し、その後の不良債権処理に取り組むこととなる。99年にAMCが中国政府の認可を経て設立され、翌年11月に中国政府は「金融資産管理会社条例」を制定し同会社の役割が正式に定められた。この管理会社が不良債権を受け継ぎ、管理・処分する「非銀行業金融機関」となり、政府の出資によって運営されることとなった。

¹⁵ ゴールドマン・サックス（13年8月）は、中国の不動産市場過熱が崩壊すると、最悪で貸倒損失が18.6兆元に達するとし、モルガン・スタンレー（13年8月）は中国の総与信の9.7%がハイリスクであり、貿易金融、製造業、建設業、地方融資平台への貸出が最も懸念される先だとしている。

AMCは全部で4社設立され、中国華融資産管理会社、中国長城資産管理会社、中国東方資産管理会社、中国信達資産管理会社が、設立初期においてはそれぞれ中国工商银行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行の不良資産を簿価で購入した上で、管理、処分した。国有銀行から継承されたこれらの不良債権は、銀監会の統計によれば06年3月末までに8,663億元の不良債権が処理され、うち21%は現金で回収され、残りは中央政府財政支出で相殺することで処理されたと見込まれる。また中国政府は、04年に中国銀行と中国建設銀行に計450億ドルの外貨準備を拠出して、資本金注入を行っている。同年には政府より「資産管理公司目標考核責任制方案」が打ち出され、06年末までをめぐり当初の設置目的である国有銀行の不良債権処理を行うことが明確化されたこともあり、AMCはそれ以降の経営方針を見据えた上で、政府当局の認可を経て商業化し始め、他の金融機関の不良債権の処理等の業務も手掛けるようになり、現在に至っている。

以上のAMCによる不良債権の処分により、中国の不良債権比率は大幅に改善した。03年末の段階で、主要銀行（国有商業銀行を含む）における不良債権額は、2兆4,000億元（約34兆円）、当時の中国の名目GDPの約2割、全融資額の18%に上っていた。2000年代以降中国の銀行の不良債権比率は次第に低下し、12年末時点で0.95%と比較的低い水準で推移している（前掲第2-2-12図）。06年以降のAMCによる不良債権処理実績については、公式な統計はないものの、一部報道では09年までの10年間で1.9兆元、うち4,200億元を現金回収したとされている。

AMCの設立による銀行からの不良債権切り離しについては、銀行側のモラルハザードを生み出しかねないなどの批判もある。また、13年に入り、シャドーバンキング問題等が広く報じられ、IMFも中国の融資の拡張に懸念を表明しており、国内外において中国の不良債権問題再燃への懸念は尽きない。AMCが、今後の不良債権問題及び金融システム安定に関し、どのような役割を果たしていくかも注目されるだろう。

以上を背景に、政策当局は裁量的・微調整的な運営の能力があり、実際に行う傾向にある。また、いわゆる政策の実施ラグは比較的短く、例えば、世界金融危機後の4兆元の景気対策は08年11月に発表、09年初めからの実施と、諸外国と比べても早いスタートとなった¹⁶。

こうした政府のコントロールの強い面がある一方、マクロ政策として緩和的な側面が出やすいというバイアスもある。

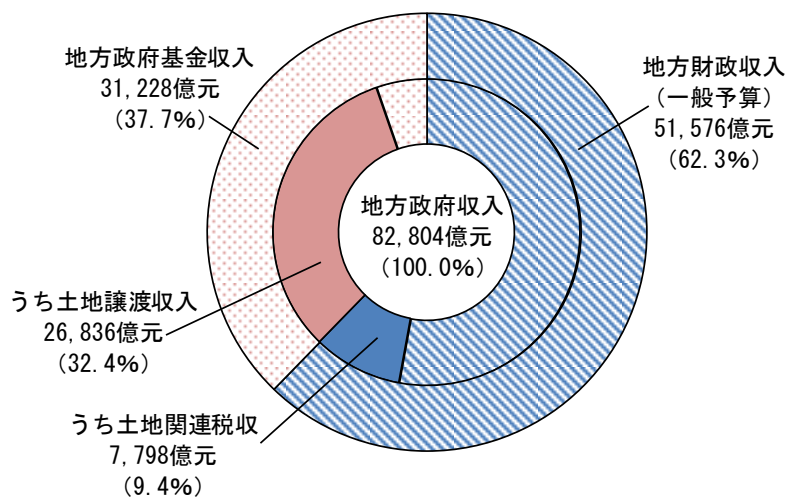
まず、金融政策においては、為替レート制度が変動相場制でないということから、過剰流動性の発生を抑制しにくい環境にある。経常収支が黒字傾向にある中で、管理フロ

¹⁶ 中国の政策運営の枠組みは、毎年3月の「全国人民代表大会（全人代）」で取りまとめられる翌年度の見通しの姿と位置付けられる。ここで「目標値」として示された成長率や物価上昇率を確保することが、政策目標としてみる事ができる。13年は、7.5%前後の成長率と3.5%の物価上昇率を目標としている。

一ト制の下、当局は元高圧力を緩和するため積極的に為替介入を行ったが、これは不胎化しない限りマネーサプライの増加につながる。実際、マネーサプライ（M2）は09年には前年比3割近く上昇するなど、世界金融危機以降の世界的な金融緩和の影響もあり金融緩和バイアスが働きやすかった。

また、地方政府レベルにおいては、前述のように、不動産価格の上昇が政府収入につながるというインセンティブ構造にある。地方財政調整システムが十分でない中で、住宅価格の上昇により一定程度の地方政府の歳入を維持している以上、住宅価格が依然として上昇傾向にあっても急激な引締めをしにくい（第2-2-13図）。

第2-2-13図 地方政府の土地関連収入：歳入の4割程度を占める



(備考) 1. 中国財政部より作成、2013年1～9月期。

2. 土地関連税収は、土地増値税（土地使用権や建物の譲渡に対して生じた収入にかかる税金）、契税（不動産の取引総額にかかる税金）、房産税（企業保有の建物や不動産レンタル収入にかかる税金）、都市部土地使用税（土地使用権を持つ個人や企業にかかる税金）の総和。

さらに、中央銀行の独立性がないことも、それ自体での評価は難しいものの、政府の成長重視バイアスもあり過熱に対する引締めが遅れがちになりやすいという点も、各国の経験から指摘できよう。

このように、中国は減速に対しての一時的な対応能力は高いといえる。ただし、上記のように緩和気味になりがちな諸要因がある中で、適切なバランスを取ることが課題といえよう。

加えて、中央統制の度合いが強いことと裏腹だが、金融資本市場が十分に発達していない。このため、中国はこれらの市場動向に左右される度合いが小さい一方、発達した金融市場においてしばしば得られる、先行き警戒に関するシグナル発信機能が少ないと

ころがある¹⁷。早期の対応を可能とするには、設備及び資金の需給や先行き等に関する現場状況を集約し、それを代替的に入手することが重要となる¹⁸。また、これらの統計情報の整備やその他経済情報の把握につとめ、認知ラグの短縮化を図ることも課題である。

（２）減速対応と構造改革の間の狭い道

上記にみたように、中国はその統制の強さから、経済の減速への対応力は比較的高いと考えられる。他方、景気対策の中でも、国有企業や地方政府に一定の依存をすることによる課題として、これまでも過剰投資や不良債権問題等があった。これらの問題に抜本的に対処するためには、金融市場改革や国有企業改革等、構造的な対応が求められることになる。

まず、財政については、地方政府の収入構造を見直すことが課題である。地方財政の調整制度が不十分であるため、地方政府が融資プラットフォームを通じて金融機関や市場から資金調達をし、不動産開発を行っていることが、不動産価格の上昇期待とあいまって不動産市場の過熱を生む原因となっている。これら債務の不良債権化を懸念する議論もあるものの、公共財は利益を生む性格のものではなく、その意味での通常の「不良債権」という位置付けとはなじまない面もある。むしろ、地方政府の不動産開発に関する負債増加に問題があるとすれば、市場ベースでの不動産開発の形をとりながら政府による暗黙の保証を予期させることで投資リスクが過小に評価され、資金が過剰に調達されてしまう構造にあるといえよう。

また、金融部門の役割についても、中長期的な成長力の強化に資するような改革が必要である。金利規制の結果、全体として家計部門から銀行・企業部門への移転が行われていた。金利規制の縮小は、銀行の利ざやの縮小となり、投資機会が制限されていた家計にとって利回りの高い投資機会を提供することで、結果として消費の喚起にもつながるものと見込まれる¹⁹。また、国有企業に対する国有銀行の融資についても、全体的な利潤動機の弱さによる問題については2000年代初めの改革によりおおむね改善が行われているものの、国有銀行による低利での融資に過度に依存しないようにすることが課題である。

¹⁷ 株式市場や社債市場の特にセカンダリー市場が発達していない。一方で、金融市場はしばしば誤ったシグナルを発するため、市場の発達が発信機能の充実に必ずしも結びつかない場合があることにも留意が必要である。

¹⁸ 金融市場・労働市場とも自由化の程度が低いいため、仮に需給の情報を得られたとしても、それが経済実態と外れている点も補う必要があろう。

¹⁹ その結果、局所的には経済の過熱にもつながる可能性があることには留意が必要である。

(i) 長期的な財政余力

ソフトランディングを優先し改革を遅らせる場合のリスクとしては、産業の高度化等の遅れによる中所得国の罅への落ち込みとともに、マクロ政策余力の低下も懸念される。

第一は、地方政府債務や年金債務の存在である。地方政府債務については、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。また、年金債務については、中国銀行²⁰は、中国の年金（養老保険）の将来世代が支払う保険料の現在価値と将来世代に支払われる年金の現在価値との差額と、現在の養老保険機関の原資額を比較し、10年時点で16.48兆元もの原資不足が存在するとの結果を得ている。また、ドイツ銀行²¹は、いかなる改革も行わなかった場合、養老保険制度への政府補てん額は持続的に上昇し、50年にはその年の財政支出の20%以上を補てんに充当しなければならなくなるとし、50年までの累計の養老保険の原資不足額の現在価値は11年現在のGDPの75%に相当するとの結果を得ている。

第二には、中国の財政は高い税収の伸びにより支えられてきたものの、経済成長率の落ち込みにより財政収支が悪化するおそれもある。政府債務残高がある一定の水準を超過すると成長率が低下するという研究結果が報告されている。例えば、政府債務残高がGDPの85%を超過すると成長率に負の影響を与え、成長率低下による歳入減・高齢化に伴う歳出増により債務が増加し、更に成長率が低下するという悪循環に陥る可能性が指摘されている²²。また、公的債務の増加は民間資本の蓄積を阻害することにより、成長率に負の影響を与える可能性もある。

以上から、短期的には中国は財政余力が大きいと評価できるものの、地方政府債務の現状や今後の年金債務や財政赤字等の推移を踏まえると、これのみに頼るのには限界があるものと思われる。また、政府債務の累増は経済成長に対してマイナスの影響を与え、との研究結果が出ていることから、公的債務残高（GDP比）が一定水準を超えると、リスクプレミアムが拡大し、金利が上昇することで借入コストが増加し、企業の投資や家計の消費が抑えられることで成長率に負の影響を及ぼすことが考えられ、政府債務対GDP比を一定程度に保つことは安定的な成長を確保する観点からも重要であるといえるだろう。

²⁰ 曹遠征を代表とする中国銀行研究チームの報告書（曹遠征・鐘紅・廖淑萍・葉蓁（2012）より）。

²¹ 馬駿を代表とするドイツ銀行研究チームの報告書（馬駿（2012）より）。

²² Cecchetti et al (2011)

(ii) 市場インフラの整備

先進国では、不況の期間を通じて、あるいは危機を契機として、持続可能でない企業や産業の効率化が行われることにより、長期的な成長力の維持・向上を実現した面もある。それが円滑に行われるためには、倒産制度・預金保険制度・失業保険といった退出に関する制度や、それに携わる人的な能力の確保といった、不況や危機に対応できる市場インフラの整備も必要となる。中国では、こうしたインフラが十分に整備されている段階とはみられない。

これらの状況を踏まえて、資産価格の上昇そのものではなく、シャドーバンキング問題をはじめとした信用市場の状況に関心が移っている。危機対応のための市場インフラが十分に整備されていないければ、企業倒産や個人破産によって社会的な摩擦を生むことが懸念され、政策運営上も成長減速回避を優先する傾向になる。過去、資産価格上昇率が低い場合でも金融危機が生じている例もみられ、むしろ信用の急拡大が金融危機を予期する上では優れた指標となり得るとの教訓が得られている。また、金融危機の付随した不況は、通常の景気循環の不況よりも深く、回復も遅い傾向にあるとする研究²³もある。経済発展の安定化のためには金融危機を未然に防ぐことが重要となってくるものと考えられる。

金融当局の13年における動きをみてみると、プルーデンスの強化に向けた姿勢がうかがえる。人民銀行では、預金保険制度の確立に重点を置き、「預金保険条例」の法制化を推進している。中国銀行業監督管理委員会では、特に地方政府融資平台をはじめ不動産関連のリスク管理の強化を推進するとしている²⁴。

資本取引を始めとした金融市場の更なる自由化については、短期的には痛みを伴うものの、中長期的には金融自由化が制度改革の第一歩となり、経済成長率を押し上げる傾向にある²⁵。中国においても、世界金融危機発生後は、国境を越えた資本の自由な移動は、国内の金融安定を妨げるのではないかとの疑問の声も挙がっている。しかし一方で、資本項目の自由化は、(1)資源の最適な配分をより良好に進め、それが国内の経済成長につながることで、(2)人民元の国際化の進展を推進するのに有利であること、というメリットがある。そのため、中国当局としては「資本項目の完全兌換を徐々に推進していく」方針を示している。

このように、中国では金融市場や資本市場について逐次的に改革が進められるのと同時に、法制度の整備等、構造改革の取組も進められている。例えば、各国の2000年代後

²³ Jorda et al (2012)

²⁴ 中国社会科学院金融法律・金融監督管理研究基地 (2013)

²⁵ Kaminsky and Schmukler (2003) は、金融自由化により資金調達の改善や国境を越えたリスクの分散により資金の流動性が高まる。そのため経済成長の安定と成長を促進すると分析した。また、金融自由化により短期間での景気の波があるが、長期間では安定した市場になることを示した。特に新興市場では自由化の直後に大きな変化があるために支援が必要になるのに対し、成熟市場では安定的であるとした。

半の規制改革の状況についてしてみると、中南米諸国は総じて規制改革に対する取組が遅れており、アジアは高水準であることが分かる。その中でも、中国は05年の新会社法等により、49年以来初めて民間企業の破産をルール化するなど、ビジネス環境の整備を進めている（第2-2-14図）。

第2-2-14図 規制改革の状況の比較：中国での改革進む

