

《平成 29 年度》

＜学位申請論文（博士論文）＞

中国の経済成長の可能性とボトルネック

The Possibility and Bottleneck of China's Economic Growth

関 辰一

Shinichi Seki

序 章：本論文の目的と構成

論文の目的

各章の概要

第1章 底上げがみられる中国の消費需要、変わる消費構造

はじめに

1. 拡大する中国の消費需要

(1) 消費はすでに急激に成長

(2) 成長モデルに変化の兆し

2. 底上げがみられる消費需要

(1) 「内陸部消費」「農村消費」「低所得層消費」が急拡大

(2) 拡大持続が見込まれる内陸部消費

(3) 都市－農村の所得格差と都市内の所得格差も縮小

3. 変わる消費構造

(1) 急拡大した交通・自動車等関連費

(2) 「サービス」の時代が到来

おわりに

第2章 自動車産業からみた旺盛な中国の国内需要

はじめに

1. 拡大する自動車市場

(1) 世界に先駆けて回復した中国経済

(2) 金融危機後の自動車市場

(3) 中国自動車産業の黎明期

2. 高まる個人の購買力

(1) 国内需要を牽引し始めた個人部門

(2) 上昇する所得水準

(3) 旺盛な国内需要と世界一の自動車生産

3. “呼び水”の政策、“本流”の個人の購買力

おわりに

第3章 成長モデルの転換を求められる中国経済：壁に直面する加工貿易

はじめに

1. 中国の経済成長モデルの特徴

(1) キーワードとなる加工貿易と不動産開発

(2) 低賃金と加工貿易

2. 壁に直面するこれまでの発展モデル

- (1) 上昇する賃金
- (2) 低下する国際競争力

3. 求められる成長モデルの転換

- (1) 新興国向け一般貿易の拡大
- (2) 内需関連産業の拡大

おわりに

第4章 限界に向かう中国の企業債務拡大：バブル期の日本と似た様相

はじめに

1. 拡大する中国の総債務

2. 財テクに走る企業

- (1) バブル期の日本と似た様相
- (2) 中国では、銀行を経由した高利貸しが代表的な財テク
- (3) 果てなき利益追求に没頭する国有企業

3. 製品・サービスの質的向上を伴わない繁栄は持続性に疑問

おわりに

第5章 中国のシャドーバンキング：そのリスクと政府対応力をどうみるか

はじめに

1. これまでの経緯

- (1) 急上昇する短期金利
- (2) 狙いはシャドーバンキング是正に向けた断固たるスタンスを示すこと

2. シャドーバンキングとは

- (1) 先進国のシャドーバンキングの定義
- (2) 中国におけるシャドーバンキング

3. シャドーバンキングの潜在的リスク

- (1) 景気の底割れ、ずさんなインフラ開発投資、不動産価格の下落
- (2) 急進的なリスク回避行動
- (3) 米国サブプライム・ローン問題との比較

4. 政府の対応力をどうみるか

おわりに

第6章 バランスシート不況の入口に立つ中国経済

はじめに

1. 景気は減速

- (1) 景気の現状
 - (2) 政府の景気てこ入れ策とその効果
 - 2. 中国経済の重石となる過剰債務・過剰投資
 - (1) 急増する企業債務
 - (2) 背景には企業の過剰投資と財テク
 - (3) 始まった企業のバランスシート調整
 - 3. 先行き、景気が大幅に下振れるリスクも
- おわりに

第7章 中国で深刻化する過剰債務問題：潜在不良債権比率と不良債権規模の推計

はじめに

- 1. 深刻化する過剰債務問題
 - (1) 積極融資がもたらす債務膨張
 - (2) 不良債権の増加が銀行経営を圧迫
 - 2. 金融危機発生リスクも
 - (1) 潜在不良債権比率の推計
 - (2) 不良債権規模の推計
 - (3) 金融機関の破綻と政府によるミスハンドリングに留意
 - 3. 当面は危機回避可能も成長率低下局面は長期化
 - (1) 中国政府は信用収縮を警戒
 - (2) 遅れる資源配分の最適化
- おわりに

第8章 社債市場からみた中国のモラルハザード問題

はじめに

- 1. 市場メカニズムが機能しない社債市場
 - (1) 極めて低いデフォルト率
 - (2) 社債市場の概要
 - 2. デフォルトさせないようにしてきた政府
 - (1) 政府保証の存在
 - (2) 抑制された資金調達コスト
 - (3) 様々な市場への政府介入
 - 3. ジレンマに直面する政府
 - (1) 政府はデフォルト容認に転換
 - (2) デフォルト抑制姿勢に戻る可能性も
- おわりに

終章 リスク・コントロールに向けての課題

はじめに

(1) 重荷を渡された習近平政権

(2) 求められる方向性

おわりに

序章：本論文の目的と構成

論文の目的

本論文の目的は、中国の経済成長の可能性とボトルネックを明らかにすることにある。中国は、1978年の改革開放の開始を契機とした積極的外資導入や加工貿易の拡大などにより、目覚ましい経済成長を遂げることができた。ところが、人件費の上昇や外資政策の転換が加工貿易の重石となるなか、2008年にはリーマン・ショックが発生し、中国経済の風向きは大きく変わった。4兆元の景気対策が打ち出された後、中国経済のハードランディングは回避された一方、国進民退やシャドーバンキングの拡大などの問題が浮上し、中国の経済成長は持続的なものかどうか、不透明感が急速に高まった。

こうしたなか、本論文では、すでに消費拡大が中国の経済成長を牽引しており、今後も成長の柱となり得ることを明らかにした。一方、金融面では過剰な企業債務が、持続的な経済成長の大きなボトルネックであることを主張する。

中国経済の持続的な成長には、消費拡大が欠かせない。一部では、「大きな所得格差を勘案すると、今後、中国では持続的な消費拡大は望めない」との見方がある。確かに、鄧小平が提起した「先富論」に基づき、一部の地域が先に豊かになるなか、多くの地域は大きく後れを取る状況が続いた。その結果、全体で見ると中国経済は高成長を遂げたにもかかわらず、絶対的多数の内陸中小都市の人々はその恩恵を享受できずにいた。このため、先進地域の高成長が終わると、全国の消費拡大も一巡するという見方もあながち否定できない状況であった。

しかしながら、2000年代後半から、様相は大きく変化し、消費需要が急拡大するようになった。これは、投資と輸出が目立つ中国では目新しい重要な現象である。さらに、消費需要の底上げがみられる。すなわち、先進国並みの豊かさがみられる沿海部ではなく、開発途上の内陸部の消費が急拡大している。都市部と農村部に分けてみると、農村部の消費が都市部よりも速いペースで拡大している。都市内においても、低所得層や中間層の消費拡大が顕著である。

今後も消費拡大が中国の経済成長の柱となり得る。一般的な認識の通り、中国の所得格差は大きい。しかし、2000年代後半から格差は着実に縮小している。中国政府の指導の効果というより、市場の機能が格差是正と消費需要の底上げに寄与している。とりわけ、自動車産業は消費需要拡大にとって柱となるセクターであるため、リーマン・ショック直後の自動車市場の様相や政府の減税政策の効果など、詳部に踏み込んで分析を行う。

他方、4兆元の景気対策の裏で、金融面とりわけ企業債務の急拡大に大きなリスクが潜んでいる。中国では、企業の債務が余りにも大きく、その拡大のペースも速い。2008年末から2016年末にかけて非金融企業債務は4倍に膨張している。その対GDP比は166%と、バブル期の日本を上回る。企業の債務は、貸し手の債権である。巨額な企業債務があると

いうことは、金融機関が巨額な不良債権を抱えている可能性があるということに他ならないが、中国の不良債権の実態は不透明である。

中国国内では、2012年頃から中国人民銀行や社会科学院などが、企業債務急増の問題を研究し、過度に心配する必要はないと結論付けてきた。他方、IMFや国際決済銀行は、2016年からこの問題は金融危機につながるおそれもあるため、中国経済の大きな下振れリスクであると警鐘を鳴らし始めた。

本論文は、後者と同様な主張をする。もっとも、その際に独自に「潜在不良債権比率」と「潜在的な不良債権の規模」を推計した。さらに、金融危機が発生しなくとも、企業の財テクが過剰債務の大きな要因である点を勘案すれば、企業のバランスシート調整が中国経済のハードランディングにつながりうる点を新たに指摘した。中国の企業債務問題をマクロとミクロの両面からみていったこと、問題の背景を企業・金融機関・政府という切り口で整理したこと、日本のバブル期との比較を行ったことも、特徴と言えよう。

各章の概要

第1章では、中国の消費拡大と消費需要の底上げに注目する。近年、経済水準の劣る内陸部・農村部・都市内の中低所得層の消費が急拡大している。この背景には、所得格差の縮小が指摘できる。2000年代半ば以降、中西部の賃金は企業の内陸部移転に伴い、一貫して東部を上回るペースで上昇している。農民の収入は企業の農村進出や出稼ぎ収入の増加、農業の生産性向上などを背景に、急ピッチで増加している。都市内では、工事現場など低賃金の職種の賃金上昇率が高い状況が続き、低所得層の上位所得層に対する所得倍率は低下傾向にある。今後を展望すると、企業の内陸シフトが見込まれるなか、内陸部では人手不足が続き、賃金は高い伸びを持続する可能性が高い。さらに、農民工の流入が続くと見込まれることも消費拡大に寄与する。

第2章では、リーマン・ショック後の自動車需要の拡大は政策による一時的なものではなく、個人の購買力向上に伴う中長期的なものであることを指摘する。中国経済は金融危機後の輸出不振により大幅に悪化するリスクに直面したものの、実際には旺盛な国内需要により、世界に先駆けて回復した。とりわけ、自動車市場の急拡大は他の産業の回復を牽引した。リーマン・ショック後の自動車市場の急拡大は、①所得水準の上昇、②自動車価格の低下、③政策効果、④2008年の買い控えによる反動の4点が背景であった。今後、中国の自動車市場は引き続き個人の購買力の高まりを背景に、堅調に拡大すると見込まれる。

第3章では、中国経済のボトルネックとなる要因として、人件費の上昇を取り上げる。近年、平均賃金は5年間で2倍のペースで上昇している。その結果、中国のアパレル・衣類の国際競争力はベトナムを下回るようになったように、中国の軽工業品の国際競争力は他の新興国に追い上げられ、追い越されるようになった。加工貿易に携わる企業は厳しい経営環境に直面し、加工貿易の輸出に占める割合は2005年以降低下傾向にある。このよう

に、中国では人件費の大幅な上昇により、高成長を牽引してきた加工貿易はその役割を果たすことができなくなりつつある。

第4章では、企業債務拡大は限界に向かっており、中国経済の大きなリスク要因であると問題提起する。近年、中国では企業債務が急膨張しており、債務残高の対GDP比はバブル期の日本を上回る。企業が調達した資金は、非効率とはいえ設備投資やインフラ投資といった実物投資に投じているのか。かなりの部分が金融資産に投じられているところに大きな問題が潜んでいる。余剰マネーが市場にあふれるなか、大手企業がハイリスクの資産運用を拡大している状況は、バブル期の日本を彷彿させる。製品・サービスの質的向上を伴わない繁栄は持続性が問題である。

第5章では、代表的な資産運用先であるシャドーバンキングの範囲、背景、リスク、政府対応力について補足説明する。先進国では、銀行融資以外のルートで資金を供給する信用仲介機能をシャドーバンキングとみなしている。中国では、銀行の理財業務と委託融資、信託融資に最も注目しなければならない。この3つは規模が大きく、拡大ペースも速く、リスクも高いためである。

第6章では、2015年頃には、中国で「バランスシート不況」の兆しがみられたことを指摘する。日本では、1990年入り後に資産価格が下落し続けるなか、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、債務返済を優先する一方、設備投資を大幅に抑制した。1991年以降、日本銀行は金融緩和を講じたものの、設備投資を回復させることができず、日本は深刻な不況に陥った。このような不況を、エコノミストのリチャード・クー氏は「バランスシート不況」と呼んだ。いまの中国も同様なリスクに直面している。2015年頃には、委託融資などの金融資産が目減りするなか、企業が過大な債務と資産の目減りへの対応から、固定資産投資を抑制するようになった。中国人民銀行は2014年11月から大幅に政策金利を引き下げたものの、その効果は著しく低下した。

第7章では、企業債務問題が金融危機の発生につながる恐れがあることを指摘する。企業の債務は、貸し手の債権である。巨額な企業債務があるということは、金融機関が巨額な不良債権を抱えている可能性があるということに他ならない。他方、中国の不良債権の実態は不透明である。そこで、中国の金融システムの安定性をみるために、「潜在不良債権比率」を推計する。その結果、2015年末時点で8.6%であった。さらに、潜在的な不良債権残高は12.5兆元と、公式統計の10倍の規模に達する。

第8章では、巨額な企業債務と不良債権が積みあがったのは企業側と金融機関側のみならず、政府の対応の失敗が影響していることを指摘する。国有企業に対する政府保証はモラルハザード問題を引き起こしている。実際、民間企業の経営効率が国有企業よりも高いにもかかわらず、政府保証を得られる国有企業の方が低いコストで資金を調達できている。これにより、国有企業は返済能力を上回る規模の債務を負いやすくなる一方、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなる。

終章では、リスク・コントロールに向けての課題をみていく。今後、中国政府は過剰債

務の解消（デレバレッジ）を進めながら、景気失速を回避して安定成長を目指すという、難しいかじ取りを求められる。景気失速回避策は十分に打ち出されている一方、過剰債務の解消は進んでいない。過剰債務の解消に向けて、「自己責任原則」の貫徹が求められる。国有企業に対する債務保証や補助金などの政府保証をやめなければならない。このほか、国有企業の民営化、金融監督の強化、情報開示の徹底、過度な低金利の見直しに取り組んでいく必要がある。

第1章 底上げがみられる中国の消費需要、変わる消費構造

はじめに

中国経済の変化は激しい。輸出と投資が高い伸びを続けるなか、消費は伸び悩んでいる印象があるが、近年では輸出と投資が伸び悩み、消費が一定のペースで拡大している。その結果、消費の成長牽引力は高まりつつある。一部では、「大きな所得格差を勘案すると、今後、中国では持続的な消費拡大は望めない」との見方があるものの、2000年代後半から様相は大きく変化した。沿海ー内陸の所得格差は縮小に向かっており、内陸部が消費拡大の牽引役になっている。都市内格差、都市ー農村間格差の拡大にも歯止めがかかりつつある。すなわち、中間層や低所得層が経済成長の恩恵を遅ればせながら享受し始めており、その結果、消費需要が底上げされ、成長モデルに変化の兆しがみられる。消費が経済成長を主導する動きは米国はじめ世界では少なくないが、投資と輸出が目立つ中国では目新しい重要な現象である。

本稿では、家計調査を基に消費構造を分析し、これまでの消費拡大の柱は自動車の普及であること、今後は自動車に加えてサービス消費が柱になり得ることを確認した。現在の中国の消費構造を日本の経験に照らし合わせると、1970年代前半に相当する。日本では、この時期まで高度成長が続き、被服・履物や家具・家事用品の全体シェアが上昇した。日本の1970年代後半以降の消費構造の変化を参考にすると、今後、中国では通信、教育、教養娯楽サービス、住居・光熱・水道、保健医療などに対する需要が急ピッチで拡大する可能性がある。なかでも娯楽と住居に対する家計支出が、所得の上昇に伴い着実に大きく増加すると見込まれる。

構成は以下の通りである。1. では、中国の消費需要と成長モデルを概観する。2. では、消費需要に底上げがみられることを指摘し、その背景を明らかにする。3. では、消費構造の変化を展望する。

1. 拡大する中国の消費需要

近年、中国では消費需要が急拡大している。2011年と2012年の2年間、最終消費の寄与率がそれぞれ56.5%、55.0%と総資本形成を上回った。このように、中国経済が消費主導の成長モデルに転換していく兆しがみられる。

(1) 消費はすでに急激に成長

中国経済が消費主導の成長に転換できるかどうか注目されている。中国では、輸出と投資が高い伸びを続けるなか、消費は伸び悩んでいるという見方も少なくない。しかし、

IMFのアジア・太平洋局のディビジョンチーフであるスティーブン・バーネット氏らが指摘しているように、しばしば見落とされる事実として、中国の消費はすでに急激に成長しつつある¹。

実際、2000年から2012年までに、中国のGDPベースの家計最終消費支出は米ドルベースで年平均15.1%、円ベースで13.4%のペースで拡大した(図表1)。中国における消費拡大の速さは高所得国のみならず、平均的な中所得国や低所得国を上回るペースである。この結果、規模でみた中国の消費需要も日本や米国に急速にキャッチアップしており、家計最終消費支出は2012年に3兆ドル(238兆円)に達した。これは、日本のおおよそ8割、アセアンの約2倍、米国の3割程度の規模となる。

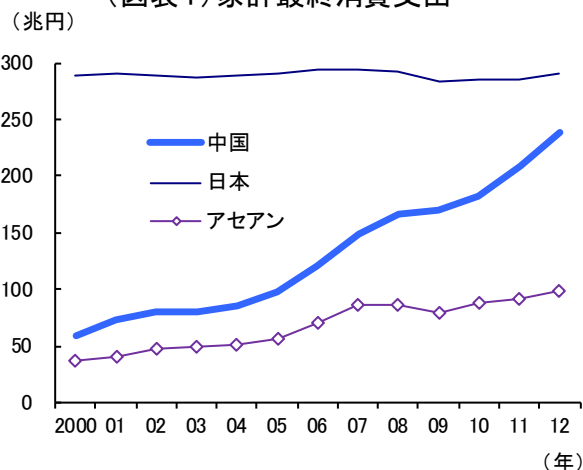
中国の最終消費の対GDP比率が2012年時点で49.2%、個人消費が同35.7%にと

どまっているのは、総固定資本形成があまりに急ピッチに拡大してきたためである。確かに、中国では、大きな所得格差や社会保障の未整備により、老後や子育てのために貯蓄を積み上げる傾向が強く、家計調査で得られる貯蓄率は2012年時点で32.1%と極端に高く、消費拡大の重石となっている。とはいえ、所得格差の是正や社会保障の整備が進展すれば、自ずと消費の拡大ペースが加速するというわけではない。今後、技術のキャッチアップによる労働生産性の上昇ペースが減速することにより、賃金水準の上昇が2ケタの伸びを続けられなくなる可能性が高いためである。最終消費の対GDP比率を引き上げるためには、所得格差の是正や社会保障の整備などにより、現状程度の消費拡大ペースを維持しながら、過度に低い実質金利を是正し、設備投資や公共投資の拡大ペースを正常化していく必要がある。

(2) 成長モデルに変化の兆し

ところで、消費主導の成長モデルとはなにか。GDPを最終消費、総資本形成、純輸出に分解した際に、最終消費の成長に対する寄与率が総資本形成と純輸出よりも大きい場合、消費主導の成長と呼ぶのが自然であろう。そして、総資本形成の寄与率が最も大きい場合は、投資主導の成長と呼ぶことにする。

(図表1)家計最終消費支出

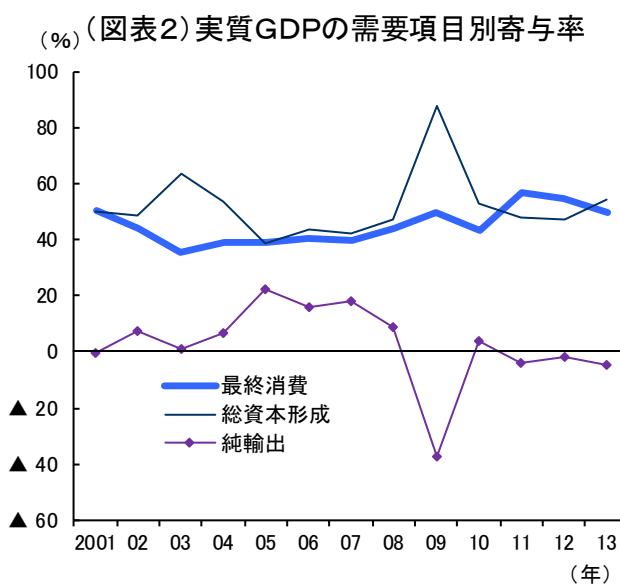


(資料) World Bank, *World Development indicators*を基に筆者作成

(注) アセアンは、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、シンガポール、ブルネイ、ベトナム、ラオスの合計。

¹ 詳しくは、Steven Barnett, Alla Myrvoda, Malhar Nabar [2012]を参照。

そこで、改めて中国の成長を振り返ると、2002年から2010年までは投資主導の成長であった。とりわけ、2009年には4兆元の景気対策を受けて、投資の寄与率は87.6%まで上昇した(図表2)。その後、金融引き締め策を受けて、投資の寄与率は2011年に47.7%、2012年に47.1%に低下した。この2年間、消費は一定の伸びを維持したため、消費の寄与率はそれぞれ56.5%、55.0%と投資を上回った。2013年には儉約令により消費の拡大ペースが鈍化するなか、景気の底割れ回避をねらいに当局の投資抑制スタンスが緩和されたため、製造業の設備投資やインフラ投資が拡大し、再び投資主導の成長となったものの、2011年～2012年において中国経済の成長モデルは消費主導であった。



消費が経済成長を主導する動きは米国をはじめ世界では少なくないが、投資主導の成長が長く続いた中国では目新しい重要な現象である。このように、中国の成長モデルも少しずつ変化を始めている。

2. 底上げがみられる消費需要

近年の中国では、内陸部、農村、低所得層の消費拡大が顕著である。この背景として、所得格差の縮小が指摘できる。中西部の賃金は東部を上回るペースで上昇し、農民の収入は都市部の家計所得よりも急ピッチで増加するとともに、都市内でも低所得層の上位所得層に対する所得倍率は低下傾向にある。

(1) 「内陸部消費」「農村消費」「低所得層消費」が急拡大

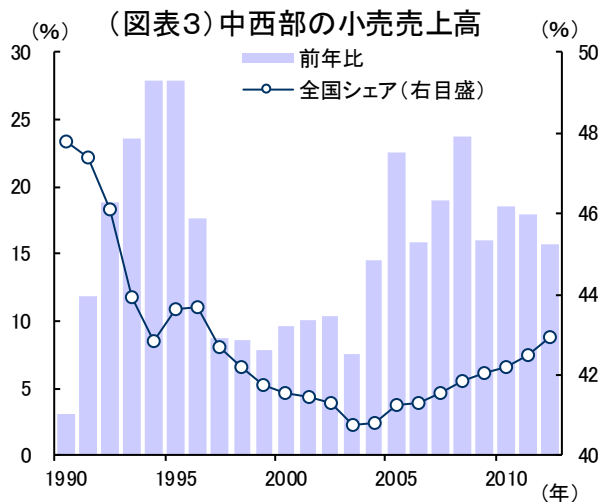
今後、中国において消費主導の成長モデルは定着するのだろうか。一部では「地域間の大きな所得格差を勘案すると、今後、中国では持続的な消費拡大は望めない」という見方がある。

確かに、鄧小平が提起した「先富論」に基づき、一部の地域が先に豊かになるなか、多くの地域は大きく後れを取る状況が続き、全体でみると中国経済は高成長を遂げたにもかかわらず、絶対的多数の内陸中小都市の人々はその恩恵をそれほど享受できずにいた。このため、先進地域の高成長が終わると、全国の消費拡大も一巡するという見方もあながち

否定できない状況であった。

しかし、2000年代後半から、様相は大きく変化した。地域間の所得格差は縮小に向かっており、内陸部が消費拡大の牽引役になっている²。すなわち、内陸中小都市の人々が経済成長の恩恵を遅ればせながら享受し始めており、その結果、消費需要の底上げがみられている。実際、中西部の小売売上高は高い伸びを継続し、全体に占めるシェアは2000年代半ばから上昇している（図表3）。東部の上海市、北京市、広東省の小売売上高の年平均伸び率は2005～2012年においてそれぞれ13.9%、14.9%、16.2%にとどまる一方、中西部の四川省、湖北省、安徽省はそれぞれ17.5%、18.1%、18.2%に達した。

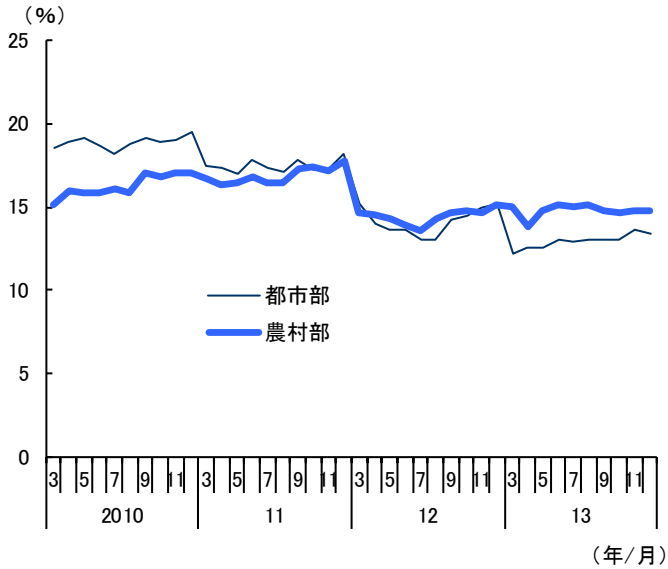
また、都市部と農村部に分けてみると、2012年以降は農村部の消費拡大が相対的に速いペースで拡大している（図表4）。さらに、都市内においても低所得層や中間層の消費拡大が顕著である。所得階層別の小売売上高のデータがないため、ここでは家計調査から得られた都市部1人あたりの消費支出についてみてみよう。2011年の下位20%層の1人あたり消費支出は前年比16.7%増に達し、2012年も同13.1%増と高い伸びを維持した（図表5）。この間、上位20%層の消費支出の拡大ペースは比較的緩やかであったため、上位20%層と下位20%層の1人あたり消費支出の格差は2010年の4.1倍から2012年に3.7倍に低下した。ちなみに、中位20%層の1人あたり消費支出も2011年に前年比44.0%増、2012年に同9.2%増といずれも上位20%層を上回る伸びであった。



(資料) 中国国家统计局を基に筆者作成
(注) 中西部は中部8省と西部12省・市・自治区の合計。

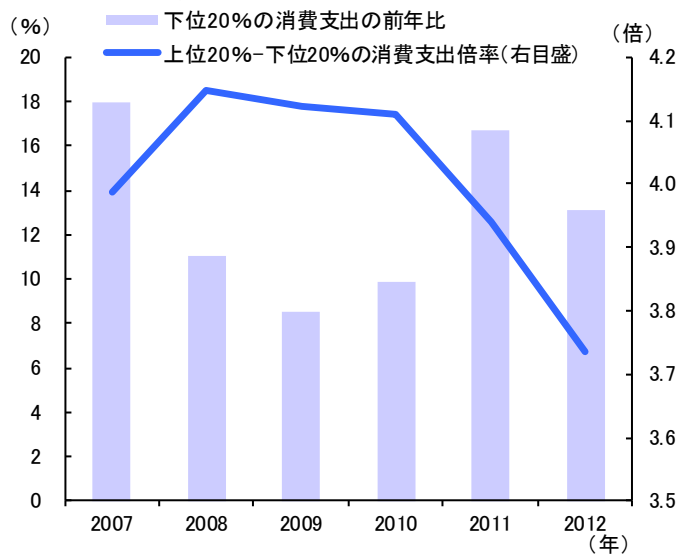
² 本稿でいう内陸部とは中国国家统计局のいう中部と西部、沿海部とは東部のことである。国家统计局は31省・市・自治区について、北京・天津・河北・遼寧・上海・江蘇・浙江・福建・山東・広東・海南の11地域を「東部」、山西・吉林・黒龍江・安徽・江西・河南・湖北・湖南の8地域を「中部」、内モンゴル・広西チワン・重慶・四川・貴州・雲南・チベット・陝西・甘肅・青海・寧夏・新疆の12地域を「西部」と定義している。

(図表4) 小売売上高(前年同月比)



(資料) 中国国家统计局

(図表5) 都市内の消費支出倍率



(資料) 中国統計摘要2013を基に筆者作成

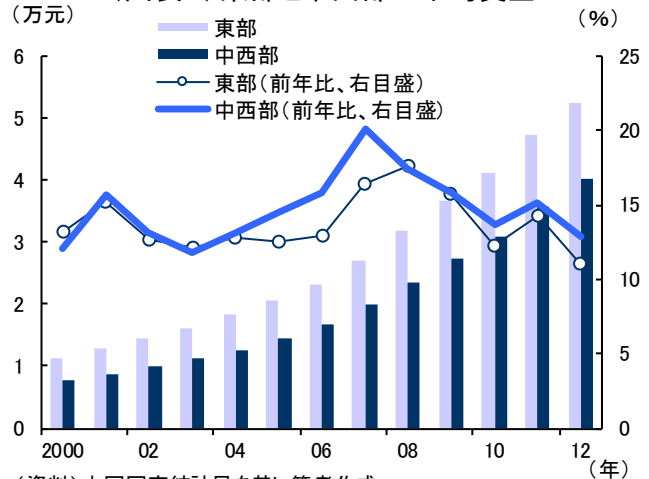
(2) 拡大持続が見込まれる内陸部消費

内陸部の消費が急拡大している背景には、内陸中小都市の所得水準が上昇してきたことがある。2000年代半ば以降、中西部の賃金は一貫して東部を上回るペースで上昇している(図表6)。

加えて、農村から流出した人々が沿海部大都市よりも、内陸中小都市に向かい始めたことも一因である。農民工の中西部への流入ペースは、東部を大きく上回っており、国家统计局の「2012年全国農民工監測調査報告」によると、2012年の東部、中部、西部の農民工就業者数はそれぞれ前年比2.7%、6.0%、6.3%増となった。

こうした内陸中小都市の所得水準上昇をもたらしたのが、企業の内陸シフトである。固定資産投資の内訳をみると、中西部での民間企業の投資が2000年代半ばから急拡大し、中西部の全体シェアは2005年の38.5%から2010年に51.7%へ上昇した(図表7)。2013年の対中直接投資をみても、中部向けが前年比8.8%増、西部が同7.0%増と比較的高い伸びであった一方、東部は同4.7%増にとどまった(図表8)。

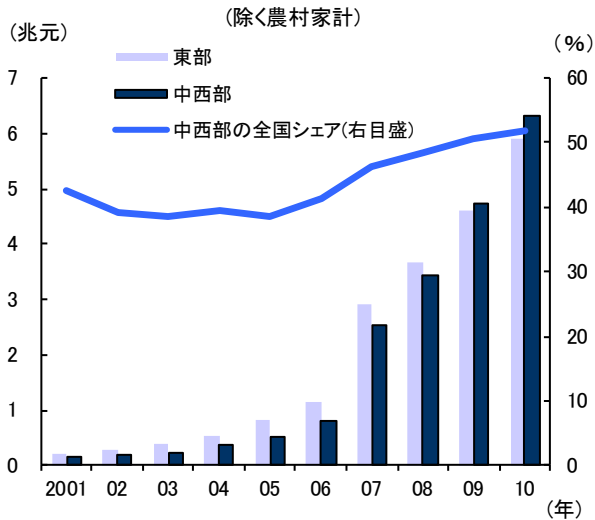
(図表6) 東部と中西部の平均賃金



(資料) 中国国家统计局を基に筆者作成

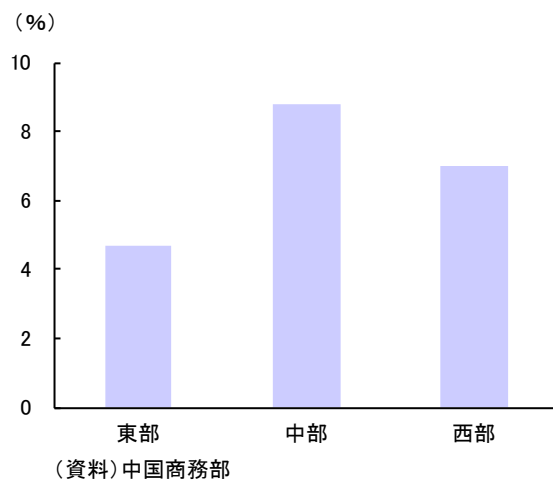
(注) 都市部登記企業の就業者、2012年時点で1億5,236万人が対象。

(図表7) 民間企業の固定資産投資



(資料)中国国家统计局を基に筆者作成

(図表8) 対中直接投資(2013年、前年比)



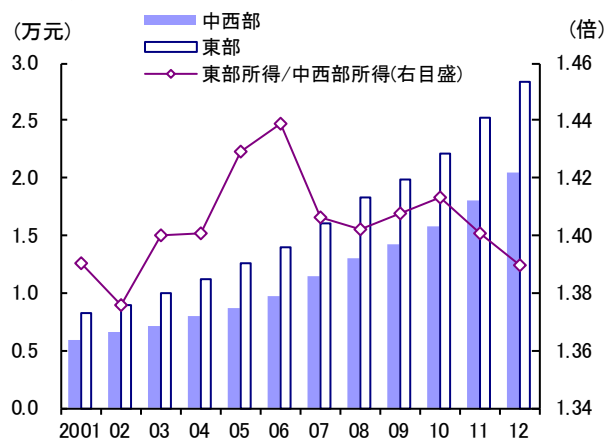
(資料)中国商務部

今後を展望すると、以下の3点により、企業の内陸シフトが続くと見込まれる。第1は、沿海部の低成長である。これまで、沿海部は加工貿易により高成長を維持してきた。安価で良質な労働力を拠り所に、アジア諸国から原材料を輸入し、これを加工し、欧米へ輸出するというビジネスモデルが発展した。ところが、近年人件費の大幅な上昇により、沿海部は生産拠点としての魅力が低下している。加工貿易は成長エンジンとしての役割を果たすことができなくなりつつあるため、沿海部では低成長が続く公算が大きい。

第2は、内陸部の消費市場としての魅力上昇である。前記のように、内陸部では所得上昇に伴い、消費が急ピッチで拡大している。こうしたなか、卸売・小売業や運輸・保管業、宿泊・飲食サービス業などのサービス業が内陸で投資を拡大すると見込まれる。加えて、最終消費地の近くで生産する「地産地消」を推進する製造業も増加するであろう。

第3は、内陸部の依然として安い人件費である。これまで、紡績糸や軽工業品の紙・段ボール、より高い技術が求められる冷蔵庫、パソコン、集積回路などの生産拠点が沿海部から内陸部に徐々にシフトしてきた³。当面、安い人件費がインセンティブとなり、工場をシフトさせ、内陸部を国内市場向けの生産拠点とする

(図表9) 1人あたり可処分所得と所得倍率



(資料)中国国家统计局を基に筆者作成

(年)

³ 詳しくは、関辰一[2012]を参照。

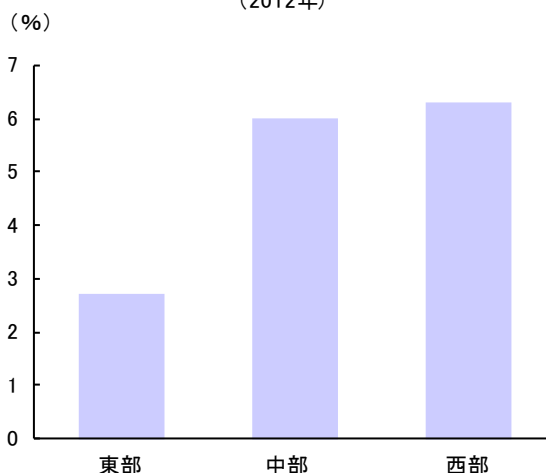
動きが続くと見込まれる。

このように企業の内陸シフトが見込まれるなか、内陸部では人手不足が続き、賃金は高い伸びを持続する可能性が高い。実際、中西部の1人あたり可処分所得の対東部比は、2000年代半ばから上昇し、沿海ー内陸の所得格差は緩やかに縮小している（図表9）。

さらに、農民工の内陸流入が続くと見込まれることも内陸部の消費拡大に寄与する（図表10）。2012年時点の農業部門の従業者数は2億5,773万人と全体の33.6%にのぼる。そのうちの7割は中西部に居住する。地理的に近く、また求人倍率が高く、仕事を見つけやすい内陸部に流入する動きが続く公算が大きい。

このようにみると、内陸部消費は、今後も持続的に拡大し、中国が消費主導の成長モデルに転換していく上での一つの柱になると期待される。

（図表10）農民工就業者数の前年比増加率（2012年）

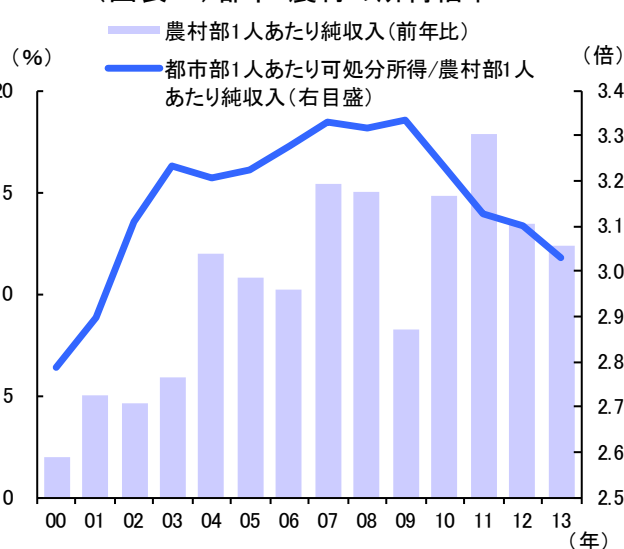


（資料）中国国家统计局「2012年全国農民工監測調査報告」

（3）都市ー農村の所得格差と都市内の所得格差も縮小

農村部の消費が都市部よりも速いペースで拡大している要因の一つは、農民の収入が都市部の家計所得よりも急ピッチで増加していることである。2011年以降、都市ー農村間の所得格差も縮小傾向にある。2008年と2009年の農村部の1人あたり純収入の増加ペースは、都市部の1人あたり可処分所得の増加テンポに並ぶようになり、2010年から2013年の4年間には、農村の所得が都市部よりも速いペースで上昇するようになった（図表11）。

（図表11）都市ー農村の所得倍率



（資料）中国国家统计局を基に筆者作成

この背景には企業の農村進出や出稼ぎ収入の増加、農業の生産性向上などが

指摘できる。食品加工メーカーが工場を農村部に建設する動き、農業用機械メーカーが販売・サービス拠点を設立する動き、小売業が販売網を整備する動きなどが観察されるなか、こうした地元企業に勤める農民の賃金が急ピッチで上昇している（図表12）。加えて、都市

部への出稼ぎによる賃金収入も農民の収入増加に寄与している。さらに、農林漁業収入が都市部の可処分所得と並ぶペースで増加していることも大きい。農作物や肉類の価格上昇と農民の生産性向上がその要因として指摘できる。経営コンサルティングファームBCG社のシニア・パートナーであるマイケル・J・シルバースタイン氏らの研究報告によると、中国では市場価格や農業技術、新しい農作物についての情報が十分に手に入らない場合が多い⁴。タネや肥料などについて十分な知識がないために、適切ではないものを使用するケースがあり、なかには偽物かどうかを見極める能力を持たない農民もいるとされる。もっとも、近年は携帯電話の普及がそのような状況を劇的な変化をもたらしているという。ウェブなどで重要な情報が得られるようになり、しかるべきタネや肥料が使用されるようになりつつあるとされる。

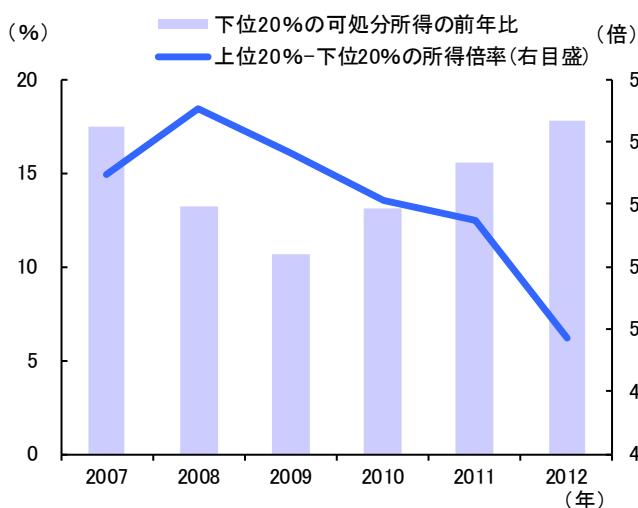
(図表12) 農村部の1人当たり現金収入の内訳

	2009年 元	2012年 元	年平均増加率 %	寄与率 %
現金収入	6,270	9,787	16.0	100.0
地元企業賃金	997	1,781	21.3	22.3
出稼ぎ賃金	850	1,424	18.8	16.3
農林漁業収入	2,810	3,990	12.4	33.6
その他	1,613	2,592	17.1	27.8
(参考)純収入	5,153	7,917	15.4	
(参考)都市部可処分所得	17,175	24,565	12.7	

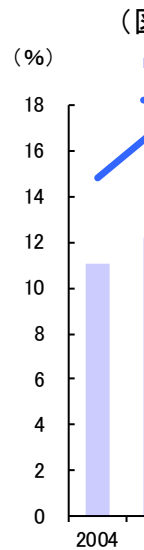
(資料) 中国農村住戸調査年鑑2010、中国住戸調査年鑑2012を基に筆者作成

さらに、都市内の所得格差も縮小しつつあり、消費の底上げに繋がっている(図表13)。都市における下位20%の世帯の可処分所得は2ケタの伸びを続け、その結果、2009年以降上位20%層に対する所得倍率は低下傾向にある。

(図表13) 都市内の所得倍率



(資料) 中国統計摘要2013を基に筆者作成



(資料) 中国統計摘要2005を基に筆者作成

⁴ 詳しくは、マイケル・J・シルバースタイン、アビーク・シンイ、キャロル・リャオ、デビッド・マイケル[2014]を参照。

近年、大卒数の急増を受けて、ITなど人気の高い業種では、わずかな求人に対して多数の求職者が集まる。他方、労働条件が劣る工事現場や中心部から外れた工場などでは、人手不足が問題となっている。この結果、高賃金の職種の賃金上昇率が低く、低賃金の賃金上昇率が高い状況が続いている（図表 14）。

このように、農村部の収入増加と都市内の低所得層の所得上昇が、近年の農村消費と低所得層消費の急ピッチな拡大をもたらした。2011～2012年に最終消費の寄与率が総資本形成を上回った要因として、このような消費需要の底上げが指摘できる。今後を展望しても、「内陸部消費」「農村消費」「低所得層消費」が、持続的な消費拡大に寄与すると期待される。

3. 変わる消費構造

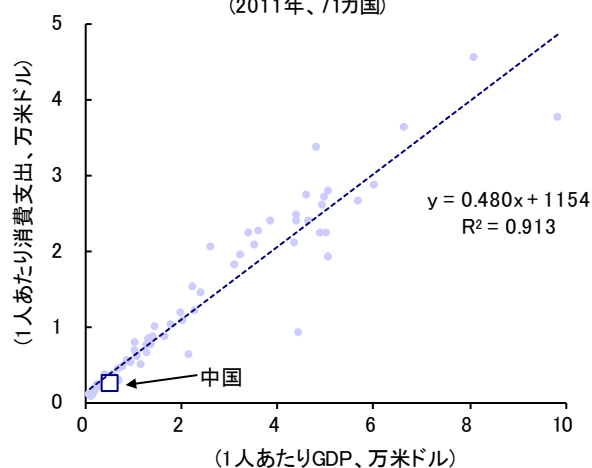
過去10年間、自動車の普及が消費拡大の柱となった。今後、自動車に加え、サービス消費が大きく拡大すると期待できる。具体的には、通信、教育、教養娯楽サービス、住居・光熱・水道、保健医療の分野である。なかでも娯楽と住居に対する需要が、所得の上昇に伴い着実に大きく拡大すると見込まれる。

(1) 急拡大した交通・自動車等関連費

今後を展望すると、中国の消費需要は所得水準のさらなる上昇に伴い、持続的に拡大する見込みである。所得と消費支出は比例的な関係にある。消費財業界およびサービス業界に特化した英国の市場調査会社ユーロモニターが集計した世界71カ国の1人あたり消費支出と1人あたりGDPのデータを基に散布図を作成すると、この点が明確に確認できる（図表 15）。

とはいえ、中国の消費市場はすべての分野で一律に拡大する訳ではない。過去10年間をみても、所得の増加に伴い、自動車関連の支出は大きく増加した一方、食料品関連の支出の増加ペースは緩やかであった。国家統計局によると、都市部1人あたりの消費支出総額に占める交通・自動車等関連費の割合は2000年の3.2%から2012年に9.8%へ上昇した（図表 16）。中国では自動車市場が着実に拡大しており、2013年の自動車販売台数

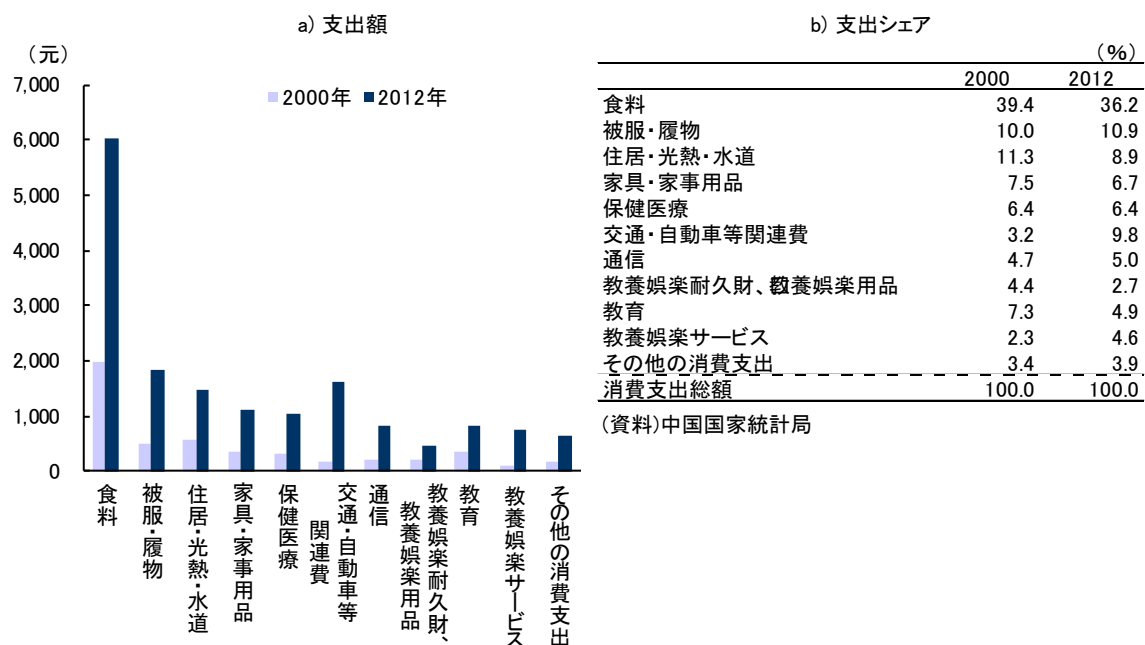
（図表15）1人あたりGDPと1人あたり消費支出
（2011年、71カ国）



（資料）Euromonitor, *World Consumer Income and Expenditure Patterns 2013*をもとに筆者作成

は 2,198 万台と世界最大の市場規模となっている。他方、食料支出の家計消費支出に占める割合は 2000 年の 39.4%から 2012 年に 36.2%へ低下した。このように、エンゲルの法則が中国においても観察される。

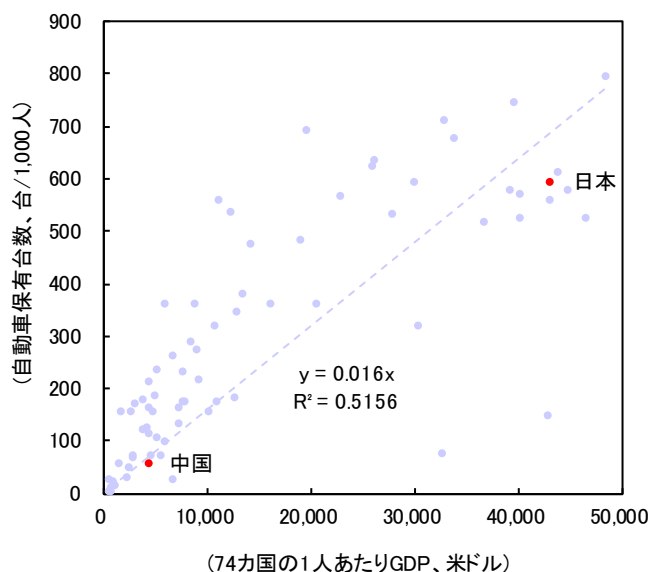
(図表16) 都市部の1人あたり消費支出



(資料)中国国家统计局

今後を展望すると、自動車の普及は引き続き消費拡大の柱となる公算が大きい。中国の自動車普及はまだ初期段階である。中国汽车工业协会によると、2012年の自動車保有台数は1億933万台であった。中国の自動車保有率は12人に1台にとどまる一方、日本の自動車保有率は2人に1台である。中国の平均所得水準は韓国やブラジルなどを下回るため、自動車の普及はこれらの地域に比べても遅れている。今後、所得水準の上昇に連動して、中国の自動車保有台数は一段と拡大していく見通しである。仮に、2020年に1人あたりGDPが2013年の1.5倍の1万ドルへ上昇したとすれば、自動車保有台数は1,000人あたり160台になる試算である(図表17)。人口が14億人と仮定すれば、自動車保有台数は2.2

(図表17) 1人あたりGDPと自動車保有台数 (2010年)



(資料)World Bank、World Development indicatorsを基に筆者作成

億台に達する。

ただし、自動車以外の消費財に急ピッチの普及を期待することは難しい。例えば、洗濯機や冷蔵庫の普及は日本の高度成長のけん引役となったが、これらはもはや中国経済の今後の成長ドライバーにはならない。中国の都市部では、洗濯機や冷蔵庫など主要な家庭用耐久財の普及は一巡した。実際、2012年の都市部における100世帯あたりの洗濯機保有台数は98台と日本と比べても遜色のない水準である。農村部でも100世帯あたり67台と普及後期にあるといえよう。冷蔵庫についてもそれぞれ100世帯あたり99台、67台である。

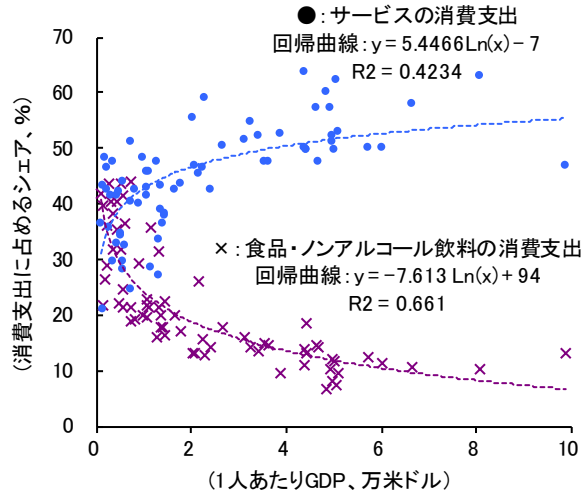
(2)「サービス」の時代が到来

今後、中国で大きく拡大すると見込まれるのは、サービス分野である。中国の消費者ニーズは所得水準の上昇に伴い、多様化・高度化すると見込まれる。モノに対する質的な要求が強まると同時に、サービスに対する需要がとくに大きく拡大する見通しである。

先述したユーロモニターが集計した各国の1人あたりのサービスに対する支出と1人あたりGDPを整理すると、両者には強い相関関係がみられるとともに、所得が高まると消費支出総額に占めるサービスのシェアが上昇するという明確な相関関係も観察される(図表18)。このような現象は、所得が増加するとシェアが低下する食品・ノンアルコール飲料に対する支出とは対照的である。

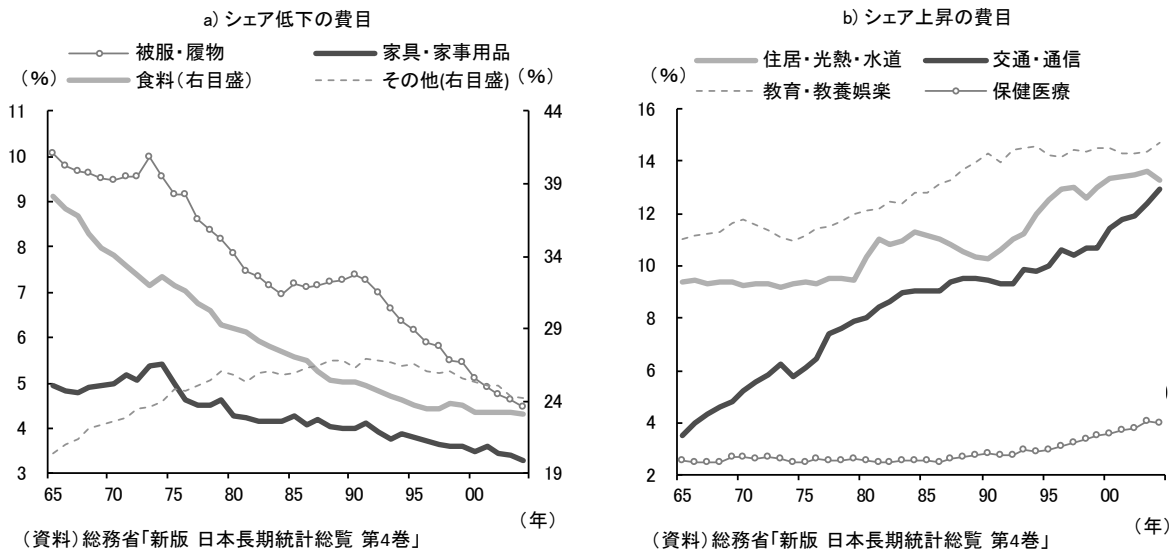
では、所得が上昇した際に、消費者はどのようなサービスに対する支出をとくに拡大するのだろうか。まず、日本の経験を参考にしていきたい。現在の中国の消費構造を日本の経験に照らし合わせると、1970年代前半に相当する(図表19)。近年の中国と同様に、日本でもこの時期まで高度成長が続き、被服・履物や家具・家事用品の全体シェ

(図表18) 1人あたりGDPと消費支出に占めるシェア
(2011年、71カ国)



(資料) Euromonitor, *World Consumer Income and Expenditure Patterns 2013* をもとに筆者作成

(図表19) 各費目の消費支出に占める割合(全世帯)



(資料) 総務省「新版 日本長期統計総覧 第4巻」

(資料) 総務省「新版 日本長期統計総覧 第4巻」

アが上昇した。東京大学の吉川洋教授によると、その間日本人の生活は一段と「アメリカのような生活」に近づいた。若者は、ファッション・音楽などアメリカ風のライフスタイルを紹介する週刊誌『平凡パンチ』を読んで「アイビー・ルック」という言葉を知り、やがてVANのシャツやセーターを着て、「ジーパン」を履くようになったとされる。1967年のイギリスのファッションモデル・ツイッギーの来日により「ミニ・スカート」を目の当たりにした女性たちは、瞬く間にひざ上15センチのスカートを履くようになったという⁵。中国でも、衣服が実用を離れ、ファッションがリードするモノになりつつある。グローバル・ブランドが沿海部の大都市に限らず、内陸の中小都市にも店舗を構え、若者たちの身なりは先進国の若者と近いものになりつつある。とくに、女性のファッションの変化はドラスティックである。月刊誌『ViVi』を読んで、同じようなスカート、化粧セット、美容院で身を整える者もいる。

日本では1970年代後半から、消費需要の牽引役が交通・通信、教育・教養娯楽、住居・光熱・水道、保健医療の分野にシフトしている。中国でも、通信、教育、教養娯楽サービス、住居・光熱・水道、保健医療の各分野に対する需要が他の分野より急ピッチで拡大する可能性があるといえよう。スマートフォンや携帯電話の普及に伴い通信に対する需要が増加すると見込まれる。また、大学進学率の上昇を受けて教育に対する支出が増え、さらに、海外旅行などの普及により娯楽に対する支出が拡大する公算が大きい。都市人口の増加に伴う賃貸比率の上昇により家賃支出が急拡大し、高齢化を受けて保健医療支出の拡大が予想される。

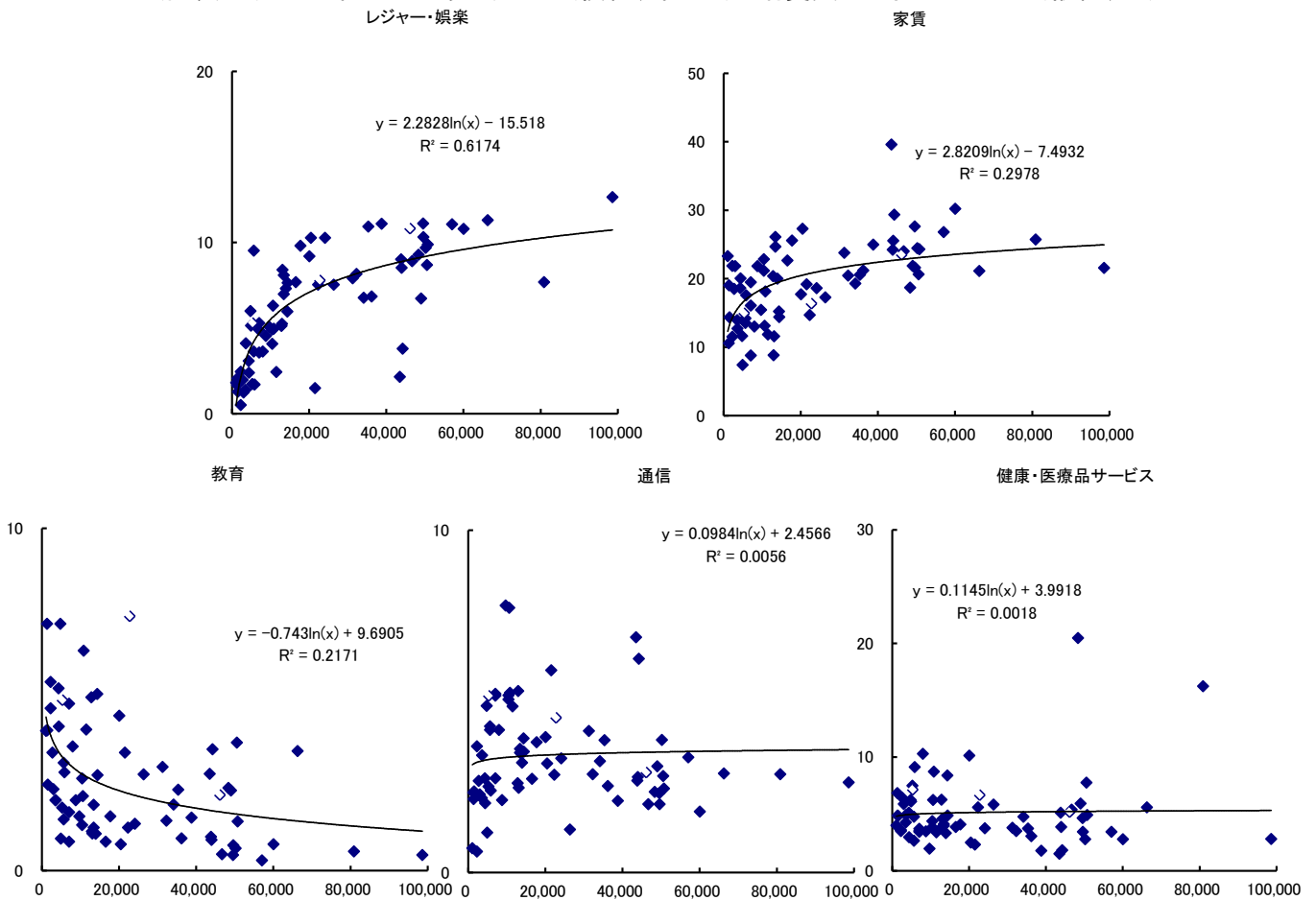
次に、これらのうち、どの分野がより確実に拡大するのかを検討したい。日本の特殊性により、特定分野の拡大に繋がった可能性が否定できないため、中国で上記各分野のいずれもが日本と同様に急拡大していくとは限らない。そこで、ユーロモニターが集計したデータを基に、2011年の世界71カ国の状況をみると、以下3点が指摘できる。第1に、所得が高い国ほど、レジャー・娯楽支出の支出総額に占めるシェアが高い(図表20)。同様に、高所得国ほど家賃支出のシェアが高い。したがって、一般的に所得が上昇すると、家計の娯楽と家賃に対する支出が、他の分野に比べて大きく拡大すると判断できる。第2に、所得が高い国ほど、教育支出のシェアが低い。1人あたりGDPが5万7,106ドルのスウェーデンでは、私立学校に公費補助を行い、授業料を徴収することを教育法により禁じている⁶。第3に、通信支出の支出総額に占めるシェアと所得水準には相関がみられない。日本では、固定電話がスマートフォンへ徐々に切り替わったため、通信支出のシェアが徐々に高まった一方、新興国では固定電話が普及する前に携帯電話やスマートフォンが普及したため、低い所得水準にもかかわらず通信支出シェアが高い。健康・医療品サービスのシェアも所得水準と連動して変化する現象は観察されない。高所得国ほど公的医療保険制度が充実しているために、家計はわずかな支出で医療サービスを楽しんでいることがその要因である

⁵ 詳しくは、吉川 [1997] を参照。

⁶ 公費補助を受けている私立学校は、授業料以外の収入を得ることはできる。

う。

(図表 20) 2011 年の 1 人あたり GDP (横軸、米ドル) と消費支出に占めるシェア (縦軸、%)



(資料) Euromonitor, *World Consumer Income and Expenditure Patterns 2013* をもとに筆者作成

(注) 合計 71 カ国、白抜きは所得水準の低い方から中国、韓国、日本。

このようにみると、上記の各分野のなかでも娯楽と住居に対する家計支出が、所得の上昇に伴い着実に大きく拡大すると見込まれる。具体的には、テーマパークやフィットネスクラブ、コンサートや賃貸マンションなどの分野が先行き需要拡大が期待できる (図表 21)。

(図表21) 教養娯楽サービス支出の内容例示

-
- ・映画、現代劇、ミュージカル、コンサート等の入場料
 - ・博物館、図書館、美術館等の文化施設利用料
 - ・観光名所、有料公園、動物園等の入場料
 - ・有料テレビ番組、ケーブルテレビ等の受信料
 - ・サッカー場、競馬場、カーレース場等の使用料・観覧料
 - ・スケート、プール、ゴルフ、フィットネス、テニス、ビリヤード、ボーリング、スキー等の施設使用料
 - ・インターネットカフェ、子供向け室内遊楽施設やダンスホール、カラオケ等の施設使用料
 - ・スキー場リフト、観光地のロープウエー、ケーブルカー等の使用料
 - ・エアロビクス、ダンス、音楽等の月謝や教養娯楽的要素のあるクラブ費、会費
 - ・貸本、スキー板、スケート靴等の教養娯楽用品賃借料
 - ・写真撮影、現像、写真加工、個人写真、結婚写真等の現像焼付代
-

(資料) 居民消費支出分類2013を基に筆者作成

おわりに

本稿で述べてきたように、近年、中国では消費が急拡大している。こうしたなか、消費需要の成長牽引力が高まり、2011年と2012年の2年間は最終消費の寄与率が総資本形成を上回った。

注目されるのは消費需要の底上げである。中国では、沿海ー内陸の格差、都市ー農村の格差、都市内の格差という3つの所得格差が拡大し続けている印象があるものの、実際には格差は縮小方向にある。内陸部の賃金が企業の内陸移転を受けて大幅に上昇し、農村収入が企業の流入などにより都市部の家計所得よりも急ピッチで増加し、都市内では工事現場など低賃金職種の賃金上昇を背景に低所得層に大幅な所得上昇がみられる。こうした所得格差の縮小が消費需要の底上げに繋がっている。

今後を展望すると、中国の消費市場は所得水準のさらなる上昇に伴い、経済構造調整のプロセスによりペースは左右されるにせよ、拡大傾向をたどる見込みである。自動車に加え、サービス消費が大きく拡大すると期待できる。具体的には、通信、教育、教養娯楽サービス、住居・光熱・水道、保健医療の各分野に対する需要が急ピッチで拡大する可能性がある。なかでも娯楽と住居に対する家計支出が、所得の上昇に伴い着実に大きく拡大すると見込まれる。

中国政府が目指している投資主導から消費主導の成長モデルへの転換がいつ、どのような形で本格的に実現するのか、注目していきたい。

< 主要参考文献 >

1. Steven Barnett, Alla Myrvoda, Malhar Nabar[2012]「中国の消費」(IMF『ファイナンス&ディベロップメント』2012年9月)。
2. 柯隆[2003]「中国の家計所得と消費構造に関する分析」(富士通総研経済研究所『調査

レポート』 No.162 April 2003)。

3. 関志雄[2009a]「消費を拡大させるための方策」(『実事求是』2009年1月30日、経済産業研究所 Web サイト)。
4. 関志雄[2009b]「西高東低型に転じた中国における経済成長」(『実事求是』2009年6月5日、経済産業省 Web サイト)。
5. 経済産業省[2007]「拡大する格差問題」(『通商白書 2007年版』第1章 第3節-2 経済産業省 Web サイト)。
6. 経済産業省 貿易経済協力局 通商金融・経済協力課[2012]『新中間層獲得戦略～アジアを中心とした新興国とともに成長する日本～』経済産業調査会。
7. 後藤康浩[2010]『アジア力』日本経済新聞出版社。
8. 関辰一[2012]「投資主導成長が続く中国内陸部」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2012 Vol.12 No.47)。
9. 橘木俊詔、今井学[1999]「東アジアにおける経済発展と消費者行動の変化に関する一考察」(大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』December-1999)。
10. マイケル・J・シルバースタイン、アビーク・シンイ、キャロル・リャオ、デビッド・マイケル[2014]『世界を動かす消費者たち』ダイヤモンド社。
11. 三浦有史[2010]『不安定化する中国』東洋経済新報社。
12. 森美奈子[2005]「中国都市部における消費パターンの変化」(日本総合研究所『RIM 環太平洋ビジネス情報』2005 Vol.5 No.16)。
13. 吉川洋[1997]『高度成長』読売新聞社。
14. 劉家敏[2011]「中国都市-農村部家計の消費水準と消費構造」(みずほ総合研究所『みずほレポート』2011年3月8日発行)。
15. 渡辺利夫[2010]『開発経済学入門』東洋経済新報社。

第2章 自動車産業からみた旺盛な中国の国内需要

はじめに

金融危機後の世界的な景気後退により、中国の輸出は2009年に前年比2ケタ減となった。中国の輸出依存度(輸出/名目GDP)は32%と日本の16%を大きく上回ることを踏まえると、中国経済は日本と同等かあるいは一段と大きく後退するリスクがあったともいえる。

ところが、2009年の中国の工業生産は旺盛な国内需要により減速しながらもプラスを維持した。とりわけ、自動車産業の規模の拡大が顕著であった。中国の自動車産業の現状と中長期的な推移をみることは、国内需要あるいは、今後の中国経済を展望する上で有意義であろう。

これまで、丸川[2008]は、生産性の向上や部品・素材の国産化の動きを通して中国自動車産業が高度化しつつあることを示した。関志雄[2009]は、再工業化のフレームで中国の自動車産業を捉え、さらには各国とのパネル分析を通して、中国の自動車生産台数が世界一に達するまでの過程を紹介した。李春利[2009]は、中国政府の方針および具体的な施策を紹介し、積極的に外部技術資源を活用してきた中国自動車メーカーの製品開発の現状と課題を明らかにした。

本稿はこうした自動車産業の供給サイドに関する研究とは視点をかえて、需要サイドに主眼をおいた分析を行う。旺盛な中国の国内需要の内訳、および個人の購買力向上が市場拡大を支えたことを明らかにし、さらに金融危機後の急回復の要因と今後の展望に言及する。

構成は以下の通りである。1. で世界金融危機直後の自動車市場を概観する。2. で自動車の需要部門を明らかにし、さらに個人が購買力を高めてきた背景を整理する。3. では金融危機後の自動車市場の拡大要因を分析する。

1. 拡大する自動車市場

中国経済は、金融危機後の輸出不振により大幅に悪化するリスクに直面したものの、実際には旺盛な国内需要により世界に先駆けて回復した。とりわけ、本稿の分析対象である自動車産業が力強い下支え役となった。

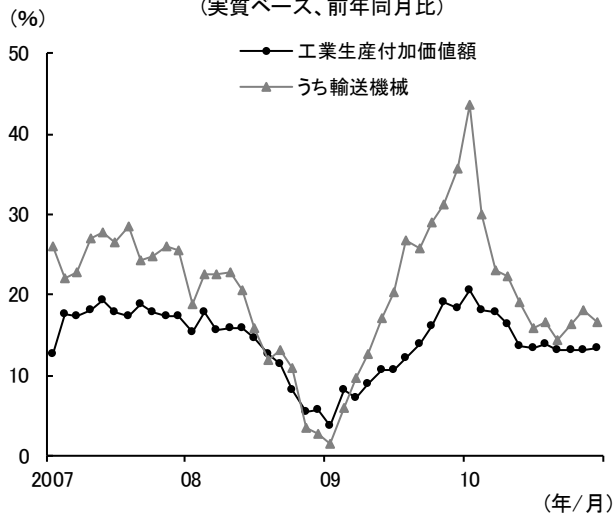
(1) 世界に先駆けて回復した中国経済

2008年以降の世界的な景気後退を受けて、中国の輸出は大幅に減少した。輸出総額(ドルベース)をみると、2008年7~9月期に前年同期比23.0%増と高い伸びを示していたものの、10~12月期は同4.3%増に減速し、2009年1~3月期は同▲19.7%と大幅な減少に転じた。その後持ち直したものの、通年ベースで見ると前年比▲16.0%とWTO加盟以後はじめての前年割れとなった。

2008年における中国の輸出額の対名目GDP比率は32%である。日本が16%であることを踏まえると、輸出の不振により中国経済は日本経済以上に悪化するのではないかと、あるいは、そこまで悪化しないにせよ、日本の工業生産が前年の7割の水準まで落ち込んだことを考えれば、中国の製造業の生産水準も前年を下回ることが十分に予想された。

ところが、中国経済の落ち込みは小さく、世界に先駆けて景気回復を実現した。実質GDP成長率をみると、2008年7～9月期に前年同期比9.0%、10～12月期に同6.8%、09年に1～3月期に同6.2%と低下したものの、4～6月期に同7.9%、7～9月期に同9.1%、10～12月期に同10.7%と徐々に伸びを高めた。2010年入り後も比較的速い成長ペースを維持し、通年では10.3%の成長となった。工業生産付加価値(実質ベース)も前年の水準を下回ることにはなかった。業種別にみると、鉄鋼をはじめとする素材産業とともに、

(図表1) 工業生産の推移
(実質ベース、前年同月比)



(資料)中国国家统计局

製造業の6%を占める輸送機械の持ち直しが著しい⁷(図表1)。とりわけ、2009年秋口から2010年初にかけて、統計開始後もっとも高い伸びを記録した。

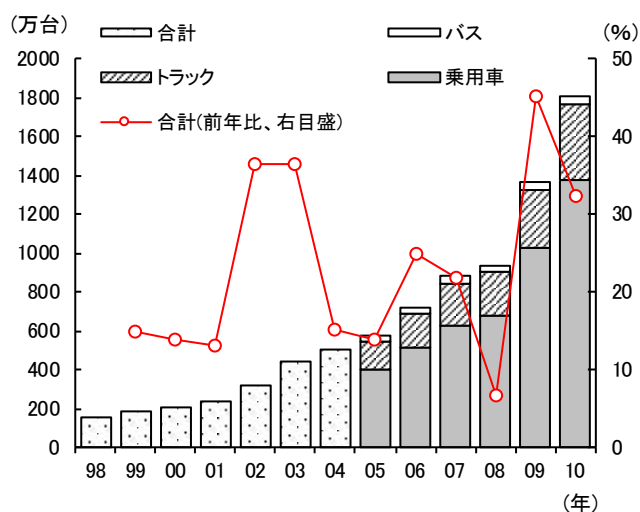
そこで、製造業のなかで大規模な生産設備・販売網を必要とするとともに、原材料調達や部品調達が多くの産業にわたり、他の産業への経済波及効果の大きい自動車産業に焦点を当てて、その販売動向や市場の拡大要因をみていく⁸。

(2) 金融危機後の自動車市場

中国汽車工業協会によると、2009年の自動車販売台数(メーカー出荷、以下同じ)は1,365万台と2008年に比べて426万台増加した(図表2)。伸び率では前年比45.5%増と過去最大の伸びであった。2010年も同32.4%増(1,806万台)と拡大傾向が続いている。

その中心は乗用車である。2009年の乗用車販売台数は1,032万台とトラックの

(図表2) 自動車販売台数



(資料)中国汽車工業協会

⁷ 2009年の鉄鋼業の回復について、詳しくは関辰一[2010]を参照。

⁸ 自動車産業の特徴、関わる産業や主要企業の動向について、詳しくは中西[2006]を参照。

295万台、バス35万台を大幅に上回る⁹。2010年1～11月も乗用車1,245万台、トラック353万台、バス40万台と乗用車が大半を占める。

それでは、どのような車を選好されているのだろうか。2009年のブランド別乗用車販売台数（除くSUV、MPV、クロスオーバー型、以下同じ）をみると、上位10ブランドのうち2ブランドは中国独自ブランドであったものの、8ブランドは外資系ブランドであった（図表3）。国産車が大半を占める日本や韓国と異なり、中国では外資系ブランドが全体の70.3%を占めた（図表4）。ブランド別では、日系ブランドが24.9%と最もシェアが高かった。アコード（18～34万円、以下同単位）、新型カローラ（9～18）、カムリ（19～28）の3ブランドがトップ10入りした¹⁰。これに、ジェッタ（6～10）、サンタナ（6～8）に代表されるドイツ系が同19.3%、ビュイック・エクセル（8～15）などの米国系が同13.0%と2ケタのシェアを得た。さらに、エラントラ悦動（10～13）、エラントラ（9～13）を中心とした韓国系が同9.6%、プジョー307（10～17）などフランス系が同3.6%と続いた。中国の独自ブランドはF3（6～8）、QQ（3～6）がトップ10入りした。

（図表3）ブランド別乗用車販売台数（2009）

	台数(万台)	価格(万円)	メーカー	国
1.F3	29	6～8	BYD	中国
2.ビュイック・エクセル	24	8～15	上海GM	米国
3.エラントラ悦動	24	10～13	北京現代	韓国
4.ジェッタ	22	6～10	一汽VW	ドイツ
5.サンタナ	21	6～8	上海VW	ドイツ
6.アコード	18	18～34	広州ホンダ	日本
7.エラントラ	17	9～13	北京現代	韓国
8.QQ	17	3～6	奇瑞	中国
9.新型カローラ	16	9～18	一汽トヨタ	日本
10.カムリ	16	19～28	広州トヨタ	日本

（資料）中国汽车工業協会を基に筆者作成

（注1）SUV、MPV、クロスオーバー型を除く乗用車。

（注2）サンタナの価格は2007年ベース、他は2008年ベース。

⁹ 自動車工業協会が発表する速報値。三輪車を含む低速自動車の販売台数は中国農機工業協会が別統計にて公表。乗用車は基本型（セダン、2-box）、多機能型（MPV）、運動型（SUV）、クロスオーバー型（軽ワンボックスほか）を含む。トラックは完成車、セミトレーラ牽引車、非完成車（シャーシ）を含む。バスは完成車、非完成車（シャーシ）を含む。各タイプの販売状況について、詳しくは日中経済協会〔2009〕を参照。

¹⁰ 各ブランドの価格は『中国汽车工業年鑑2009』を参照。

外資系ブランドのシェアは 2010 年においても、69.1%を占める(図表 5)。外資系の中では、日系はもっとも成功しているといえる。日系は欧米ブランドに対して、同クラスなら

(図表4)ブランド・国別乗用車販売実績

(2009年)

	台数(万台)	シェア(%)
外資系ブランド	525.58	70.3
1.日本	185.74	24.9
2.ドイツ	143.82	19.3
3.米国	97.26	13.0
4.韓国	71.76	9.6
5.フランス	27.00	3.6
中国独自ブランド	221.73	29.7
乗用車販売合計	747.31	100.0

(資料)中国汽車工業協会

(注)SUV、MPV、クロスオーバー型を除く乗用車。

(図表5)ブランド・国別乗用車販売実績

(2010年)

	台数(万台)	シェア(%)
外資系ブランド	656.13	69.1
1.日本	215.86	22.7
2.ドイツ	183.92	19.4
3.米国	135.38	14.3
4.韓国	83.63	8.8
5.フランス	37.34	3.9
中国独自ブランド	293.30	30.9
乗用車販売合計	949.43	100.0

(資料)中国汽車工業協会

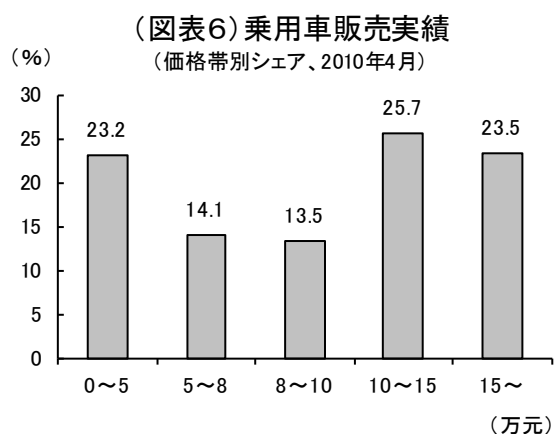
(注)SUV、MPV、クロスオーバー型を除く乗用車。

ば価格競争力が高い。加えて、燃費がよいなど中国の人々の経済・文化の現状に適した自動車を提供できている。こうした点が、日系ブランドの販売好調の要因といえよう。ブランド別のシェアをみると、日系 22.7%(シャレードがトップ 10 入り)、ドイツ系 19.4%(同ラヴィータ、ジェッタ、サンタナ、新型ボーラ)、米国系 14.3%(同ビュイック・エクセル、クルーズ)、韓国系 8.8%(同エラントラ悦動)、フランス系 3.9%であった。

中国独自ブランドのシェアは 30.9%にとどまった。また、トップ 10 入りしたのは BYD 社の F3 と奇瑞の旗雲のみであった。中国独自ブランドのシェアは低いものの、個性の強さは高度成長期に発売された日本国産車と類似する。現在の車は見分けがつかないほど酷似しており、個性が失われてしまっている感があるものの、中国独自ブランド車は全体的に 1960 年代の日本の国産車同様、自由奔放な構想のもとにデザインされているといえよう。

また、2010 年上半期では、独自ブランドは 8 万元以下の価格帯の 80%超のシェアを獲得した。さらに、低価格帯では安定した高いシェアを得ており、中高価格帯への進出を試みている。日系は中高価格帯、高価格帯においてシェアが高い。15~20 万元の価格帯における日系のシェアは 5 割であった。20 万元超の高価格帯においても、ドイツや米国を上回り、4 割のシェアを持つ。ドイツ・フランス系は二極化の傾向がみられる。8~15 万元の価格帯のシェアが 2~3 割と高い。その上の価格帯は日系に及ばないものの、35 万元超の価格帯では 90%を超すシェアであった。米国系は 10~15 万元と 20~25 万元の価格帯においてそれぞれ 2 割のシェアと安定的に市場を得た。韓国系は 8~15 万元の価格帯において 2 割と比較的高いシェアを確保している。

中国の自動車市場は低価格帯に需要が集中するインドとは異なり、各価格帯で需要が旺盛なことが特徴的である。商品のラインアップが高価格帯から低価格帯まで、広く備えられ、沿海部の大都市から内陸部の農村まで広く自動車普及し始めてきているのかもしれない¹¹。中国汽车技術研究中心によると、2010年4月の価格帯別では、5万元以下の乗用車は全体の23.2%を占める(図表6)。5~8万元の14.1%と8~10万元の13.5%を合わせると、5~10万元クラスは全体の27.6%のシェアとなる。10~15万元クラスは同25.7%、15万元以上も同23.5%であった。



(資料) 中国汽车技術研究中心を基に筆者作成
(注) 下限を含まず、上限を含む。10万元の乗用車であれば、8~10万元の価格帯に分類される。

一方で、メーカー間の競争は激しい。2009年に乗用車販売台数第1位であった上海VWは2010年に2位に落ちた(図表7、8)。代わって、3位であった上海GMが第1位となっている。ボルボを買収した地場の吉利は、8万元以下の低価格帯を主力に広州ホンダ、一汽トヨタを追い抜き、第8位まで上昇した。

このように、中国の自動車販売台数は米国(2009年1,043万台、2011年1,159万台)を抜いて世界最大の自動車市場となった。自動車産業は大規模な生産設備や販売網を必要とす

(図表7) 乗用車販売実績上位10社(2009年)

順位	企業名	販売台数(万台)	シェア(%)
1	上海VW	70.81	9.5
2	一汽VW	66.92	9.0
3	上海GM	66.82	8.9
4	北京現代	52.10	7.0
5	東風日産	45.93	6.1
6	BYD	44.84	6.0
7	奇瑞	40.93	5.5
8	広州ホンダ	33.72	4.5
9	一汽トヨタ	33.47	4.5
10	吉利	32.91	4.4
上位10社計		488.45	65.4
乗用車販売合計		747.31	100.0

(資料) 中国自動車工業協会

(注) SUV、MPV、クロスオーバー型を除く乗用車。

(図表8) 乗用車販売実績上位10社(2010年)

順位	企業名	販売台数(万台)	シェア(%)
1	上海GM	95.99	10.1
2	上海VW	90.89	9.6
3	一汽VW	83.75	8.8
4	北京現代	58.32	6.1
5	東風日産	56.31	5.9
6	BYD	51.71	5.4
7	奇瑞	50.21	5.3
8	吉利	41.62	4.4
9	長安フォード	40.64	4.3
10	一汽トヨタ	38.64	4.1
上位10社計		608.08	64.0
乗用車販売合計		949.43	100.0

(資料) 中国自動車工業協会

(注) SUV、MPV、クロスオーバー型を除く乗用車。

る。生産設備を拡大すれば、関連する機械産業も活性化する。原材料や部品の調達も、鉄

¹¹ 内陸部の四川省の自動車保有台数は2008年時点で219万台と上海の132万台を上回る。詳しくは、『中国自動車工業年鑑2009』を参照。

鋼やプラスチック・ゴムをはじめ、電機部品など先端技術を必要とされる機械類におよぶ。1台の自動車には3~4万個の部品が必要とされる。このように他の産業への波及効果が高いことが自動車産業の特徴である。金融危機後、自動車産業の成長は他の産業の回復を牽引し、中国経済の回復に寄与した。

(3) 中国自動車産業の黎明期

自動車産業の振興はかねてからの重点政策であった。1924年に58歳の孫文は、1903年にフォード自動車を設立し、近代的な流れ作業や大量生産方式で大衆車を普及させたヘンリー・フォードを中国に招き、中国で自動車工場を建設するよう提案した¹²。フォード社はこれに応え、上海に組立工場の設立を計画した。この計画は実施されることはなかったが、政府は3年後の1927年に300名の修理技術者を遼寧省に集め、米国から自動車エンジニアを招きトラックの試作を始めた。「瀋陽兵工廠」と名づけられた中国の最初の自動車工場では、米国の「インターナショナル」をモデルにトラック生産への挑戦が始まった。ガソリンエンジンやタイヤ、ボールベアリング、電装品の生産までカバーしていないものの、他のパーツはすべて国産という「民生」号75型国産トラックが1930年について完成した。18トントラックの「民生」号75型に続き、2.7トンの「民生」号100型も作られ、中国の自動車産業の第一歩となった。

中華人民共和国建国後の自動車産業の発展は、中国自動車技術研究中心と中国自動車工業協会が発行する『中国自動車工業年鑑』で確認することができる。年鑑は自動車産業の発展史を3つに分けている。建国の1949年から1970年代末までを黎明期、1980年から90年代末までを初期成長期、2000年以降を高度成長期に分類している。

黎明期では、現在の第一汽車の前身である「中国第一汽車製造廠」が設立された。経済復興に伴う物流の急増に対処するための輸送力強化をねらいに、旧ソ連から資金援助と技術協力を受け1953年から吉林省で工場建設を開始したが、毛沢東は定礎式に「中国第一汽車製造廠」という親筆を送った。国家の威信をかけた国家事業である一汽設立の準備は建国の1949年に遡る。新政府が樹立して間もない1949年10月に中央重工業部機械工業局は自動車工場の準備を始めた。1956年に「解放」CA10型4トントラックが誕生し、58年に第一号の乗用車である「東風」CA71型と初の高級セダンである「紅旗」CA72型が完成した。一汽は鋳造から機械加工、最終組立まで垂直統合されたフォード式単一車種生産システムを備えていた。一汽の建設と並行して部品メーカーも設立された。現在の北京汽車製造廠や長沙汽車電気廠は当時から中国における中核的な部品メーカーであった。その後、中ソ関係の悪化とベトナム戦争の激化を背景に、産業を内陸の山間部に移動させる「三線建設」政策が打ち出され、東風汽車の前身である「中国第二汽車製造廠」が湖北部山間部に誕生した。第二汽車は大規模な一貫生産により1975年から軍用車を中心に生産を開始した。

¹² 詳しくは李春利[1997]を参照。

このように、黎明期は計画経済にもとづき、「自立更生」の路線に沿って自動車産業は立ち上がったものの、期待された成果を得ることはできなかった。1978年の自動車生産台数は15万台であった。保有台数はわずか135万台と713人に1台の水準にとどまった。

2. 高まる個人の購買力

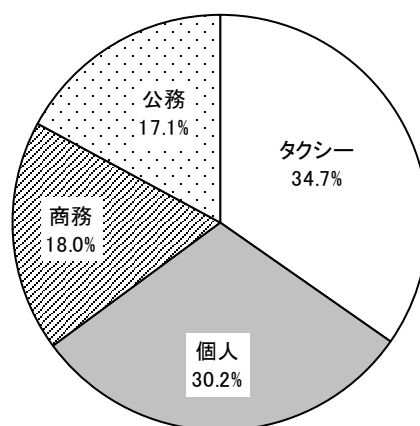
1990年代の中国では、自動車といえばタクシーや公用車であった。2000年代に入ると、個人の所得水準が大幅に上昇したため、個人が自動車の主な買い手となった。とりわけ、2005年から2010年にかけて、あらゆる所得層で自動車の普及が進んだ。中国が世界一の自動車市場となった背景には、このような需要側の変化が存在する。

(1) 国内需要を牽引し始めた個人部門

「つい5年ほど前まで、中国では自家用車を持つということは政府高官や大金持ちだけが享受できる特権であった。」これは、2005年に丸川知雄氏が『新版グローバル競争時代の中国自動車産業』（蒼蒼社）のはしがきで記した一文である。このように1990年代の中国では、自動車といえばタクシーや公用車であり、自家用車を保有できる個人はわずかであった。中国汽车技術研究中心の『1999年中国汽车工業年度発展報告』によると、1998年時点では、個人の乗用車購入台数は全体の30.2%に過ぎず、その他がタクシー(34.7%)と商用車(18.0%)・公用車(17.1%)を合わせて69.8%と、大半を占めていた(図表9)。

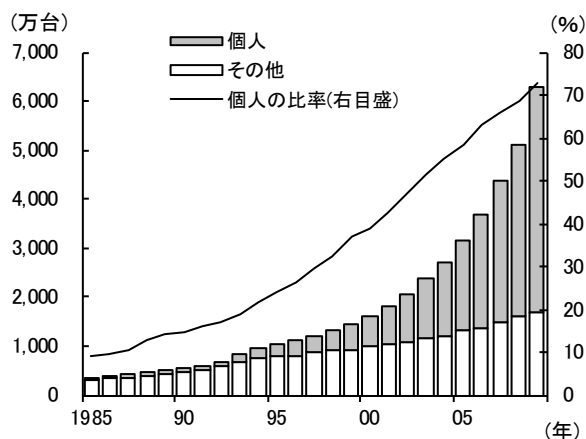
近年、こうした構図に顕著な変化がみられる。1978年にわずか136万台であった公安部交通管理局に登録された自動車台数(ストックベース、除く軍用車)は、1990年に551万台、2000年に1,609万台へ増加し、2009年には6,281万台に至った(図表10)。部門別にみると、個人は1990年の82万台から、2000年に625万台、2009年に4,575万台へ急増した。この結果、個人の保有比率は2000年の38.9%から2003年に51.2%とな

(図表9) 部門別乗用車購入台数
(1998年、シェア)



(資料) 1999年中国自動車工業年度発展報告

(図表10) 自動車保有台数



(資料) 中国統計摘要2010を基に筆者作成

り、2009年には72.8%まで達した。このように、2000年代には個人が自動車需要の牽引役となった。

(2) 上昇する所得水準

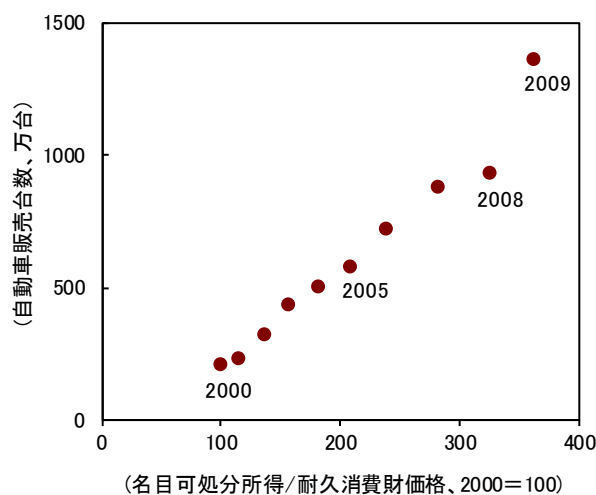
① 実質所得と自動車販売

近年、中国では個人の購買力が大幅に上昇している。1995年の都市部の1人あたり可処分所得は4,283元、1世帯あたり可処分所得は1万3,834元であったのに対し、2007年にはそれぞれ1万3,786元、4万117元と、世帯所得が2.9倍となった。

他方、自動車産業への相次ぐ新規参入により、自動車価格は低下を辿った。代表的な乗用車である上海フォルクスワーゲンのサンタナの価格は1995年の14.7～16.4万元から、2007年の6.5～7.5万元へ大幅に低下した(中国汽车工业协会による)。

このように、サンタナの価格の世帯年収に対する比率は1995年の10.6～11.9倍から2007年には1.6～1.9倍へ低下した。すなわち、個人の自家用車の購買力が近年大幅に上昇したため、個人が自動車需要の牽引役となりえたといえよう(図表11)。

(図表11) 実質所得と自動車販売台数の関係

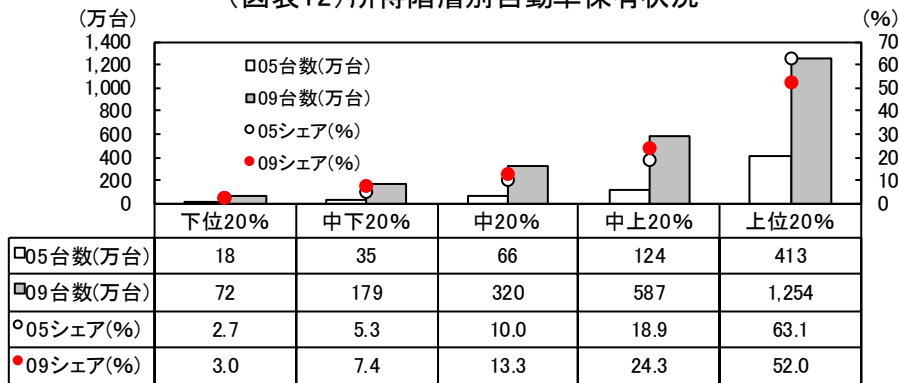


(資料)中国統計摘要2010、中国汽车工业协会データを基に筆者作成

② 各所得階層における普及

さらに、自動車の普及は各階層で進んでいる。2005年から2009年にかけて、低所得層から高所得層に至るまでいずれの所得階層においても自家用車の保有台数が急増した。都市部人口は2009年に6億2,186万人、1世帯あたりの平均人数は2.89人であったので、家計調査で中位20%と分類される世帯数は約4,304万世帯となる計算である。中位20%層100世帯あたりの自動車保有台数は7.43台であるので、その保有台数は2009年時点で320万台になる(図表12)。2005年時点の中位20%層の保有台数は66万台にとどまっていたことから分かるように、2000年半ばから2009年末にかけて、中位20%層の自動車保有台数は急増した。同期間において、中上位20%層も124万台から587万台へと飛躍的に伸びた。中間層が台頭したことで、自動車市場の層の厚さが増したといえよう。加えて、低所得層においても自家用車が増加した。下位20%層の保有台数は2005年の18万台から2009年の72万台に達した。中下位20%層も同じく35万台から179万台に大幅に増加した。

(図表12) 所得階層別自動車保有状況



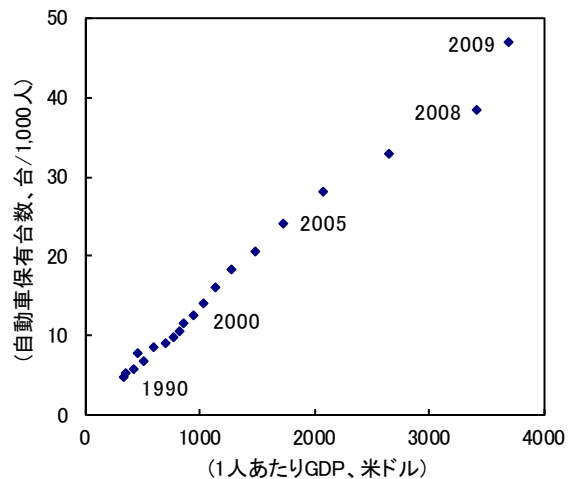
(資料)中国統計年鑑2006、2010を基に筆者作成

前述したように、中国では5万元以下の安価な自動車も少なくない。こうしたなか、いずれの所得階層においても所得水準が大幅に高まったため、低価格車から高価格車に至る各価格帯で爆発的に自動車売れている。さらに、実質所得の上昇に加え、以下の2点も大きな要因であろう。

第1は、これまでの所得水準の上昇により、今後も所得が増加するとの期待感が強いことである。こうした期待感から、所得水準からすると割高と思えるほどの自家用車を購入する消費者も少なくない。

第2は、先進国を上回るマイカーに対する強い憧れである。中国では、自動車の普及は13億3,474万人に対して6,281万台である(2009年)。1人あたりGDP3,687ドル、かつ、1,000人あたり47台という水準は、モータリゼーションの初期段階とされる(図表13)¹³。モータリゼーション初期において、自動車を購入する人の多くは1台目の購入である。自動車を持つことが稀少であり、憧れである。隣の家が自動車を購入すれば、我が家も自家用車を手に入れ、遅れを取ってはならないと考える家計は多いだろう。

(図表13) 1人あたりGDPと自動車保有台数

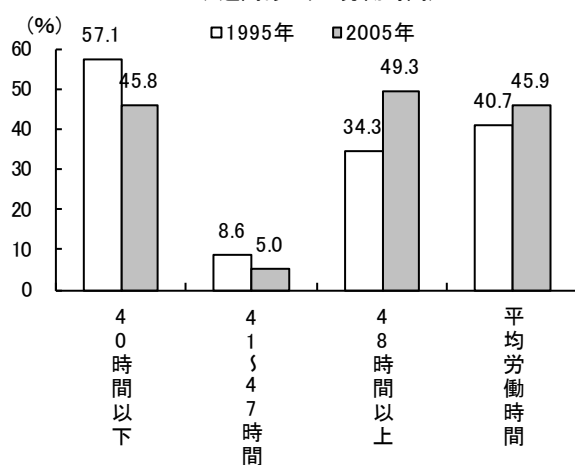


(資料)中国統計摘要2010を基に筆者作成

¹³ 現代文化研究所の高山氏はモータリゼーション期を1,000人あたり50~80台以上の状況としている。所得では、1人あたりGDPが3,000ドル前後を超すことが条件とされている。詳しくは日本自動車研究所編[1993]を参照。

憧れのマイカーを購入するために、マイホームを手に入れるために、仕事に打ち込めば、労働生産性の向上を通して所得水準が上昇する。近年中国の労働時間は延びた。全国ベースの統計になるものの、国家统计局が5年に1度実施する人口センサス（日本の国勢調査に相当）によると、1週間あたり48時間以上労働した者は1995年時点で全体の34.3%であったが、2005年には49.3%まで増加した(図表14)。このように、中国では個人が余暇の時間を減らし、代わりに仕事の時間を増やした。

(図表14) 労働力の変化
(1週間あたりの労働時間)

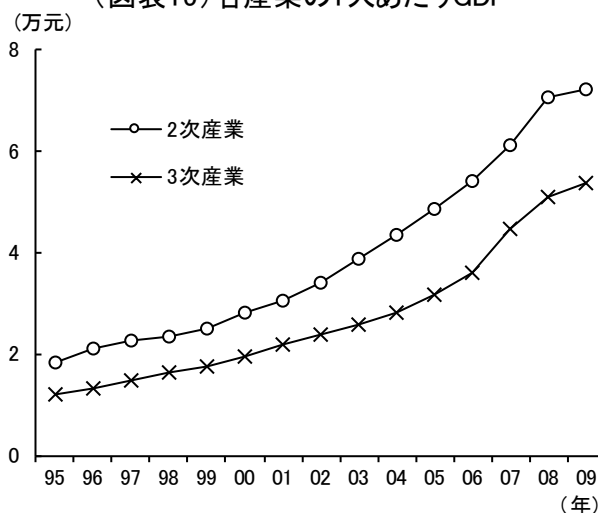


(資料)中国国家统计局「人口センサス」1995、2005を基に筆者作成

同時に、生産性の向上に取り組んだ。製造業ならば、購買管理や生産・品質管理を外資企業から学び、新規に設備を購入して同業他社と規模や生産性を競うようになった。非製造業において卸売業ならば、活発に情報交換を行うようになり、進出した外資企業や自国メーカーに対して調達経路や販売経路などを積極的に紹介するよう努めた。百貨店ならば、品揃えを充実させ、笑顔で顧客を迎え入れるようになった。

個人の労働生産性の代理指標として1人あたりGDPについてみると、2次産業の1人あたりGDPは1995年の1.8万元から2000年に2.8万元、2009年には7.2万元に増加した(図表15)。3次産業も、同じく1995年の1.2万元から2000年に2.0万元、2009年に5.4万元へと高まった。労働時間の延長と、時間あたり生産性の上昇をもとに生産性と所得の上昇を説明することは困難であるが、この2点は高所得層のみならず中間層や低所得層も自家用車を購入できるようになった要因の一つであることは間違いないであろう。

(図表15) 各産業の1人あたりGDP



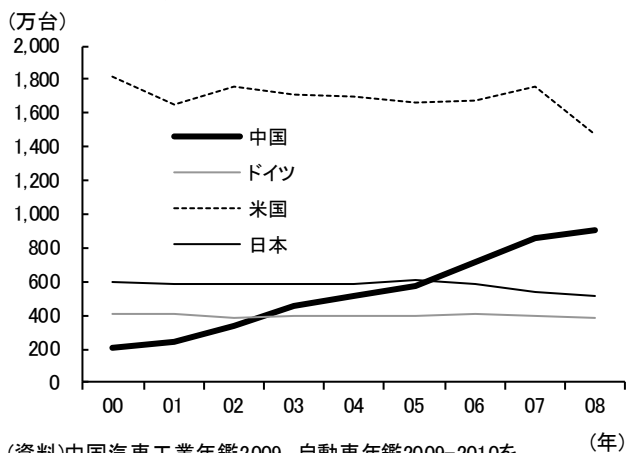
(資料)中国統計摘要2010を基に筆者作成

③ 旺盛な国内需要と世界一の自動車生産

個人の購買力の高まりにより、中国の自動車市場は目覚ましい発展を遂げた。自動車の生産台数と輸入台数を足し合わせると総供給となる。総供給から海外向けに輸出される台数を引くと国内需要の規模が把握できよう。2000年以降、中国の国内需要は右肩上がり

で拡大した。国内需要は2003年にドイツを抜き、世界第3位となった(図表16)。2006に

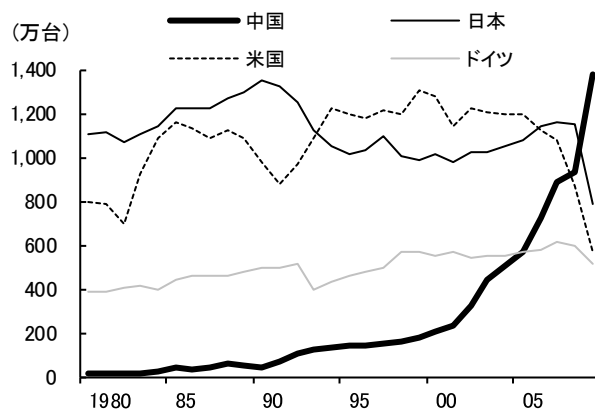
(図表16) 自動車の国内需要



(資料)中国汽車工業年鑑2009、自動車年鑑2009-2010を
基に筆者作成

(注)国内需要は生産+輸入-輸出により算出。

(図表17) 自動車の国別生産量



(資料)中国汽車工業協会『中国汽車工業年鑑』各年版などを
基に筆者作成

(年)

は日本を超え、世界第2位となった。2008年時点では907万台と米国の1,473万台には届かないものの、日本の1.8倍、ドイツの2.4倍の規模となった。

国内需要の拡大に従い、自動車産業も急成長を遂げた。中国の自動車生産台数は2006年にドイツを超えた(図表17)。その2年後の2008年には米国を上回り、世界第2位となった。さらに翌年の2009年について日本を追い抜き、世界最大の自動車生産国となった。

3. “呼び水”の政策、“本流”の個人の購買力

2009年の自動車市場の急拡大は、政府が2009年1月に打ち出した刺激策が主因との見方もあるものの、はたしてそうだろうか。自動車市場は小型車減税をはじめとした政府の購入刺激策なしに回復できなかったのだろうか。

政策は呼び水ではあったものの、仮に呼び水がなくとも、2009年の自動車市場は力強く回復したであろう。まず、小型車減税による自動車の実質的な値下がりはそのほど大きくはない。2009年の減税措置により、小型車を購入する際に支払う税金が10%から5%になった。消費者からすれば必要となる費用が5%低下する。2009年の乗用車価格は前年比2.9%低下したことを踏まえ、消費者の購入費用が8%低下すると自動車販売台数が5割増加するのであれば、これまでも同様のことが発生していたはずである。

しかし、過去において10%を上回る価格低下の場合も、自動車販売台数が前年比5割増加することはなかった。自動車の平均価格は2003年の17.09万元から2004年に14.63万

元、2005年に12.93万元へ低下した¹⁴。一方で、販売台数はそれぞれ439万台、507万台、576万台であった。このように、自動車価格は2004年に前年比14.4%低下し、販売台数は同15.5%増加した。2005年には価格が11.6%低下し、販売台数は13.6%増にとどまった。

つぎに、農村部での購入支援策「汽車下郷」、および、都市部での自動車買い替え支援策「汽車以旧換新」の利用率は低水準である。日本では、2009年4月から2010年9月までに販売された自動車742万台のうち、エコカー補助金制度を利用したものは359万台であった。利用率は48.4%となる。中国では、2009年1月から12月までに販売された1,365万台のうち、「汽車下郷」を利用したものは167万台(利用率は12.2%)にとどまった。2009年1月から2010年5月までに「汽車以旧換新」を利用して購入された台数は13万台と全体の1%に満たない。

こうしてみると、金融危機後に自動車市場が持ち直した主因は個人の購買力の向上であり、これに次ぐ要因として政策効果があったと考えるのが自然であろう。賃金の上昇に加えて、価格が低下したことで憧れの自家用車が手に届くようになった。さらに、2008年の買い控えによる反動が考えられる。2008年9月のリーマン・ショックを目の当たりにした貿易関連企業のマネジメント層や金融業のホワイトカラーはマイカーの購入を控えた。2009年入り後の景気回復を確認して購入に踏み切ったと思われる。2009年の自動車市場の急増は2002年の状況と近い。2002年では、WTO加盟によって関税が下がれば乗用車の価格が下がると見込んで買い控えていた消費者が、2002年入り後に一斉に自動車を買いはじめた¹⁵。

金融危機後の自動車市場を取り巻く基礎的な環境、および自動車販売が急増した要因を改めて整理しよう。まず、都市部家計の基礎的環境をみると、総所得から税金や社会保障費用を差し引いた可処分所得は、2009年時点で1人あたり1万7,175元であり、1世帯あたり2.89人であったため、世帯可処分所得は4万9,635元(68万円)となる(図表18)。

(図表18)都市部の基礎的環境

	1人あたり可 処分所得 (a) 元/人	世帯人口 (b) 人/世帯	世帯可処分 所得 (a×b) 元/世帯	乗用車 平均価格 (c) 元/台	車価の 所得比 (c)/(a×b) 倍	自動車保有 台/100世帯
2008	15,781	2.91	45,922	135,992	3.0	8.8
2009	17,175	2.89	49,635	132,008	2.7	10.9

(資料)中国統計摘要2010、中国国家発展改革委員会を基に筆者作成

国家発展改革委員会によると、都市部における乗用車価格は2009年に平均13万2,008元(181万円)であった。これは、平均的な世帯可処分所得の2.7年分に相当する。所得に対して自動車価格が高いため、自動車保有率は10.9%と依然として低水準である。所得水準の最上位10%層の保有率さえ38.1%と1世帯1台に届かず、自動車を持つことは皆の憧れである。

¹⁴ 中国産業地図編委会・中国経済景気観測中心[2006]による。

¹⁵ 詳しくは、丸川・高山[2004]を参照。

つぎに、自動車販売が急増した要因としては以下の4点にまとめることができる。第1は、所得水準の上昇である。都市部の1人あたり可処分所得は2009年に前年比8.8%増加し、2010年にさらに同11.3%増加した。労働時間の延長と生産性の向上を背景に、2003年からの6年間で所得倍増を実現した。このような大幅な所得水準の上昇により、消費者の購買力が高まった。加えて、今後も所得が増加するとの期待感により、一部の消費者は収入水準からすると割高と思えるほどの高価格商品でさえ購入したともいえよう。

第2は、自動車価格の低下である。2009年の都市部における乗用車価格は前年に比べて▲2.9%、2010年1～11月に前年同期比▲1.1%とそれぞれ低下した。各メーカーが、生産コスト削減などにより、販売価格をより多くの消費者に受け入れられる水準まで引き下げた結果である。

第3は、政策効果である。政府は自動車市場を活性化するために、2009年1月14日に「自動車産業調整振興計画」を公表した。本計画に沿って1月以降、①小型車の減税(2009年末まで税率10%を5%に、2010年末まで7.5%に)、②農村部での購入支援策「汽車下郷」(2010年末まで)、③都市部での自動車買い替え支援策「汽車以旧換新」(2010年末まで)が実行され、これらの政策が個人の自動車需要に対する“呼び水”となったといえる。2010年入り後は6月、8月、9月、12月に省エネ自動車リストを発表し、リストに掲載されたモデルを購入した個人に対して一律3,000円を補助している。

第4は、2008年の買い控えによる反動である。中国では、所得増加と自動車価格の低下により、自動車市場が2ケタの伸びを維持しながら拡大してきた。2000年から2007年にかけて自動車販売台数の伸び率は13～36%の範囲内で推移してきた。2008年もそれまでの拡大ペースが続いていれば、年間販売台数が1000万台を超えるとの予想もあったが、同年の伸び率は7%にとどまった。世界的な金融危機を背景に、自動車を購入しようと考えていた消費者の一部が買い控えたことが原因である。これらの消費者が2009年入り後の景気回復を確認して、購入に踏み切ったものと考えられる。

おわりに

2010年末に、小型車減税や「汽車下郷」・「汽車以旧換新」は期限を迎えた。自動車を持つことに対して強い憧れを持つ者が多いなか、“本流”の個人の購買力が引き続き高まれば、“呼び水”の政策がなくとも、中国の自動車市場は引き続き堅調に拡大すると見込まれる。中国において自動車の普及は始まってまもない。2007年時点において、日本では1,000人あたりの自動車保有台数は595台である。約2人に1台の保有率である。1世帯につき、1台以上自動車を保有している。一方、中国は2007年時点で1,000人あたり32台であった。前述したように2009年時点でも1,000人あたり47台と日本の10分の1以下の水準である。都市部のみのデータとなるが、100世帯につき10.9台と保有率は低い。さらに、所得

水準の最上位10%層についてみても、100世帯につき38.1台と1世帯1台を大きく下回る。こうした状況を踏まえると、今後、所得水準の高まりに連動して、中国の自動車保有台数は一段と拡大していく見通しである。仮に、2015年に中国の1人あたりGDPが2009年の2倍の7,374ドルへ上昇したとすれば、自動車保有は1,000人あたり94台になると見込まれる。人口が13億人と仮定すれば、自動車保有台数は1億2千万台に達する。

<主要参考文献>

1. 関志雄[2009]『チャイナ・アズ・ナンバーワン』東洋経済新報社。
2. 佐野淳也[2006]「中国の社会変動と「中間層論」の登場」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2006年1月号、Vol.6 No.20)。
3. 塩地洋[2009]「世界最大となった中国自動車市場の今後」(日本自動車工業会『JAMAGAZINE』2009年12月号)。
4. 関辰一[2010]「鉄鋼業からみた旺盛な中国の国内需要」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2010年4月号、Vol.10 No.37)。
5. 中西孝樹[2006]『業界研究シリーズ 自動車』日本経済新聞社。
6. 日中経済協会[2009]「日中経済交流 2008年―世界同時不況に協調対応を―」。
7. 日本自動車研究所編[1993]「アジア諸国のモータリゼーションに関する研究調査」機械振興協会経済研究所。
8. 馮昭奎[2001]「中国「車社会」への道」(塩見治人編『移行期の中国自動車産業』日本経済評論社)。
9. 丸川知雄[2007a]「自動車産業」(丸川知雄編『中国産業ハンドブック』蒼蒼社)。
10. ー[2007b]『現代中国の産業』中央公論新社。
11. ー[2008]「自動車産業の高度化」(今井健一・丁可編『中国 産業高度化の潮流』アジア経済研究所)。
12. 丸川知雄・高山勇一編[2004]『グローバル競争時代の中国自動車産業』蒼蒼社。
13. 李志東[1999]『中国の環境保護システム』東洋経済新報社。
14. 李春利[1997]『現代中国の自動車産業』信山社。
15. ー[2009]「中国自動車産業における外資政策と「自主创新」」(渡辺利夫監修『21世紀政策研究所叢書 中国の外資政策と日系企業』勁草書房)。
16. 国务院発展研究中心産業経済研究部等[2009]『中国汽車産業発展報告』社会科学文献出版社。
17. 中国汽車工業年鑑編集部[2000]『1999年中国汽車工業年度発展報告』中国汽車技術研究中心。

18. 中国産業地図編委会等 [2006] 『中国産業地図 2006-2007』 社会科学文献出版社。

第3章 成長モデルの転換を求められる中国経済：壁に直面する加工貿易

はじめに

近年、世界経済に占める中国経済のシェアが拡大した結果、各国経済の対中依存度が高まるとともに、中国の輸出入と世界景気の連動性が高まる方向にある。裏を返せば、中国が持続的な成長に失敗すれば、世界景気は大きな影響を受けることになる。

本稿では、そうした中国経済の存在感の高まりを踏まえて、中国経済の成長モデルの特殊性やボトルネックについて考察する。足元において、欧米向け輸出に下振れリスクが高まっていることもあり、中国の加工貿易を取り巻く環境の現状と展望に注力した。

とりわけ、人件費の上昇を主因として、一部の業種において国際競争力が低下しつつあることを明らかにした上で、今後の成長モデルのあり方を検討したい。

1. 中国の経済成長モデルの特徴

中国経済のこれまでの成長モデルを総括すると、“加工貿易”と“不動産開発”の2つがキーワードになるだろう。加工貿易は輸出の5割にのぼり、中国の高成長を牽引したことに疑問の余地は無い。

(1) キーワードとなる加工貿易と不動産開発

中国には、他国に類をみない圧倒的な労働力が農村部にあった。彼らが沿海の都市部に仕事を求めに移動することで、沿海部の外資系企業や中国企業は絶えず、安価で良質な労働力を確保することができた。欧米という市場、豊富な外国資本、そして安価で良質な労働力が、アジア諸国から原材料を輸入し、沿海部で加工し、欧米へ輸出するというビジネスモデルを可能にした。このようなビジネスモデルは加工貿易と名づけられ、広東省から上海や他の地域に展開することで中国の輸出と投資が拡大していった。

一方、製造業の投資が伸びると平行して、不動産業の投資も急拡大した。地方政府は原価がゼロに近い土地を政府関連の不動産業者に安価で販売し、不動産業者は住宅を中心に開発・建設し、大きな利益を得るようになった。

このように、“加工貿易”と“不動産開発”の2つをキーワードとして、中国経済は飛躍的な発展を遂げた。

ところが近年、加工貿易に携わる企業の経営環境に大きな変化がみられる。内陸部から沿海部への労働力移動が減少し、沿海部では人手不足により労働力が安価とはいえなくな

りつつある。すなわち、内陸部において若年層や働きざかりの30～50歳台の者で沿海部に出稼ぎにいける者の多くは、すでに出てしまい、農村部には余剰労働力がもうないと言われる。仮に、沿海部での人手不足が長期化するようであれば、今後、加工貿易はコスト競争力の低下により、限界を迎える可能性もある。

また、沿海部での不動産開発は、これまで住宅不足により、作れば売れる状況であったが、このところ取引件数の減少が鮮明になっている。5年ほど前、上海や北京ではいたるところでマンション開発がなされ、クレーン車が稼働していたが、ここ1～2年工事が明らかに減った。沿海部では供給過剰になり、今後も、不動産開発を成長のエンジンとすることが難しいのかもしれない。

このように、沿海部ではこの2つの成長エンジンが、いずれも成り立たなくなりつつある。以下では、加工貿易に焦点を絞り、その原動力と果たした役割をみていきたい。

(2) 低賃金と加工貿易

これまで、中国は他国に比べて人件費が低いゆえ、生産拠点として進出するメリットが大きかった。2000年時点の中国の人件費水準を示す一人当たりGDPは949ドルとタイの1,968ドル、マレーシアの3,854ドルなど他のアジア諸国を大きく下回っていた。その後、中国はグローバリゼーションの流れを有効に利用して、世界からの投資を呼び込み、その結果世界の工場と呼ばれるまでに変身した。

中国に進出する外資系企業は香港資本と台湾資本が大半を占める。海の中国といわれるこうした地域の資本は元々、中国本土に存在していたものであり、20世紀前半に本土が戦乱状態に陥った際、上海などの多くの資本家は香港や台湾に移住した。中国の内政が安定し、改革・開放路線が打ち出された1978年以降、こうした海の中国からの投資が中国に還流するようになった¹⁶。資本に加え、こうした資本家の開かれた市場経済での経験が中国の発展に大いに貢献した。すなわち、社会主義による計画経済下にあった中国に対して、華僑を中心とした外資が資本主義による市場経済の概念を示したのであった。中国の地方政府や有力者は市場経済による地方振興を目の当たりにして、海の中国からの投資を排除しなかったことも大きかった。

中国の低い人件費を享受したのは香港や台湾など海の中国のみならず、先進国の企業も同様であった。日本でも、中国ブームが発生し、多くの企業が工場を設立し、中国進出を果たした。部品や原材料を本国や他のアジア諸国から調達し、労働集約的な最終組み立て加工を中国の工場で行った。また、中国企業や香港・台湾など他の外資系企業に生産委託することにより日本国内で低価格の販売を可能にした企業も少なくない。中国に生産委託した日系衣料品メーカーは他の衣料品小売店を大幅に下回るプライシングを実現させ、日本の消費者の需要を取り込むことに成功した。企業進出にせよ生産委託にせよ、こうした

¹⁶ 詳しくはエズラ・F・ヴォーゲル[1991]、渡辺・岩崎[2001]を参照。

加工貿易¹⁷は中国の低い人件費によって成立するものであった。

先進国の消費者も中国の加工貿易の受益者である¹⁸。日本の消費者は衣料品やコンピュータを割安な価格で購入できるようになった。こうして中国製品は先進国市場におけるプレゼンスを拡大していった(図表 1)。たとえば、2000 年におけるEUのアパレル・衣料品の輸入額は 435 億ユーロ (EU27 域内からの輸入を除く) であったが、中国からの輸入は 92 億ユーロと全体の 21.2%にとどまっていた。その後シェアが急上昇し、2005 年には 45.5%に達した。

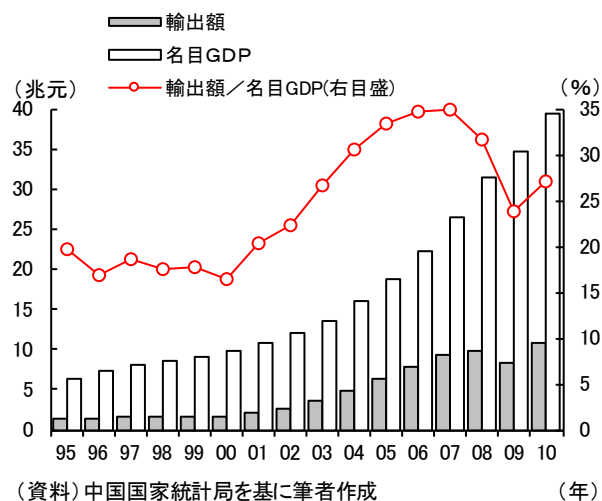
とはいうものの、加工貿易の最大の受益者が中国であることは間違いない。とりわけ、WTO 加盟後の高成長は輸出の急拡大によるところが大きい。名目 GDP は 2000 年時点で 10 兆元にとどまっていたものの、2001 年の WTO 加盟を機に増加し 2005 年には約 2 倍の 19 兆元となった。一人当たり GDP は 2000 年の 949 ドルから 2005 年には 1,732 ドルに増加し、人々の生活水準は大幅に改善した。冒頭で述べたように加工貿易を主とした輸出の急拡大が牽引役となった(図表 2)。輸出は 2000 年の 1.6 兆元から 2005 年には 6.2 兆元へ急速に拡大した。名目 GDP に占める輸出の割合は 2000 年に 16.3%にすぎなかったが、2005 年には 30%超まで上昇した。輸出額のうち 5 割以上は加工貿易によるものであった。

(図表 1)EU の輸入に占める中国のシェア

	(%)			
	2000	2005	2007	2010
玩具・乳母車・スポーツ用品	57.6	74.6	80.6	81.8
事務用機器(含むPC)	11.4	36.3	46.6	54.2
通信設備	14.7	33.5	41.6	50.1
アパレル・衣類	21.2	35.3	38.3	45.5
電気機器(含む部品)	9.4	21.9	28.7	38.4
全品目	7.5	13.6	16.2	18.7

(資料)Eurostatを基に筆者作成

(図表 2) 名目 GDP と輸出額の推移



(資料)中国国家统计局を基に筆者作成

¹⁷ 中国海関統計は輸出を加工輸出と一般輸出に分類。加工輸出はさらに Processing & Assembling(来料加工)と Process with Imported Materials(進料加工)の 2 種類に分類。前者の定義は外資企業が原材料や部品を(中国企業)に提供し、加工を経て輸出する貿易方式。後者はそれを除く方式の加工貿易。委託生産である来料加工よりも、企業進出ないし直接投資を伴う進料加工が急拡大。詳しくは篠原[2003]を参照。

¹⁸ 日本でも中国製品が急増し、中国発のデフレとして注目され、中国脅威論が台頭した側面も。

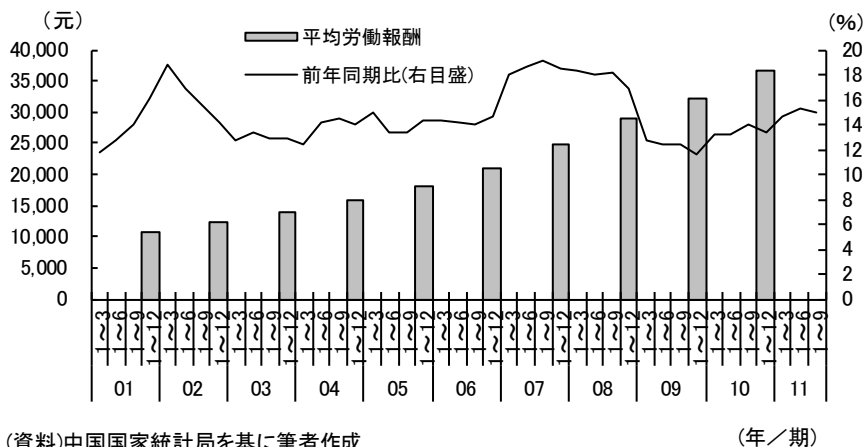
2. 壁に直面するこれまでの発展モデル

前節でみたように、中国では、とりわけ WTO 加盟以降安価な労働力を原動力として加工貿易が急拡大し、国際的なプレゼンスを拡大していった。ところが、ここにきて状況が変化しつつある。すなわち、賃金の上昇により、軽工業品の国際競争力が他の新興国に追い越されつつあるのである。これまでの発展に大きく貢献した加工貿易の牽引力は低下傾向にある一方、高付加価値製品の競争力は先進国に追いついていないのが実情である。

(1) 上昇する賃金

近年中国の賃金は大幅に上昇した(図表 3)。国家統計局によると、都市部の政府や企業から労働者に支払われた給与(手当、ボーナスを含む)「平均労働報酬」は 2005 年時点で 1 万 8,200 元であったが、2010 年時点には 3 万 6,539 元に達した。この 5 年間で給与所得は 2 倍となったことになる。

(図表3)平均労働報酬



(資料)中国国家统计局を基に筆者作成

(注)平均労働報酬は都市部の政府や企業から労働者に支払われた給与(手当、ボーナスを含む)。統計の対象は2010年時点で1億3052万人。

とりわけ、最低賃金の上昇が顕著である。最低賃金の全国平均は 2005 年の 368 元/月から 2010 年に 870 元/月へ 2.4 倍上昇した。広東省では 352 元/月から 1,030 元/月へ 2.9 倍となった。

こうした人件費の大幅な上昇によって、加工貿易は高成長の支柱としての役割を全うすることができなくなりつつある。もちろん、技術力の向上により国際競争力が上昇した製品もあるものの、労働集約的な産業の国際競争力はおおむね低下しつつある。このことを次の節でみていきたい。

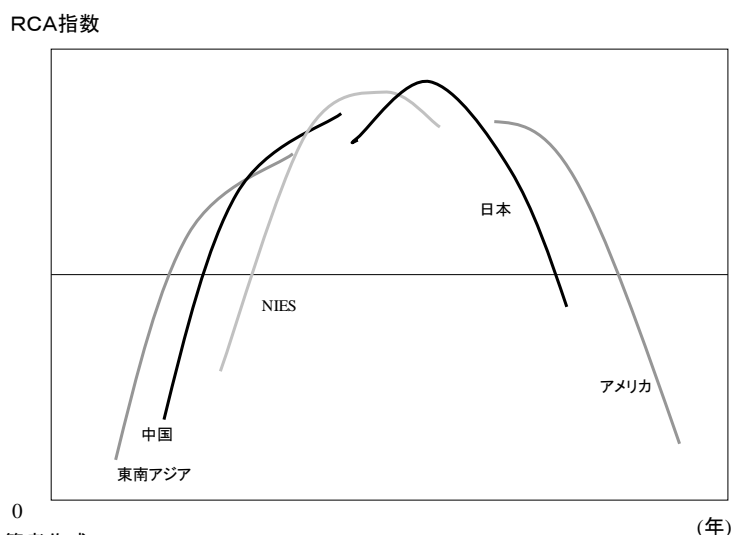
(2) 低下する国際競争力

① 国際産業競争力の重層的追跡

国際競争力の議論をするにあたり、国際産業競争力の重層的追跡が一般的に用いられる。繊維産業を例にとると、産業革命後まず低価格で良質な製品を輸出できた英国の国際競争力がもっとも高かった。しかし、英国で賃金が上昇するに従い、英国の繊維製品のコストが上昇した。英国の繊維製品の小売価格が上昇することで、日本の繊維製品の魅力が高まった。こうして、日本製の国際競争力が徐々に高まった。一方、英国は追い上げられ、そして追い越されやがて繊維産業から退出していった。

このような追跡は繰り返される。その後、日本の繊維産業はアジア諸国に追いかけられるようになった。1960年代、高度経済成長期の日本では2桁の賃上げが続いたことで、繊維産業は国際競争力を徐々に失っていった。このように、各産業で国際的な競争の変遷がある。そして、追い越し追い越される重層的追跡が発生する¹⁹(図表4)。

(図表4) 国際産業競争力の重層的追跡の模式図



(資料)筆者作成

(注)RCA指数=(i国のj財の輸出額/i国の総輸出額)/(j財の世界輸出額/世界総輸出額)

② 中国を追い越す新興国

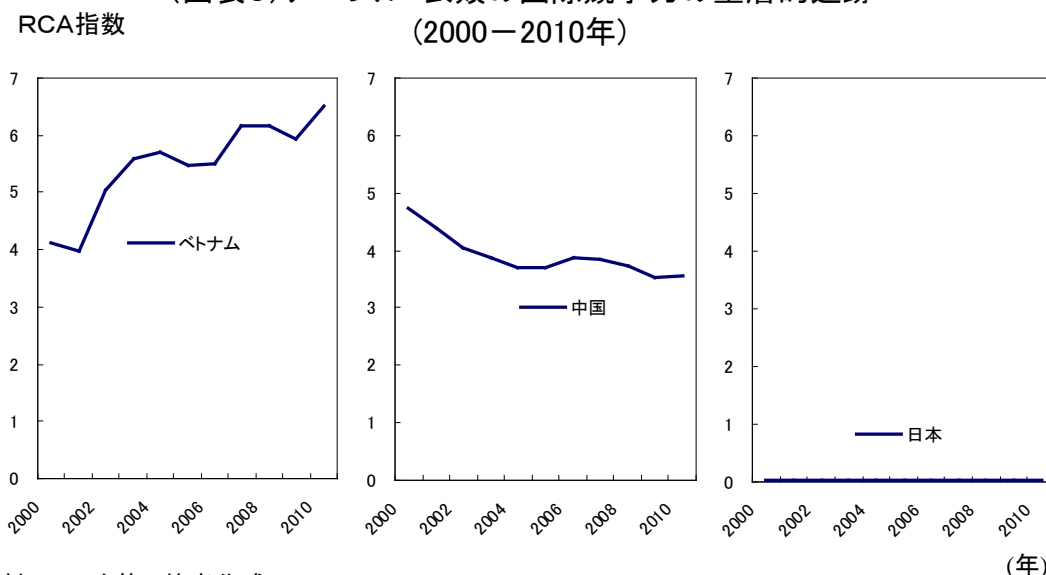
それでは、現状はどのようになっているのだろうか。中国の軽工業品の国際競争力は東南アジアに追い上げられ、追い越されるようになってきている(図表5)。国際競争力を示す指標としてRCA指数(顕示比較優位指数)が広く使われる。一般的にある財のRCA指数の値が1を上回れば、その財に比較優位があることになる。中国のアパレル・衣類のRCA指数は2000年の4.73から2010年に3.57へ低下した。世界の輸出総額に占めるアパレル・衣類のシェアは横ばいであったものの、中国の輸出総額に占めるアパレル衣類の割合が低下したことがその要因である。これは他国の国際競争力が相対的に上昇し、中国のアパレル・衣類の国際競争力が10年間で低下したことを示唆する²⁰。実際、ベトナムのアパレル・衣

¹⁹ 詳しくは、渡辺[2010]を参照。

²⁰ 中国を含むアジア諸国のRCA指数について、詳しくは三浦[2011]を参照。

類のRCA指数は2000年の4.11から2010年に6.51へ上昇した。2000、2001年のベトナムの国際競争力は中国を下回っていたものの、2002年に中国を追い越した後、一貫して中国を上回っている。

(図表5) アパレル・衣類の国際競争力の重層的追跡
(2000—2010年)



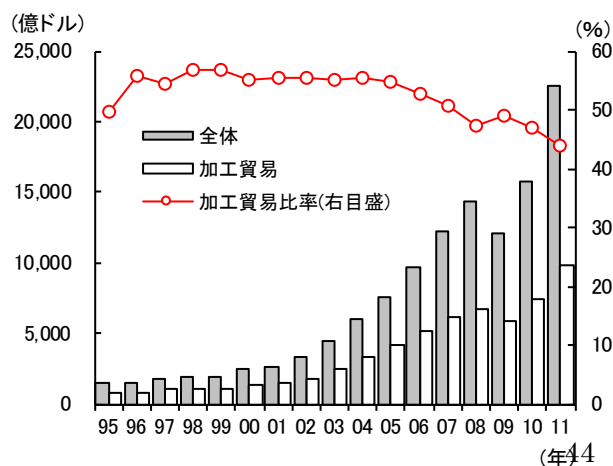
(資料)WTOを基に筆者作成

ベトナムの労働者の賃金上昇率に比べて、中国の賃金上昇ペースが速かったためである。この結果、ベトナムの人件費の代理指標となる一人当たりGDPは2005年に中国のおよそ37.1%であったが、2010年時点で27.8%に低下した。

中国に比べて相対的に人件費が低下した新興国はもちろんベトナムに限らない。たとえば、バングラディッシュでも同様の状況が発生している。一人当たりGDPで見ると、2005年時点でバングラディッシュは中国の24.8%であったが、2010年には15.4%に低下した。

軽工業製品の国際競争力の低下は、加工貿易を柱とした発展モデルの弱体化を意味し、中国の高成長の足かせとなる。実際に加工貿易に携わる企業の経営実態は厳しさを増している。2011年1~9月の工業企業の赤字企業数は前年同期比9.7%増加した。紡績業の赤字企業数は同19.5%、コンピュータ・その他機械製造業は同26.1%増加した。こうしたなか、中小零細企業は高金利や金融機関の貸し渋りにより、資金調達が厳しく倒産の危機に直面し、とりわけ温州や広東など一部の地域で中小企業の倒産が多発している。加工貿易の伸び悩み

(図表6)加工貿易比率



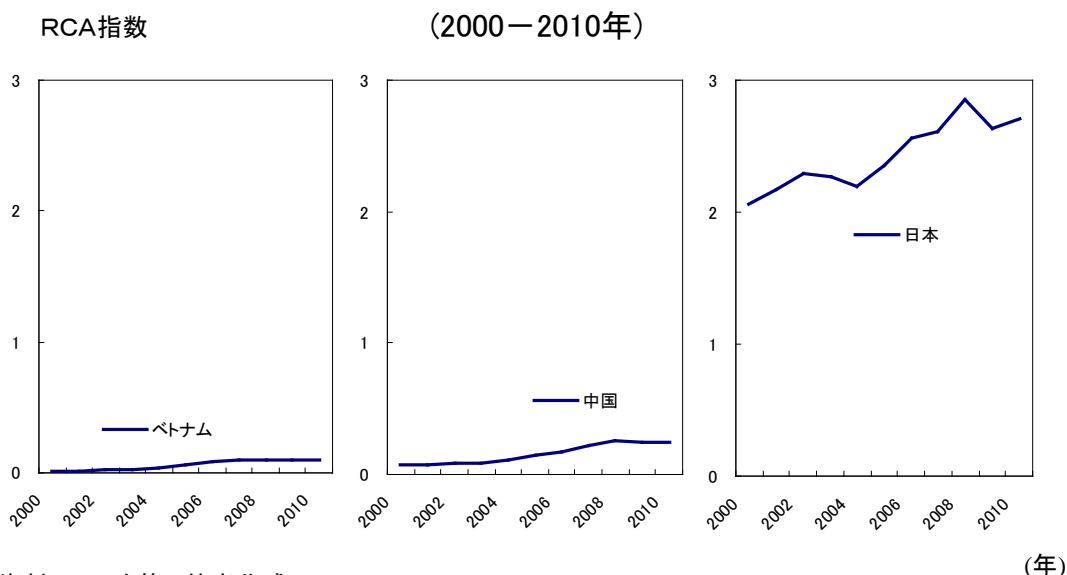
(資料)中国海関総署を基に筆者作成

を背景に、加工貿易の輸出総額に対する比率は2005年以降低下傾向にあり、今後一段と低下すると見込まれる(図表6)。

③ 先進国に追いつかない中国

このように加工貿易が伸び悩んでいるとしてもより付加価値の高い輸出品に携わる企業が成長しているのであれば、問題はないが、現状は必ずしもそうなっていない。たとえば、自動車の国際競争力は徐々に上昇しているとはいえ、先進国との差は依然大きい(図表7)。この10年間で中国のRCA指数が0.07から0.25へ0.018ポイント上昇する一方、日本のRCA指数は2.06から2.71へ0.65ポイント上昇している。

(図表7) 自動車の国際競争力の重層的追跡
(2000-2010年)



(資料)WTOを基に筆者作成

中国の高付加価値製品の国際競争力が伸び悩んでいるのは研究開発の基盤が弱いことが大きく影響している。高付加価値製品の生産には研究開発が必要となる。自動車産業についてみると、日本の場合トヨタの研究開発費は売上高の4%程度である。ホンダの研究開発費の総額はトヨタに及ばないものの、売上高に対する比率は6%に達する。日産も5%にのぼる水準である。中国の場合、上海汽車が同1%、東風汽車が2%にとどまる²¹。

さらに中国の大手国営企業の新任経営者は畑違いの分野から入社することも少なくない。そして、数年間の任期を終えると地方政府のトップなど政府部門へ異動する。こうしたジョブローテーションのため、開発など中長期的な目標がおろそかになりがちである。

中小零細企業の研究開発は一段と厳しい。過剰生産能力が問題視されているなか、企業が存続するためには値下げ競争を続けるしかない。中長期的な研究開発を行うインセンティ

²¹ 上海汽車集団公司と第一汽車集団公司、東風汽車集団は中国自動車産業の三大グループ。詳しくは、関[2011]を参照。

ブをもつ中小零細企業は稀である。中国では、こうした中小零細の完成車メーカーが 100 社以上存在する。

このように、中国産業界は下から突き上げられると同時に、上はふさがっている状況である。そのなかで、最低賃金を年率 13%以上引き上げ、賃金が 2 桁の伸びを続けると、中国のアパレル・繊維製品に代表される軽工業品の国際競争力は一段と低下すると見込まれる。一方、自動車や集積回路・電子部品など高付加価値製品の国際競争力は伸び悩み、先進国との差が一向に縮まらない状況となろう。

3. 求められる成長モデルの転換

賃金上昇を厳しく抑制して加工貿易の競争力を維持すること、あるいは、高付加価値製品の国際競争力を短期間で高めることは容易ではない。ただし、中国の持続的な経済成長が不可能と過度に悲観する必要もない。それを克服するには、“新興国向け一般貿易”と“内需”がキーワードとなろう。新しい成長エンジンが中国の成長を中長期的に下支えすると期待される。

(1) 新興国向け一般貿易の拡大

中国が今後も国際経済において、その存在感を拡大するためには、政府が賃金上昇を厳しく抑制するか、あるいは、高付加価値製品の国際競争力を短期間で先進国並みに高めることが必要となるように見える。とはいえ、前者は社会的安定を揺るがす可能性がある。後者は産業の高度化を要するものであり、十分な時間がなければならない。たとえば、浙江省の温州では軽工業を中心に工業化が進展してきた。こうした軽工業に携わる企業家はもともと農民であった。彼らが今の事業に従事するようになり、すでに付加価値を大幅に引き上げてきた。さらなる高付加価値化を彼らに求めても能力が十分でない。

したがって、労働集約的な製品の国際競争力の低下、高付加価値製品の国際競争力の不足を前提とした新たな成長戦略が必要となる。実際、2011～2015 年の経済運営方針を示した「第 12 次 5 カ年計画」では、経済構造転換が最重要課題に掲げられ、年平均成長率の目標は 2006～2010 年から 0.5%ポイント引き下げられ、成長率よりも構造転換が重視されている。

今後、沿海部では加工貿易に替わり新興国向けの一般貿易が新たな成長の柱として期待される(図表 8)。加工貿易はサプライチェーンの大部分が部品提供国にある一方、一般貿易は中国国内で部品と原材料を調達するためサプライチェーンは中国国内にある。現状 iPhone のような高付加価値製品の部品を中国国内で生産するにはいたっていないものの、繊維機械や工作機械など比較的技術水準が低い機械類の部品であれば、中国国内での調達

(図表 8) 地域別輸出額の寄与度分解

	2005年 億ドル	2010年 億ドル	伸び率 %	寄与度 %
OECD加盟国	4,320	8,106	87.7	49.7
OECD非加盟国	3,304	7,679	132.4	57.4
BRICS	308	1,058	243.5	9.8
世界	7,623	15,784	107.1	107.1

(資料)中国海関総署を基に筆者作成

が可能になりつつある。日本製やドイツ製に比べて安価な中国製産業機械が、政府の海外進出支援策を受けて新興国で足場を急拡大している。新興国の高い経済成長を背景に、OECD 非加盟国向け輸出額は 2005 年から 2010 年にかけて 2.3 倍に増加した。その寄与度は OECD 加盟国向けを上回る 57.2%に達する。とりわけ、BRICS 向けの拡大が顕著である。先進国向け加工貿易が減速するなか、新興国向け一般貿易が高い伸びを維持しているため、輸出は緩やかな減速にとどまっている。

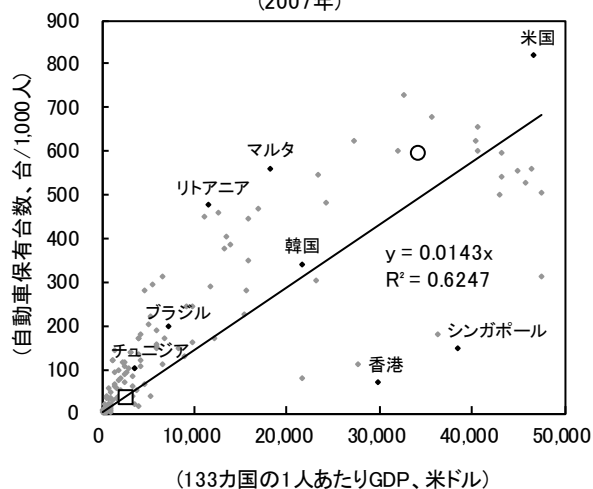
加工貿易に携わっている企業に対しては、沿海部から内陸部へ工場を移転するよう誘導する動きが拡大するだろう。これまで、加工貿易は沿海部を中心に発展してきた。とりわけ、沿海部に位置する広東省の役割が大きい。内陸の地方政府は広東省に工場を持つ企業に対し、内陸地域への移転を積極的に誘致している。また、2011～2020 年まで、チベット自治区など西部地域では進出企業に対して一段と大幅な優遇措置を採用している。中国の企業所得税は 25%であるが、西部地域では 15%の優遇税率を条件付で適用することできる。内陸部への工場移転を円滑に推し進めるには、積極的な政府の勧誘に加え、物流の整備がポイントとなるだろう。

(2) 内需関連産業の拡大

構造転換において、もっとも期待できる、あるいは、推進しなければならないのは内需型産業の拡大であろう。たとえば、自動車産業の伸びしろは大きい。中国の自動車普及はまだ初期段階である。2007 年の 1,000 人あたり自動車保有台数をみると、日本が 600 台弱であるのに対し、中国は 32 台にすぎない(図表 9)。中国の平均所得水準は韓国やブラジル、チュニジアなどを下回るため、自動車の普及もこれらの地域に比べて遅れている。2010 年でも中国の自動車保有台数は 1,000 人あたり 58 台と日本の 10 分の 1 以下の水準にとどまっている。

こうした状況を踏まえると、今後、所得水準の上昇に連動して、中国の自動車保有台数は一段と拡大することが見込まれる。仮に、2015 年に 1 人あたり GDP が 2009 年の 2 倍の 7,374 ドルへ上昇したとすれば、自動車保有台数は 1,000 人あたり 94 台になると見込まれる。人口が 13 億人と仮定すれば、自動車保有台数は 1 億 2,000 万台に達する。

(図表 9) 1 人あたり GDP と自動車保有台数
(2007 年)

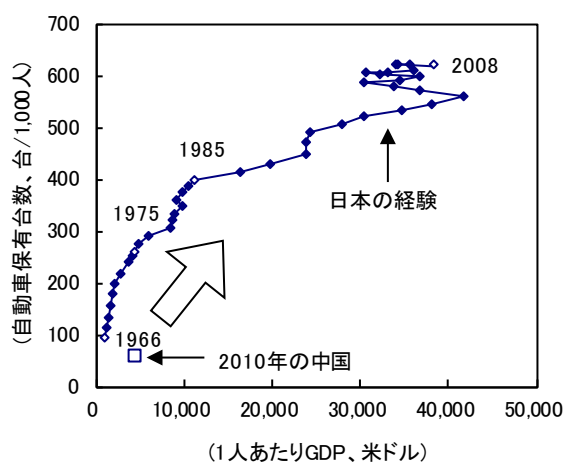


(資料) World Bank をもとに作成
(注) ○は日本、□は中国。

ちなみに、日本の経験を振り返ると、1960年代半ばからの20年間で一気に普及した。1966年に1,059ドルであった1人あたりGDPは、1985年には11,153ドルに増加した。これにより、個人の購買力が大幅に高まり、自動車が連動して急速に普及していった。

2010年の中国は1975年の日本と同等の所得水準であることを勘案すれば、中国でも今後10~20年にわたり、自動車市場が急拡大する公算が大きいといえよう(図表10)。このように、自動車産業をはじめとした内需関連産業は家計の所得上昇に伴い、中長期的に拡大すると見込んでも間違いはないであろう。

(図表10)1人あたりGDPと自動車保有台数



(資料)World Bank、国土交通省、中国統計摘要2011を基に筆者作成

おわりに

中国はこれまで、高い成長率を維持してきた。世界経済に対する影響が大きくなり、今後も、中国が持続的な成長を実現できるかという問いに対する注目はますます高まっている。

中国経済のリスクとして不動産バブルやインフレがしばしば指摘される。こうした短期的な要因を注視することはもちろん重要であるが、それだけでは不十分であろう。中長期的なリスク要因にも注意を払う必要がある。

中国のこれまでの発展モデルを総括すると、“加工貿易”と“不動産開発”の2つがキーワードになる。とりわけ、WTO加盟後の高成長は加工貿易を中心とした輸出の急拡大によるところが大きい。2000年の中国の一人あたりGDPは949ドルと他のアジア諸国を大きく下回るものであった。こうした低所得、低賃金水準を糧として、中国は世界から投資を呼び込み、その結果世界の工場となった。

ところが、近年中国の賃金は大幅に上昇した。2005年から2010年にかけて平均賃金は2倍に上昇した。とりわけ、最低賃金の上昇が顕著である。最低賃金の全国平均は5年間で2.4倍上昇した。

人件費の大幅な上昇により、加工貿易は高成長の支柱としての役割を果たすことができなくなりつつある。中国のアパレル・衣類の国際競争力がベトナムを下回るようになったように、中国の軽工業品の国際競争力は東南アジアに追い上げられ、追い越されるように

なっている。これに伴い、中国で加工貿易に携わる企業の経営環境は悪化しつつある。輸出に占める加工貿易の割合は 2005 年から低下しており、今後もその傾向が続くと見込まれる。

中国の産業競争力は新興国に追いつかれる一方、先進国には追いついていない厳しい状況である。研究開発の基盤が弱いため、高付加価値製品の国際競争力は十分に高まっていない。たとえば、自動車の国際競争力は徐々に上昇しているものの、先進国との差は依然大きい。

中国政府にはこうした状況を前提とした産業政策の転換が求められている。政府が賃金上昇を厳しく抑制すると、社会的安定を揺るがす可能性がある。一方、高付加価値製品の国際競争力を高めるには十分な時間が必要である。

ただし、過度に悲観する必要もない。今後の中国経済にとって“新興国向け一般貿易”と“内需”の2つが持続的な成長を支えるキーワードとなろう。まず、新興国向け一般貿易に可能性を見出すことができる。先進国向け加工貿易が伸び悩むなか、新興国向け一般貿易は高い伸びを維持しているため、輸出は緩やかな減速にとどまっている。

もっとも期待できるのは内需関連産業の拡大である。たとえば、自動車産業の伸びしろは大きい。2010 年の中国の自動車保有台数は 1,000 人あたり 58 台と日本の 10 分の 1 以下の水準にとどまる。今後、所得水準の上昇に連動して、中国の自動車保有台数は一段と拡大することが見込まれる。

中国の成長を支えてきたこれまでの発展モデルは壁に直面しているものの、台頭しつつある新しい成長モデルが今後の中国の持続的な発展を下支えすると期待される。

<主要参考文献>

1. エズラ・F・ヴォーゲル[1991]『中国の実験』日本経済新聞社。
2. 篠原三代平[2003]『中国経済の巨大化と香港』勁草書房。
3. 関辰一[2011]「“スモールハンドレッド”の中国自動車産業」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2011 Vol.11 No.42)。
4. 三浦有史[2011]「安定性と持続性を高めるインドネシア経済」(日本総合研究所『Business & Economic Review』2011 年 11 月号)。
5. 渡辺利夫・岩崎育夫[2001]『海の中国』弘文堂。
6. 渡辺利夫[2010]『開発経済学入門』東洋経済新報社。

第4章 限界に向かう中国の企業債務拡大：バブル期の日本と似た様相

はじめに

近年、中国の家計・企業・政府の総債務が急ピッチで拡大している。地方政府が融資プラットフォームを通じて調達した資金が、非効率なインフラ建設や不動産開発に投じられているという問題は指摘されているものの、とりわけ企業の債務急拡大には大きな問題が潜んでいる。

企業が銀行融資や社債発行などで資金を調達する一般的な目的は、製品やサービスをより良くするためか、あるいは、製品やサービスをより広く世に提供するためであろう。それを可能にする研究開発や設備の増強には膨大な資金がかかる場合がある。自己資金だけではビジョンの実現が困難であれば、他から調達するということであろう。

ところが、たとえば日本では1980年代の金融の自由化を受けて、大企業はエクイティファイナンスによって資本市場から巨額の資金を調達し、そのかなりの部分を財テクに投じ、それがバブルを生み、深刻な問題を引き起こした。

現在の中国においても、バブル期の日本と似た様相になっている。預金金利の自由化など本格的な金融自由化は未だなされていないにもかかわらず、企業の債務は膨張し、そのかなりの部分が財テクに投じられているとみられる。

そこで、以下では、中国の債務拡大の状況をみたうえで、その問題点を指摘していきたい。本稿の構成は以下のとおりである。1.では、中国に債務拡大の状況を概観する。2.では、財テクに走る国有企業の様子を明らかにする。具体的には、まず、マクロ統計を用いて、現在の中国はバブル期の日本と似た様相であることを確認したうえで、いくつかの事例から企業が社債発行などにより低利で資金調達し、その資金を各種金融商品に投じている状況を見ていく。その上で、中央企業を含む国有企業が財テクに関係していることを指摘する。3.では、財テクの問題点を見ていく。

1. 拡大する中国の総債務

近年、家計・企業・政府を合わせた中国の総債務が急ピッチで拡大している。BIS(Bank for International Settlements：国際決済銀行)によると、2013年末の中国における債務残高は、家計が19兆6,864億元、非金融企業（金融機関を除く企業部門）が86兆2,313億元であった²²。また、IMF(International Monetary Fund：国際通貨基金)によると、同年末における政府総債務残高は23兆938億元であった²³。したがって、2013年末の家計・企業・政府を合わせた総債務残高は129兆115億元と、58兆8,019億元であった同年の名目GDPの219.4%に達する。2010年末からの3年間で総債務は52兆3,614億元増加し、総債務の対GDP比は28.5%ポイント上昇した（図表1）。

（図表1）家計・企業・政府の債務残高

暦年	家計債務	非金融 企業債務	政府総債務	家計及び非 金融企業債務	総債務	名目GDP	総債務の 対GDP比
	a	b	c	a+b	a+b+c	d	(a+b+c)/d
	億元	億元	億元	億元	億元	億元	%
2000	n.a.	n.a.	36,974	111,893	148,867	99,776	149.2
2001	n.a.	n.a.	41,157	114,983	156,140	110,270	141.6
2002	n.a.	n.a.	45,472	144,228	189,700	121,002	156.8
2003	n.a.	n.a.	50,767	175,561	226,328	136,565	165.7
2004	n.a.	n.a.	56,595	200,208	256,803	160,714	159.8
2005	n.a.	n.a.	63,375	218,496	281,871	185,896	151.6
2006	23,731	234,971	70,142	258,702	328,843	217,657	151.1
2007	50,748	263,535	92,847	314,283	407,130	268,019	151.9
2008	57,137	311,692	100,052	368,830	468,882	316,752	148.0
2009	81,612	424,349	124,839	505,957	630,796	349,081	180.7
2010	112,094	507,154	147,255	619,246	766,501	413,030	185.6
2011	135,214	598,894	172,671	734,126	906,797	489,301	185.3
2012	160,194	723,826	197,985	884,084	1,082,070	540,367	200.2
2013	196,864	862,853	230,938	1,059,177	1,290,115	595,244	216.7

（資料）家計及び非金融企業債務はBISのtotal credit統計、政府総債務はIMFのgeneral government gross debt統計、名目GDPは中国国家統計局を基に筆者作成

部門別にみると、政府債務と家計債務も増加したものの、企業債務の急増が総債務拡大の主因となっている。2010年から2013年にかけて、非金融企業債務は35兆5,161億元増加し、その間の総債務拡大に対する寄与率は67.8%であった。

²² 出所はBISのtotal credit統計。

²³ 中央政府と地方政府の債務残高の合計。IMFが中国財務部と中国審計署のデータを基に推計。

中国の企業債務の対 GDP 比は、すでにバブル期の日本を上回っている。日本では 1980 年入り後、非金融企業の債務残高の対 GDP 比が急上昇し、1989 年末には 132.2% に達した。中国の場合、2013 年末の同比率は 146.6% であった (図表 2)。

中国ではこのように非金融企業の債務残高が急増した要因として、一般的には、非効率な投資拡大が指摘されている。リーマン・ショック後の 4 兆元の景気対策を受けて、地方政府が融資プラットフォームを通じて調達した資金が非効率なインフラ建設や不動産開発投資に投じられていることが問題視されている。また、鉄鋼やセメント、太陽光パネルなどの製造業セクターにおいて、過剰設備により収益性が低い状況にもかかわらず、借入れと新規設備の増加に歯止めがかからないことが問題となっている。

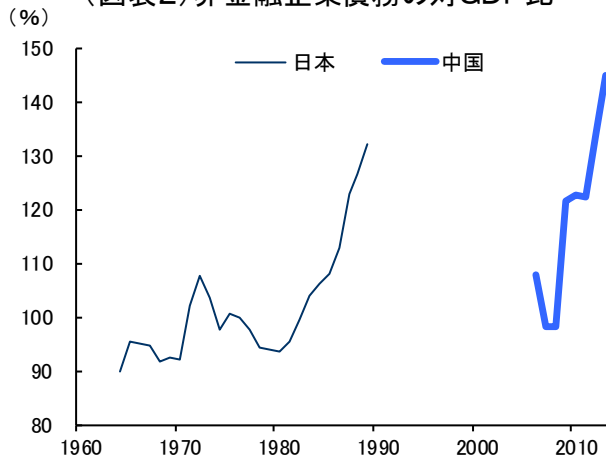
企業が調達した資金は、すべて非効率とはいえ生産性を高めるための設備投資やインフラ投資といった実物投資に投じられているのだろうか。そうではないところに問題が潜んでいる。

2. 財テクに走る企業

(1) バブル期の日本と似た様相

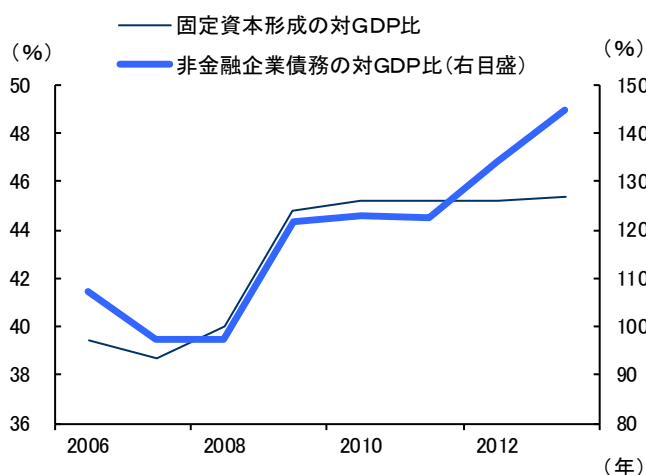
近年、中国では実物投資と債務とのギャップが拡大している。企業が調達した資金は、大きく分けると実物投資と金融資産投資で運用されており、債務が急拡大するなか、実物投資は伸び悩んでいる²⁴。実際、非金融企業債務の対 GDP 比は上昇トレンドにある一方、建設投資や機械設備投資を含む固定資本形成の対 GDP 比は横ばいで推

(図表 2) 非金融企業債務の対 GDP 比



(資料) BIS の total credit 統計、中国国家统计局、内閣府「国民経済計算」を基に筆者作成

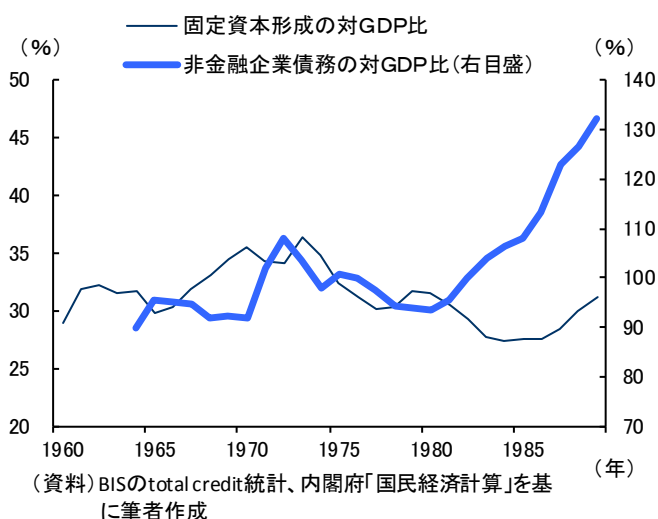
(図表 3) 中国の企業債務と固定資本形成の対 GDP 比



²⁴ 企業が調達した資金は、実物投資と金融資産投資以外には、赤字補てんなどの後ろ向きなものに使用されるケースも。

移していることから、企業が調達した資金の一部が、いわゆる“財テク”に投じられている姿が示唆される²⁵（図表3）。具体例を次節で紹介するが、このように企業が外部から調達した資金を金融商品に投じる、財テクの動きはマクロ統計にも表れている。（図表4）日本の企業債務と固定資本形成の対GDP比

これはバブル期の日本と似た様相である。日本でも1980年代前半から、非金融企業債務の対GDP比と、固定資本形成の対GDP比のギャップが拡大した（図表4）。日本では金融自由化の流れを受けて、大企業はエクイティファイナンスによって資本市場から巨額の資金を調達し、そのかなりの部分を財テクに投じた²⁶。その結果、実物投資は相対的に伸び悩んだ一方、企業債務が急拡大した。



日本のバブル期における企業の財テクの様子は、野口悠紀雄一橋大学教授（当時）の著書『バブルの経済学』（1992）、館龍一郎東京大学名誉教授らが執筆した「資産価格変動のメカニズムとその効果」（1993）などで具体的に把握することができる。ここでは、野口教授に倣い、国民経済計算における非金融法人企業の資本調達勘定をみると、1982年から1989年にかけて企業の調達総額が31兆6,844億円から94兆8,387億円へ3.0倍に急増した²⁷。とりわけ、債券・株式による調達は6兆639億円から26兆2819億円へ4.3倍になった（図表5）。また、この頃から企業による実物投資以外への運用も増え、運用面からみると、金融資産純増は同時期に15兆6,579億円から64兆8,241億円に大幅に増加した。野口教授の同著書によると、1987年頃の大

²⁵ 固定資本形成には、企業の設備投資に加え、政府のインフラ投資と家計の住宅投資という実物投資も含まれる。

²⁶ エクイティファイナンスとは、新株発行を伴う資金調達のこと。代表的なものに、公募による時価発行増資や転換社債、ワラント債の発行など。時価発行増資は株式市場の活況により資本コストが低下。転換社債とは、一定期間内に一定の条件で発行会社の株式に転換できる権利を付与した社債であり、転換権のために低い利率で発行可能。ワラント債とは、普通社債にその社債発行会社の新株を、社債発行時に決められた一定の値段（行使価格）と一定の割合（付与率）で引き受ける権利の付いた社債であり、新株引受権のために低利で発行可能。

²⁷ 国民経済計算では、非金融法人企業や金融機関、一般政府、家計、対家計民間非営利団体からなる各制度部門が行うさまざまな取引を經常取引と資本取引に大別し、經常取引は所得支出勘定、資本取引を資本調達勘定に記録。各制度部門は、さまざまな形態で資金を調達して実物資産（住宅、企業設備、土地等）と金融資産（預貯金、公社債、株式等）に投資・運用するが、その調達と投資・運用の間には次の恒等式が成立。

$(自己資金の純増額) + (金融市場から調達した資金の純増額) = (実物投資) + (金融資産の純増額)$
詳しくは内閣府 WEB サイト「基礎から分かる国民経済計算」を参照。

企業の負債利回りは5%程度にとどまる一方、金融資産収益率は7~8%であった²⁸。このため、資金を右から左に流す財テクにのめり込む企業も増加していった。

(図表5) 非金融法人企業の金融取引(フロー)

暦年	調 達			運 用	
	市 中 借 入 金 株	債 券 式 債	そ の 他 務 債	金 融 資 産 純 増	実 物 投 資 に 充 当
1980	13.6	4.3	7.0	12.3	12.6
1981	16.5	6.2	10.1	21.0	11.8
1982	17.4	6.1	8.2	15.7	16.0
1983	18.1	4.8	6.1	16.0	12.9
1984	20.7	7.1	13.7	27.1	14.3
1985	25.2	7.8	3.5	23.6	12.9
1986	26.6	9.1	-6.3	17.1	12.3
1987	25.9	12.6	43.0	59.0	22.4
1988	30.0	19.4	27.1	53.4	23.1
1989	38.0	26.3	30.6	64.8	30.0
1990	39.5	15.6	31.9	39.7	47.3

(資料) 経済企画庁『平成4年版 国民経済計算年報』(1992年)、野口(1992)

p.119を基に筆者作成

(注) 金融資産の純増には、現金・預金、有価証券、およびその他の金融資産を含む。

(2) 中国では、銀行を経由した高利貸しが代表的な財テク

中国では、企業はどのような分野で資金を運用しているのだろうか。日本では土地や株式が主な運用の対象となったのに対し、中国では今のところ土地や株式市場に本格的なバブルはみられない²⁹。

中国の株式市場は2007年の急落以降、長期低迷が続いた。当局がディスクロージャーの強化やインサイダー取引の取り締まりなどに注力しているものの、投資家の市場に対する信認はいまだに低く、株式投資の魅力は限られている。

不動産市場についてみると、そもそも、土地は私有化されていない。企業や家計が取得できるのは土地所有権であり、国家、あるいは農村が土地所有権を持つ。政府から不動産開発業者に土地所有権が移転する際、土地所有権に一定の価格がつくものの、市場原理が十分に機能していないため、その価格は非常に緩やかな上昇にとどまっている。不動産開発業者は、上物となる住宅やオフィス、商業施設などを建設した後、売却にあたって土地所有権と上物を同時に買い手に引き渡している。土地所有権は単独で流通することが禁止されているため、単独の価格はついていない。

建物も厳格な価格抑制策により金融商品としての魅力が限られる。住宅を例にすれば、まず、住宅ローン規制がかかっている。日本ではマンションを購入する際に、物件価格の9割超を住宅ローンで賄うことが可能である一方、中国では一部に緩和の動きもあるものの最高7割までしか認められていない。物件価格の3割の頭金を自ら準備する必要がある。2

²⁸ 原典は日本開発銀行「80年代のマネーフローと今後の企業金融」『調査』第162号(1992年7月)、日本銀行「平成2年の資金循環」『日本銀行月報』1991年7月、日本銀行「平成3年の資金循環」『日本銀行月報』1992年7月。

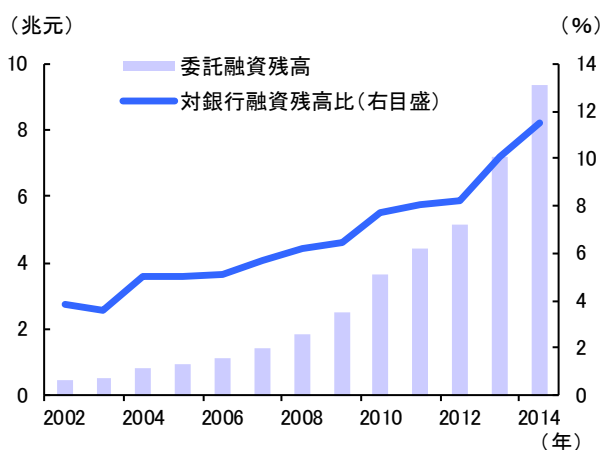
²⁹ 不動産市場について、詳しくは関[2012]を参照。

軒目の住宅を購入する際の条件はさらに厳しい。地域によって状況が違っているが、2015年3月時点で上海に2軒目の住宅を購入するには、物件価格の7割の資金が必要である。このほか、戸籍による購入規制もある。たとえば、上海戸籍を持っていない居住者は、2年以上の納税実績があってはじめて1軒目の住宅を購入することが可能となる。

こうしたなか、大手企業は不動産開発企業やその他中小企業、地方融資平台などへの高利率の貸出しを拡大している。1996年に企業間で直接貸し付けを行うことが禁止されたため、大手企業は銀行を仲介する必要があるものの、仲介手数料を支払っても、年率10%超の運用利回りを得られている。中国人民銀行は、このような企業が銀行を経由して他の企業に資金を貸し付けるスキームを「委託融資」と定義している。その残高は2010年末の3兆6,422億元から2014年末に9兆3,300億元に急増した(図表6)。委託融資は代表的なシャドバンキングの一つである³⁰。

こうした財テクの資金は、社債発行などにより低利で調達されている(図表7)。たとえば、コンテナ船などの生産販売に携わる江蘇舜天船舶股份有限公司(舜天船舶)の「年報」(有価証券報告書に相当)によると、同社は2012年に表面利率年6.6%の社債発行で資金を調達し、2012年から2013年末までに、委託融資により非関連会社である全椒福爵房地產に年率19.2%と18.0%、南京福地房地產開発に同18.0%、江蘇瑞東建設に同18.0%で資金を貸し付けた³¹。

(図表6) 委託融資残高

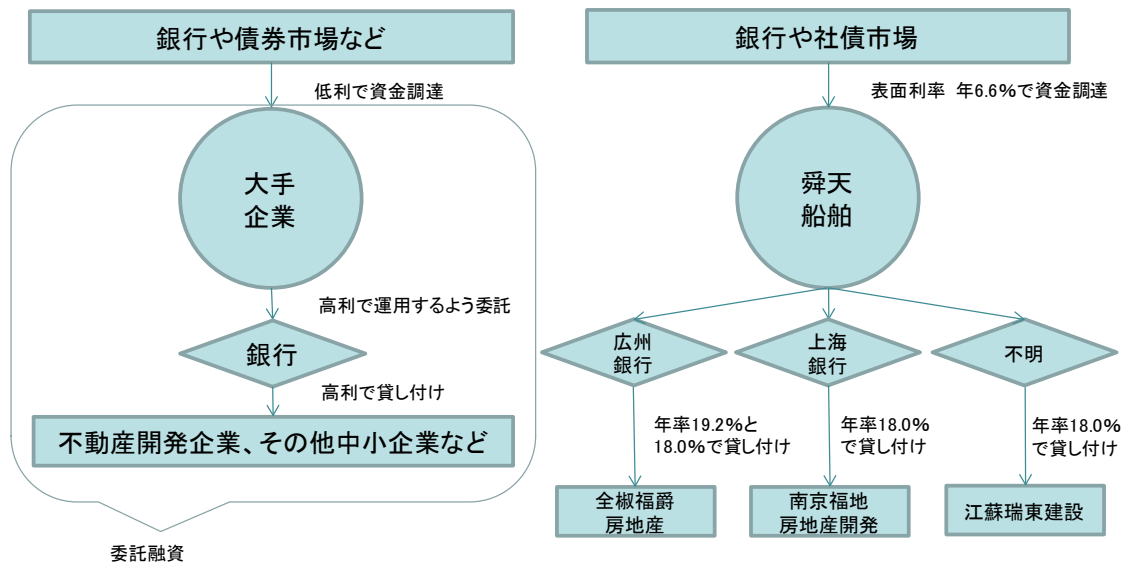


(資料) 中国人民銀行「2014年社会融資規模存量統計数据報告」を基に筆者作成

³⁰ 中国のシャドバンキングの範囲、拡大背景、リスクと政府対応策について、詳しくは湯元・関[2013]を参照。

³¹ 詳しくは、有価証券報告書に相当する「江蘇舜天船舶股份有限公司2012年度報告」と「江蘇舜天船舶股份有限公司2013年度報告」を参照。

(図表7) 銀行を経由した高利貸しのスキーム
 代表的なスキーム 舜天船舶のケース



(資料)各種報道、「江蘇舜天船舶股份有限公司2012年度報告」、「江蘇舜天船舶股份有限公司2013年度報告」を基に筆者作成

このほか、高速道路建設を主な業務とする河南中原高速公路股份有限公司（中原高速）は2006年に表面利率年4.0%で10年物の社債を発行し、2012年に委託融資により信陽錦華置業有限責任会社に年率25.95%、鶴壁市凱置業有限公司に同24.0%の高利で貸し付けた³²。

主要経済新聞の一つである21世紀経済報道が2013年5月3日に掲載した記事「120家上市公司306億元涉非關聯委託貸款」によれば、120社の上場企業が委託融資により非關連企業に総額306億元を貸し付けている。金利はおおよそ7~12%であるものの、10%を超える企業は53社、うち9社は23%以上であり、最高金利が中原高速の25.95%であるという。このように、上場企業が高利率の貸出しを行っていることは伝えられていたものの、外部からの借り入れを原資に行うスキームは、これまであまり表面に出ておらず、全貌が明らかになっていなかった。

こうしたなか、華泰証券の首席エコノミストである劉焜輝氏は、2012年11月の「中国首席エコノミストフォーラム」にて、具体的な経済統計や事例は示さなかったものの、大企業が債券発行などを通じて低利で資金を調達し、委託融資や信託融資のスキームで貸し出すことにより、利ざやを稼いでいると指摘した³³。そして、舜天船舶が南京福地房地產開

³² 詳しくは、有価証券報告書にあたる『河南中原高速公路股份有限公司2014年半年度報告』を参照。なお、同社は委託融資のほか10種類以上の理財商品にも投資。理財商品は、銀行が顧客から預金を受け入れるのではなく、当該顧客に自らの融資債権を売却すること等により、融資資産を銀行のB/S外へ移転するものであり、銀行資産のオフバランス化の典型例。理財商品も代表的なシャドバンキングの一つ。

³³ 詳しくは、劉[2013]を参照。

発に貸し付けた資金が債務不履行となり、舜天船舶が南京福地房地產開発を相手に訴訟を起こしたために、社債発行による貸出しの実態が明るみに出た。これは、氷山の一角といえよう。

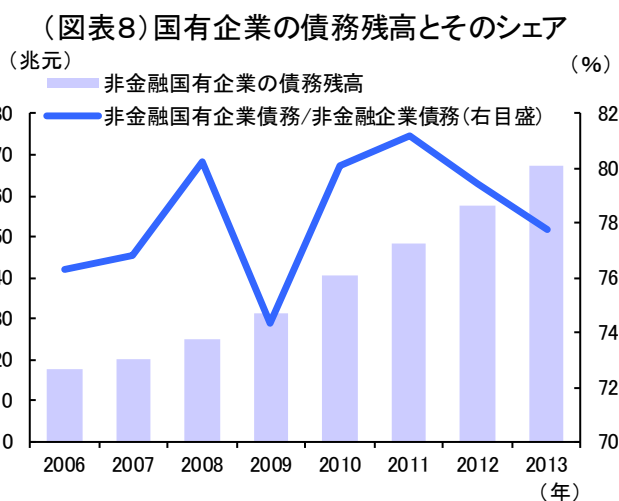
企業による投機的な動きは多岐にわたる。企業は委託融資のほか、理財商品や信託融資などのシャドーバンキング商品で資金を運用しているほか、銅や鉄鉱石、ニンニクや落花生などの商品市場、白酒やワイン、不動産市場やゴルフ会員権などでも投機的な動きがみられる。新華社が2013年6月3日に掲載した記事「多家上市公司購置高端会员卡打理政商關係」によると、役人とのコネクションを深めるためや転売するために、多くの上場企業がゴルフ会員権に投資している³⁴。例として、ST珠江、光華控股、海隆軟件、御銀股份など具体的な企業名と各社の投資額が紹介された。また、2015年2月15日の新華社の記事「新華視点：上海郊区高尔夫球場違規建設調查」によれば、上海郊外のゴルフ場である東庄海岸高尔夫俱樂部が「体育公園」として登記されていた。近年、当局はゴルフ場建設を禁止しているものの、緑化施設などの名目でゴルフ場が建設される例は、報道されただけでも複数ある。一般的なゴルフ会員権の価格はおおむね20万元から100万元とされるものの、「体育公園」の会員費は年間146万元にのぼる。同クラブの会員権に対する需要が強いため、これほどの高値に上昇したのであろう。それだけ、投機的な動きが大きいともいえよう。

ゴルフ場の会員権が高騰する事例は、日本のバブル期にもみられた。野口教授が2008年に出版した『戦後日本経済史』によると、バブル期にゴルフ場開発にかかわった企業としては、EIEやイトマンが有名である。EIEが栃木県に開発したロイヤルメドウ・ゴルフクラブでは、当初450万円で販売された会員権が、ゴルフ会員権投資のブームが過熱化するなか、一時3,000万円でまで値上がりしたという。しかし、バブル崩壊後、メドウ・ゴルフの会員権は数十万円に値下がりしたとされる。

(3) 果てなき利益追求に没頭する国有企業

このように、資金を右から左に流すことにより、利鞘稼ぎをしている企業の多くは国有企業とみられる。中国財務部の統計とBIS統計の範囲の違いが不明瞭であるため、断言することは難しいものの、金融機関を除く国有企業の債務総額は非金融企業債務の7~8割に達し、財テクに走る企業の多くは国有企業であると考えられる(図表8)。

先述の舜天船舶は国有企業である。中



³⁴ 新華社が新京報の記事を転載。新京報が各社の有価証券報告書を基に作成。(資料)2012年までの非金融国有企業の債務残高は『中国財政年鑑2013』、2013年は財務部WEB、非金融企業債務はBISのtotal credit統計を基に筆者作成

国の国有企業は大きく中央政府が管轄する企業と地方政府が管轄する企業の 2 つに分類される。地方国有企業は、各省・市・自治区の国有資産監督管理委員会が管理する。舜天船舶の株式の 50.3%を持つ江蘇省国信資産管理集団は、江蘇省国有資産監督管理委員会が管理する大手地方国有企業である。

国有企業だからこそ、低利で資金調達し、高利率で貸し付けることが容易となっている。舜天船舶が発行した社債の連帯保証人は、江蘇省国信資産管理集団であったからこそ、表面利率 6.6%という低いコストで資金を調達することができたといえる。

また、中原高速も国有企業である。同社の株式の 45%を持ち、最大の株主である河南交通投資集団有限公司と、それに次いで、20%を持つ招商局華建公路投資有限公司は、いずれも国有企業である。中国統計年鑑によると、最大の株主が国有企業である企業は国有企業に分類される。

社債発行により資金調達した上記 2 社のケースとは異なるものの、120 社に満たない中央直轄企業も財テクに関係している。14.7 万社の国有企業のうち、中央直轄企業は銀行融資など各方面でもっとも優遇を受けることができる。その資本コストは中央政府に次いで低いと見込まれる。その一つである中国煙草総公司是、低利で調達した資金で関連会社を作り、財テクを行っていると思われる。

中国煙草総公司是曾孫会社にあたる香溢融通控股集团股份有限公司（香溢融通、SUNNY LOANTOP）の実質的な支配会社となっている³⁵。つまり、同社の 100%子会社が中国煙草総公司浙江省公司であり、その中国煙草総公司浙江省公司の 100%子会社が、浙江煙草投資管理有限責任公司であり、その浙江煙草投資管理有限責任公司が香溢融通の株式の 12%を持ち、筆頭株主となっている。

香溢融通は、2012 年に委託融資により 18 社の非関連企業に対し、12.00~21.85%の金利率で貸し付けを行った。さらに、香溢融通の子会社 2 社が委託融資により 12 社の非関連企業に対し、年率 12.00~24.00%の高利率で貸し付けた。財テクによる収益は、配当金により中国煙草総公司に還元されているのだろう。

3. 製品・サービスの質的向上を伴わない繁栄は持続性に疑問

各方面で優遇を受ける国有企業が、資金を左から右に流すだけで利益が得られる現状は正常とはいえない。株式をはじめとした、金融資産収益率は名目成長率にある程度収斂していくはずであり、高利回りを約束している運用先企業は、いずれ収益性の低下や返済能力不足に直面し、継続融資が困難となり、多くの委託融資がデフォルトに直面することも考えられる。

³⁵ 詳しくは、有価証券報告書にあたる「香溢融通控股集团股份有限公司 2013 年年度報告」を参照。

運用先の不動産開発企業やその他中小企業、地方融資平台は、こうして高利で調達した資金を必ずしも需要が十分に見込まれる住宅建設やその他の生産的な設備投資、インフラ投資に投じていないと考えられる³⁶。資金を実物投資に充当していれば、固定資本形成比率（固定資本形成／名目GDP）と企業債務残高の対GDP比率は大きく乖離しないはずである。同時に、名目成長率を大幅に超える投資利回りは確保できないだろう。

しかし、歴史を振り返ると、ヨーロッパではチューリップの球根一つに、住宅以上の価値がつくほど、投資ブームが盛り上がったことがある。日本でも皆が「地価は上がり続けるもの」とされる土地神話を信じた。集団になると、冷静さが失われ、熱狂的な投資ブームに発展していく。財テクに走る国有企業も同じであろう。

ちなみに、日本では1989年末に日経平均株価が3万8,915円を記録した後、90年の初めから下落し、4月2日には2万8,002円まで暴落した。これが一般的にバブル崩壊の始まりとされるが、その直接のきっかけとなったのは、市場における金利先高観の急速な台頭とされる³⁷。1989年には政策金利が5月31日、10月11日、12月25日と3回引き上げられ、1990年に入って米国の長期金利が上昇し、市場に急速に金利先高予想が広まった。一旦、資金の出し手が投資先に対する信用を失うと、資産価格は下落し続けた。中国でも、何らかのショックにより、資金の出し手が一斉にリスク回避に回るようになる恐れがある。その際、財テクに走った企業ほど、資産価値が目減りする一方、社債などで調達した負債の償還に追われることになる。

また、国有企業が財テクにのめり込むほど、実業がおろそかになる恐れもある。中国ではベビーフードをわが子に安心して食べさせることもままならない。また、中国ブランドの自動車は依然としてグローバル・ブランドと大きな差がある。食品産業や自動車産業の国有企業が財テクに資金を割いているために、本業が疎かになっているわけではないが、一部の国有企業が財テクにのめり込んでいるという事実は、資金や人材が、本来投じられるべき分野に投じられていないことを示唆している。

企業が持続的に成長するためには、たえず製品・サービスの品質を向上させる必要があることは言うまでもない。研究開発や生産管理などには多くの資金がかかる場合もあるだろう。資金をかけたにも関わらず、成果が上がらないこともあるだろう。それでも、本業を磨き上げることなしに、製品・サービスの質的向上は困難である。地道な積み上げこそが、国有企業に求められる。

³⁶ 経済成長率が2010年をピークに低下するなか、企業の資金繰りが悪化していることを勘案すれば、高利で借り入れた資金は、資金繰り倒産を回避するための借り換え資金となっているとみられる。実際、舜天船舶や中原高速の年報によると、委託融資の資金用途は資金繰り、セメントや鋼材購入等である。既存債務の返済期限が迫るなか、新たな資金を調達することで、自転車操業を続ける企業が多くあると予想される。背に腹はかえられない状況下、返済の困難さを承知の上で、年率10%超にのぼる高利の委託融資に依存するようになった可能性。

³⁷ 詳しくは、資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会[1993]を参照。

おわりに

本稿でみてきたように、現在の中国においては、預金金利の自由化など本格的な金融自由化は未だなされていないにもかかわらず、企業の債務は膨張し、そのかなりの部分が財テクに投じられているとみられる。

代表的な財テクは、銀行を経由した高利率の貸出しである。株式や不動産市場の投資先としての魅力が限られているなか、大手企業は不動産開発企業やその他中小企業、地方融資平台などへの高利率の貸出しを拡大している。企業間で直接貸し付けを行うことが禁止されているため、大手企業は銀行を仲介する必要がある、仲介手数料を支払う必要があるものの、年率10%超の運用利回りを得られる。

企業による投機的な動きは多岐にわたる。委託融資のほか、理財商品や信託融資などのシャドーバンキング商品で資産を運用しているほか、銅や鉄鉱石、ニンニクや落花生などの商品市場、白酒やワイン、不動産市場やゴルフ会員権などでも投機的な動きがみられる。

このように、資金を右から左に流すことにより、利鞘稼ぎをしている企業の多くは、国有企業である。14.7万社の国有企業のうち、120社に満たない中央直轄企業は銀行融資など各方面でもっとも優遇を受けることができる。その資本コストは中央政府に次ぐ低さと見込まれる。その中央企業も財テクに関係している。

製品・サービスの質的向上を伴わない繁栄は持続性が疑問である。運用先企業の低い収益性や返済能力不足が露呈し、継続融資が困難となり、多くの委託融資がデフォルトに直面することになりかねない。財テクにのめり込んだ企業ほど、資産価値が目減りする一方、社債などで調達した負債の償還に追われるのであろう。中国企業が日本のバブル崩壊の経験をしっかり学び、虚ろな繁栄ではなく、製品・サービスの質的向上による繁栄を目指すよう期待する。

<主要参考文献>

(日本語)

1. 今井健一[2008]『『持株会社天国』としての中国』（下谷政弘編『東アジアの持株会社』ミネルヴァ書房）。
2. 今井健一・渡邊真理子[2006]『企業の成長と金融制度 シリーズ現代中国経済 4』名古屋大学出版会。
3. 資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会[1993]「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」（大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』1993年

11月号)。

4. 関辰一[2012]「中国の不動産バブル崩壊リスクは極めて小さい」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2012 Vol.12 No.45)。
5. 津上俊哉[2013]「チャイナ・リスクと中国経済並びに中国における日本企業の動向」(日本国際問題研究所『チャイナ・リスクと地域経済統合に向けた取組』平成26年3月)。
6. 野口悠紀雄[1992]『バブルの経済学——日本経済に何が起こったのか』日本経済新聞社。
7. 一 [2008]『戦後日本経済史』新潮社。
8. 丸川知雄[2013]「中国の国有企業——「問題」から「パワー」に転換したのか」(日本総合研究所『JRI レビュー』2013 Vol.3, No.4)。
9. 三浦有史「中国「国家資本主義」のリスク——「国進民退」の再評価を通じて」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2012 Vol.12 No.45)。
10. 湯元健治、関辰一[2013]「中国のシャドーバンキング——そのリスクと政府対応力をどうみるか」日本総合研究所リサーチ・レポート 2013年8月9日。

(中国語)

1. 余永定・馬駿・哈繼銘・鄧海清・張斌・王宇・徐以升[2014]「也論經濟危機的可能觸發点」(中国社会科学院世界經濟与政治研究所『国際經濟評論』2014年第4期)。
2. 劉焯輝[2013]「我对中国債務的理解」(夏斌編『首席經濟学家論壇：中国經濟如何化險為夷』東方出版社)。

第5章 中国のシャドーバンキング：そのリスクと政府対応力をどうみるか

はじめに

中国のシャドーバンキングが新たなリスク要因として浮上し、世界中から注目を浴びている。そのきっかけは、2013年6月、銀行間市場金利が13%台と過去最高水準にまで急上昇したことにある。その要因として、中国人民銀行がシャドーバンキングの是正を目的に、資金供給を意図的に抑制したことが指摘されている。最終的には、人民銀行の資金供給により、市場の混乱は鎮静化し、足許では、資金供給抑制の実体経済への影響は大きく表れていない。しかし、シャドーバンキングを急速に抑制した場合、中小企業や中小金融機関、地方の融資平台、不動産開発業者などの資金難が深刻化し、金融システム不安など大きな問題に発展するリスクがある。

本稿では第1に、短期金利の高騰などこれまでの経緯を概観する。第2に、中国のシャドーバンキングとはいかなるものかを説明する。まず、先進国のシャドーバンキングの特徴を概観した上で、GDPの25%とも40%とも言われる中国のシャドーバンキングの範囲と規模をみていく。その上で、銀行理財商品と委託融資、信託融資に焦点を当てて、そのスキームと拡大の背景を明らかにする。第3に、中国のシャドーバンキングのリスクを指摘する。世界経済へのインパクトを含めて、米国のサブプライム・ローンとの比較から、そのリスクの大きさを明示する。第4に、政府の対応策を整理し、その危機回避能力を考察する。

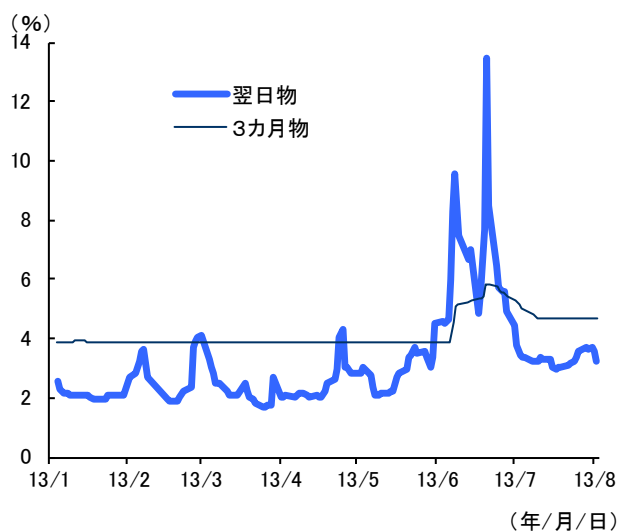
1. これまでの経緯

(1) 急上昇する短期金利

中国のシャドーバンキングが世界的に注目されるようになったきっかけは銀行間市場金利の急上昇であった。代表的なインターバンク市場の短期金利であるSHIBOR 翌日物は4月に平均2.5%、5月に同2.9%と低水準を維持していたものの、6月20日に13.4%まで一気に上昇した(図表1)。

想定外の短期金利の急上昇により、中国発の金融危機が勃発するのではないかと懸念が浮上した。2008年9月、米国でも短期金利が急上昇した後、急激な信用収縮が生じ、その影響は瞬

(図表1) SHIBOR



(資料)CEIC

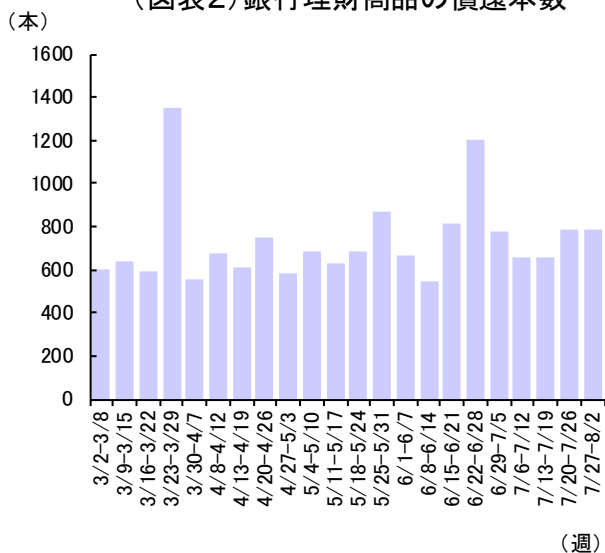
く間に世界に広がった。その結果、世界経済は深刻なリセッションに陥った。中国でも、不良債権問題の深刻化により特定銀行の経営破綻が起きるのではないかとといった憶測が飛び交い、金融機関が相互不信に陥り、資金の出し手がいなくなるのではないかとの見方が広がった。

なお、SHIBOR 翌日物が 10% を上回ったのは、今回が初めてである。2010 年に地方政府の融資プラットフォームを整理する際も、短期金利は中央銀行の潤沢な資金供給を背景に安定した水準を維持した。2013 年 5 月までの最高値は 2007 年 10 月 26 日の 8.5% である。この時は、当局がインフレ抑制を目的に短期流動性の吸収を強めたことが影響した。

(2) 狙いはシャドーバンク是正に向けた断固たるスタンスを示すこと

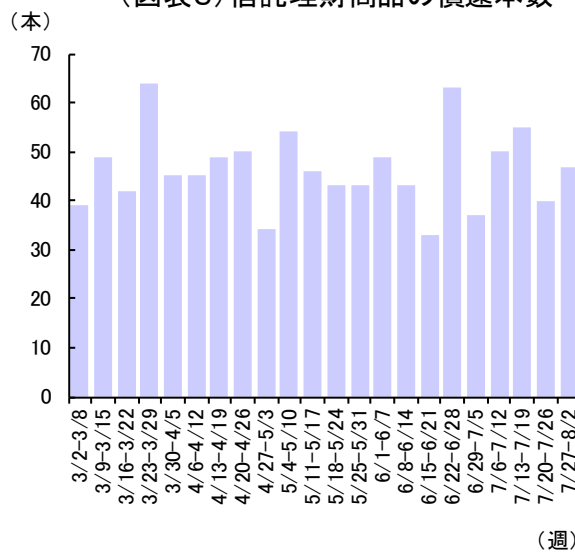
今回の金利高騰の要因として、複数の点が指摘されている。まず、理財商品³⁸の償還が集中したことが資金需要の拡大に繋がったとされる。確かに、理财商品の償還は 6 月末に集中した。理财商品の市場調査や商品設計などのコンサルティングを手掛ける普益財富によると通常、銀行理财商品の償還本数は一週間当たり 600 本前後であるが、6 月 22 日～28 日の週は 1,206 本が満期を迎えた（図表 2）。この週の信託理财商品の償還本数も 63 本と、他の期間に比べて多かった（図表 3）。加えて、企業所得税の支払いや法定準備金の積み上げ義務も資金需要の拡大要因とみられる。5 月末と 6 月 17 日～21 日の週は納税が集中する期間とされる。

(図表 2) 銀行理财商品の償還本数



(資料) 普益財富

(図表 3) 信託理财商品の償還本数



(資料) 普益財富

しかし、上記のような要因はこれまでも発生したにもかかわらず、短期金利に急上昇はみられなかった。例えば、2013 年 3 月 23 日～29 日の週に銀行理财商品の償還本数は 1,348 本に達したものの、同期間の SHIBOR 翌日

³⁸ 理财商品とは、金融機関が家計や企業に販売する資産運用商品。運用先は商業銀行の貸出債権や地方融資プラットフォーム発行の“城投債”、社債など。後述するように、最終的な資金需要家は不動産開発業者や地方融資プラットフォーム、中小企業など。

物は約 2%の水準を維持した。したがって、資金需要の拡大が短期金利急上昇の決定的な要因ではないといえよう。

今回の特殊性は当局のスタンスである。これまで、銀行理財商品や信託理財商品の償還などが集中する月に、当局は十分な資金を供給してきた。しかし今回は、中央銀行がインターバンク市場で資金供給を抑制した。このため、短期金融市場で流動性不足が生じた。一部では、特定銀行の経営不安に起因する信用逼迫が主因との見方も出たものも、その可能性は低い。企業収益に明確な改善はみられないが、悪化に歯止めがかからない状況でもない。2012年5月以降の景気でこ入れ策により、赤字企業数は2012年に前年比22.3%増加したものの、2013年1~5月は同2.4%増にとどまっている。

当局の狙いは、シャドーバンキング是正に向けた断固たる決意を示すことにあったと思われる。これまで、政府はシャドーバンキングのリスクをコントロールするために行政指導を通じて様々な規制・監督強化を行ってきたものの、その効果は限定的に止まっていた。こうしたなか、当局はインターバンク市場における資金供給の抑制という手段で、強い意思を示したと言えよう。しかし、こうした手段は、副作用が大きく、最終的には資金供給をせざるを得なかったと解釈できる。

2. シャドーバンキングとは

(1) 先進国のシャドーバンキングの定義

シャドーバンキングという概念が初めて示されたのは2007年であった。米国の債券投資機関PIMCOの執行役員マカリー氏(McCulley)は、ジャクソンホールで開かれたカンザスシティ連邦準備経済検討会において“一連のレバレッジのかかった非銀行融資のルート、媒体、構造”として提示した。

ニューヨーク連邦準備銀行(Federal Reserve Bank of New York)は2010年7月のレポートの中で、シャドーバンキングを“ABCP、ABS、CDO、Repoなど証券化と担保に裏付けされた融資を媒介する機関”と定義した。

金融安定化理事会(FSB; Financial Stability Board)の2011年4月のレポートでは、“通常の銀行システム以外で提供される信用仲介システム”と定義されている。詳細は後で述べるが、流動性・満期変換および高いレバレッジや誤った信用リスクの移転がシステムミック・リスクを引き起こす要因であるという指摘が注目される。

このほか、国際通貨基金(IMF; International Monetary Fund)や欧州委員会(European Commission)もそれぞれシャドーバンキングの主体やその活動を整理している。

このように、先進国のシャドーバンキングについては、複数の異なる定義が存在するが、一般的に、シャドーバンキングとは、銀行融資以外のルートで資金を供給する信用仲介機能であり、その規模が歯止めなく膨張し、銀行自身も深く関わっているために、システムミック・リスクを惹起しかねない新たな金融システムということが出来よう。

(2) 中国におけるシャドーバンキング

① 中国のシャドーバンキングの定義と規模

中国においても各機関が独自にシャドーバンキングを定義し、規模を推計しているものの、その範囲の違いにより、規模が異なってくる。

まず中国人民銀行の定義では、①商業銀行のオフバランス理財、②証券会社集合理財、③ファンド専門理財、④証券投資ファンド、⑤投資型保険中心の投資口座、⑥産業投資ファンド、⑦ベンチャー投資ファンド、⑧PEファンド、⑨企業年金、⑩公的住宅積立金、⑪小口融資企業、⑫ノンバンク融資リース会社、⑬保理専門企業、⑭金融控股企業、⑮質屋、⑯担保企業、⑰手形会社、⑱クレジットとプリペイド機能を持つ支払い企業、⑲組織的な民間貸付機関とされる³⁹。

一方、北京大学中国マクロ経済研究センター教授の黄益平らは、銀行のオフバランス融資をシャドーバンキングとして扱い、2011年1～9月のフローベースでの規模は同時期の社会融資総額の22%にあたる2.14兆元と集計した⁴⁰。さらに、信託会社が大量向けに資産運用商品を販売する“信託融資”、および、金融機関が仲介を行う“委託融資”の2つに焦点を絞って議論を展開し、この2種類の非銀行ルートでの新規貸出は潜在的にリスクが高いと結論づけている。

中国青年政治学院の李欣偉らは、以下3つをシャドーバンキングと定義した⁴¹。第1は私募ファンドである。主に、ファンド管理会社による特定顧客向け資産管理業務、証券会社によるセパレートリー・マネージド・アカウント(SMA)、商業銀行による個人理財商品、信託会社による集合型資金信託プランなどがある。第2は、貸出型準金融機関である。少額貸付会社、質屋、モノライン保険会社などが含まれる。第3は、銀行・信託投資会社の連携による融資運用会社である。信託貸付、株式担保融資、債券または手形の譲渡などがある。

UBSの汪涛らは中国のシャドーバンキングを3つに分類し、その規模を算出している。第1は、社会融資総額の中の銀行引受手形、信託融資と委託融資であり、2012年第3四半期末の残高は13.7兆元とされる。第2は、第1の定義に信託資産(社会融資総額の統計範囲外)と民間貸付を加えたものであり、同20.9兆元とされる。第3は、第2にノンバンクが所有する社債を加えたものであり、同24.4兆元とされる。

国務院発展研究中心の金融研究所副所長、兼中国銀行業協会チーフエコノミストの巴曙松は、4種類の定義を示したが、最も狭い定義として、①銀行の理財業務と②信託会社による融資の2形態をシャドーバンキングとした。より広い定義には、銀行が仲介する形での企業による融資である委託融資など、銀行のオフバランス融資または非銀行ルートでの融資を含めている。

³⁹ 張宇哲「シャドーバンキング論争」財新『新世紀』2012年10月22日号が紹介。

⁴⁰ 詳しくは、黄益平・常健・楊靈修「シャドーバンキングは中国版サブプライム・ローン問題を引き起こすか」野村財団『季刊中国資本市場研究』2012年夏号を参照。

⁴¹ 詳しくは、李欣偉・宋嬌「シャドーバンキング：中国の金融安定に向けた監督の重点」野村財団『季刊中国資本市場研究』2013年春号を参照。

② 注目すべき銀行理財商品と委託融資、信託融資

本稿では、黄、巴の定義に従い、銀行の理財業務と委託融資、及び信託会社の信託融資に焦点を当てる。この3つは規模が大きく拡大ペースも速く、かつ、リスクも高いという理由で、もっとも注目されているからである。理財商品は、銀行が顧客から預金を受け入れるのではなく、当該顧客に自らの融資債権を売却すること等により、融資資産を銀行のB/S内からB/S外へ移転するものであり、委託融資と同様、銀行資産のオフバランス化の典型例である。また、信託融資は、銀行融資が規制強化のために伸ばせなくなったことを受けて増加しており、本質的に銀行融資を代替しているといえよう。

2013年6月末の銀行の理財業務の規模は9.1兆元、委託融資は6.9兆元、信託業の管理資産規模は9.5兆元と、合計25.4兆元にのぼる(図表4)。これは、2012年の名目GDPの48%にあたる。2012年末にはそれぞれ7.1兆元、5.8兆元、7.5兆元と合計でGDPの39%であったことを踏まえると、2013年入り後も、シャドールバンキングの規模は急ピッチで拡大し続けている点を確認できる。

なお、英格付け会社フィッチによれば、2012年末時点の銀行理財業務の規模は13兆元超と試算されている。この場合には、同時点のシャドールバンキングの規模は26.3兆元と、GDPの50%にも達する計算となる。

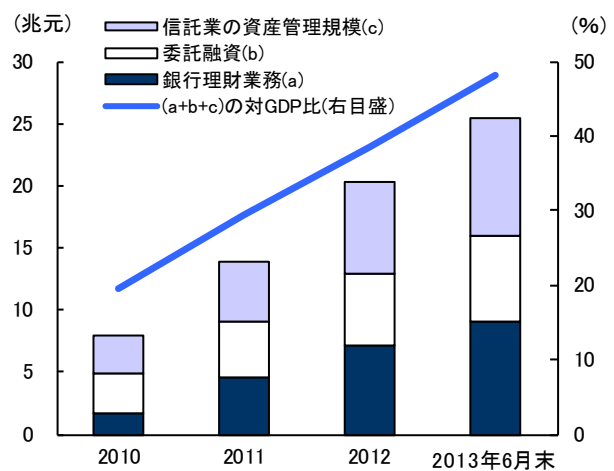
③ シャドールバンキング急拡大の背景

このように、ここ数年でシャドールバンキングが急拡大した背景としては、以下の3つの要因を指摘できる⁴²。

第1は、当局の融資抑制に向けた窓口指導の強化である。資金の需要家、すなわち、シャドールバンキング関連商品の運用先は主に、不動産開発業者、地方のインフラ開発プロジェクトや不動産プロジェクトの資金調達を行う融資平台および中小企

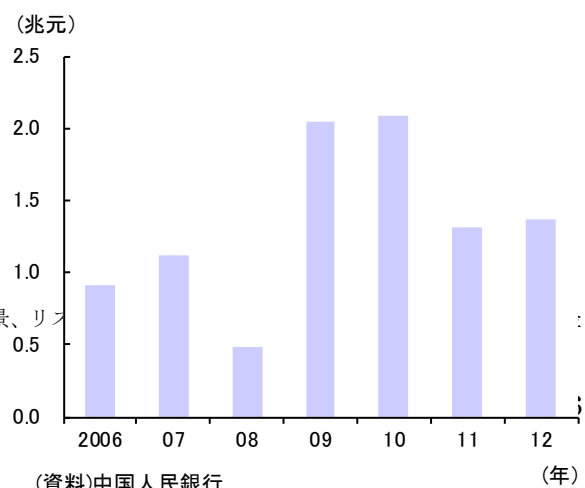
⁴² 詳しくは、張明「中国シャドールバンキング～定義、背景、リスク」融研究中心、Working PaperNo. 2013W5を参照。

(図表4) シャドールバンキングの規模



(資料) 国家統計局、銀行業監督管理委員会、信託業協会、各種報道を基に筆者作成

(図表5) 不動産業向け新規融資



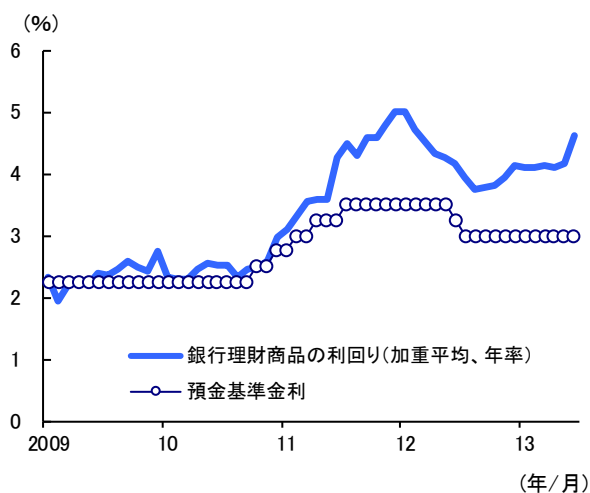
業である。不動産業は政策転換を背景に、2010年半ば以降資金不足問題に直面した。リーマン・ショック後の景気減速を回避するために、大規模な金融緩和が打ち出されたが、その資金の一部が住宅市場に流入し、不動産バブルが発生したため、政府は金融引き締めへ転じ、とくに不動産開発業者への新規融資規制を厳格化した。不動産業向け新規融資は2009、2010年の2.1兆元規模から2011、2012年に1.3~1.4兆元規模に縮小した(図表5)。これは、不動産開発業者に大きな資金圧力を課し、2010年以降のシャドーバンキング拡大をもたらした。

地方融資平台の投資プロジェクトは中長期的な建設プロジェクトが中心である。2010年以降、地方融資平台の不適切な資金管理実態が明らかになるにつれて、銀监会と中央政府は商業銀行の融資平台への融資を規制し始めたため、融資平台は建設プロジェクトの継続が困難になった。この結果、シャドーバンキングに対する需要が急拡大した。代表的なスキームとして、銀行理財資金や信託資金を原資に、地方融資平台発行の“城投債”を購入する方法、および、インフラ建設投資信託から地方融資平台に新規融資を提供するスキームがある。銀行融資が事実上受けられなくなって以降、融資平台の主な資金調達源は、シャドーバンキングへと傾斜していったわけである。

ちなみに、銀行融資を得ることが困難である点において、中小企業は不動産開発業者や地方融資平台と共通する。このため、シャドーバンキングからの資金調達が多いと見込まれる。実際、鉄鋼業や自動車産業において赤字にもかかわらず、淘汰されずに存続し続けている中小零細企業が多い。ただし、シャドーバンキング経由で資金調達している要因は、不動産開発業者や地方融資平台とは異なり、当局の融資抑制ではなく、むしろ担保不足などの理由により、リスクが高いことから銀行が積極的に融資しない点にある。

第2は、他の金融商品の魅力が低いことである。シャドーバンキング、とりわけ理財商品における資金の出し手は、主に家計や企業とされる。預金や株、不動産など他の投資商品は、選択肢としての魅力が低いことが基本的背景として指摘できる。実際、商業銀行の提示する預金金利は、最高でも3.3%に過ぎない。これは、当局から上限設定を課せられているためである。他方、理財商品の利回りは、平均でも4%台半ば、最近では10%を上回る商品も登場している(図表6)。中国の株式市場については、

(図表6) 銀行理財商品の利回りと預金金利



(資料)CEIC

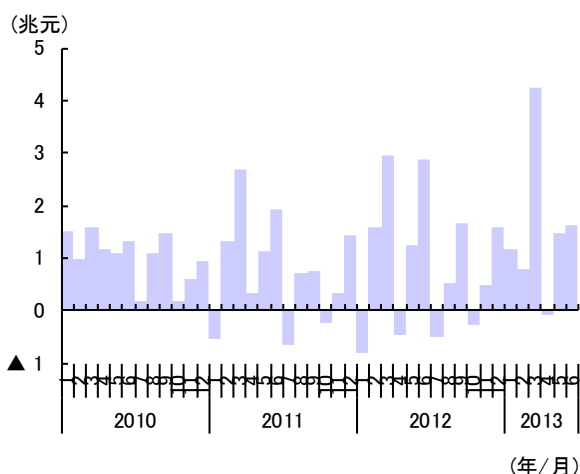
2007年のバブル崩壊以降低迷が続いており、当局がディスクロージャーの強化やインサイダー取引の取り締まりなどに注力しているものの、投資家の市場に対する信認はいまだに低い。不動産市場についても、セカンドハウス以降の購入制限令など厳格な不動産価格抑

制策が打ち出されているなか、家計資産の運用先としての魅力は低下している。

また、企業や金融機関も理財商品で運用しているとの見方もある。たとえば、国有企業が香港に子会社を設立し、貿易取引を偽装して本土より低金利で資金を調達して、高利回りの理財商品で運用しているとの指摘があり、委託貸付とともに、これらは企業の財テクに他ならない。

第3は、銀行における利益追求と預貸比率や自己資本比率規制など厳しい規制を回避する狙いである。2010年から中央銀行と銀监会が商業銀行に対し不動産開発業者や地方融資プラットフォームへの融資規制を厳格化した。こうしたなか、①融資規模の拡大による利益追求、②不動産開発業者や地方融資プラットフォームへの融資を継続することによる不良債権比率の上昇回避を実現するため、商業銀行は銀行理財業務や企業への委託融資を通じたオフバランス融資を拡大した。ただし、商業銀行は銀监会による各四半期末の預貸比率検査に対応するため、預金額を高水準に維持する必要がある。そこで、四半期の最初の月に期限3カ月以内の理財商品を発行する。興味を持った資金の出し手が資金を預金から理財商品に移転するため、各四半期の最初の月に預金が減少するものの、各四半期末には預金が急増する(図表7)。このため、銀行理財商品のうち期限が3カ月以内のものが6割を超えるなど大半を占めている。

(図表7) 預金残高の前月差



(資料) 中国人民銀行

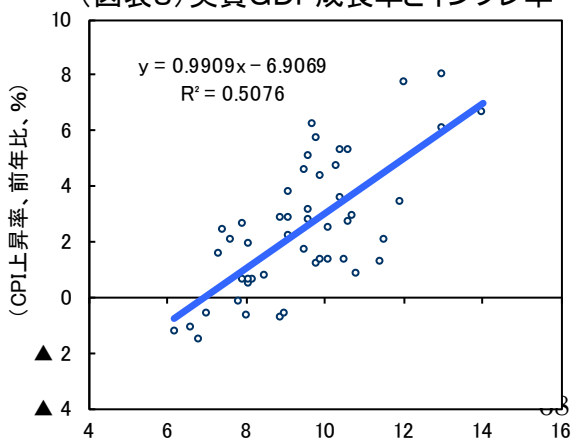
3. シャドバンキングの潜在的リスク

(1) 景気の底割れ、ずさんなインフラ開発投資、不動産価格の下落

理財商品は一般的にリスクの高い金融商品である。2012年に発行された合計3万5167本の銀行理財商品のうち、元本非保証のものは2万2446本と全体の63.8%に達する。

元本割れになるケースとして、以下の点が想定される。第1は、景気の底割れである。成長率が7.0%を割り込む水準まで低下すると、経済が縮小スパイラルに陥る恐れがある。実際、成長率とインフレ率の相関関係からすれば、成長率が7.0%を下回ると、インフレ率がマイナスになる可能性が高い(図表8)。具体的なシナリオとして、

(図表8) 実質GDP成長率とインフレ率



(実質GDP成長率、前年比、2四半期先行、%)

(資料) 国家統計局を基に筆者作成

(注) 2001Q1～2013Q1のデータ。

資本ストック調整のリスクに留意する必要がある。政府が過度に投資抑制策を継続すれば、設備投資需要の伸び悩みに伴い企業の設備稼働率は低下する。その結果、企業は生産能力を調整するために、自発的な投資抑制に踏み切る。投資抑制が投資抑制を呼ぶ状況になると、実需はスパイラル的に縮小する。中国がこれまで投資主導で成長する傾向が強かったことを勘案すると、景気減速は厳しく、長期的なものになる恐れがある。この場合、企業収益の悪化により、債務不履行になる融資先が続出するだろう。とくに、収益性に劣る中小零細企業のリスクがもっとも高い。

第2は、ずさんなインフラ開発投資である。地方政府が手掛けるインフラ投資の収益率は低い。したがって、公共投資の財源をコストの高いシャドーバンキングに期待することは困難である。それでも高い資金調達コストを支払える理由は、自治体が都市開発により高値で所有する不動産を企業に売却あるいは賃貸でき、さらには法人税や住民税の税収増が見込めるためであろう。もっとも、都市開発の手腕や厳格な資金管理が問われる。ずさんな開発が行われれば、新たに工場や事務所を設ける企業が減少するリスクが出てくる。加えて、地方政府がインフラ開発資金を流用する恐れもある。この場合、地方融資平台は債務を返済できなくなる恐れが強まる。

第3は、不動産価格の下落リスクである。不動産開発業者は十分に高い価格で多くの物件を売却できてはじめて、シャドーバンキングに高い利息を支払える。販売価格が想定に満たないために投資収益率が調達金利を下回り、不良債権化する可能性は十分にある。

(2) 急進的なリスク回避行動

さらに、注意すべきは二次的なリスクである。一旦、理財商品の元本割れが起これば、急激なリスク回避行動が発生する恐れがある。

急激なリスク回避行動がおこる条件として、理財商品に対する過度の信頼が指摘できる。投資家が出資金の運用先をしっかりと把握し、元本割れとなるリスクを理解しているのであれば、大きな問題にはならない。しかし、金融機関が投資家にリスクを十分に説明していないために、投資家が「自らの資金がどのような資産に運用され、どの程度のリスクを負っているのか」を把握していない可能性が強い。

投資家の資金が慢性的な資金不足を一時的に回避するために使われている恐れもある。理財商品の調達再度は短期に集中している。2012年の期限3カ月以内の銀行理財商品は全体の65.1%にのぼる。一方、運用は長期が主体である。理財商品の主な投資先の一つである“城投債”の期限は5～15年である。この結果、シャドーバンキング主体は短期の理財商品の新規発行により償還分を賄わなければならない。投資家の資金が実体経済に向かわずに償還資金と利払いに充てられている可能性も否定できない。

(3) 米国サブプライム・ローン問題との比較

中国のシャドーバンキングは、サブプライム問題と類似しているとの指摘がある。これ

に対して、中国当局は、欧米のシャドーバンキングとは異なる点も多く、グローバルな金融システム不安を引き起こすものではないと主張している。そこで、以下では、サブプライム問題の5つの基本的な特徴に沿って、中国版シャドーバンキングとの類似点や相違点を明らかにする。

第1は、銀行のオフバランス取引、あるいは、銀行以外のノンバンクによる信用仲介機能である。米国では、相対的に規制の緩い投資銀行が主役を演じたが、商業銀行も簿外取引を通じて深く関わっていた。そのため、規制・監督当局の実態把握が遅れ、深刻な金融システム不安につながった。こうしたオフバランス取引の狙いは厳しい自己資本比率規制の回避にあった。

中国の場合も基本的には同様である。先に指摘した通り、商業銀行は、理財商品や委託融資の形でオフバランス化を進め、融資規制を回避した。理財商品は、一般的に、信託会社や証券会社が組成し、銀行が販売する。理財商品や委託融資以外にも、信託融資など銀行外のルートでの融資が拡大しており、銀行以外の主体が実質的に信用仲介業務を行っているといえよう。銀行もオフバランス化により、厳しい預貸比率や自己資本比率規制を回避する狙いがあったといえよう。ただし、中国の場合は、問題が深刻化する前に、金融当局が規制・監督強化の方向に舵を切り始めている。事態が欧米のように深刻化するリスクは相対的に小さいと思われる。

第2は、米国のサブプライム商品の最大の特徴である流動性変換、満期変換機能である。これは、SIV(Structured Investment Vehicle)、SPV(Special Purpose Vehicle)といったヴィークルを設立し、ABCP(Asset Backed CP)などを使って極めて短期の資金を調達し、長期で運用することで、長短金利差の利ざやを得る mismatch 取引を目的としていた。欧米諸国の場合、住宅バブルの破裂でひとたび運用に支障が生じると、短期資金の調達が困難になり、破綻する事例が続出した。ノンバンクの場合、銀行預金を保護する預金保険制度もなければ、中央銀行の最後の貸し手機能もない中で、破綻を免れようと、資金ショート回避のための現金化により、資産の投げ売り(デレバレッジ)が次々と生じ、金融資本市場が大混乱に陥った。

中国の場合も、欧米ほど複雑でないにせよ、基本は同様である。理财商品の期間は9割が1年未満、6割以上が3ヶ月未満と短期調達であり、運用サイドはより長期となっている。代表的なものとして、地方融資平台の発行する債券(城投債)の期限は5~15年となっており、インフラ・プロジェクトに運用されている。また、地方の不動産ディベロッパーや信用力の低い中小企業にも資金が回っており、基本的にハイリスク・ハイリターン型の運用となっている。利回りは、最近では8%台を謳うものも多く、中には10%以上の商品もあるといわれている。こうした高利回り商品のウェイトは小さいと言われているが、ひとたび運用先でのプロジェクトの破綻などが明るみに出れば、理财商品に対する信用が崩れ、借り換えが困難化することによって、城投債の投げ売りが生じるリスクは否定できない。

第3に、欧米では複雑な仕組みの商品設計がなされており、リスクの所在が投資家には

不透明となってしまったことである。住宅ローン債券を小口化・証券化し、リスクの異なる商品を組み合わせることによって CDO(Collateral Debt Obligation;債務担保証券)など新しい金融商品が組成された。中国では、ここまで証券化技術は発達していないが、「資金プール」と呼ばれるリスクが分別されない仕組みが利用されている。これは、異なる時期に発売された異なる種類の理財商品で集めた資金をひとつの資金プールに集約し、複数の異なる期限、異なる種類、異なるリスクの投資対象に運用する仕組みである。単純ではあるが、分別管理ができておらず、投資家に対するリスク情報の提供や説明責任の不足によって、リスクの所在が投資家にとって分かりにくいという点で共通している。

第4は、デリバティブを駆使して高いレバレッジをかけることで、実体経済を金融が遙かに上回って膨張した結果、問題が巨大化、深刻化したことである。欧米の場合、相対的に規制の緩い投資銀行が平均で40倍といわれるほどにレバレッジを膨らませ、信用リスクをCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)により売買することで、個別金融機関に問題が発生しても吸収できる仕組みを作ったはずであったが、金融機関相互でCDSを売買するなど、実体的には、これが有効に機能せず、むしろ市場の信用不安を増幅させた。

中国の場合は、理財商品のデリバティブ商品への運用比率は極めて低く、高いレバレッジはかけられていないと当局は説明している。確かに、この点は、欧米と異なる点である。ただし、個別商品のレバレッジが高くなくとも、経済全体でみた場合、政府・企業・個人を合わせた債務の総規模の対GDP比率は200%を超えるまでに拡大している。また、銀行以外の信用仲介を含む社会融資総額は、本年1～3月期には前年比58.5%増と銀行融資(12.0%増)をはるかに上回るスピードで拡大し、銀行融資規模にほぼ匹敵するまでになっている。ミクロのレバレッジが低くとも、マクロでは大きなレバレッジがかかっていると認識すべきである。

第5は、幅広い投資主体への信用リスクの移転である。欧米では、金融機関、機関投資家のみならず、多くの海外投資家などにサブプライム商品を販売した結果、金融システム不安が瞬く間に世界中に伝播してしまった。中国の場合は販売対象が主として個人や企業であり、グローバルな影響は生じないと説明している。この点も、サブプライム商品とは異なる点である。中国のシャドバンキング問題が、世界経済を揺るがすほどの大きなインパクトを持っている訳ではない。ただし、理財商品の販売先が個人や企業向けであっても、15～18兆元といわれる膨大な地方債務や地方融資プラットフォームが行っている不動産・都市開発プロジェクトが失敗し、不良債権が増大した場合、地方政府が何ら保証せず、そのリスクが個人や企業に移転されることとなれば、中国経済といえども無傷ではいられない。仮に、中国経済がリセッションに陥れば、その影響は世界経済に大きな衝撃となって瞬く間に拡散すると予想される。

4. 政府の対応力をどうみるか

以上のように、中国版シャドーバンキングは、サブプライム問題と本質的に類似した側面を持つ一方、いくつかの相違点もある。問題は、中国発の金融危機を引き起こさないために、当局がいかなる対応能力を持っているかである。以下、この点について論じよう。

まず第1は、金融市場に対する対応能力である。中国人民銀行の資金供給により、インターバンク市場を含む金融市場は落ち着きを取り戻している。6月25日に当局は市中に資金を供給したと異例の発表を行った。これを受けて、26日のSHIBOR翌日物は5.6%まで低下し、8月入り後も3%台で推移している。今後も、短期金利の上昇を放置することはないとみられる。

第2に、景気の下振れに対する対応能力である。政府は景気減速の下限をより意識してきており、構造調整を進める一方、景気てこ入れ策に着手した。7月3日、李克強首相がマケドニアのグルエフスキー首相と会談した際に、成長率目標は達成可能とコメントした。さらに9日、同氏は広西の地域経済情勢座談会で、成長率が下限を割らないよう改めて要請した。同月23日、成長率目標とは7.5%であり、成長率の下限は7.0%であるという同氏のコメントを中国メディアが伝えた。

具体的な景気対策として、以下の3点が指摘できる。まずは投資プロジェクトの承認加速である。実際、新設着工プロジェクトの計画総投資額は6月に大きく拡大した。今後、電力・ガス・水道など環境対策にも繋がる設備の新規投資計画に対して積極的に承認する公算が大きい。次に、資金面からの支援である。7月入り後、中国人民銀行は鉄道総会社の資金調達支援を表明した。上半期の竣工鉄道建設は通年計画の33.2%にとどまる点も勘案すると、鉄道総会社の資金難が緩和され、下半期の鉄道の固定資産投資の増勢が加速する可能性が高い。また、19日に発表された貸出金利の下限撤廃は景気にもプラスである。さらに、元高対策である。大きな雇用を抱える輸出企業の収益を下支えするために、過度な人民元高を抑制すると予想される。実際、元高は6月に頭打ちとなった。政府のてこ入れ策により、当面景気の失速は避けられる。景気の安定を確保できれば、シャドーバンキング問題が深刻化するリスクを小さくすることが可能であり、問題が顕在化するまで一定期間の猶予はあると判断される。

第3は、シャドーバンキング問題そのものの改善に取り組む対応能力である。シャドーバンキングが抱える大きな潜在的リスクに対して、当局はどのように対応しようとしているのだろうか。目下、当局はシャドーバンキングの“見える化”に取り組んでいる。具体的には、商業銀行と信託会社に対して、報告義務や情報公開を求め、シャドーバンキング商品の透明性向上をめざしている。7月3日の報道によると、理財商品の情報を一元的に管理するシステムが導入された。銀監会は2011年以降の理財商品に関する情報を2013年7月31日までに登録するよう指示し、未登録商品の販売を禁止した。

また、7月28日に審計署は全国的な政府債務の検査に着手すると発表した。地方政府が抱える債務の規模に合わせて、地方政府の手掛けるインフラ整備が資金コストに見合うものかどうかを検査することが狙いである。これが実現すればシャドーバンキングのリス

ク・コントロールが一步前進する。ちなみに、地方融資平台の融資残高は 2012 年末時点で 9 兆 3,000 億元とされている。

加えて、当局は正規の資金供給ルートの使いやすさを高めようとしている。張明氏が指摘するように、シャドーバンキングはあくまでもセカンドベストの選択肢である。金利の自由化や直接金融の強化により、資金の出し手と受け手が正規のルートで多様な金融サービスを楽しむのがベストの選択肢である。したがって、7 月 19 日に発表された貸出金利の下限撤廃は重要な一步といえよう。今後、商業銀行は融資拡大を狙って大手企業向けの貸出金利を引き下げる公算が大きい。大手企業向け融資の利ざや低下が想定されるため、比較的风险の高い中小零細企業向け融資の拡大に踏み切る商業銀行も現れると見込まれる。この結果、中小零細企業のシャドーバンキングからの資金調達の拡大に歯止めがかかる可能性がある。

このように、短期的には、政府の方向性は間違っていない。シャドーバンキングを急速に縮小させること自体、バブル崩壊を加速させかねず、現実的な政策の選択肢ではないからである。景気てこ入れ策の実施により、景気底割れを回避することもリスクを最小化する上で必須といえよう。当面は、シャドーバンキングの膨張を警戒しつつ、その内包するリスクを徐々に低下させるというアプローチが現実である。

もっとも、短期的な対応だけでは十分ではない。預金金利の上限撤廃は未だなされていない。シャドーバンキング問題の根底には、預金金利の自由化の遅れがある。中国国民にとって適切なリターンをもたらす金融商品が少ないことが、不動産投資や理財商品への投資に駆り立てる原動力となっている。委託貸付なども理財商品と同様、企業にとっては財テクそのものである。金利の自由化は、当局にとって避けて通れない重要課題である。改革を先送りすればするほどシャドーバンキング問題が大きくなるリスクには注意が必要である。

おわりに

中国当局は、オンバランス化や総量規制などの形で、シャドーバンキングへの管理・監督を強化することによって、リスクを封じ込めようとしている。短期的には、その方向性は間違っていない。しかし、金利自由化を遅らせてきたツケがシャドーバンキングの膨張をもたらし、銀行、企業のハイリスクへの傾斜を生み出した元凶だとすれば、急がねばならないことは、預貸金金利の一層の自由化に踏み切ることである。その前提となる預金保険制度の創設、銀行の破綻処理制度の整備、銀行、証券、保険などに分かれている金融監督体制の一元化、地方の債務問題への根本的対処など待ったなしの改革が山積している。

当局は、問題の所在、原因を十分に把握しており、何をすべきかの対処策も十分理解している。その意味で、中国版シャドーバンキングは管理可能であり、システムミック・リス

クは封じ込めることができる可能性が高いと思われる。しかし、金融改革が遅れば遅れるほど、金融政策の有効性は損なわれ、その代償は実体経済の長期低迷という形で中国のみならず世界中に大きなインパクトを与えることは避けられない。習近平政権の実行力がまさに問われることになるだろう。

<主要参考文献>

(日本語)

1. 黄益平・常健・楊靈修「シャドーバンキングは中国版サブプライム・ローン問題を引き起こすか」野村財団『季刊中国資本市場研究』2012年夏号。
2. 李欣偉・宋嬌「シャドーバンキング：中国の金融安定に向けた監督の重点」野村財団『季刊中国資本市場研究』2013年春号。
3. 李立栄「中国のシャドーバンキング（影子銀行）の形成と今後の課題－資金仲介の多様化と規制監督の在り方－」日本総合研究所『Business & Economic Review』2012年7月号。

(中国語)

1. 張宇哲「シャドーバンキング論争」財新『新世紀』2012年10月22日号。
2. 張明「中国のシャドーバンキング：定義、背景、リスクと対策」中国社会科学院世界经济政治研究所国際金融研究中心 Working Paper No.2013W5。

第6章 バランスシート不況の入口に立つ中国経済

はじめに

中国経済の先行き不透明感が強まっている。2014年秋から政府は利下げなどの景気てこ入れ策を打ち出しているものの、景気の減速傾向に歯止めがかからず、むしろ、雇用は悪化し、デフレ圧力が強まっている。中国経済をめぐっては、一部では、中央政府のグリップが強いため、政府が旗を振った方向に動くという見方があり、確かに、これまでの中国経済はそのような展開をたどってきた。しかし、2014年以降の様相から判断すれば、状況はすでに大きく変化し、政府のマクロ・コントロールの影響力が顕著に弱まっていることがうかがわれる。

近年、中国経済にどのような変化があったのか。2010年以降、設備投資は抑制されており、過剰設備の問題が深刻化した様子はない。他方、家計・企業・政府の総債務はここ6年間で3倍となった。地方政府債務の増大がとりわけ懸念視されているものの、企業は、2010年にかけて過剰設備の裏返しで債務を増やしたばかりでなく、その後も低金利下で積極的に資金を調達し続け、その資金を設備投資ではなく、かなりの部分を財テクに投じてきたことが示唆される。これは地方政府債務の増大より深刻な問題とみられる。2014年末における企業債務残高の対GDP比は156.7%と日本のバブル期を上回り、企業は大きなバランスシート調整圧力に直面するようになった。

日本では、金融引き締めや総量規制などにより1990年代に入り株式や土地の価格が下落に転じると、投機的な需要の減退、手仕舞いの動きから、株式と土地の価格は下落し続けた。こうしたなか、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、バランスシート調整を余儀なくされ、その結果、債務返済を優先する一方、設備投資需要は縮小した。日本銀行は1991年以降金融緩和に転じたものの、設備投資を回復させることができず、日本は深刻な不況に陥った。このような不況を、エコノミストのリチャード・クー氏や通商産業研究所特別研究官（当時）の小林慶一郎氏は、「バランスシート不況」と呼んだ。

1990年代の日本同様、今後、中国でも企業が債務返済を優先せざるを得ない「バランスシート不況」に陥り、設備投資の増勢鈍化に歯止めがかからず、景気が大きく下振れることが懸念される。

本稿の構成は以下のとおりである。1. では、需要が弱まるなか、雇用が悪化し、デフレ圧力が強まっている様子を確認したうえで、政府の景気てこ入れ策とその効果をみていく。2. では、過剰債務が中国経済の重石となっている点について述べる。まず、家計・企業・政府の債務規模を整理し、企業債務の膨張が著しいことをみていく。次に、企業の財テクと過剰投資が企業債務拡大の要因であることを確認し、財テクの具体例を紹介する。そのうえで、企業のバランスシート調整が始まり、資金の出し手にも融資慎重化の動きがみられることを指摘する。3. では、短期間でのバランスシート調整を余儀なくされれば、民間

投資が大幅に下振れ、景気が失速するリスクがあることを指摘する。

1. 景気は減速

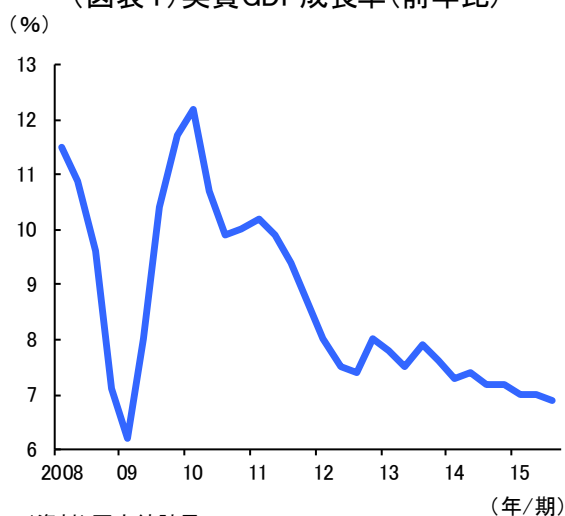
(1) 景気の現状

中国では、景気減速が続いている。実質GDP成長率は2010年をピークに低下し、2015年7～9月期には前年同期比+6.9%となった(図表1)。1～9月の輸出額は前年比マイナスであり、実質小売売上高と固定資産投資の伸び率も2014年から低下し、内外需いずれも悪化している。輸出は人件費の上昇や元高、輸出先の景気減速が足かせとなった。特に、資源価格の下落で景気が悪化した資源国向け輸出の減少が著しい。消費についてみると、住宅販売の持ち直しに伴い、家具や家電は堅調である一方、日用品や衣料品がやや弱まっている。可処分所得の伸び率が低下する

など、雇用所得環境の悪化が要因として指摘できる。また、7～9月期の乗用車販売台数は前年同月比▲1.9%と前年割れとなった。これまでの過剰生産により在庫が積み上がり、値下げ競争が激化するなか、消費者の価格下落期待が強まり、買い控えの動きが生じている。

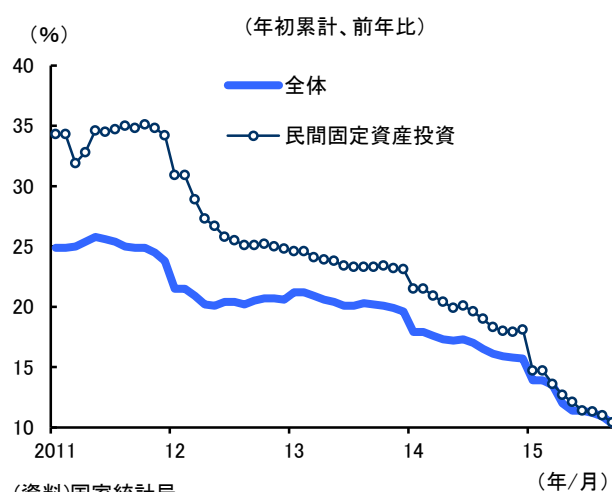
景気の最も大きなブレーキ要因は、投資の増勢鈍化である。中国では固定資本形成の対GDP比は44%に達する(2014年、日本は20%)。1～9月の固定資産投資は前年同期比10.3%増に減速し、とりわけ2015年入り後、民間固定資産投資が大きくスローダウンしている(図表2)。業種別にみると、1～9月の民間鉄鋼業の固定資産投資は同▲13.9%、石炭採掘業▲16.8%、鉄鉱石採掘業▲23.5%に落ち込んだ。これらの結果、関連産業の生産販売活動は大きく縮小している。2015年入り後、

(図表1) 実質GDP成長率(前年比)



(資料) 国家統計局

(図表2) 固定資産投資



(資料) 国家統計局

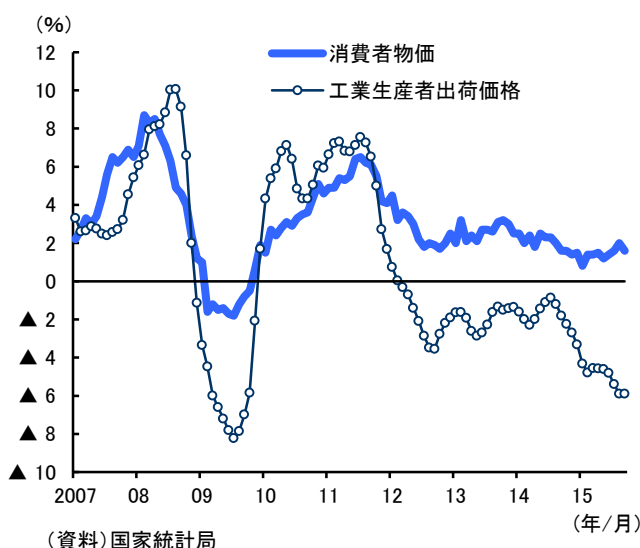
(注1) 国家統計局は2011年1月から民間固定資産投資のデータ発表を開始。

(注2) 2014年の民間固定資産投資は32.2兆元と全体の64.1%。

主要建機メーカーの油圧ショベルの販売台数は前年比▲4割減少し、第2次産業の名目GDP成長率や鉄道貨物輸送量、電力消費量の伸び率も急低下した。

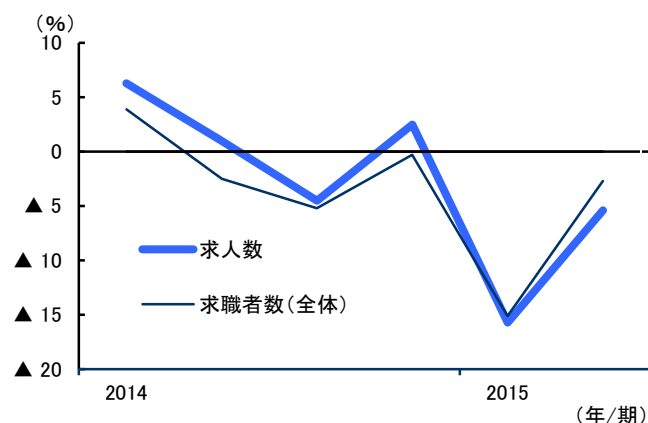
企業部門を中心に需要が弱まるなか、工業生産者出荷価格は3年半にわたり下落し続け、足許では下落幅が一段と拡大している(図表3)。後に詳しく述べるが、これは大きな債務を抱える企業にとって、極めて厳しい状況である。企業はこれまでと同じ数量の財やサービスを販売提供しても、売上高やキャッシュフローがそれだけ減ることになる。一方、家計の消費需要は一定のペースで拡大しているため、消費者物価は年率2%程度と緩やかながら上昇し続けているものの、2015年7~9月のGDPデフレ率は前年同期比▲0.7%と、マクロ全体でみた物価は下落しており、デフレ圧力が強まっている。

(図表3) CPIとPPI(前年比)



需要の弱まりを受けて企業収益と雇用も悪化している。工業企業の売上高は2014年秋まで7~8%程度の伸びを維持していたものの、2015年1~8月には前年同期比1.3%増に大きく鈍化した。税前利益にあたる利潤総額は同▲1.9%のマイナスとなった。企業収益が悪化するなか、企業は新規雇用に消極的になり、雇用情勢は悪化している。実際、1~3月期の全国の公的就業サービス機構における求人数は前年同期比▲15.7%、4~6月期も同▲5.4%と、労働需要は2015年入り後に大きく減少している(図表4)。例年、中国では農村部から都市部に1,000~2,000万人流入するが、このところの都市部の労働需要の減少を受けて、都市への人口流入の動きが大きく鈍化したとみられる。先行き、雇用情勢が一段と悪化すれば、都市戸籍者にも雇用調整の動きが及ぶだろう。

(図表4) 都市部の求人数と求職者数(前年比)



(2) 政府の景気てこ入れ策とその効果

政府は事態を深刻に捉え、一連の景気てこ入れ策を打ち出している。第1は、金融緩和である。中国人民銀行は2014年9～10月に主要銀行と農業商業銀行等に対して総額7,695億元の資金供給などを行ったうえで、11月に2年4カ月ぶりの利下げを実施した。2015年入り後も3月、5月、6月、8月に追加利下げ、2月と4月、9月に預金準備率の引き下げを実施した。相次ぐ金融緩和の動きを踏まえ、当局は構造調整を優先し金融緩和に消極的なリノミクスを事実上撤回したといえよう。

第2は、インフラ投資の促進である。中央政府は投資プロジェクトの承認を進め、地方政府にインフラ投資の実行を要請している。その資金調達については、地方債の発行を容認すると同時に、中央銀行が銀行に資金供給する際の適格担保に地方債を追加することで、商業銀行に地方債の購入を促すなど、地方政府の財政難の緩和に注力している。さらに、インフラ整備に民間事業者の資金やノウハウを取り入れるべく、総額2兆元のPPP(Public-Private Partnership)プロジェクトを発表した。

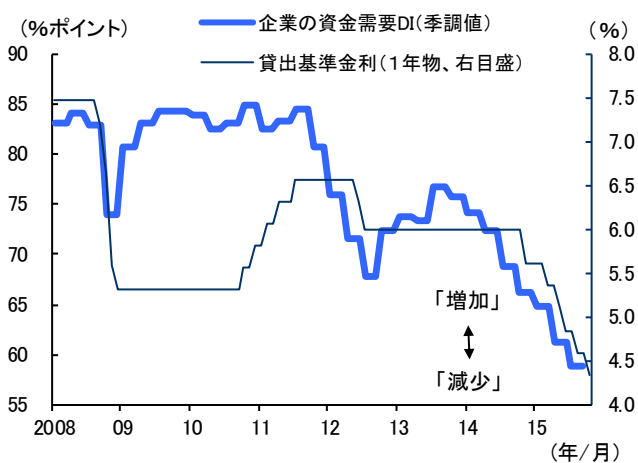
第3は、不動産市場のてこ入れである。2015年3月に、中国人民銀行は2軒目の住宅購入における最低頭金比率を引き下げると同時に、住宅公積金の利用条件を緩和した。同月、財務部と国家税務総局は住宅転売に関わる営業税の課税対象を縮小すると発表した。

一連のてこ入れ策により、一部に持ち直しの動きもみられている。2015年9月の住宅販売床面積は前年同月比8.8%増加し、住宅着工床面積も同16.7%増加した。これを受け、住宅価格上昇の動きが全国に広がりつつあり、8月の70都市の住宅平均販売価格は4カ月連続で上昇した。また、資金原資別に固定資産投資をみると、国家予算による投資は6月から急拡大し、1～9月では前年同期比20.5%増となった。

もっとも、企業の資金需要は悪化が続いており、景気回復のモメンタムは強まっていない。中国人民銀行は四半期毎に全国約3,100の銀行にアンケート調査を行い、

企業の資金需要について質問している。前の四半期に比べて、企業の資金需要が「増加」と回答した銀行の割合から「減少」と回答した銀行の割合を引いた値が、資金需要DIであり、企業の資金需要が「減少」との回答が増えれば、資金需要DIは低下する。金融緩和を開始した2014年秋以降、企業の資金需要DIが低下し続けていることが注目される(図表5)。これは、これまでみられなかった現象である。2008年のリーマン・ショック

(図表5) 企業の資金需要と政策金利



(資料) 中国人民銀行
 (注) 資金需要DIは「資金需要増加」-「減少」+50、調査対象は全国約3,100の銀行、筆者が季節調整。

ク後、企業の資金需要は大きく落ち込んだものの、政府が政策金利を引き下げると、企業は資本コストの低下を好感し、その後の資金需要はV字形に回復した。また、2012年にも利下げの後、まもなく企業の資金需要は持ち直した。ところが、2014年秋以降、政策金利が相次いで引き下げられたにもかかわらず、企業の資金需要は依然として悪化している。

中国経済は中央政府のグリップが強いため、政府が旗を振った方向に動くという見方がある。確かに、これまでの中国経済はそうであった。しかし、足元の状況をみる限り、状況はすでに大きく変化し、政府のマクロ・コントロールの影響力は弱まっていることがうかがわれる。それでは、なぜ企業の資金需要は悪化し続けているのか。この背景には、企業の債務があまりに大きくなり、バランスシート調整を余儀なくされていることが指摘できる。次章で詳しくみていきたい。

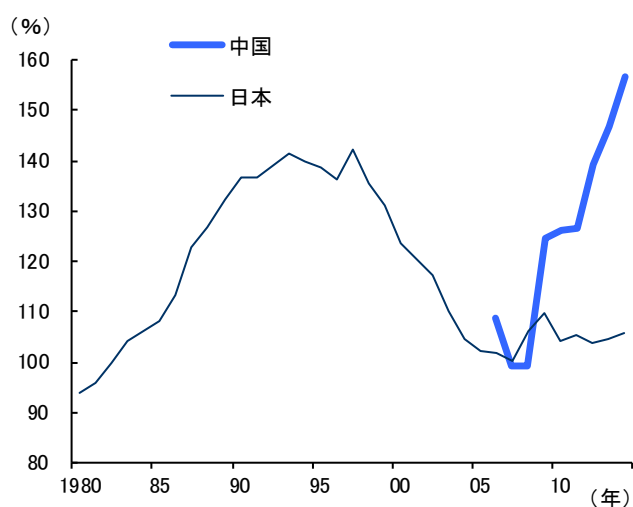
2. 中国経済の重石となる過剰債務・過剰投資

(1) 急増する企業債務

近年、家計・企業・政府を合わせた中国の総債務が急増している。BIS（国際決済銀行）によると、2014年末の中国における債務残高は、家計が22.9兆元、非金融企業（金融機関を除く企業部門、地方融資平台を含む）が99.7兆元であった。また、IMF（国際通貨基金）によると、中央と地方政府を合わせた政府総債務残高は同26.2兆元であった。したがって、2014年末の家計・企業・政府を合わせた総債務残高は148.8兆元と2008年末からの6年間で3.2倍に増加し、同年の名目GDPの233.8%に達した。

とりわけ、企業債務の急拡大には大きな問題が潜んでいる。2008年から2014年にかけて、非金融企業債務残高は68.6兆元増加した。日本では1980年代のバブル期に、非金融企業債務残高の対GDP比が急上昇し、1989年末には132.2%に達した（図表6）。中国の場合、2014年末の同比率は156.7%とすでに日本のバブル期を上回る。なお、社会科学院副院長の李揚氏らは『中国国家資産負債表2013』において、2012年末の非金融

(図表6) 非金融企業債務残高の対GDP比



(資料) 非金融企業債務残高はBISのtotal credit統計、GDPは国家統計局、内閣府「国民経済計算」を基に筆者作成

企業債務残高を 72.1 兆元と発表し、このうち地方のインフラ開発プロジェクトや不動産プロジェクトの資金調達を行う地方融資平台の債務残高を 13.4 兆元と試算した。仮に、地方融資平台の債務を地方政府債務としてカウントしても、その規模は非金融企業全体の 18.6%にとどまり、残りの企業債務（58.7 兆元）は依然として膨大な規模である。

(2) 背景には企業の過剰投資と財テク

企業債務が急拡大した背景として、企業の過剰投資と財テクという二つの要因が指摘できる。リーマン・ショック後の 4 兆元の景気対策を受けて、地方政府が融資平台を通じて調達した資金の多くは非効率なインフラ建設や不動産開発投資に投じられた。また、鉄鋼やセメント、太陽光パネルなどの製造業セクターでは、過剰設備により収益性がすでに低い状況に陥っていたにもかかわらず、借り入れと新規設備を増加させた。このような実物投資の拡大は企業債務が急膨張した要因の一つである。

もっとも、近年の企業債務拡大の主因は、企業の財テク拡大である。中国の国民経済計算における非金融企業の資本調達勘定（フロー）をみると、2008 年から 2012 年にかけて企業の資金調達総額（ネット）が年間 6.8 兆元から 13.9 兆元に増加し、累計では 55.3 兆元となった（図表 7）。この頃から企業による実物投資以外への運用が増えており、運用面からみると、金融資産純増は累計 40.3 兆元と大幅に増加した。他方、実物投資に充当する資金は累計 15.0 兆元にとどまった。大手企業の負債利回りが金融資産収益率を下回るため、資金を右から左に流す財テクが拡大し、バブル期の日本と似た状況となっている⁴³。

(図表7) 非金融企業の金融取引(フロー)

(単位:兆元)

暦年	計	調 達			運 用	
		市 借 入	中 金 株	債 券 式 債	そ の 他 債 務	金融資産純増
2003	3.1	2.4	0.2	0.6	1.7	1.5
2004	2.8	1.8	0.2	0.8	1.9	0.9
2005	2.9	1.9	0.3	0.7	1.5	1.5
2006	3.8	2.6	0.5	0.6	2.8	1.0
2007	4.7	2.6	0.8	1.2	3.5	1.1
2008	6.8	5.0	0.9	0.8	3.8	3.0
2009	11.9	9.1	1.8	1.0	9.5	2.4
2010	11.6	6.5	1.5	3.5	10.8	0.8
2011	11.1	6.7	1.9	2.5	6.7	4.4
2012	13.9	9.2	2.5	2.3	9.5	4.4
2013	14.8	10.4	2.2	2.2	11.1	3.7
2008-13 年累計	70.1	46.9	10.8	12.3	51.3	18.8

(資料) 国家統計局「国民経済計算」各年版を基に筆者作成

(注) 金融資産の純増には、現金・預金、有価証券、およびその他の金融資産を含む。

企業はどのような分野で資金を運用しているのだろうか。代表的な財テクは、銀行を経

⁴³ 1980 年代の日本における非金融企業の資本調達勘定については、野口[1992]p.119 を参照。

由した高利率の貸出である⁴⁴。大手企業は不動産開発企業やその他中小企業、地方融資プラットフォームなどへの高利率の貸出を拡大している。1996年に企業間で直接貸し付けを行うことが禁止されたため、一旦銀行を仲介する形となっているものの、仲介手数料を支払っても、こうした企業向け貸し付けにより、年率10%超の運用利回りを得られている。中国人民銀行は、このような企業が銀行を経由して他の企業に資金を貸し付けるスキームを「委託融資」と定義している。その残高は2010年末の3.6兆元から2014年末に9.3兆元に急増した。委託融資は代表的なシャドーバンキングの一つである。

こうした財テクの資金は、社債発行などにより低利で調達されている。たとえば、コンテナ船などの生産販売に携わる江蘇舜天船舶股份有限公司（舜天船舶）の「年報」（有価証券報告書に相当）によると、同社は2012年に表面利率年6.6%の社債発行で資金を調達し、2012年から2013年末までに、委託融資により非関連会社である全椒福爵房地產に年率19.2%と18.0%、南京福地房地產開発に同18.0%、江蘇瑞東建設に同18.0%で資金を貸し付けていた⁴⁵。

このほか、高速道路建設を主な業務とする河南中原高速公路股份有限公司（中原高速）は2006年に表面利率年4.0%で10年物の社債を発行し、2012年に委託融資により信陽錦華置業有限責任会社に年率25.95%、鶴壁市凱置業有限公司に同24.0%の高利で貸し付けていた⁴⁶。

主要経済新聞の一つである21世紀経済報道が2013年5月3日に掲載した記事「120家上市公司306億元涉非关联委託貸款」によれば、120社の上場企業が銀行を経由し、非関連企業に高利率で総額306億元を貸し付けている。その頃の銀行貸出の平均金利は6%台後半であったが、それらの貸し付け金利は大半が7~12%であり、10%を超える企業は53社、このうち9社は23%以上であり、最高金利が中原高速の25.95%であるという。

企業による投機的な動きは多岐にわたる。企業は委託融資のほか、理財商品や信託融資などのシャドーバンキング商品で資金を運用しているほか、銅や鉄鉱石、ニンニクや落花生などの商品市場、白酒やワイン、不動産市場やゴルフ会員権などでも投機的な動きがみられる。2014年末の銀行理財商品の残高は15.0兆元、信託融資の残高は13.0兆元である。委託融資と合わせると、シャドーバンキングの規模は37.4兆元と名目GDPの58.7%となる⁴⁷。

⁴⁴ 中国では土地や株式が主な運用対象になっていない理由については、関[2015]を参照。

⁴⁵ 詳しくは、有価証券報告書に相当する「江蘇舜天船舶股份有限公司2012年度報告」と「江蘇舜天船舶股份有限公司2013年度報告」を参照。

⁴⁶ 詳しくは、有価証券報告書にあたる『河南中原高速公路股份有限公司2014年半年度報告』を参照。なお、同社は委託融資のほか10種類以上の理財商品にも投資。理財商品は、銀行が顧客から預金を受け入れるのではなく、当該顧客に自らの融資債権を売却すること等により、融資資産を銀行のB/S外へ移転するものであり、銀行資産のオフバランス化の典型例。理財商品も代表的なシャドーバンキングの一つ。

⁴⁷ シャドーバンキングの範囲、背景、リスク、政府対応力については、湯元・関[2013]を参照。

(3) 始まった企業のバランスシート調整

日本では、地価の高騰が社会問題化するなか、1989年以降金融引き締めや総量規制を実施したが、それにより1990年代に入り株式や土地の価格が下落に転じると、投機的な需要の減退、手仕舞いの動きから、株式と土地の価格は下落し続けた。こうしたなか、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、バランスシート調整を余儀なくされた。その結果、債務返済を優先する一方、設備投資を抑制した。日本銀行は1991年以降金融緩和に転じたものの、設備投資を回復させることができず、日本は深刻な不況に陥った。

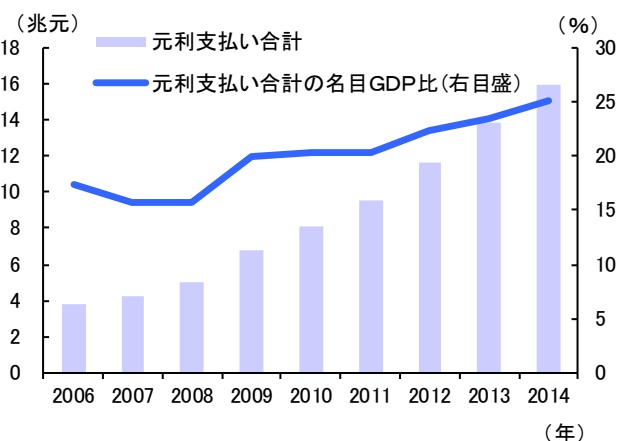
中国でも、企業が100兆元という過剰な債務を抱えているなか、バランスシート調整圧力は大きい。景気の悪化に伴い、委託融資などでデフォルトが続くなど、中国企業の資産は目減りしているとみられる。舜天船舶が南京福地房地產開発に貸し付けた資金も債務不履行となり、舜天船舶が南京福地房地產開発を相手に訴訟を起こしたために、社債発行による貸出しの実態が明るみに出た。

他方、銀行融資や社債などで調達した大きな負債が残っている。先述のように、非金融企業は99.7兆元の債務残高を抱えている。金利を6%と想定し、向こう10年間に債務を返済すると仮定すれば、企業の債務の元利支払い負担は年間16.0兆元と試算され、企業の元利支払い負担は大きい(図表8)。

インフレであれば、元利支払いの観点からはまだ明るい将来が描ける。しかし、実際にはデフレ圧力が強まっており、企業の出荷価格は下落し続けている。企業は同じ数量の財・サービスを販売・提供しても、売上とキャッシュフローはその分減少する

ため、債務返済を先送りすれば、負債の実質的負担は大きくなる。東京大学の吉川洋教授は2013年の著書『デフレーション』で、「デフレにより負債の実質的負担は大きくなると、企業は倒産・破綻に追いやられてしまう」と指摘している⁴⁸。中国の企業家もその点を理解しているとみられる。そのため、債務返済を優先し、新たな借り入れに慎重になっている。こうした状況を反映し、企業の資金需要DIは、債務が小さく金融緩和が有効であった2008年や2012年と異なり、金融緩和が開始された2014年秋以降も低下し続けている。

(図表8) 企業の元利支払い費用の試算



(資料) BISのtotal credit統計、国家統計局「国民経済計算」を基に筆者作成

(注) 金利を6%と想定し、向こう10年間に債務を返済するなら、2014年の企業の債務の元利支払い合計は16兆元とGDPの25%に相当。

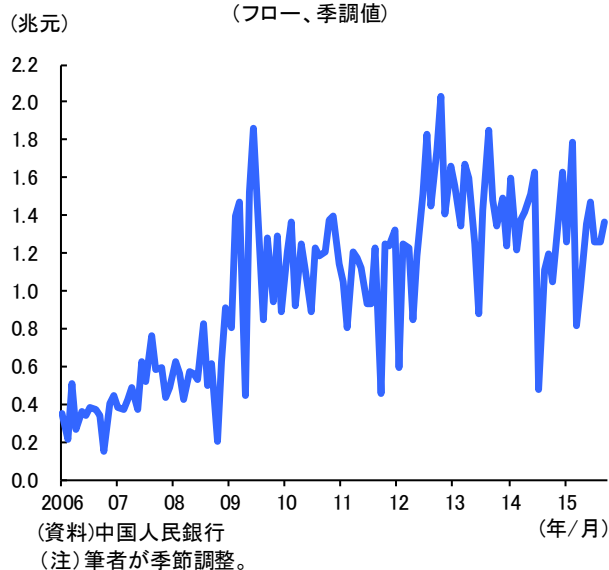
⁴⁸ 詳しくは、吉川[2013]p.9を参照。

もう一つ注目しなければならないのは金融機関の動きである。2015年の金融機関の姿勢は2012年前後と大きく異なる。2012年頃、中央政府は銀行に対して、不動産開発企業や地方融資平台向けの融資を控えるよう要求したところ、金融機関は銀行理財商品や委託融資、信託融資などを通じて、オフバランスで融資を続けた。これが、いわゆるシャドーバンキングである。この頃の金融機関の積極的な融資姿勢を反映し、オフバランスの融資を含む社会融資総量の増勢は加速した（図表9）。

2014年以降、対照的に中央政府は金融機関に対し、インフラプロジェクトや不動産開発企業への融資規制を緩和した。ところが、金融機関は不良債権の増加を懸念し、融資拡大に対して消極的になっている。こうしたなか、社会融資総量の増勢は鈍化している。

中国銀行業監督管理委員会によると、2015年6月末の不良債権残高は1.1兆元と前年6月末対比57.2%増加し、不良債権比率は1.5%に上昇したとされる。もっとも、この公式統計は、①オフバランスの融資が統計の対象に入っていない、②不良債権の認定が甘い等の問題点を抱えている。非金融企業の債務残高が100兆元に上ることを踏まえれば、実際の不良債権は公式統計を大きく上回る規模であると考えられる。

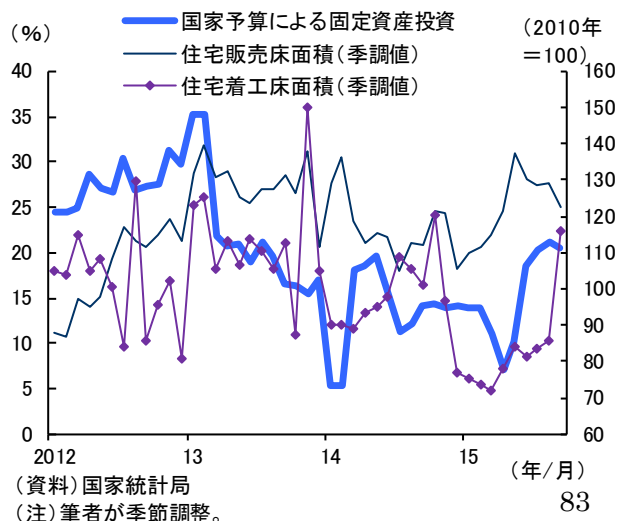
(図表9) 社会融資総量
(フロー、季調値)



3. 先行き、景気が大幅に下振れるリスクも

今後を展望すると、住宅市場の底入れとインフラ投資の加速が景気を下支えすると見込まれる。その結果、経済成長率は政府目標の7%を小幅に下回る水準にとどまると予想される。先述のように、不動産開発業者は、当局の不動産市場でこ入れ策を受けて、新たな開発を増やし、住宅着工床面積は持ち直している（図表10）。先行き、建設が進むにつれ、不動産開発投資統計に計上される。したがって、

(図表10) 国家予算による投資と住宅販売・着工



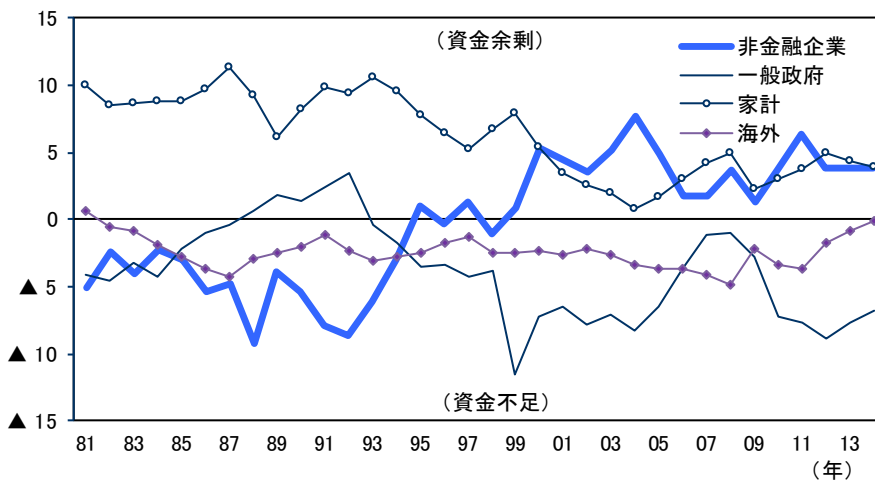
不動産開発投資の増勢鈍化に早晚歯止めがかかる見通しである。

また、インフラ投資は加速する可能性が高い。金融緩和が有効に機能しないなか、拡張的な財政政策に頼らざるを得ない状況にあり、実際、2015年6月から中央政府直轄のインフラ投資が加速している。また、9月8日には財政部が「更なる積極的な政策を講じ、経済の安定運営を促進する」との声明を発表した。同月14日には発展改革委員会が「投資促進のための8つの措置」を決定した。

一部には、構造調整が遅れ、投資主導の成長に戻るという懸念の声もあるが、中国の経済成長の牽引役はすでに消費需要の拡大であり、財政出動しても消費が牽引する構造は大きくは変わらないだろう。実際、実質小売売上高の伸び率がやや低下したものの、依然として前年対比9%程度の伸びを維持している。その結果、2015年1~9月の実質成長率(6.9%)の寄与度をみると、最終消費4.0%、総資本形成3.0%、純輸出▲0.1%と、消費を牽引役とする経済成長が続いている。①中国の経済規模がここ7年間で2倍になった点、②民間投資の投資全体に占める割合が64.1%まで上昇した点、③民間投資の一段のスローダウンが見込まれる点を踏まえれば、先行き、2兆元規模のインフラ投資が実施されても、4兆元の景気対策が呼び水となり投資主導の高成長となった2009~2010年とは異なり、投資主導で高成長に転じることはないだろう。

むしろ懸念すべきは、過剰債務・過剰投資が重石となるなか、短期間でのバランスシート調整を余儀なくされ、その結果、民間投資が大幅に下振れ、景気が失速するリスクである。90年代、日本企業は過剰債務の対応に迫られた結果、資金需要が急速に縮小し、日本経済は深刻な不況に陥った。日本銀行の「資金循環統計」からその状況が観察できる。1990年代初頭まで、非金融企業は恒常的に資金不足主体であった(図表11)。すなわち、家計など他の部門での余剰資金を借り、設備投資などに充当していた。その資金不足の規模は対GDP比5~10%にのぼり、民間企業の設備投資が景気拡大を牽引した。ところが、資産価格の急落に伴い、債務の過剰感が強まると、企業の資金不足の対GDP比は、わずか2~3年でプラスマイナスゼロとなり、民間の設備投資は大幅にスローダウンした。

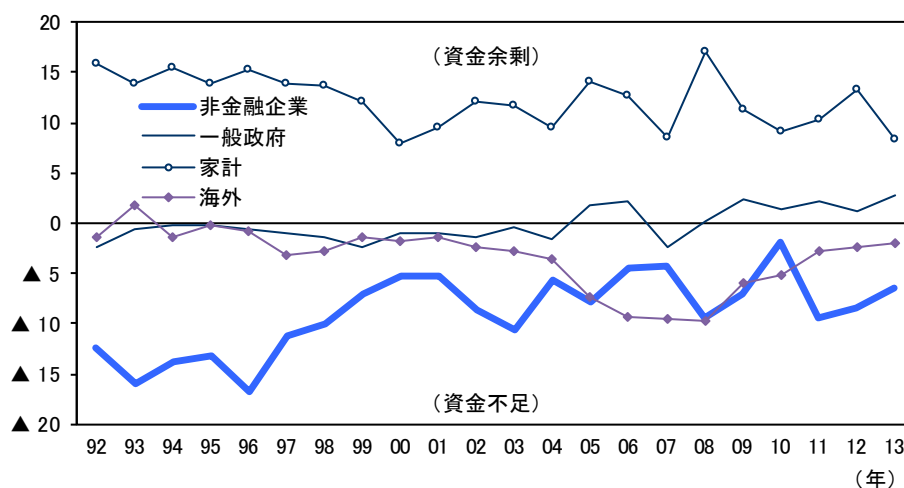
(対GDP比、%) (図表11) 日本の部門別資金過不足の推移



(資料)日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」を基に筆者作成

中国も同様のリスクに直面している。中国人民銀行の「資金循環統計」によると、中国では非金融企業は資金不足主体である。その規模は、かつての日本と同程度の対GDP比5~10%程度である(図表12)。その分、企業が他部門から資金を借り、需要を創造してきた。しかし、企業の債務拡大が限界に向かいつつあるなか、企業の資金需要は悪化している。先行き、企業の資金不足の対GDP比が急速にゼロに近づくことも十分に考えられる。

(対GDP比、%) (図表12) 中国の部門別資金過不足の推移



(資料)中国人民銀行「資金循環統計」、国家統計局「国民経済計算」を基に筆者作成

すなわち、固定資産投資の6割を占める民間投資が大幅に下振れるリスクがあり、この場合、経済成長率は急低下するだろう。日本では、90年代の不況により雇用情勢が悪化し、人々の政権与党に対する不満が強まった結果、55年体制が崩れ、政権が交代した。中国も同様のリスクを抱えているといえるのかもしれない。

おわりに

本稿でみてきたように、中国では景気減速が続いている。最も大きな景気のブレーキ要因は、投資の増勢鈍化である。民間投資が大きくスローダウンするなか、固定資産投資の増勢鈍化が続いている。企業部門を中心に需要が弱まるなか、デフレ圧力が強まり、雇用も悪化している。当局のてこ入れ策により、一部に持ち直しの動きもみられるものの、企業の資金需要は悪化が続いており、景気回復のモメンタムは強まっていない。

この背景には、企業がバランスシート調整を余儀なくされていることが指摘できる。近年、緩和的な金融政策の下、実業が行き詰った企業などは財テクを拡大した。こうしたなか、企業債務は急速に膨張し、マクロ全体でみたレバレッジを大きく押し上げた。もっとも、景気の悪化に伴い、委託融資などでデフォルトが続くなど、企業の資産は目減りし始めた一方、銀行融資や社債などで調達した大きな負債が残っている。企業の利払い負担は大きく、デフレ圧力も強まるなか、債務返済を優先せざるを得ない状況に陥っている。加えて、銀行の不良債権は増加し、資金の出し手にも融資慎重化の動きがみられる。

今後を展望すると、民間投資が大幅に下振れ、経済成長率が急低下するリスクがある。実際、90年代の日本では、バランスシート調整が本格化し、企業の資金需要が急速に縮小した。不況で閉塞感が強まるなか、人々の政権与党に対する不満が強まり、政権交代に至った。中国経済もこのようなリスクを抱えるなか、政府は消費拡大の促進のみならず、大規模な財政出動や海外需要の積極的な取り込みを通じて、景気失速の回避に注力すると見込まれる。先行き、短期間での大幅な調整になるのか、あるいは10~20年程度かけて漸進的に調整していくのか、いずれにしても中国経済はバランスシート不況の入り口に立っているといえよう。

<主要参考文献>

(日本語)

1. 今井健一・渡邊真理子[2006]『企業の成長と金融制度 シリーズ現代中国経済 4』名古屋大学出版会。
2. 小林慶一郎[2000]「バランスシート不況のマクロ経済論」(吉川洋、通商産業研究所編集委員会『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社)。
3. 一・加藤創太[2001]『日本経済の罨』日本経済新聞社。
4. 関辰一[2015]「限界に向かう中国の企業債務拡大」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2015 Vol.15 No.57)。
5. 唐成[2003]「1990年代以降の中国経済における資金循環分析」経済産業省

METI-RAD Working Paper Series No.002 2003年6月。

6. 日本銀行調査統計局[2003]「資金循環統計の国際比較」2003年12月。
7. 野口悠紀雄[1992]『バブルの経済学——日本経済に何が起こったのか』日本経済新聞社。
8. 吉川洋[2013]『デフレーション』日本経済新聞出版社。
9. 湯元健治・関辰一[2013]「中国のシャドバンキング——そのリスクと政府対応力をどうみるか」日本総合研究所リサーチ・レポート 2013年8月9日。
10. リチャード・クー[2003]『デフレとバランスシート不況の経済学』徳間書店。

(中国語)

11. 张明[2013]「中国式影子银行：界定、成因、风险与对策」中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心 Working Paper No.2013W05。
12. 李扬等[2013]『中国国家资产负债表 2013』中国社会科学出版社。
13. 一 [2015]『中国国家资产负债表 2015』中国社会科学出版社。
14. 刘海影[2014]『中国巨债』中信出版社。
15. 陆婷・余永定[2015]「中国企业债对 GDP 比的动态路径」(中国社会科学院世界经济与政治研究所『世界经济』2015年第5期)。
16. 中国人民银行杠杆率研究课题组[2014]「中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究」(中国银行业监督管理委员会『金融监管研究』2014年第5期)。

第7章 中国で深刻化する過剰債務問題：潜在不良債権比率と不良債権規模の推計

はじめに

中国では、企業債務残高の対GDP比が日本のバブル期を上回るなど、過剰債務問題が深刻化している。高成長局面が終焉を迎えるなか、過剰債務は借り手企業の経営に大きな重石となっているばかりでなく、貸し手サイドにとっても不良債権の増加が経営を圧迫しており、金融システミックリスクを高めている。金融機関は貸倒引当金の積み増しに直面し、2015年には債務超過に陥る中小金融機関がでてきている。また、ここ1年で取り付け騒ぎも複数回発生した。他方、肝心の不良債権の実態は不透明である。

そこで本稿では、中国銀行業監督管理委員会やIMFの手法を参考に、「潜在不良債権比率」を算出した。その結果、2015年末の潜在不良債権比率は8.6%と公式統計の5倍に達する。さらに、同時点の不良債権の規模は12.5兆元と公式統計の10倍になると推計される。こうした状況下、金融危機が発生するリスクが高まっており、そのトリガーとなる金融機関の破綻と政府によるミスハンドリングに留意する必要がある。中国政府が信用収縮を警戒するなか、当面金融危機は回避できるとみられるものの、一方で一連の政府の対応は投機的な動きに拍車をかけるだけでなく、不良債権の処理を先送りにし、成長率低下局面の長期化を招く恐れがある。

構成は以下のとおりである。1. では、中国企業債務の急増とその背景を概観する。2. では、中国銀行業監督管理委員会の研究をもとに「潜在不良債権比率」の定義を確認した上で、筆者の推計手法と結果を紹介する。さらに、不良債権規模の試算も行い、金融危機が発生するリスクもあることを指摘する。3. では、政府の対応策とその評価について検討する。

1. 深刻化する過剰債務問題

(1) 積極融資がもたらす債務膨張

近年、中国では企業債務が急ピッチで膨張している。BIS (Bank for International Settlements、国際決済銀行) によると、2015年末の非金融企業の債務残高は115.5兆元と、2008年末の31.2兆元から7年間で3.7倍となった。2015年の人民元の対円レートは平均1元=19.4円であるので、2,241兆円という規模となる。非金融企業債務残高の対GDP比は、日本の1980年代を凌駕するペース急上昇し、2015年末時点で170.7%に達する。これは、日本のバブル期を上回る。

なぜ、中国で企業債務は急増したのか。企業サイドの要因としては、借り手企業が、高成長が続くという見通しの下で過大な設備投資を行ったこと、および低金利で資金を調達して高利回りが期待できる委託融資などで財テクを拡大したことが指摘できる⁴⁹。一方、貸し手の金融機関が十分な審査機能を果たせず、過剰な融資を実行してきたことも大きな要因である。

これまで、中国では長い期間にわたり、政府が国内の限られた資金を、国有銀行を通じて鉄鋼業など工業化に欠かせない産業に、集中的に投入してきた。こうした傾斜生産方式と積極的な外資誘致などを背景に、中国では工業化が進み、その結果、農業部門の労働力が工業部門にシフトし、一人当たりの生産性が飛躍的に上昇した。他方、政府が産業政策を策定し、金利を低めに設定したうえで、金融機関が暗黙の政府保証の下で融資するという金融システムが根付くことになった。こうした中国の金融システムは、銀行業への民間や外資の参入規制が緩く、かつ直接金融が発達している国々に比べると、安易な融資が多くなりがちであり、資金配分の効率が低下しやすいという特徴を有している。

(2) 不良債権の増加が銀行経営を圧迫

高成長局面が終焉を迎えるなか、過剰債務は企業経営の大きな重石となっている。中国経済は2001年から2010年にかけて年平均+10.5%の高成長を持続していたものの、その後の成長率は低下傾向となっている。2015年の実質GDP成長率は前年比+6.9%と25年ぶりの低水準となった。輸出額は前年比マイナスとなり、小売売上高と固定資産投資の伸び率も2014年から低下し、内外需いずれも悪化した。

需要の弱まりを受けて、企業収益も悪化した。工業企業の売上高は2014年秋まで前年比7~8%程度の伸びを維持していたものの、2015年通年では0.8%増に大きく鈍化し、税引前利益にあたる利潤総額は同▲2.3%のマイナスとなった。

他方、銀行融資や社債などを通じて借入を続けており、先述のように、非金融企業は115.5兆元の債務残高を抱えている⁵⁰。金利を6%と想定し、向こう10年間に債務を返済すると仮定すれば、企業の債務の元利支払い負担は年間18.5兆元と試算され、企業の収益が悪化するなか、元利支払い負担は一段と重くなっている⁵¹。

こうしたなか、企業の資金繰りはリーマン・ショック時よりも厳しい状況に陥っている。2015年12月にスマートフォンを製造する深圳中天信電子が経営破綻し、従業員約4,000人が失業した。民間企業のみならず、2016年2月には規模の大きい国有企業である造船業の舜天船舶も企業破産法の適用を申請し、破産手続きに入った。

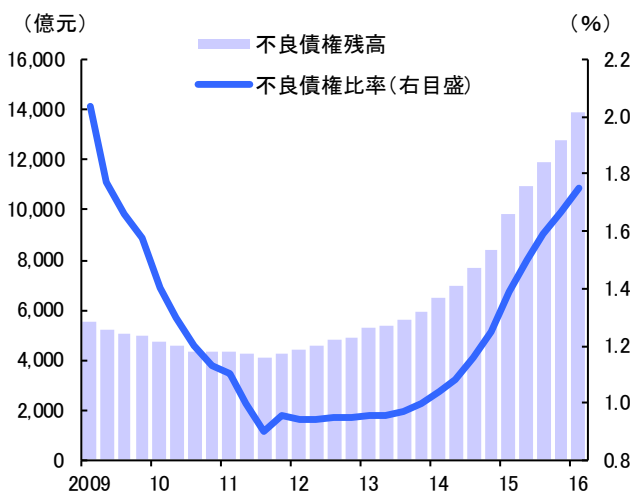
⁴⁹ 企業の財テク拡大が企業債務の膨張に繋がった点について、詳しくは関[2015a]を参照。

⁵⁰ 本稿では過剰債務の金融システムへの影響について論じるが、関[2015b]では過剰債務の企業の資金需要への影響を分析。

⁵¹ 中国人民銀行「2015年第四季度中国貨幣政策執行報告」によると、2015年末の銀行貸出金利の加重平均は年率5.7%。

これに伴い、不良債権は急増している
とみられる⁵²。中国銀行業監督管理委員
会の不良債権統計をみると、2015 年末
の商業銀行の不良債権残高は前年末比
51.2%増加し、1 兆 2,744 億元となった
(図表 1)。不良債権比率は 2013 年末に
1.0%、2014 年末に 1.3%、2015 年末に
1.7%、2016 年 3 月末に 1.8%へ上昇し
ている。もっとも、公式統計はオフバラ
ンス (簿外) の与信が対象に入っていない
ことや、不良債権の認定基準が甘いこ
となどを踏まえると、実際の不良債権は
公式統計を大きく上回る規模と考えら
れる。

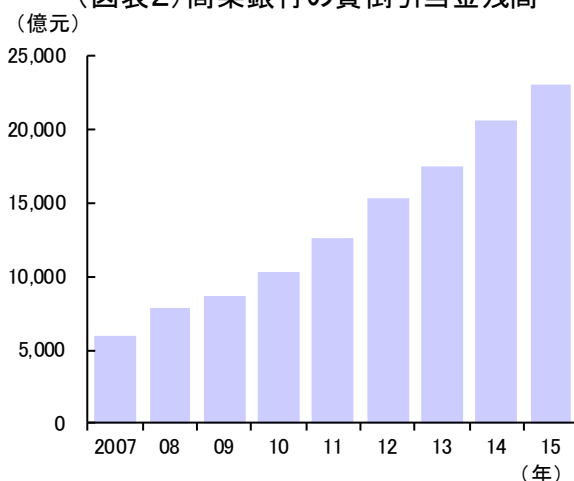
(図表 1) 不良債権残高と不良債権比率



(資料) 銀行業監督管理委員会「銀行業監督統計指標
季度情況表」
(注) 直近値は2016年3月末の値。

この結果、銀行は貸倒引当金を積まざるを得ず、経営環境が厳しさを増している。2015 年末の商業銀行の貸倒引当金残高は 2.3 兆元と右肩上がり増加している (図表 2)。これは、バブル崩壊後の日本とよく似た状況である。日本では、不良債権問題が深刻化するなか、金融機関の破綻が続き、1997~1998年には信用収縮に至った⁵³。銀行間の資金の貸し借りがスムーズになされない状況が発生することで、企業は貸し渋り・貸し剥がしを受けるようになり、やがて企業間での買掛金や売掛金による仕入れや出荷も相互不信が強まるなかで減少した。いわゆる金融危機が発生した。

(図表 2) 商業銀行の貸倒引当金残高



(資料) 2014までの値は中国銀行業監督管理委員会2014年報、
2015年の値は中国銀行業監督管理委員会WEBページから。

では、中国の金融システムが危機的な状況に陥ることはないのか。この問いに答えるためには、不良債権の実態に迫る必要がある。言い方を変えれば、回収の見込みが立たない銀行融資はどの程度あるのか、について検討しなければならない。そこで以下において、中国銀行業監督管理委員会や IMF (International Monetary Fund、国際通貨基金) がウォッチする「潜在不良債権比率」という概念を軸に検討していきたい。

⁵² 日本銀行[2002]によると、不良債権とは、一般的に、金融機関にとって約定どおりの返済や利息支払いが受けられなくなった貸出あるいはそれに準ずる債権を指す。

⁵³ 信用収縮の日本経済への影響について詳しくは、Taizo Motonishi and Hiroshi Yoshikawa [1999]などを参照。

2. 金融危機発生リスクも

(1) 「潜在不良債権比率」の推計

中国の銀行システムの安定性に関する研究のなかに、銀行業監督管理委員会スタッフの熊利平と蔡幸の両氏が2012年に発表した論文「潜在不良債権比率に基づいた商業銀行の信用リスク判断についての研究」がある⁵⁴。同論文では潜在不良債権比率（中国語：隠含不良貸款率、英語：Implied Non-Performing Loans Ratio）を以下のように定義している。

$$\text{潜在不良債権比率} = \frac{\text{(EBITDA} \leq \text{支払利息)のサンプル企業の負債の合計}}{\text{全企業の総負債}}$$

すなわち、全企業の総債務をまず調べ、そのうち「潜在的に危険な企業」の債務の比率を「潜在不良債権比率」としている。「潜在的に危険な企業」とは、その年の広義の営業活動によるキャッシュフローである EBITDA（earnings before interest, taxes, depreciation and amortization、利払い・税引前・償却前利益）で、その年の支払利息を賄えない企業である。

熊利平・蔡幸の両氏は、全上場非金融企業（A株）の財務データに基づき、2012年央の潜在不良債権比率は8.4%と2010年末から持続的に上昇していると指摘した。

また、IMFのヘイトンス氏とカラジャダ氏の2001年のワーキング・ペーパーや、IMFが2016年4月13日に発表したGlobal Financial Stability Reportでも、同様な手法を用いて、潜在不良債権比率を推計している⁵⁵。

上述の中国銀行業監督管理委員会やIMFの研究を参考にして、まず、上海証券取引所と深セン証券取引所の全上場企業（A株）の社数は、2016年5月17日時点で2,850社であった。全企業の2015年の財務データを整理すると、借入金および支払利息のある上場非金融企業は2,327社であった（図表3）。なお、業種分類は中国証券監督管理委員会の分類方法を用いた。この2,327社の借入金合計は8兆5,499億元であった。

⁵⁴ 詳しくは、熊利平、蔡幸[2012]を参照。

⁵⁵ 詳しくは、Paul Heytens and Cem Karacadag [2001]、IMF[2016]を参照。

(図表3) 潜在的に危険な借入金の比率(潜在不良債権比率)

業種	企業数 社	借入金 百万元	潜在的に危険な 企業数 社	潜在的に危険な 借入金 百万元	潜在的に危険な 借入金の比率 %
製造業	1,492	2,606,447	153	491,798	18.9
農林漁業	40	36,138	8	6,343	17.6
卸小売業	130	328,494	12	56,326	17.1
コングロマリッド	21	31,104	3	4,438	14.3
採掘業	69	1,075,816	14	76,224	7.1
運輸・倉庫	74	482,822	2	28,614	5.9
不動産業	121	1,376,368	17	61,218	4.4
水利・環境・公共施設管理	26	50,174	2	1,190	2.4
情報通信業	111	128,025	5	957	0.7
建設業	69	1,038,092	3	5,605	0.5
娯楽・教育	32	15,320	1	50	0.3
電力・ガス・水道	88	1,204,206	2	3,913	0.3
リース・企業向けサービス業	26	150,078	1	20	0.0
飲食・宿泊業	5	20,037	0	0	0.0
医療	4	1,829	0	0	0.0
科学研究・技術	19	4,965	0	0	0.0
合計	2,327	8,549,914	223	736,696	8.6

(資料) 各社の2015年年報、Wind Databaseを基に筆者作成

(注1) 上場企業2,850社のうち借入金かつ支払利息のある非金融企業2,327社の財務データを集計。

(注2) 潜在的に危険な企業とは、2015年のEBITDA(利払い前・税引き前・償却前利益)が同年の支払利息を下回る企業。

(注3) 潜在的に危険な借入金とは、潜在的に危険な企業の借入金。

(注4) EBITDA=利潤総額+支払利息(財務費用)+資産化済み支払利息+有形資産の減価償却費+無形資産の減価償却費+長期前払費用の減価償却費。

(注5) 支払利息=支払利息(財務費用)+資産化済み支払利息。

(注6) 借入金=短期借入金+1年内返済予定の長期借入金+長期借入金。

ちなみに、中国企業会計準則は日本の会計基準と異なるものの、支払利息は国際会計基準と同様にその一部を原価とみなし資産化することができるため、財務費用の項目に記されている支払利息の金額に、資産化済みの金額を加えることが妥当である。短期借入金と1年内返済予定の長期借入金と長期借入金の項目は日本と同じであり、ここではこれらの合計を借入金総額とした。

次に、安全な企業と「潜在的に危険な企業」に仕分けした。その際、1年間の広義の営業キャッシュフローである EBITDA で、同年の支払利息を賄えない企業を潜在的に危険な企業と分類すると、2,327 社のうち 223 社が「潜在的に危険な企業」にあたる。

なお、EBITDA の算出には複数の方法があるが、ここでは税引前利益と支払利息と減価償却費を足し合わせて試算した。中国企業会計準則では利潤総額が税引前利益にあたる。支払利息は前述の通りである。中国では減価償却費を有形資産と無形資産、長期前払費用のものに分けてキャッシュフロー計算書に計上するため、これらの合計値を使う。

例として、宝鋼の2015年の有価証券報告書にあたる年報をみてみよう。まず、EBITDA は、利潤総額 18.5 億元、支払利息(財務費用) 18.8 億元、資産化済み支払利息 2.7 億元、有形資産の減価償却費 102.6 億元、無形資産の減価償却費 2.8 億元、長期前払費用の減価償却費 0.7 億元を足し合わせた 146.1 億元となる。支払利息は 18.8 億元と 2.7 億元の合計である 21.5 億元である。このように、宝鋼の1年間の広義のキャッシュフローである EBITDA は支払利息を上回るため、安全な企業と判断する。

続いて、潜在的に危険な企業の借入金を「潜在的に危険な借入金」と認識し、合計すると 7,370 億円となった。最後に、潜在的に危険な借入金の借入金総額に対する比率を「潜在不良債権比率」として算出した。

結果をみると、2015 年末の潜在不良債権比率は 8.6%と公式統計（1.7%）の 5 倍にのぼる高水準であった。業種別にみると、製造業が 18.9%と最も高く、農林漁業 17.6%、卸小売業 17.1%、コングロマリッド 14.3%、採掘業 7.1、運輸・倉庫 5.9%、不動産業 4.4%、水利・環境・公共施設管理 2.4%と続く。潜在不良債権比率が高い分野ほど、銀行貸し付けが回収困難となるリスクが大きいと判断できる。また、潜在的に危険な借入金は製造業 4,917 億円、採掘業 762 億円、不動産業 612 億円、卸小売業 563 億円と多い点を踏まえれば、これらの分野向け融資の不良債権化が銀行経営を揺るがす恐れが高いといえよう。

中国経済の高成長の終焉に伴い、製造業や採掘業、不動産業で過剰債務・過剰投資の問題が深刻化し、不良債権比率が上昇していることは大方予想のつくところである。もっとも、中国を消費市場としてとらえ、進出を検討している日本企業が多いだけに、卸小売業でも潜在不良債権比率が高いことが注目される。日本ではバブル期にダイエーなどの小売業が立地の良い店舗を確保しようと、積極的な借入と新規出店を続けたものの、バブル崩壊後には多くの店舗で採算が取れない事態が発生した。中国の卸小売業においても同様なことが起きていると推測される。

製造業の内訳をみると、鉄金属加工業では 30 社のうち 15 社が営業キャッシュフローで支払利息を賄うことができない状況にある。これらの 15 社の借入金は 2,179 億円と全体の 51.7%にのぼる（図表 4）。同じく代表的な重工業である鉄道車両・船舶・航空機と石油加工・コークス製造の潜在不良債権比率もそれぞれ 44.8%、36.7%と極めて高水準である。このほか、はん用機械や軽工業にあたる紡績もそれぞれ 29.9%、26.9%と 10%を大きく上回る。他方、自動車や電気機械では営業キャッシュフローで支払利息を賄えない企業は限られ、潜在不良債権比率は低水準にとどまる。

(図表4) 製造業の潜在的に危険な借入金の比率(潜在不良債権比率)

業種	企業数 社	借入金 百万元	潜在的に危険な 企業数 社	潜在的に危険な 借入金 百万元	潜在的に危険な 借入金の比率 %
鉄金属加工	30	421,106	15	217,854	51.7
鉄道車両・船舶・航空機	31	155,485	5	69,691	44.8
石油加工・コークス製造	19	42,009	8	15,398	36.7
はん用機械	89	72,843	13	21,748	29.9
非鉄金属	55	253,173	14	73,837	29.2
紡績	35	37,540	7	10,108	26.9
通信・コンピュータ、その他機械	195	285,463	15	21,921	7.7
化学原料・加工	160	301,376	23	20,369	6.8
医薬品	132	101,017	7	5,218	5.2
非金属製造(セメント等)	74	140,410	6	6,039	4.3
食品	26	22,269	2	818	3.7
アパレル	25	10,056	1	240	2.4
自動車	80	120,472	6	2,415	2.0
電気機械	151	129,791	5	1,195	0.9
ゴム・プラスチック製品	40	34,997	0	0	0.0
その他	350	478,441	26	24,947	5.2
製造業 小計	1,492	2,606,447	153	491,798	18.9

(資料) 各社の2015年年報、Windを基に筆者作成

(注) 各項目の定義、推計方法は図表3と同じ。

では、なぜ推計結果と公式統計にこれほど大きな違いが出るのだろうか。公式統計の調査対象は銀行である一方、潜在不良債権比率の調査対象は借り手企業であることが大きな違いをもたらしていると考えられる。すなわち、銀行の不良債権の認定基準が緩くなれば、公式の不良債権比率は低下するものの、潜在不良債権比率は客観的なデータを基にしているためその影響を受けない。また、銀行の不良債権が政府系ファンドやシャドバンキングに移し替えられれば、公式の不良債権比率は低下するものの、潜在不良債権比率はあくまで企業ベースの数字であることから変化しない。

もともと、潜在不良債権比率にも問題がある。潜在不良債権比率を試算するにあたり、調査対象は上場企業に限定されるため、実際の中国金融システムが抱えるリスクを過小評価しているといえる。未上場企業の中には上場企業よりも収益性が高い企業もあるものの、一般的には未上場企業の方が企業規模が小さく、不良債権化するリスクが高いといえよう。とりわけ、未上場の不動産開発企業や地方融資平台、民間鉄鋼メーカーなどが高利でシャドバンキングから膨大な規模の資金を調達していることを踏まえれば、8.6%という潜在不良債権比率も実態よりも低いのかもしれない。しかし、未上場企業を含む全企業の財務データを集めることは不可能なため、今回はこのような分析にとどまった。

(2) 不良債権規模の試算

公式統計よりは実態に近いと思われる不良債権比率が得られたことで、続いて、銀行の不良債権は実際にはどの程度あるのだろうか、という問いに目を向けていきたい。以下では、金融機関のオンバランスの与信規模を確認し、オフバランスの与信規模を集計したうえで、不良債権の規模を試算していく。

まず、オンバランスの与信について、不良債権残高 1 兆 2,744 億元と不良債権比率 1.7% という公式統計から試算される 2015 年末の銀行融資残高は 75 兆元前後であるが、中国人民銀行の「社会融資規模存量統計数据報告」によると、2015 年末の人民元建て融資と外貨建て融資の合計残高は 95.8 兆元であり、この値をオンバランスの与信残高とする。

次に、オフバランスの与信、いわゆるシャドーバンキングの規模について考える。一般的にシャドーバンキングは、銀行融資以外のルートで資金を供給する信用仲介機能であるが、ここでは、銀行の理財商品と委託融資、信託会社の信託融資の三つをシャドーバンキングとして扱う⁵⁶。

理財商品は、銀行が個人や企業から預金を受け入れるのではなく、当該顧客に自らの融資債権を売却することなどにより、融資資産を銀行のバランスシート内からバランスシート外へ移転するものである。

委託融資は銀行を仲介役に企業が他の企業へ貸し付けることであり、本来であれば委託する企業が融資条件を決めるものの、実態的には銀行が貸付先や用途、金額、金利などを決め、融資資産を銀行のバランスシートから企業のバランスシートに移転している。なかには、銀行のグループ企業が銀行融資規制のある貸付先に融資するケースや、銀行がある企業から通常より高い金利で預金を預かると同時に、その企業に銀行指定の貸付先に委託融資してもらうケースなどもみられる。

銀行が融資資産を信託会社のバランスシートにも移すなか、信託融資も急拡大してきた。3つのいずれの形態も、銀行自身が深く関わっているだけに、融資が焦げ付くと、銀行の損失負担が発生する可能性が高い。

中央国債登記結算有限責任公司によると 2015 年末の銀行理財商品は 23.5 兆元、中国人民銀行によると委託融資残高は同 10.9 兆元、中国信託業協会によると信託業の資産管理規模は同 14.7 兆元である。したがって、2015 年末のシャドーバンキングの規模はこれらの合計である 49.1 兆元と、GDP の 72.6% という大きさとなる。

実際には、銀行のオフバランスの与信の方が回収不能となるリスクが高いとみられるものの、ここでは単純にオンバランスとオフバランスを合わせた与信総額 144.9 兆元のうち 8.6% が不良債権と仮定すれば、中国の金融機関の抱える不良債権残高は 12.5 兆元（GDP の 18.5%、約 243 兆円）となる。これは、公式統計の 10 倍にあたる。公式統計は不良債権の認定基準が甘いことや、オフバランスの与信が対象に入っていないこと、ならびに商業銀行以外の金融機関の不良債権がカウントされていないこと等が、大きな違いに繋がっている。このように、中国の金融システムが抱える潜在的な不良債権の規模は大きく、その分経済が不安定化するリスクが高まっていると言える。

（3）金融機関の破綻と政府によるミスハンドリングに留意

⁵⁶ シャドーバンキングの範囲、拡大要因、リスク、政府対応力について、詳しくは湯元、関[2013]を参照。

こうした状況下、金融機関の破綻と政府によるミスハンドリングが金融危機発生のトリガーになりうる。中国では、すでに一部の金融機関が債務超過に陥っている。2016年3月30日付の日本経済新聞の記事「中国の零細金融機関 経営悪化が表面化」によると、湖南省の湘潭県農村信用合作聯社は総負債が128億元と総資産を上回っており、約4億元の債務超過となり、同省の澧県農村信用合作聯社も約2億元の債務超過となった。もともと、地元政府系の投資会社である現代投資が支援・救済することとなったとされる。

実際、2016年3月23日付の現代投資のニュースリリースによると、2015年9月30日時点の湘潭県農村信用合作聯社の総資産は124億元、総負債は128億元であり、現代投資は同社を株式会社制の商業銀行に改組後、3.2億元の自己資金で同社の株式を取得すると同時に、外部からの出資も募るといふ。また、2015年6月30日時点の澧県農村信用合作聯社の総資産は69億元、総負債は71億元であり、湘潭県農村信用合作聯社と同様に商業銀行に転換させ、2.0兆元の自己資金を投じると同時に、他からも出資を受け入れるとされる。

また、取り付け騒ぎもみられる⁵⁷。現地の報道によると、2015年5月、河南省林州市で市民が預金を引き出すために、複数の農村信用社に押し寄せたとされる。同年11月には市民が同省新郷市の中国郵政貯蓄銀行の複数の支店に押し掛け、2016年3月には河北省邯鄲市の農村信用社が預金を引き出すために集まった群衆であふれたという。いずれのケースも数日以内に各市の公安や警察が「根拠のないうわさを広めた」とのことで、1人ないしは数人を拘束した。

ちなみに、中国銀行業監督管理委員会2014年報によると、2014年末の全国銀行業金融機関は合計4,089社ある。そのうち、中国工商銀行などの大型商業銀行(5社)、招商や中信などの株式制商業銀行(12社)、上海銀行や北京銀行などの都市商業銀行(133社)、上海農村商業銀行などの農村商業銀行(665社)、外資金融機関(41社)が商業銀行に分類され、その総資産の合計は134.8兆元と全国銀行業金融機関の78.2%を占める⁵⁸。その他の金融機関としては、国家発展銀行などの政策性銀行(3社)、中国郵政貯蓄銀行(1社)、農村商業銀行よりも規模の小さい農村合作銀行(89社)や農村信用社(1,596社)などが存在する⁵⁹。

これまで、商業銀行の破綻はみられていない。1998年に、株式制商業銀行にあたる海南発展銀行が多額の不良債権を抱えたことから、中国人民銀行は同行に閉鎖と一切の活動の停止、並びに清算を命じたものの、清算手続きは進んでいない。同行は営業停止の状態であり、破綻はしていないとされる。

しかし、これまでみてきたように、中国の金融機関がキャッシュフロー分析に基づく融

⁵⁷ 取り付け (bank run) の合理性、それが銀行を経営破綻に追い込むリスクがあること、などについて詳しくは、池尾[1990]を参照。

⁵⁸ 中国銀行業の全体像について、詳しくは関根[2015]、高安[2007]、桑田[2012]などを参照。

⁵⁹ 中国郵政貯蓄銀行は自ら商業銀行であると公表しているものの、中国銀行業監督管理委員会は同行を商業銀行のカテゴリーに分類せず。中国銀行業監督管理委員会の政策性銀行監督部が同行を担当し、同行の不良債権を商業銀行の不良債権に未計上。

資審査を行えば、金融機関の資産は大きく目減りし、経営危機に陥る商業銀行が出てくる可能性もあるといえよう。

日本では1996年からの10年間で金融機関の数が大きく減少し、1997～1998年には貸し渋り・貸し剥がし（信用収縮）が発生した。中国でも、金融機関の破綻が金融危機に繋がる恐れがある。確かに、政治体制を踏まえると、中国が日本の轍を踏むとは限らない。日本では当時の宮沢喜一首相が早期に公的資金を注入しなければならないと考えていたものの、金融機関への実質的な税金投入が十分な国民の理解を得ることができなかつたために、金融危機を回避することができなかつた。これに対して、中国政府は政治体制の違いにより、日本に比べて迅速に公的資金を投入することができるかもしれない。また、金融仲介機能を主に国有銀行が担っている点も、日本と大きく異なる。

しかし、金融機関が自らの経営難を正確に公表していない可能性があることを踏まえれば、中国政府が適切に公的資金を投入できないことも想定される。国有の大型商業銀行といえども、不良債権の実態を明らかにすると、格付けを引き下げられ、資金調達や経営自体が一段と厳しくなる。それ以外の金融機関は、中央政府系ファンドや地方政府系ファンドからの資金注入を受け入れれば、その支配を強く受けることは免れない。金融機関が自ら政府に支援を要請するときには、すでに危機的な状況となっている可能性がある。このように、程度の差はあれ、金融機関と政府の間に一定の情報の非対称性が存在するため、政府が必ずしも正しいタイミングで公的資金を投入できるとは限らない。

加えて、政府が十分な公的資金を拠出できるかどうか懸念される。前述のように、2015年末のオンバランスとオフバランスを合わせた与信総額144.9兆元のうち8.6%が不良債権と仮定すれば、中国の金融機関の抱える不良債権残高は12.5兆元となる。一方、商業銀行の貸倒引当金はわずか2.3兆元である。差額は10.2兆元にのぼり、金融機関に余力がなければ、その分の貸倒引当金を政府のバランスシートに積む必要があると考えられる。2015年の中央政府の財政収入総額は6.9兆元、地方政府は8.3兆元である点を踏まえると、それは容易なことではない。

金融機関の破綻に加え、緊縮財政にも留意する必要がある。日本では橋本龍太郎政権において、米国ではフーバー政権において、緊縮的な財政政策がとられたことをきっかけに景気が大きく悪化しことも金融危機のトリガーとなった。中国においてもそのような動きには注意しなければならない。

3. 当面は危機回避可能も成長率低下局面は長期化

（1）中国政府は信用収縮を警戒

こうした状況を踏まえ、中国政府は信用収縮の発生を強く警戒しており、その発生に繋

がりうる芽を事前に摘み取っていくことで、当面金融危機を回避できるとみられる。中国人民銀行は2016年のマクロ経済を展望するにあたり、不良債権比率の上昇が主要リスクの一つであると明記しており、中央経済工作会議では不良債権処理を2016年の重要課題の一つと指摘している。

具体的には、2015年12月16日、中国人民銀行の首席エコノミストである馬駿氏は、同行研究担当スタッフ5名と連名で、「2016年中国宏観経済予測」というタイトルのワーキング・ペーパーを発表した⁶⁰。その中で、2016年の実質成長率は+6.8%と2015年から0.1%ポイント低下するとの予測を公表すると同時に、①過剰生産能力による製造業の投資減速、②不良債権比率の上昇による銀行の融資慎重化、③速すぎる米国の利上げペース、という3つが主な景気下振れリスクになると整理している。

②については、特に石炭、鉄鋼、建材など過剰生産能力を抱えるセクターと中小零細企業向け融資において、貸し渋りや貸し剥がしの恐れがあると警鐘を鳴らしている⁶¹。また、2015年12月21日に閉幕した中央経済工作会議では、不良債権処理にあたり、可能な限り企業破綻を少なくし、合併を模索するとの声明を発表している。

こうしたなか、政府は2014年秋から利下げや預金準備率の引き下げなど一連の金融緩和策を講じてきた。また、実質的な預金金利の上限規制を行い、金融機関の破綻を避けようとする動きもみられる。2015年10月の預金金利の上限撤廃の告知後、当局から預金金利引き上げを止められた金融機関もあるとされる。その上で、金融機関に積極融資を求めてきたとみられる。

これらの結果、景気の減速が続き、生産活動にブレーキがかかるなか、一部で赤字企業が市場から退出する動きもみられるものの、全体で見れば銀行融資は一段と増加している。実際、経済成長率が低下し、企業収益が悪化しているにもかかわらず、2015年末の銀行融資残高は前年末に比べ14.3%増と、2014年末の前年比13.6%増から加速している(図表5)。

中国政府が雇用の安定を重視していること、国有企業が多くの上乗者を抱えていること、政府が国有銀行の融資動向に大きな影響力を持っていること、などを勘案すれば、収益性の劣る国有企業向けの融資拡大が続くことが懸念される。

(図表5) 銀行融資残高



(資料) 中国人民銀行「金融統計データ報告」

⁶⁰ 詳しくは、馬駿、劉斌、賈彦東、李建強、陳輝、熊鷺[2015]を参照。

⁶¹ 中国における貸し渋り・貸し剥がしについて、詳しくは李若谷[2014]などを参照。

また、政府は過剰債務の対応策として 1 兆元規模の債務の株式化を進める方針を打ち出している。企業債務の株式転換は、企業の負債比率を引き下げる効果がある。

(2) 遅れる資源配分の最適化

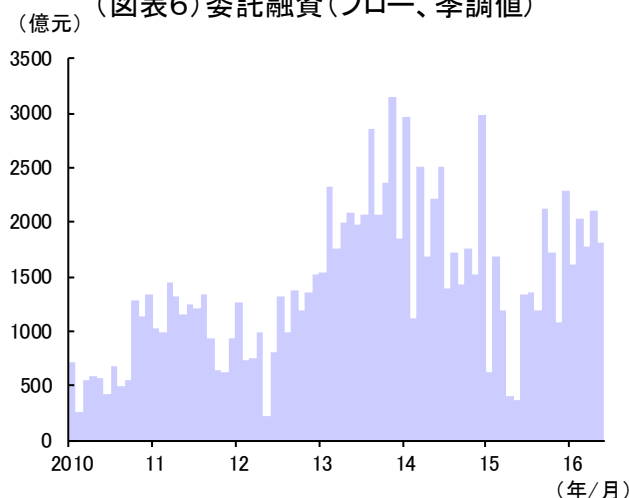
ただし、こうした政府の対応は投機的な動きに拍車をかけるだけでなく、不良債権処理の先送りを通じて、成長率低下局面の長期化を招く恐れがある。すでに、シャドーバンキングや住宅市場などへ緩和マネーが流入し、金融緩和の副作用が顕在化している。

たとえば、2015 年入り後に代表的なシャドーバンキングである委託融資が再び増加している（図表 6）。国有企業などでは、実業が行き詰るなか、社債や銀行融資を通じて低利で資金を調達し、高利で不動産開発企業、インフラプロジェクトや中小民間企業に貸し付けている。他方、固定資産投資が一段と減速するなど、実物投資に資金が回らず、中国国内でも「脱実向虚」との指摘が出ている。シャドーバンキングの拡大は、短期的には景気を下支えするものの、企業の財テク拡大や家計の過度なリスク選好、銀行の潜在的な不良債権の増加という反作用を伴う傾向が強いだけに、中国経済の不安定性を高める動きとして認識される。

また、住宅平均販売価格も、2016 年 5 月には主要 70 都市のうち 60 都市で前月から上昇している。前年同月と比べると、沿海大都市の深センが+54.0%、上海+33.8%、北京+21.4%と、いずれも経済成長率をはるかに上回る上昇となった。このほか、南京+27.1%、合肥+23.3%、武漢+11.9%と、一部の内陸都市でも 10%を上回る上昇がみられ、不動産市場に過熱化の動きがみられる。

中長期的にみると、もっとも深刻な問題は、資源配分の最適化が遅れることである。景気の減速が続き、企業収益が悪化しているにもかかわらず、銀行融資の伸びが加速しているのは、追い貸しの兆候である⁶²。追い貸しは問題の先送りに他ならず、その間に不良債権問題は一段と深刻化する恐れがある。また、債務を株式化するだけで経営改善ができるわけではない。90 年代末に設立された政府系ファンドは債務の株式化により、国有銀行から不良債権を引き取り、株主として企業再生を行おうとした。これには、企業所在地の地方政府による企業従業員のリストラ・再就職に対する協力が不可欠であったが、それが十分

(図表6) 委託融資(フロー、季調値)



(資料) 中国人民銀行「社会融資規模増量統計数据報告」

(注) 筆者が季節調整。

⁶² 追い貸しの定義、背景、影響について詳しくは、翁[2010]や福田、粕谷、赤司 [2007]、星[2006]などを参照。

に得られたとはいえ、良い結果には結びつかなかった。また、米国のサブプライムローンのように、債務の株式化は回収見込みの低い貸付債権の膨張に拍車をかける恐れもある。

不良債権の抜本的な処理は、短期的には痛みが大きいものの、収益性が劣る事業あるいは企業が市場から退出し、市場メカニズムに則った新陳代謝が進むことで、その後の力強い景気拡大につながるものでもある。新陳代謝の動きが限られるなか、資本や労働力の効率的な配分が遅れ、中国経済の停滞が長期化することが懸念される。

おわりに

本稿でみてきたように、中国では企業債務が急増している。2015 年末の非金融企業債務残高の対 GDP 比は 170.7%と、日本のバブル期を上回る規模である。貸し手の金融機関が十分な審査機能を果たせず、過剰な融資を実施してきたことが要因の一つとして指摘できる。

高成長局面が終焉を迎えるなか、企業の資金繰りは悪化し、それに伴い不良債権も急増しているとみられる一方、不良債権の実態は不透明である。公式統計によると、2015 年末の商業銀行の不良債権比率は 1.7%、不良債権残高は 1 兆 2,744 億元にとどまるものの、不良債権の認定基準が甘いことや、オフバランス（簿外）の与信が対象に入っていないことなどを踏まえると、実際の不良債権は公式統計を大きく上回る規模と考えられる。

そこで、中国銀行業監督管理委員会や IMF の方法を参考に「潜在不良債権比率」を推計すると、2015 年末時点では 8.6%と公式統計の 5 倍という結果となった。とりわけ、製造業、採掘業、不動産業、卸売業において、営業活動によるキャッシュフローで支払利息を支払えない企業が多く、かつ借入金が多いことを踏まえれば、これらの分野向け融資の不良債権化が銀行経営を揺るがす恐れが高いと考えられる。

製造業の内訳をみると、重工業の鉄金属加工業、鉄道車両・船舶・航空機、石油加工・コークス製造の潜在不良債権比率が極めて高い水準にあるほか、はん用機械や軽工業にあたる紡績の状況も厳しい。他方、自動車や電気機械セクターでは営業キャッシュフローで支払利息を賄えない企業は限られ、それらの潜在不良債権比率は低水準にとどまる。

続いて、不良債権の規模の試算にあたり、オンバランスの与信のみならず、オフバランスの与信も対象に入れた。その上で、上記の潜在不良債権比率を用いると、2015 年末の中国の金融機関の抱える不良債権残高は 12.5 兆元と、公式統計の 10 倍の規模となる。このように、中国の金融システムが抱える潜在的な不良債権の規模は大きく、その分経済が不安定化するリスクが高まっていると言える。

こうした状況下、金融機関の破綻と政府によるミスハンドリングに留意する必要がある。2015 年には債務超過に陥る農村信用社が出現し、ここ 1 年で複数の農村信用社や中国郵政

貯蓄銀行の支店で、取り付け騒ぎも発生した。これらは、金融危機発生のトリガーになりうる。

他方、中国政府は信用収縮を警戒しており、当面金融危機を回避できるとみられる。実際、2015年入り後に銀行融資の拡大ペースは加速した。また、政府は過剰債務の対策として1兆元規模の債務の株式化を進める方針である。

ただし、こうした政府の対応は投機的な動きに拍車をかけかねない。2015年入り後に代表的なシャドバンキングである委託融資が再び増加しているほか、沿海大都市と一部の内陸都市で住宅価格が2ケタ上昇し、不動産市場にも過熱化の動きがみられる。

中長期的にみると、もっとも深刻な問題は、資源配分の最適化が遅れることである。経済成長率が低下し、企業収益が悪化しているにもかかわらず、銀行融資が一段と拡大していることは、追い貸しの兆候である。今後、不良債権の処理が先送りになり、資本や労働力の効率的な配分が遅れ、中国経済の停滞が長期化することが懸念される。

<主要参考文献>

(日本語)

1. 池尾和人[1990]『銀行リスクと規制の経済学』東洋経済新報社。
2. 翁百合[2010]『金融危機とプルーデンス政策』日本経済新聞出版社。
3. 桑田良望[2012]『2012年版中国の金融制度と銀行取引』みずほ総合研究所。
4. 関辰一[2015a]「限界に向かう中国の企業債務拡大 ―日本のバブル期と似た様相―」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2015 Vol.15 No.57)。
5. ―― [2015b]「バランスシート不況の入り口に立つ」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2015 Vol.15 No.59)。
6. 関根栄一[2015]「中国における金融改革 ―銀行業を中心に―」(全国銀行協会『金融』2015年9月号)。
7. 高安健一[2007]「中国における国有商業銀行改革と金融資本市場の発達」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2007 Vol.7 No.27)。
8. 日本銀行[2002]「不良債権問題の基本的な考え方」2002年10月11日。
9. 福田慎一、粕谷宗久、赤司健太郎[2007]「金融危機下における銀行貸出と生産性：企業別成長会計を使った「追い貸し」の検討」(日本銀行『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.07-J-14)。
10. 星岳雄[2006]「ゾンビの経済学」(岩本康志ら編『現代経済学の潮流 2006』東洋経済新報社)。
11. 湯元健治、関辰一[2013]「中国のシャドバンキング ―そのリスクと政府対応力をどうみるか―」日本総合研究所リサーチ・レポート 2013年8月9日。

(中国語)

12. 李若谷[2014]「对当前企业融资难、融资贵问题的分析与思考」(中国银行业监督管理委员会『金融监管研究』 2014年第11期)。
13. 马骏, 刘斌, 贾彦东, 李建强, 陈辉, 熊鹭[2015]「2016年中国宏观经济预测」(中国人民银行『中国人民银行工作论文』 No.2015/15 2015年12月16日)。
14. 熊利平, 蔡幸[2012]「基于隐含不良贷款率加强商业银行信用风险判断的研究」(中国银行业监督管理委员会『中国银行业监督管理委员会工作论文』 2012年第9期)。

(英語)

15. International Monetary Fund (IMF), “Potent Policies for a Successful Normalization”, *Global Financial Stability Report*, April, 2016, Washington D.C., International Monetary Fund, Chp.1, pp.1-56.
16. Taizo Motonishi and Hiroshi Yoshikawa, “Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990’s: Financial or Real?”, Cambridge, Mass., *NBER Working Paper*, No. 7351, September 1999.
17. Enterprise Sector”, International Monetary Fund, Washington D.C., *IMF Working Paper*, WP/01/182, November, 2001.

第8章 社債市場からみた中国のモラルハザード問題

はじめに

中国では、巨額の企業債務と不良債権が、安定的な経済成長を維持するうえでの最大のリスクファクターとなっている。企業債務の対GDP比は日本のバブル期を上回り、マクロでみたレバレッジは危機的な水準にある。こうしたなか、不動産価格が下落すると、金融機関は融資担保価値の目減りによって大きな損失を被り、金融機関の破綻が急増し、金融危機が発生するリスクもある。

なぜ、企業債務と不良債権がこれほど膨らんだのか。まず、企業側に問題がある。筆者はこれまでに中国の過剰債務問題について、3本の論文を公表してきた。シリーズ1本目となる2015年のRIM論文「限界に向かう中国の企業債務拡大—バブル期の日本と似た様相—」では、中国の非金融企業債務の対GDP比および固定資本形成の対GDP比を日本のバブル期と比較して、中国においても企業の債務が膨張し、そのかなりの部分が財テクに投じられていると問題提起した。日本では土地や株式が主な運用対象となったのに対し、中国ではシャドバンキングの一つである委託融資が代表的な財テクになっていると指摘したうえで、いくつかの事例を紹介した。

同年、企業債務問題に関する2本目の論文となる「バランスシート不況の入り口に立つ中国経済」では、国民経済計算における非金融企業の資本調達勘定を用いて、リーマン・ショック後の4兆元の景気対策を受けて、過剰な設備投資を行ったことも要因の一つであるが、やはり財テクの拡大が債務増大の主因であることを明らかにした。さらに、①2015年には景気の悪化に伴い、委託融資などでデフォルトが続くなど、企業の資産が目減りし始めた一方、銀行融資や社債で調達した大きな負債は残っていること、②企業の利払い負担は大きく、デフレ圧力も強まるなか、債務返済を優先せざるを得ない状況に陥っていること、③90年代日本企業は過剰債務の対応に追われ、その資金需要は急減し、経済は深刻な不況に陥ったが、中国も同様のリスクに直面していること、を指摘した。

シリーズ3本目となる2016年のRIM論文「中国で深刻化する過剰債務問題—潜在不良債権比率と不良債権規模の推計—」では、金融機関側の問題を取り上げた。すなわち、国有銀行を中心とした金融機関が事業の収益性を度外視した貸付を行ってきたことも、企業債務が膨張した大きな要因であった。さらに、中国の金融システムの安定性をみるために、上場企業2000社あまりの財務データを基に、潜在不良債権比率を独自推計したところ、2015年末時点で8.6%であった。これをシャドバンキングを含む全国の与信総額に当てはめると、同年末の潜在不良債権残高は12.5兆元と当局の公表値の10倍（GDPの18.5%）に達する。このように、潜在的な不良債権が巨額なだけに、中国の金融システムが危機的な状況に陥るリスクも払拭できないことを主張した。

これらに続く本稿では、巨額な企業債務と不良債権が積み上がった背景には、政府の対

応の失敗が少なからず影響していることを明らかにしたい。政府は、明示的なものも暗黙的なものもあるが、いずれにせよ事実上国有企業の債務に対して保証を行っている。このような市場への政府介入によって、借り手と貸し手に深刻なモラルハザードが生じている。国や地方政府の保証が付与されていることが、借り手の意識を希薄にする。さらに、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなる。

本稿で社債市場に焦点を当てた理由は、企業ごとの資金調達コストを把握しやすいからである。企業を国有と民間に分類すると、資金調達コストが大きく違っていることが容易に観察できる。社債市場をみれば、市場への政府介入によって、国有企業は極端に低いコストで資金調達ができる様子をつかみやすい。その結果、モラルハザードが生じ、ひいては巨額な企業債務と不良債権に結びついたといえよう。

構成は以下の通りである。1. では、中国において社債のデフォルト率が極めて低く、市場メカニズムが機能していない状況を指摘する。2. では、モラルハザードをもたらす市場への政府介入を整理する。まず、政府が社債のデフォルト回避に尽力した事例を確認する。次に、上海証券取引所で取引されている社債の利回りと ROA を集計することで、政府保証によって国有企業の資金調達コストが低く抑えられていることをみる。さらに、補助金など他の市場への政府介入にも簡単に触れたい。3. では、政府が直面するジレンマを指摘する。

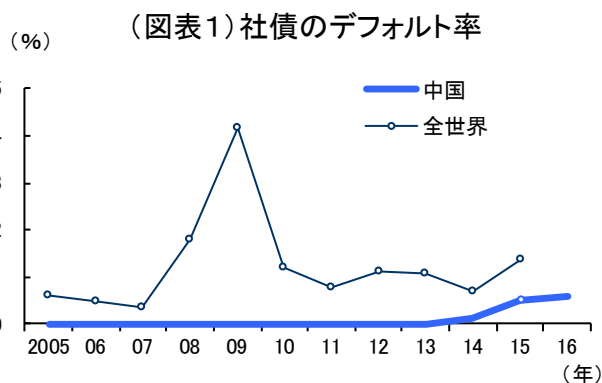
1、市場メカニズムが機能しない社債市場

(1) 極めて低いデフォルト率

中国では多くの分野において、市場メカニズムが機能していない。これは、社債市場にも当てはまる。

社債市場では「剛性兑付（中国語でガンシンドイフと読む）」の問題が指摘できる。「兑付」とは、小切手・兌換券などを現金にすることである。「剛性」とは、鋼のように固いことである。社債市場では、どのような銘柄に投資しても、元本の償還と利息の支払いは固く守られるという状況が長く続いた。

実際、レーティングが付与されている社債の発行体数を集計すると、2005年末の3社から2015年末には3,739社に大幅に増加する一方、デフォルトした社数は2013年までゼロ、2014年と2015年もそれぞれ4社と19社にとどまる。レーティングが付与されている発行体数に占めるデフォルト率を計



(資料) 全世界の社債のデフォルト率は、S&P, 2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions、中国はWind Databaseを基に筆者作成。

(注1) 社債のデフォルト率

= デフォルトした発行体数 / レーティングのある発行体数

(注2) 直近値は2016年初から10月末までの値。

算すると、2013年までは0%、2015年でもわずか0.51%である（図表1）。格付け会社スタンダード・アンド・プアーズが集計した全世界のデフォルト率は、リーマン・ショックを受けて、2007年の0.37%から2008年には1.80%、2009年には4.18%へ大きく上昇したとと比較すると、中国の特異さが際立つ。2015年においても、全世界のデフォルト率は1.36%であり、中国のデフォルト率は極めて低い水準にあるといえよう。

（2）社債市場の概要

一般的に、社債とは株式会社が長期の資金調達のために発行する確定利付きの債務証券である。一般事業会社の発行する事業債と金融機関の発行する金融債に大別され、株式と異なり、議決権を有しない。

他方、本稿でいう社債とは、中国語でいう企業債券のことである。中国の債券は、企業債券、政府債券、金融債券、資産担保証券（Asset Backed Securities）、央行票据（中央銀行借用手形）、国際機構債券の6種類に分類される（図表2）⁶³。企業債券は、企業債、中期票据（Medium Term Note）、超短期融資券（Super & Short Term Commercial Paper）、短期融資券（Commercial Paper）、私募票据、公司債、可転債（轉換社債）、可分離交易可転債、中小企業集合債、中小企業集合票据、中小企業私募債を含む。株式会社が長期の資金調達のために発行する確定利付きの債務証券のみならず、株式会社の形態をとっていない国有企業が発行する債務証券、ならびにコマーシャルペーパーなど短期の債務証券も含まれることが、企業債券の特徴である。

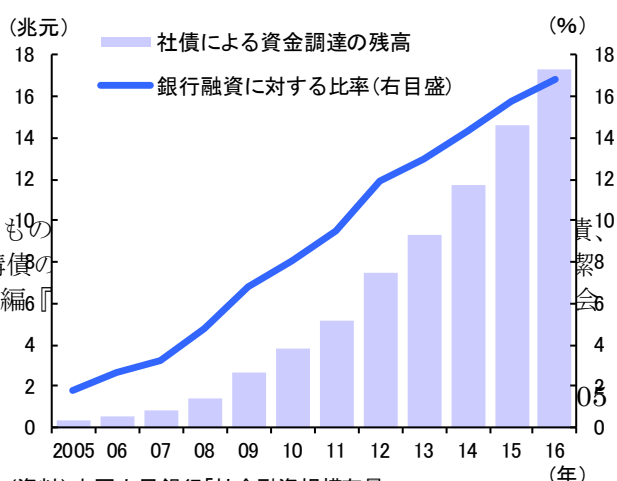
（図表2）中国債券市場の概況

	2013年		2014年		2015年1～9月	
	新規発行額	年末残高	新規発行額	年末残高	新規発行額	9月末残高
企業債券	40,384	74,664	51,772	109,421	47,567	130,788
政府債券	17,963	91,781	20,247	103,075	38,771	132,633
金融債券	23,162	112,313	26,572	124,534	24,044	135,819
ABS	1,910	171	2,794	2,689	2,494	4,297
中央銀行借用手形	-	5,522	-	4,282	-	4,282
国際機構債券	-	31	-	31	-	31
合計	83,419	284,482	101,384	344,032	112,876	407,850

（資料）安国俊・孫明潔[2015]p.174～176（原典は中債信息网、中証登、上清所）を基に筆者作成

次章で国有企業と民間企業で分けてみていく公司債とは、株式会社と有限会社が長期の資金調達のために発行する確定利付きの債務証券であり、一般的な社債の概念に近い。公司債と並ぶ、もう一つ代表的な社債が企業債である。企業債とは、株

（図表3）社債による資金調達の残高



（資料）中国人民銀行「社会融資規模存量」

（注1）直近値は2016年9月末の値。

（注2）銀行融資は外貨による融資を含まず。

⁶³ 政府債券は国債と地方政府債を合わせたもの、政府支持機構債（匯金債）と非銀行金融機構債の等[2015]「2015年の中国債券市場」（殷劍峰編、科学文献出版社）を参照。

式会社や有限会社の形態をとっていない企業も長期の資金調達のために発行できる確定利付きの債務証券であり、主に国有企業が発行体となっている。

中国人民銀行の「社会融資規模存量」によると、社債発行残高は、2010年末には3.8兆元であったが、2016年9月末には17.3兆元まで急増した（図表3）。その間、銀行融資に対する比率は8.1%から16.8%まで上昇した。社債発行が活発化したことがうかがえる。

2、デフォルトさせないようにしてきた政府

（1）政府保証の存在

中国の社債デフォルト率が異常に低い背景には、収益が悪化した企業に対して政府が全面的に支援することで、デフォルトさせないようにしてきたことが指摘できる。

地場の格付け会社である中債資信評価有限責任公司によると、本来であれば2012年4月16日に、上場繊維メーカーの山東海龍が発行した「11海龍CP01」が中国の社債デフォルトの第1号になるところであった。同社は経営不振により債務超過に陥ったほか、財務諸表における虚偽報告が明るみに出たため、マーケットでは約定通りの利払いについて懐疑的な見方が広がっていた。山東海龍のコマーシャルペーパーが償還日を迎える前、同社はすでに金融機関12社に対して借入金の利息を約定通りに支払っていなかったため、光大銀行、深セン発展銀行、中国輸出入銀行など複数の金融機関から告訴されていた。銀行預金口座を凍結するよう債権者である金融機関に求められていた状況であった。

しかし、山東省濰坊市政府はデフォルト回避に向けて終始、力を尽くした。具体的には、大手紙・パルプメーカーの寿光晨鳴控股有限公司と大手繊維メーカーの中国恒天集団に合併案を持ちかけたほか、濰坊市政府が担保を提供し、社債の募集と販売を行った恒豊銀行が救済融資を行ったことで、コマーシャルペーパーのデフォルトを免れたという。

日本でも、官民出資の投資ファンドである産業革新機構などが政府保証付きの借入金で資金調達することがあるものの、このケースのように政府が直接担保を提供することは、通常考えられない。それだけ、中国では政府保証の問題が特異であるといえよう。

中国の国有企業には中央政府が管轄する中央国有企業と、地方政府が管轄する地方国有企業があるが、山東海龍は山東省濰坊市の地方国有企業である。山東海龍の社債がデフォルトし、さらに同社が経営破綻に陥ると、数万人の従業員の雇用問題が浮上するほか、自らの責任が社会で問題視されることが、地方政府をデフォルト回避に動かしたとみられる。

中国证券监督管理委员会の呉偉央氏が、上海証券取引所の機関誌『証券法苑』第13巻（2014）に掲載した論文「債券違約対応処理法律機制探析」によると、2012年11月に開かれた第18回共産党大会で、「政府と市場の関係を是正することは改革の主要テーマの一つであり、市場の規律を尊重しなければならない」ことが共通認識となった。しかし、実務においては、地方政府と地方の監督機関は「自らの管轄区域で社債のデフォルト第1号

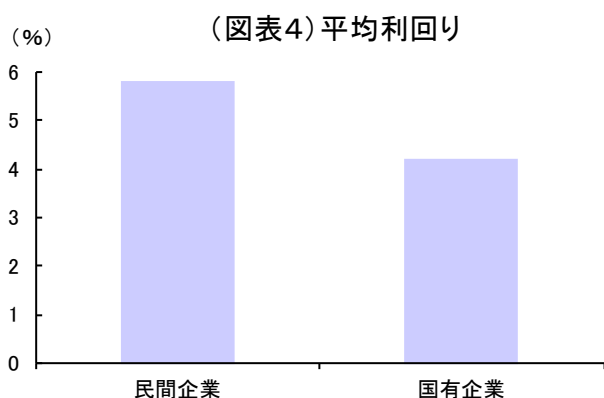
を出したくない」と考えていたという。

(2) 抑制された資金調達コスト

政府保証は、国有企業の資金調達構造を歪め、企業の債務問題を深刻化させる。国有企業は仮に利払いに窮しても、最後は政府が助けてくれるだろうと高を括り、返済能力を上回る規模の債務を背負いやすくなる。銀行や保険会社など資金の出し手も、どうせ企業経営が傾いたところで政府がなんとかするだろうと、融資や投資を行うにあたり、事業の将来性や返済能力を十分に審査しなくなる。

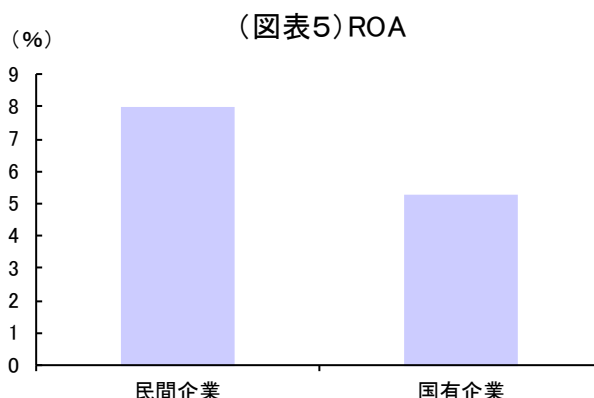
実際、政府保証の存在によって、中国の社債市場には歪みが顕在化している。市場メカニズムが機能していれば、一般的には経営の効率性が高い企業ほど、信用が高く、資金調達コストが低くなるはずである。しかし、中国では国有企業であれば、経営効率の水準にかかわらず、資金調達コストは低い水準に抑制されている。

2016年12月1日時点で、上海証券取引所で取引されている民間企業の会社債は307銘柄



(資料) Wind Databaseを基に筆者作成

(注) 2016年12月1日時点において上海証券取引所で取引される民間企業の会社債203銘柄、国有企業の会社債561銘柄の表面利回りを集計。



(資料) Wind Databaseを基に筆者作成

(注) 2016年12月1日時点において上海証券取引所で取引される民間企業の会社債203銘柄、国有企業の会社債561銘柄の発行体企業のROA(2011~2015年)を集計。

柄ある。このうち、債券の表面利回りと発

行体企業の2010~2015年のROAデータが揃っているのは、203銘柄ある。この203銘柄の表面利回りを単純平均すると5.8%になる(図表4)。また、当該銘柄の発行体企業の5年間のROAを単純平均すると、8.0%となった(図表5)。

これに対して、同じく12月1日時点において上海証券取引所で取引されている国有企業の会社債は655銘柄ある。債券の表面利回りおよび発行体企業の2010~2015年のROAデータが揃っているのは、このうち561銘柄である。この561銘柄の表面利回りは平均4.2%となる一方、5年間のROAは平均5.3%であった。これらを比較すると、明らかにROAの高い民間企業の方が、高い利率での社債発行を強いられていることになる。

(3) 様々な市場への政府介入

中国政府は、国有企業に対して様々な面で優遇してきた。「国有銀行は、中国の家計貯蓄を集めた莫大な資金プールをもち、預金には人為的に低い金利しかつけていない。銀行は、この安価な資本を、政治的なつながりをもつ企業へと融資し、企業はこれを必ずしも効率的ではない投資に用いてきた」という米外交問題評議会シニアフェローであるセバスチャン・マラビー氏の指摘は、問題の核心をついている⁶⁴。

実際、長らく民間企業からは「融資難、融資貴」（融資を得るのが難しく、銀行が求める金利や手数料があまりに高い）との声上がる一方、国有企業は低利で銀行融資を得られる状況が続いている。このように、政府保証が存在するなか、間接金融においても資金調達コストの水準に歪みが出ている。

また、中央政府や地方政府が国有企業に対して支給している補助金も、市場メカニズムを歪めている。当初、政府の補助金は、十分な投資収益を期待できない事業であるものの、国家戦略や産業政策上重要な事業に携わる企業に給付するものであった。しかし、補助金の支給ルールが不透明ななか、実質的に国有企業の赤字補てんに利用されるケースもみられるようになった。

中央国有企業の完成車メーカー、天津一汽夏利汽車の 2015 年の決算では、売上高は 34 億 427 万元、純利益は 1,805 万元と、3 年連続の赤字を回避した。政府が補助金を積み増したためである。同社が営業外収益として計上している補助金（政府補助）は 2013 年に 6,202 万元、2014 年に 1 億 1,375 万元であったが、2015 年には 5 億 6,326 万元に大幅に増加している。中国では、上場企業が 3 年連続赤字となれば上場一時停止になり、その後の中間決算で黒字化しなければ上場廃止となる。政府の補助金によって、同社は起死回生を果たしたといえよう。

また、政府補助金は政治的な力が強い企業に多く配分されていることも大きな問題である。たとえば、石油採掘業の中国石油天然気（ペトロチャイナ）は 2012 年に原油高を背景に、1,153 億元もの純利益を計上した。同時に、政府から 94 億元もの補助金を得て、政府補助金の高額受給企業 No.1 でもある。英 B P を上回る高収益企業に対して高額な補助金が支払われている状況である。

2016 年 12 月 16 日時点で上海証券取引所あるいは深セン証券取引所に上場している非金融企業（A 株）の 2015 年の財務データを集計すると、最も政府補助金を得ているのは中国石油天然気であった（図表 6）。純利益は原油価格の下落により減少したとはいえ 357 億元を計上する一方、政府から 79 億元の補助金を得た。同業の中国石油化工（シノペック）、海運の中遠海運控股（コス SHIPPING）などが続く。トップ 10 社のうち 8 社は中央国有

⁶⁴ 詳しくは、セバスチャン・マラビー[2016]「世界経済リスクとしての中国経済の不確実性」(『フォーリン・アフェアーズ・リポート』2016 No.2、原文: Sebastian Mallaby, Paul A. Volcker[2015], *The World Economy in 2016: Watch China*, Council on Foreign Relations, December 23, 2015) を参照。

企業である。なお、トップ10社に支給された補助金の合計は全体の22.3%に上る。

(図表6) 政府補助金の高額受給企業トップ10(2015年)

				(億元)
	企業	業種	属性	政府補助金
1	中国石油天然気	石油採掘	中央国有企業	79.1
2	中国石油化工	石油採掘	中央国有企業	50.0
3	中遠海運控股	海運	中央国有企業	42.6
4	中国東方航空	空運	中央国有企業	41.3
5	上海汽車集団	自動車	地方国有企業	31.2
6	安徽江淮汽車集団	自動車	地方国有企業	25.3
7	中国南方航空	空運	中央国有企業	23.7
8	中国長江電力	電力	中央国有企業	20.5
9	中国核能電力	電力	中央国有企業	19.8
10	中国中車	鉄道製造	中央国有企業	18.0

(資料)各社の年報、Wind Databaseを基に筆者作成

(注)2016年12月16日時点の非金融上場企業のデータを集計。

これまでみてきたような資金面の優遇以外にも、政府が国有企業のために、工場用地や従業員用の住宅を用意し、賃料を減免するなどの優遇措置がみられる。

3、ジレンマに直面する政府

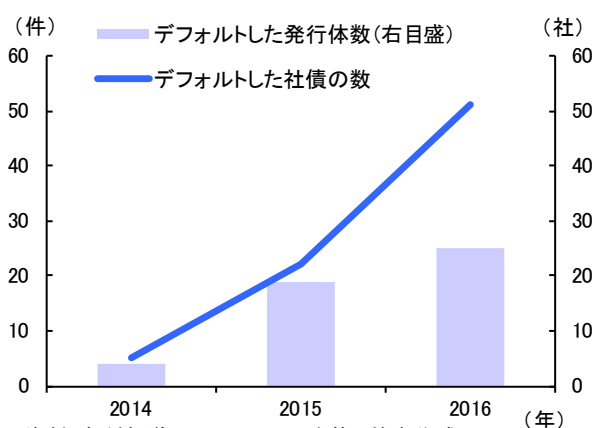
(1) 政府はデフォルト容認に転換

最近になり政府は社債のデフォルトを容認する姿勢に転じつつある。2013年11月に開かれた三中全会では、市場メカニズムを多くの分野に取り入れることを政策方針に据え、2014年3月には李克強首相が「金融商品のデフォルトは望まないものの、回避できないケースもある」とコメントした。2016年5月9日付の人民日報1面に掲載された「権威人士による中国経済についての談話」でも、「剛性兑付」を打破しなければならないとの主張がみられる。

こうしたなか、社債のデフォルトも増加し始めている。2016年初から10月末までに企業債券のデフォルトが51件発生し(25社)、2015年通年の22件(19社)を大きく上回った(図表7)。

9月26日には、遼寧省の地方国有企業である東北特殊鋼を発行体とし、国家開発銀行と招商銀行が2015年9月に表面利率6.3%の1年物で募集・販売した7億元のコマーシャルペーパーがデフォルトとなった。東北特殊鋼が発行した企

(図表7) デフォルトした社債と発行体の数



(資料)各種報道、Wind Databaseを基に筆者作成

(注)直近値は2016年初から10月末までの値。

業債券の債務不履行は、2016年に入ってこれで9回目となった。10月10日には日本の地裁にあたる大連市の中級人民法院が、債権団が提出していた同社の破産申請を受理した。

今後を展望すると、政府のデフォルト容認姿勢が続く可能性が高いため、社債のデフォルトはさらに増加すると予想される。政府保証を見直すことで、モラルハザードを是正し、債務の急増に歯止めをかけることの重要性は、中国政府も強く認識している。加えて、中国経済の高成長が終焉を迎えるなか、債務返済に窮する国有企業が多くみられるようになった。政府が債務を肩代わりすれば、多額の財政支出が必要となり、財政余力は急低下しかねない。当局としても、政府保証のあり方を見直さざるを得ない局面にあるといえよう。冒頭でみたように、これまで中国の社債のデフォルト率は、政府保証や補助金などを背景に、全世界の水準を大きく下回る水準にとどまっていた。しかし、今後デフォルト容認姿勢が広がることで、デフォルト率は徐々に上昇するとみられる。

加えて、厳しいマクロ経済環境が続くことも、デフォルトの増加に繋がる。中国経済は厳しい内需環境を背景に、今後も緩やかに減速していくと予想される。その最大のブレーキ要因は、GDPの3割を占める民間固定資産投資のスローダウンである。過剰債務・過剰設備を抱える状況のなかで、企業は新たな投資に慎重になっている。企業債務の対GDP比が日本のバブル期を上回り、元利支払い負担、バランスシート調整圧力が大きいため、企業の債務削減姿勢はそう簡単に終わりそうにない。企業は引き続き借入拡大に慎重になる見通しで、民間固定資産投資の景気牽引力が低下すると予想される。

企業部門における構造調整は、個人消費も抑制すると見込まれる。地方政府は生産設備や人員のリストラに関する数値目標を設定するよう求められているため、今後、民間企業のみならず地方国有企業においても人員のリストラの動きが強まるとみられる。すでに足許でも、雇用環境が悪化するなか、所得環境の改善ペースが徐々に鈍化し、小売売上高の伸び率は年々低下してきた。雇用に対する将来不安と所得の伸び鈍化を背景に、先行きも消費の減速基調が続くと見込まれる。

(2) デフォルト抑制姿勢に戻る可能性も

一方、別のシナリオも考えられる。デフォルトの増加は、市場メカニズムが機能するという意味において、健全な動きといえる。ただし、中国ではすでに巨額な企業債務と不良債権を抱えているため、連鎖的な企業倒産が発生してデフォルト率が急上昇すると、経済がハードランディングするリスクも存在する。

政府保証がもたらすモラルハザードに加え、リーマン・ショック以降の大規模な金融緩和が、企業の過剰な設備投資や財テク拡大、金融機関の過剰信用などを促したため、マクロでみた中国のレバレッジは危険水域にまで高まっている。中国人民銀行によると、社債の発行残高は、2010年末には3.8兆元であったが、2015年末には14.6兆元まで急増した。国際決済銀行によると、社債や銀行からの借入金など各種調達手段を合計した非金融企業の債務残高は、同時期に49.7兆元から111.9兆元に増加した。この結果、非金融企業債務

残高の対GDP比は120.3%から163.2%へ、5年間で40%ポイント以上も上昇した。

2016年8月に発表されたIMFの対中4条協議報告書では、本文に説明がないものの、これまで全世界において過去5年間で総与信の対GDP比が30%ポイント以上高まった国はのべ42カ国あり、その内18カ国が5年以内に金融危機を伴うハードランディングに陥ったという図表を掲載している⁶⁵。ちなみに、18カ国とは、アイルランド、アルゼンチン、イギリス、イタリア、ギリシャ、スウェーデン、スペイン、タイ、デンマーク、ノルウェー、フィリピン、フィンランド、ブラジル、ベルギー、ポルトガル、マレーシア（以上は1回ずつ）、ウルグアイ（2回）である⁶⁶。

こうした点を踏まえると、当局が危機型のデレバレッジを恐れ、デフォルト抑制姿勢に戻る可能性もある。国有企業や地方政府、金融機関は、デフォルト容認によって痛みを被っているため、政府が再度デフォルト抑制姿勢に戻ることを期待するかもしれない。その場合、財政の健全性が損なわれるほか、「剛性兑付」の問題は先送りとなり、企業債務と潜在的な不良債権はますます増えかねない。

このように、中国政府は市場メカニズムの機能を高めながら、景気失速を回避して安定成長をめざすという、難しいかじ取りを求められている。

おわりに

本稿でみてきたように、中国の社債市場では市場メカニズムが機能していない。社債の元本償還と利息支払いは固く守られるという状況が長く続くなか、中国の社債デフォルト率は極めて低い水準にある。

この背景として、政府保証の存在を指摘した。中国の社債デフォルトの第1号になるころであった国有企業は、地方政府の保証のもと、銀行が提供した資金で、デフォルトを免れた。社債がデフォルトし、さらに同社が経営破綻に陥ると、数万人の従業員の雇用問題が浮上するほか、自らの責任が社会で問題視されることが、地方政府をデフォルト回避に動かしたとみられる。

中国の社債市場では、国有企業でありさえすれば資金調達コストが低く、経営効率が問

⁶⁵ IMFは定期的に加盟国に代表団を送り、経済・金融情報を収集している。同時に、その国の経済状況および政策について政府当局者等と協議している。これは「4条協議」と呼ばれており、その報告書にはIMFの経済分析や政策提言がまとめられている。2016年8月に発表された対中4条協議報告書とはIMF[2016] *People's Republic of China: Staff Report for the 2016 Article IV Consultation, July 7, 2016* のこと。本稿で注目した図表は、その13頁目に掲載されている。

⁶⁶ 与信が急増した42カ国のうち、金融危機を伴うハードランディングに陥らなかった24カ国はどの国なのか、どのような基準で18カ国と24カ国を線引きしたのか、についての具体的な説明はない。

われることはない。その結果、借り手と貸し手に深刻なモラルハザードが生じる。国や地方政府の保証が付与されていることが、借り手意識を希薄にする。さらに、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなる。

銀行融資についても同様な問題が発生している。長らく民間企業からは融資を得るのが難しく、銀行が求める金利や手数料があまりに高いとの声上がる一方、国有企業は低利で銀行融資を得られる状況が続いている。このほか、政府の補助金も市場メカニズムを歪めているといえよう。

もっとも、最近になり政府はデフォルト容認姿勢に転じつつある。その結果、2016年入り後に社債のデフォルトは急増している。政府のデフォルト容認姿勢が続く可能性が高いことなどを踏まえれば、今後、社債のデフォルトはさらに増加するとみられる。ただし、マクロでみた中国のレバレッジは危険水域にまで高まっている。情勢不安定化を恐れる当局が、デフォルト抑制姿勢に戻る可能性もある。

<主要参考文献>

(日本語)

1. 桑田良望[2012]『2012年版中国の金融制度と銀行取引』みずほ総合研究所。
2. 関辰一[2015a]「限界に向かう中国の企業債務拡大」日本総合研究所(『環太平洋ビジネス情報 RIM』2015 Vol.15 No.57)。
3. ——— [2015b]「バランスシート不況の入り口に立つ中国経済」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2015 Vol.15 No.59)。
4. ——— [2016]「中国で深刻化する過剰債務問題—潜在不良債権比率と不良債権規模の推計」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2016 Vol.16 No.62)。
5. 関根栄一[2009]「中国の社債発行制度改革」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』2009 Spring)。
6. セバスチャン・マラビー[2016]「世界経済リスクとしての中国経済の不確実性」(『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2016 No.2)(原文は Sebastian Mallaby, Paul A. Volcker[2015], *The World Economy in 2016: Watch China*, Council on Foreign Relations, December 23, 2015)。

(中国語)

1. 安国俊, 孙明洁等[2015]「2015年の中国債券市場」(殷剑峰編『金融藍皮書 中国金融发展報告(2016)』社会科学文献出版社)。
2. 陶丽博, 许南星, 陈代娣[2012]「由海龙信用事件引发的几点思考」中债资信评估有限责任公司 2012年5月。

3. 吴伟央[2014]「债券违约应对处理法律机制探析」（上海证券交易所『证券法苑』第十三卷 2014）。
4. 张英杰，李诗，余璐，谭畅[2015]「我国债务风险现状、问题与政策分析」（中国人民大学『中国宏观经济分析与预测』2015 年中期）。

（英語）

1. Diane Vazza and Nick W. Kraemer, *2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*, New York, Standard & Poors, May, 2016.
2. International Monetary Fund (IMF), “Staff Report for the People’s Republic of China 2016 Article IV Consultation”, Washington D.C., International Monetary Fund, *IMF Country Report*, No.16/270, August, 2016.

終章 リスク・コントロールに向けての課題

はじめに

本論文でみてきたように、マクロでみた中国企業のレバレッジは危機水域にまで高まっている。企業の債務が余りにも大きい。そして、その拡大のペースも速い。

なぜ企業債務がここ数年急ピッチで増えてきたのか。企業、金融機関、政府のいずれにも要因あり、企業債務問題は合成的な誤謬といえよう。

企業側の要因の一つは、過剰な設備投資の裏返しで借り入れが増えた点である。鉄鋼、セメント、ソーラーパネルなど多くの分野において過剰生産能力の削減が急務である。企業債務が急拡大しているもう一つの要因は、財テクのための資金調達拡大である。近年、過剰な設備投資は政府の投資抑制策によってある程度ブレーキがかかっているにもかかわらず、企業の金融資産投資は拡大し続けている点を踏まえれば、後者の方が問題だといえる。

代表的な企業の財テクは、いわゆる委託融資と呼ばれる銀行を経由した高利率の貸し出しである。舜天船舶という国有企業は 2012 年に表面利率 6.6% という比較的低い金利で社債を発行して資金調達した。それを上海銀行経由で年率 18.0% で南京福地房地產開発に貸し付けていた。

高利で資金を借りている不動産開発企業や、あるいは地方融資平台、その他中小企業が資金を需要が十分見込めるような不動産に投じているのか、あるいはインフラ投資、設備投資に投じているのか、疑問を感じる。いずれ収益性が低下して返済能力が不足する可能性も十分にある。継続融資が困難となれば、投げ売りが発生し、最終的に財テクにのめり込んだ企業ほどバランスシートに大きな痛みを負いかねない。

企業のバランスシート調整圧力が強まると、資金需要がゼロまで縮小し、中国経済の失速につながる恐れもある。

金融機関の過剰信用も債務拡大の要因である。中国の金融機関は、十分に適切な融資審査をせずに、過剰な融資を行ってきた。また、不良債権の認定基準を引き下げるなどの行為によって、不良債権の実態を公開してこなかったことも、融資の持続的な拡大につながった。

もっとも、融資の大きな部分が不良債権になり、金融危機発生リスクは払拭できない。90 年代の日本では金融機関の不良債権が増える中で、金融機関が貸倒引当金を積み上げていった。経営環境が悪化する中で、金融機関の破綻が少しずつ増えていき、97 年から 98 年には金融機関同士の相互不信が強まる中でいわゆる信用収縮が発生し、さらには金融機関から企業への貸し渋り、貸し剥がしに展開していった。中国の金融システムが抱える潜在的な不良債権の規模は公式統計の 10 倍に達するだけに、中国においても同様なことが発生しかねない。

政府の責任も大きい。中国政府は国有企業に対して債務保証を行っている。一例をあげれば、山東海龍社は既に経営不振によって社債のデフォルトに直面したものの、山東省の濰坊市政府が担保を差し出し、恒豊銀行が救済融資を行ったことによってデフォルトが免れた。

政府保証によって、借り手と貸し手に深刻なモラルハザードが生じている。国有企業は返済能力を上回る規模の債務を負いやすくなる。資金の貸し手も企業経営に対するチェックが弱まる。実際、中国の社債市場には歪みが顕在化している。市場メカニズムが機能していれば、一般的には経営の効率性が高い企業ほど、信用が高く、資金調達コストが低くなるはずである。しかし、中国では明らかに ROA の高い民間企業の方が、高い利率で社債発行を強いられている。つまり、国有企業であれば、経営効率の良し悪しにかかわらず、資金調達コストは低水準に抑制されている。

このように、中国にバランスシート不況と金融危機のリスクがある。では、政府はどのような対応を取り、政策のあるべき姿はなにか。最後にリスク・コントロールに向けた政策を論じたい。

(1) 重荷を渡された習近平政権

2013 年に国家主席に就任した習近平氏は、胡錦濤氏から大きな重荷を渡されたといえよう。同年の全人代で李克強新首相は、①景気刺激策を実施しない、②過度な信用拡張の抑制、③構造改革を柱とする経済政策を主張した。いわゆる“リコノミクス”である。2014 年 5 月から広まった“新常态”も、無理な需要刺激策を打たずに、成長率の低下を容認するものである。

新政権は、これまでの投資主導型成長から脱し、持続可能な消費主導型成長へ切り替えていくことを、中長期的にめざしている。産業構造面では、重工業や建設・不動産の比率を引き下げ一方、サービス産業の比率を引き上げていく方針である。

しかし、過剰債務・過剰設備が重石となるなか、想定以上に景気が減速した。こうしたなか、政府は“リコノミクス”や“新常态”を棚上げして、2014 年 11 月から 2015 年末にかけて、政策金利である貸出基準金利を合計 6 回引き下げ、金融緩和に踏み切った。金利の引き下げ幅はリーマン・ショック直後に並ぶものである。2015 年 6 月から中央政府直轄のインフラ投資が加速し、財政も出動した。同年 9 月 8 日には財政部が「更なる積極的な政策を講じ、経済の安定運営を促進する」との声明を発表した。同月 14 日には発展改革委員会が「投資促進のための 8 つの措置」を決定した。インフラ投資の承認が加速するなか、2016 年の新規着工総投資計画額は前年比 20.9%増と、2015 年の同 5.5%増から急加速した。これらを受けて、2016 年入り後には公共投資を大幅に拡大した。つまり、景気失速が懸念されるなか、政府が構造調整の手綱を緩め、安定成長重視にシフトした。

また、中国政府は信用収縮の発生を強く警戒しており、その発生に繋がりうる芽を事前に摘み取っている。中国人民銀行は 2016 年のマクロ経済を展望するにあたり、不良債権比

率の上昇が主要リスクの一つであると明記しており、中央経済工作会議では不良債権処理を2016年の重要課題の一つと指摘している。

具体的には、2015年12月16日、中国人民銀行の首席エコノミストである馬駿氏は、同行研究担当スタッフ5名と連名で、「2016年中国宏観経済予測」というタイトルのワーキング・ペーパーを発表した⁶⁷。その中で、2016年の実質成長率は+6.8%と2015年から0.1%ポイント低下するとの予測を公表すると同時に、①過剰生産能力による製造業の投資減速、②不良債権比率の上昇による銀行の融資慎重化、③速すぎる米国の利上げペース、という3つが主な景気下振れリスクになると整理している。

②については、特に石炭、鉄鋼、建材など過剰生産能力を抱えるセクターと中小零細企業向け融資において、貸し渋りや貸し剥がしの恐れがあると警鐘を鳴らしている⁶⁸。また、2015年12月21日に閉幕した中央経済工作会議では、不良債権処理にあたり、可能な限り企業破綻を少なくし、合併を模索するとの声明を発表している。

2016年12月の中央経済工作会議では金融リスクの抑制をより重要な位置に据え、金融システミック・リスクが発生しないことを確保すると明記した。2017年3月の全国人民代表大会（全人代）でも、金融リスクの回避を図ると強調した。

こうしたなか、政府はインターバンク市場での積極的な資金供給など一連の金融緩和策を講じてきた。また、実質的な預金金利の上限規制を行い、金融機関の破綻を避けようとする動きもみられる。2015年10月の預金金利の上限撤廃の告知後、当局から預金金利引き上げを止められた金融機関もあるとされる。その上で、金融機関に積極融資を求めてきたとみられる。また、政府は過剰債務の対応策として1兆元規模のデット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）を進める方針を打ち出している。

（2）求められる方向性

今後、中国政府は過剰債務の解消（デレバレッジ）を進めながら、景気失速を回避して安定成長を目指すという、難しいかじ取りを求められる。

景気対策は十分に打ち出されている。企業部門の資金需要減退から生じる「バランスシート不況」の処方箋として、公共投資の拡大は理解できる。2016年に政府部門が他部門から資金を借入、需要を創造していくことで、企業の設備投資の落ち込みを穴埋めしなければ、中国経済はハードランディングするリスクがあった。また、インターバンク市場における積極的な資金供給がなければ、金融機関の連鎖的な破綻が生じるリスクもあった。

一方、過剰債務の解消は進んでいない。景気の持ち直しが図られる裏側では、収益が悪化し続けている企業にもかかわらず、金融機関が追い貸しをする状況がみられる。企業の財テク、金融機関の過剰信用、政府保証の存在は依然残る。企業による委託融資や銀行理財商品、不動産投資が一段と盛り上がり、企業債務と金融機関の潜在的な不良債権がさら

⁶⁷ 詳しくは、馬駿，劉斌，賈彥東，李建強，陳輝，熊鷺[2015]を参照。

⁶⁸ 中国における貸し渋り・貸し剥がしについて、詳しくは李若谷[2014]などを参照。

に増加する恐れがある。つまり、マクロでみたレバレッジは一段と高まるリスクがある。

過剰債務の解消は難しい問題ながら、以下の5点が重要と考えられる。第一は、「自己責任原則」の貫徹である。国有企業に対する債務保証や補助金などの政府保証をやめなければならない。過剰な債務を抱えた企業ならば、国有だろうと民間だろうと、債務をリストラしていく必要がある。中国経済の高成長が終焉を迎えるなか、過剰債務に陥り、債務返済に窮する企業が多くみられるようになった。民間企業は債務のリストラや人員のリストラを進めている一方、国有企業のリストラは遅れているばかりでなく、モラルハザードが生じて債務が一段と増加している。利益を求めた投機的な行為に対して、当事者がコストを負担するという「自己責任原則」を貫くのは、当然のことといえよう。

一方、改革は漸進的に行っていく必要がある。政府による債務保証を一気にやめると、国有企業の破綻が急増しかねない。その結果、金融機関の連鎖的な破綻が起きる恐れもある。

第二は、国有企業の民営化である。国有企業に対する債務保証や補助金の取りやめの先には、国有企業の民営化がある。その準備を早い段階から行うことは無駄ではない。企業再編が起りやすい環境をつくるほか、国有企業どうしの合併によって国有企業を一段と大きくするのではなく、政府保有株式を放出することで、国有企業に対する民間企業や外資企業のM&Aを促進していくべきである。さらに、規制の撤廃などに取り組むことで、ITや娯楽などの分野でベンチャー企業が伸びていくのを見守っていくことが求められる。これらを通じて、資源配分の最適化を進めていかなければならない。

第三は、金融監督の強化である。これまでは、銀行が国有企業に対して十分な審査をせず過剰な融資をしてきたことに加えて、シャドーバンキングを通じた融資拡大も企業債務の膨張につながっていた。自らの不良債権規模を正確に公開していない金融機関も少なくない。今後は、銀行が企業の収益性に基づいた融資を行うよう、政府が働きかけると同時に、シャドーバンキングなどのオフバランス融資や不良債権の実態についての報告を徹底させることが必要である。代表的なシャドーバンキングである銀行理財商品の残高はハイピッチで拡大し続けており、これを抑える必要がある。

第四は、情報開示の徹底である。政府が目を見せれば安心できる、という訳ではない。金融機関の不良債権の実態が不透明であることに加え、中国企業の財務諸表の信頼性が十分ではないことも問題である。山東海龍にみられるように未だに財務諸表の虚偽報告の例が絶えない。虚偽報告が発覚した際の罰則はわずかであることが要因の一つといえよう。今後、先進国並みの罰則を導入すると同時に、株式市場や債券市場を中心とした直接金融の利便性を改善し、金融機関や企業が情報開示するインセンティブを高めていくことも必要であろう。外部からの圧力に晒すことが、企業経営の改善につながると期待される。

第五は、過度な低金利の見直しである。企業債務の対GDP比の上昇に歯止めをかけ、下げていきたいのであれば、企業債務の伸び率を名目GDPの伸び率以下に抑制する必要

がある。政策金利の引き上げはマネーサプライと企業債務の抑制に寄与する。ただし、政策金利の引き上げはマーケットの過剰反応が起きる可能性もある。調整に失敗すれば、企業の連鎖的倒産がおきてしまい、ハードランディングになりかねない。市場の反応を見ながら慎重に取り組む必要があるものの、先送りしてはいけない。

おわりに

本稿でみてきたように、中国では、企業債務の急増が、安定的な経済成長を維持するうえでの最大のリスクファクターとなっている。企業債務の対GDP比は日本のバブル期を上回り、マクロでみたレバレッジは危機的な水準にある。中国の金融システムが抱える潜在的な不良債権の規模は大きく、金融危機が発生するリスクもある。中国政府は過剰債務の解消を進めながら、景気失速を回避して安定成長を目指すという、難しいかじ取りを求められる。

中国経済が持続的な発展を遂げるには、いま以上に自律した企業家と銀行家がいなくてはならない。確かに、中国では果敢に新事業にチャレンジし、自助努力で事業を大きく育て上げた企業家もみられる。自らの目利き能力によって、次々に有望な事業を支援した銀行家もいるであろう。しかし、全体で見れば、企業や金融機関の政府への依存度は、極めて大きい。企業は、政府が債務を保証してくれるであろうと、ずさんな借入を増やし、マネーゲームに手を出すようになった。銀行も政府の後ろ盾がある企業ならば、債務不履行のリスクはないと考え、際限なく融資を続けてきた。

政府が、企業と銀行に対して暗黙の保証を与えてきたことが問題である。政府は、もたれ合いの構造がいずれか破綻すると理解しているものの、政府保証を続けてきた。それが、上記のような企業や銀行の期待を形成した。暗黙の保証を打ち破ると、これまでの中国経済を支えてきた金融システムが機能不全に陥りかねない。企業も深刻なバランスシート調整を余儀なくされる。しかし、問題を先送りすれば、将来のリスクが増すばかりである。これ以上、改革を先送りしてはならない。

<参考文献>

(日本語)

- 青木昌彦 (1995) 『経済システムの進化と多元性：比較制度分析序説』 東洋経済新報社。
———・奥野正寛編著 (1996) 『経済システムの比較制度分析』 東京大学出版会。
———・———・岡崎哲二編著 (1999) 『市場の役割 国家の役割』 東洋経済新報社。
アジア資本市場研究会 (主査：川村雄介) 編 (2015) 『ASEAN 金融資本市場と国際金融センター』 公益財団法人日本証券経済研究所。
- 池尾和人 (1990) 『銀行リスクと規制の経済学：新しい銀行論の試み』 東洋経済新報社。
——— (1995) 『金融産業への警告：金融システム再構築のために』 東洋経済新報社。
———・黄圭燦・飯島高雄 (2001) 『日韓経済システムの比較制度分析：経済発展と開発主義のわな』 日本経済新聞社。
——— (2003) 『銀行はなぜ変わらないのか：日本経済の隘路』 中央公論新社。
——— (2006) 『開発主義の暴走と保身：金融システムと平成経済』 NTT 出版。
———・財務省財務総合政策研究所編著 (2006) 『市場型間接金融の経済分析』 日本評論社。
- 伊東和久・高阪章・田近栄治編 (1985) 『経済発展と財政金融』 アジア経済研究所。
- 今井健一 (2008) 「『持株会社天国』としての中国：市場経済化のなかの国有持株会社の役割」、下谷政弘編 (2008) 『東アジアの持株会社』 ミネルヴァ書房、第4章、124-164頁、所収。
———・渡邊真理子 (2006) 『シリーズ現代中国経済 (第4巻) 企業の成長と金融制度』 名古屋大学出版会。
- 石見徹・伊藤元重編 (1990) 『国際資本移動の累積債務』 東京大学出版会。
———・河合正弘 (1990) 「基軸通貨と国際通貨システム (1)、(2)」、『経済学論集』 (東京大学)、第56巻第2号 (1990年7月)、74-101頁、第56巻第3号 (1990年10月)、83-110頁所収。
——— (1995) 『国際通貨・金融システム 1870~1990』 有斐閣。
- 岩本康志・齊藤誠・前多康男・渡辺努 (2001) 『金融機能と規制の経済学』 東洋経済新報社。
ジョン・ウィリアムソン著／小野塚佳光 (編訳) (2005) 『国際通貨制度の選択：東アジア通貨圏の可能性』 岩波書店。
- 植草一秀 (1992) 『金利・為替・株価の政治経済学』 岩波書店。
- 植田和男 (1992) 『国際収支不均衡下の金融政策』 東洋経済新報社。
- 大蔵省財政金融研究所内金融・資本市場研究会編 (1991) 『アジアの金融・資本市場：21世紀へのビジョン』 社団法人金融財政事情研究会。
- 大野健一 (1996) 『市場移行戦略：新経済体制の創造と日本の知的支援』 有斐閣。

- 大野早苗・小川英治・佐々木百合・高橋豊治（2002）『環太平洋地域の金融・資本市場』高千穂大学総合研究所。
- 大場満智満・増永嶺監修、（財）国際金融情報センター編（1995）『世界の金融・資本市場（第2巻）：アジア・大洋州編』社団法人金融財政事情研究会。
- ・—————監修、—————編（1999）『変動する世界の金融・資本市場（下巻）：アジア・中南米・中東編』社団法人金融財政事情研究会。
- 小川英治（1998）『国際通貨システムの安定性』東洋経済新報社。
- ・財務省財務総合政策研究所（編著）（2006）『中国の台頭と東アジアの金融市場』日本評論社。
- 翁邦夫（1985）『期待と投機の経済分析：「バブル」現象と為替レート』東洋経済新報社。
- 翁百合（2010）『金融危機とプルーデンス政策：金融システム・企業の再生に向けて』日本経済新聞出版社。
- 奥田宏司（2002）『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社。
- （2007）『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房。
- （2012）『現代国際通貨体制』日本経済評論社。
- （2015）「ユーロ不安の基本的性格とユーロの決済システム」、『経済』新日本出版社、2015年8月号、No.239、116～126頁。
- 奥田英信（1991）「金融自由化政策と経済発展：フィリピンとタイの比較事例研究」、『海外投資研究所報』日本輸出入銀行、第17巻2号。
- （1993）「NIEs・ASEAN諸国のCPC型経済発展と国際間資金移動」、『経済学研究』、一橋大学研究年報、第34巻、31-64頁所収、1993年。
- （1994）「金融改革と発展パフォーマンス：1970年代-80年代のタイとフィリピンの比較」、小浜裕久・柳原透編著『東アジアの構造改革』日本貿易振興会、第2章所収論文、22-52頁所収。
- （2000）『ASEANの金融システム：直接投資と開発金融』東洋経済新報社。
- ・三重野文晴・生島靖久（2010）『新版 開発金融論』日本評論社。
- 嘉治佐保子（2004）『国際通貨体制の経済学』日本経済新聞社。
- 梶原弘和（1995）『アジアの発展戦略：工業化波及と地域経済圏』東洋経済新報社。
- （1999）『アジア発展の構図』東洋経済新報社。
- 加藤俊彦（1957）『本邦銀行史論』東京大学出版会。
- 加藤弘之・陳光輝著、渡辺利夫監修、拓殖大学アジア情報センター編集（2002）『東アジア長期経済統計（第12巻） 中国』勁草書房。
- 柯隆（2003）「中国の家計所得と消費構造に関する分析」、富士通総研経済研究所『研究レポート』2003年4月、No.162。
- （2007）『中国の不良債権問題：高成長と非効率性のはざままで』日本経済新聞出版社。

- 河合正弘 (1986) 『国際金融と開放マクロ経済学: 変動為替レート制のミクロ・マクロ分析』東洋経済新報社。
- (1994) 『国際金融論』東京大学出版会。
- ・QUICK 総合研究所アジア金融研究会編著 (1996) 『アジアの金融・資本市場: 自由化と相互依存』日本経済新聞社。
- 河合正弘 (1992) 「アジア NIES・ASEAN 諸国の金融的發展と相互依存」、『フィナンシャル・レビュー』大蔵省財政研究所、第 22 巻、52-83 頁所収、1992 年。
- 河村小百合 (2015) 『欧州中央銀行の金融政策』きんざい。
- 神沢正典 (1995) 『世界経済と開発金融』ミネルヴァ書房。
- 関志雄 (2009a) 『チャイナ・アズ・ナンバーワン』東洋経済新報社。
- (2009b) 「消費を拡大させるための方策」(経済産業研究所『実事求是』2009 年 1 月 30 日、<https://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/ssqs/090129-1ssqs.html>)。
- (2009c) 「西高東低型に転じた中国における経済成長」(経済産業研究所『実事求是』2009 年 6 月 5 日、<https://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/ssqs/090605ssqs.html>)。
- 岸真清 (1990) 『経済發展と金融政策: 韓国・タイの経験と日本』東洋経済新報社。
- 桑田良望 (2012) 『2012 年版 中国の金融制度と銀行取引』みずほ総合研究所。
- 経済産業省 (2007) 『通商白書 2007: 生産性向上と成長に向けた通商戦略: 東アジア経済のダイナミズムとサービス産業のグローバル展開』時事画報社。
- 経済産業省貿易経済協力局通商金融・経済協力課 (2012) 『新中間層獲得戦略: アジアを中心とした新興国とともに成長する日本』経済産業調査会。
- 黄益平・常健・楊靈修 (2012) 「シャドーバンキングは中国版サブプライム・ローン問題を引き起こすか」、野村財団『季刊中国資本市場研究』2012 年夏号、9-17 頁所収。
- 香西泰・寺西重郎編 (1993) 『戦後日本の経済改革: 市場と政府』東京大学出版会。
- 小浜裕久・柳原透 (1995) 『東アジアの構造調整』日本貿易振興会。
- 呉明珊 (1992) 『アジア諸国の金融・資本市場』日本経済評論社。
- 小林慶一郎 (2000) 「バランスシート不況のマクロ経済論」、吉川洋・通商産業研究所編集委員会(編著)『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社、2000 年、167-201 頁所収。
- ・加藤創太 (2001) 『日本経済の罫: なぜ日本は長期低迷を抜け出せないのか』日本経済新聞社。
- ・寺澤達也・深尾光洋編著 (2001) 『バランスシート再建の経済学』、東洋経済新報社。
- 後藤康浩 (2010) 『アジア力: 成長する国と發展の軸が変わる』日本経済新聞出版社。
- 小宮隆太郎 (1971) 「最適通貨地域の理論」、嘉治元郎・村上泰亮編『現代経済学の展開』勁草書房、1971 年、第 14 章、350-366 頁所収。

- 近藤健彦・中島精也・林康史／ワイス為替研究会編著（1998）『アジア通貨危機の経済学』東洋経済新報社。
- 坂井秀吉・ダンテ・B・カンラス編（1990）『フィリピンの経済開発政策』アジア経済研究所。
- 櫻川昌也・福田慎一編（2013）『なぜ金融危機は起こるのか：金融経済研究のフロンティア』東洋経済新報社。
- 佐野淳也（2006）「中国の社会変動と「中間層論」の登場」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2006年1月号（Vol.6, No.20）、124-140頁所収。
- 塩地洋（2009）「世界最大となった中国自動車市場の今後」、日本自動車工業会『JAMAGAZINE』2009年12月号、8-13頁所収。
- 資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会（1993）「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」、大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』1993年11月号、1-75頁所収。
- 篠原三代平（2003）『中国経済の巨大化と香港：そのダイナミズムの解明』勁草書房。
- 白井早百合（2004）『人民元と中国経済』日本経済新聞社。
- 代田純（2012）『ユーロと国債デフォルト危機』税務経理協会。
- 鈴木満直（1993）『開放下における韓国の金融システム：資本輸出国への道』勁草書房。
- 関辰一（2010）「鉄鋼業からみた旺盛な中国の国内需要」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2010年4月号（Vol.10, No.37）、84-100頁所収。
- （2011）「“スモールハンドレッド”の中国自動車産業：低い生産性と今後の展望」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2011年8月号（Vol.11, No.42）、44-63頁所収。
- （2012a）「投資主導成長が続く中国内陸部」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2012年11月号（Vol.12, No.47）、85-100頁所収。
- （2012b）「成長モデルの転換を求められる中国経済：壁に直面する加工貿易」、日本総合研究所『Business Economic Review』2012年3月号（Vol.22, No.3）、67-78頁所収。
- （2014）「底上げがみられる中国の消費需要、変わる消費構造」、日本総合研究所『JRI レビュー』2014年3月号（Vol.6, No.16）、2-16頁所収。
- （2015a）「限界に向かう中国の企業債務拡大：バブル期の日本と似た様相」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2015年5月号（Vol.15, No.57）、124-136頁所収。
- （2015b）「バランスシート不況の入り口に立つ中国経済」（日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2015年11月号（Vol.15, No.59）、129-144頁所収。
- （2016）「中国で深刻化する過剰債務問題：潜在不良債権比率と不良債権規模の推計」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2016年8月号（Vol.16, No.62）、

- 40-55 頁所収。
- (2017) 「社債市場からみた中国のモラルハザード問題」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2017 年 2 月号 (Vol.17, No.64)、46-58 頁所収。
- 関根栄一 (2009) 「中国の社債発行制度改革：中国版 MTN の登場」、野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』2009 年春号、47-65 頁所収。
- (2015) 「中国における金融改革：銀行業を中心に」、全国銀行協会『金融』2015 年 9 月号、25-35 頁所収。
- 第一勧銀総合研究所編 (1997) 『アジア金融市場』東洋経済新報社。
- 高木信二編 (2003) 『通貨危機と資本逃避：アジア通貨危機の再検討』東洋経済新報社。
- 竹田憲史 (2007) 「通貨・金融危機の発生メカニズムと伝染：グローバル・ゲームによる分析」、日本銀行金融研究所『金融研究』第 26 巻第 2 号 (2007 年 4 月)、87-130 頁。
- 高阪章 (1993) 「アジア諸国の金融改革」、大蔵省財政金融研究所編『フィナンシャル・レビュー』第 27 号、77 - 96 頁所収、1993 年。
- 高橋亀吉・森垣淑 (1993) 『昭和金融恐慌史』講談社学術文庫 (初版は清明会出版部より 1968 年に出版されている)。
- 高橋琢磨・関志雄・佐野哲司 (1998) 『アジア金融危機』東洋経済新報社。
- 高屋定美 (2011) 『欧州危機の真実：混迷する経済・財政の行方』東洋経済新報社。
- 高安健一 (2007) 「中国における国有商業銀行改革と金融資本市場の発達」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2007 年 10 月号 (Vol.7, No.27)、45-68 頁所収。
- 竹森俊平 (2015) 『欧州統合、ギリシャに死す』講談社。
- 橋本俊詔・今井学 (1999) 「東アジアにおける経済発展と消費者行動の変化に関する一考察」、大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』1999 年 12 月、第 52 号、122-138 頁所収。
- 谷内満 (1997) 『アジアの成長と金融』東洋経済新報社。
- 千田純一「ドルの非対称性と IMF 体制」、『金融経済』第 147 号 (1974 年 8 月)、37-53 頁。
- 張秋華著、太田康夫監修 (2012) 『中国の金融システム：貨幣政策、資本市場、金融セクター』日本経済新聞出版社。
- 津上俊哉 (2013) 「チャイナ・リスクと中国経済並びに中国における日本企業の動向」、日本国際問題研究所『チャイナ・リスクと地域経済統合に向けた取組』2013 年 3 月、第 1 章、3-20 頁所収。
- 筒井義郎編 (2000) 『金融分析の最先端』東洋経済新報社。
- 寺西重郎 (1982) 『日本の経済発展と金融』岩波書店。
- (1991) 『工業化と金融システム』東洋経済新報社。
- (1995) 『経済開発と途上国債務』東洋経済新報社。
- (2003) 『日本の経済システム』岩波書店。
- ・福田慎一・奥田英信・三重野文晴 (2007) 『アジアの経済発展と金融システム』東

- 北アジア編』東洋経済新報社。
- (2008) 『アジアの経済発展と金融システム〔東南アジア編〕』東洋経済新報社。
- (2011) 『戦前期日本の金融システム』岩波書店。
- 杜進 (2000) 「3大改革の課題：金融仲介メカニズムの再構築を求める」、渡辺利夫編『国際開発学Ⅱ：アジア地域研究の現在』東洋経済新報社、2000年、第16章、299-316頁所収。
- (2010) 「グローバル・インバランスと中国の成長モデル」、渡辺利夫・21世紀政策研究所(監修)、朱炎編『国際金融危機後の中国経済：内需拡大と構造調整に向けて』勁草書房、2010年、第9章、244-272頁。
- 唐成 (2003) 「1990年代以降の中国経済における資金循環分析」、経済産業省、*METI-RAD Working Paper Series*、No.2、2003年6月。
- 戸矢哲郎著・青木昌彦監訳・戸矢理衣奈訳 (2003) 『金融ビッグバンの政治経済学：金融と公共政策策定における制度変化』東洋経済新報社。
- 鳥居泰彦 (1979) 『経済発展理論』東洋経済新報社。
- 中西孝樹 (2006) 『業界研究シリーズ〔自動車〕』日本経済新聞社。
- 中村雅秀編著 (1987) 『累積債務の政治経済学』ミネルヴァ書房。
- 西村閑也 (1980) 『国際金本位制とロンドン金融市場』法政大学出版局。
- 日中経済協会 (2009) 「日中経済交流 2008年：世界同時不況に協調対応を」日中経済協会、日中経報 No.351、20-調-2、2009年3月。
- 日本銀行調査統計局 (1990) 「最近におけるアジア諸国の金融制度改革」、『日本銀行調査月報』第41巻第2号、1-29頁所収、1990年2月。
- (2003) 「資金循環統計の国際比較」2003年12月。
- 日本銀行 (2002) 「不良債権問題の基本的な考え方」2002年10月11日。
- 日本自動車研究所編 (1992) 『アジア諸国のモータリゼーションに関する研究調査：中国および韓国を中心として』機械振興協会経済研究所、報告書 No.315、1992年2月。
- 野口悠紀雄 (1989) 『土地の経済学』日本経済新聞社。
- (1992) 『バブルの経済学：日本経済に何が起こったのか』日本経済新聞社。
- (2008) 『戦後日本経済史』新潮社。
- 濱田博男編 (1993) 『アジアの証券市場』東京大学出版会。
- 林文夫編 (2007) 『金融の機能不全』勁草書房。
- 福田慎一・粕谷宗久・赤司健太郎 (2008) 「金融危機下における銀行貸出と生産性：企業別成長会計を使った「追い貸し」の検討」、『経済学論集』(東京大学)、第74巻第3号、40-55頁、2008年10月。
- 藤田誠一・岩壺健太郎編 (2010) 『グローバル・インバランスの経済分析』有斐閣。
- 藤野正三郎・寺西重郎 (2000) 『日本金融の数量分析』東洋経済新報社。

- 馮昭奎 (2001) 「中国「車社会」への道：市場、社会、環境、中日連携」、塩見治人編著『移行期の中国自動車産業』日本経済評論社、2001年、第10章、317-341頁。
- 星岳雄 (2006) 「ゾンビの経済学」、岩本康志・太田誠・二神孝一・松井彰彦編『現代経済学の潮流 2006』東洋経済新報社、2006年、第2章、41-68頁所収。
- 堀内昭義編 (1991) 『累積債務と財政金融』アジア経済研究所、研究双書 No.409。
- 松井謙 (1977) 『第三世界の開発と金融』新評論。
- 松林洋一 (2010) 『対外不均衡とマクロ経済』東洋経済新報社。
- 丸川知雄 (2007a) 「自動車産業」、丸川知雄編『中国産業ハンドブック [2007-2008年版]』蒼蒼社、第10章、231-252頁所収。
- (2007b) 『現代中国の産業：勃興する中国企業の強さと脆さ』中央公論新社。
- (2008) 「自動車産業の高度化」、今井健一・丁可編『中国 産業高度化の潮流』アジア経済研究所、2008年、第2章、47-76頁、所収。
- (2013) 「中国の国有企業：「問題」から「パワー」に転換したのか」、日本総合研究所『JRI レビュー』2013年3月号 (Vol.3, No.4)、4-20頁所収。
- ・高山勇一編 (2004) 『グローバル競争時代の中国自動車産業』蒼蒼社。
- 三浦有史 (2010) 『不安定化する中国：成長の持続性を揺るがす格差の構造』東洋経済新報社。
- (2011) 「安定性と持続性を高めるインドネシア経済」、日本総合研究所『Business & Economic Review』2011年11月号 (Vol.21, No.11)、57-73頁所収。
- (2012) 「中国「国家資本主義」のリスク：「国進民退」の再評価を通じて」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2012年9月号 (Vol.12, No.45)、1-34頁所収。
- 三重野文晴 (2015) 『金融システム改革と東南アジア：長期趨勢と企業金融の実証分析』勁草書房。
- 村松岐夫 (編著) (2005) 『平成バブル先送りの研究』東洋経済新報社。
- ・奥野正寛 (編) (2002) 『平成バブルの研究 [上 (形成編)]：バブルの発生とその背景構造』東洋経済新報社。
- ・———— (編) (2002) 『平成バブルの研究 [下 (崩壊編)]：崩壊後の不況と不良債権処理』東洋経済新報社。
- 毛利良一 (1988) 『国際債務危機の経済学』東洋経済新報社。
- 森美奈子 (2005) 「中国都市部における消費パターンの変化」、日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2005年1月号 (Vol.5, No.16)、28-54頁所収。
- 藪下史郎 (1995) 『金融システムと情報の理論』東京大学出版会。
- (2001) 『貨幣金融制度と経済発展：貨幣と制度の政治経済学』有斐閣。
- 山本栄治 (1988) 『基軸通貨の交替とドル：「ドル本位制」の研究序説』有斐閣。
- 湯元健治・関辰一 (2013) 「中国のシャドーバンキング：そのリスクと政府対応力をどうみ

- るか」、日本総合研究所『リサーチ・レポート』2013年8月9日 (No.2013-007)。
- 吉川洋 (1997) 『高度成長：日本を変えた 6000 日』読売新聞社。
- (2013) 『デフレーション：“日本の慢性病”の全貌を解明する』日本経済新聞出版社。
- 吉富勝 (1998) 『日本経済の真実—通説を超えて—』東洋経済新報社。
- (2003) 『アジア経済の真実：奇蹟、危機、制度の進化』東洋経済新報社。
- 吉野文雄 (2006) 『東アジア共同体は本当に必要なのか』北星堂。
- 李欣偉・宋嬌「シャドバンキング：中国の金融安定に向けた監督の重点」野村財団『季刊中国資本市場研究』2013年春号、32-50頁所収。
- 李志東 (1999) 『中国の環境保護システム』東洋経済新報社。
- 李春利 (1997) 『現代中国の自動車産業：企業システムの進化と経営戦略』信山社。
- (2009) 「中国自動車産業における外資政策と「自主创新」、渡辺利夫・21世紀政策研究所 (監修)、杜進編『中国の外資政策と日系企業』勁草書房、2009年、第5章、111-127頁所収。
- 李立栄「中国のシャドバンキング (影子銀行) の形成と今後の課題：資金仲介の多様化と規制監督の在り方」、日本総合研究所『Business & Economic Review』2012年7月号 (Vol.22, No.7)、144-174頁所収。
- 劉家敏 (2011) 「中国都市・農村部家計の消費水準と消費構造：所得・非所得要因による影響を考察する」、みずほ総合研究所『みずほレポート』2011年3月8日発行。
- 蠟山昌一 (2001) 「市場型間接金融」序論、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第56号、2001年3月、1-10頁。
- 渡辺利夫 (1978) 『開発経済学研究：輸出と国民経済形成』東洋経済新報社。
- (1982) 『現代韓国経済分析：開発経済学と現代アジア』勁草書房。
- (1996) 『開発経済学：経済学と現代アジア【第2版】』日本評論社。
- (2010) 『開発経済学入門【第3版】』東洋経済新報社。
- ・岩崎育夫 (2001) 『海の中国』弘文堂。
- ・金昌男 (1996) 『韓国経済発展論』勁草書房。
- 編 (1990) 『概説 韓国経済』有斐閣。
- 編 (1991) 『中国の経済改革と新発展メカニズム』東洋経済新報社。

(中国語)

- 安国俊・孙明洁等 (2015) 「2015 年的中国债券市场」(殷剑峰编『金融蓝皮书 中国金融发展报告 2016』社会科学文献出版社)。
- 国务院发展研究中心产业经济研究部等 (2009) 『中国汽车产业发展报告』社会科学文献出版社。
- 李若谷 (2014) 「对当前企业融资难、融资贵问题的分析与思考」(中国银行业监督管理委员会

- 会『金融监管研究』 2014 年第 11 期)。
- 李扬等 (2013)『中国国家资产负债表 2013』中国社会科学出版社。
- (2015)『中国国家资产负债表 2015』中国社会科学出版社。
- 劉煜輝 (2013)「我对中国債務的理解」(夏斌編『首席經濟學家論壇：中國經濟如何化險為夷』東方出版社)。
- 刘海影 (2014)『中国巨债』中信出版社。
- 陆岷峰·葛和平 (2016)「中国企业高杠杆成因及去杠杆方式研究」(中国银行业监督管理委员会『金融监管研究』 2016 年第 12 期)。
- 陆婷·余永定 (2015)「中国企业债对 GDP 比的动态路径」(中国社会科学院世界经济与政治研究所『世界经济』 2015 年第 5 期)。
- 罗煜 (2016)「主要发达国家去杠杆经验和中国经济去杠杆研究」(中国人民大学国际货币研究所『研究报告』、No.1613)。
- 马骏·刘斌·贾彦东·李建强·陈辉·熊鹭 (2015)「2016 年中国宏观经济预测」(中国人民银行『中国人民银行工作论文』 No.2015-15、2015 年 12 月 16 日)。
- 祁斌主编 (2012)『未来十年：中国经济的转型与突破』中信出版社。
- 陶丽博·许南星·陈代娣 (2012)「由海龙信用事件引发的几点思考」中债资信评估有限责任公司、2012 年 5 月。
- 王国刚·董裕平 (2015)『“十三五”时期的中国金融体系改革建议』中国社会科学出版社。
- 吴伟央 (2014)「债券违约应对处理法律机制探析」(上海证券交易所『证券法苑』第十三卷、2014 年)。
- 夏斌·陈道富 (2011)『中国金融战略 2020』人民出版社。
- 谢平等 (2006)「中国商业银行改革：政府、企业和银行的关系」(成思危主编『路线及关键：论中国商业银行的改革』经济科学出版社)。
- 熊利平，蔡幸 (2012)「基于隐含不良贷款率加强商业银行信用风险判断的研究」(中国银行业监督管理委员会『中国银行业监督管理委员会工作论文』 2012 年第 9 期)。
- 闫先东，胡新杰 (2016)「防范系统性风险取向下的货币金融运行」(李扬主编『经济蓝皮书 2017 年中国经济形势与预测』社会科学文献出版社、2016 年)。
- 姚余栋·金海年 (主编) (2016)『中国债务 如何走出高杠杆陷阱』中信出版社。
- 余永定·马骏·哈继铭·邓海清·张斌·王宇·徐以升 (2014)「也论经济危机的可能触发点」(中国社会科学院世界经济与政治研究所『国际经济评论』 2014 年第 4 期)。
- 曾刚 (2016)「2015 年的中国银行业」(殷剑峰编『金融蓝皮书 中国金融发展报告 (2016)』社会科学文献出版社、2016 年)。
- 张明 (2013)「中国式影子银行：界定、成因、风险与对策」(中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心、Working Paper, No.2013-W05)。
- (2016)『危机，挑战与变革：未来十年中国经济的风险』东方出版社。
- 张英杰·李诗·余璐·谭畅 (2015)「我国债务风险现状、问题与政策分析」(中国人民大学

- 『中国宏观经济分析与预测』2015年中期)。
- 张宇哲 (2012) 「争议影子银行」(财新『新世纪』, 第41期, 2012年10月22日)。
- 中国产业地图编委会等 (2016) 『中国产业地图 2006-2007』社会科学文献出版社。
- 中国汽车工业年鉴编辑部 (2000) 『1999年中国汽车工业年度发展报告』中国汽车技术研究中心。
- 中国金融论坛课题组 (2007) 『杠杆率结构、水平和金融稳定: 理论与经验』中国人民银行工作论文 No.2017-1。
- 中国人民银行杠杆率研究课题组 (2014) 「中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究」(中国银行业监督管理委员会『金融监管研究』2014年第5期)。
- 林毅夫・蔡昉・李周 (1994) 『中国的奇迹: 发展战略与经济改革』上海三联书店・上海人民出版社。〔渡边利夫監訳・杜進訳『中国の経済発展』日本評論社、1997年。〕

(英語)

- Franklin Allen and Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*, Massachusetts, The MIT Press, 2000.
- Masahiko Aoki and Hugh Patrick (eds) , *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, New York, Oxford University Press, 1994. [白鳥正喜監訳・東銀リサーチインターナショナル訳『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、1996年。]。
- Asian Development Bank, *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Market*, Manila, Asian Development Bank, Vol.1~Vol.12, 1999.
- Asian Development Bank, *Financial Development in Pacific Island Economies*, Manila, Asian Development Bank, Vol.1~Vol. 2, 2001.
- Dragoslav Avramovic, *Economic Growth and External Debt*, Baltimore, The Johns Hopkins Press, 1964.
- Michael Backman, *Asian Eclipse: Exposing the Dark Side of Business in Asia*, Singapore, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, Revised Edition, 2001.
- Bank for International Settlements (BIS), “International banking and financial market developments”, Basel, Switzerland, Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, September, 2016.
- Steven Barnett, Alla Myrvoda, and Malhar Nabar, “Sino-Spending”, in IMF, *Finance & Development*, Vol.49, No.3, Washington D.C., pp.28-30, September, 2012.
- Tamim Bayoumi, “A Formal Model of Optimum Currency Areas” , *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol.41, No.4, December, 1994, pp.537-54.
- Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan Co., 1932. [森果訳『現代株式会社と私有財産』北海道大学

出版会、2014年。〕。

- Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, New Jersey, Princeton University Press, 2000. [栗原潤・中村獵亨・三宅敦史訳『大恐慌論』日本経済新聞出版社、2013年。]。
- , “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks by Governor Ben Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005.
- Jagdish Bhagwati and Arvind Panagariya, *Why Growth Matters: How Economic Growth in India Reduced Poverty and the Lessons for Other Developing Countries*, New York, Public Affairs, 2013.
- Graham Bird, *International Macroeconomics : Theory, Policy, Applications*, Second Edition, London, Palgrave Macmillan, 1998. [秋葉弘哉監訳『国際マクロ経済学：理論・政策・応用』文眞堂、2001年。]。
- Arthur I. Bloomfield, *Monetary Policy under the International Gold Standard 1880-1914*, New York, Federal Reserve Bank of New York, 1959. [小野一一郎・小林龍馬訳『金本位制と国際金融』日本評論社、1975年。]。
- Mark Blyth, *Austerity: The History of a Dangerous Idea*, New York, Oxford University Press, 2013. [若田部昌澄監訳・田村勝省訳『緊縮策という病「危険な思想」の歴史』NTT出版、2015年。]。
- Michael D. Bordo and Barry J. Eichengreen (eds.) , *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago, The University of Chicago Press, 1993.
- Ricardo J. Caballero, “On the Macroeconomics of Asset Shortages”, Fourth ECB Central Banking Conference, Frankfurt, November, 2006.
(http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/cbc4/Caballero_paper.pdf)
- , Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas, “Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances.” *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp.1–55, 2008a.
(http://muse.jhu.edu/journals/brookings_papers_on_economic_activity/toc/eca.2008.2.html)
- , Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas. “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates.” *American Economic Review*, Vol.98, No.1, pp. 358–393, 2008b. (<http://econ-www.mit.edu/files/2733>)
- , and Arvind Krishnamurthy. “Global Imbalances and Financial Fragility,” *American Economic Review*, Vol.99, No.2, pp.584-588, 2009.
(<http://econ-www.mit.edu/files/3662>.)

- Gerald Caprio, Izak Atiyas, and James A. Hanson (eds.) , *Financial Reform: Theory and Experience*, New York, Cambridge University Press, 1994.
- Victoria Chick, *Macroeconomics after Keynes: A Reconsideration of the General Theory*, Massachusetts, The MIT Press, 1983. [長谷川啓之・関谷喜三郎訳『ケインズとケインジアンのマクロ経済学』日本経済評論社、1990年。]
- , *On Money, Method, and Keynes*, Selected Essays (Editor: Philip Arestis and Shelia C. Dow) , New York, ST. Martin's Press, 1992.
- William R. Cline and Guntram B. Wolff, eds., *Resolving the European Debt Crisis*, Special Report 21, Washington, D.C., Peterson Institute for International Economics and Brussels, Bruegel, February, 2012.
- Benjamin J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, London, Macmillan, St Martin's Press, 1971.
- David C. Cole and Yung Chul Park, *Financial Development in Korea, 1945-1978*, Cambridge, Harvard University Press, 1983.
- , Hal S. Scott, and Philip A. Wellons, *Asian Money Markets*, New York, Oxford University Press, 1995.
- Michael Collins, *Banks and Industrial Finance in Britain, 1800-1939*, New York, Cambridge University Press, 1991.
- Commission of The European Communities, *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration*, Volume1: General Report, Collection Studies, Economic and Finance Series No.A-13, Brussels, April, 1977.
- Richard N. Cooper, “Eurodollars, Reserve Dollars, and Asymmetries in International Monetary System” , *Journal of International Economy*, Vol.2, No.4, pp.325-344, 1972. [武藤恭彦訳『国際金融システム：過去・現在・未来』HBJ出版、1988年、第7章、155-173頁所収。]
- Warner Max Corden, “Monetary Union” , *Essays in International Finance*, No.93, April, 1972, International Finance Section, Department of Economics, New Jersey, Princeton University Press.
- Philip L. Cottrell, *Industrial Finance 1830-1914: The Finance and Organization of English Manufacturing Industry*, London, Methuen, 1980.
- Davit R. Croome and Harry G. Johnson (eds.), *Money in Britain 1959-1969*, Oxford, Oxford University Press, 1970.
- John T. Cuddington, “Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations” , New Jersey, *Princeton Studies in International Finance*, No.58, Princeton University Press, December, 1986.
- J. Bradford DeLong and Lawrence H. Summers, “Fiscal Policy in a Depressed Economy” ,

- (<http://weber.ucsd.edu/~vramey/research/DeLong%20%20Summers-Fiscal%20Policy%20in%20a%20Depressed%20Economy.pdf>), 2012.
- Aslı Demirgüç-Kunt and Ross Levine (ed.) , *Financial Structure and Economic Growth : A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Massachusetts, The MIT Press, 2001.
- and —————, “Finance, Financial Sector Policies, and Long Run Growth,” *M. Spence Growth Commission Background Paper*, No 11, World Bank, Washington, D. C., 2008.
- Emile Despres, Charles P. Kindleberger, and Walter S. Salant, “The Dollar and World Liquidity: A Minority View,” *The Economist*, Vol.218, No.6389, February, 5, 1966, London, pp.526-529. In Charles P. Kindleberger, *International Money: A collection of essays*, George Allen& Unwin, 1981, chp.4, pp.42-52. [益戸欽也訳 『インターナショナル・マネー』産業能率大学出版部、1983年、第4章「ドルと世界流動性：少数意見」71～90頁所収。]
- Carlos Díaz-Alejandro, “Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash” , *Journal of Development Economics*, vol.19, no.1, pp.1-24, 1985.
- Michael Dooley, David Falkerts-Landau, and Peter Garber, “An Essay on the Revised Bretton Woods System,” *NBER Working Paper*, No.9971, 2003.
- Rudiger Dornbusch, “Inflation, Exchange Rates and Stabilization” , New Jersey, *Essays in International Finance*, No.165, Princeton University Press, October, 1986.
- , “Capital Flight: Theory, Measurement, and Policy Issues” , Washington D.C., *Inter-American Development Bank Occasional Papers*, No.2, 1990.
- , “Latin American Trade Misinvoicing as an Capital Flight and Duty Evasion” , Washington D.C., *Inter-American Development Bank Occasional Papers*, No.3, 1990.
- (ed.) , *Policymaking in the Open Economy: Concepts and Case Studies in Economic Performance*, EDI Series in Economic Development, New York, Oxford University Press, 1993.
- and Alejandro Reynoso, “Financial Factors in Economic Development,” in Rudiger Dornbusch (ed.) , *Policymaking in the Open Economy: Concepts and Case Studies in Economic Performance*, EDI Series in Economic Development, New York, Oxford University Press, 1993, pp.64-89.
- Gauti B. Eggertsson and Paul R. Krugman, “Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach” (New York: Federal Reserve Bank of New York) <http://www.newyorkfed.org/research/economists/eggertsson/EggertssonKrugmanR2.pdf>, 2012.

- Barry Eichengreen and Peter Lindert (eds.) , *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, The MIT Press, 1989.
- , “One Money for Europe? Lessons from the U.S. Currency Union” , *Economic Policy*, Vol.5, No.10, April, 1990a, pp.117-187.
- , “Is Europe an Optimum Currency Area?” , Department of Economics, University of California at Berkeley, *Working Paper* No.90-151, October, 1990b.
- , *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Washington, D.C., The Brookings Institution, 1994. [藤井良広『21世紀の国際通貨制度：二つの選択』岩波書店、1997年。]
- , *Global Imbalance and the Lessons of Bretton Woods*, Cambridge, M.A., The MIT Press, 2006. [畑瀬真理子・松林洋一訳『グローバル・インバランス：歴史からの教訓』東洋経済新報社、2010年。]
- , *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*, New York, Oxford University Press, 2011a. [小浜裕久監訳・浅沼信爾解説『とてつもない特権：君臨する基軸通貨ドルの不安』勁草書房、2012年。]
- , Robert Feldman, Jeffrey Liebman, Jürgen von Hagen and Charles Wyplosz, *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*, Geneva Reports on the World Economy 13, Geneva and London, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) and the Centre for Economic Policy Research (CEPR) , September, 2011b.
- Michael Emerson, Daniel Gros, Alexander Italianer, Jean Pisani-Ferry, and Horst Reichenbach, *One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, New York, Oxford University Press, 1992.
- European Commission, Communication from The Commission to The European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and The Committee of The Regions, *Towards a Job-Rich Recovery*, Strasbourg, 18.4.2012, COM(2012), 173 final.
- Martin S. Feldstein, “The Case Against EMU” , *The Economist*, June 13, 1992, pp.12-19.
- , “Why Maastricht will (still) Fail” , *The National Interest*, No.32, Summer, 1993, pp.19-22.
- , “The Mission Piece in Policy Analysis: Social Security Reform” , *American Economic Review*, Vol.86, No.2, May 1996, pp.1-14.
- , “The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability” , NBER Working Paper Series, *Working Paper* 6150, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic

- Research, August, 1997.
- , “The Euro and European Economic Conditions” , NBER Working Paper Series, *Working Paper* 17617, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, November, 2011.
- Irving Fisher, “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, Vol.1, No.4, pp.337-57, October, 1933.
- Stanley Fisher ed., *Rational Expectations and Economic Policy*, Chicago, University of Chicago Press, 1980.
- Marc Flandreau, “Was the Latin Monetary Union a Franc Zone?” , in Jaime Reis (ed.) , *International Monetary Systems in Historical Perspectives*, London, Macmillan Press Ltd, 1995, pp.71-89.
- Robert P. Flood and Peter M. Garber, “Collapsing Exchange-Rate Regimes : Some Linear Examples” , *Journal of International Economics*, Vol.17, August, pp.1-13, 1984. なお、本論文は、以下の文献に採録されている。Robert P. Flood and Peter M. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching*, Cambridge, The MIT Press, 1994, pp.193-211.
- Jeffrey A. Frankel, “No single currency regime is right for all countries or at all times” , *Essays in International Finance*, No.215, August, 1999, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- , and Andrew Rose, “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criterion” , *Economic Journal*, No.108, July, 1998, pp.1009-1025.
- Milton Friedman, “The Case for Flexible Exchange Rates” , in *Essays in Positive Economics*, Chicago, The University of Chicago Press, 1953, pp.157-203. [佐藤隆三・長谷川啓之訳『実証経済学の方法と展開』富士書房、1977年、158-204頁所収。]
- and Anna Jacobson Schwartz, “The Great Contraction, 1929-33”, in Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1857-1960*, New Jersey, Princeton University Press, 1963, chp.7, pp.299-419. [久保恵美子訳『大収縮 1929-1933 「米国金融史」第7章』日経 BP社、2009年。]
- , *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, London, Macmillan and Co. LTD, 1969.
- Maxwell J. Fry, *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Second Edition, Baltimore, The Johns Hopkins University Press, 1995.
- Tomoyuki Fukumoto and Ichiro Muto, “Rebalancing China’s Economic Growth: Some Insights from Japan’s Experience” , *Bank of Japan Working Paper Series*,

No.11-E-5, July, 2011.

- Peter M. Gabor, “Notes on the Role of TARGET in a Stage III Crisis”, National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, No.6619, June, 1998.
- Joseph E. Gagnon, with Marc Hinterschweiger, *The Global Outlook for Government Debt over the Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy*, Policy Analyses in International Economics 94, Washington, D.C., Peterson Institute for International Economics, June, 2011.
- Fan Gang, “Currency Asymmetry, Global Imbalances, and Rethinking of the International Currency System”, in Jan Joost Teunissen and Age Akkerman (eds.) , *Global Imbalances and the US Debt Problem: Should Developing Countries Support the US Dollar*, Netherlands, Forum on Debt and Development (FINDAD) , 2006, pp.87-105.
- Alexander Gerschenkron, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge, The Belknap Press of Harvard University, 1962. [絵所秀紀・雨宮昭彦・峯陽一・鈴木義一訳『後発工業国の経済史ーキャッチアップ型工業化論』ミネルヴァ書房、2005年。池田美智子訳『経済後進性の史的展望』日本経済評論社、2016年。]
- Subrata Ghatak, *Monetary Economics in Developing Countries*, Second Edition, New York, St. Martin’s Press, 1995.
- and José R. Sánchez-Fung, *Monetary Economics in Developing Countries*, Third Edition, New York, Palgrave Macmillan, 2007.
- Raymond W. Goldsmith, *Financial Structure and Development*, Studies in Comparative Economics 9, New Haven, Yale University Press, 1969.
- , *Premodern Financial Systems: A Historical Comparative Study*, New York, Cambridge University Press, 1987.
- Morris Goldstein, Graciela L. Kaminsky, and Carmen M. Reinhart, *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Washington, D.C., Institute for International Economics, 2000.
- Morris Goldstein, *Managed Floating Plus*, Washington, D.C., Institute for International Economics, Policy Analysis in International Economics, No.66, March, 2002.
- Pierre-Olivier Gourinchas and Helene Rey, “From World Banker to World Venture Capitalist: Us External Adjustment and the Exorbitant Privilege,” *NBER Working Paper*, No.11563, August, 2005.
- Paul De Grauwe, *International Money : Post-war Trends and Theories*, Oxford, Oxford University Press, 1989.
- , *International Money*, Oxford, Oxford University Press, 1996.

- , *Economics of Monetary Union*, Eighth Edition, New York, Oxford University Press, 2009. [田中素香・山口昌樹訳『通貨同盟の経済学：ユーロの理論と現状分析（原書第8版）』勁草書房、2011年。].
- , *Economics of Monetary Union*, Ninth Edition, New York, Oxford University Press, 2012.
- John G. Gurley and Edward S. Shaw, “Financial Aspects of Economic Development,” *American Economic Review*, Vol.45, No.4, September, pp.515-538, 1955.
- Arnold C. Harberger (ed) , *World Economic Growth*, San Francisco, ICS Press, 1984.
- Thomas Hellmann, Kevin Murdock, and Joseph Stiglitz, “Financial Restraint: Toward a New Paradigm,” in Masahiko Aoki, Hyung-Ki Kim, and Masahiro Okuno-Fujiwara (eds.) , *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, New York, Clarendon Press Oxford, 1997, chp.6, pp.163-207. [白鳥正喜監訳『東アジアの経済発展と政府の役割：比較制度分析アプローチ』日本経済新聞社、1997年、第6章、183-233頁所収「金融抑制：新しいパラダイムに向けて」].
- John Kenneth Galbraith, *The Age of Uncertainty*, Boston, Houghton Mifflin Co., 1977. [都留重人監訳『不確実性の時代』TBSブリタニカ、1978年。].
- , *The Great Crash, 1929*, 1997 Edition, Boston : Houghton Mifflin Co., 1997. [村井章子訳『大暴落 1929』日経 BP 社、2008年。].
- Paul Heytens and Cem Karacadag, “An Attempt to Profile the Finances of China’s Enterprise Sector”, International Monetary Fund, Washington D.C., *IMF Working Paper*, WP/01/182, November, 2001.
- Bengt Holmström and Jean Tirole, *Inside and Outside Liquidity*, Cambridge, Mass.: The MIT Press, 2011.
- Takeo Hoshi and Hugh Patrick (eds.) , *Crisis and Change in the Japanese Financial System*, Boston, Kluwer Academic Press. [筒井義郎監訳『日本金融システムの危機と変貌』日本経済新聞社、2001年。].
- and Anil Kashyap (foreword by Stanley Fisher) , *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, Cambridge, Mass.: The MIT Press, 2001. [鯉淵賢訳『日本金融システム進化論』日本経済新聞社、2006年。].
- Yukon Huang, *Cracking the China Conundrum: Why Conventional Economic Wisdom Is Wrong*, New York, Oxford University Press, 2017.
- James C. Ingram, “State and Regional Payments Mechanisms” , *Quarterly Journal of Economics*, Vo.73, Issue 4, November, 1959, pp.619-632.
- , *Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico*, Chapel Hill, The University of North Carolina Press, 1962.

- International Monetary Fund (IMF), “Staff Report for the People’s Republic of China 2016 Article IV Consultation” , Washington D.C., International Monetary Fund, *IMF Country Report*, No.16/270, August, 2016.
- , “Potent Policies for a Successful Normalization”, in International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, April, 2016, Washington D.C., International Monetary Fund, chp.1, pp.1-56.
- Yoshihide Ishiyama, “The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey” , *IMF Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol.22, July, 1975, pp.344-383.
- Oliver Jeanne, “Currency Crisis: A Perspective on Recent Theoretical Developments” , *Special Papers in International Economics*, No.20, March, 2000, New Jersey, Princeton University Press.
- Simon Johnson and James Kwak, *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, New York, Pantheon Books, 2010. [村井章子訳・倉都康行解説『国家対巨大銀行：金融の肥大化による新たな危機』ダイヤモンド社、2011年。].
- Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, “The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems” , *American Economic Review*, Vol.89, No.3, pp.473-500.
- Masahiro Kawai and Shinji Takagi, “Rethinking Capital Controls: The Case of Malaysia”, in Suthiphand Chirathivat, Emil-Maria Claassen and Jürgen Schroeder (eds.) , *East Asia’s Monetary Future: Integration in the Global Economy* , Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edgar Elgar, 2004, pp.182-214.
- Peter B. Kenen, “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View” , in Mundell, Robert A., and Alexander K. Swoboda, *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, The University of Chicago Press, 1969, Part 2, pp.41-60, 1969.
- , “Convertibility and Consolidation : A Survey of Options for Reform” , *American Economic Review*, Vol. 63, No. 2, May, 1973, pp.189-198.
- , *Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht*, New York, Cambridge University Press, 1995.
- and Ellen E. Meade, *Regional Monetary Integration*, New York, Cambridge University Press, 2008.
- Charles P. Kindleberger, *International Money: A Collection of Essays*, George Allen& Unwin, 1981. [益戸欽也訳『インターナショナル・マネー』産業能率大学出版部、1983年。].

- , *The World in Depression: 1929-1939*, Revised and Enlarged Edition, Berkeley, University of California Press, 1986. [石崎昭彦・木村一朗訳『大不況下の世界：1929-1939（改訂増補版）』岩波書店、2009年。]
- , *A Financial History of Western Europe, Second Edition*, New York, Oxford University Press, 1993.
- and Robert Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, Sixth Edition*, New York, Palgrave Macmillan, 2011. [高遠裕子訳『熱狂、恐慌、崩壊：金融危機の歴史』日本経済新聞出版社、2014年。]
- Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Co., 1921. [奥隅栄喜訳『危険・不確実性および利潤』文雅堂銀行研究社、1959年。]
- Richard C. Koo, *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, Singapore, John Wiley and Sons (Asia) Pte., Ltd., 2003. [楡井浩一訳『デフレとバランスシートの経済学』徳間書店、2003年。]
- , *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, Singapore, John Wiley and Sons, 2009.
- Paul R. Krugman, “A Model of Balance-of-Payment Crisis”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.11, No.3, pp.311-325, 1979.なお、同論文は、以下の文献に採録されている。Paul R. Krugman, *Currencies and Crisis*, Cambridge, The MIT Press, 1992, pp.61-76.
- , “The International Role of the dollar : Theory and Prospect”, in John F. O. Bilson and Richard C. Marston, (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, Chicago University Press, 1984, pp.261-278.
- , “Policy Problems of a Monetary Union”, in Paul De Grauwe and Lucas Papademos (eds.) , *The European Monetary System in the 1990's*, New York, Longman, 1990, chp.3, pp.48-94 and Paul R. Krugman, *Currency and Crises*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 1992, chp.11, pp.185-203.
- , *Geography and Trade*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 1991. [北村行伸・高橋亘・妹尾美起訳『脱「国境」の経済学：産業立地と貿易の新理論』東洋経済新報社、1994年。]
- , “Latin America's Swan Song”, (<http://web.mit.edu/krugman/www/swansong.html>), 1998.
- , *End This Depression Now !*, New York, W. W. Norton & Company, Inc., 2012. [山形浩生訳・解説『さっさと不況を終わらせろ』早川書房、2012年。]
- Pedro-Pablo Kuczynski and John Williamson (eds.) , *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Washington D.C., Institute

- for International Economics, 2003.
- Raphael W Lam, Markus Rodlauer, and Alfred Schipke, *Modernizing China : Investing in Soft Infrastructure*, Washington D.C., International Monetary Fund, 2017.
- Owen Lamont, “Corporate-Debt Overhang and Macroeconomic Expectations”, *American Economic Review*, Vol. 85, No.5, December, 1995.
- Philip R. Lane, “The Real Effects of European Monetary Union” , *Journal of Economic Perspectives*, Vol.20, No.4, Fall, 2004, pp.47-66.
- Donald R. Lessard and John Williamson, *Capital Flight and Third World Debt*, Washington D. C., Institute for International Economics.
- Ross Levine, “Finance and Growth: Theory and Evidence,” in Philippe Aghion & Steven Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, volume 1, chapter 12, pp. 865–934.
- Peter H. Lindert, “Key Currencies and Gold 1900-1913”, New Jersey, *Princeton Studies in International Finance*, No.24, Princeton University, 1969.
- Robert E. Lucas, Jr. and Thomas J. Sargent eds., *Rational Expectations and Econometric Practice*, vol.1 and vol.2, Minneapolis, University of Minnesota Press, 1981.
- Robert Lucas, “On the Mechanics of Economic Development,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.22, pp.3–42, 1988.
- Sebastian Mallaby and Paul A. Volcker, *The World Economy in 2016: Watch China*, Council on Foreign Relations Expert Series, New York, Council on Foreign Relations, December 23, 2015, pp.1-4.
 (<https://www.cfr.org/expert-brief/world-economy-2016-watch-china>) [フォーリン・アフェアーズ・ジャパーン「世界経済リスクとしての中国経済の不確実性：持続不可能なフィードバックループ」、『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2016年2月号、12-16頁所収。]。
- Wojciech Maliszewski, Serkan Arslanalp, John Caparusso, José Garrido, Si Guo, Joong Shik Kang, W. Raphael Lam, T. Daniel Law, Wei Liao, Nadia Rendak, Philippe Wingender, Jiangyan Yu, and Longmei Zhang, “Resolving China’s Corporate Debt Problem”, International Monetary Fund, *IMF Working Paper*, WP/16/203, October, 2016.
- Ronald I. McKinnon, “Optimum Currency Areas” , *American Economic Review*, Vol.53, September, 1963, pp.717-725, and Ronald I. McKinnon, *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 1996, pp.239-251.
- , “Private and Official International Money: The Case for the Dollar”, *Essays in*

- International Finance*, No.74, International Finance Section, Princeton University, 1969.
- , *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brookings Institution, 1973.
- , *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Second Edition, Baltimore, The Johns Hopkins University Press, 1993.
- and Huw Pill, “Credible Liberalizations and International Capital Flows: The “Overborrowing Syndrome””, in Takatoshi Ito and Anne O. Krueger (eds.) , *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, NBER-EASE Vol. 5, pp.7-50, 1996.
- , “Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II”, *Journal of Common Market Studies*, Vol.42, Issue 4, November, 2004, pp.689-715.
- , *Exchange Rates under The East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*, Massachusetts, The MIT Press, 2005.
- , “China’s Exchange Rate Trap: Japan Redux?” , *American Economic Review*, No.96, No.2, May, pp.427-31, 2006.
- Hyman P. Minsky, *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press, 1975.
〔堀内昭義訳『ケインズ理論とは何か：市場経済の金融的不安定性』岩波書店、1988年。〕。
- , *Can It Happen Again? : Essays on Instability and Finance*, New York, M. E. Sharpe, 1982. 〔岩佐代市訳『投資と金融：資本主義経済の不安定性』日本経済評論社、1988年。〕。
- , *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986.
〔吉野紀・浅田統一郎・内田和男訳『金融不安定性の経済学：歴史・理論・政策』多賀出版、1989年。〕。
- Francesco Paolo Mongelli, “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?” “A Theory of Optimum Currency Areas” , European Central Bank, Working Paper Series, *Working Paper*, No.138, April, 2002.
- Taizo Motonishi and Hiroshi Yoshikawa, “Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990’s: Financial or Real?”, Cambridge, Mass., *NBER Working Paper*, No. 7351, September, 1999.
- Robert A. Mundell, “A Theory of Optimum Currency Areas” , *American Economic Review*, Vol.51, September, 1961, pp.657-665. 〔渡辺太郎・箱木真澄・井川一宏訳『【新版】国際経済学』ダイヤモンド社、2000年所収、第12章「最適通貨圏の理

- 論」、209-220頁。〕。
- , “Uncommon Arguments for Common Currencies” , in Harry G. Johnson and Alexander K. Swoboda, eds., *The Economics of Common Currencies*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1973a, chp.7, pp.114-132.
- , “A Plan for a European Currency” , in Harry G. Johnson and Alexander K. Swoboda, eds., *The Economics of Common Currencies*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1973b, chp.9, pp.143-172.
- Maurice Obstfeld, “The Logic of Currency Crisis” , *Cahiers Economiques et Monétaires* (Banque de France) , Vol.43, pp.189-213, 1994.
- , “Models of Currency Crisis with Self-Fulfilling Features” , *European Economic Review*, Vol.40, April, pp.1037-1047, 1996.
- and Kenneth Rogoff, “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” , Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October, 18-20, 2009.
- Hugh T. Patrick, “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, *Economic Development and Cultural Change*, Vol.14, No.2, pp.174-189, 1966.
- and Yung Chul Park, *The Financial Development of Japan, Korea, Taiwan: Growth, Repression, and Liberalization*, New York, Oxford University Press, 1994.
- Michael Pettis, *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*, New Jersey, Princeton University Press, 2013.
- , *Avoiding The Fall: China’s Economic Restructuring*, Washington, D.C., Carnegie Endowment for International Peace, 2013.
- Sidney Pollard, *European Economic Integration 1815-1970*, London, Thames & Hudson, 1974. [鈴木良隆・春見濤子訳『ヨーロッパの選択：経済統合への途 1815-1970年』有斐閣、1990年。〕。
- , *The Integration of the European Economy Since 1815*, London, George Allen and Unwin, 1981.
- Adam S. Posen, *Restoring Japan’s Economic Growth*, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1998.
- Radcliffe Committee, *Report of the Committee on the Working of the Monetary System*, HMSO - Her Majesty’s Stationery Office, Cmnd 827, 1959.
- Raghuram G. Rajan, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World*

- Economy, New Jersey, Princeton University Press, 2010. [伏見威藩・月沢李歌子訳『フォールト・ライズ：「大断層」が金融危機を再び招く』新潮社、2011年。].
- Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff and Miguel A. Savastano, “Debt Intolerance”, Cambridge, Mass., *NBER Working Paper*, No.9908, 2003.
- and ———, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, New Jersey, Princeton University Press, 2009. [村井章子訳『国家は破綻する：金融危機の800年』日経BP社、2011年。].
- and ———, *A Decade of Debt*, Policy Analyses in International Economics 95, Washington, D.C., Peterson Institute for International Economics, September, 2011.
- John Robinson, *The Generalizations of the General Theory: The Rate of Interest, and Other Essays*, London, Macmillan, 1952. [大川一司・梅村又次訳『利率その他諸研究：ケインズ理論の一般化』東洋経済新報社、1955年。].
- Dani Rodorik, *One Economics, Many Recipes: Globalization, Institutions, and Economic Growth*, New Jersey, Princeton University Press, 2007.
- , *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist*, New York, Oxford University Press, 2006. [柴山桂太・大川良文訳『グローバル化・パラドクス：世界経済の未来を決める三つの道』白水社、2014年。].
- Nouriel Roubini and Stephen Mihm, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, New York, Penguin Press, 2010. [山岡洋一・北川知子訳『大いなる不安定：金融危機は偶然ではない、必然である』ダイヤモンド社、2010年。].
- Charles Rist, *History of Monetary and Credit Theory: From John Law to the Present Day*, New York, George Allen and Unwin Ltd., 1940.
- Jacques Rueff, *Le Pêché Monétaire de l'Occident*, Paris, Plon Éditeur, 1971. [長谷川公昭・村瀬満男訳『ドル体制の崩壊』サイマル出版会、1973年。].
- Ratna Sahay, Jerald Schiff, Cheng Hoon Lim, Chikahisa Sumi, and James P. Walsh, *The Future of Asian Finance*, Washington, D.C., IMF, 2015.
- Friedrich Schneider, “The Influence of Public Institutions on the Shadow Economy: An Empirical Investigation for OECD Countries”, *Review of Law & Economics*, Vol.6, Issue3, pp.441–468, December 2010.
- Joseph A. Schumpeter, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung: Eine Untersuchung über Unternehmervergewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus*, 2nd revised ed. Leipzig: Duncker & Humblot. [塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論（上）・（下）』、岩波書店、1977年。].

- Marcelo Selowsky and Herman G. Van Der Tak, “The Debt Problem and Growth” ,
World Development, Vol.14, No.9, pp.1107-24, 1986.
- Edward S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford
 University Press, 1973.
- Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, New Jersey, Princeton University Press, 2000.
 [植草一秀監訳・沢崎冬日訳『投機バブル 根拠なき熱狂：アメリカ株式市場、
 暴落の必然』ダイヤモンド社、2001年。].
- Michael J. Silverstein, Abheek Singhi, Carol Liao, and David Michael, *The \$10 Trillion
 Dollar Prize: Captivating the Newly Affluent in China and India*, Boston,
 Massachusetts, Harvard Business School Publishing, 2012. [市井茂樹・津坂美
 樹監訳、北川知子訳『世界を動かす消費者たち：新たな経済大国・中国とインド
 の消費マインド』ダイヤモンド社、2014年。].
- Hyun Song Shin, *Risk and liquidity*, New York, Oxford University Press, 2010. [大橋和
 彦・服部正純訳『リスクと流動性：金融安定性の新しい経済学』東洋経済新報社、
 2015年。].
- Barbara Stallings (with Rogério Studart) , *Finance for Development: Latin America in
 Comparative Perspective*, Washington, D.C., Brookings Institution Press, 2006.
- Joseph E. Stiglitz, “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”,
World Development, Vol.28, No. 6, pp.1075-86, 2000.
- and Members of a UN Commission of Financial Experts, *The Stiglitz Report:
 Reforming The International Monetary and Financial Systems in The Global
 Crisis*, New York, The New Press, 2010. [森史朗訳『ステイグリッツ国連報告』
 水山産業株式会社出版部、2011年。].
- , *The Price of Inequality: How Today’s Divided Society Endangers Our Future*,
 New York, W. W. Norton & Company, Inc., 2012. [楡井浩一・峯村利哉訳『世界
 の99%を貧困にする経済』徳間書店、2012年。].
- Rogério Studart, *Investment Finance in Economic Development*, London, Routledge,
 1995.
- Trevor W. Swan, “Longer-Run Problems of the Balance of Payments”, in H. W. Arndt
 and W. M. Corden, *The Australian Economy, A Volume of Readings*, Melbourne,
 F. W. Cheshire, 1963, ch.24, pp.384-95.また、次の文献にも再録されている。
 Selected by a Committee of The American Economic Association (Selection
 Committee for This Volume, Richard E. Caves and Harry G. Johnson) ,
Readings in International Economics, Illinois, Ricard D. Irwin, INC., 1968,
 ch.27, pp.455-64.
- Alexander K. Swoboda, “Gold, Dollar, Euro-dollars, and the World Money Stock under

- Fixed Exchange Rate”, *American Economic Review*, Vol.68, No.4., pp. 625-642, 1978.
- Peter Temin, *Lessons from the Great Depression*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 1989. [猪木武徳・山本貴之・鳩澤歩訳『大恐慌の教訓』東洋経済新報社、1994年。]
- and David Vines, *The Leaderless Economy: Why the World Economic System Fell Apart and How to Fix It*, New Jersey, Princeton University Press, 2013. [貫井佳子訳『リーダーなき経済：世界を危機から救うための方策』日本経済新聞出版社、2014年。]
- and ———, *Keynes: Useful Economics for the World Economy*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 2014. [小谷野俊夫訳『学び直しケインズ経済学：現在の世界経済問題を考える』一灯舎、2015年。]
- Hans Tietmeyer, *Herausforderung EURO: Wie es zum Euro kam und was er für DEUTSCHLANDS ZUKUNFT bedeutet*, München, Carl Hanser Verlag, 2005. [財団法人 国際通貨研究所・村瀬哲司監訳『ユーロへの挑戦』京都大学学術出版会、2007年。]
- Jean Tirole, *Financial Crisis, Liquidity, and the International Monetary System*, New Jersey, Princeton University Press, 2002. [北村行伸・谷本和代訳『国際金融危機の経済学』東洋経済新報社、2007年。]
- James Tobin, *The New Economics: One Decade Older*, New Jersey, Princeton University Press, 1974. [矢島鈞次・篠塚慎吾訳『インフレと失業の選択：ニュー・エコノミストの反証と提言』ダイヤモンド社、1976年。]
- Michael P. Todaro and Stephen C. Smith, *Economic Development, 10th Edition*, New York, Pearson Education Limited, 2009. [森杉壽芳監訳・OCDI 開発経済研究会訳『トダロとスミスの開発経済学 [原著第10版]』ピアソン桐原、2010年。]
- Edward Tower and Thomas D. Willett, “The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange-Rate Flexibility”, *Special Papers in International Economics*, No.11, May, 1976, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1976.
- Tetsuro Toya, *The Political Economy of the Japanese Financial Big Bang: Institutional Change in Finance and Public Policymaking*, New York, Oxford University Press, 2006.
- Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press, 1960. [村野孝・小島清監訳『金とドルの危機：新国際通貨制度の提案』勁草書房、1961年。]
- Adair Turner, *Between Debt and The Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*,

- New Jersey, Princeton University Press, 2016. [高遠裕子訳『債務、さもなくば悪魔：ヘリコプターマネーは世界を救うか？』日経 BP 社、2016 年。].
- Diane Vazza and Nick W. Kraemer, *2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*, New York, Standard & Poors, May, 2016.
- Ezra F. Vogel (with a contribution by John Kamm) , *One Step Ahead in China: Guangdong under Reform*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1989. [中嶋嶺雄監訳『中国の実験：改革下の広東』日本経済新聞社、1991 年。].
- Carl E. Walter and Fraser J. T. Howie, *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise, Revised and Updated Edition*, Singapore, John Wiley and Sons Singapore Pte., Ltd., 2012.
- John Williamson, *The Open Economy and the World Economy*, New York, Basic Books, 1983. [須田美矢子・奥村隆平・柳田辰雄訳『世界経済とマクロ理論』多賀出版、1990 年。].
- (ed.) , *Latin American Adjustment: How Much has happened*, Washington D.C., Institute for International Economics, 1990.
- and Molly Mahar, “A Survey of Financial Liberalization”, in *Essays in International Finance*, No.211, Princeton New Jersey, Princeton University, 1998.
- Henry Parker Willis (1901a) , *The Genesis of The Latin Monetary Union*, Chicago, The University of Chicago Press.
- (1901b) , *A History of The Latin Monetary Union: A Study of International Monetary Action*, Chicago, The University of Chicago Press.
- The World Bank, *World Development Report 1985 : International Capital and Economic Development* , New York, Oxford University Press.
- , *World Development Report 1989: Financial Systems and Development*, New York, Oxford University Press, 1989. [世界銀行訳『世界開発報告 1989 : 金融部門と開発、世界開発指標』イースタン・ブック・サービス、1989 年。].
- , *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy—A World Bank Policy Research Report*, Washington, D. C., The International Bank for Reconstruction and Development • The World Bank, 1993. [白鳥正喜監訳・海外経済協力基金開発問題研究会訳『東アジアの奇跡：経済成長と政府の役割』東洋経済新報社、1994 年。].
- , *The Emerging Asian Bond Market*, Washington, D.C., The World Bank Publications, 1995. [日本証券経済研究所訳『アジアの公社債市場』財団法人日本証券経済研究所、1997 年。].
- and the Development Research Center of the State Council, P. R. China,

- China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society*, Washington, D.C., World Bank Publications, 2013.
- Jinglian Wu (edited with introductions by Barry Naughton) , *Voice of Reform in China*, Cambridge, Mass.: The MIT Press, 2013.
- Zhang, Xiaobo, and Kong-Yam Tan, “Blunt to Sharpened Razor: Incremental Reform and Distortions in the Product and Capital Markets in China”, International Food Policy Research Institute, *DSGD Discussion Paper* , No.13, August 2004.
- Ning Zhu, *China's Guaranteed Bubble: How Implicit Government Support has Propelled China's Economy while Creating Systemic Risk*, New York, McGraw-Hill Education, 2016. [森山文那生訳『中国バブルはなぜつぶれないのか』日本経済新聞出版社、2017年。] .