

# 中国金融経済システムの構造問題と 不動産バブル崩壊の予兆 —金融「自由化」の政治経済学—

鳥谷 一生

## 要 旨

本稿の目的は、今日中国で崩壊が懸念される不動産バブルとその資金源ともいえるいわゆる「影の銀行」について検討することである。もっとも対象は、都市と農村の対立、外需依存・設備投資主導型経済成長による生産と消費の矛盾といった社会経済構造の上に、指令経済下の大型商業銀行と国営企業との‘蜜月関係’、中央政府と地方政府との行財政関係、そして規制金利下のインフレーションといった金融財政上の矛盾が幾重にも折り重なって生み出されたものである。つまり不動産バブルと「影の銀行」とは、中国の政治経済体制の根幹をも揺さぶる資源配分に関わる政策の意思決定とその帰結の問題なのである。したがって、中国において、今日政策リストの優先項目として上がっているいわゆる金融の「自由化」とは、優れて政治経済学的考察を要する課題なのである。

キーワード：中国経済、バブル、影の銀行、人民元

## I はじめに

2001年末のWTO加盟以降、「世界の工場」・「世界の市場」として高度経済成長を疾駆してきた中国経済が、いま大きな転換点を迎えている。というのも、2008年9月アメリカ発世界金融危機直後、中央政府が打ち出した4兆元規模の景気刺激策により、この間過大な生産能力が積み上がってきたことに加え、2012年末ともなると、地域住民の反発をも顧みず強行が重ねられてきた地方政府によるいわば「地上げ」的不動産事業も、都市部高層ビル住戸の販売単価上昇率鈍化、新興住宅群の‘ゴースト・タウン（鬼城）’化という現実と直面するようになってきたからである。しかも、2013年6月後半には、中国の金融センターたる上海金融市場の短期金融市場金利が一時期急騰したことを受けて、かかる不動産開発向け資金供給手段となってきた「理財商品」の元本割れとその資金仲介機関たる「影の銀行」の破綻が現実味を帯びるに至った<sup>1)</sup>。かくて、今や中国不動産バブルの行く末が世界経済に大きな脅威を与えるに至っている<sup>2)</sup>。

- 
- 1) 「影の銀行」については、さしあたり商業銀行の貸借対照表から外れるオフ・バランス取引とその手段、及びこうした取引・手段を主要業務とする資金仲介機関と定義しておこう。  
2) 中国不動産バブル破綻それ自体は、証券化商品によって世界中に債務支払いリスクを拡散した米サブプラ

そこで本稿は、高度経済成長を歩んできた中国金融経済が内包する構造的諸問題について明らかにした上で、今日懸念される地方政府主導の不動産バブルと金融経済システムとの関わりについて分析する。また末尾では、中国政府・人民銀行が政策課題として掲げる金融「自由化」と人民元「国際化」が、中国の金融経済システムに与える政治経済学的意義についても検討を加える。以下では、まず中国経済の対外及び対内の現況から確認していこう。

## Ⅱ 中国経済システムの構造的問題—対外と対内—

### (1) 経常収支黒字幅の縮小と外貨準備・人民元為替相場

第1表は、2000年～2013年の国際収支である。同表が示す通り、中国の貿易・経常収支黒字は、アメリカ発世界金融恐慌が発生した2008年に至るまで、正に「世界の工場」として鰻上りに増大の一途を辿り、同年貿易収支3600億ドル、経常収支4200億ドルの黒字を計上した。そして危機勃発以降、輸出入双方で取引額は大幅に激減し、貿易収支も2500億ドル前後にまで減少した。しかも、取引の目的と経路が不透明であるところから、ホット・マネーの流出入を示すともいわれる「誤差脱漏項目」が、危機発生翌年2009年以降、大幅な赤字に転じ、直接投資の流入の伸びも2009年～2010年の間は鈍化した。確かに、2012年ともなれば、危機以降のそうした傾向に一応の歯止めがかかったかに見える。しかし、従前の一大輸出市場であった欧米経済も依然として不安定であるか、復調の兆しはあっても、必ずしも先行きが不透明であるところから、外資導入・輸出主導の工業化戦略の経済開発戦略が、引き続き今後も通用するかどうか、中国は大きな課題に直面しているといわねばならない。だからこそ中国政府は、危機勃発直後の2008年晩秋、総崩れとなった外需を補完すべく総額4兆元規模の内需拡大策を講じたし、その後も様々な措置を通じ、内需刺激策を講じてきた。その結果、今日中国には巨大な経済不均衡が構造化するに至ったことは後に言及することとして、ここではいまま少し対外的側面に関わる基礎データをみておこう。

さて、中国の為替相場制度は、2005年7月、従来の対米ドル固定為替相場制度からバスケット通貨制度を参照とした管理フロート制度に移行した<sup>3)</sup>。2005年当時、1ドル=8.2元ドル水準であった為替相場水準は、今日6元水準にあり、過去凡そ9年間に約25%の人民元高が進行してきた。もっとも、こうした一方的な人民元高傾向にあっても、人民銀行は為替市場介入を断続的に行い、今日中国の外貨準備は世界一位にあることは周知のところである。これを示した

---

イム・ローンのような影響を与えることはない。しかし、今や世界第二位のGDPを誇る中国経済である。バブル崩壊は国内経済を収縮させ、資源をはじめとしたあらゆる貿易取引と直接投資に甚大な影響を与えよう。

3) 管理フロート制にあっても、中央銀行・通貨当局の為替市場介入が行われる点では、固定為替相場制度と変わりはない。両制度における違いといえば、固定相場制の場合には、固定的為替レートを維持すべく、為替介入が制度的に自動化されており、その限りにおいて制度運用の透明性は高いのに対し、管理フロート制の場合には、当局が目指す為替相場の方向性と水準も事前には不明であるところから、為替介入は裁量的であり、したがって制度運用の人為性は免れがたい。

第1表 中国の国際収支

(単位：億ドル)

	2000年	2005年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
経常収支	205	1,324	3,532	4,206	2,433	2,378	1,361	2,154	1,828
貿易収支	345	1,342	3,159	3,606	2,495	2,542	2,435	3,216	3,599
輸出	2,491	7,625	12,201	14,347	12,038	15,814	19,038	20,569	22,190
輸入	2,147	6,283	9,041	10,741	9,543	13,272	16,603	17,353	18,591
サービス収支	-56	-96	-79	-118	-294	-312	-616	-897	-1,245
所得収支	-147	-161	80	286	-85	-259	-703	-199	-438
経常移転収支	63	239	371	432	317	407	245	34	-87
資本収支	19	953	942	401	1,985	2,869	2,655	-318	3,262
直接投資	375	904	1,391	1,148	872	1,857	2,317	1,763	1,850
流入	421	1,112	1,694	1,868	1,671	2,730	3,316	2,956	3,478
流出	46	208	303	720	799	872	999	1,194	1,629
証券投資	-40	-47	164	349	271	240	196	478	605
流入	78	261	770	872	1,102	636	519	829	1,041
流出	118	308	606	524	831	395	323	352	436
その他投資	-315	56	-644	-1,126	803	724	87	-2,601	776
流入	421	3,437	7,439	7,072	5,820	8,253	10,603	9,689	12,707
流出	736	3,381	8,083	8,198	5,017	7,528	10,516	12,290	11,930
外貨準備	-105	-2,506	-4,607	-4,795	-4,003	-4,717	-3,878	-966	-4,314
誤差脱漏	-119	229	133	188	-414	-529	-138	-871	-776

[出所] 国家外汇管理局資料により作成。

のが第1図であり、2013年9月現在、中国の外貨準備高は約3兆6600億ドルである<sup>4)</sup>。

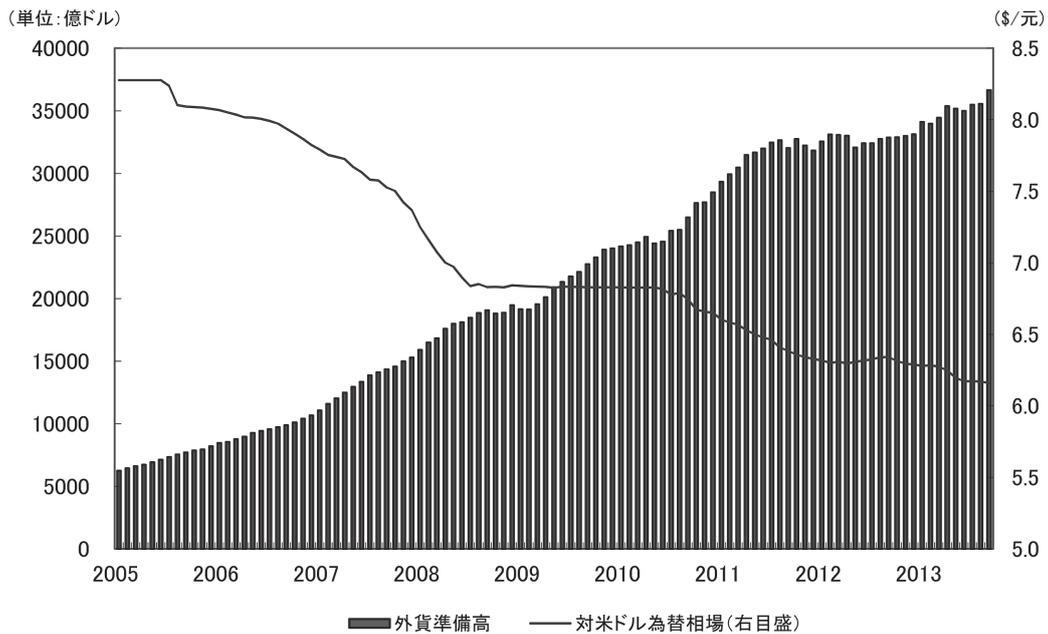
上記の通り、2008年アメリカ発世界金融危機後も、その規模は縮小させたとはいえ、中国は貿易・経常収支黒字を計上してきた。したがって、貯蓄・投資バランス論からすれば、中国は貯蓄超過—過少消費の状態にあることになる。しかし、問われるべきは、その内実である。そこで国民所得の観点から、この点についてみておこう。

## (2) GDPと貯蓄・投資バランス—過剰流動性と過剰投資—

第2図によれば、2012年の中国のGDP（国内総生産）は約52兆元であり、1元=17円で換算すれば884兆円、日本のGDPの約1.8倍である。中国のGDPの伸び率は、2005年以降だけを見ても、2007年11.6%、2010年10.4%であり、2011年以降、成長率は8%台を下回るようになったとはいえ、それでも7%台後半の水準にある。

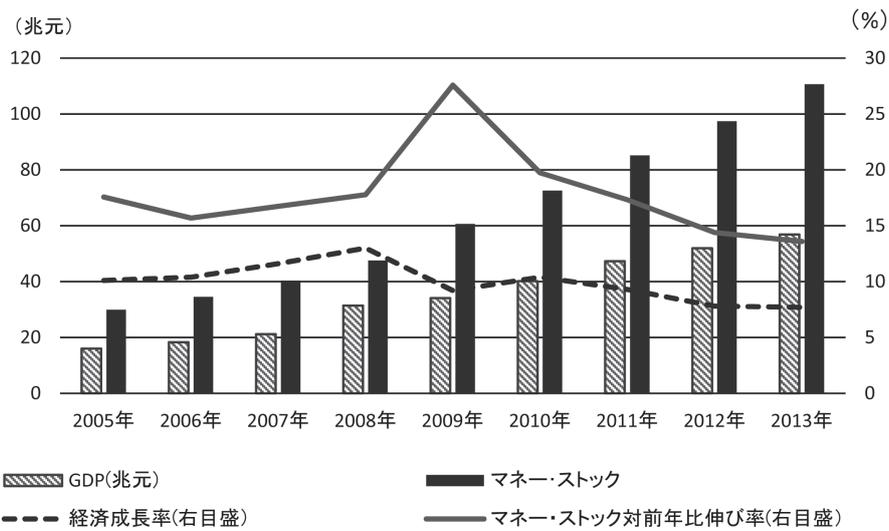
また第2図には、 $M_2$  ( $M_1$  + 準通貨) でみたマネー・ストックについても図示している。 $M_2$ は、2005年約29.9兆元、2008年約47.5兆元、2011年約85.2兆元、2012年約97.4兆元と増大した結果、マーシャルの $k$  ( $M_2/GDP$ ) は、2005年1.87、2008年1.51、2011年1.80、2012年1.88へと上昇した。

4) ちなみに、2013年12月の日本の外貨準備高は約1兆2600億ドルである（数値は財務省資料より）。



[出所] 中国人民銀行資料より作成。

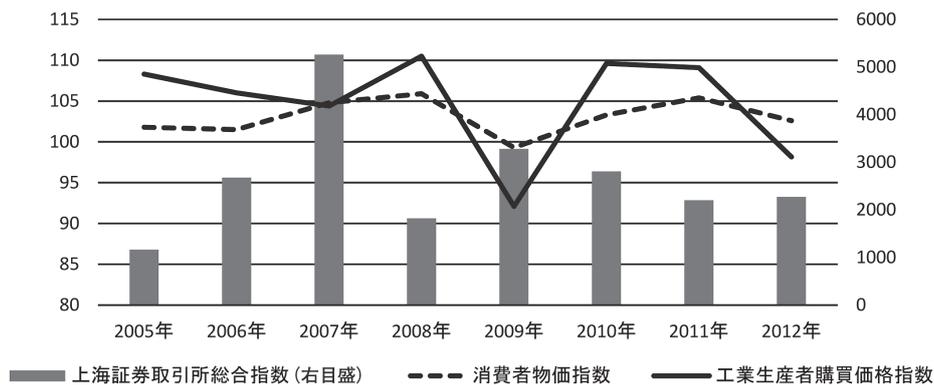
第1図 中国の外貨準備高と人民元為替相場



[出所] 中国国家統計局及び中国人民銀行の統計資料より作成。

第2図 GDPとマネー・ストックの推移

さて、マーシャルのkが1を遥かに超える水準にあることは、それだけ財・サービスの生産とは関係しないマネーが市中に溢れていることを意味している。蔓延する過剰流動性の問題がこれである。溢れかえったマネーは、一般には企業間物価・消費者物価を上昇させてインフレを引き起こすか、株式・土地不動産等の資産価格上昇といったいわゆるバブル経済の温床となる。或いは、貯蓄・投資バランス論の観点からいえば、国内の余剰貯蓄は、大型国有企業による海外資源会社等の買収といった直接投資やQDII (Qualified Domestic Institutional Investor、



(注1) 各年の物価水準の数値は、前年=100。上海証券取引所総合株価指数は各年末取引終値の数値で、基準年は1990年12月。  
 (注2) 2011年以降、原材料・燃料・動力購買者価格指数は、工場生産者購買価格指数に改められた。  
 [出所] 中国国家统计局資料より作成。

第3図 物価指数と上海証券取引所総合指数の推移

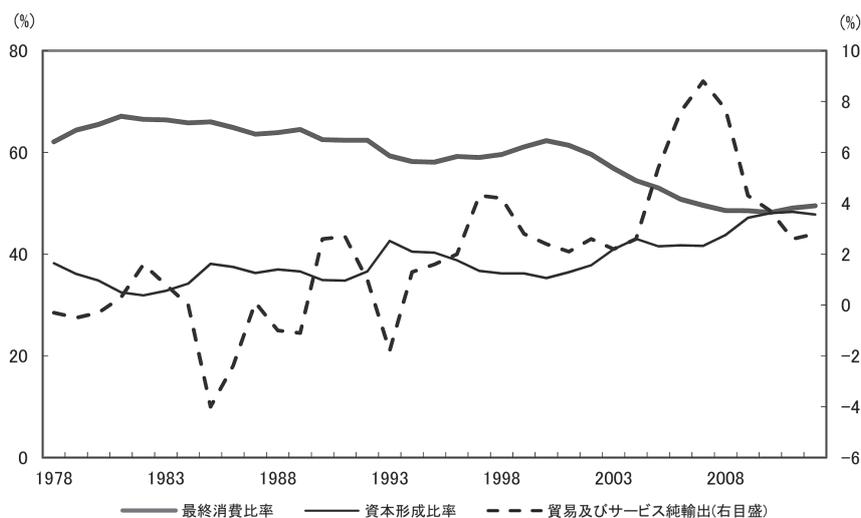
適格国内機関投資家) 経由での対外投資ともなる。これが近年の「走出去」といわれる中国の対外投資政策であるが、同策については、本稿の対象から外れるため措くとしても、物価水準と上海証券取引所総合株価指数については、一言しておこう。

第3図に明らかなように、消費者物価水準・工業生産者購買指数共に、危機の年である2008年を一つのピークとしつつ、2009年には指数基準値100大きく下回り、2009年から2010年にかけて再度上昇しつつも、2011年以降再度下落している。特に2012年となれば、工業生産者購買指数の落ち込みが顕著である。また、上海証券取引所総合株価指数は、ピークの2007年水準から、今日大幅に下落している。

次に、最終消費需要・粗固定資本形成・財・サービス純輸出の需要三要素からみたGDPについてもみておこう。第4図によれば、ここでも明らかに世界金融危機が勃発した2008年が、中国経済の一大転換点であったことが分かる。危機の前年2007年、財・サービス純輸出の対GDP比は8.8%の最高潮に達した後、危機の翌年2009年には4.3%とほぼ半減、金額にして約8400億元減少した。この数値は、1ドル=6元、1ドル=100円で換算して、1400億ドル、日本円で14兆円規模の大幅減である<sup>5)</sup>。この数字だけからみても、輸出主導の中国経済にいかに激震が走ったことは想像に難くない。その後、2011年の財・サービス純輸出の対GDP比は2.6%、2012年度には少し上向いて2.8%であった<sup>6)</sup>。

こうして、危機を契機に、輸出が総崩れとなったことで、7%以上の成長率を維持するべく

5) ちなみに、2007年度～2008年度、2008年度～2009年度における日本の輸出減少額が各々約14兆円と約12兆円であったから、GDP寄与度でみた数字であるとはいえ、中国に走った衝撃の度合いは推測されよう(数字は、財務省貿易統計より)。  
 6) 上記のことは、GDP成長貢献度をみるとより明確になる。危機の翌年2009年の財・サービス純輸出貢献度は、実に-37.4%であった。また、2010年の純輸出実績は、前年を若干上回るものの、2011年・2012年と前年割れに終わった(数字は中国国家统计局より)。



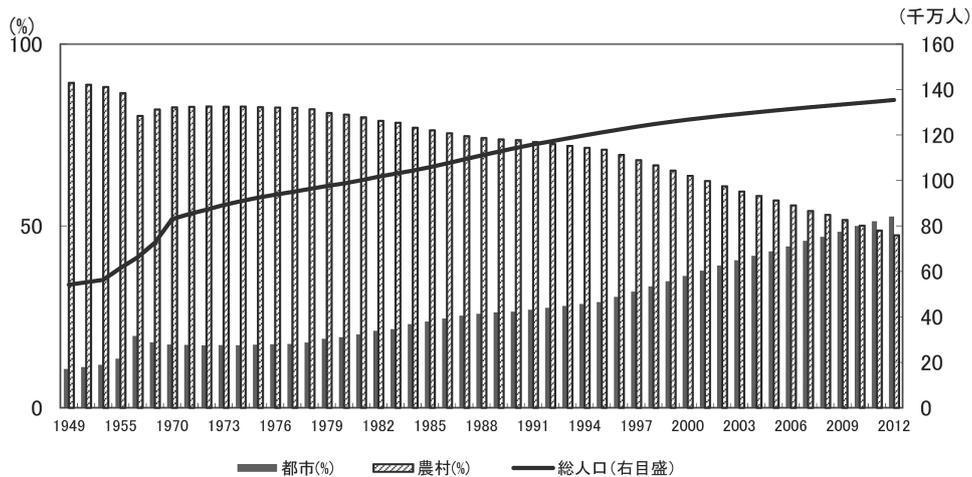
[出所] 中国国家统计局資料より作成。

第4図 GDP要素別構成比

代わりの牽引役として注目されるようになったのが、粗固定資本形成である。第4図によると、2000年代以降粗固定資本形成は40%台の高い水準で推移してきたが、危機の翌年2009年以降ともなると、47.2%、48.1%、48.3%と50%近辺の一段と高い水準に転じた。他方、2000年代初頭60%~50%台後半の水準にあった最終消費需要は、その後徐々に低下し、危機当時には48%台まで落ちていたことに注目したい。

GDP要素別構成比というデータの性質上、危機を契機に財・サービス輸出のシェアが大きく減少したため、危機以降最終消費需要のシェアが若干上昇しているように数字上は表れている。しかし、それでも粗固定資本形成が対GDP比約50%—日本の高度経済成長時でも30%台であった—という水準は、異常である。確かに、粗固定資本形成も、最終消費需要と同じくGDP統計では当該年次の内需として同じく分類される。しかし、最終消費需要が正しく同年次で消費されてしまうのに対し、粗固定資本形成は、その建設懐妊期間を過ぎれば、生産供給圧力に転じてしまう。では、その生産=産出水準に見合う消費は何処にあるのか。輸出等外需か、それとも改めての粗固定資本形成であろうか。

このようにみれば、輸出と固定資本形成に牽引されて高度経済成長を疾駆してきた中国経済は、2008年世界金融危機を契機に、一台目の機関車たる輸出にブレーキがかかり、今や機関車役としては固定資本形成だけとなっている。しかし、2008年北京オリンピック、2010年上海万博も終わり、そうした固定資本形成自体が、今や過大な投資となって社会的蓄積構造に歪みを生み出す元凶になりつつあったのである。そこに、いわゆる中国版「影の銀行」を経由した不動産開発の投融资が加わって、金融システムが深刻なダメージを受けるのではないかというの



[出所] 中国国家统计局資料より作成。

第5図 中国人口の社会動態

が、今日中国経済に寄せられている懸念である<sup>7)</sup>。

だが、この問題に移る前に、中国の経済社会を揺るがすもう一つの不均衡問題、すなわち「都市と農村」との格差問題について記しておこう。

### (3) 都市と農村の格差

2011年、中国政府は、都市人口が農村人口を超えたとの発表を行った。これを示したのが、第5図である。同図によれば、2012年の中国総人口は13億5400万人であり、その内の52.57%が都市部、47.43%が農村部に住居している。但し、中国国家统计局資料の区分には「城鎮」と「郷村」と区別しているだけで、それが都市戸籍・農村戸籍を意味しているのかどうかは、説明がないために不明である。とはいえ、農村部人口の減少と都市部人口の増加に一段の弾みがついたのが、1994年前後であることは、同図からも読み取れる<sup>8)</sup>。故鄧小平総書記の「南巡講和」が1992年であるから、これを契機に、外資導入・輸出指向工業化による「改革開放路線」

7) 中国経済が、重大な過剰生産力圧力に晒されていることは、中国政府も深く認識している。例えば、次のような声明を発表している。「度重なる国際金融危機の影響、国際市場の持続的低迷、国内需要増大の緩慢化を受けて、我が国の一部産業では、需要に対する供給過剰が日増しに明らかになりつつある。伝統的製造業の産出力は全般的に過剰であり、特に鉄鋼、セメント、電解炉等、エネルギー多消費・多排出企業では特に突出している。2012年末、我が国の鉄鋼、セメント、電解炉、板ガラス、造船の産出力利用率は各々、74%、73.7%、71.9%、73.1%そして75%に止まっており、国際的な通常の水準と比べても明らかに低い。鉄鋼、電解炉、造船等の企業では、利潤が大きく落ち込み、企業経営全般が困難となっている。注目すべきは、産出力が著しく過剰となっているこれら企業は、従来通りの財を生産し、プロジェクトの立案を予定しているため、過剰な産出力は激化の勢いを示している。万が一措置を講じ打開に至らない場合、必ずや市場は悪性競争を激化させ、業界の損失は拡大、企業従業員は失業、銀行の不良債権は増加、エネルギー資源のボトルネックはいよいよもって狭まり、生態環境悪化等の問題は、産業の健全な発展に直接被害を及ぼして、生活改善と社会の安定という大局に対し、深刻な影響を与えよう。」(「国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见」2013年10月15日)。

8) その主体が、かつては「盲流」、近年では「農民工」と呼ばれた社会的人口移動であった。

が一段の弾みをつけた結果であると考えられもしよう<sup>9)</sup>。

だが、中国の人口には、もう一つ深刻な問題が内在している。『同年鑑』によれば、2012年の総人口における男女比率は、51.25%対48.75%であり、その差3300万人である。1978年に始まった「一人っ子政策（计划生育政策）」は<sup>10)</sup>、男子優先の伝統社会という歪を通じ、今日男女人口比の深刻な不均衡を生み出してもいる。

かくて、旧弊を脱し得ない中国の伝統社会の上に、過去およそ30年の高度経済成長政策と「一人子政策」によって、農地を父母から引き継いだ男性は農村部に残って「剩男」に転じ、高等教育を受けた女性は都市部に滞留し「剩女」を形成するに至った。その結果、いわゆる合計特殊出生率は、都市部において「1」を大きく下回り、2020年以降、中国は深刻な少子高齢化を迎えると予想されるといわれる。

ところで、2008年世界金融危機を契機に、都市部と農村部の所得推移に若干の変化が現れるようになった。2005年都市部と農村部の一人当たり平均可処分所得は各々の10,493元と3,255元、2010年には各々19,109元と5,919元と、都市部と農村部との所得格差は相変わらず拡大する方向にはある。その一方で、都市部と農村部の一人当たり平均可処分所得の伸び率という点では、2009年以降、農村部の方が都市部のそれを上回るようになった。例えば、同年の都市部と農村部各々の平均可処分所得の伸び率は8.8%と14.9%、2012年には12.6%と13.5%であり、農村部の一人当たり平均可処分所得の伸び率は、同年以降、GPD成長率をも上回るようになっていた<sup>11)</sup>。

こうして、都市部所得水準の伸びの鈍化と農村部での所得水準の伸び率上昇は、高度経済成長を支えてきた農村から都市への労働力移動のプッシュ要因とプル要因の双方において、その効力低下を招こう。いわゆる「ルイス転換点」の背景が、ここに存在する<sup>12)</sup>。

したがって、もしこれまで通り、農村から都市への労働力移動を促すとすれば、都市部工場労働者の賃金を上昇させること、或いは農村戸籍と都市戸籍の区別基準を緩和・撤廃し、都市に住居するいわゆる「農民工」の社会的諸権利の保障とそれによる社会的生費用の実質的軽減化を図るしかない。近年、沿海地域都市部労働者の最低賃金が上昇してきたのも、こうした社会構造的背景が控えていることに留意すべきである。

だが、都市部における賃金上昇圧力が貿易財部門の労働者賃金に繋がるとなれば、それは国際競争力の低下となろう。これを回避するには、労働集約的生産構造から資本集約的なそれへ

9) 数字は、2012年版『中国統計年鑑』より。

10) 2020年に男性の退職年齢60歳を迎える世代の生年は1960年であり、彼らが20歳となって労働力人口と結婚適齢世代に加わったのが1980年である。彼らの世代から今日までの40年間、「一人子政策」が実施され、その間少子高齢化が急速に進むことは自明のことであった。

11) 数字は中国国家統計局資料より。

12) 関志雄は、今日の中国経済を、「ルイス転換点」到来による「余剰労働力」の枯渇と「後発性利益」消失による「中所得の罫」、そして「体制移行の罫」の両面において捉えている。後者は、計画経済下に設立された国有企業が、経済システムとしては市場経済に移行しつつも、民営化されないまま残存し、効率性の低下と資源配分に歪みを生じさせていることによる「罫」である（関志雄『待ち受ける歴史的転機 二つの罫』日本経済新聞社、2013年、特に序章を参照）。

と転換し、引き続き生産性を向上させるしかない。かくて、「ルイス転換点」の到来と共に、相対的に労働集約的な技術体系と低賃金労働力とを組み合わせで成り立ってきたガーシェンクロン・モデルのいう「後発性利益」も徐々に失われてきたといえよう<sup>13)</sup>。そこで中国は、基礎から応用までの先端技術開発に自ら着手し、資本集約的技術体系に相応しい経済社会を形成するしかない。しかし、そのこと自体、一層巨額の固定資本投資を要する一方で、労働節約的・資本集約的産業技術の投入は、都市部に滞留する「農民工」の賃金引き下げ圧力に中長期的には転化していく要因となろう<sup>14)</sup>。逆にいえば、生産性上昇利益を所得分配として広く国民に均霑させ、大量生産に相応しい大量消費の有効需要を確保する社会経済政策—「和谐社会」の政策実行—が必要なのである<sup>15)</sup>。

以上、中国経済社会の構造的問題を簡単にみてきた。高度経済成長を疾駆してき中国の経済社会には、人口動態・所得分配において農村と都市との間に深い構造的亀裂が生み出されてきたのである。しかも、世界金融危機を契機に、外需依存型経済成長から内需依存型のそれへと「ソフト・ランディング」に向かうかとみられた中国経済は、「和谐社会」という目標とは裏腹に、固定資本投資偏重型の経済構造を作り出し、いまそれが大きな負債となって財政金融システムに重圧を加えつつあるのである。

そこで次には、節を改めて、金融・財政の観点から、いわゆる「理財商品」と「影の銀行」問題にアプローチしていこう。

### Ⅲ 規制金利下の中国金融システムと不動産バブル崩壊の予兆

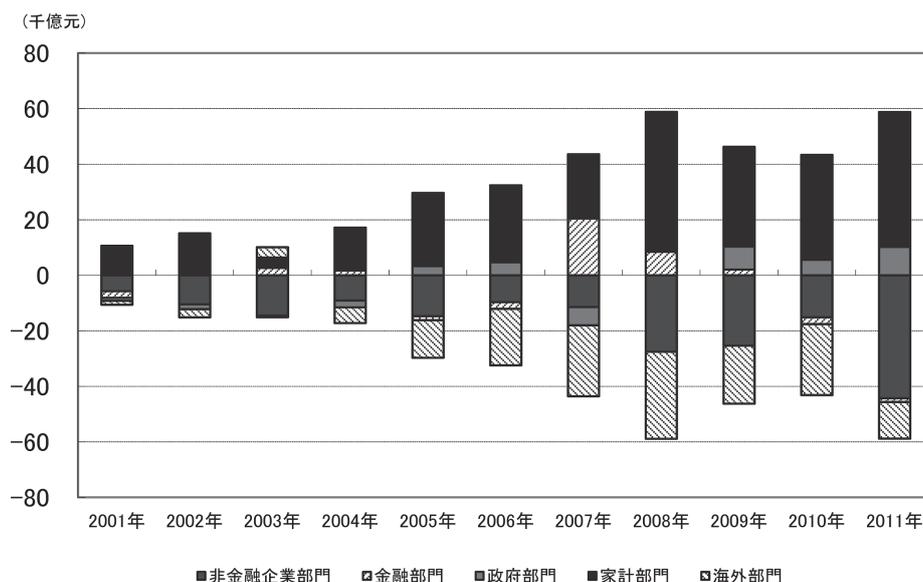
#### (1) 部門別資金過不足

第6図は、中国の部門別資金過不足表である。まず、海外部門が資金不足＝赤字、すなわち中国は債権国の地位にある一方で、政府部門が黒字であり、家計部門の貯蓄が非金融部門企業の資金不足を補填していることが分かる。部門別資金過不足表という統計上の性質から、海外部門の計上額の±符号を入れ替えれば、国内各部門の資金過不足高の合計額となる。この点から同表をみると、危機が勃発した2008年、国内各部門の資金過不足高の合計は3兆1千億元を超える最大の超過額を計上した後、2009年と2010年、各々2兆元と2兆5千円の超過、そして2011年には1兆3千億元超過へと大きく減少した。つまり、それだけ国内のマネー流通はタイ

13) 極論すれば、中国の高度経済成長が、外資から導入した「セコハン」技術と農村からの低賃金労働力の供給との組み合わせによって可能であったということである。しかも、そうして生産された製品の主要輸出先こそは、今回危機の震源ともなった欧米市場であった。

14) 都市部の登録失業者数（失業率）は、2005年839万人（4.2%）、2008年886万人（4.2%）、2009年921万人（4.3%）、2012年917万人（4.1%）となっており、公式数字だけをみる限り、全就業者数約7億7000万人の極めて一部にしか過ぎず、先進諸国の水準からいえば、ほぼ完全雇用状態である（数字は中国国家統計局より）。

15) 国家统计局马建堂局长による2014年年初の記者会見によれば、2013年のジニ係数は0.473である（「国家统计局局长马建堂就2013年全年国民经济运行情况答记者问」、2014年1月20日）。所得格差による社会の不安定は、同係数が0.5を超すと警戒状態といわれている。



[出所] 中国国家统计局資料より作成。

第6図 中国の部門別資金過不足

トになったといえよう。

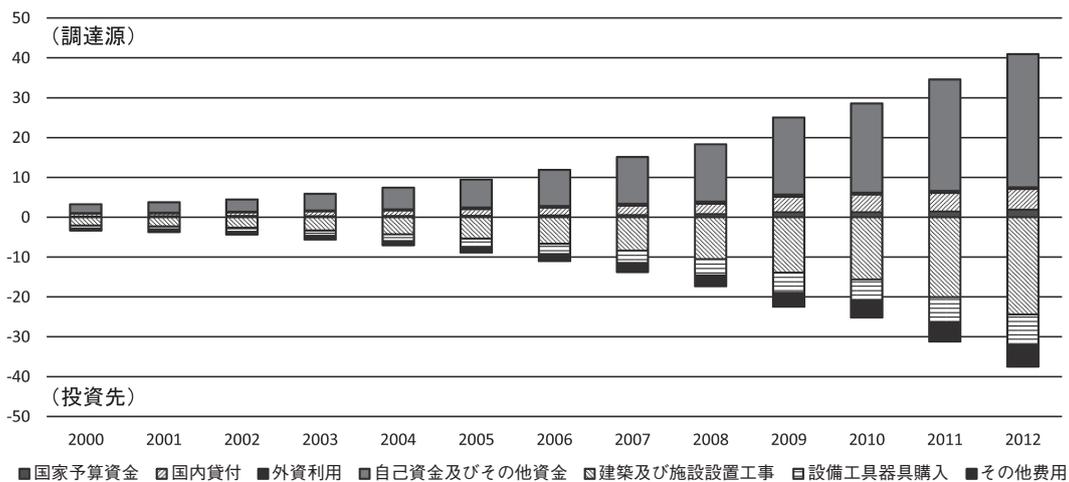
こうした事態を受けて、上記の通り、中国政府は、外需の落ち込みを補填すべく、公共投資・設備投資等の固定資本投資を軸とした内需拡大策をとってきた。これに関して、第7図は、国家统计局が発表する全社会固定資本投資を投資先と調達源の両面からみている。投資先は圧倒的に建設・機械等工場設備向けである一方で、その資金ソースは、財政資金や銀行経由の貸付融資ではなく、「自己資金及びその他」である。つまり、全社会固定資本投資レベルでみた投資資金のソースが、財政資金や国内銀行部門等からの貸借融資経由ではない事に留意されるべきである。

## (2) 激増した社会融資規模と資金調達手段の多様化

次に、上の全社会固定資本投資と人民銀行が発表する社会融資規模 (AFRE; Aggregate Financing to the Real Economy) をプロットした第8図をみてみよう。それによれば、全社会固定資本投資と社会融資規模に、かなりの乖離があることが分かる。例えば、2012年、各々の数値は37兆元 (同年GDP52兆元の71%) と16兆元であり、前者は後者の2倍以上の規模にあった。しかも、この両者の乖離もまた、2008年の世界金融危機以降、特に顕著になっていった。

社会融資規模とは、「一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额」と定義されているから、財・サービスの生産・流通等の实体经济への金融システムからの融資を示す概念である。したがって、これら両者の乖離を埋めるのは、一般には財政ということになるが、中国には、発展途上国に往々にしてみられるインフォーマルな地下金融が根を張っている経済社会であることにも留意しなければならない。

したがって、中国の金融経済を分析する場合、こうした資料面での制約—全社会固定資本投



(注) 各項目の定義は次の通りである。

- ・「国家予算資金」には、一般予算・政府性基金予算・国有資本経営の予算と社会保障基金予算を含んでいる。各予算内の固定資産投資資金総額であり、国家予算として資金手当てされているものである。その中には、一般予算内の固定資産投資部分である基本投資、車両購入税、災害復旧債券基金その他財政投資が含まれる。各級政府の発行する債券もまた国家予算に含まれる。
- ・「国内貸付」は、報告期における固定資産プロジェクト投資部門が、銀行及び非銀行の機関に対し固定資産投資を目的に借入を行った国内融資である。それには、銀行の自己資金や収集してきた預金の貸付、上級管理部門が出資した国内融資、国家的プロジェクト・ファイナンス（石炭に代替する石油融資、炭鉱の労働条件改革のためのプロジェクト融資等）、地方財政のプロジェクト資金が手当てする貸付、国内の貯蓄貸付、運転資金等が含まれる。
- ・「外資利用」とは、報告期に調達された国外（含、諸外国及び香港・澳門・台湾）資金（含、設備、原材料、付帯技術）のことであり。海外からの融資（外国政府からの借款、国際金融機関からの借入、輸出信用、外国商業銀行の貸付、海外での債券及び株式発行）、海外からの直接投資（含、外資による国内利益を用いた固定資産再投資活動資金）を含む。我が国自身の外貨資金（外貨準備、地方政府の外貨準備、保留外貨資金、調整的外貨資金や銀行が自己資金を放出する外貨建貸付）は含まない。各外資は、報告期末の公定為替相場（中間相場）によって、人民元建に換算してある。
- ・「自己資金」とは、報告期に調達された固定資産投資プロジェクトで、各企業・事業プロジェクト経由で集められた固定資産投資資金である。それには各企業が調達した自己資金や他から調達してきた固定資産投資資金が含まれる。但し、財政性資金、金融機関からの借入資金や国外から資金は含まれない。
- ・「その他資金」とは、報告期に、以上の各資金外に調達された固定資産投資資金であり、社会的に集められた資金、個人資金、無償の出捐金、その他から出資金等が含まれる。

[出所] 中国国家統計局資料より作成。

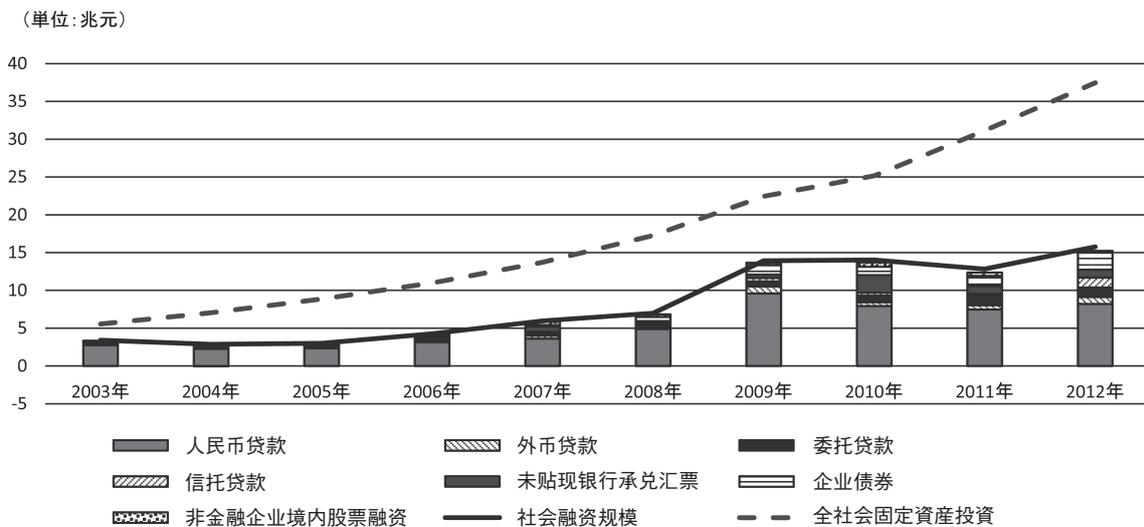
### 第7図 全社会固定資産投資資金ソースと構成

資が社会融資規模を大きく上回りながらも、全社会的固定資本投資の最大の資金ソースが「自己資金及びその他」であり、その詳細は必ずしも判然としないこと一を踏まえた上で、改めて第8図から資金調達の在り方について取りまとめれば、次のようになろう。

第一に、社会融資規模において最大シェアを占めるのが人民元建一般貸出である。これは商業銀行による一般貸出といえよう。

第二に、2008年危機以降、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票、企業債券、非金融企業境内股票融資が増大し、資金調達手段の多様化が進展している（この点後述）。

実際、2005年3兆元であった社会融資規模の内、2兆3千億元（76%）が人民元建一般貸出であったのに対し、2009年と2012年には社会融資規模は各々13兆9千億元と15兆7千億元、同貸出は9兆6千億元（68.9%）と8兆2千億元（52.7%）であった。つまり、この間社会融資



(注) 各項目の定義は次の通りである。

- ・「人民币貸付」とは、金融機関による非金融機関企業、個人、機関・団体、外国機関に対する貸付、商業手形割引、当座貸越等、様々な形式での人民币建貸付である。
- ・「外貨建貸付」とは、金融機関による非金融機関企業、個人、機関・団体、外国機関に対する貸付、商業手形割引、当座貸越等、様々な形式での人民币建貸付である。
- ・「委託貸付」とは、企業・機関・個人等委託人から提供される資金で、委託人による貸付対象・用途・金額・期限・金利等の確認をもって、金融機関（すなわち貸付人或いは受託人）が代理で行い、利用管理と回収業務も併せて行われる融資である。
- ・「信託貸付」とは、政府が規定する範囲内で、信託投資会社が信託投資計画によって吸収した資金を運用し、信託投資計画が規定する機関とプロジェクトに対して行われる貸出融資である。
- ・「未贴现银行承兑汇票」とは、企業が振り出した銀行引受為替手形で、金融機関の手元には届いていない割引融資の部分进行。つまり、金融機関の内外にあって、後に回ってくる銀行引受の为替手形のことである。統計上、企業振り出しの銀行引受手形総てを意味するが、社会融資規模における重複計算を避けるため銀行内で割引かれた部分は減じてある。
- ・「企業債券」とは、非金融企業が発行する各種債券であり、企業債、超短期融資券、短期融資券、中期証券、中小企業合同証券、非公開向け融資手段、資産担保証券、社債、転換社債、ワラント債、中小企業の私募債券等が含まれる。
- ・「非金融企业境内股票融」とは、国内の正式な金融市場で発行されている株式による資金調達であり、当然ながら非金融企業の重要な直接金融手段である。

[出所] 中国国家统计局資料より作成。但し、各項目説明は、中国人民銀行『社会融资規模構成指标的说明 2014』に拠る。

#### 第8図 全社会固定資本投資と社会融資の構成

規模自体が約6倍にまで膨張する一方で、人民币建一般貸出は約3.6倍の増大に留まり、結果的に全体に占めるシェアを低下させてきた。これに代わって、2005年当時僅かに4千億元であった信托贷款・委托贷款・未贴现银行承兑汇票・企业債券の小計は、2012年5兆9千億元、14.8倍の規模で増大し、これら四形態だけで同年の社会融資規模の約1/3を占めるまでになった。

### (3) 商業銀行の融資構造と理財商品・信託商品

#### i. 商業銀行貸出の推移と特徴

そこでまず、商業銀行（大型商業銀行、株式制商業銀行、地方商業銀行、農村商業銀行及び

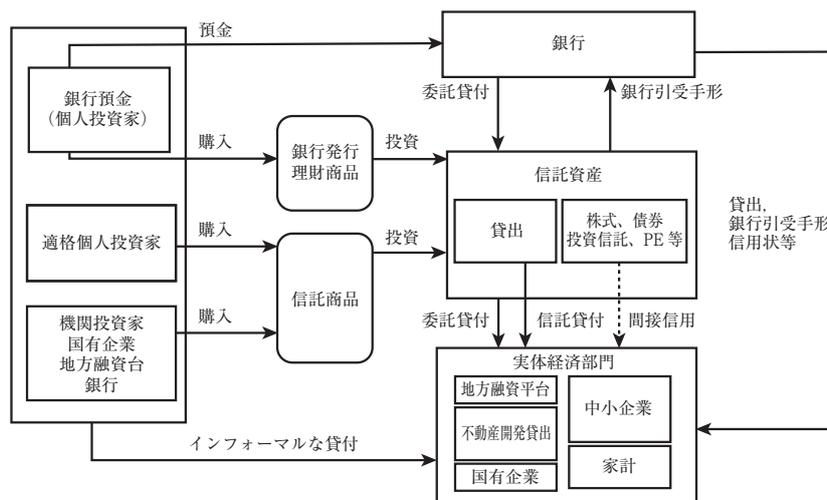
外資系銀行を含む)の一般貸出についてみておこう<sup>16)</sup>。

2008年第Ⅰ四半期、商業銀行の資産額は約55兆元であったが、2013年第Ⅳ四半期には151兆元となった。5年間で約3倍にまで膨張したことになる。資産増大がもっとも進んだのは、4兆元の公共投資が開始した2009年であり、同年中の対前四半期比資産の伸び率は25%~28%に及んだ。そうした中で、2009年に最も貸出資産を伸ばしたのが地方商業銀行、次いで株式制商業銀行であり、これら業態の同年中の貸出資産の伸び率は30%を大きく上回り、特に地方商業銀行の場合には、2012年第Ⅱ四半期においても、伸び率は32%であった。その結果、地方商業銀行が全貸出に占めるシェアは、2008年第Ⅰ四半期6.1%から2013年第Ⅳ四半期10.0%へと増大した。

これとは対照的に、大型商業銀行の貸出資産の伸び率は、2009年こそ対前年同期比25%前後の水準に至るものの、期間中、比較的安定に推移した。特に、2010年~2011年にかけて、他の業態の貸出伸び率が軒並み20%を大きく上回っていたのに対し、大型商業銀行のそれは10%台に留まり、2013年度に至っては、一桁台の伸び率でしかなかったことは特記すべきことであろう。もっとも、中国の金融経済において、大型商業銀行のプレゼンスを無視することはできない。大型商業銀行が全貸出に占めるシェアは、2008年第Ⅰ四半期52.6%、2010年第Ⅰ四半期50.9%、2013年第Ⅳ四半期43.4%であった。つまり、大型商業銀行は、融資残高規模としては依然大きなプレゼンスを示しつつも、2008年以降そのシェアを減らしつつあり、これに代わって大きく貸出シェアを伸ばさせてきたのが先にも記した地方商業銀行であった。そしてその背景にあるのが、後にみる地方政府主導の不動産開発プロジェクトである。

では、商業銀行の貸出融資先は何処か。2013年末段階の貸出残高シェアをみれば、対個人(31.75%)、卸売・小売業(17.74%)、製造業(13.16%)が主要融資先として上位に位置し、次に交通運輸・倉庫及び郵便業、不動産業、建設業が続く<sup>17)</sup>。ということは、長期固定的且つ大規模な資金を要する交通インフラや物流網の整備、また不動産・建設業への融資については、商業銀行経由以外の資金ルートに拠ったということになる。その一方で、貸出残高で最大シェアを占める個人向け貸出資金こそは、上に記した多様化する資金調達手段—特に理財商品や信託貸付—への一大資金ソースへと転じていっただけでなく、一般家計自体の住宅投機資金へと転じていったと考えられよう。

- 
- 16) 以下、「大型商業銀行」には、中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国交通銀行、「株式制商業銀行」には、中信銀行、光大銀行、華夏銀行、広東發展銀行、深圳發展銀行、招商銀行、上海浦東發展銀行、「政策性銀行」には、中国輸出入銀行、国家開發銀行、中国農業發展銀行、「その他銀行」には、農村商業銀行、農村合作銀行、外資系銀行、都市信用社、農村信用社、企業手段財務企業、信託投資公司、金融リース会社、オート・ローン会社、金融ブローカー会社及び郵政貯蓄銀行が含まれる。
- 17) 中国銀行業監督管理委員会『中国銀行業运行報告(2013年度)』、5頁。尚、同年末の資産総額118兆8000億元、負債総額は110兆8200億元であった。この点を見る限り、資産・負債の両建を旨とする商業銀行の経営の健全性は維持されているようである。負債の内、商業銀行の預金が89兆6400億元で、全体の81%を占めた(『同上書』、6頁)。



[出所] Li, Cindy, 'Shadow Banking in China: Expanding Sclae, Evolving Structure', *Asia Focus*, Federal Reserve Bank of San Francisco, April 2013, Fig. 8 より。

第9図 理財商品及び信託商品による資金調達・運用

## ii. オフ・バランス金融商品の資金ルートと不動産開発融資

第9図は、委託貸付と信託貸付を説明するため、信託投資会社を中心に資金仲介ルートを示したものであり、多様化する資金調達手段が、いかなる資金仲介機能を担っているかを知ることができる。第8図(注)と併せてみると、次のようにいえよう。

未貼現銀行承兑汇票は銀行引受手形であり、それ自体は支払い債務保証であるため、銀行の貸借対照表には載らない。とはいえ、引受依頼企業が、政治的介入を通じ、引受銀行に支払い保証を要求できれば、銀行を現金支払機同然に使うことができよう。

委託貸付は、銀行経由の貸付信託—中国では直接の企業間貸付が禁じられている—であり、例えば、大型商業銀行からの融資に依存できる国有企業が、銀行経由で中小企業に貸付を行う等、独特の融資制度である。この場合、融資先が地方政府の影響下にある不動産開発関連企業ということは十分に有り得、融資先の破綻は国有企業の財務悪化を経て、大型商業銀行に跳ね返ってこよう。

信託貸付とは信託会社の資金調達手段であり、その中にいわゆる理財商品や信託商品—直接金融の手段であり、オフ・バランス取引となる—がある。したがって、信託投資会社は、委託貸付・理財商品・信託商品といったルートで資金調達を行い、これを後に述べるような理由から、地方政府が深く関与するといわれる地方融資平台(LGFV: Local Government Financing Vehicle)や不動産開発業者に貸し付けることになる。

もっとも、信託会社の発行する信託商品は、基礎産業(25.3%)・不動産開発等(10.3%)、長期固定的な資金調達が必要な産業種に主に融資されているのに対し<sup>18)</sup>、発行主体の約半数を

18) 中国信託業協会資料より。

一般銀行が占めると指摘されている理財商品は、コール市場や短期債での運用、短期貸付等、比較的流動性を重視した資金運用となっているといわれている。だが、中には信託商品での運用と記されているものもあり、理財商品が信託商品の資金調達手段となっている場合もある。

では、理財商品の規模はどれほどなのか。これについては、いくつかの推計があるが、FRB サンフランシスコのLiの整理によれば、最も厳しい推計を出している広初証券の場合、約30兆元（約4.8兆ドル）で、2012年対GDP比57%、同年末銀行資産に占めるシェア37%としている。またLiは、Financial Stability Board及びIMF・*World Economic Outlook*からの数字として、近年金融危機を経験した諸国・地域におけるシャドウ・バンキング資産の対2011年GDP比は、アメリカ23兆ドル（152%）、ユーロ地域22兆ドル（168%）、イギリス9兆ドル（370%）であり、これらと比較する限り、中国の「影の銀行」の規模は、十分に支払い可能な規模であると記している<sup>19)</sup>。

#### (4) 「影の銀行」と地方政府の不動産開発投資

ところで、中国の「影の銀行」と地方政府による不動産開発投資が結びついた背景に、次の二つが存在することを忘れる訳にはいかない。一つは、中国の規制金利であり、もう一つは、地方政府の行財政の在り方である。

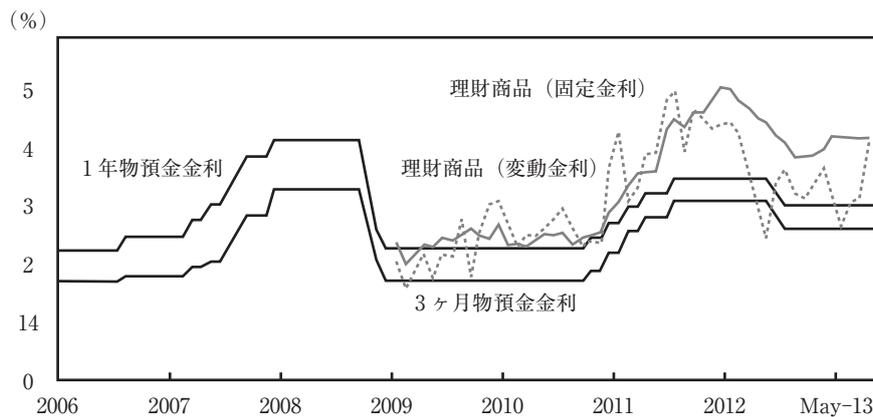
##### i. 規制金利下のインフレーション

規制金利体制が敷かれてきた中国ではあるが、2004年10月貸出金利の上限と預金金利の下限が事実上撤廃されたことを契機に、いわゆる金融「自由化」が進んできた。もっとも中国では、預金と貸出の基準金利が設定され、預金金利の上限は基準金利の1.1倍、貸出金利の下限は基準金利の0.7倍までとされてきた<sup>20)</sup>。そのため、インフレの進行によって、名目金利に対する実質金利は、往々にしてマイナス金利となり、そこに高利回りのインフレ・ヘッジ手段としての理財商品・信託商品等、自由金利型の新規資金調達手段が族生していった背景がある。第10図によれば、例えば2010年、一年物と3か月物の預金金利が共に2%前後で据え置かれているのに対し、確定と変動いずれであれ、理財商品の利回りは、これら預金金利を大きく上回ってきた。

ところで、中国の銀行貸出においては、上記の通り、大型商業銀行が圧倒的プレゼンスを占め、その貸出先の中心を国有企業に置いてきた。これら大型商業銀行から融資を受けてきた国有企業にとり、インフレは「借り得」の機会を与え、そのことがまた償却済みの旧式設備を温存させると同時に過大な設備投資計画に安易に走らせてきたのである。これに対し、商業銀行

19) Li, Cindy, 'Shadow Banking in China: Expanding Sclae, Evolving Structure', *Asia Focus*, Federal Reserve Bank of San Francisco, April 2013, Table 1 からの数字。

20) 例えば、期間1年の定期預金金利の上限は3.3%、同貸出金利の下限は4.2%と設定され、銀行には一定の利鞘が保証されてきた。そのため、銀行は大手国有企業向け銀行融資に安住し、ハイ・リスクの中小企業や新興企業向け融資は株式制商業銀行等が担ってきた。貸出金利の規制撤廃、ひいては金融「自由化」は、こうした金融経済体制に変化を迫るものである。



[出所] IMF, *People's Republic of China, 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/211, July 2013, p. 11.

第10図 預金金利と理財商品の利回り

の融資対象から外れた各種企業向けとして、理財商品・信託商品等新規の資金調達手段が発達し、一般家計等に対してはインフレ・ヘッジの手段として機能してきたのである。もとより、こうして調達された資金は、国有企業の設備投資資金に回るだけでなく、下に記す地方政府主導の不動産開発資金に転じていったのである。

かくて、大型商業銀行対中小銀行との二重構造、これもまたシャドウ・バンキングの問題の背景に控えているといわねばならない<sup>21)</sup>。

#### ii. 地方政府が主導する不動産開発

地方政府が不動産開発を主導してきたといわれている。その最大の理由は、地方政府は原則銀行からの直接借入を禁じられていることにある。そのため、地方政府は、都市化に対する住宅・交通等のインフラ整備のための資金調達手段を、このシャドウ・バンキングに求めてきたのである。

周知の通り、「社会主義」を看板に掲げる中国の土地制度は国有である。したがって、農民・住民等は不動産の利用権を得ているだけであり、その処分権は中央政府—各級地方政府が握っている。そこで、都市化に伴うインフラ整備のための財源難に直面した地方政府は、例えば自身の別働隊として地方政府融資台 (LGFV) といった特別目的会社を設立する一方で、銀行はこのLGFV向け理財商品を発行し、或いは信託会社を通じてLGFV向けの信託商品が発行されるなどして (前掲第9図参照)、資金調達が行われてきた<sup>22)</sup>。

では、その規模はどれ程か。Zhang and Barnettの推計によれば、中央政府の財政収支と地方政府による市場経由の資金調達、更には不動産売却収入が、グロスでみた政府部門の財政赤

21) 開発経済学には、新興経済諸国の政府が、規制により人為的に低金利政策を作り出し、設備投資を促し資本蓄積を推進するというMcKinnonの「金融抑圧 (financial repression)」説がある。「社会主義的市場経済」を掲げる中国で、同種の政策手法が採られていると考えることもできよう。

22) 中国のLGFV問題は、IMFでも既に大きく問題視されている。例えば、Lorogova, S., & Lu, Y., 'Structure of the Banking Sector and Implications for Financial Stability', in *China's Road to Greater Financial Stability* edited by Das, Udaibir S., Fietcher, J., & Sun, T., IMF, 2013, chap.15, pp. 134 – 136参照。

字であるとし、その規模が2012年度対GDP（51.9兆元）比約10%にまで達するとしている。また彼らは、2011年度の数字として、不動産売却収入は約3.3兆元で対GDP比約7%となり、内訳は不動産開発1.4%、土地収用費用及び代替地費用3.2%、都市開発費1.2%としている。

ちなみに、政府部門の会計検査を担当する審計署が2013年12月に公表した『全国政府性債務審計結果』によれば、同年6月末時点で地方政府の支払い保証が付いた負債額は10兆8900億元で、内訳は地方融資平台が約4兆700億元、地方政府及び政府機構が約3兆900億元であった。更に、これら二つの債務項目について、中央政府の完全債務保証と一部条件付き債務保証の点で見れば、地方融資平台の場合、各々約8800億元と約2兆100億元、地方政府及び政府機構の場合、9700億元とゼロであった。つまり、地方政府の支払い保証付き負債額の約37%を占める地方融資台債務の場合、中央政府の完全支払い保証ないし一部条件付き支払い保証が付帯している債務は約2兆8900億元（73%）までで、残り1兆900億元は支払い保証がない借入残高ということになる<sup>23)</sup>。

このようにみれば、中国の「影の銀行」と地方政府による大規模な不動産開発は、規制金利下インフレに晒された金融機関の資金仲介機能の歪み、財源措置を講じないまま地方政府に対し景気挺入れのための目標達成を指示する中央-地方政府間関係の歪み、これらが結びついた構造的問題の一例であるかと考えられる。

#### (5) 不動産開発投資の行き詰まりとシステミック・リスクの懸念

だが、政府・銀行監督管理委員会が、家計による住宅投機に歯止めを掛ける策を講じてきたこともあって<sup>24)</sup>、地方政府の不動産開発プロジェクトにも、最近ブレーキがかかりつつある<sup>25)</sup>。他方、地方政府の支払い保証付き債務には、国有企業や株式会社の借入分があることも忘れる訳にはいかない。借り入れ資金が、鉱山開発や重厚長大産業の固定資本投資向けともなれば、いわゆる経済環境の激変を契機に、「短期借・長期貸」の期間ミス・マッチ・リスクが一気に露見しよう。実際、中国の企業経営状況は、最近急速に悪化しているといわれており<sup>26)</sup>、'Debt

23) 『全国政府性債務審計結果』6頁、表2及び表3。

24) 中国都市部では、高騰する不動産価格を抑制すべく、①2軒目以上の住宅購入の禁止、②2軒目住宅購入に際しての頭金比率を60%~70%にまで引き上げる、③3軒目以上の住宅購入者へのローン禁止等々の規制が導入されてきた。しかし、不動産開発の背景に地方政府の行政権力が控えている以上、抜本的な不動産価格抑制策が導入されるかどうか、またそうした政策の持続性には、大きな疑問が残る。

25) 中国国家统计局の不動産開発投資統計は、毎年1月期からの累計として発表され、前年同期累計額との対比を伸び率として示している。少し数字を拾えば、2014年1月~4月の不動産開発投資額は2兆2322億元で、前年同期間の同投資額1兆9180億元に対する伸び率は16.4%であった。この伸び率にだけ着目すれば、2013年1月~4月21.1%、同年1月~7月20.5%、2014年1月~3月16.8%であったから、投資の伸びは明らかに頭打ちである。それでも、2014年1月~2月期の不動産開発投資額は7956億元、1月~3月期は1兆5339億元であったから、春節明けの3月だけで7683億元（96.6%）増大、4月も1ヶ月で6983億元（31.3%）増大していることになる（中国国家统计局「全国房地产开发和销售情况」資料より）。

26) 中国の固定資本投資統計も、前掲脚注25の不動産開発投資統計と同じく、毎年1月期からの累計として発表され、前年同期累計額との対比を伸び率として示している。少し数字を拾ってみると、2014年1月~4月の固定資本投資額（農業部門投資を含まない）は10兆7078億元で、前年同期間の同投資額9兆1319億元に対する伸び率は17.3%であった。この伸び率にだけ着目すれば、2013年1月~4月20.6%、

troubles within the Great Wall' と題した *Financial Times* の2014年4月1日web版は、中国企業の業務利益総額は約16兆元であるのに対し、負債額は約90兆元で、負債／利益比率5.5倍という数値を報じている<sup>27)</sup>。

こうして、地方政府主導の不動産開発であれ、国有企業であれ、借入金の元利払いが滞り、その支払い債務リスクが懸念される事態にでも陥れば<sup>28)</sup>、資金調達側の銀行借入資金需要は急増し、短期金融市場金利は急騰する一方で、理財商品等の元本割れは必至である。その結果、直接金融とはいえ、これら金融商品の発行を仲介した銀行には投資家が殺到し、社会は一大パニックに陥る懸念もある。こうした場合、銀行取り付け騒ぎは、上に記した事情から、地方政府に対する不満へと容易に転化しよう。もとより、こうした過程で、銀行借入に依存して不動産投機に走った個人が、いかなる運命を辿ることになるかは、最早いうまでもなからう<sup>29)</sup>。

実際、2013年6月20日、上海短期金融市場の代表金利であるSHIBOR (Shanghai Interbank Offered Rate) は史上最高の13.44%にまで上昇し、6月25日上海総合株価指数 (1990年12月19日=100) は2000を下回り、2009年2月以来の最安値水準となって、市場は一時大パニックに陥った<sup>30)</sup>。また、年明けの1月下旬、大手信託会社・中信信託 (北京市) が発行し、中国工商銀行一四大有商業銀行の一角を占め、最大の資産規模を有する一が販売会社となっていた理財商品 (30億元、約520億円) に、その資金運用先である山西省採炭会社の資金繰り悪化からデフォルト懸念が広がって、SHIBOR金利は上昇、21日人民銀行は公開市場操作で大量の資金注入を行った<sup>31)</sup>。結局、この問題は、1月27日、第三者である投資家が理財商品を買取り、

---

同年1月～7月20.1%、2014年1月～2月17.9%、同年1月～7月20.5%であったから、投資の伸びは明らかに頭打ちである。それでも、2014年1月～2月期の固定資本投資額は3兆0283億元、同1月～3月期6兆8322億元であったから、春節明けの3月だけで3兆8039億元 (125.6%) 増大、4月も1ヶ月で3兆8756億元 (56.7%) 増大していることになる (中国国家統計局「全国固定资产投资 (不含农户)」資料より)。また、HSBCが発表する中国製造業購買担当者景気指数 (PMI: Purchasing Managers' Index) は2014年4月48.1で、四カ月連続で50を下回った。尚、中国国家統計局が発表する製造業PMIは2014年4月50.4で、市場予想の50.5を下回るものの、2ヶ月連続で上昇した (数字は、いずれもHSBC及び中国国家統計局より)。

27) Wolf, Martin, 'Debt troubles within the Great Wall', *Financial Times*, April, 2014 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b78d8c0e-b661-11e3-905b-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz2zzu1lfnm>←2014年4月2日閲覧)。

28) 例えば、中国高速鉄道を管理する鉄道省の負債額は、2012年対GDP比で約5% (約2兆5000億元) に達する (Zhang, Yuanyan Sophia & Barnett, Steven, 'Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China', *IMF Working Paper*, 14/4, Jan, 2014, p. 23)。

29) 中国国家統計局が発表した2014年4月の70都市における対前月比住宅価格指数によれば、8都市 (杭州、寧波等) で下落、18都市で変化なし、44都市 (上海、厦門等) で上昇し、最大の下落幅は0.7%、上昇幅は0.4%であった。対前年同月比、2010年=100とした場合でも、いずれも価格指数は上昇している。しかし、理財商品や信託商品の表面金利は5%～10%、人民銀行が設定している貸出基準金利は6%である。したがって、高金利で資金調達してきた不動産開発業者だけでなく、銀行借入で不動産投機に走った家計にとってもまた、不動産価格上昇率の鈍化は、金利させ支払えない状況に追い込まれたことを意味する。

30) その背景には、①外資流入への規制強化とアメリカQE3縮小—いわゆるTapering—観測を受けた海外からの資金流入の先細り、②信託会社発行の理財商品に対する規制強化、③理財商品償還のための資金需要、④一般的な借入資金需要増大により資金需給のタイト化があるといわれている (高田創「中国短期金融市場金利の背景にある根深い問題」、『リサーチTODAY』、みずほ総合研究所、2013年6月参照)。

31) 人民銀行の総資産額は、2013年5月末30兆2145億元 (内、外貨資産25兆7935億元)、6月末30兆6741億元 (同、25兆7853億元) であったから、6月一カ月間の資産増4596億元のほとんどが国内金融機関からの資産買い上げによるものであった。実際、6月一カ月間で、「其他存款性公司債」4338億元の資産増

同月末までに証券保有者への元本償還がなされたことで、事なきを得たものの、春節を終えた時期から工業メーカーの倒産といくつかの理財商品のデフォルト懸念が広まり、いま中国の金融経済全体が安定性を大きく失いつつある<sup>32)</sup>。こうした事態を受け、全人代後の3月13日、李克強首相が行った理財商品のデフォルト容認発言を契機に、風評に抛る被害とはいわれてはいるものの、江蘇省の地方銀行で取り付け騒ぎが発生した。

#### Ⅳ 中国・金融「自由化」の政治経済学的意義—結びにかえて—

以上、中国金融経済システムの構造的諸問題を明らかにしつつ、今日崩壊が懸念される不動産バブルの元凶ともなったいわゆる「影の銀行」問題について検討してきた。都市と農村の対立、外需依存・設備投資主導型経済成長による生産と消費の矛盾、大型商業銀行と国営企業の蜜月関係というように、いくつもの対立・矛盾・二重性が織り重なった社会構造の下、今日、中国の金融経済が隘路に陥っていることは、最早想像に難くない。

確かに中国は、2014年の目標経済成長率を7.5%と掲げてはいる。しかし、たとえ目標成長率が実現したとしても、欧米向け外需が依然本格的な回復をみせない以上、その成長は旧来型の固定資本設備投資・不動産開発投資に牽引された実需なき経済成長に終わることになる<sup>33)</sup>。それはいうなれば経済成長の調整を単に先送りにしているに過ぎず、宴の後、中国経済にはヒト・モノ・カネの深刻な調整局面が待ち受けているといわねばならない。

かかる経済社会環境において、一大政策課題として登場してきているのが、いわゆる金融「自由化」と人民元「国際化」である。そこで本稿の最後に、これら「自由化」と「国際化」が有する政治経済学的意義について考察しておこう。

規制金利下の中国金融経済であるが、資金仲介機能と資源配分の度し難い程の歪みを前にし

---

となった(数字は、中国人民銀行資料より)。ちなみに、其他存款性会社とは、政策性銀行、四大国有銀行、株式制銀行等である。

- 32) 中国経済のバブルは、単に国内経済だけに止まらない。例えば、中国の銅関連業者は、取引先銀行にL/Cを発行させて銅を輸入し、これを高利で転貸し或いは売却して得た資金を高利回りの理財商品等に投融資してきた。また、この間の人民元為替相場上昇を背景に、ドル建輸入契約時と支払い決済時の人民元建実質費用の差額を目当てに、これを香港所在商業銀行のオフショア人民元建勘定で行うことで、資本規制を回避したドル建投機資金を得ることもできたであろう。そうした中国からの銅輸入が、2014年3月大きく減少し、ロンドン金属取引所(LME)の銅価格は2011年の最高値よりも約4割下落した(Polly Yam, 'Use of copper in financing loses allure in China', *Reuter*, July 5, 2012, <http://in.reuters.com/article/2012/07/05/us-china-copper-idINBRE8640BK20120705>←2014年3月30日閲覧, Brett Miller, 'China Rule Changes May Halt Copper-Financing, Goldman Says', *Bloomberg*, May 23, 2013, <http://www.bloomberg.com/news/2013-05-23/china-rule-changes-may-halt-copper-financing-deals-goldman-says.html>←2014年3月30日閲覧, 梅沢正邦「銅価格が急落、中国から広がる“赤い”不安 爆食の陰で浮かび上がる、もう1つの『影の銀行』」『週刊 東洋経済』2014年4月13日号。
- 33) 人民銀行は、2014年5月上旬、商業銀行に対し住宅不動産購入者に対する融資審査を積極化するよう働き掛けている(中国人民銀行「人民銀行召开住房金融服务专题座谈会」、2014年5月13日)。その一方で、人民銀行劉士余副総裁は、2014年5月のあるコンファレンスで、「借入コストを引き上げ、経済と生産性に役立たないような産業は規制しなければならない。影の金融は「射幸心」を煽り、よりカネが儲かる短期的投資に資金を流し込んだ」('China's New Credit Declines', *Bloomberg*, May 12 2014, <http://www.bloomberg.com/news/2014-05-12/china-s-new-credit-tops-estimates.html>←2014年5月14日閲覧)とコメントしており、政策当局のスタンスも必ずしも判然としない手探り状態であることが伺える。

て、近年金融「自由化」の歩みも急ピッチに進みつつあるかにみえる。実際、2013年7月には貸出金利の下限も撤廃されて、残るは預金金利の上限規制撤廃だけである<sup>34)</sup>。

しかし、預金金利の上限規制が撤廃されれば、預金・貸出の金利は総て原則自由化されることになり、銀行窓口の金融商品は、上記理財商品・信託商品の表面クーポン金利や目論見書の目標投資利回りと全面的に競合することになる。その結果、銀行・証券の総ての金融商品の利回りは厳しい評価を受け、その過程において、不動産開発・投資のための金融も、「ハイ・リスク/ハイ・リターン」の市場鉄則に晒されることになろう。

ところで、金融「自由化」が金利規制の撤廃と自由金利体系への移行を意味する以上、各種金利/利回りは、上下限の規制の枠内ではなく、市場調整的な資金需給で決定されるようになる。そのため、金融「自由化」は、規制金利体制下、国有企業への融資で安定的な預貸金利差収入を享受してきた大型商業銀行の特権的地位を大きく浸食することになりかねない。またそのことは同時に、遊休化した大規模固定資産を擁し、或いは水増しの棚卸資産を積み上げながらも、大型商業銀行との安定的な融資関係の下、辛うじて命脈を保ってきた国有企業の一大改革を促すことになろう<sup>35)</sup>。しかし、事態はそれだけに止まらない。

第一に、規制金利が市場調整的な金利へと転換することは、金融市場での資金需給仲介機能を担う商業銀行にマネー創出の決定権限が移ることを意味している。換言すれば、経済の意思決定が、指令経済体制下の国务院から、商業銀行へと移行するといってもよい。その結果、金融市場の資金需給を統括する中央銀行＝人民銀行の役割が、今後益々重要になってこようし、そのためにも銀行間短期金融市場—中央銀行の金融調節の対象市場—が、ナショナル・レベルでの資金需給調整機能を果たすよう、金融経済システムの再編が必要となる。しかし、今日の財政金融体制において、果たしてそれが可能であろうか<sup>36)</sup>。

第二に、市場調整的な資金需給によって金利が決定されることは、国民通貨＝人民元の現在

34) もっとも、2012年6月、預金の上限金利規制が導入され、貸出金利の下限が拡大された。その結果、理財商品等の利回り設定が容易になり、これら金融商品への投資が促されることになった。他方、預金の上限金利が設定される一方で、銀行の貸出金利の下限規制が撤廃されたとなれば、貸出金利の低下は必至となる。その結果、預貸金利の利鞘が薄い中で、銀行は薄利多売の貸し込み競争に突入せざるをえなくなろう。

35) 大型商業銀行の融資先企業である国有企業が、共産党—人民解放軍の影響下にある強力な軍産複合体であることに考えが及ぶべきであろう。改革には多大な困難が伴うことであろう。

36) 「影の銀行」が、一国の金融決済システムを危機に陥らせた事態は、別に目新しいことではない。例えば、1980年代後半の我が国のバブル経済における住専（住宅専門金融会社）融資、そして2008年アメリカ発世界金融危機の引き金となったサブプライム・ローン等貸付債権を担保とした証券の運用会社＝「特別目的会社（Special Purpose Company; SPC）」、いずれも「影の銀行」である。問題は、住専であれSPCであれ、その設立出資関係において商業銀行が深く関与し、これら「影の銀行」が、商業銀行の別働隊として各種ローン・ビジネスの膨張を招いてきたことにある。その結果、住専が破綻に危機に直面した際、関係する商業銀行は、貸出融資の減免・資本金による損失穴埋めを承諾せざるを得なかったし、そのことが商業銀行の経営自体をも揺るがし、ひいては深刻な金融危機へと繋がっていった。サブプライム・ローン危機においても、関係する商業銀行は、融資先の住宅ローン会社への融資減免はいうまでもなく、証券化商品の組成・販売と自己勘定による引き受け・売買を行っていた投資銀行自体を吸収合併し、辛うじてシステミック・リスクを回避したことは、未だ記憶に新しい。しかも、いずれのケース共に、システミック・リスク回避を大義名分に、中央銀行の特別融資と巨額の財政資金が投入され、深刻なモラル・ハザードが出来ていたことは忘れてはならないであろう。こうした事態が、中国でも改めて発生するとあらば、それは政治経済体制を揺るがすことになりかねないであろう。

価値に対する将来価値（将来価値／現在価値）が、金利の自由変動に織り込まれること—例えば、期待インフレ率が名目金利の上昇に反映されるように—を意味する。そうであれば、人民元の現時点での対米ドル為替相場と将来の一定時点での為替相場、すなわち先物為替相場もまた変動を免れないことは、いわば論理必然である。国内の金融「自由化」による自由金利体系の確立が、固定為替相場制度から変動相場制への移行と不可分であるのも、こうした論理が介在するからに他ならず、現に人民銀行も人民元の為替相場の日中変動幅を拡大させつつある。

もっとも、いわゆる「国際金融トリレンマ命題」—為替相場の安定性・独立した金融政策・自由な資本移動の三つは同時には成立しえないという命題—が示唆する通り、変動相場制に移行すれば、国際的金融資本取引とこれに関わる為替取引の「自由化」に踏み切らねばならないかといえ、そうではない。これらについては引き続き規制を行い、変動相場制下、為替相場の貿易・経常収支調整メカニズムを期待するという考え方もあろう。

だが、中国は、人民元の「国際化」、取引決済通貨・準備通貨としての人民元の国際通貨化を図るべく、2020年までに国際的金融資本取引と為替取引の「自由化」に踏み切ることを世界経済戦略として掲げている。これを実現するには、上海金融資本市場と外国為替市場の対外開放が必要条件となるが、その場合には、国内の金融「自由化」、規制金利体制から市場調整的金利体制への移行は不可避となる。

さて、かかる対外的経済条件の変更を自らが選択していくことで、中国の現在の財政金融体制は持続しうるであろうか。1997年東アジア危機の再来を自ら招き入れることはないのか<sup>37)</sup>。危機は、本稿で記した幾つもの構造的歪みをシステムック・リスクとして集約化し、経済社会を崩壊の淵に追い込みかねない。中国金融「自由化」の政治経済学的焦点は、正にここに存在する<sup>38)</sup>。

37) 「中国の銀行システムがアジア危機を乗り越えたのは、世界から隔絶されていたからである。」(ix)「中国の金融システムは、世界から隔絶された帝国なのである。」(p. 206)「カール・マルクスが今日もし生きていたなら、間違いなく彼の代表作の新版のために多くの資料を集め、これを彼は『中国式資本論(Das Kapital with Chinese Characteristics)』と呼ぶことであろう。」(p. 214) (Walter, C. & Howie, F., *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*, Hohn Wiley & Sons, 2011参照)

38) 2014年5月、国務院は「国务院批转发展改革委关于2014年 深化经济体制改革重点任务意见的通知」を發表し、その「着力推进财税金融价格改革」において、地方政府の債券発行を承認した。とはいえ、地方政府発行の債券がいかなる経路で消化されるのか、国際的金融資本取引の「自由化」問題とも関わって、今後も注意を要しよう。