

中国の成長鈍化は安定成長への序章か

—金融と財政両面のリスクを検証する—

調査部

主任研究員 三浦 有史

要 旨

1. 中国では成長率の鈍化が鮮明となり、理財商品や社債の債務不履行に対する懸念の高まり、地方政府債務の急速な拡大、不動産価格の下落など、先行きを不安視させるニュースが相次いでいることから、さらなる成長鈍化を予想する見方が強まっている。本稿では、金融および財政リスクを個別に論じるだけでなく一体的に捉え、中国経済がどのようなリスクを抱えているのかについて、短中期および長期的視点に立って検証する。
2. 結論を先にいえば、短中期的にみると、成長率が潜在成長率を下回る水準まで落ち込む可能性は低い。しかし、長期的にみると中国経済は脆弱性と不確実性を増しており、「要経過観察」の状態にある。経済の安定成長確保とモラルハザードの抑制という二兎を追うシナリオを実現するには、経済が分水嶺上にあるという危機感を持って政策運営にあたる必要がある。
3. リコノミクスの柱であるデレバレッジはほとんど進んでいない。2014年3月末時点の社会融資規模は121兆元、GDP比209.1%に達する。中国のレバレッジ水準は他の主要新興国と比べ非常に高い。しかし、政府と家計が膨大な資産を有し、国全体としては資産超過の状態にあること、また、企業の抱える債務は国内から調達されているため、今のところ過大なレバレッジが直ちに経済を揺るがす問題に発展する可能性は低い。
4. 地方政府の財政に対する懸念も高まっている。IMFは、2012年末時点で政府の抱える債務残高を24兆元（GDP比46.2%）としながらも、「管理可能な水準にある」と評価した。政府債務の8割が地方政府によるもので、財政の持続可能性は地方政府の財政健全化に向けた政策の成否にかかっている。直近では、政府債務残高の伸び率は急速に低下しており、財政規律強化に向けた動きがみられる。
5. 各地域が抱える財政および金融リスクの軽重と相互の連関性をみると、財政および金融リスクともに高い地域はない。中国経済が崩壊の入口に立っているとの見方は決して的を射たものとはいえない。
6. 短中期的には、①社会融資規模残高の拡大が見込まれること、②不動産価格の下落が過去の変動幅内にとどまっていること、③金融・財政以外の分野で評価すべき動きがみられることから、潜在成長率を大幅に下回る状況に陥るとは考えにくい。
7. ただし、長期的には、①不動産市場が供給過剰に陥りやすい構造に変化しつつあること、②過剰生産設備の廃棄が進んでいないこと、③高い成長目標を掲げ、それを上回る実績をあげようとする地方政府の行動パターンが変わっていないことから、中国経済の脆弱性と不確実性は高まっているといえよう。

目次

はじめに

1. 進まないデレバレッジと揺らぐ金融安定性

- (1) シャドー・バンキングの位置づけ
- (2) 拡大続くシャドー・バンキング
- (3) 金融の安定性をどう評価するか

2. 拡大する地方政府債務

- (1) 地方財政一増加する「間接的かつ曖昧な債務」
- (2) 政府債務リスクをどうみるか
- (3) 債務リスクと金融リスクの位置づけ

3. 当面の「中国リスク」をどうみるか

- (1) 社会融資規模は依然と拡大方向
- (2) 不動産価格の下落は過去の変動幅内
- (3) 改革の成果にも目を向ける

4. 長期的視野に立ったリスク展望

- (1) 先行指標としての不動産価格
- (2) 過剰生産設備の廃棄は進んでいるか—河北省の製鉄業を事例に
- (3) 止まらない地方の高成長志向

おわりに

<巻末参考図表>

はじめに

中国は、4月、第13次5カ年計画（2016～2020年）の策定準備にとりかかった。新5カ年計画では、前5カ年計画の総括を行うとともに、今後5年間の国家としての長期発展計画が示される。前5カ年計画は胡錦濤－温家宝体制のもとで作成されたことから、第13次5カ年計画は習近平－李克強体制下で策定される初の5カ年計画となる。策定にあたっての懸案は、期間中の目標成長率をどのような水準に設定するかである。国内メディアによれば、有力経済学者のなかでも意見が分かれており、今後の潜在成長率を①6～7%、②7～8%、③8%以上とする3つの説があるとされている（注1）。

2014年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比7.4%であった。経済協力開発機構（OECD）は、5月、金融引き締め策によって不動産投資の抑制と過剰生産設備の廃棄が進められるとして、2014～15年の成長率予想を7.3%とした（注2）。足元の成長率をみる限り、高い成長は望めそうにない。李克強首相が4月に開催されたボアオ・フォーラムにおいて、雇用が創出されていれば成長率が政府目標の7.5%を若干下回っても問題はないとの認識を示したことから判断して、政府は低成長を前提として経済運営にあたっていくと見込まれる。

上で紹介した潜在成長率見通しにおいて最

も低い成長率を予想しているのが、人口労働経済研究所の蔡昉所長である。同氏は、4月に発表された『中国経済増長と発展新模式』（社会科学出版社）において、第12次5カ年計画（2011～2015年）中の潜在成長率を7.2%、第13次5カ年計画（2016～2020年）中を6.1%とした。これは、2013～30年の潜在成長率を6.0%とする国際通貨基金（IMF）の予測と近似する（Schiple [2014]）。

蔡昉所長が潜在成長率低下の理由としてあげるのが、①一人っ子政策の反動による労働力人口の減少、②貯蓄率の低下に伴う投資の減少、③農村の余剰労働力の減少に伴う生産性の低下である。2013年末の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で決定された一人っ子政策の緩和はほとんど効果を発揮せず、人口高齢化によって労働参加率と貯蓄率が低下する一方、農村の余剰労働力の枯渇により労働力移動に伴う生産性の飛躍的な向上も期待出来なくなる。「人口ボーナス」の消失と「ルイス転換点」の到来というふたつの人口構造上の変化が中国に重くのしかかるという見立てである。

問題は中国が潜在成長率の趨勢的低下というかつて経験したことのない環境に適合出来るか否かである。蔡昉所長は、1978～94年の潜在成長率を10.4%、1995～2009年を9.8%としている。実際の成長率は前の期間が年平均9.9%、後の期間が同9.8%であり、潜在成長率とほぼ合致する。これが、今後7%、さ

らに6%に低下するというのは、世界でも稀な高成長を実現してきた中国にとっていかに大きな変化である。

各経済主体は環境変化に応じて行動パターンを変えることが求められる。しかし、それは本来行政指導によるものではなく、市場から発信される様々なサインを読み取ることで自然と促されるものである。果たして中国で市場はうまく機能するであろうか。その試金石と位置づけられるのが、「リコノミクス」と称される李克強首相が打ち出した経済政策、とりわけデレバレッジである。デレバレッジとは自己資本を大幅に上回る借入による投資を抑制する政策であり、就任当初は国内外で投資主導型経済からの脱却が進むとの期待が高まった。

しかし、就任から1年余りが経過したものの、今のところみるべき成果はほとんど上がっていない。デレバレッジの成果をはかる指標のひとつと位置づけられるのが社会融資規模である。社会融資規模とは銀行融資だけでなくシャドー・バンキングを含む融資全体を指し、デレバレッジが進んでいけばGDPに対する社会融資規模の比率は必然的に低下する。しかし、国際通貨基金（IMF）は、4月、2013年末時点の社会融資規模残高がGDP比200%を超えており、その要因としてシャドー・バンキングの急拡大を指摘した。中国経済の先行き不透明感はかつてなく強まっている。

中国では成長率の鈍化に加え、理財商品の債務不履行、地方政府債務の急速な拡大、不動産価格の下落など、先行きを不安視させるニュースが相次いでいる。本稿では、中国経済がどのようなリスクを抱えているのかについて、金融（1）と財政（2）の両面から明らかにする。また、両者が表裏一体の関係にあることを踏まえ、中国経済の持続可能性を総合的に検討する（3）。

ここまでの結論を先にいえば、短期あるいは中期的にみて中国経済が潜在成長率を下回る水準まで低下する可能性は低い。政府債務の拡大のペースは鈍化しているうえ、家計、政府は資産超過の状態にあり、国全体としてのバランスシートは安定しているからである。長期的にみても同じことがいえるであろうか。成長鈍化が持続可能な巡航速度への収斂過程にあることを示すものなのか、あるいは、容易には戻れない坂を下り始める前兆なのか。最後に、この問題を検討する（4）。

今日の中国経済にかかわる全ての疑問に対して明快な結論を示すことは容易ではないが、不安を掻き立てる断片情報が増えるなかで、それらをうまく腑に取めることが出来るような鳥瞰図を描けないか、というのが本稿の問題意識である。

(注1) 例えば、「不同機構眼中的中国潜在増長率」2014年3月26日 新華網 (http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-03/26/c_126316822.htm)

(注2) "China-Economic forecast summary (May 2014)" OECD (<http://www.oecd.org/economy/china-economic-forecast-summary.htm>)

1. 進まないデレバレッジと揺らぐ金融安定性

まず、世界における中国のシャドー・バンキングの位置づけを明らかにする。そのうえで、中国のシャドー・バンキングの特徴について改めて整理し、レバレッジ拡大のリスクをどのように評価すべきかについて検討する。

(1) シャドー・バンキングの位置づけ

シャドー・バンキングとはそもそも何を意味するのであろうか。最初に、国際的な定義を整理しておこう。金融システムの監視機能を強化する目的で国際決済銀行（Bank for International Settlements: BIS）内に設置された金融安定理事会（Financial Stability Board: FSB）は、「広義には通常の銀行を介さない事業体や活動を通じた金融仲介」としていた従来の定義を改め、「銀行規制に従うことなく満期、信用、流動性の転換を行う一方で、中央銀行が提供する流動性や公的な信用保証へのアクセスを有さない金融仲介ネットワーク」とした（FSB [2013]）。

わかりやすくいえば、債権の証券化などを通じて資産を運用する金融業態の総称であり、具体的には、マネー・マネジメント・ファンド（Money Management Funds: MMFs）、ストラクチャード・インベストメント・ビークル（structured investment vehicles）、ブロー

カー・ディーラー、ファイナンス・カンパニー、ヘッジ・ファンド、インベスメント・ファンドなどを指す。シャドー・バンキングは銀行規制に従わないことから高いリターンが期待出来る一方、「銀行の銀行」である中銀および信用保証へのアクセスがないため、リスクが高く、金融危機の震源になりやすい。

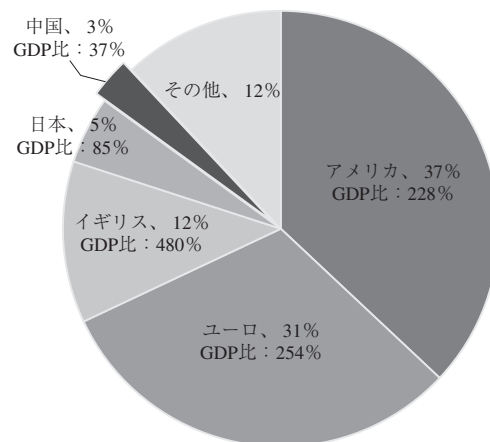
中国はどうか。人民銀行や政府は、「影子銀行」と称されるシャドー・バンキングの拡大が問題視されてきたにもかかわらず、その定義を明確にしてこなかった。2013年12月、国务院（政府に相当）弁公庁は、シャドー・バンキングを、①ネット金融機関や資産管理会社など、金融機関としての免許を持たず、完全に規制もされていない金融仲介業、②融資性担保会社や少額貸付会社など、金融機関としての免許を持たずに緩い規制下に置かれている金融仲介業、③MMFsに相当する貨幣市場基金、資産証券化、「理財」と称される資産管理などの業務を金融機関としての免許を有しながらも、緩い規制下あるいは規制を回避して行っている金融仲介業の三つに分類した（注3）。

これらの定義は茫洋としており、比較を通じてその違いを明確にするのは容易ではないが、中国のシャドー・バンキングは、複雑な金融派生商品が組み込まれていないこと、また、関係するプレイヤーの数が限られていることから、先進国に比べれば単純な構造を有しているといえる（Li [2013]）。証券化され

た商品が国境を越えて流通しているわけではないので、アメリカのサブプライムローン問題のように世界的な金融危機の引き金になる可能性も低い。その一方、理財商品の組成・販売や信託会社への出資など、シャドー・バンキングに対する銀行の関与が強いという特徴がある。

FSBによれば、世界の主要国・地域においてノンバンクが仲介する金融資産は2012年末時点で約70兆ドル、GDP比117%に達する（図表1）。ただし、その分布は国・地域によってかなりの差があり、アメリカ、ユーロ、イギリスで全体の8割を占め、GDP比でもこの国・地域の割合が非常に高い。その一方、中国におけるノンバンクによる金融仲介資産は全体の5%、GDP比でも37%を占める

図表1 主要国・地域のノンバンクが仲介する金融資産（2012年末、約70兆ドル）



（資料）FSB [2013]、IMF資料より作成

に過ぎない。FSBの資料をみるかぎり、世界の金融システムを揺るがすシャドー・バンキング問題の源泉は欧米にあり、中国は取るに足らない問題であるように見える。

(2) 拡大続くシャドー・バンキング

それでも中国のシャドー・バンキングは世界の注目を浴びている。理由のひとつとして、その急速な拡大がある。IMFは、4月に発表した『グローバル・フィナンシャル・スタビリティ・レポート』(Global Financial Stability Report)において、規制強化にもかかわらず、「理財商品」に代表される金融資産が拡大を続けていることに懸念を表明した。「理財商品」の多くは銀行が発行するものであるが、その実態は規制を回避して行っている簿外(オフバランス)の金融仲介であり、このままのペースで拡大が続けば、中国は潜在成長率への収斂どころではなくなる。

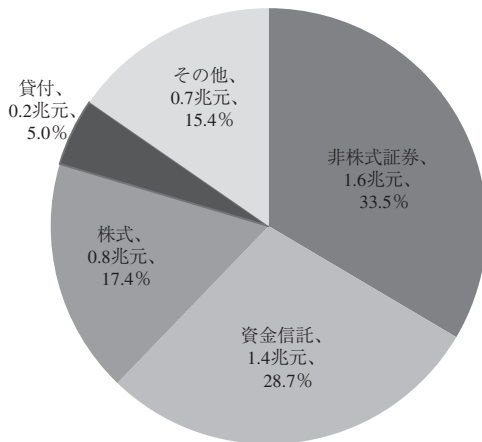
また、シャドー・バンキングの実態が十分に把握出来ていないことも先行き不安を高める要因である。FSBによるノンバンクによる金融仲介資産は、国際比較のため資金循環表をベースに作成されている。資金循環表は国民経済計算および国際収支につながる基本的な統計であるが、中国は経済全体に占めるインフォーマル・セクターの割合が高いことや情報公開が遅れていることから、資金循環表で捕捉出来る経済活動に限られる。この問題に対する意識は中国国内でも高まり、人民銀

行は実体経済への銀行融資以外の資金の流れを把握するため、「社会融資規模」という概念を打ち出し、融資以外の資金の流れを捕捉し、2011年下期から統計を公表するようになった(注4)。

人民銀行は、社会融資規模を、①人民元建て融資、②外貨建て融資、③委託融資、④信託融資、⑤割引前銀行引受手形、⑥企業債券、⑦非金融企業新株発行、⑧保険賠償、⑨投資性不動産、⑩その他(少額貸付会社など)の10の融資ないし企業の資金調達方法と定義している(注5)。このうち委託融資とは資金に余裕のある企業が銀行経由で関連子会社やその他の企業に貸し付けを行うことを示す。信託融資とは信託会社による融資を意味し、富裕層を対象に販売されている信託商品はこの信託融資に直結するものである。社会融資規模は、多様化する企業の資金調達方法を把握するため、様々な機関がデータを持ち寄ることによって作成される(注6)。

ここにはメディアでよく目にする理財商品が出てこない。これは理財商品が社会融資規模で規定される融資ないし企業の資金調達には含まれないためである。『中国金融年鑑2013』(中国金融年鑑雑誌社有限公司)によれば、2012年の理財商品の残高は4.7兆元に達し、非株式証券、資金信託、株式、融資が主たる運用先となっている(図表2)。非株式証券とは、中央および地方政府の債券、企業債券、金融債券、商業手形などであり、資

図表2 理財商品の運用先（2012年末、残高4.7兆元）

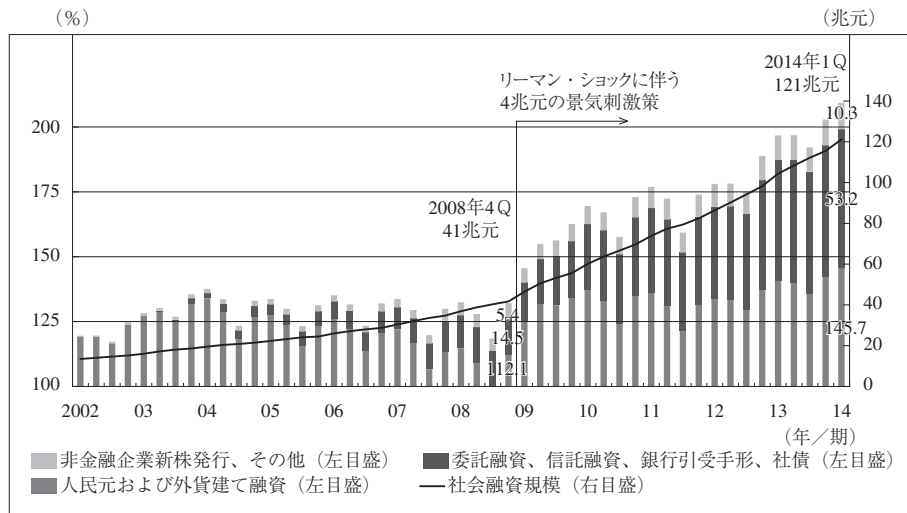


(資料)『中国金融年鑑2013』より作成

金信託とは信託会社への自益信託を指す。社会融資規模は理財商品を入力ではなく、出口で把握していることになる。

人民銀行は、月および四半期毎のフローの社会融資規模を発表しているものの、残高を公表していない。図表3は人民銀行のデータから社会融資規模の残高を推計したものである。2014年3月末時点の社会融資規模は121兆元、GDP比209.1%に達する。その内訳をみると、「人民元および外貨建て銀行融資」が145.7%、「委託融資」、「信託融資」、「銀行引受手形」、「社債」を合わせたものが53.2%、「非金融企業の新株発行」と「その他」が10.3%となっている。リーマン・ショックに伴う4兆元の景気刺激策が採用される以前

図表3 社会融資規模の残高とGDP比



(資料) 人民銀行資料ほかより作成

と比較すると、「委託融資」、「信託融資」、「銀行引受手形」、「社債」の合計は38.7%ポイント上昇し、銀行融資（35.6%ポイント）の伸びを上回っている。

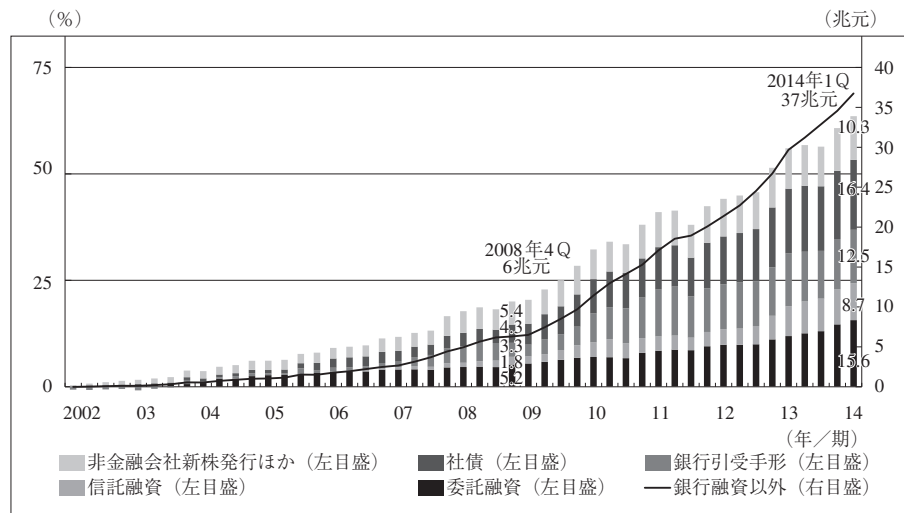
図表4は図表3の「人民元および外貨建て銀行融資」以外の部分の内訳を示したものである（図表3と目盛が違うので留意されたい）。2008年末と2014年3月末時点のGDP比を比較すると、社会融資規模の拡大を支えたのは、大きい順に社債、銀行引受手形、委託融資、信託融資であったことが分かる。中国では、2012年末から一部の理財商品、信託商品、社債の債務不履行に対する懸念が高まったものの、元本が返済されない事態に陥ったケースがないこともあり、社会融資規模は残高およびGDP比のいずれにおいても、2009年

以降のハイペースを維持しながら増加している。政府のシンクタンクである社会科学院も、5月に発表した『中国金融監管報告(2014年)』（社会科学文献出版社）において、2013年9月末時点でシャドー・バンキングの残高が27兆元（GDP比69.7%）と前年末からわずか9カ月で6.5兆元も増加したとみていることを明らかにした。

(3) 金融の安定性をどう評価するか

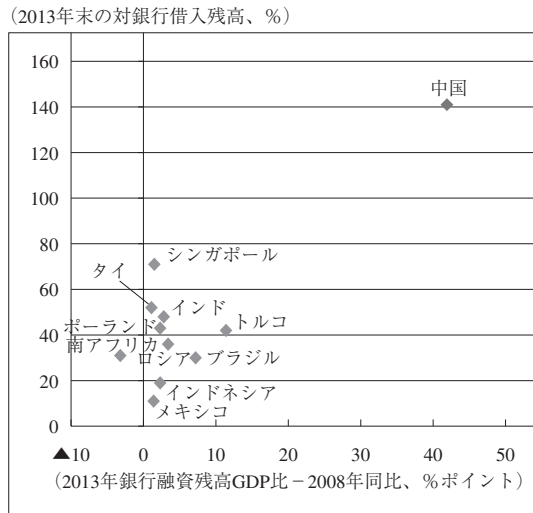
中国のレバレッジ水準は、他の主要新興国と比べて非常に高い。図表5は、縦軸に2013年の企業（非金融法人）の対銀行負債残高のGDP比を、横軸に2008年と2013年の銀行の企業向け融資残高のGDP比の差をとって、主要新興国の値をプロットしたものである。中国

図表4 銀行融資以外の残高とGDP比



(資料) 人民銀行資料ほかより作成

図表5 主要新興国の企業（非金融法人）のレバレッジ水準（GDP比）



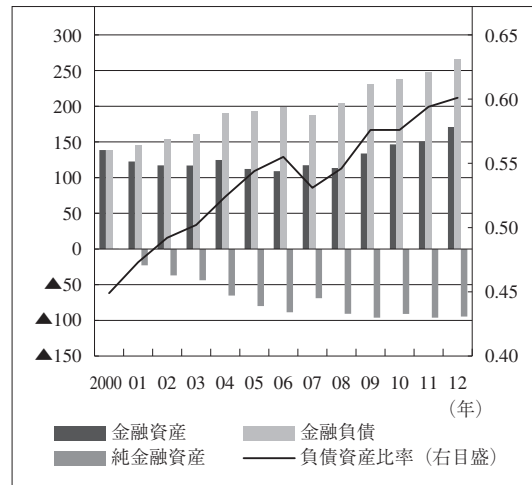
(資料) IMF [2014] より作成

は141%と42%であり、他の新興国と全く異なるポジションにある。

政府もこの問題に関心を寄せている。社会科学院は、2013年末に発表した『国家資産負債表2013』において、2012年末の企業の抱える銀行負債残高はGDP比113%とOECD諸国平均の90%よりも高く、警戒が必要とした(注7)。企業は金融資産を積み上げてはいるものの、それを上回るペースで負債が増加した結果、純金融資産は2001年にマイナスに転じ、2012年末にはGDP比▲94.8%となった(図表6)。負債資産比率も2008年から上昇を続けている。

高いレバレッジ水準のもとで企業の収益が悪化すると、銀行の不良債権比率が急速に上

図表6 企業の金融資産と負債資産比率 (GDP比、%)



(資料) 季 [2013]

昇する危険性がある。その引き金になると懸念されているのが不動産価格の下落である。2014年に入り、中小規模の不動産会社が経営難に陥っていることが伝えられるようになり、大手も決して例外ではないとされる(注8)。2014年3月、一部の上場不動産会社の資本増強が3年半ぶりに認められたこと(注9)、また、中央政府管轄の国有企業が不動産事業からの撤退を始めたこと(三浦[2012])からも(注10)、不動産業は淘汰・再編の時期を迎えたとされる。

非伝統的な金融商品の債務不履行に対する懸念が広がっていることも大きな不安材料である。購入者は商品のリスクを十分に理解したうえで購入したことになっているが、中国では依然としてその多くが元利保証に対する

期待を抱いている。この期待が裏切られた場合、つまり、銀行や地方政府が損失補てんを行わず、元本割れが相次ぐような事態に陥った場合、差損は購入者が被ることとなる。銀行は直接的な影響を受けないようにみえるが、理財商品の大部分は銀行が発行しているうえ、多くの信託会社は銀行の傘下にあり、信託商品の販売を通じて集めた資金が投じられているプロジェクトに親会社の銀行が融資しているケースがある。また、理財商品や信託商品が売れなくなればプロジェクトが行き詰まり、必然的に銀行の不良債権比率は上昇する。それは信用収縮による企業破たんを引き起こし、最終的に地方の財政負担も増加させる。共産党および政府としては何としても避けたいシナリオである。

しかし、今のところ、このシナリオはレバレッジ拡大のリスクを過大に評価しているといえそうである。先進国に比べると中国の政府、家計、金融機関の債務水準は低い

図表7 主要国の経済主体別債務構成比較
(GDP比、%)

国	政府	家計	金融機関	非金融法人	合計
中国	53	31	18	113	215
日本	226	67	120	99	512
イギリス	81	98	219	109	507
スペイン	71	82	76	134	363
フランス	90	48	97	111	346
イタリア	111	45	76	82	314
韓国	33	81	93	107	314
アメリカ	80	87	40	72	279
ドイツ	83	60	87	49	279

(注) 中国は2012年、その他は2011年第2四半期時点。
(資料) 李 [2013]、Roxburgh, Lund, Daruvala, Manyika, Dobbs, Forn and Crosson [2012] より作成

(図表7)。政府と家計が膨大な資産を有することから、国全体として資産と負債のバランスは取れており、むしろ資産超過の状態にある(詳細は巻末図表1参照)。また、企業の抱える債務は国内で調達されており、企業の経営が健全である限り、過大なレバレッジが直ちに経済を揺るがす問題に発展する可能性は低い。

人民銀行の『中国金融穩定報告2014』(中国金融出版社)によれば、銀行の不良債権比率は2005年から低下を続け、2013年末時点で1.49%である。また、同報告では、銀行資産の6割を占める大規模銀行を対象に行ったストレス・テストでは、「最悪のケース」(具体的には、①成長率4%以下、②不良債権比率が400%上昇、③LGFVs向け融資の不良債権比率が15%ポイント上昇といった条件を設定)でも、自己資本比率は11.98%から10.5%に低下するにとどまるとしている。

もちろん、公表されている不良債権比率が信頼に値する基準で厳格に分類されているのか、信憑性に対する疑念は残る。2014年1月、サウス・チャイナ・モーニング・ポスト紙は、一部の投資家は実際の不良債権比率が13%に達しているとみていることを紹介した(注11)。また、人民銀行の不良債権比率やストレス・テストの結果が正しいとしても、中国経済が不動産価格の上昇と非伝統的な金融商品に対する元利保証に対する暗黙の期待のうえに成り立っていることに変わりはない。

この二つの期待が裏切られた場合、銀行、とりわけリスクの高い融資を行っている中小規模の銀行が上述した「最悪のケース」を上回る厳しい条件下に置かれる可能性は十分にある。

- (注3) 「国弁首次發文全面監管影子銀行」2014年1月9日法制網 (http://www.legaldaily.com.cn/index/content/2014-01/09/content_5185784_2.htm)
- (注4) 「社会融資規模及其与主要經濟指標的關聯」2012年11月15日中国幹部學習網 (<http://www.ccln.gov.cn/zizheng/jingjicankao/zcdx/7968-1.shtml>)
- (注5) 「社会融資規模構成指標的說明」人民銀行調查統計局2014年3月5日 ([http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/diaochatongjisi/upload/File/社会融資規模構成指標的說明\(2014\).pdf](http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/diaochatongjisi/upload/File/社会融資規模構成指標的說明(2014).pdf))。なお、2011年5月20日の「社会融資規模構成指標的說明」([http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/diaochatongjisi/upload/File/社会融資規模構成指標的說明\(2\).pdf](http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/diaochatongjisi/upload/File/社会融資規模構成指標的說明(2).pdf))では、⑤については「銀行手形」とされていたが、2014年3月に「割引前銀行手形」に変更された。
- (注6) 銀行および信託会社が関与する部分は中国銀行業監督管理委員会（銀監会）経由で人民銀行がデータの収集を行う。そのほか、公司債の許認可権限を有する国家發展和改革委員会、証券会社が関係する仲介業務は中国証券監督管理委員会（証監会）、保険会社が関係する仲介業務は中国保險監督管理委員会（保監会）、証券保管振替機関に相当する中央國債登記結算有限責任公司（CCDC）、インターバンク市場に参加する業者でつくる自主組織である中国銀行間市場交易商協会も加わる。
- (注7) 「轉變經濟發展方式應對國家資產負債表風險」2013年12月30日中国社会科學網 (http://www.cssn.cn/dybg/gqdy_jj/201312/t20131230_929899.shtml)
- (注8) 「再編中の中国不動産業界、多くの企業が資金繰り悪化で破産危機—シンガポール報道」2014年5月14日新華社日本語版 (<http://www.xinhua.jp/socioeconomy/economy/382524/>)
- (注9) 「天保基建中菌定增獲批房企再融資或正式開闢」2014年3月20日新華網 (http://news.xinhuanet.com/house/sh/2014-03-20/c_119863709.htm)
- (注10) 「不動産市場から撤退の国有企業、プロジェクトを格安譲渡—中国」2014年1月9日新華社日本語版 (<http://www.xinhua.jp/socioeconomy/economy/370585/>)
- (注11) “Chinese bank valuations imply a bad loan ratio of 13 per cent” 2014年1月22日South China Morning Post (<http://www.scmp.com/business/article/1410657/chinese-bank-valuations-imply-bad-loan-ratio-13-cent>)

2. 拡大する地方政府債務

ここでは政府の債務残高の推移を整理したうえで、そのリスクをどのようにみるべきかについて検討する。そして、それを上述した社会融資規模と一体で評価した場合に何がいえるのかについて、省・市・自治区別データから示す。

(1) 地方財政—増加する「間接的かつ曖昧な債務」

4兆元の景気刺激策が採られて以降、地方政府は「地方融資平台」（local government financing vehicles: LGFVs）と称される傘下の投資会社を通じて資金を調達し、都市開発などに投入してきた。当初は、銀行融資で資金を調達していたが、中央政府が不動産投資抑制に動いたことから、次第に理財商品や信託商品、社債といった非伝統的な金融商品への依存を高めた。一連の過程で地方政府の債務は急速に拡大した。

IMFは、2014年1月、2012年末時点で政府の抱える債務残高を24兆元（GDP比46.2%）、うち中央政府が7.5兆元（同14.4%）、地方政府を16.5兆元（同31.8%）と推計した（Zhang and Barnet [2014], Schipke [2014]）。推計には、①中国投資有限責任公司など政府が所有する資産管理会社や中国開発銀行など政府傘下の銀行が抱える「偶発的債務」（contingent liabilities）、②中国鉄道総公司（旧鉄道部）

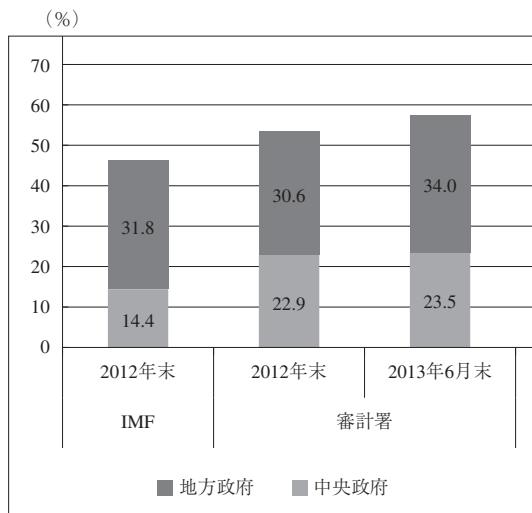
の債務、③国有企業の債務が含まれないものの、IMFは債務を「管理可能な水準にある」と評価した。

一方、中国政府もこの問題に取り組み、審計署は2013年末に2012年末および2013年6月末時点の政府の債務残高を明らかにした(図表8)。前者は27.8兆元、(GDP比53.5%)、うち中央政府が11.9兆元(同22.9%)、地方政府が15.9兆元(同30.6%)、後者はそれぞれ30.8兆元(同57.6%)、12.4兆元(同23.5%)、17.9兆元(同34.0%)である。2012年末時点の政府債務のうち中央政府分についてIMFと審計署の値にかなりのかい離があるが、これは審計署が中国鉄道総公司(GDP比4%)と偶発的債務(同3.5%)を含めているためである(Schipke [2014])。

審計署の二時点のデータを比較すると、2012年末から1年半の間で政府債務は2.5兆元増加した。同じ期間、社会融資規模残高は10.2兆元増加したことから、社会融資規模の24.5%が政府債務となっている計算である。政府債務の内訳は、中央政府が0.5兆元、地方政府が2.0兆元と8割が地方政府によるものである。財政の持続可能性は地方政府の財政健全化にかかっているといても過言ではない。

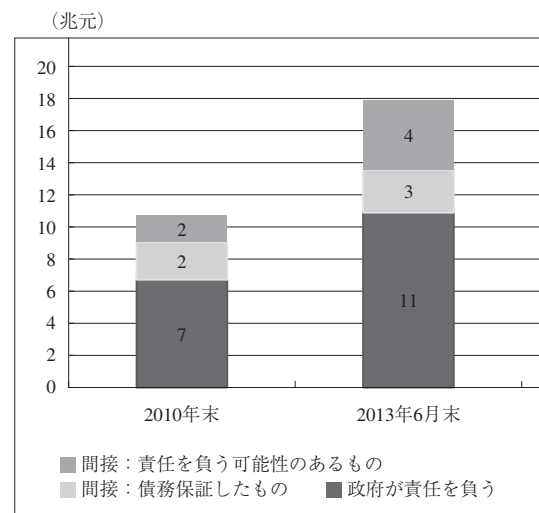
地方政府の債務はどのようにして増えてきたのであろうか。審計署が2013年末に公表した報告書では債務の内訳について明らかにされていないので、2010年末の債務残高との比較を試みる(詳細は巻末参考図表2参照)。そこでは、①行政レベル、②借入主体、③借

図表8 政府の債務残高 (GDP比)



(資料) 審計署 [2013]、Schipke [2014] より作成

図表9 地方政府債務の性質の変化



(資料) 審計署 [2011,2013] より作成

入先、④使途といった「資金の流れ」と、①政府が支払に責任を負う債務、②債務保証というかたちで間接的に支払を保証した債務、③支払いに責任を負う可能性がある債務、という「債務の性質」が比較可能である。

最初に地方政府債務の基本的な構造について整理する。行政レベル別にみると、最も多くの債務を抱えるのは1級行政レベルの「省・市・自治区」ではなく、その下にある2級行政レベルの「市級」であり、2010年末と2013年6月末ともに4割を占める。これに1級行政レベルと3級行政レベルに相当する「県級」が3割とほぼ横並びで続く。借入主体別の構成をみても二時点間で大きな変化はみられない。2013年6月末におけるLGFVsの割合は39.0%と2010年末の46.4%からかなり低下したものの、依然として最大である。さらに、使途別でも、「市政建設」と称される都市開発と交通運輸が最も多く、いずれの時点でもこのふたつで全体の5割強を占める。2級行政レベルを筆頭にあらゆる行政レベルでLGFVsを通じた資金調達がなされ、それが都市開発やインフラ整備に投資されてきた。これが地方政府における債務拡大の構図である。

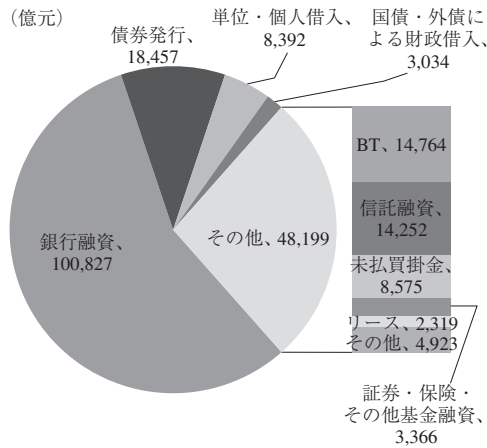
二時点間の変化に目を向けると、どのようなことがいえるであろうか。第一に指摘出来るのは、誰が責任を負うかという債務の性質に変化がみられることである（図表9）。地方政府の抱える債務の6割は政府が支払に責

任を負うことが明示された債務であるが、2013年6月までのわずか2年半で、支払いに責任を負う可能性があるという間接的かつ曖昧な債務が急激に増加し、債務残高に占める割合は2010年末の15.6%から、2013年6月末には24.3%に達した。原因は借入主体の「その他」の部分、より具体的には国有独資・株式会社の債務が2.0%から41.8%に上昇したことにある（詳細は巻末参考図表2参照）。

第二は借入先として「銀行融資」の割合が低下していることである。2010年末に79.1%を占めていた「銀行融資」の割合は、2013年6月末に58.6%に低下した。これは借入先として政府が支払に責任を負う「その他」債務の割合が増加したことと符合する。借入先の分類項目が同一ではないため単純な比較は出来ないが、2013年6月末で「その他」を構成するのは多い順に、「BT (built-transfer)」（1兆4,764億元）、「信託融資」（1兆4,252億元）、「未払い買掛金」（8,575億元）、「証券・保険・その他基金」（3,366億元）の四つである（図表10）。

BTとはプロジェクト・ファイナンスの形態のひとつとして知られるBOT (built-operate-transfer) の変形である。つまり、通常、企業は建設－運営－移転の三段階のうち20～30年の運営期間で収益を確保するが、BTの場合、インフラは完成後、直ちに政府に引き渡され、政府は請負企業に分割して資金を支払う。自ら債券を発行出来ず、LGFVsを通じ

図表10 借入先別債務構成



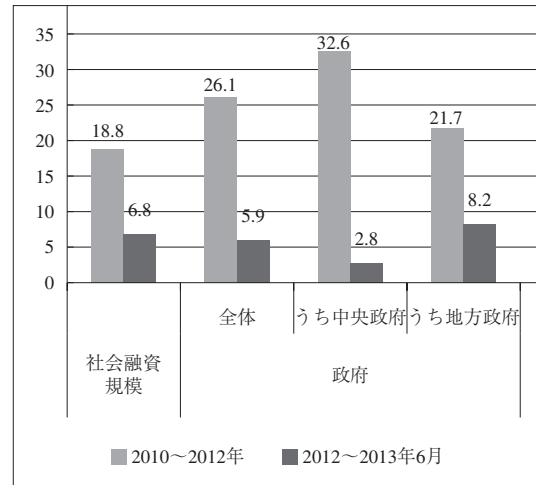
(資料) 審計署 [2013] より作成

た資金調達が進め付けられた地方政府（佐野 [2014]）にとって、BTは新たな投資源となっている可能性が高い。プロジェクトは道路、地下鉄、排水などの巨大なものが少なくないものの、政府が買い取りを保証しているため、銀行は融資に積極的とされる。

(2) 政府債務リスクをどうみるか

前章で指摘したのと同様に、地方政府の債務においても債券、BT、信託融資、といった「銀行融資」以外の非伝統的な資金調達が増えている。政府債務はなお「管理可能な水準にある」といえるであろうか。政府債務については、2010年末、2012年末、2013年6月の三時点の残高が分かっている。まず、これに社会融資規模の残高を重ね、それぞれの年

図表11 政府債務と社会融資規模の残高伸び率 (年平均、%)



(資料) 審計署 [2011,2013]、図表3より作成

平均伸び率から、問題の当否を判断してみよう。

2010年末から2012年末までの2年間の年平均伸び率を求めると、政府債務が26.1%、うち中央政府が32.6%、地方政府が21.7%となっており、社会融資規模は18.8%である(図表11)。政府債務残高の伸び率はいずれのレベルにおいても社会融資規模のそれを大幅に上回っており、債務は持続不可能なペースで増えていたといえる。しかし、2012年末から2013年6月までの1年半の年平均伸び率をみると、それぞれ5.9%、2.8%、8.2%、6.8%となる。政府債務残高の伸び率はわずかではあるが、社会融資規模のそれを下回るようになった。中央政府が自ら襟を正し、地方政府に財政規律の強化を求めたこと(佐野[2014])

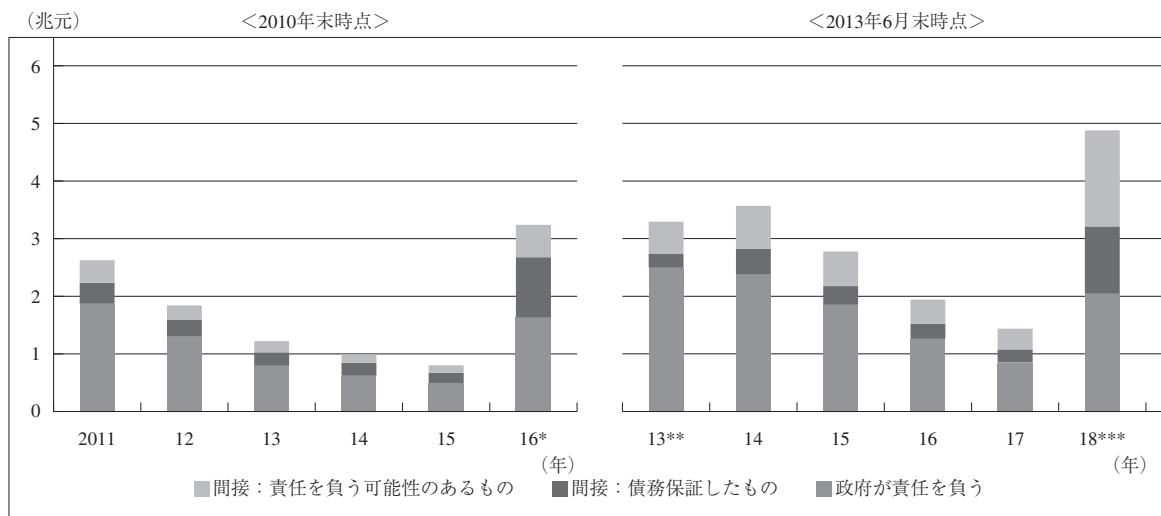
が一定の成果をあげつつあると考えてよからう。

わが国では、2014年6月、審計署が重点的に調査した9省で2013年6月末から2014年3月末までの間に8.2億元の債務が返済期間を過ぎても返済されなかったことが報じられ、一部ではバブル崩壊により、中国経済は瀕死の状態にあるとの見方も示された。しかし、注目すべきは2014年3月の地方政府の債務残高が2013年6月比3.8%増と、2013年前半の伸び率より7%ポイント低下したこと、また、地方政府は上の期間で579.3億元を借り換えており、8.2億元はその1.4%に過ぎないことである（注12）。地方政府の財政が破たんしたという報道もないことから、この8.2億元も借り換えに向けた交渉が行われていると考

えるのが妥当であろう。

もちろん、このことは財政が将来に亘って安泰であることを示すものではない。地方政府の財政の持続可能性をどのようにみるべきか。以下では、この問題を論じるにあたって注目すべきふたつの統計を紹介したい。そのひとつは債務の償還時期である。図表12は2010年末時点（左図）と2013年6月時点（右図）の債務の償還時期を比較したものである。右図からは債務償還のピークが2014年であることが分かる。ところが、左図でも審計署の検査があった直後の2011年がピークで、償還額はその後緩やかに減少するとされている。このことは債務の借り換えが盛んに行われていることを示唆する。安易な借り換えにより財政健全化の先送りがはかられているなら

図表12 政府債務の償還時期



(注) *は2016年以降、**は2013年7月～12月、***は2018年以降。
(資料) 審計署 [2011,2014] より作成

ば、債務残高は期待されるほどのペースでは縮小しないかもしれない。

もうひとつは債務の地域別偏りの問題である。IMFと審計署ともに政府債務は「管理可能な水準にある」とするものの、これはあくまで「全体としてみれば」という前提に立った見方である。前出の図表7でみたように中国の政府債務は主要先進国に比べ規模が小さい。うえ、バランスシート上は中央・地方政府とも負債を大幅に上回る資産を保有しており（巻末参考図表1参照）、危機的状況とは言い難い。

しかし、仮に一部の地方政府が過剰な債務を抱えていた場合はどうであろうか。LGFVsが期待した収益をあげられず、信託商品が債務不履行に陥る、あるいは、BTを請け負った企業への支払が滞り、地方政府の債務問題が金融システムに波及する可能性がないとはいえない。1998年10月、信託会社としては最大規模の広東国際信託公司（GITIC）が破たんし、それを契機に他の地方の信託公司も相次いで破たんに追い込まれたことは記憶に新しい。同公司は広東省政府傘下にあったにもかかわらず、国有企業改革を進める朱鎔基元首相は「政企分離」の原則を掲げ、破たんを決定した（注13）。

李克強首相は朱鎔基元首相のような「剛腕」タイプではなかろう。しかし、3月、全国人民代表大会（全人代、国会に相当）後の記者会見で、債務不履行の可能性に言及した

（注14）ように、銀行や地方政府が不履行を回避するために損失を補てんする行為は関係する経済主体のモラルハザードを助長し、経済の脆弱性と不確実性を高めると認識していることは確かである。モラルハザードの抑制と安定成長確保、この相反する課題にどのように向き合うのか。李克強首相はその下準備として地方政府の債務調査に乗り出したのであろう。

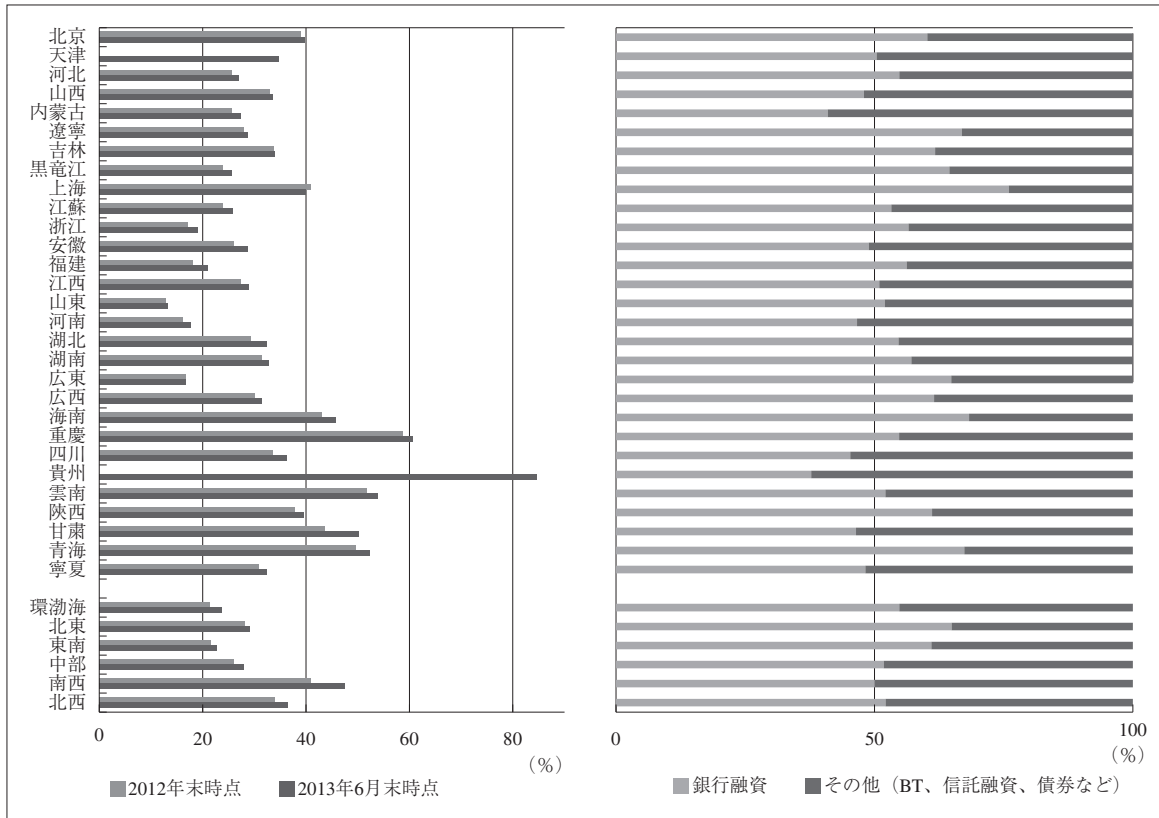
図表13はチベットおよび新疆ウイグル自治区を除く省・市・自治区の2010年末と2013年6月末時点の債務残高のGDP比率（左図）と借入先構成を銀行融資とその他（BT、信託融資、債券など）に分けてみたもの（右図）である。債務残高（GDP比）は高い順に、①貴州省、②重慶市、③雲南省、④青海省、⑤甘粛省である。いずれも内陸にあり、図下の地域別集計値（注15）をみても、経済発展の遅れた地域ほど水準が高い。一方、借入先構成で「その他」の割合が高いのは、①貴州省、②内蒙古、③四川省、④甘粛省、⑤河南省である。債務残高ほどではないが、やはり内陸が高い。

地方政府の債務をみると、1級行政レベルで相対的に財政の持続性が低いのは南西および北西地域にある市・省・自治区である。これらの地域は環渤海や南東地域に比べ成長率が高いことから、債務残高が高水準にあってもそれほど問題はないと見なすことも出来る。しかし、その成長は高い投資の伸びによ

図表13 省・市・自治区別にみた債務残高

<債務残高 (GDP比)>

<借入先構成 (2013年6月末時点)>



(注) 天津市、貴州省の2012年末時点の債務残高はN.A。
 (資料) 巻末図表3より作成

て支えられており、投資効率は低い（三浦 [2013b]）。地方政府の債務問題が顕在化する
 とすれば、南西あるいは北西地域の2級ないし3級行政区で起こる可能性が高いのではない
 か。堅実な都市化とそれに伴う産業および人口の集積を図れるか否かが財政健全化の鍵
 となる。

(3) 債務リスクと金融リスクの位置づけ

社会融資規模と政府債務のGDP比率を比べ
 ると、理財商品など非伝統的金融商品の債務
 不履行のリスクに比べ、債務拡大にともなう
 地方財政破たんのリスクは遥かに小さい。し
 かし、当然のことながら、両者は相互に影響
 を与える関係にある。つまり、債務不履行回
 避のために政府が介入を続ければ、金融シス

テムの当面の安定性は保てるものの、やがて財政の持続性が問題となる。一方、債務不履行を容認すれば、財政の健全性は保てるものの、金融システムが揺らぎ、それが信用収縮にまで至れば、結果的に財政負担は増大する。金融と財政リスクは表裏一体の関係にある。

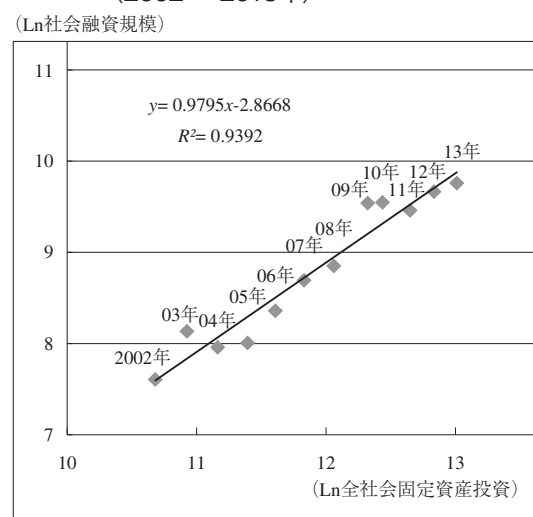
GDP比でみた政府債務残高は低水準にあることから、財政出動によって債務不履行に起因する金融リスクを封じ込めることは可能である。対応はケースバイケースではあるが、今のところ非伝統的な金融商品の元本が毀損されるまでに至った事例がないことから、実際の政策もそうした考え方に従って展開されているとみることが出来よう。しかし、これが持続可能でないことは、中国政府も十分に承知している。成長率の鈍化は持続可能な巡航速度への収斂なのか、あるいは、長期的な景気停滞の前兆なのか。これがはっきりしないことが現在の「中国リスク」の正体である。

最大の課題はやはりデレバレッジ、つまり、社会融資規模を抑制出来るかである。前章で社会融資規模について概観したが、もう少し踏み込んで、金融および財政リスクの相互の関係を踏まえてリスクを分析する必要がある。前節では債務残高にかなりの地域差があることを指摘したが、同様のことは社会融資規模においても想定される。このため、前節で行った地域別分析を社会融資規模にも適用し、各地域が抱える財政および金融リスクの軽重と相互の連関性を明らかにする。

幸い、人民銀行は2013年から省・市・自治区別の社会融資規模を公表するようになった。ただし、これはフローの統計であり、残高ではない。2014年3月末時点で121兆元、GDP比209.1%に達した同残高の地域別分布を明らかにするため、まず、社会融資規模と全社会固定資産投資の関係に注目する。前者は人民銀行が銀监会など融資する側から、後者は国家統計局が投資する側から集計したデータである。絶対額は異なるものの、当然のことながら両者の間には強い相関がある(図表14)。

次に、同様の相関が2013年の省・市・自治区のデータを用いても現れるかをみる。図表は省略するが、回帰式は図表14中で示したも

図表14 全社会固定資産投資と社会融資規模 (2002～2013年)



(注) 名目ベース。
(資料) CEICほかより作成

のほど当てはまりがよくない(注16)。これは、北京市、上海市、広東省の社会融資規模が際だって大きいためである。背景には、これらの地域が金融セクターとしての役割を果たしていることがあると考えられる。説明変数にそれを象徴する都市単位の金融業の賃金総額を加えたものが次の回帰式である(注17)。

$$y=3.3278*+0.5172*x_1+0.2840*x_2 \quad R_2=0.9003$$

$$(0.5878) \quad (0.0787) \quad (0.0894)$$

y : Ln (社会融資規模)

x_1 : Ln (都市単位金融業賃金総額)

x_2 : Ln (全社会固定資産投資)

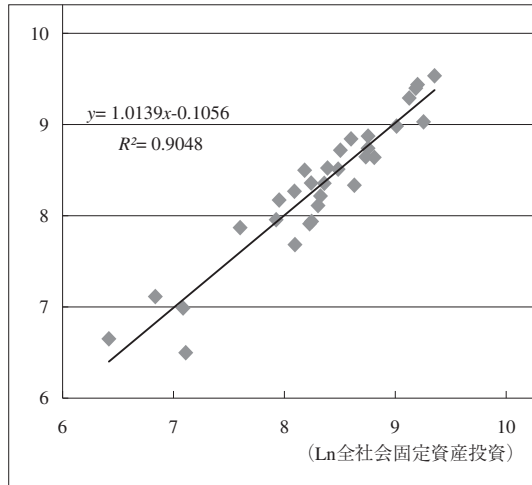
*は5%有意水準、カッコは標準誤差

賃金総額をコントロールしたうえで改めて全社会固定資産投資と社会融資規模の関係を表したのが図表15である。係数、決定係数ともに前図表に近い。最後に、上式を利用し、地域毎の社会融資残高を推計する(巻末図表4参照)。改めて指摘するまでもないが、この推計は2013年だけのデータに基づくため、信頼性が高いとはいえない。人民銀行は、2014年から四半期毎の地域別社会融資残高を公表するようになったことから、こうしたデータを蓄積し、より精緻なモデルを模索していく必要がある。

推計した社会融資規模および地方政府債務残高のGDP比をプロットしたのが図表16であ

図表15 省・市・自治区別にみた全社会固定資産投資と社会融資規模(2013年)

(Ln社会融資規模)



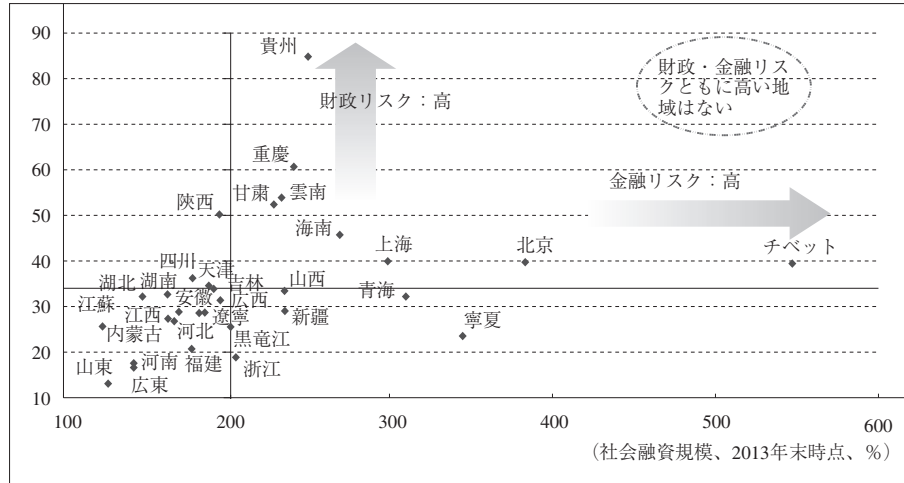
(注) 名目ベース。賃金総額はコントロール済。
(資料) 人民銀行および国家统计局Web資料より作成

る。社会融資規模残高(GDP比)の高い地域としてはチベット自治区が突出しており、以下、北京市、寧夏自治区、青海省、上海市と続く。数字だけをみれば、チベット自治区は金融危機、貴州省は財政破たんの震源地になる可能性がある。しかし、その可能性は低いであろう。社会融資規模と債務の拡大はいずれも西部大開発や貧困削減など、中央政府の政策を反映したものであり、必要に応じ上級政府が介入すると予想されるためである。また、これら省のGDPは中国全体からみれば非常に小さく、財政出動をしても、それが「中国リスク」を顕在化させるほどの規模に達することはないであろう。

その一方、中国のなかで最大のGDP規模を

図表16 31省・市・自治区の政府債務と社会融資規模残高（GDP比）

（地方政府債務、2013年6月末時点、％）



(注) 縦軸と横軸の交点は全国値。
(資料) 巻末参考図表2,3より作成

誇る広東省、それに次ぐ、江蘇、山東、浙江、河南、河北といった省は、社会融資規模残高と地方政府債務のいずれをみても概ね交点である全国平均を下回る。GDP比でみた社会融資規模および地方政府債務残高がともに高い地域はないこと、広東省などの経済規模の大きい省はいずれの割合も相対的に低いことから、地域構造の点からみても、中国経済が崩壊の入口に立っているとの見方が必ずしも射たものではないことが分かる。

- (注12) 「審計署：9個省級和9個市級政府債余額増3.79%」
新浪財經網2014年6月24日 (<http://finance.sina.com.cn/china/bwdt/20140624/161919507920.shtml>)
- (注13) 「広東国際信託投資公司驚天破産案(二)」2003年3月1日新華網 (http://www.gd.xinhuanet.com/newscenter/2003-03/01/content_258169.htm)
- (注14) 「李克強記者会妙語連珠透露出哪些經濟信号?」2014年3月13日新華網 (http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-03/13/c_126262247.htm)

- (注15) 環渤海は北京、天津、山東、河北、北東は黒竜江、吉林、遼寧、南東は上海、広東、福建、江蘇、浙江、中部は湖南、湖北、河南、山西、江西、安徽、南西は海南、広西、四川、重慶、貴州、雲南、北西は内モンゴ、陝西、青海、新疆、甘肅、寧夏、チベットの省・市・自治区を指す。
- (注16) $y=0.7233*x+1.6154$ $R^2=0.6362$ *は5%有意水準、(886.4) (0.053)
カッコは標準誤差。
この3地域を除くと、回帰式は次のようになり、当てはまりはやや良くなるものの、それでも図表14には及ばない。
 $y=0.7689*x+1.0754$ $R^2=0.8481$ *は5%有意水準、(1.0634) (0.5953)
カッコは標準誤差。
- (注17) x_1 と x_2 の分散拡大要因 (variance inflation factor:VIF) は2.018であり、説明変数間の相関が高いことでモデルの見かけ上の当てはまりが良くなる多重共線性 (multicollinearity) の問題はないと考えられる。

3. 当面の「中国リスク」をどうみるか

短期および中期的にみれば、中国経済が潜

在成長率を大幅に下回るような状況に陥るとは考えにくい。このことを、社会融資規模、不動産価格、財政および金融以外の改革の動きの三点から再検討する。

(1) 社会融資規模は依然と拡大方向

前出の図表3でみたように、社会融資規模残高は2014年1～3月期まで増加の一途にある。この傾向は果たして今後も続くのであろうか。このことを検討するために、まず、土地譲渡収入と不動産用土地供給面積に注目しよう（図表17）。社会融資規模の少なからぬ部分が最終的に都市あるいは不動産開発に向けられている。これらの開発に2～3年を要するとすれば、今後の融資規模は政府の土地譲渡収入と不動産用土地供給面積をみること

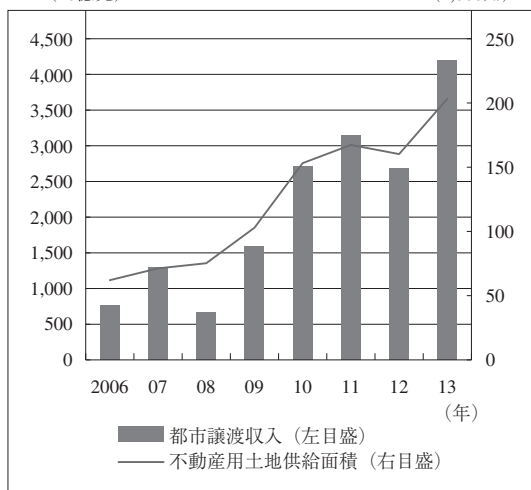
で予想出来るのではないか。国土資源部（部は省に相当）によれば、2013年の土地譲渡収入は過去最高の4兆元となり、不動産用土地供給面積も初めて20万ヘクタールを超えた。都市あるいは不動産開発に対する投資意欲が衰える気配はない。

次に、社会融資規模を支える重要な資金源である理财商品の残高をみてみよう。人民銀行は、「中国金融穩定報告（2014）」において、2013年末時点で銀行が販売した理财商品の残高を前年末比2.8兆元増の9.5兆とみていることを初めて明らかにした。これは同年の社会融資規模残高（115.3兆元）の8.2%、同残高の非銀行融資残高（34.5兆元）の27.5%に相当する。李克強首相自らが債務不履行の可能性に言及したにもかかわらず、理财商品の売れ行きは依然として好調なのである。

このことは四半期毎の預金の頻繁な出し入れからも確認出来る（図表18）。理财商品は、一般的に銀行窓口で口座保有者に高利回りを宣伝材料に預金の一部を同商品に振り替えるかたちで販売される。商品の運用期間は極めて短く、償還期間が来れば再び預金に戻される。当局によって預金の流出と見なされ、新たな規制が課される可能性があるためである。このため、理财商品の販売は預金の出し入れとの連動性が高くなる、つまり、理财商品の販売拡大とともに銀行預金の前月比増減額の幅が拡大する構造にある。

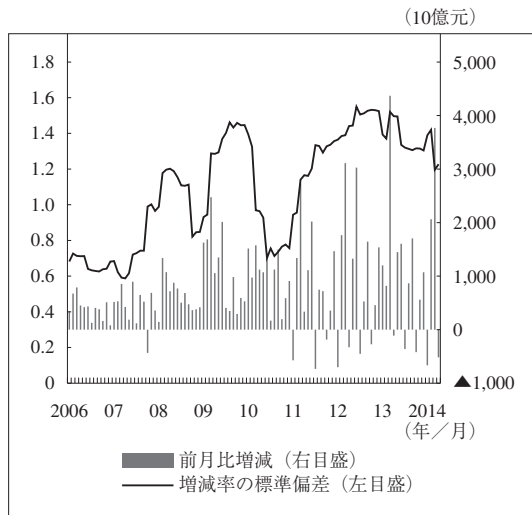
最後に信託融資についてもみておこう。前

図表17 土地譲渡収入と不動産用土地供給面積
(10億元) (1,000km²)



(注) 原典は国土資源部。
(資料) CEICより作成

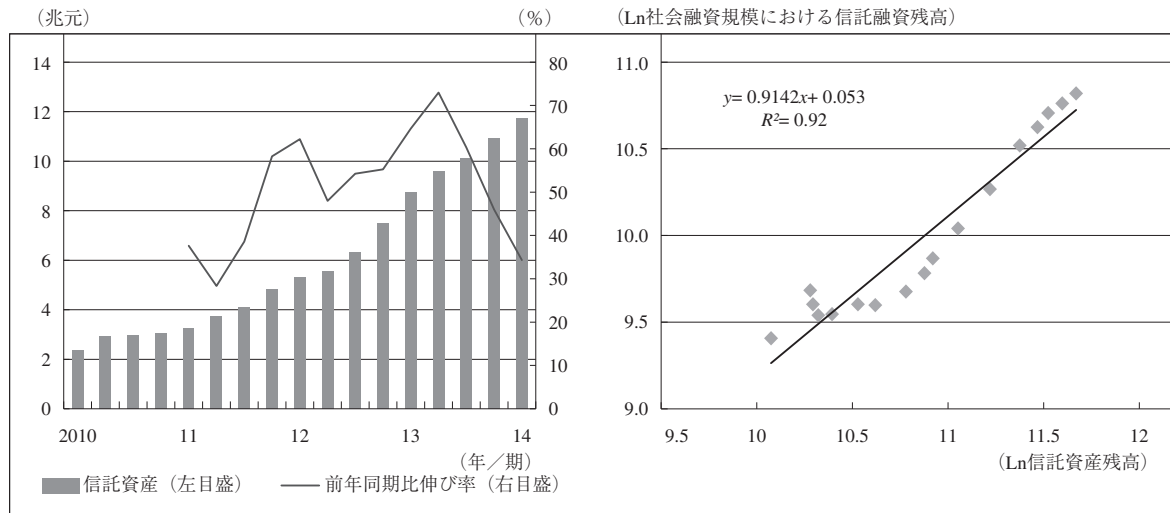
図表18 預金の前月比増減額と増減率の標準偏差



(注) 標準偏差は後方12カ月で算出。
 (資料) 人民銀行資料より作成

図表3および4でみたように、信託融資は社会融資規模の拡大を促す要因のひとつとなっている。信託融資は信託会社によって組成されるため、融資残高は信託会社の信託資産残高と強い相関がある(図表19右)。信託資産残高は2013年4～6月期をピークに伸び率が低下したものの、依然として高い水準にあり、2013年7～9月期には残高が10兆元を超えた。投資先に占めるインフラと不動産の割合は、統計が公開された2002年当時の5割から徐々に低下しているものの、2014年1～3月期でも35.2%を占める。社債市場は堅調で(注18)、委託融資も順調である(注19)ことから、社会融資規模残高は当面大きく落ち込むことなく、底堅く推移すると予想される。

図表19 信託資産残高(左)および信託資産残高と信託融資の関係(右)



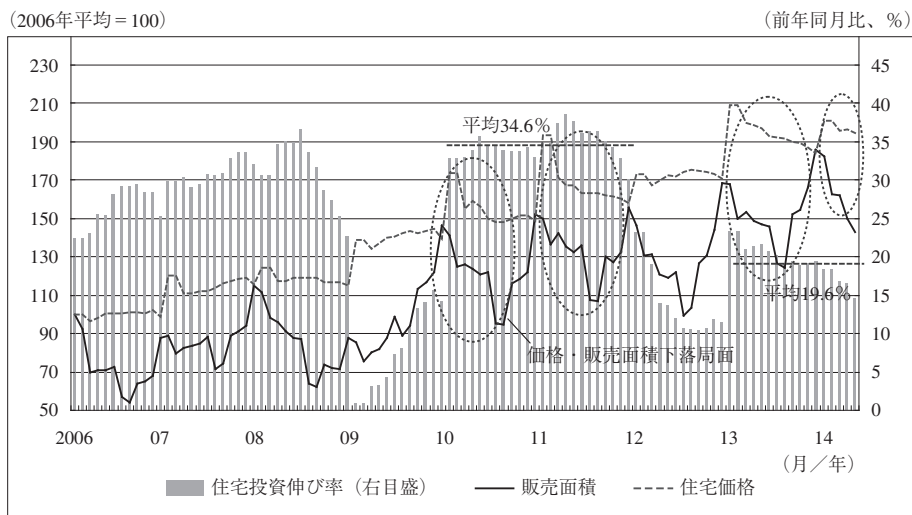
(資料) 信託業協会Web資料より作成

(2) 不動産価格の下落は過去の変動幅内

2014年に入り、多くの都市で不動産価格が下落し、成長減速に対する警戒感が高まっている（注20）。中国の不動産市場は販売面積ベースでみると住宅がオフィス、商業施設を含む市場全体の9割を占める。このため、まず、住宅市場の長期的な動向を振り返ってみよう。図表20は、2006年以降の月ベースの住宅投資の伸び率、販売床面積、住宅価格の推移をみたものである。市場は概ね右肩上がりの成長を続けてきたといえる。2014年に入り、販売床面積と住宅価格はともに落ち込んでいるものの、過去の変動幅を超えるものではない。

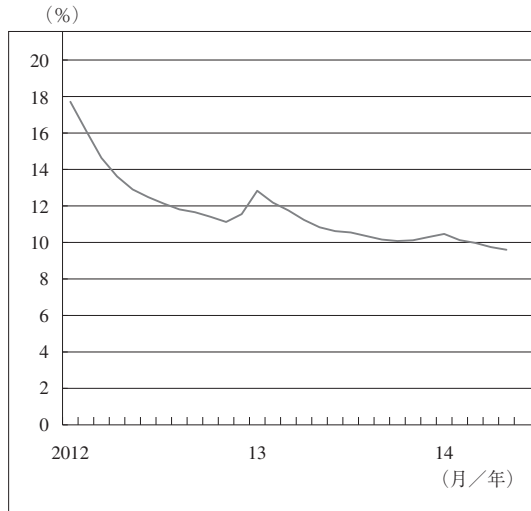
ただし、2010～2011年の投資伸び率の平均が34.6%であるのに対し、2013～2014年5月は19.6%である。依然として高水準にあるものの、15%ポイントも伸び率が低下したことは注目に値する。これは不動産投資抑制を図る政府の意向を反映したものであろうか。あるいは、過剰投資によって需給バランスが崩れ始めたことを暗示するものであろうか。価格と販売面積の推移をみる限り、後者の可能性は低いようにみえる。中国国内でも一部の地域における在庫の増加を指摘する声はあるものの（注21）、住宅完成面積全体に占める在庫面積の割合は統計が採れる2012年以降低下しており、2013年中頃からは10%台で安定している（図表21）。現段階で公式統

図表20 住宅市場の長期動向



(注) 販売面積については1月のデータがないので、6か月後方移動平均値を当月値とした。価格の原典は中国城郷建設経済研究所、その他は国家統計局。
 (資料) 国家統計総局Web資料、CEICより作成

図表21 住宅の在庫率

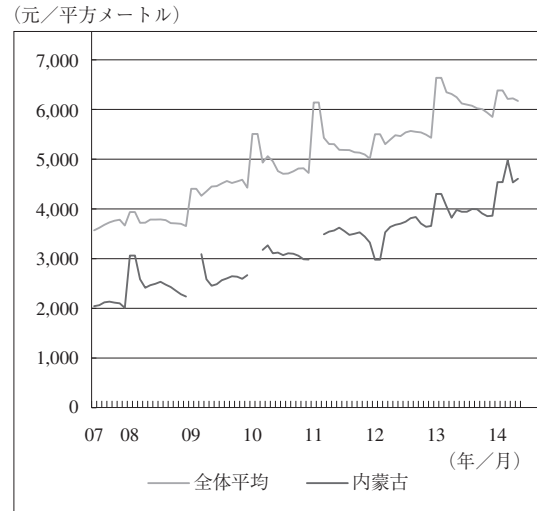


(注) 在庫率 = (空室面積/完成面積) × 100で算出。完成面積は2011年12月の床面積を基準に、後方6カ月移動平均値を月当たり面積として加算した累計値。
(資料) CEICより作成

計から不動産価格が従来の周期的な変動幅を超える水準まで下落することを示す材料を得ることは難しい。

これに対しては、「そうはいつでも、中国では『鬼城』と呼ばれるゴーストタウンがそこかしこにあるではないか」という反論ができてきそうである。実際、中国では、「鬼城」と称されるゴーストタウンが無駄な投資の象徴としてよく紹介される。あるメディアは、2013年に12の「鬼城」として、①オールドス市、②フフホト市、③バヤンノール市、④エレンホト市（以上、内モンゴ）、⑤蘇州市、⑥鶴壁市、⑦信陽市（以上、河南省）、⑧営口市（遼寧省）、⑨常州市、⑩鎮江市（以上、江蘇省）、⑪十堰市（湖北省）、⑫昆明市（雲南省）の人口

図表22 内モンゴと中国全体の住宅価格



(注) 内モンゴの線の切れている部分はデータがN.A。
(資料) CEICより作成（データの原典は中国城郷建設経済研究所）

のないマンションや町を写真付きで掲載した(注22)。

中国にゴーストタウンがないわけではない。しかし、それは上述した都市全てではなく、その一部地域に限られる。「鬼城」が最も多い内モンゴの住宅価格は中国全体と比べ特段に落ち込みが激しいわけではない(図表22)。「鬼城」が中国経済の抱える病巣を映し出す鏡であることは間違いない。しかし、それをもって中国経済崩壊論を説くのは早計であろう。

(3) 改革の成果にも目を向ける

本稿ではもっぱら中国経済の抱えるリスクに焦点を当ててきたが、金融および財政以外

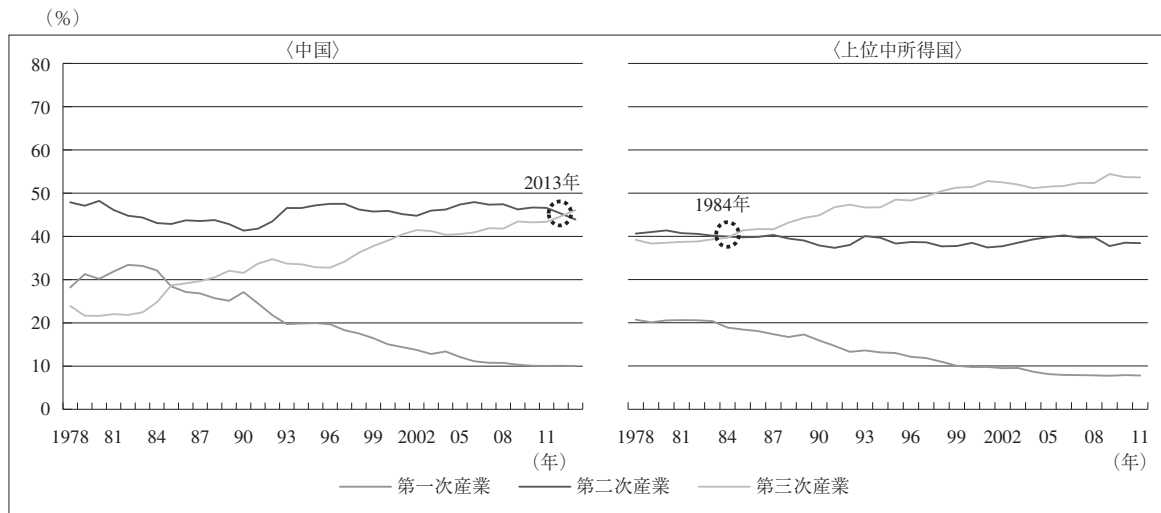
の分野ではいくつかの評価すべき動きがみられる。いずれも非常に地味であるため、メディアに取り上げられることはほとんどないが、中国の経済および社会構造が抜本的に変わりつつあること、あるいは、変わる可能性を示すものである。リスクに目が向かいがちな時期だけに、以下で紹介する動きにも目を配り、中国経済全体を冷静に俯瞰する視点が欠かせない。

第一は産業構造の変化である。中国では、GDPに占める第二次産業の割合が一貫して高く、第三次産業の発展が遅れていた。しかし、2013年に漸く第三次産業の割合が第二次産業を上回った（図表23）。この現象は中国もそのカテゴリーに入る上位中所得国では1984年に起こっており、中国はこの標準的な産業構

造に収まるのに約30年を要したことになる。第三次産業の台頭は雇用創出の点でも優れた効果を発揮している。雇用の安定は改革推進の大前提である。李克強首相の発言に象徴されるように、この点については指導部も自信を持っているのではないだろうか。

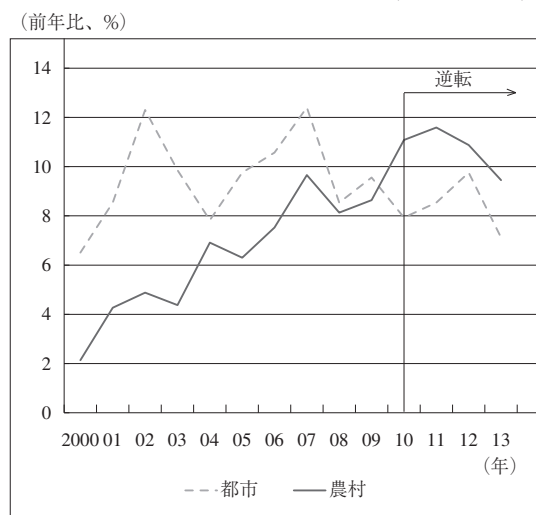
第二は所得格差の是正である。中国全体としてのジニ係数は依然として高水準にあるが、2008年の0.491をピークに緩やかに低下している。近年、その成果として注目されるのが都市農村間の所得格差の縮小である。2009年以降、農村の1人当たり純所得（都市の可処分所得に相当）の実質伸び率は一貫して都市を上回っている（図表24）。これは以前では想像も出来ない変化である。家計調査はサンプルセレクションバイアスが大きい、

図表23 GDP構成比でみた産業構造の変化



(資料) 中国は国家统计局Web資料、上位中所得国はWorld Bank, World Development Indicatorsより作成

図表24 都市の1人当たり可処分所得と農村の1人当たり純所得の伸び率（実質ベース）



あるいは、農村内の所得格差が大きいといった問題はあつたものの、都市農村間の所得格差が縮小に向かいつつあることは、中国が社会安定化、ひいては過剰貯蓄による過剰投資の是正に向けた歩みを始めたことを示しているようにみえる。

第三は農民工の都市社会保障制度への加入推進が打ち出されたことである。政府は、2012年8月に都市住民基本医療保険と新型農村合作医療保険を統合し、そこに高額医療費保険を組み入れる方針を、そして、2014年2月には年金制度を部分的に改革し、農民工を新型農村社会養老保険から都市住民社会養老保険に移行させる方針を示した（三浦[2014c]）。方針だけで、実際にどの程度実現されるのかといった問題はあつたものの、地方

政府の判断にまかせてきたこの問題に、中央指導部が関与し、明確な方針を打ち出した点は評価に値する。農民工は都市就業者の過半を占める。戸籍制度やそれに端を発する社会保障制度を改革していくことは、労働および生活環境の向上を通じて彼らを中間層に押し上げ、消費主導型経済への移行を促進する。

- (注18) 「中債収益率曲線全線下行、中債指数整体上揚—2014年5月分債券市場分析報告」2014年6月17日中央国債登記結算有限責任公司 (<http://www.chinabond.com.cn/Info/18424511>)
- (注19) 「委託貸款快速增長的背景分析」2014年3月3日中国金融新聞網 (http://www.financialnews.com.cn/yh/gd_89/201403/t20140303_50626.html)
- (注20) 例えば、「中国の不動産バブルは既に破裂=野村レポート」2014年5月7日The Wall Street Journal (<http://jp.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304555804579546792202936078>)
- (注21) 例えば、「山西省商品住宅待售面積繼續加大」2012年8月2日新華社山西分社新媒体中心 (http://www.sx.xinhuanet.com/newscenter/2012-08/02/c_112607678.htm)
- (注22) 「胆小者勿入中国12座新鬼城空無人煙你敢住吗」2014年6月6日搜房網 (http://news.sjz.soufun.com/2014-06-06/12956899_all.html)

4. 長期的視野に立ったリスク展望

前章では短中期的な視点からリスクを展望したが、長期的にみた場合はどうであろうか。この問題を不動産価格、過剰生産設備、地方政府の高成長志向の三点から考える。中国経済は脆弱性と不確実性を高めており、「要経過観察」の状況にあるといえよう。

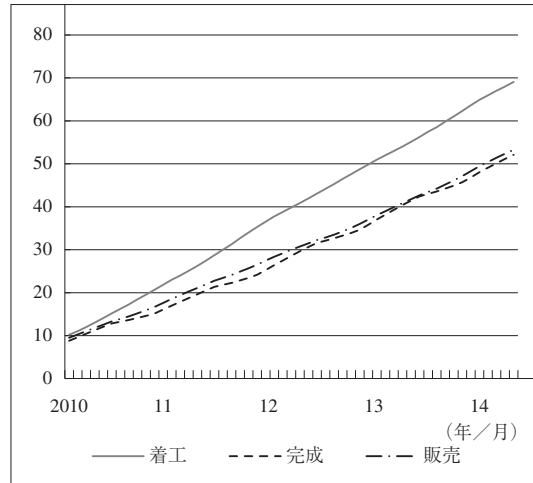
(1) 先行指標としての不動産価格

社会融資規模の拡大が見込まれることは、中国経済の当面の安定という点でプラスであるが、レバレッジを拡大させて成長率を維持する発展方式が持続可能ではないため、長期的には大きな不安材料となる。この不安がどの程度の現実味を持つものかを判断する材料となるのはやはり不動産価格である。不動産価格が今後どのように推移するかについては予断を許さない。IMFは、2012年7月の「対中4条協議報告」(IMF [2012])で「中国はソフト・ランディング (soft landing) に向けて動き出している」として評価したものの、2013年7月の同報告 (IMF [2013])からは「ソフト・ランディング」の文字が消え、「クレジット・クラッチ」(credit crunch) が代わって登場した。

投資量も価格も右肩上がりの不動産市場はいつまで続くのであろうか。図表25は、住宅の着工、完成、販売それぞれの床面積をみたものである。完成と販売面積は一致しているものの、着工面積とのかい離幅は年を追って拡大する傾向にある。これに伴い、着工面積に完成・販売面積が追いつくまでの時間が長くなっている。これは、着工はしたものの完成には至らないプロジェクトが増えている可能性を示す。地方政府債務の急速な拡大が示すように、不動産市場は供給過剰に陥りやすい構造に変化しつつあり、中国経済のアキレ

図表25 住宅の着工、完成、販売床面積

(億平方メートル)



(注) 2009年12月の床面積を基準に、後方6か月移動平均値を月当たり面積として加算した累計値。

(資料) CEICより作成

ス臆になっている。

仮に不動産価格の大幅な下落が続けば、LGFVsの収益が悪化し、やがて理財商品や信託商品、さらには、社債の債務不履行を引き起こす。金融リスクは財政と異なり、予期せぬかたちで表面化するシステム的な性格を有し、市場の動揺を増幅する。政府や銀行は投資家の被った損害を肩代わりすることで債務不履行の連鎖による市場の混乱を未然に防ぐであろうが、その代償として銀行の不良債権と地方政府の財政赤字は加速度的に増大する。いずれにしても不動産価格の長期かつ趨勢的な下落は、投資主導型の成長メカニズムを逆回転させることから、経済は低迷を余儀なくされ、收拾を図るためのコストも高くな

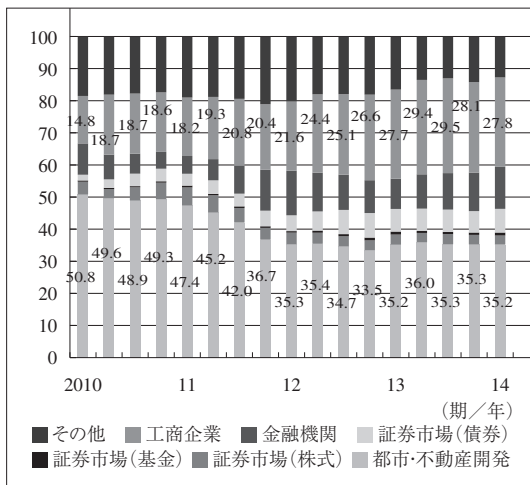
るであろう。

(2) 過剰生産設備の廃棄は進んでいるかー 河北省の製鉄業を事例に

非伝統的な手法で調達されている資金は都市開発や不動産開発だけに向かっているわけではない。成長著しい信託会社は工業あるいは商業分野の企業にも積極的に投資しており、投資残高は2014年3月末時点で全体の27.8%を占め、都市・不動産開発に次ぐ(図表26)。投資先の企業が期待に沿った業績をあげることが出来るか。不動産価格だけでなく、この問題も中国の金融および財政の健全性、ひいては経済の持続可能性に大きな影響を与える。

投資先の企業はどのような企業なのか、こ

図表26 信託資産(残高)の投資先
(%)



(資料) 図表19に同じ

れが分かる資料はない。高い収益率と将来性を両立させている企業であれば問題は少ないが、それとは逆、つまり、収益性も将来性も低い企業に投資されているのではないかという懸念がある。中央政府は銀行に対し、不動産だけでなく、過剰生産が顕在化し、生産およびエネルギー効率が低く、環境に悪影響を与える企業への融資を抑制するよう指導してきた。しかし、それらの企業が国有・国有持ち株、あるいは、有限責任会社など表面上は民間企業であっても地方政府が実質的に経営を支配している企業であれば、地方政府は素直に中央政府の指示に従うわけにはいかない。銀行融資以外の方法で資金調達が図られたとしても不思議ではない。

そうした企業はどのような産業に多いのか。これは工業情報化部によって明らかにされている。同部は、2010年6月と2013年7月に企業名と削減すべき生産能力を指示した(注23)。2010年に指定されたのは、製鉄、製鋼、コークス、鉄合金、カーバイド、電解精錬アルミニウム、銅製錬、鉛製錬、亜鉛製錬、セメント、ガラス、製紙、アルコール、化学調味料、クエン酸、製革、プリント、化学繊維など18産業である。驚くべきことに、2013年に指定された産業はこれに鉛電池を加えた19産業であった。リストアップされた企業名に重複はみられないものの、工業情報化部の二つの指示は過剰生産の抑制政策がほとんど成果をあげなかったことを示唆する。

過剰生産が問題になる象徴的な産業が粗鋼である。中国の2013年の粗鋼生産量は7.8億トンと世界全体の半分を占める。生産の中心地となっているのは河北省である。工業情報化部が2010年に製鉄業に求めた生産能力の廃棄規模は3,525万トンで、河北省は全体の33.5%に相当する1,181トンを担当することとなった。しかし、図表27にみるように2013年の粗鋼生産に占める河北省の割合は2010年よりも上昇している。中国最大の製鉄会社である河北鉄鋼集団は過去6年で560万トンの生産能力を削減したとされる（注24）ものの、その効果は河北省全体では全く現れていない。

似たようなことは上で紹介した多くの産業で起こっているのではないか。そうした産業に理財商品や信託商品など銀行融資以外の非

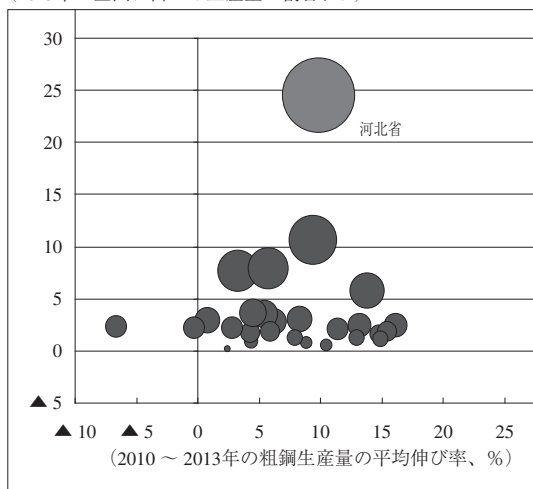
伝統的な手法で調達された資金が流れているとすれば、中国経済が巡航速度に収斂することは難しくなる。工業製品は過剰分を輸出することが出来るため、金融および財政に与える影響は不動産価格の下落に比べれば小さい。しかし、中国は粗鋼の消費量でも世界一である。過剰生産設備を抱えた脆弱な経営状態のもとで、不動産価格の下落に伴い国内需要が著しく減少した場合、上の産業は不動産業と共倒れを余儀なくされる危険性がある。

(3) 止まらない地方の高成長志向

中国の2014年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比7.4%を維持した。しかし、黒竜江省は固定資産投資が同3.3%減となったことを受け、同5.5%となった。これは全国的あるいは時系列的にみても異例の低さである（注25）。固定資産投資の伸び率の大幅な低下が改革の成果によるものか否かは不明であるが、このことは中国が7%台ではなく、6%台の成長率を視野に入れる局面に突入したことを暗示しているようにみえる。

習近平総書記は、2013年6月、「GDPで英雄を語るな」として、地方政府の高成長志向の経済運営を改めるように指示した（注26）。同総書記は、就任当初から「加水」（統計の水増し）を戒め、高投資－高成長路線からの決別を一貫して主張してきた。しかし、これが地方政府に浸透しているとは言い難い。国家統計局は、2013年末、四川省塩亭県が1～

図表27 粗鋼生産に占める河北省の位置づけ
(2013年の全国に占める生産量の割合、%)



(注) 円の大きさは2013年の相対的な生産規模を示す。
(資料) CEICより作成

7月の工業増加値を26.9億元と実際(4.1億元)よりも22.8億元も水増ししていたことを明らかにした。同様の虚偽報告は、2013年に報道されただけでも重慶市永川区、山西省河津市、広東省中山市横欄鎮、雲南省陸良県と多数に上り、習近平体制発足後も「加水」が横行していたことになる(三浦 [2014a])。

実際、国家統計局が公表する全国のGDPと地方政府が公表するGDPの合計は、近年、著しくかい離するようになってきている(三浦 [2013a])。31省・市・自治区が発表した2013年の実質GDP成長率を高い順に並べ替えると最下位は北京市と上海市であり、国家統計局が発表した国としての成長率と同じ7.7%となっている。実に29省・市・自治区の成長率が国の国家統計局の全国値を上回り、それらを合計して得られる成長率は9.4%となる。これが本当なら、中国は依然として高成長下にある。この問題は2003年から顕在化し、2013年に地方政府の発表した名目GDPの合計値は国家統計局の公表値を6.1兆元上回った。これは中国でいえば最大の経済規模を誇る広東省、アジアでいえば韓国のGDPに相当する規模である。

中央政府と地方政府の成長率のかい離は目標設定の段階から生じており、地方政府の合計値が中央政府の目標を上回るのは当然のことといえる。中央政府が掲げた第11次5カ年計画中の目標成長率は7.5%である。国内外のメディアはこの数値だけに注目するが、地

方政府は上の5カ年計画を受け、個別に5カ年計画を策定し、目標成長率を設定する(図表28)。驚くことに、全ての省・市・自治区が7.5%を遥かに上回る成長率目標を設定している。また、実績が目標を下回った地方はひとつもない。

図表28 5カ年計画における地方の目標成長率と実績

(%)

	第11次5カ年計画 (2006~2010年)		第12次5カ年計画 (2011~2015年)	
	目標	実績	目標	実績
北京	9	11.4	8	7.8
天津	12	16.1	12	14.2
河北	11 *	11.7	8.5	9.7
山西	10	11.2	13	10.7
内蒙古	13 **	17.6	12 **	11.6
遼寧	11 *	14.0	11	10.1
吉林	12 **	14.9	12 **	11.3
黒竜江	10 *	12.0	12 **	10.1
上海	9	11.2	8	7.8
江蘇	10 **	13.5	10 **	10.2
浙江	9 *	11.9	8 *	8.4
安徽	10 **	13.4	10 **	12.0
福建	9 **	13.8	10 **	11.6
江西	11	13.2	11 **	11.2
山東	10 *	13.1	9 *	10.1
河南	10 *	12.9	9 **	10.3
湖北	10 **	13.9	10 **	11.7
湖南	10 **	14.0	10 **	11.4
広東	9 **	12.4	8 *	8.9
広西	10 **	13.9	10	11.3
海南	9 *	13.4	10 **	10.3
重慶	10	14.9	12.5	14.1
四川	9 *	13.7	12 *	12.5
貴州	10 **	12.6	12 **	13.7
雲南	8.5 **	11.8	10 **	12.9
チベット	12	12.4	12 **	12.2
陝西	11 *	14.9	12 **	12.6
甘肅	10	11.2	12 **	12.0
青海	10 **	13.1	12	12.2
寧夏	10 **	12.7	12	11.1
新疆	9	10.6	10 **	11.7

(注) *は「前後」**は「以上」を意味する。第12次5カ年計画の実績は2013年までのもの。

(資料) 李 [2013]、国家統計局Web資料より作成

第11次と第12次5カ年計画の比較からも中央政府と地方政府の目標成長率に対する考え方が全く異なることがわかる。中央政府が設定した第12次5カ年計画中の目標成長率は前5カ年計画より0.5%ポイント低い7.0%である。これを反映して目標成長率を前5カ年計画から引き下げた地方政府は7省・市・自治区しかない(図表28の網掛け部分)。また、前5カ年計画と同様、全ての省・市・自治区の目標成長率が中央政府を上回っており、両者の乖離幅は前5カ年計画より拡大した。本稿の冒頭で、各経済主体は環境変化に応じ行動パターンを変えることが求められると指摘したが、高い成長率目標を掲げ、それを上回る実績をあげることを最優先する地方政府の行動パターンはほとんど変わっていないのである。

このため、共産党は2013年11月の第18期中央委員会第3回全体会議(「三中全会」)で、人事考課においてGDP成長率だけでなく、資源、環境、過剰生産、債務、社会保障などの社会および経済の持続性を高める課題への取り組みを重視する方針を打ち出し(三浦[2014a])、2014年1月には党および政府指導幹部の選抜・任用活動にかかわる条例を改定した(注27)。同条例が改定されたのは12年ぶりであるが、実際にどの程度機能するかという点では非常に心もとない。

その理由として、地方政府の財政力の問題をあげることが出来る。2013年の地方政府の

「公共財政」と呼ばれる税収および手数料・罰金などの非税収入は前年比12.9%増の6.9兆元である。その一方、土地譲渡収入を主な柱とする「政府性基金収入」は同40.8%増の4.8兆元に達した(注28)。「政府性基金収入」のほとんどは、土地の補償や建設に向けられるものの、これが地域の成長率の底上げ、ひいては「公共財政収入」の増加に多大な寄与をしてきたことは想像に難くない。地方政府にとって、目標成長率の引き下げ一方で、社会および経済の持続性を高める諸課題への取り組みを強化せよ、という中央政府の要求は財政収入の観点からは受け入れ難い。

(注23) 前者は「2010年工業行業淘汰後産能企業名単公告」2010年8月8日工業情報化部 (<http://www.miit.gov.cn/n11293472/n11293832/n11293907/n11368223/13333127.html>)、後者は「工業和信息化部公告2013年工業行業淘汰後産能企業名単(第一批)」2013年7月23日工業情報化部 (<http://www.miit.gov.cn/n11293472/n11293832/n12845605/n13916898/15535018.html>)。

(注24) 「河北鋼鉄集団淘汰煉鉄産能560万噸」2014年3月12日中国製鉄網 (<http://www.zglw.cn/Article/ShowArticle.asp?ArticleID=39920>)

(注25) 「一季度全省県域経済运行情况分析」2014年5月6日黒竜江省統計局 (<http://www.hlj.stats.gov.cn/jjfx/jdfx/18706.htm>)。なお、CEICは同2.9%としている。

(注26) 「習近平：建設宏大高素質幹部隊伍確保党始終成為堅強領導核心」2013年6月30日中国共産党新聞網 (<http://cpc.people.com.cn/n/2013/0630/c64094-22020855.html>)

(注27) 「党政領導幹部選拔任用工作条例」2014年1月16日中国共産党新聞網 (<http://renshi.people.com.cn/n/2014/0116/c139617-24132478.html>)

(注28) 「2013年全国政府性基金收入52,239億」鳳凰網2014年1月24日 (http://finance.ifeng.com/a/20140124/11544607_0.shtml)

おわりに

本稿では、金融と財政の両面から「中国リスク」、つまり、成長率の鈍化が持続可能な巡航速度への収斂なのか、あるいは、景気停滞の前兆なのかを検討した。少なくとも現段階で中国が長期的な景気停滞局面に入ったと判断する材料は乏しい。政府は、影響が限られる小規模な理財商品や信託商品、あるいは、社債については債務不履行を容認し、社会融資規模の抑制を図る一方、金融システムを揺るがす影響の大きいものについては関与するものの、モラルハザードを助長しないよう金融および財政改革を進めていくというシナリオを描いているように見える。少なくとも、そのシナリオを実現する財政余力はある。予想以上の景気鈍化が見込まれる場合には、金融緩和や景気刺激策を採ることもためらわないであろう。

しかし、財政負担には限界があり、余力のあるうちに改革を進めなければならない。問題は関与の線引きである。線引きが曖昧で、場当たりの対応が続けば、経済の安定成長確保とモラルハザードの抑制という二兎を追うシナリオは実現に至らず、中国はずるずると坂道を下るような景気後退に見舞われるかもしれない。「要経過観察」にある経済を悪化させないため、政府は改革がゆるぎないものであることを内外に誇示し、そのスピードを加速していかなければならない。改革と金

融および財政リスクが顕在化するのとどちらが速いか。習近平体制には中国経済が分水嶺上にあるという危機感を持って政策運営にあたる必要がある。

<巻末参考図表>

参考図表1 中国のバランスシート

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
<家計：億元>									
総資産	532,505	641,135	734,191	940,958	965,053	1,202,375	1,366,683	1,622,450	-
非金融資産	352,136	432,052	482,591	605,463	622,183	791,506	871,851	1,044,416	-
金融資産	180,369	209,083	251,600	335,495	342,870	410,869	494,832	578,034	-
総負債（金融）	29,431	23,972	39,636	50,652	57,058	81,787	112,542	136,012	-
純資産	503,074	617,163	694,555	890,306	907,995	1,120,588	1,254,141	1,486,438	-
純金融資産	150,938	185,111	211,964	284,843	285,812	329,082	382,290	442,022	-
<非金融法人：億元>									
総資産	579,603	653,428	770,084	933,596	1,175,036	1,361,800	1,656,649	1,968,060	2,296,499
非金融資産	380,298	446,071	534,237	621,686	818,446	905,483	1,067,983	1,255,309	1,408,252
金融資産	199,305	207,357	235,847	311,910	356,590	456,317	588,666	712,751	888,247
総負債（金融）	303,496	355,400	427,745	495,380	641,437	784,095	954,214	1,168,109	1,380,300
純資産	276,107	298,028	342,339	438,216	533,599	577,705	702,435	799,951	916,199
純金融資産	▲104,191	▲148,043	▲191,898	▲183,470	▲284,847	▲327,778	▲365,548	▲455,358	▲492,053
<中央政府：億元>									
総資産	-	-	-	140,906	164,819	194,292	230,148	258,055	-
非金融資産	-	-	-	16,672	18,934	22,104	25,877	29,014	-
金融資産	-	-	-	124,234	145,885	172,188	204,272	229,042	-
総負債	-	-	-	56,060	57,502	64,680	72,244	77,532	-
純資産	-	-	-	84,846	107,316	129,612	157,904	180,523	-
<地方政府：億元>									
総資産	-	-	-	498,735	586,179	637,972	755,269	899,837	-
総負債	-	-	-	138,932	157,735	189,352	240,953	288,592	-
純資産	-	-	-	359,803	428,445	448,620	514,316	611,245	-
<対外部門：億元>									
総資産	9,291	12,233	16,905	24,162	29,567	34,369	41,189	47,345	51,749
総負債	6,527	8,156	10,503	12,281	14,629	19,464	24,308	30,461	34,385
純資産	2,764	4,077	6,402	11,881	14,938	14,905	16,881	16,884	17,364
<家計：GDP比(%)>									
総資産	333.1	346.7	339.4	354.0	307.3	352.7	340.4	342.9	-
非金融資産	220.3	233.6	223.1	227.8	198.1	232.2	217.1	220.8	-
金融資産	112.8	113.1	116.3	126.2	109.2	120.5	123.2	122.2	-
総負債（金融）	18.4	13.0	18.3	19.1	18.2	24.0	28.0	28.7	-
純資産	314.7	333.7	321.1	334.9	289.1	328.7	312.4	314.2	-
純金融資産	94.4	100.1	98.0	107.2	91.0	96.5	95.2	93.4	-
<非金融法人：GDP比(%)>									
総資産	362.5	353.3	356.0	351.2	374.2	399.5	412.6	416.0	442.1
非金融資産	237.9	241.2	247.0	233.9	260.6	265.6	266.0	265.3	271.1
金融資産	124.7	112.1	109.0	117.3	113.5	133.9	146.6	150.7	171.0
総負債（金融）	189.8	192.2	197.7	186.4	204.2	230.0	237.7	246.9	265.7
純資産	172.7	161.2	158.3	164.9	169.9	169.5	174.9	169.1	176.4
純金融資産	▲65.2	▲80.1	▲88.7	▲69.0	▲90.7	▲96.1	▲91.0	▲96.2	▲94.7
<中央政府：GDP比(%)>									
総資産	-	-	-	15.0	17.1	16.2	16.8	15.9	-
非金融資産	-	-	-	1.8	2.0	1.8	1.9	1.8	-
金融資産	-	-	-	13.2	15.1	14.3	14.9	14.1	-
総負債	-	-	-	6.0	6.0	5.4	5.3	4.8	-
純資産	-	-	-	9.0	11.1	10.8	11.6	11.1	-
<地方政府：GDP比(%)>									
総資産	-	-	-	53.0	60.7	53.1	55.3	55.5	-
総負債	-	-	-	14.8	16.3	15.7	17.6	17.8	-
純資産	-	-	-	38.2	44.4	37.3	37.6	37.7	-
<対外部門：GDP比(%)>									
総資産	5.8	6.6	7.8	9.1	9.4	10.1	10.3	10.0	10.0
総負債	4.1	4.4	4.9	4.6	4.7	5.7	6.1	6.4	6.6
純資産	1.7	2.2	3.0	4.5	4.8	4.4	4.2	3.6	3.3

(資料) 李 [2013] ほかより作成

参考図表2 地方政府の債務残高

年	分類	政府が責任を負う		間接的に責任を負うもの				合計	
				債務保証したもの		責任を負う可能性のあるもの			
		億元	構成 (%)	億元	構成 (%)	億元	構成 (%)	億元	構成 (%)
2010年	債務残高総額	67,110	62.6	23,370	21.8	16,696	15.6	107,175	100.0
2013年6月	債務残高総額	108,859	60.8	26,656	14.9	43,394	24.3	178,909	100.0
<内訳：行政レベル別>									
2010年	省	12,699	11.8	11,977	11.2	7,436	6.9	32,112	30.0
	市	32,460	30.3	7,668	7.2	6,504	6.1	46,632	43.5
	県	21,950	20.5	3,725	3.5	2,756	2.6	28,431	26.5
	郷鎮	-	-	-	-	-	-	-	-
2013年6月	省	17,781	9.9	15,628	8.7	18,531	10.4	51,940	29.0
	市	48,435	27.1	7,424	4.1	17,044	9.5	72,902	40.7
	県	39,574	22.1	3,488	1.9	7,358	4.1	50,419	28.2
	郷鎮	3,070	1.7	116	0.1	461	0.3	3,647	2.0
<内訳：借入主体別>									
2010年	融資平台 (LGFVs)	31,375	29.3	8,144	7.6	10,192	9.5	49,748	46.4
	政府部門	15,818	14.8	9,158	8.5	0	0.0	24,999	23.3
	経費補助事業単位	11,234	10.5	1,552	1.4	4,404	4.1	17,202	16.1
	その他	8,682	8.1	4,516	4.2	2,100	2.0	15,326	14.3
2013年6月	融資平台 (LGFVs)	40,755	22.8	8,833	4.9	20,116	11.2	69,732	39.0
	政府部門	30,913	17.3	9,684	5.4	0	0.0	40,620	22.7
	経費補助事業単位	17,762	9.9	1,032	0.6	5,157	2.9	23,961	13.4
	その他	19,429	10.9	7,107	4.0	18,120	10.1	44,671	25.0
<内訳：借入先別>									
2010年	銀行借入	50,225	46.9	19,134	17.9	15,321	14.3	84,680	79.0
	債券発行	5,511	5.1	1,067	1.0	989	0.9	7,567	7.1
	単位・個人借入	9,242	8.6	822	0.8	386	0.4	10,450	9.8
	国債・外債による財政借入	2,130	2.0	2,347	2.2	0	0.0	4,477	4.2
	その他	1	0.0	0	0.0	0	0.0	1	0.0
2013年6月	銀行借入	55,252	30.9	19,085	10.7	26,850	15.0	101,187	56.6
	債券発行	11,659	6.5	1,674	0.9	5,125	2.9	18,457	10.3
	単位・個人借入	6,679	3.7	553	0.3	1,159	0.6	8,392	4.7
	国債・外債による財政借入	1,326	0.7	1,708	1.0	0	0.0	3,034	1.7
	その他	33,942	19.0	3,637	2.0	10,260	5.7	47,860	26.8
<内訳：使途別>									
2010年	都市開発	24,711	23.1	4,918	4.6	5,672	5.3	35,329	33.0
	交通建設	8,718	8.1	10,770	10.0	4,437	4.1	23,943	22.3
	土地収用	9,381	8.8	557	0.5	271	0.3	10,218	9.5
	教育、衛生、保障性住宅ほか	4,375	4.1	1,318	1.2	3,476	3.2	9,174	8.6
	その他	19,925	18.6	5,807	5.4	2,839	2.6	28,596	26.7
2013年6月	都市開発	37,935	21.2	5,265	2.9	14,830	8.3	58,055	32.4
	交通建設	13,943	7.8	13,189	7.4	13,795	7.7	40,943	22.9
	土地収用	16,893	9.4	1,078	0.6	821	0.5	18,802	10.5
	教育、衛生、保障性住宅ほか	11,730	6.6	1,193	0.7	11,730	6.6	24,661	13.8
	その他	28,358	15.9	5,930	3.3	2,216	1.2	36,524	20.4

(注) 構成比を算出するにあたっての分母は2010年を10兆7,175億元、2013年6月を17兆8,109億元とした。

(資料) 審計署 [2011,2013] より作成

参考図表3 省・市・自治区別債務状況

(億元、%)

	2012年末				2013年6月末				2013年6月末						
	政府が責任を負う	間接的		合計	GDP比	政府が責任を負う	間接的		合計	GDP比	銀行融資	その他(BT、信託融資、債券など)	合計	銀行融資の割合	その他(BT、信託融資、債券など)の割合
		責任を負う可能性のあるもの	債務保証したもの				責任を負う可能性のあるもの	債務保証したもの							
北京	5,972	159	839	6,971	39.0	6,506	152	896	7,554	39.8	4,550	3,004	7,554	60.2	39.8
天津	-	-	-	-	-	2,264	1,481	1,089	4,834	34.7	2,437	2,397	4,834	50.4	49.6
河北	3,657	934	2,240	6,831	25.7	3,962	949	2,603	7,515	26.9	4,118	3,397	7,515	54.8	45.2
山西	1,327	2,334	324	3,985	32.9	1,521	2,334	324	4,179	33.5	2,004	2,174	4,179	48.0	52.0
内モン古	3,070	761	246	4,078	25.7	3,392	867	283	4,542	27.5	1,861	2,681	4,542	41.0	59.0
遼寧	5,149	1,212	589	6,949	28.0	5,663	1,258	669	7,591	28.7	5,078	2,513	7,591	66.9	33.1
吉林	2,574	916	540	4,030	33.8	2,581	973	694	4,248	34.0	2,622	1,626	4,248	61.7	38.3
黒竜江	1,835	968	462	3,264	23.8	2,042	1,050	496	3,588	25.7	2,314	1,275	3,588	64.5	35.5
上海	5,185	538	2,541	8,264	40.9	5,194	532	2,729	8,456	40.0	6,426	2,030	8,456	76.0	24.0
江蘇	6,523	964	5,379	12,866	23.8	7,636	977	6,156	14,769	25.8	7,868	6,901	14,769	53.3	46.7
浙江	4,323	295	1,298	5,915	17.1	5,088	327	1,513	6,928	19.1	3,921	3,008	6,928	56.6	43.4
安徽	2,560	565	1,363	4,488	26.1	3,077	601	1,619	5,297	28.8	2,590	2,707	5,297	48.9	51.1
福建	1,916	198	1,460	3,574	18.1	2,454	244	1,684	4,382	20.9	2,464	1,918	4,382	56.2	43.8
江西	2,227	804	521	3,552	27.4	2,462	833	673	3,968	29.0	2,021	1,947	3,968	50.9	49.1
山東	3,970	1,212	1,214	6,396	12.8	4,499	1,219	1,319	7,037	13.3	3,658	3,379	7,037	52.0	48.0
河南	2,993	274	1,486	4,753	16.1	3,528	274	1,740	5,542	17.8	2,585	2,957	5,542	46.6	53.4
湖北	4,263	736	1,523	6,522	29.3	5,151	777	1,753	7,681	32.3	4,197	3,484	7,681	54.6	45.4
湖南	3,157	692	3,126	6,975	31.5	3,478	733	3,526	7,737	32.8	4,421	3,317	7,737	57.1	42.9
広東	6,554	1,009	1,988	9,551	16.7	6,932	1,021	2,213	10,165	16.8	6,591	3,574	10,165	64.8	35.2
広西	1,946	1,125	851	3,922	30.1	2,071	1,231	1,028	4,329	31.5	2,664	1,665	4,329	61.5	38.5
海南	917	227	87	1,231	43.1	1,050	225	135	1,411	45.8	964	447	1,411	68.3	31.7
重慶	3,294	2,096	1,304	6,695	58.7	3,575	2,300	1,485	7,360	60.6	4,032	3,328	7,360	54.8	45.2
四川	5,534	1,585	884	8,003	33.5	6,531	1,651	1,048	9,230	36.3	4,183	5,046	9,230	45.3	54.7
貴州	-	-	-	-	-	4,623	974	725	6,322	84.6	2,387	3,935	6,322	37.8	62.2
雲南	3,502	409	1,423	5,335	51.7	3,824	439	1,691	5,955	53.9	3,103	2,852	5,955	52.1	47.9
陝西	2,404	921	2,138	5,462	37.8	2,733	948	2,413	6,094	39.5	3,726	2,368	6,094	61.1	38.9
甘肅	943	410	1,109	2,462	43.6	1,221	423	1,318	2,961	50.2	1,375	1,587	2,961	46.4	53.6
青海	698	122	121	941	49.7	745	161	152	1,058	52.4	713	345	1,058	67.4	32.6
寧夏	448	169	106	723	30.9	502	181	108	791	32.3	382	409	791	48.2	51.8
環渤海	13,600	2,305	4,293	20,198	21.4	17,231	3,801	5,907	26,939	23.7	14,763	12,177	26,939	54.8	45.2
東	9,557	3,096	1,590	14,243	28.2	10,286	3,281	1,860	15,427	29.2	10,014	5,413	15,427	64.9	35.1
北東	24,502	3,003	12,665	40,170	21.6	27,304	3,101	14,295	44,700	22.8	27,270	17,430	44,700	61.0	39.0
中部	16,528	5,405	8,342	30,274	26.0	19,218	5,551	9,635	34,404	27.9	17,818	16,586	34,404	51.8	48.2

(注) チベットの自治区は調査結果が公開されておらずデータはN.A.。新疆ウイグル自治区は結果は公開されているものの、審計署のWebに閲覧制限がかかっているためN.A.。

(資料) 各省・市・自治区の審計署Web資料より作成

参考図表4 省・市・自治区別にみた社会融資規模残高

	＜社会融資規模残高（兆元）＞					＜社会融資規模残高（GDP比、％）＞				
	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
北京	38.0	45.4	53.8	63.4	74.7	313.1	321.5	331.0	354.6	383.3
天津	13.9	16.6	19.8	23.2	27.2	184.1	180.2	175.1	180.3	189.2
河北	24.2	29.0	34.4	40.4	47.5	140.6	142.4	140.1	152.2	168.0
山西	15.0	17.8	21.2	25.1	29.7	203.2	193.5	188.3	207.0	235.6
内蒙古	14.1	16.8	19.9	23.5	27.6	144.7	143.6	138.5	147.7	164.2
遼寧	25.2	30.2	35.8	42.3	49.6	165.8	163.4	161.0	170.1	183.3
吉林	12.7	15.2	18.1	21.3	24.9	174.9	175.7	170.8	178.4	192.2
黒竜江	14.7	17.5	20.7	24.5	29.0	171.0	168.8	164.5	179.0	202.6
上海	33.4	40.0	47.4	55.4	64.6	221.9	233.1	246.9	274.4	299.0
江蘇	37.4	44.6	53.2	62.6	73.3	108.4	107.6	108.4	115.8	124.0
浙江	39.3	46.8	55.5	65.5	77.3	171.0	168.9	171.7	189.1	205.8
安徽	18.0	21.5	25.4	30.1	35.6	178.6	173.7	166.3	174.7	186.7
福建	19.6	23.2	27.6	32.7	38.9	159.8	157.6	157.2	166.2	178.6
江西	12.5	15.0	17.7	20.9	24.5	162.9	158.2	151.6	161.2	170.8
山東	35.7	42.6	50.6	59.5	69.7	105.3	108.9	111.6	118.9	127.4
河南	23.6	28.2	33.4	39.3	46.0	121.4	122.2	123.8	132.7	143.1
湖北	18.7	22.3	26.5	31.2	36.6	144.3	139.9	135.0	140.1	148.5
湖南	20.1	23.8	28.4	33.7	40.1	154.2	148.4	144.4	152.3	163.8
広東	45.8	54.9	65.3	76.3	89.0	116.0	119.4	122.7	133.7	143.1
広西	14.3	17.1	20.3	24.0	28.2	184.6	179.0	173.2	183.8	196.3
海南	4.3	5.1	6.0	7.2	8.5	257.7	245.7	238.9	250.6	269.5
重慶	15.3	18.0	21.3	25.5	30.5	233.7	227.4	212.7	223.4	241.3
四川	24.0	28.7	33.9	40.0	47.1	169.5	166.9	161.1	167.4	179.2
貴州	10.0	11.8	14.1	16.8	20.0	256.1	256.8	247.9	245.3	250.1
雲南	13.9	16.4	19.5	23.1	27.4	225.2	227.3	219.1	223.7	233.8
チベット	2.3	2.7	3.2	3.8	4.4	510.9	536.2	530.8	539.7	547.1
陝西	16.0	19.1	22.6	26.6	31.4	196.0	188.6	180.4	184.2	195.7
甘肅	7.3	8.7	10.3	12.2	14.4	215.7	211.7	205.3	215.7	229.1
青海	3.3	3.8	4.6	5.5	6.5	301.7	284.8	274.6	288.8	310.1
寧夏	4.5	5.4	6.4	7.5	8.8	332.9	317.8	302.8	321.2	344.9
新疆	9.9	11.7	14.0	16.6	19.7	231.5	215.7	211.5	221.3	235.8
合計	586.9	700.1	830.8	979.5	1,153.0	172.1	174.4	175.6	188.6	202.7

(注) 合計のGDPは31省・市・自治区の合計ではなく、国家統計局公表の全国値を採用。2013年の地域別残高は2001～2013年の各年の省・市・自治区のフローの合計から省・市・自治区の割合を算出し、それを図表4の全国社会融資規模残高を母数として各地域に割り振って算出した。

(資料) 人民銀行Web資料、国家統計局Web資料ほかより作成

参考文献

(日本語)

1. 佐野淳也 [2014] 「中国・地方財政の債務構造と政府の対応策」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.53 (<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/7394.pdf>)
2. 三浦有史 [2012] 「中国「国家資本主義」のリスクー『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』Vol.12 No.45 (<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/6056.pdf>)
3. 三浦有史 [2013a] 「中国の地方GDP統計の信頼性」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.13 No.48 (<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/6584.pdf>)
4. 三浦有史 [2013b] 「投資効率の低下が顕著な中国経済—習近平体制下で『発展方式の転換』は可能か」日本総合研究所『JRIレビュー』Vol.3 No.4 (www.jri.co.jp/file/report/jrireview/pdf/6646.pdf)
5. 三浦有史 [2014a] 「発刊にあたって—『中国論』のリバランス」日本総合研究所『JRIレビュー』Vol.3, No.13 (www.jri.co.jp/file/report/jrireview/pdf/7283.pdf) (昨年の巻頭)
6. 三浦有史 [2014b] 「習政権は地方政府の成長志向を変えられるか」財団法人霞山会『東亜』3月号No.561
7. 三浦有史 [2014c] 「国民皆保険に近づく中国—経済の持続可能性をどう評価するか」財団法人霞山会『東亜』6月号No.564
8. 三浦有史・佐野淳也 [2013] 「シャドー・バンキングが映し出す中国の構造問題—消費主導型経済への転換を阻害する地方の権益構造—」日本総合研究所, *Research Focus*, No.2013-024 (www.jri.co.jp/file/report/researchfocus/pdf/6996.pdf)

(英語)

9. FSB [2013] Regulation Shadow Banking (www.financialstabilityboard.org/publications/c_130129y.pdf)

10. IMF [2012] *PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA 2012 ARTICLE IV CONSULTATION*, IMF Country Report No.12/195
 11. IMF [2013] *PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA 2013 ARTICLE IV CONSULTATION*, IMF Country Report No.13/211
 12. IMF [2014] *Global Financial Stability Report. Moving from Liquidity - to Growth - Driven Markets*, April 2014.
 13. Li, C [2013] *Shadow Banking in China: Expanding Scale, Evolving Structure*, Asia Focus, April 2013, Federal Reserve Bank of Sanfrancisco
 14. Lu, Y and Sun, T [2013] *Local Government Financing Platform in China: A Fortune or Misfortune?*, IMF Working Paper, WP/13/243
 15. Roxburgh, R., Lund, S., Daruvala, T., Manyika, J., Dobbs, R., Forn, R and Croxson, K [2012] *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, McKinsey Global Institute
 16. Schipke, A [2014] *China's Economic Outlook and Reform Priorities*, IMF (<http://www.imf.org/external/oap/pdf/040314.pdf>)
 17. Zhang, Y, S, and Barnet, S [2014] *Fiscal Vulnerabilities and Risks From Local Government Finance in China*, IMF Working Paper, WR14/4 (中国語)
 18. 李揚等 [2013] 『中国国家資産負債表2013—理論、方法与風險評価』中国社会科学出版社
 19. 審計署 [2011] 「2011年第35号：全国地方政府性債務審計結果」(<http://www.audit.gov.cn/n1992130/n1992150/n1992500/2752208.html>)
 20. 審計署 [2013] 「全国政府性債務審計結果(2013年12月30日公告)」(<http://www.audit.gov.cn/n1992130/n1992150/n1992500/3432077.html>)
- 注：省・市・自治区の審計署については省略。