

中国：習近平・李克強政権下で経済政策は変わるのか？

齋藤 尚登

要約

習近平・李克強政権が前政権から引き継いだのは、①投資に過度に依存した経済発展パターンの限界、②膨張する地方政府債務とシャドーバンキング、③深刻化する環境汚染、④「国進民退」（国有企業が優遇され、民間企業が蚊帳の外に置かれる）に象徴される経済改革の停滞——といった負の遺産である。

残念ながら、2014年3月の全人代では安定維持が最優先され、諸問題の解決は先送りにされた印象が強い。例えば、国内債務問題のソフトランディングと構造改革推進を加速するのであれば、成長率目標はやや低めの方が好都合であるはずだったが、2014年の成長率目標は7.5%で据え置かれた。足元で消費が減速する中で、引き続き7.5%の成長目標を達成するには、投資に頼らざるを得ない。デフォルト騒ぎでシャドーバンキングを通じた資金仲介が停滞するのであれば、銀行貸出を増やさざるを得ず、バランスシートから外したリスクを再び銀行が負う懸念が高まる。銀行と大型国有企業との密接な関係は、「国進民退」が一段と進むことを示唆する。

本稿のテーマ「習近平・李克強政権下で経済政策は変わるのか？」に対する現時点の答えは「変わっていない」となる。その一方で、習近平氏は、党・国家・軍のトップを兼任し、2013年11月の三中全会で設置が決定された「全面的改革深化指導小グループ」と、「国家安全委員会」のトップにも就任するなど、胡錦濤前総書記とは異なり、権限を集中させている。これは、改革の意思決定と断行力を高め、抵抗勢力（既得権益層）を封じ込めるためなのかもしれない。今はその準備段階であるが故の「まだ」決められない政治が行われている可能性があり、今後の動向に注目したい。

いずれにせよ、いつまでも問題を先送りにして、「無理」をした成長を続けることは困難である。いずれは前政権時代の負の遺産への対応に真剣に取り組んでいく必要があり、その帰結の多くは成長率の鈍化となる。さらに、人口ボーナスは2010年で既にピークとなり、早晩、人口オーナスが経済成長の足枷となることもある。中長期的には、世界経済のエンジンとしての中国の役割は徐々に低下していこう。

2012年11月15日に開催された第18期党中央委員会第1回全体会議（一中全会）は、新指導部を選出し、習近平氏が総書記と中央軍事委員会主席に就任。2013年3月の第12期全国人民代表大会（全人代＝日本の国会に相当）第1回会議では、国家主席に習近平氏、首相に李克強氏を選出し、「習近平・李克強政権」が正式にスタートした。1年後の第12期全国人民代表大会第2回会議では、李克強氏が首相に就任して初めての政府活動報告を行った。新政権下で中国の経済政策は変わるのか、変わらないのか？ 本稿では新政権による胡錦濤・温家宝前政権からの負の遺産への対応を中心に見ていく。

1. 胡錦濤・温家宝前政権の10年の功罪：

①低所得者層の底上げと民生改善への注力

まず、胡錦濤・温家宝前政権下での10年の功罪について見ていきたい。

胡錦濤・温家宝前政権の10年（2002年～12年）の特徴は、低所得者層の底上げと民生改善への注力、そして「統治」（政権維持）のための「無理」をした高成長の持続、の2つであった。

低所得者層の底上げと民生改善への注力で特筆されるのは、(1)生産高の15.5%を税金として徴収していた農業税の撤廃（2005年末）や農作物価格の引き上げ、(2)2006年以降の最低賃金の大幅引き上げ、(3)農村（2009年～）と都市（2011年～）の無年金者への新たな年金制度設計——などである。

胡錦濤・温家宝前政権は、都市低所得者層の所得増加の方法として、最低賃金の引き上げを重視した。最低賃金の決定権は地方政府にあり、2006年以降、各地方が競うようにして引き上げてきた。最低賃金は、農村からの出稼ぎ労働者に適用されるケースも多く、その大幅引き上げは、農民の所得向上を狙った方策でもある。この結果、①従来、都市部では高所得者層ほど高い所得上昇

図表1 都市と農村の所得と実質伸び率、所得格差 (単位：元、%、倍)

	都市一人 当たり 可処分所得	名目 伸び率	実質 伸び率	農村一人 当たり 純収入	名目 伸び率	実質 伸び率	都市・農村 格差	ジニ係数
	元	%	%	元	%	%	倍	係数
2002年	7,703	12.3	13.4	2,476	4.6	4.8	3.11	—
2003年	8,472	10.0	9.0	2,622	5.9	4.3	3.23	0.479
2004年	9,422	11.2	7.7	2,936	12.0	6.8	3.21	0.473
2005年	10,493	11.4	9.6	3,255	10.8	6.2	3.22	0.485
2006年	11,760	12.1	10.4	3,587	10.2	7.4	3.28	0.487
2007年	13,786	17.2	12.2	4,140	15.4	9.5	3.33	0.484
2008年	15,781	14.5	8.4	4,761	15.0	8.0	3.31	0.491
2009年	17,175	8.8	9.8	5,153	8.2	8.5	3.33	0.490
2010年	19,109	11.3	7.8	5,919	14.9	10.9	3.23	0.481
2011年	21,810	14.1	8.4	6,977	17.9	11.4	3.13	0.477
2012年	24,565	12.6	9.6	7,917	13.5	10.7	3.10	0.474
2013年	26,955	9.7	7.0	8,896	12.4	9.3	3.03	0.473

(出所) 国家統計局から大和総研作成

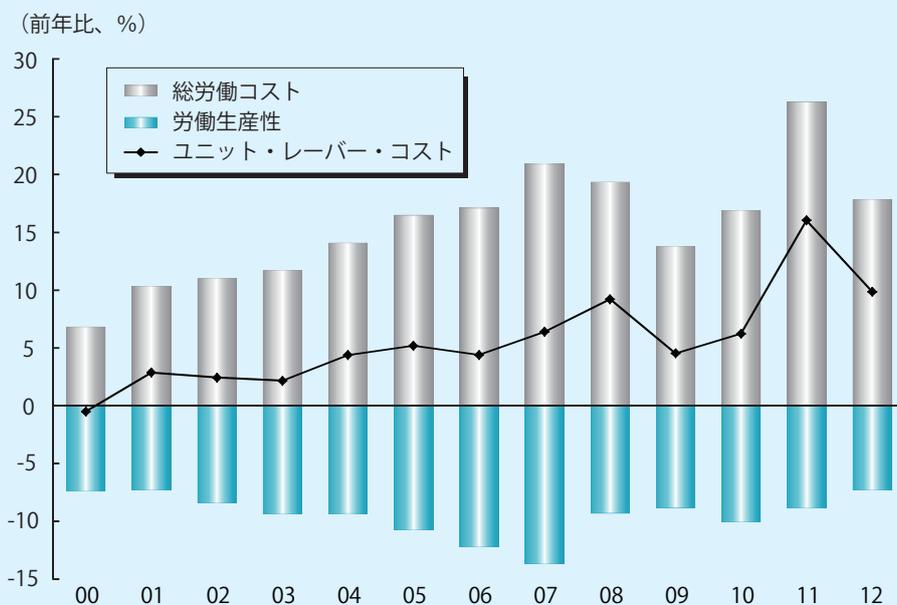
率を享受していたのが、2006年～07年、そして2009年～12年は、低所得者層の方が高い所得上昇率となった、②都市一人当たり可処分所得と農村一人当たり純収入の格差は2009年の3.33倍から2012年には3.10倍（2013年は3.03倍）へとわずかながらも縮小したなど、低所得者層の底上げと格差縮小に一定の効果を発揮したといえる。

しかし、行政主導の最低賃金の引き上げは、一方で労働集約的な産業の競争力低下をもたらしている。ここで問題になるのは、賃金（所得）の上昇が、労働生産性の上昇を背景とするか否かである。賃金が上昇しても労働生産性の上昇がこれを上回れば、ユニット・レーバー・コスト（単位労働コスト）は低下し、実質的なコストは低下するが、2001年以降、中国のユニット・レーバー・コストは一貫して上昇している。地方政府が決定する最低賃金は、地域ごとの大まかな設定はあっ

ても、産業別の区別はなく、単一水準が適用されている。2015年までの第12次5カ年計画では、年平均13%の最低賃金引き上げが目標とされており、残念ながら、目標が先にありきで、労働生産性の上昇を十分に加味した設定は行われていない。労働生産性の向上に見合った賃金上昇でなければ、企業が利益を上げることは困難になり、事業環境が大きく悪化することになる。

さらに、かつて中国では競争力を失った東部沿海地域の労働集約的な産業を賃金水準の低い中西部に移転すること（内内投資）によって、比較的長期にわたり高い成長が維持可能との見方もなされていたが、中西部の最低賃金の引き上げが相対的に高くなった結果、こうした「一国内雁行型経済発展モデル」の根拠も失われようとしている。競争力低下によりパイ拡大の勢いが鈍れば、成長に伴う民生改善も期待しにくくなってしまう。

図表2 中国のユニット・レーバー・コストの変動と要因分解



(注) ユニット・レーバー・コスト＝総労働コスト／実質GDP、生産性のマイナスの伸びは生産性上昇を表す

(出所) Haver Analyticsから大和総研作成

よって、今後の民生改善でより重要度を増すのは、制度面の改革である。

民生改善で注目すべきは、年金制度の拡充である。都市と農村を合わせた就業者の年金加入率は、2008年までは30%程度であったが、2012年末には76.0%に急上昇した。中国の公的年金制度は、公務員年金、都市従業員基本年金、都市住民社会年金（2011年～）、農村住民社会年金（2009年～）の4種類であり、加入率の急上昇をもたらしたのはこの数年で本格導入された都市・農村住民社会年金である。都市・農村就業者のうち実に46.0%がこの年金の加入者となっている。

都市・農村住民社会年金の加入者は、これまで「無年金」の状態に放置されていた人々、具体的には、国有企業、集団企業、株式会社、外資企業などに勤務する非正規雇用者（農民工や期間労働者）や多くの私営企業、個人企業の従業員、そして農民などである。この新しい年金は、基礎年金と個人口座年金で構成されており、基礎年金は全額財政負担で月額55元支給され、個人口座年金は個人が各段階に応じて積み立てた保険料（都市は年間100元～1,000元の10段階、農村は年間100元～500元の5段階）に30元以上の政府の補助金を加えた積立金を139で割った金額が毎月支払われる。

都市・農村住民社会年金は、所得代替率は低いですが、これまで「無年金」だった人々に最低限の年金を支給する点は、高く評価される。さらに重要なことは、都市と農村で基本的に同じ制度設計がなされたことである。将来的に2つの年金制度の統一と農村・都市間の年金の接続を実現すること

が念頭に置かれていたのである¹⁾。

その一方で、積年の課題である都市と農村で分断された戸籍問題については、手付かずのままであった。都市と農村を分断する戸籍制度が存続する限り、農村の労働力の質的向上が阻害され、貧富の差が期待されるほど縮小しないといった弊害が生じるリスクがある。

中国国家計金融調査・研究センターが2012年5月に発表した「中国国家計金融調査報告」によると、1980年生まれ以降の大学卒業以上の学歴保有者の割合は全国で20%弱、都市は40%強となっている。同調査では都市化率は51.4%とされ、農村で大学卒業以上の学歴を有する人々はほぼゼロとなる計算である。しかし、現地報道では教育部が管轄する大学に進学する人々のうち、農村出身者は全体の3割程度を占めるとされる。この謎を解く鍵は、中国独特の戸籍制度にある。中国の戸籍は非農村戸籍（城市戸籍や城鎮戸籍と呼ばれる）と農村戸籍の2つがある。農村戸籍の人々が都市の大学に進学した場合、大学が管理する集団戸籍に移され、卒業後には都市に残るにせよ、農村に戻るにせよ、非農村戸籍が与えられる。基本的に、農村戸籍の人々が大学に進学すると、再び農村戸籍に戻ることはない。さらに、最終学歴と年収の関係を見ると、修士までは学歴が高いほど年収が多い（ただし、博士になると年収は減少）。結果として収入が多い高学歴者は都市に集中することになる。

この点で、重慶市など一部地域で、都市と農村の戸籍統一のテストが実施されているのは、評価すべき前向きな一歩である。戸籍統一の際には、

1) 2014年2月7日に開催された国務院常務会議は、農村住民社会年金と都市住民社会年金を統一し、都市従業員基本年金への接続を認める方針を打ち出した。2月21日付の「都市・農村住民基本年金保険制度の統一に関する国務院の意見」では、2015年末までに統合を実現予定で、個人口座年金の保険料は年間100元～2,000元の12段階（100元～1,000元までの100元刻みと1,500元、2,000元）に設定される。

農村戸籍の人々にも平等に教育機会が与えられ、大学卒業後も農村で魅力的な職場が提供されることが同時に行われる必要がある。これが将来的に都市と農村の教育・収入格差を大きく縮小していくための前提条件である。

2. 胡錦濤・温家宝前政権の10年の功罪: ②「統治」のための「無理」をした 高成長の持続

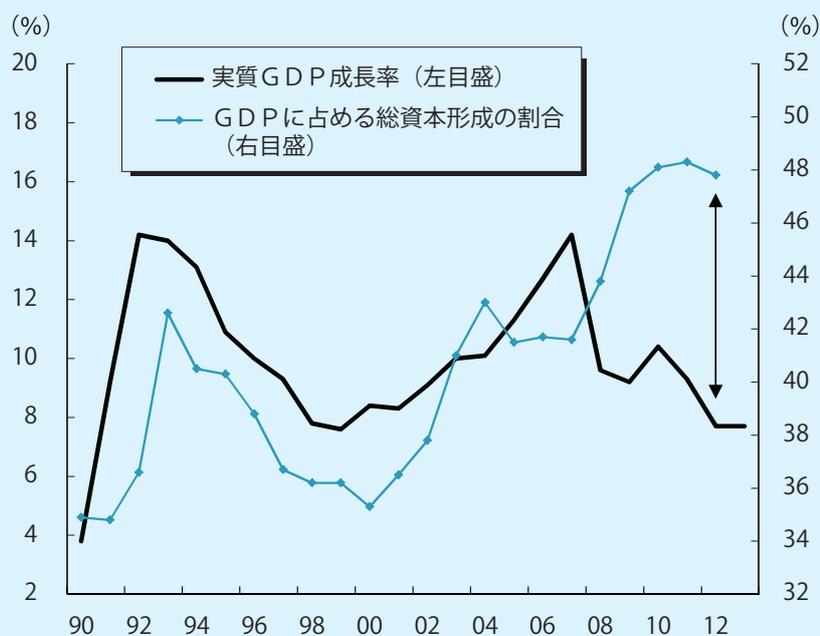
胡錦濤・温家宝前政権下の10年(2002年～2012年)の実質GDP成長率は年平均10.4%の「高速」成長を遂げ、中国の経済規模は2002年の世界第6位から2010年には日本を抜き世界第2位へと躍進した。2001年12月のWTO加盟による規制緩和が外資導入の急増をもたらし、それが高成長の起爆剤になった。しかし、2007年ごろからは投資に過度に依存した経済発展パターンの弊害や環境汚染の問題が先鋭化し、さらに、人口

動態を見ても2008年をピークに18歳人口が減少に転じるなど、経済・産業構造の高度化・転換の必要性が強く指摘されていた。

こうした中で2008年9月15日の米リーマン・ブラザーズの経営破綻を機に世界的金融危機が発生した。世界的景気低迷への対応として、2008年11月に4兆元の景気刺激策を発表した中国は、2009年に年間8%の実質G

D P成長率を死守する「保八」を合言葉に、未曾有の金融緩和を実施。2009年の人民元貸出増加額は前年比95.6%増の9.6兆元に達し、2010年末の地方政府融資平台(中国版第三セクター)の債務残高はGDP比26.7%の10.7兆元へと急膨張した。これらの資金は設備投資や不動産投資・投機に向かい、2009年の固定資産投資は前年比30.4%増を記録。中国経済は世界に先駆けて回復し、2009年の実質GDP成長率は同9.2%、2010年は同10.4%の高成長となった。2009年の需要項目別実質GDP成長率寄与度は、総資本形成が8.1%ポイントとなったが、過剰投資が問題視される中国でも投資がこれほどの寄与をしたことはない。GDPに占める総資本形成のウエイト(投資比率)と、実質GDP成長率の関係をみると、もともと中国の投資比率は高かったが、4兆元の景気刺激策の発動に伴い2009年に急上昇し、2010～12年は48%前後での推移となっ

図表3 投資効率の低下



(出所) 「中国統計年鑑2013年版」から大和総研作成

ている。その一方で、実質GDP成長率は低下傾向にあり、投資効率が大きく低下している可能性が高い。

また、4兆元の景気対策の恩恵は、中央・地方政府との関係の深い国有企業に集中し、民間の中小企業が蚊帳の外に置かれるという「国進民退」問題を引き起こしたこともある。

「無理」をした投資増加を資金面で支えたのは、当初は銀行貸出であったが、投資過熱を受けて貸出は抑制され、代わりにシャドーバンキング（影の銀行）が急膨張した。後に、それへの対応が、習近平・李克強政権への置き土産として重くのしかかることになる。

さらにいえば、4兆元の景気対策による投資主導の高成長の煽りを受け、環境保護対策がなおざりにされてしまった感も強い。中国共産党中央組織部は、2006年7月に「科学発展観の具現に要求される地方の党・政府幹部の総合評価審査のテスト方法」を策定し、地方幹部の「政績」（政治的成績）評価に新たな基準を設けた。実績評価の項目では、①資源消耗と安全生産、②社会保障、③人口と計画出産、④耕地などの資源保護、⑤環境保護、⑥一人当たりGDPとその伸び率、⑦都市と農民の収入とその伸び、⑧基礎教育、⑨都市部の就業、⑩科学技術投入と刷新、⑪一人当たり財政収入とその伸び率、⑫文化的な生活——の12項目を掲げた。さらに2007年6月には国務院が「省エネ・汚染物質排出削減総合活動計画」を発表し、政績評価項目の中で、省エネ・汚染物質の排出削減を最重視することを決定し、同項目を「一票否決」と位置付けるとした。省エネ・汚染物質排出削減目標が未達成であれば、他の評価

項目がどんなに優れていても、全体の評価は「落第」とされるという極めて厳しい、そして高く評価されるべき措置が打ち出されていたのである。

しかし、2009年の「保八」を錦の御旗に環境保護への取り組みはおろそかにされ、本来なら抑制されるべき電力、鉄鋼、有色金属、建材、石油化工、化工など、エネルギー消費量と汚染物質排出量の多い「両高」産業の投資と生産が急増してしまった。2010年4月以降は「両高」産業の生産が行政命令で抑制されたが、結局、2010年末に単位GDPに必要なエネルギー使用量を2005年比で20%削減するという、第11次5カ年計画は未達成に終わった²。日本でも頻りに報道されている通り、PM2.5に象徴される大気汚染問題や、水質汚染問題は現在でも深刻化の一途をたどっている。

結局のところ、2008年11月に発動された4兆元の景気対策は、世界に先駆けた中国の景気回復を実現する原動力となった一方で、中国経済が抱える諸問題をより深刻化させ、経済の構造転換を遅らせる元凶となった。胡錦濤・温家宝前政権の10年は、功罪相半ばと言いたいところだが、残念ながら罪の方が重いと判断せざるを得まい。

政治的には胡錦濤・温家宝前政権は集団指導体制であり、胡錦濤氏が党・軍・国家のトップを兼任するという名目上はともかく、実務権力は分散し、江沢民氏を中核とする長老勢力に一貫して配慮せざるを得ないなど、権力基盤は不安定であった。このため、強いリーダーシップで改革を断行することは難しく、高い成長率を持続し、パイをたゆまず拡大させることで一般大衆の不満を和らげ、中国共産党への支持をつなぎとめるという戦略が取られたのであろう。

2) この省エネ目標は、政府主導で必ず達成しなければならない「拘束性項目」であったが、その中で唯一未達成となった。

「統治」（政権維持）を目的に、民生の改善への注力と「無理」をした高成長路線を堅持せざるを得なかったのである。

3. 習近平・李克強政権の経済政策：①投資に過度に依存した経済発展パターンからの脱却

2012年11月8日～11月14日に中国共産党第18回党大会が開催され、翌15日の第18期党中央委員会第1回全体会議（一中全会）では、新指導部が選出され、習近平氏が共産党トップの総書記に就任。2013年3月の全人代（国会）では李克強氏が首相に就任し、習近平・李克強政権が誕生した。新政権は、胡錦濤・温家宝前政権から①投資に過度に依存した経済発展パターンの限界、②膨張する地方政府債務とシャドーバンキング、③深刻化する環境汚染、④「国進民退」に象

徴される経済改革の停滞——といった負の遺産を引き継いだが、これまでの経済政策を見る限り、安定維持が最優先され、諸問題の解決は先送りにされている印象が強い。

2013年11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（三中全会）では習近平・李克強政権の政策の青写真が示され、内外から注目された。三中全会では、「全面的改革深化」が謳われ、経済・政治・文化・社会・エコ文明・国防軍隊の6分野で60項目の改革に取り組み、2020年までに決定的な成果をもたらすとした。これら改革の方針はおおむね高い評価を受けている。

習近平総書記のトップダウンで改革を深める「全面的改革深化指導グループ」の設置、不動産ではなく「人」の都市化、一人っ子政策の若干の緩和など、あまたのポイントの中でもとりわけ注目されるのは、政績表評価項目の重点の変更である。

図表4 中国政府による主要経済目標と実績

中国政府による主要経済目標

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
実質GDP成長率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%
消費者物価上昇率	4.8%	4.0%	3.0%	4.0%	4.0%	3.5%	3.5%
都市就業者新規増加数	1,000万人	900万人	900万人	900万人	900万人	900万人	1,000万人
都市登録失業率	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
マネーサプライ（M2）	16.0%	17.0%	17.0%	16.0%	14.0%	13.0%	13.0%

（出所）各年の政府活動報告、国民経済・社会発展計画から大和総研作成

実績

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
実質GDP成長率	9.6%	9.2%	10.4%	9.3%	7.7%	7.7%
消費者物価上昇率	5.9%	-0.7%	3.3%	5.4%	2.6%	2.6%
都市就業者新規増加数	1,113万人	1,102万人	1,168万人	1,221万人	1,266万人	1,310万人
都市登録失業率	4.2%	4.3%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
マネーサプライ（M2）	17.8%	27.7%	19.7%	13.6%	13.8%	13.6%

（出所）中国統計年鑑、国民経済・社会発展統計公報から大和総研作成

具体的には、政績評価が経済成長率に偏る状況を是正し、「資源消耗、環境破壊、エコロジー効果、生産能力過剰（の抑制）、科学技術刷新、安全生産、新規債務増加（の抑制）などの項目のウエイトを高め、就業、住民の収入、社会保障、人々の健康状態をさらに重視する」とした。過剰生産能力と新規債務増加の抑制を重点としたことは、①無駄な投資と借金を増やさず、潜在的な不良債権を増やさない、②既に限界に達している投資に、過度に依存した発展パターンから決別し、消費主導の持続的な安定成長へ舵を切る——ことを意味する。

そうであれば、成長率目標はやや低めの方が、債務の急膨張を抑制し、構造改革を推進するには好都合であったはずである。しかしながら、2014年3月の全人代では2014年の実質GDP成長率を3年連続で7.5%前後に据え置いた。期待は裏切られたのである。安定成長のためと云いつつも、実態は問題が先送りされるにすぎないのではないか。2013年は地方政府債務やシャドーバンキングが急膨張する中、従来型の投資主導で7.7%成長を維持した。2014年も形は多少変わるとしても、やはり「無理」をして成長率を維持することを選んでしまったのである。

4. 習近平・李克強政権の経済政策：②急膨張した地方政府債務とシャドーバンキングへの対応

中国国内の債務問題には、急膨張する地方政府債務問題とシャドーバンキング問題の2つがある。前者は銀行貸出が5割以上を占めるなど銀行が多く貸し手リスクを負うのに対して、後者の中核をなす銀行の理財商品（資産運用商品）と信託会社の信託商品は投資家（企業や個人）がリスクを負い、銀行や信託会社は直接のリスクは負っ

ていない。銀行の不良債権の急増懸念という点で重要なのは、地方政府の債務問題である。

日本の会計検査院に相当する中国審計署は2013年12月30日に、2012年末と2013年6月末時点における「全国政府債務会計検査結果」を公表した。これによると、2013年6月末の中央・地方政府債務残高は20兆6,989億元、2012年の名目GDP比は39.8%だった。同様に中央・地方政府の偶発債務残高は9兆5,761億元、GDP比では18.4%であり、政府債務・偶発債務残高の合計は30兆2,750億元、GDP比は58.3%だった。もちろん、偶発債務が全て政府債務に置き換わるわけではない。審計署によると、政府保証債務と、政府が一定の救済責任を負う可能性のある債務の返済のうち、財政資金が負担した割合は2007年以降の最高でそれぞれ19.1%、14.6%であるという。この割合を2013年6月末の偶発債務に当てはめて政府債務として加算すると、政府債務のGDP比は39.8%から3%ポイント上乘せされた42.8%となる。この数字だけを見れば、全体として大きな問題はないようにみえるが、本質は別にある。これらは返済済みであるため不良債権と認識されない。しかし、少なくとも返済義務のある債務者やプロジェクトが返済不能に陥っていることは事実であり、潜在的な不良債権比率はかなり高いと推察される。

今後、まずなすべきは、地方政府債務・偶発債務残高をこれ以上急増させないことである。

次は、潜在的な不良債権の処理が焦点となる。当然のことながらモラルハザードへの戒めを目的に象徴的・部分的なデフォルトの発生を想定すべきであるが、大枠として、中国は抜本的な処理ではなく、時間をかけて徐々に処理を進める方針を固めたようである。

2013年12月31日(会計検査結果公表の翌日)に、国家発展改革委員会は(1) 地方政府融資プラットフォームを中心とした高利債務を中長期の社債(2013年の城投債=都市投資債券の発行利回りは単純平均で6.3%、期間は最長15年)に置き換えるなど、債務再編を強化する、(2) 資金不足に直面するプロジェクトに対して債券発行による債務返済とプロジェクト再開を認可する——ことを発表した。潜在的不良債権の抜本的な処理をするのではなく、低利債券への借り換えによる金利負担軽減と返済期限の長期化・分散化によって問題を先送りしつつ、徐々に処理を進める方針なのであろう。

こうした方針が堅持される限り、地方政府債務問題が暴発して中国経済が失速する可能性は低い。ただし、債務増加を抑制する中での既存債務の固定化により、新たな資金調達は限定される。地方政府債務問題の帰結はある程度の成長鈍化となろう。

急膨張するシャドバンキングで圧倒的な存在感を持つのが、銀行が仲介する理財商品と信託会社の信託商品である。

両者に共通する問題としては、①商品の満期と運用の期間的ミスマッチ。一部の銀行は多くの理財商品を連続販売し、資金を一括して運用する「資金プール」を利用して、異なる満期・リスクの資産プールで運用しているため、一対一対応ができず、運用がブラックボックス化している。同様に一部の信託商品は連続発行方式により、短期資金を中長期プロジェクトに投資している、②一部の理財商品と信託商品は地方政府融資プラットフォーム、不動産、生産能力過剰、エネルギー多消費・汚染物質多排出業種と企業に資金提供を行い、マクロ経済コントロールや産業構造高度化に逆行している、③一部の理財商品と信託商品の情報開示は不十分で、投資家のリスク判断を妨げている。往々にして利回りの高さを強調し、リスクに対する言及は不十分である——などが挙げられる。

しかし、大和総研が最大の問題と捉えているのは、理財商品は株式に投資するものを除き、元本割れをしたケースがなく(2013年は利回りゼロはあったが、元本割れはなかった)、よりハイリスク・ハイリターンであるはずの信託商品もデ

図表5 銀行の理財商品と信託会社の信託商品の概要

	銀行の理財商品	信託会社の信託商品
残高	2012年末は7.1兆元、GDP比13.7% 2013年9月末は9.9兆元、GDP比17.4%	2012年末は7.5兆元、GDP比14.4% 2013年末は10.9兆元、GDP比19.2%
平均利回り	5% (2013年)	8.8% (2013年)
期間	満期は1カ月～3カ月、3カ月～6カ月が多い 運用期間は1年超が多い	満期は1年～2年が多い 運用期間は中長期
投資先	債券・MMF34%、信託貸出30%、 預金21%、株式等11%、デリバティブ1%、 その他3% (2012年末)	工業・商業企業28.1%、インフラ25.3%、 金融機関12.0%、証券市場10.4%、 不動産10.0%、その他14.2% (2013年末)
最低投資金額	5万元(約85万円)以上が多い	100万元(約1,700万円)以上が多い
投資家	個人62%、プライベートバンク6%、 機関投資家32% (2012年末)	一部富裕層、機関投資家

(出所) 中国銀行業監督管理委員会、中国信託業協会資料から大和総研作成

フォルトや元本割れがなかったことである。特に、信託商品でこれまでデフォルトや元本割れがなかったのは、経営不振企業や不採算プロジェクトの元本を地方政府や信託会社が負担する「損失補てん」が行われていたためである。元本割れがなく、高利回りであれば、投資家の選好は高まるばかりで、これが理財商品と信託商品の残高急増をもたらしている。重大なモラルハザードの発生である。

こうした中で、2011年2月1日に中誠信託が組成し、中国工商銀行が販売した信託商品が3年の満期を迎える2014年1月31日にデフォルトに陥るのではないかと、との騒動が起きたが、これも最終的には「損失補てん」が行われ、元本は保護された。

2014年3月13日に行われた記者会見で李克強首相は、「中国の政府債務リスクは全体としては制御可能であり、シャドーバンキングに対する監督管理を強化している。金融商品のデフォルトは回避が難しいケースがあるが、システムミックリスクの発生を防ぐ」旨の発言をしている。金融商品のある程度のデフォルトを容認しつつ、システムミックリスクの発生を防ぐというのは、かなり綱渡り的である。恐らく、①（地方）政府との関係が密接か否か、②その地方の税収や雇用にとって重要か否か、③投資家の発言力が大きいのか否か——といった条件の全てが「否」の場合に、極めて選別的にデフォルト「させる」ことを想定しているのであろう。例えば、深圳市場上場会社の上海超日太陽能科技は、2014年3月5日付で、3月7日に支払期限を迎える社債利子が支払えない旨の声明を発表したが、同社は、①地方政府との資本関係はない純粋な民間企業、②従業員数は1,500名程度、③2会計年度連続で赤字決算のた

め、上場廃止リスクがS T（特別処理）よりもさらに高い* S Tに指定されていた上、投資家は個人投資家を中心に分散している——という特徴があった。

しかし、投資家がリスクにより敏感になることは容易に想像され、デフォルト懸念がくすぶる石炭など資源関連や、当局が抑制姿勢を強化している重厚長大産業向けの信託商品の人気は大きく低下する可能性がある。シャドーバンキングを通じた資金仲介が停滞するのであれば、銀行貸出がそれを一部補わざるを得ない。バランスシートから外したリスクを再び銀行が負うことで、銀行の潜在的な不良債権の増加懸念も高まろう。社会資金調達額に占める人民元貸出のウエイトは、2013年の51.4%から2014年1月～2月には55.7%に上昇した。こうした動きが既に始まっているのかもしれない。銀行と大型国有企業との密接な関係は、「国進民退」が一段と進むことを示唆する。

さらに、足元の景気減速を受けて、マーケットでは2012年5月以降20.0%（大手行）で据え置かれている預金準備率を引き下げて、金融面から景気をサポートすべきとの声が高まっている。銀行貸出の一段の増加への期待の表れであるが、大幅な引き下げが実現する場合は、銀行貸出への依存度が再び高まると同時に、将来的な不良債権の増加懸念が増大することになる。

5. 習近平・李克強政権の経済政策：③二極化する住宅市場への対応

中国の住宅市場は二極化している。その元凶の一つが4兆元の景気対策であった。

4兆元の景気対策による空前の住宅建設ブームが、需要の多くない地方都市でも巻き起こり、例えば内モンゴル自治区のオールドスに象徴される鬼

図表6 中国100都市の不動産市場の類型

トップ・リード型都市 2都市 東部2都市	北京(1)、上海(2)
リード型都市 13都市 東部8都市	広東省広州(4)、天津(6)、遼寧省瀋陽(9)、広東省深圳(10)、江蘇省南京(11)、遼寧省大連(12)、江蘇省蘇州(13)、浙江省杭州(15)
中部2都市	湖北省武漢(5)、安徽省合肥(14)
西部3都市	重慶(3)、陝西省西安(7)、四川省成都(8)
潜在力型都市 30都市 東部20都市	山東省青島(17)、福建省廈門(22)、江蘇省無錫(23)、広東省珠海(24)、福建省福州(25)、広東省仏山(27)、山東省煙台(28)、江蘇省徐州(29)、江蘇省揚州(30)、河北省石家荘(33)、浙江省寧波(34)、広東省東莞(35)、河北省唐山(36)、江蘇省常州(37)、山東省済南(38)、江蘇省淮安(41)、広東省惠州(42)、浙江省紹興(43)、山東省濰博(44)、河北省保定(45)
中部5都市	湖南省長沙(16)、河南省鄭州(18)、江西省南昌(19)、山西省太原(21)、吉林省長春(31)
西部5都市	貴州省貴陽(20)、雲南省昆明(26)、新疆・ウルムチ(32)、甘肅省蘭州(39)、広西・南寧(40)
脆弱型都市 41都市 東部都市19都市	遼寧省營口(51)、江蘇省南通(52)、浙江省嘉興(57)、山東省濰坊(58)、山東省済寧(59)、江蘇省連雲港(61)、福建省泉州(63)、遼寧省鞍山(65)、河北省秦皇島(69)、広東省汕頭(70)、山東省泰安(71)、浙江省金華(74)、山東省臨沂(75)、河北省張家口(76)、河北省廊坊(77)、広東省江門(79)、広東省湛江(80)、広東省中山(81)、河北省滄州(84)
中部都市15都市	黒竜江省大慶(46)、黒竜江省ハルビン(47)、安徽省蕪湖(49)、江西省贛州(50)、江西省九江(53)、湖北省襄樊(55)、吉林省吉林(56)、湖南省株州(60)、湖南省湘潭(62)、湖南省岳陽(64)、河南省洛陽(66)、湖北省宜昌(67)、湖南省衡陽(78)、安徽省六安(82)、湖南省常德(83)
西部都市7都市	内モンゴル・パオトウ(48)、陝西省咸陽(54)、四川省綿陽(68)、貴州省遵義(72)、四川省南充(73)、広西・桂林(85)、甘肅省天水(86)
危険型都市 14都市 東部都市3都市	海南省海口(88)、海南省三亜(89)、浙江省温州(100)
中部都市3都市	安徽省馬鞍山(92)、湖北省黄石(95)、安徽省淮南(97)
西部都市8都市	内モンゴル・フフホト(87)、寧夏・銀川(90)、陝西省宝鶏(91)、陝西省榆林(93)、青海省西寧(94)、寧夏石嘴山(96)、内モンゴル・オルドス(98)、広西・北海(99)

(注) 括弧内は投資価値の順位

(出所) 深圳世聯地産顧問株式会社、上海同済大学不動産研究所「都市不動産の投資価値研究—二極化市場での価値探究」(2014年1月)

城(ゴーストタウン)が誕生したのである。この結果、需要が旺盛で供給が相対的に不足する一部大都市と、需要が低調で供給が過剰な一部地方都市が同時に存在する、住宅市場の「二極化」現象が先鋭化している。

深圳世聯地産顧問株式会社と上海同済大学不動産研究所が共同で作成した「都市不動産の投資価値研究—二極化市場での価値探究」(2014年1月)は、中国100都市の不動産市場を①都市人口(常住人口、都市化潜在力)、②経済産業の発展度合い(一人当たりGDP、経済発展度合い、貸出残高、都市住民一人当たり可処分所得、累計公共財政支出、経済開放度)、③市場特性(市場

取引活発度、市場信頼感指数、不動産開発潜在力)——を基準に4つのカテゴリーに分類している。具体的には、

- (1) リード型…経済産業が発展し、増加する都市人口に対して十分な就業・投資機会を与えることが可能な都市で、持続的な収入増加に裏付けされた旺盛な住宅需要が存在する。過度の住宅開発はなされず、在庫圧力が小さく、住宅価格は上昇。特に北京と上海の優位性は突出しており、トップ・リード型と位置付けられる。
- (2) 潜在力型…住宅市場の発展にある程度の条件を有する都市。ただし、長春、煙台、石家荘

などは行き過ぎた不動産開発により、住宅供給は過剰であり、今後供給をコントロールしなければ、評価が下がる可能性がある。一方で、徐州、厦門、長沙は不動産市場が活況で在庫調整も進展しており、今後はリード型にアップグレードする可能性がある。

- (3) 脆弱型…人口、経済などファンダメンタルズが弱く、市場潜在力が小さい都市。3級と4級の地方都市が多い。
- (4) 危険型…都市人口や経済産業の発展度合いは「脆弱型」と遜色ないが、深刻な供給過剰、市場縮小、不動産価格の下落に見舞われている都市。

こうした状況下で、2013年10月に開催された中国共産党政治局の集団学習会では、供給不足のために住宅価格が上昇している一部大都市に対して、従来の投資・投機需要抑制から、住宅（特に保障性住宅）の供給増加に政策をシフトしていくことが確認された。その一方で、壮大な都市計画の頓挫で重大な供給過剰を抱える一部地方都市への処方箋はいまだに明らかになっていない。不動産建設を担ってきた地方政府融資平台の処理問題とも絡むだけに、当面は問題の先送りが選択されているのであろう。

6. 習近平・李克強政権の経済政策：④深刻化する環境汚染への対応

胡錦濤氏が総書記として最後に主宰した2012年11月の中国共産党第18回党大会では、党規約の改正が行われ、「エコ文明建設」が中国の特色ある社会主義事業の支柱の一つに加えられた。社会主義事業の支柱は、従来の経済建設、政治建設、文化建設、社会建設の「四位一体」に、「エコ文明建設」を加えた「五位一体」とされる。背

景は、言うまでもなく、資源制約の激化、環境汚染の深刻化、生態系の破壊という現状への危機感である。既述の通り、2010年までの第11次5カ年計画では、単位GDPに必要なエネルギー使用量削減率が目標に達することができなかった。中国は二酸化硫黄や二酸化炭素の最大排出国となっている。「エコ文明建設」には、国内の徹底的な省エネ・省資源とクリーンエネルギーの開発強化、環境保護投資の増加が不可欠である。

2014年3月の全人代では、①2014年は鉄鋼2,700万トン、セメント4,200万トン、板ガラス3,500万重量箱（1重量箱は約50kg）分の旧式生産能力を廃棄し、第12次5カ年計画期の廃棄任務を1年前倒しで実施する。真の「圧縮」を成し遂げ、リバウンドが二度と起こらないようにする、②大気汚染対策の強化。2014年は小型石炭ボイラーを5万台廃棄し、石炭火力発電1,500万kw分に脱硫装置を、1.3億kw分に脱硝装置を、1.8億kw分に集塵装置を取り付け（2013年の中国の火力発電設備容量は8.6億kw）、排ガス基準をクリアしていない旧型車を600万台廃棄し、全国で国4（ユーロ4）に適合するガソリンを供給する、③2014年に単位GDP当たりのエネルギー消費量を前年比3.9%以上削減（2013年の実績は同3.7%削減）し、二酸化硫黄排出量とCOD（化学的酸素要求量）はそれぞれ同2%以上削減する（2013年の実績はそれぞれ同3.5%削減、同2.9%削減）——ことが目標とされた。

しかし、こうした目標設定は毎年恒例であり、例えば、①の旧式生産能力の廃棄は毎年超過達成をしているが、実情は「一時休止」にすぎない。問題は実際の「廃棄」（真の「圧縮」）をどう担保するかであるが、この点について具体的な方策は盛り込まれていない。なぜ完全に廃棄できないの

か？ それは、中央政府にしてみれば廃棄が当然でも、その地方にしてみれば、その設備（企業）は税収、雇用面から極めて重要でつぶすにつぶせないという事情がある。これは地方政府債務問題やシャドーバンキング問題とも相通じる構図である。

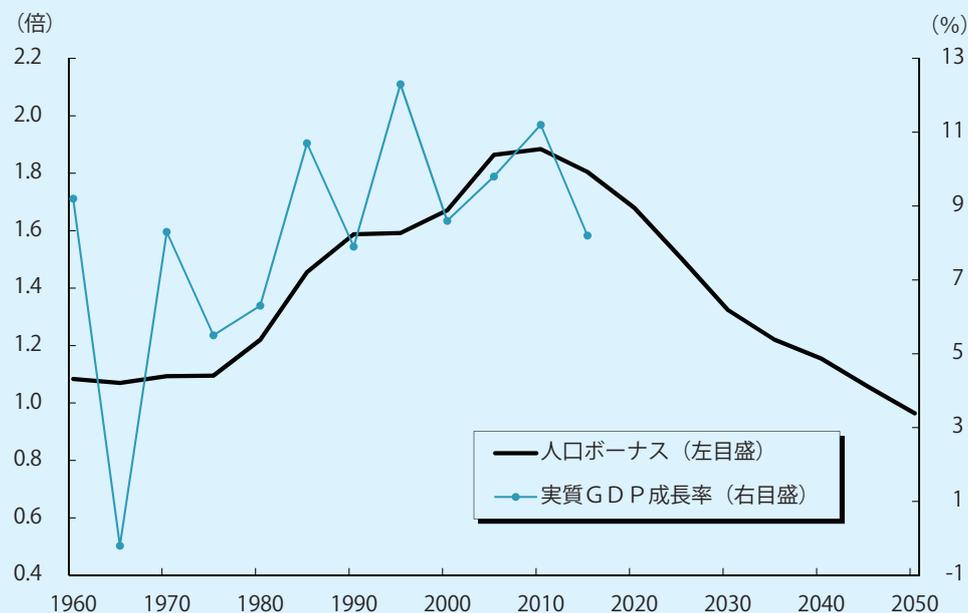
7. 中国経済の行方

以上をまとめると、本稿のテーマ「習近平・李克強政権下で経済政策は変わるのか？」に対する現時点の答えは「変わっていない」となる。その一方で、習近平氏は、党・国家・軍のトップを兼任し、2013年11月の三中全会で設置が決定された「全面的改革深化指導小グループ」（改革の総合設計、統括的調整・協調、全体的推進、実施・

監督に責任を負う）と、「国家安全委員会」（国家安全体制と国家安全戦略を整備し、国家の安全を確保する）のトップにも就任するなど、胡錦濤前総書記とは異なり、権限を集中させている。これは、改革の意思決定権と断行力を高め、抵抗勢力（既得権益層）を封じ込めるためなのかもしれない。今はその準備段階であるが故の「まだ」決められない政治が行われている可能性があり、今後の動向に注目したい。

いずれにせよ、いつまでも問題を先送りにして、「無理」をした成長を続けることは困難であり、いずれは胡錦濤・温家宝政権時代の負の遺産への対応に真剣に取り組んでいく必要がある。これまで見てきた、①投資に過度に依存した経済発展パターンからの脱却、②急膨張した地方政府債務とシャ

図表7 中国の人口ボーナス値と実質GDP成長率の推移



(注1) 人口ボーナス値は、生産年齢人口÷(14歳以下人口+年金受給年齢人口)

(注2) 実質GDP成長率は5年間の平均、1977年以前は実質国民収入成長率で代用。直近は2011年～2013年の平均

(出所) 国連統計(2010年版)、国家統計局から大和総研作成

3) 一方で、大都市の住宅供給増加や環境保護投資の増強は成長加速要因である。

ドーバンキングへの対応、③二極化する住宅市場への対応、④深刻化する環境汚染への対応——のうち①～③の帰結の多くは成長率の鈍化となる³。例えば、①について、日本の経験では、需要項目別には投資、産業別には製造業がけん引役の時代がまさに高度成長期であり、経済が成熟化し、消費とサービス業がけん引役になるにつれて、成長率は低下していった。つまり、投資主導から消費主導の経済発展パターンへの転換により、持続的安定成長を目指すというのは、成長率が低下していくことにほかならない。

さらに、今回のテーマからは外れるが、人口ボーナス（15歳～59歳の生産年齢人口÷非生産年齢人口）は2010年で既にピークとなり、早晩、人口ボーナスが経済成長の足枷となることもある。

習近平・李克強政権は2013年11月の三中全会で一人っ子政策の緩和を発表し、「夫婦のいずれかが一人っ子の場合、第2子の出産・養育が可能」とした。ただし、その効果を過大視するのは禁物である。長期にわたる一人っ子政策継続により、出産年齢人口が減少していくことから、生産年齢人口が増加に転じることはないだろうし、将来、減少に転じる人口が再び増加することはあるまい。中国南開大学の研究によれば、今回の一人っ子政策の緩和によっても、生産年齢人口は2012年の9.37億人から2030年は8.77億人（政策を緩和しなければ8.75億人）、2050年には7.26億人（同7億人）に減少するという。要は生産年齢人口の減少ペースを若干緩やかにする効果しか期待できないのである。人口ボーナス期は働き手が多い一方で、養育費のかかる子どもと、年金・医療の社会負担の大きい高齢者が少ない状態であり、人口ボーナス値の上昇により、経済には、労働投入量の増加、社会保障負担の減少、貯蓄率の

上昇といったプラスの効果もたらされる。少子高齢化の進行でこの歯車は逆回転する。すなわち、労働投入量の減少、高齢者社会保障負担の増加、貯蓄率の低下が、経済成長を押し下げるのである。中国の成長率鈍化は人口動態変化の必然なのである。

中国の「高速」成長時代は終わりを告げ、「中速」成長へのソフトランディングへの模索が続く。さらに人口オナーナスによる成長鈍化もある。中長期的には、世界経済のエンジンとしての中国の役割は徐々に低下していこう。

[著者]

齋藤 尚登（さいとう なおと）



経済調査部
シニアエコノミスト
担当は、中国経済・株式市場制度