

2015年6月23日 全7頁

# 中国：インフラ投資増強と高まる銀行依存度

やりすぎれば低効率の投資と無駄な借金が増加

経済調査部  
主席研究員 齋藤 尚登

## [要約]

- 景気下支えを目的に、中国政府はインフラ投資や民生改善のための投資を一段と加速させようとしている。国家発展改革委員会によると、2011年～2014年合計の軌道交通向けの投資額は8,600億元（年平均2,150億元）だったが、2015年は3,000億元以上を投じるといふ。6月17日に開催された国務院常務会議では、今後3年間で1,800万戸（年平均600万戸）の都市バラック地区の改修と1,060万戸の農村老朽家屋の改修・補強を行うとした。2013年7月時点では、2013年～2017年の5年間に1,000万戸（年平均200万戸）の都市バラック地区の改修を目標としており、今回の決定により、年間目標は3倍に引き上げられることになる。
- 問題は資金調達である。4兆元の景気対策が発動された当時の重要な資金調達手段には、銀行貸出に加え、潤沢な土地使用権譲渡収入と、地方政府融資平台（中国版第三セクター）によるシャドーバンキング経由の短期・高金利の資金調達があった。しかし、土地使用権譲渡収入は少なくとも短期的に、シャドーバンキング経由の資金調達は中期的にも多くを期待することはできない。
- 政府が大きな期待を寄せるのが、PPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ：官民連携）による民間資本の導入である。しかし、民間資本にしてみれば、インフラ投資は投資金額が大きく、投資回収期間が長期化する上、政府による計画の変更・不履行リスクや投資回収計画の甘さ、公共料金改定の難しさなど、自らの経営努力では如何ともしがたい問題があり、それが投資に躊躇せざるを得ない要因となっている。
- 今後、投資をさらに増強する場合、その多くは中国政府との関係が密接な銀行からの貸出増加に頼らざるを得ず、それは既に始まっている。中国では、景気下振れリスクが高まるにつれて、「成長維持」に政策の重点が大きくシフトしている。その方法は、インフラ投資などの増強とそれを金融面で支える銀行貸出の増加という伝統的なものである。ある意味で政策は分かりやすくなったが、匙加減は難しい。やりすぎれば、効率の低い投資と無駄な借金（不良債権）の増加という、やはり中国が抱える伝統的な問題の先鋭化を招くだけである。

## 景気下支えのためインフラ投資を増強へ

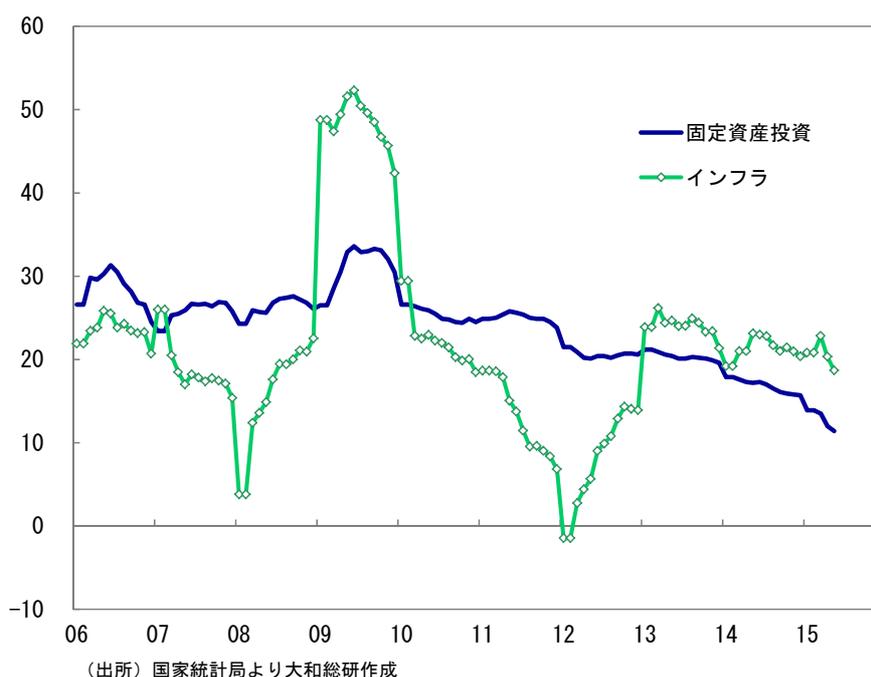
景気下支えを目的に、中国政府はインフラ投資や民生改善のための投資を一段と加速させようとしている。

中国経済は固定資産投資の減速を主因に、これまでの10%前後の高成長から2012年以降7%台の成長に減速している。中国政府は固定資産投資の急減速を回避するために、インフラ投資を増強し、同投資は2013年以降、前年比20%増前後の高い伸びを維持してきた。

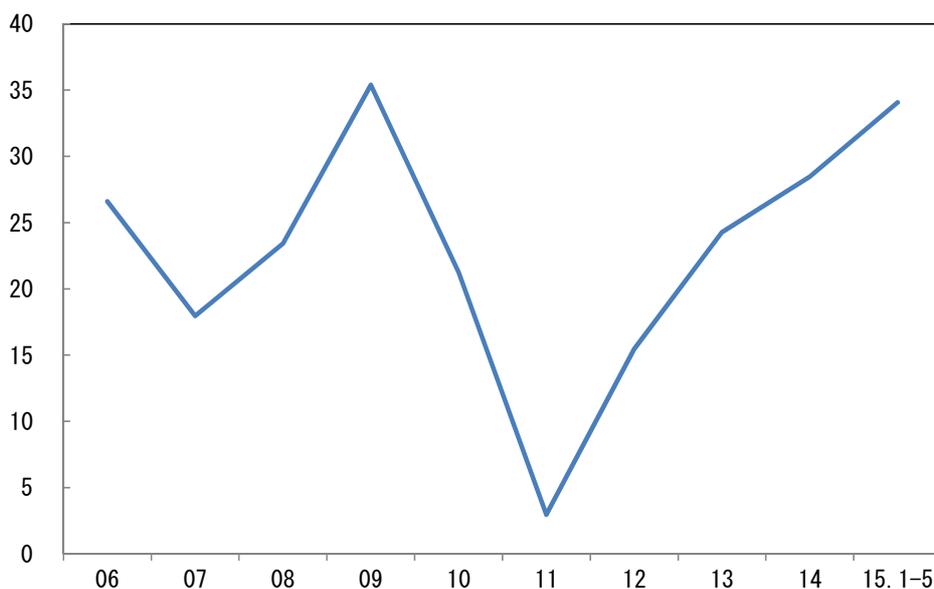
固定資産投資は2014年の前年比15.7%増から2015年1月～5月は前年同期比11.4%増へと減速したが、インフラ投資は同20.4%増から同18.7%増へ小幅な減速にとどまっている（図表1）。インフラ投資の内訳をみると、同投資の1/3を占める公共施設管理業投資は減速した一方で、景気下支え策の目玉とされる鉄道向けは同16.6%増⇒同24.2%増へ、道路向けは同20.3%増⇒同21.6%増へと伸びが加速している。

図表2は、固定資産投資の年間増加額に占めるインフラ投資増加額の割合の推移である。リーマン・ショックを契機とする世界的景気低迷に対応するため2008年11月に発動された4兆元の景気対策ではインフラ投資が急増し、2009年の固定資産投資増加額に占めるインフラ投資増加額の割合は35.4%に達した。投資過熱を受けてインフラ投資は抑制され、同割合は2011年には3.0%まで低下したが、2013年以降、景気下支えを目的としてインフラ投資が増強されたのは既述のとおりであり、同割合は2015年1月～5月には34.1%へ上昇した。2009年は急増する固定資産投資の牽引役、足元は投資減速下での下支え役と状況は異なるが、中国はインフラ投資への依存度を再び大きく高めている。

図表1 固定資産投資とインフラ投資の推移（1月からの累積の前年同期比）（単位：%）



図表 2 固定資産投資増加額に占めるインフラ投資増加額の割合（単位：％）



（出所）国家統計局より大和総研作成

こうしたなか、中国政府は景気下支えを目的に、鉄道、水利、環境、保障性住宅といったインフラ投資や民生改善のための投資をさらに増強しようとしている。

国家発展改革委員会によれば、2011年～2014年の軌道交通（地下鉄、ライトレールなど）向けの投資額は、8,600億元（年平均2,150億元）だったが、2015年は3,000億元以上を投じるといふ。2011年以降の新規建設距離は平均で年間400kmであるのに対して、2016年以降は年平均500km以上の建設を目指す。国家発展改革委員会によるプロジェクト認可も加速しており、2015年1月以降だけでも、山東省済南市都市軌道建設計画（437.2億元）、広西省南寧市都市軌道交通建設計画（2015年～2021年、529.4億元）、江蘇省南京市都市軌道交通第二期建設計画（2015年～2020年、1,202.2億元）、江西省南昌市都市軌道交通第二期建設計画（2015年～2021年、610.9億元）、内モンゴル自治区フフホト市都市軌道交通建設計画（2015年～2020年、338.8億元）などの案件が認可を受けている（図表3）。

この他、6月17日に開催された国務院常務会議では、今後3年間で1,800万戸（年平均600万戸）の都市バラック地区の改修と、1,060万戸の農村老朽家屋の改修・補強を行うこと<sup>1</sup>、さらには周辺地区の公共交通、電気水道ガス、通信網などのインフラ整備を推進することを決定した。2013年7月に発表された「バラック地区改修加速に関する国務院の意見」では、2013年～2017年の5年間に1,000万戸（年平均200万戸）の都市バラック地区の改修を目標としており（農村については言及されていない）、今回の決定により、年間目標は3倍に引き上げられることになる。

<sup>1</sup> 2008年～2014年の実績は、都市バラック地区の改築2,080万戸（年平均297.1万戸）、農村老朽家屋の改築・補強1,565万戸（年平均223.6万戸）であった。

図表 3 2015 年以降認可された主なインフラ投資プロジェクト

発表日	プロジェクト名	金額 (億元)
2015/1/16	山東省済南市都市軌道建設計画	437.2
2015/1/16	雲南省弥勒市～蒙自市の鉄道プロジェクト	94.2
2015/1/26	貴州省遵義市～貴陽市の道路改造プロジェクト	223.5
2015/1/26	雲南省シャングリラ市～麗江市の道路建設プロジェクト	203.2
2015/1/26	遼寧省鉄嶺市～本溪市の道路プロジェクト	79.7
2015/1/26	浙江省杭州市～江蘇省南京市の高速道路の浙江省部分の改造プロジェクト	29.5
2015/1/28	民用航空通信網プロジェクト	14.0
2015/1/28	甘肅省隴南市成州民用空港建設	11.9
2015/1/29	湖北省武漢市青山長江道路大橋プロジェクト	53.6
2015/2/9	遼寧省大連港大窯湾港区四期プロジェクト	37.7
2015/2/27	山東省日照港嵐山港区原油埠頭二期プロジェクト	12.0
2015/4/7	湖南省湘江二級航路二期プロジェクト	30.0
2015/4/27	重慶市巫山県民用空港プロジェクト	16.4
2015/5/18	山東省済南市～青島市の高速鉄道プロジェクト	599.8
2015/5/18	広西省南寧市都市軌道交通建設計画 (2015年～2021年)	529.4
2015/5/18	江蘇省徐州市～淮安市、徐州市～塩城市の鉄道プロジェクト	414.9
2015/5/18	内モンゴル自治区通遼市～京滬高速鉄道新民北駅までの鉄道プロジェクト	220.1
2015/5/18	内モンゴル自治区赤峰市～京滬高速鉄道喀左駅の鉄道プロジェクト	204.4
2015/5/20	江蘇省南京市都市軌道交通第二期建設計画 (2015年～2020年)	1,202.2
2015/5/20	江西省南昌市都市軌道交通第二期建設計画 (2015年～2021年)	610.9
2015/5/20	内モンゴル自治区フフホト市都市軌道交通建設計画 (2015年～2020年)	338.8
2015/5/25	合計1,043件、1.97兆元のPPP (官民連携) インフラプロジェクトを発表	19,700.0
2015/5/26	青海省札麻隆村～倒淌河鎮の道路改造プロジェクト	52.2
2015/5/26	湖北省嘉魚県長江道路大橋プロジェクト	30.4
2015/6/10	河南省商丘市～浙江省杭州市の鉄道プロジェクト	960.8
2015/6/10	海南省海口市美蘭国際空港二期改造プロジェクト	144.7
2015/6/10	広西省沿海鉄道合浦駅～広東省湛江駅の鉄道プロジェクト	138.0

(出所) 国家発展改革委員会資料により大和総研作成

## 資金調達には銀行貸出への依存度を高める

インフラを増強しようとしても資金調達が伴わなければ、それは絵に描いた餅に終わることになる。4兆元の景気対策が発動された当時の重要な資金調達手段には、銀行融資に加え、潤沢な土地所有権譲渡収入と、地方政府融資平台（中国版第三セクター）によるシャドーバンキングを経由した短期・高金利の資金調達があった。しかし、土地所有権譲渡収入は少なくとも短期的に、シャドーバンキング経由の資金調達は中期的にも多くを期待することはできない。

個人や法人の土地所有が認められない中国では、使用権（商業は50年、住宅は70年）が売買され、この土地所有権譲渡収入は、地方政府の重要な収入源となり、一部がインフラ投資に充当されてきた。しかし、2014年以降の住宅販売の不振を受け、土地所有権譲渡収入は、2013年の前年比42.8%増（4.12兆元）から、2014年は同3.3%（4.26兆元）しか増えず、2015年1月～4月に至っては同38.2%減（9,016億元）へと落ち込んだ。地方政府はインフラ投資や経済建設等の資金源に汲々としているのが現状であろう。

2015年3月30日に、中国政府がこれまでの「実物投資を煽らない」という方針を転換し、二重ローン認め、保有2年（従来は5年）以上の転売で営業税を免税とするなど、なりふり構わない住宅市場テコ入れ策を発表したのは、上記のような状況への配慮もあつたのであろう。

次に、地方政府債務問題については、2014年10月に、①地方政府債務を分類し、残高を確定した上で、今後は「減らすだけで増やさない」との強い姿勢が示され、②地方政府融資平台から政府資金調達機能を切り離し、一部地方政府融資平台の処理を進める方針が打ち出された。もちろん、地方政府債務残高を「減らすだけで増やさない」というのは、多分にスローガンの

な色彩が濃く、割り引いて考える必要があるが、それでも名目成長率を超える増加は回避しようとしている。

中国政府は、2015年に返済期限を迎える地方政府債務のうち、第一弾として1兆元分、第二弾でも1兆元分を銀行など債権者と協議の上、地方債に置き換える方針を発表した。地方政府債務の長期化・分散化・低金利化を図ることで、当面の危機は回避されようが、これはあくまでも債務構造の良化であり、新たな資金調達を大きく増やす性質ものではない。

こうしたなかで、政府が大きな期待を寄せるのが、PPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ：官民連携）による民間資本の導入である。BOT（建設 - 運営 - 譲渡）方式によるプロジェクト等は従来から実施されていたが、5月25日に国家発展改革委員会が1,043件、総額1.97兆元（約40兆円）ものPPPによるインフラ投資プロジェクトをホームページ上で公開したことで大いに注目された。これは各地方の発展改革委員会が推薦し、国家発展改革委員会が認可したものであり、分野別には水利インフラ設備、交通インフラ設備、都市行政インフラ設備、公共サービス、エコ・環境などが中心である。リストでは、所在地、業種、建設内容と規模（投資金額）、政府の参加方式（特許経営、出資、投資補助、財政補助など）、PPPの種類（出資、BOT、BTO<sup>2</sup>、BOO<sup>3</sup>など）、連絡方法・連絡先などの情報が一覧表となっている。

もちろん、これらのプロジェクトが全て実施されるわけではなく、現地報道では契約率は20%前後となるとの見方が多い。政府にしてみれば、PPPによって地方政府（融資平台）による投資負担の軽減と同時にインフラ増強による景気下支えが期待できるわけだが、民間資本にしてみれば、インフラ投資は投資金額が大きく、投資回収期間が長期化する上、政府による計画の変更・不履行リスクや投資回収計画の甘さ、例えば公共料金改定の難しさなど、自らの経営努力では如何ともしがたい問題があり、それが投資に躊躇せざるを得ない要因となっていよう。契約率の低さは、民間資本が収益性やリスクを重視する「健全性」の高さの裏返しでもある。

結局、インフラ投資や民生改善のための投資をさらに増強する場合、その多くは中国政府との関係が密接な銀行からの貸出増加に頼らざるを得ず、それは既に始まっている。

2014年4月に導入された、担保付き補完貸出(Pledged Supplementary Lending=PSL)は、中国人民銀行による政策銀行を中心とする銀行への中長期貸出(3年)であり、インフラや民生改善のための貸出をサポートする。2014年には、バラック住宅区の改修を目的に、1兆元の貸出枠が設定され、2014年に3,831億元、2015年1月～5月は2,628億元が貸し出され、残高は6,459億元となっている。金利は市場金利より1%ポイント以上低く、導入当初の年4.5%から4回の引き下げ(2014年9月、11月、2015年3月、5月)を経て、2015年5月以降は3.1%の優遇金利が適用されている。報道によれば、このPSLの貸出期間は3年から3年～5年に長期化され、

<sup>2</sup> BTOは建設 - 譲渡 - 運営。

<sup>3</sup> BOOは建設 - 所有 - 運営を民間が行う。

貸出枠も 1.5 兆円まで拡大したとされる。

インフラ投資等に限った話ではないが、経済全体の資金調達も銀行貸出への依存度が大きく高まっている。2015年1月～5月の社会資金調達金額は前年同期比 19.2%減となったが、人民元貸出（銀行貸出）増加額は同 12.9%増であったのに対して、それ以外は同 57.7%減と急減した。なかでもシャドールバンキングと関係の深い委託貸出増加額は同 63.4%減、銀行引受手形増加額は同 79.4%減、信託貸出増加額に至っては純減（回収超過）となっている（図表 4）。社会資金調達金額のウエイトを見ると、人民元貸出増加額は 76.1%に達し、資金調達手段の多様化という政府方針とは裏腹に、銀行貸出への依存度は 10 年前の水準まで高まっている（図表 5）。

図表 4 社会資金調達金額の前年比・前年同期比伸び率（単位：％）

	社会資金 調達金額	内訳						
		人民元貸出 増加額	外貨貸出 増加額	委託貸出 増加額	信託貸出 増加額	未割引の 銀行引受手形 増加額	企業債券 増加額	非金融企業の 域内株式発行 増加額
2003年	69.6	49.7	212.6	243.4	—	純減→純増	36.0	-11.0
2004年	-16.1	-18.0	-39.6	418.8	—	純増→純減	-6.4	20.4
2005年	4.8	3.8	2.5	-37.1	—	純減→純増	330.4	-49.6
2006年	42.3	33.9	3.1	37.4	—	6,150.0	14.9	353.1
2007年	39.7	15.2	164.8	25.1	106.3	346.7	-1.1	182.1
2008年	17.0	35.0	-49.6	26.4	84.7	-84.1	141.8	-23.3
2009年	99.3	95.6	375.9	59.1	38.8	502.1	123.9	0.8
2010年	0.8	-17.2	-47.6	29.0	-11.4	264.4	-10.5	72.7
2011年	-8.5	-6.0	17.7	48.2	-47.4	-56.0	23.5	-24.4
2012年	22.9	9.8	60.4	-1.0	531.5	2.2	65.1	-42.7
2013年	9.9	8.4	-36.2	98.4	43.3	-26.1	-19.7	-11.5
2014年	-5.2	10.0	-39.2	-1.6	-71.9	純増→純減	31.5	96.0
2015年1～5月	-19.2	12.9	純増→純減	-63.4	純増→純減	-79.4	-33.4	68.0

（注）社会資金調達金額は金融システムから経済に供給された資金のネット増加額（または減少額）  
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

図表 5 社会資金調達金額のウエイト（単位：％）

	社会資金 調達金額	内訳						
		人民元貸出 増加額	外貨貸出 増加額	委託貸出 増加額	信託貸出 増加額	未割引の 銀行引受手形 増加額	企業債券 増加額	非金融企業の 域内株式発行 増加額
2003年	100.0	81.1	6.7	1.8	—	5.9	1.5	1.6
2004年	100.0	79.2	4.8	10.9	—	-1.0	1.6	2.4
2005年	100.0	78.5	4.7	6.5	—	0.1	6.7	1.1
2006年	100.0	73.8	3.4	6.3	1.9	3.5	5.4	3.6
2007年	100.0	60.9	6.5	5.7	2.9	11.2	3.8	7.3
2008年	100.0	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2009年	100.0	69.0	6.7	4.9	3.1	4.6	8.9	2.4
2010年	100.0	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2011年	100.0	58.2	4.5	10.1	1.6	8.0	10.6	3.4
2012年	100.0	52.0	5.8	8.1	8.1	6.7	14.3	1.6
2013年	100.0	51.3	3.4	14.7	10.6	4.5	10.5	1.3
2014年	100.0	59.6	2.2	15.3	3.2	-0.8	14.5	2.7
2015年1～5月	100.0	76.1	-0.2	5.7	-0.3	1.9	9.9	4.2

（注1）社会資金調達金額は金融システムから経済に供給された資金のネット増加額（または減少額）

（注2）その他があるため、内訳の合計は100にならない

（出所）中国人民銀行より大和総研作成

シャドバンキングの資金仲介機能が大きく低下するなかで、景気下支えを金融面でサポートするには、銀行貸出への依存度を一段と高めるしか方法はないのである。

2013年11月に開催された中国共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）以降、中国は改革深化を前面に掲げ、持続的安定成長との両立を図ってきたが、景気下振れリスクが高まるにつれて、「成長維持」に政策の重点が大きくシフトした。その方法は、インフラ投資などの増強とそれを金融面で支える銀行融資の増加という伝統的なものである。ある意味で政策は分かりやすくなったが、匙加減は難しい。やりすぎれば、効率の低い投資と無駄な借金（不良債権）の増加という、やはり中国が抱える伝統的な問題の先鋭化を招くだけである。