

2018年6月20日 全9頁

中国：影の銀行の過度の抑制もリスク要因に

米中摩擦の本質はハイテク覇権争い

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 5月単月の社会資金調達金額のネットの増減額は、委託貸出、信託貸出、未割引の銀行引受手形、企業債券が純減（回収・償還超過）となり、シャドーバンキング経由の資金調達が極端に抑制されたことが示されている。こうした状況が続けば、小型・零細企業は資金調達難に陥り、資金繰りの悪化から企業倒産が増加する可能性がある。これを回避するために、中国人民銀行は小型・零細企業向け貸出の増加に向けたサポートを強化している。
- 米中が貿易戦争に突入する事態が回避されるとの安堵感が広がったのも束の間、米トランプ政権は知的財産権侵害への制裁として中国からの輸入品 500 億米ドル分に 25%の追加関税をかけると表明した。6月15日にはそのリストが発表され、うち 340 億米ドル分は 7月6日に発動する。さらに、米トランプ大統領は 6月18日、新たに 2,000 億米ドル分に 10%の追加関税をかけることを検討しているとした。それぞれに対して中国は即座に対抗措置を講じる構えである。米国の狙いは単に貿易不均衡の是正だけではなく、ハイテク面での優位性を維持・強化することにある。7月6日までに何らかの取引が行われ、発動が回避される可能性は残っているが、これで話は終わりにはなるまい。米中摩擦の本質はハイテク覇権争いであり、この問題は形を変えて、さらに長期化・複雑化していく可能性が高い。

シャドーバンキングの過度の抑制もリスク要因に

中国では、リーマン・ショック後の4兆元（当時の為替レートで約57兆円）の景気対策によって、インフラ、不動産、製造業を中心に資金需要が一気に高まり、銀行貸出だけでなく、シャドーバンキング（影の銀行）からの資金調達も急膨張した。中国人民銀行によると、社会資金調達残高のGDP比は2008年末の118.9%から2017年末に211.1%へ急上昇したが、銀行貸出（人民元＋外貨）が97.2%⇒146.9%と1.5倍になったのに対して、それ以外の広義のシャドーバンキング（企業債券発行＋委託貸出＋信託貸出＋株式発行など）は21.6%⇒64.2%と3.0倍に膨れ上がった。これを商品として支えるのが資産運用商品であり、資金の相当程度が、国有企業や地方政府融資平台（中国版第3セクター）、不動産開発業者への迂回融資、さらにはこうした企業等が発行した企業債券等の購入に充当された。

中国のシャドーバンキングは様々なリスクを抱えている。例えば、企業債の発行主体は、国有企業や地方政府融資平台が中心であり、政府の暗黙の保証が付与されているとの思惑が、発行体と投資家のモラルハザードを生んでいる。同様のモラルハザードは、資産運用商品にも蔓延している。中国では基準価格が開示されるファンド等以外では、元本割れは稀である。これを「剛性兑付」（確実償還）といい、「理財商品」がその代表例である。「剛性兑付」を可能にしているのが、資産運用商品の資金プール運用であり、それでも損失が出そうな場合は地方政府や金融機関が補てんすることがある。資金プール運用では、複数の資産運用商品がどんぶり勘定で一括管理され、一つ一つの商品の収益とリスクが全くの不明瞭となる。資産運用商品の期限は短期のものが多く、運用は長期債権や中長期の企業債等で行われるため、資金プールを利用して期限の到来した商品から順次償還することが行われる。仮に一部の資産が毀損していたとしても、資金が流入し続ける限り問題は生じないが、何らかの理由で資産運用商品への資金流入が困難になると、元本割れとなるケースが増大するリスクを抱えている。

こうした状況下で中国政府は2017年春以降、「金融リスクの防止」に政策の重点を置いた。金融当局は金融機関の資金調達・運用に対する監督管理を強化し、企業に対してはデレバレッジ（負債率の低下）を求めるようになったのである。

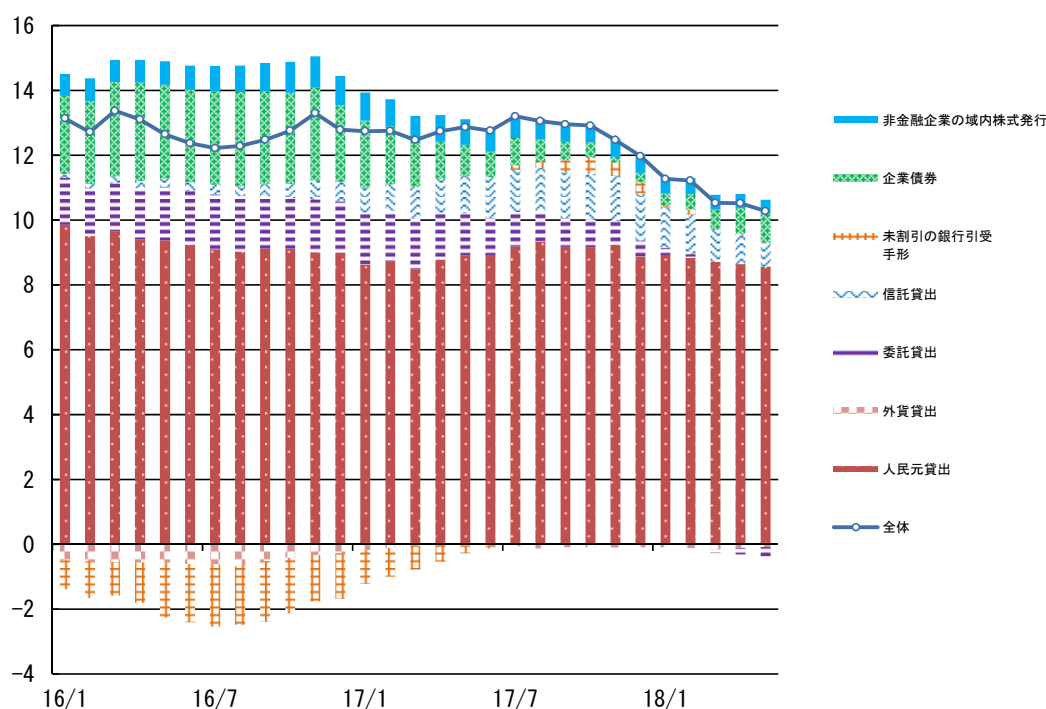
2017年11月に中国人民銀行、銀行業監督管理委員会、証券監督管理委員会、保険監督管理委員会、国家外貨管理局は、「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見」（意見聴取版）を発表し、これは2018年4月27日に発効した。「指導意見」は「剛性兑付」と「資金プール運用」を明確に禁止し、今後は損失補てんを行った金融機関は処罰され、資産運用商品の運用は一対一対応が求められる。「指導意見」の施行は2021年1月1日が予定されており、それまでは過渡期として、既存の資産運用商品が期限を迎えるのを待ちつつ、新規に発行される資産運用商品はこの「指導意見」に即したものになっていくことになる。ただし、理財商品は短期の商品がほとんどであり、実質的には「指導意見」の運用は既に始まっていると認識すべきであろう。2018年4月以降、中国で企業債のデフォルトが増加しているのも「指導意見」の発効が影響している可能性がある。

下図は社会資金調達金額残高の伸び率と内訳別の寄与度であり、伸び率は2017年7月の前年同月比13.2%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）を直近のピークに2018年5月には10.3%増に鈍化した。その間、銀行貸出の寄与度が9.1%ポイント⇒8.5%ポイントへの低下にとどまった一方、シャドーバンキングは4.0%ポイントから1.8%ポイントに低下した。5月単月の社会資金調達金額のネットの増減額は、委託貸出、信託貸出、未割引の銀行引受手形、企業債券がともに純減（回収・償還超過）となっており、シャドーバンキング経由の資金調達が極端に抑制されたことが示されている。

国有銀行と国有企業は緊密な関係にあり、国有銀行の資金調達に大きな支障はないと想定される一方で、銀行貸出に多くを期待できない中小・零細企業の資金調達は困難さを一段と増している可能性が高い。シャドーバンキングの過度の抑制が続けば、小型・零細企業は資金調達難に陥り、資金繰りの悪化から企業倒産が増加する可能性がある。当然、景気下振れリスクは増大しよう。

もちろん、これを回避するための手立ても講じられている。4月25日の預金準備率引き下げ（大手行は17.0%⇒16.0%）では、1.3兆元の預金準備が「解凍」され、うち4,000億円を小型・零細企業向けの貸出増加に充てる旨の窓口指導が行われた。さらに、6月1日以降、商業銀行の小型・零細企業向け貸出が、中国人民銀行の商業銀行向け貸出であるMLF（中期貸出ファシリテーター）の担保として認められるようになった。いずれも小型・零細企業向けの貸出増加をサポートする政策であり、景気下振れリスクの軽減が意図されている。

社会資金調達金額残高の伸び率と内訳別寄与度（単位：%、%ポイント）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

（年/月）

インフラ投資は大きく減速

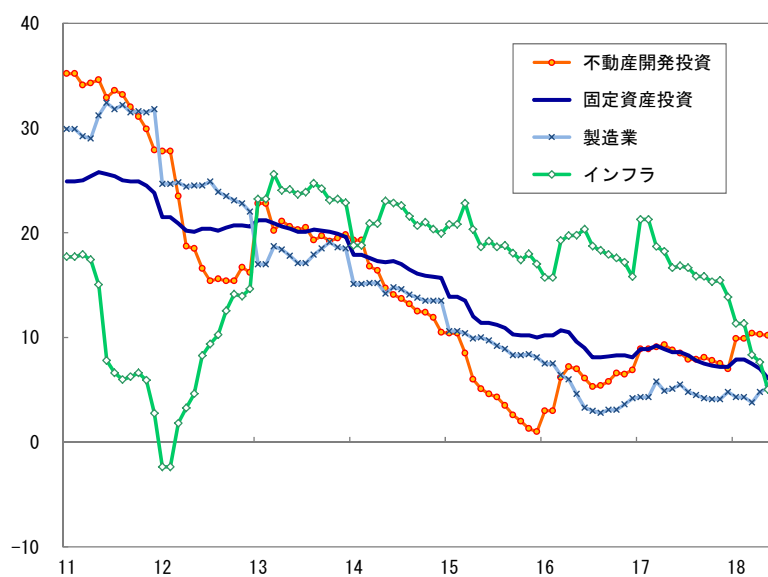
1月～5月の固定資産投資は6.1%増と、1月～4月の7.0%増から減速した。主因は電気・水道・ガスを含むインフラ投資が1月～4月の7.6%増から1月～5月は5.0%増へ減速したことである。

5月単月のインフラ投資（含む電気・水道・ガス）は1.1%減と、2012年1月、2月以来の前年割れとなった。この背景には、地方政府債務を急増させかねないPPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ：官民連携）プロジェクトの一部停止や見直しが広がったことがある。中国でPPPが人気化したのは、地方政府が民間資本に対して資金調達を肩代わりしたり、投資元本や収益を保証するといったことが横行したためとされており、実質的に地方政府債務が大きく増加するリスクが高まった。このため、2017年5月に財政部と国家発展改革委員会など6部門は「地方政府の借入による資金調達行動の規範化に関する通知」を発表し、11月には財政部や国有資産監督管理委員会がPPPの規範化を求める通知を相次いで発表するなど、PPPプロジェクトの整理が行われた。さらに、2018年4月27日に発効した「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見」によって、PPPプロジェクトへの資金流入が抑制された可能性がある。

一方、製造業投資は1月～4月の4.8%増から1月～5月は5.2%増へ加速し、不動産開発投資は同様に10.3%増⇒10.2%増とほぼ変わらずであった。製造業投資については、過剰生産能力を抱える産業が多い中、能力拡張のための新規投資は抑制される中、製品の高付加価値化を促す技術改造投資は大きく増加している。1月～5月の技術改造投資は15.6%増となった。

不動産開発投資は1月～3月以降、10%以上の増加が続いている。70都市新築住宅価格は2016年11月、12月に+10.8%の直近ピークを付けた。通常であればその後1年程度の時間をかけて、

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

価格はマイナス圏に落ち込み、不動産開発投資も調整していくのであるが、住宅価格は2017年10月以降、+5%台での安定した推移が続いている。これは、いわゆる大都市であるティア1以外の都市の価格がプラス圏で下げ止まり、もしくは上向いているためである。当面、不動産開発投資が大きく下振れするリスクは限定的であろう。

消費は減速。ただし、特殊要因の影響大

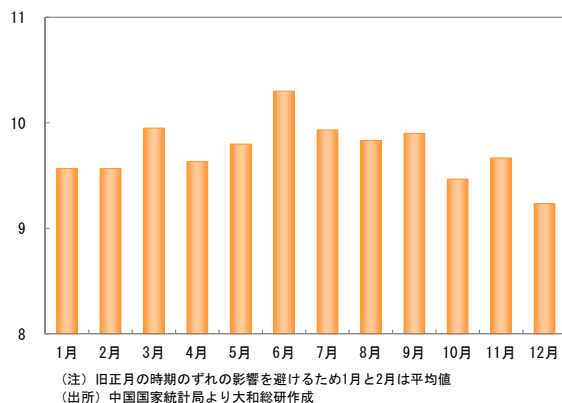
5月の小売売上は8.5%増と、4月の9.4%増（1月～4月は9.7%増）から減速した。国家统计局によれば、①消費が刺激される端午節の連休が去年は5月、今年は6月であったため、今年5月の小売売上の伸び率が低下した、②中国政府が5月22日に、輸入自動車の関税率を7月1日より従来の平均21.5%（3%～25%）から同13.8%（3%～15%）に引き下げる¹ことを発表し、輸入車の買い控えが発生したこと、などが減速の理由であり、それがなければ5月は4月の伸びを上回ったとしている。

もう一つ指摘すべきは、「6・18」と呼ばれるネット販売の大セールを前に財布の紐が固くなった可能性である。11月11日は独身者の日でネット販売の大セールが行われる。「6・18」はネット販売大手・京東（JD）の設立記念セールに端を発するが、今や各社がこぞって参加する一大イベントになっている。各月の小売売上の平均伸び率（実質）を見ると、かつては独身者の日のネットセールのある11月から12月にかけて伸び率が高まる傾向が強かったが、直近3年は後発の「6.18」の盛り上がりによって、6月の小売統計の伸びが相対的に高くなっていることが分かる。

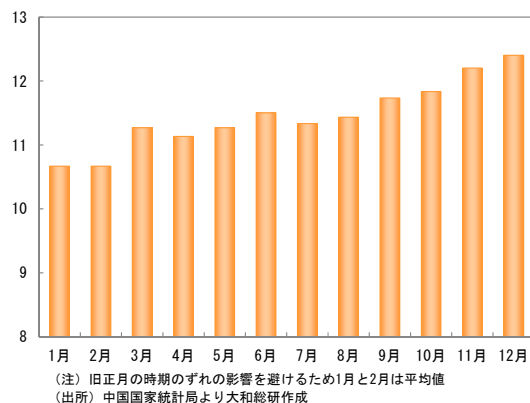
恐らく、6月の小売統計は、端午節が今年は6月にずれたことによる消費刺激効果に加え、「6.18」商戦の活況により、伸び率が高まることになろう。

月毎の実質小売売上伸び率の推移

2015年～2017年平均の月毎の実質小売売上伸び率の推移
（前年同月比）（単位：％）



2012年～2014年平均の月毎の実質小売売上伸び率の推移
（前年同月比）（単位：％）



¹ 自動車部品の輸入関税は7月1日より従来の平均10.2%（6%～25%）から6%に引き下げられる。

こうした要因による小売統計の短期的な上げ下げはともかく、モノの販売に限定される小売統計は、2010年をピークにダウントレンドが続いている。一人当たり可処分所得の伸び率が低下していること、さらには農村部のエアコンなど一部家電を除き、家電の新規需要はほぼ一巡しつつあること、などにより、小売売上にかつてのような高い伸びは期待し難くなっている。その一方で、消費の高度化の進展に伴い、都市を中心に旅行、教育、文化、娯楽などのサービス消費は活況を呈している。これが当面の底堅い消費を支えよう。

米中で繰り広げられているのは貿易摩擦？それともハイテク覇権争い？

中国通関統計によると、1月～5月の輸出（ドル建て、以下同じ）は13.3%増、輸入は21.0%増と、1月～4月と比較すると輸出は若干の減速、輸入は若干の加速となった。輸入の伸び率が相対的に高く、1月～5月の貿易収支は26.8%減の996.7億ドルの黒字であった。

一方で、懸案の対米貿易黒字は拡大している。中国の統計では、1月～5月の対米輸出は12.3%増、輸入は11.2%増となり、貿易黒字は13.0%増の1,050.4億ドルに達した。2017年の対米貿易黒字は10.0%増の2,758.1億ドルであり、中国側の出超は増加ペースを速めている。

5月17日～18日の米中閣僚級協議では、中国が米国からのモノとサービスの輸入を増加させることなどで合意し、19日には共同声明が発表された。2大経済大国が貿易戦争に突入する事態が回避されるとの安堵感が広がったのも束の間、5月29日に米トランプ政権は知的財産権侵害への制裁として6月中旬にも中国からの輸入品500億米ドル分に25%の追加関税をかけると表明した。6月15日にはそのリストが発表され、うち340億米ドル分は7月6日に発動するとされた。中国側も即座に同様の報復措置を発表している。米国が追加関税をかける中国製品340億米ドル分の内訳は、半導体製品、自動車、産業用ロボット、航空機など818項目であり、中国が追加関税をかける米国製品340億米ドル分の内訳は大豆、水産品、食肉、自動車など545項目となっている。

さらに、米トランプ大統領は6月18日、新たに中国からの輸入品2,000億米ドル分に10%の制裁関税をかけることを検討するように、米通商代表部（USTR）に指示した。これについても中国は対抗措置を即座に講じるとしている。

USTRは、中国による米国企業からの技術移転の促進・強要、米国企業に対する投資・買収による最先端技術と知的財産の取得、知的財産権の侵害、コンピューターネットワークへの不正アクセスによる機密情報の入手等を問題視している。米国側は交渉の過程で、中国政府の補助金を使ったハイテク・新興産業振興戦略である「中国製造2025」政策の放棄を求めたとの報道があり、米国政府は、米国の技術を取得するための中国の投資を規制する方針を発表した。米国の狙いが、単に貿易不均衡の是正だけではなく、ハイテク面での優位性を維持・強化することにあることは明らかである。

高関税が発動されるのは7月6日となっており、この間に何らかの取引が行われ、発動が回避される可能性は残っているが、これで話は終わりにはなるまい。米中摩擦の本質はハイテク

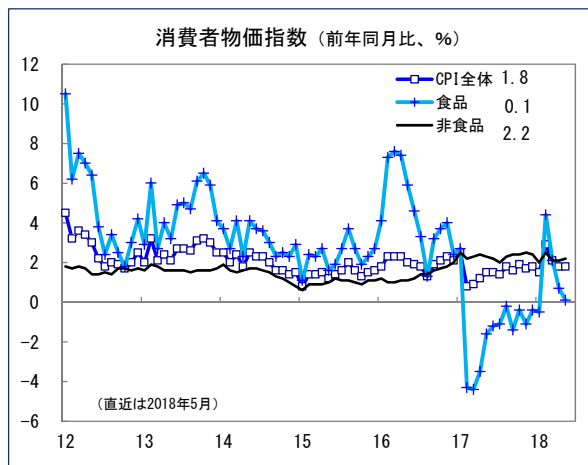
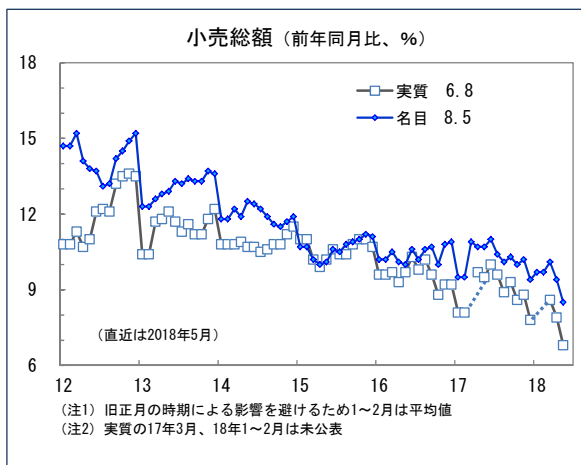
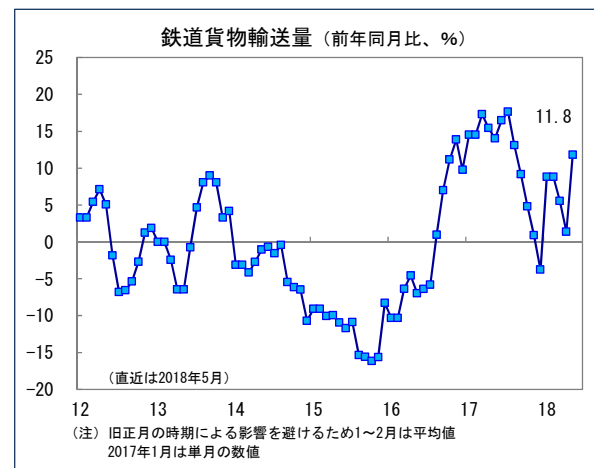
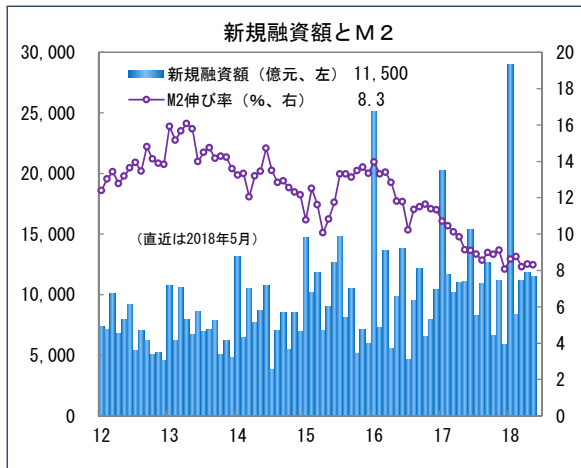
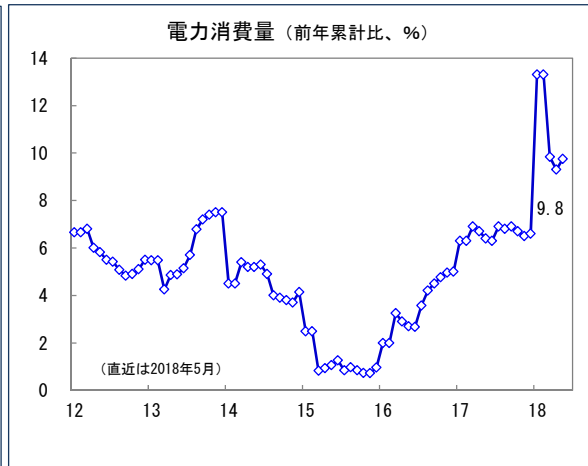
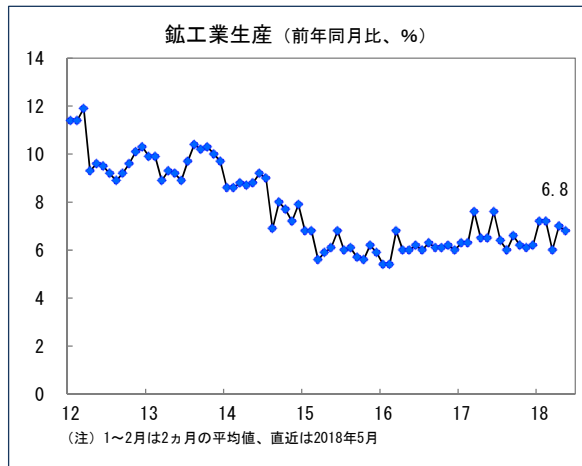
覇権争いであり、この問題は形を変えて、さらに長期化・複雑化していく可能性が高い。

主要経済指標一覧

	2017年12月	2018年1月	2月	3月	4月	5月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	6.8	-	-	6.8	-	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.2	7.2		6.0	7.0	6.8
電力消費量（前年累計比、%）	6.6	13.3		9.8	9.3	9.8
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	-3.8	9.4	8.2	5.6	1.4	11.8
固定資産投資（前年累計比、%）	7.2	7.9		7.5	7.0	6.1
不動産開発投資（前年累計比、%）	7.0	9.9		10.4	10.3	10.2
小売総額 名目（前年同月比、%）	9.4	9.7		10.1	9.4	8.5
実質（前年同月比、%）	7.8	-		8.6	7.9	6.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8
食品（前年同月比、%）	-0.4	-0.5	4.4	2.1	0.7	0.1
非食品（前年同月比、%）	2.4	2.0	2.5	2.1	2.1	2.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	5.9	5.2	4.4	3.7	3.7	4.3
新規融資額（億元）	5,844	29,000	8,393	11,200	11,800	11,500
M2伸び率（%）	8.1	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3
輸出（前年同月比、%）	10.8	10.8	43.7	-2.9	12.6	12.6
輸入（前年同月比、%）	4.8	37.3	6.3	14.4	21.5	26.0
貿易収支（億米ドル）	540.7	190.5	326.9	-52.7	283.0	249.2
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-0.2	-1.2	-0.3	-0.6	-0.7	-0.5
上海（前年同月比、%）	0.2	-0.2	-0.6	-0.3	-0.2	-0.4
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	7.0	2.9		9.7	7.3	10.8
完工面積（前年累計比、%）	-4.4	-12.1		-10.1	-10.7	-10.1
不動産販売 面積（前年累計比、%）	7.7	4.1		3.6	1.3	2.9
金額（前年累計比、%）	13.7	15.3		10.4	9.0	11.8

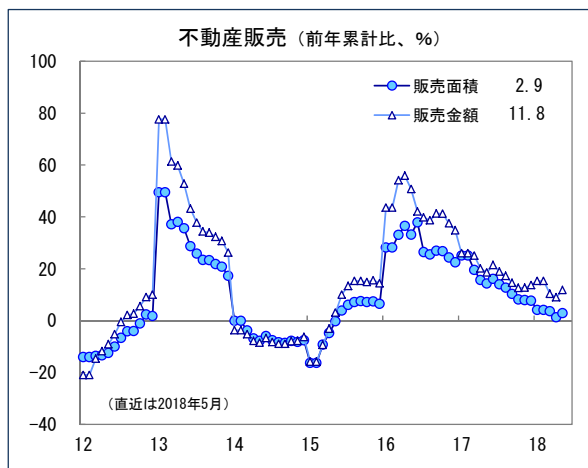
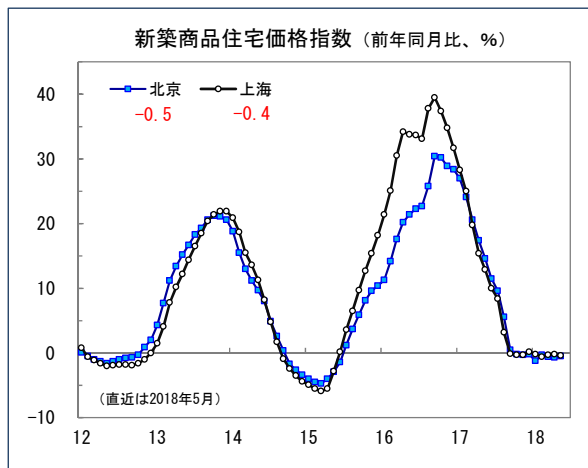
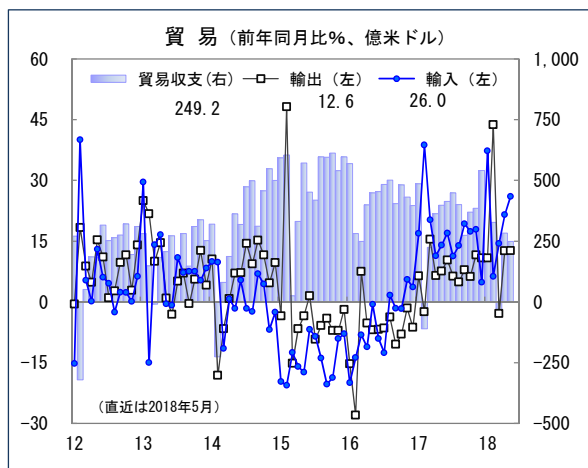
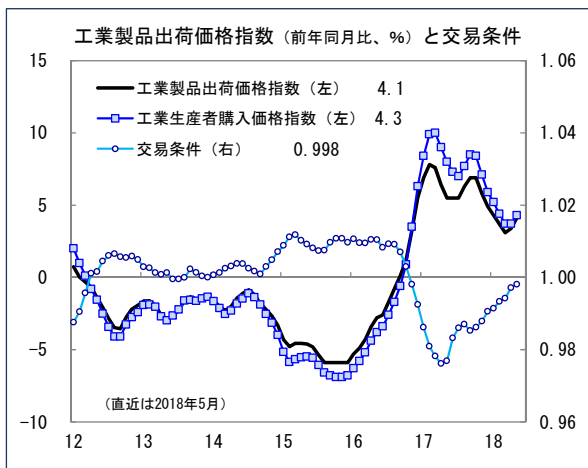
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



(出所) 中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成