経済教室

中国経済の焦点㊦

「影の銀行」リスク、吸収可能

懸念の背景に「誤解」

構造改革加速が重要に

ポイント

- 当面はバブル崩壊のリスクはほとんどない
- マクロ経済は安定的で失速リスクは小さい
- 経済統計不備の問題は誇張され過ぎている

瀬口 清之
キヤノングローバル戦略研究所 研究主幹

6月下旬、金融市場では中国のシャドーバンキング（影の銀行）が崩壊し、7月中にも「中国発リーマン・ショック」が発生して世界経済に大きな影響を及ぼすのではないかというリスクが強く懸念された。このように中国経済に対する懸念が過剰に意識される背景には、中国経済の現状に対する誤解や統計データに対する不信感がある。

その第一は、不良債権問題の深刻さに対する誤解である。2カ月前にシャドーバンキングが崩壊すると予想した日米欧の専門家の判断の根拠は、銀行預金よりも高利の「理財商品」を通じて集めた資金の運用対象資産の価格が暴落し、不良債権問題が深刻化するという見方だった。

一般に、深刻な不良債権問題を引き起こすのは株価や不動産価格の暴落によるバブル経済の崩壊である。現在の中国の株価は2007年10月のピーク時と比べ3分の1程度の水準で低迷している。これがさらに暴落するとの見方は少ない。主に懸念されているのは不動産価格の方である。

かつて日本で不動産バブルが発生した時、東京の住宅地は1985～87年に約3倍に暴騰した。六大都市の商業地は85～91年の間に4倍に高騰した。その間、日本の80年代後半の平均名目成長率は6・1%だった。当時の不動産価格上昇率は名目成長率を大幅に上回っていたのである。

これに対して、最近の中国の主要都市における不動産価格の上昇率は中国の名目成長率並みか、下回って推移している（図参照）。オリンピック前年の北京、万博前年の上海など、以前は一時的に高騰したこともあった。しかし2010年以降、そうした不動産価格の著しい高騰は見られなくなっている。10～12年の中国の平均名目経済成長率は15%である。それに対して住宅価格の平均上昇率は全国ベースで7%台前半。北京、上海はそれすら下回り、比較的高い上昇率を示した内陸部の湖北省、重慶市でも名目成長率並みか、それを下回った。

8月18日に公表された新築住宅価格は、昨年まで2年連続で伸びが抑えられていた北京と上海がそれぞれ18・3%、16・5%と2ケタの伸びを示したが、内陸部の武漢、重慶など主要都市の伸び率はいずれも1ケタ台にとどまった。

このように中国の不動産価格は都市によって多少の振れはあるが、日本のバブル時代のように名目成長率を大幅に上回って上昇し続けることはなく、安定的に推移している。当面、バブルが崩壊し金融危機が起きるリスクはほとんどないと見るべきであろう。

ゴーストタウン化している地域もごく一部に見られるが、不動産市場全体の中では例外的なケースである。余談であるが、中国ではマンションの内装は建物の完成後に各自が業者に発注するため、入居まで1年以上かかることは珍しくない。転売目的で購入し内装工事をしないまま保有することも多い。その事情をよく知らない外国人が新築後のマンションに入居者がないのを見て不良債権化していると誤解していることもある。

以上のような前提に立って、中国におけるシャドーバンキングのリスクの大きさについて確認してみよう。

シャドーバンキングの総量については定義の仕方により諸説があるが、大ざっぱなイメージでは国内総生産（GDP）の約半分、二十数兆元（約400兆円）と見られる。その運用先は手形、委託貸し付け、不動産開発、インフラ建設などが主なものである。手形や貸し付けの多くは担保がついているほか、不動産開発、インフラ建設については政府の監視の目が厳しく、経済情勢さえ安定していれば不良債権化するリスクは小さい。

08年のリーマン・ショック後の景気刺激策として実施された4兆元の緊急経済対策により多額の不良債権が発生し、昨年と今年、その処理のピークを迎えている。このため政府の金融機関に対する監視は通常以上に厳しく、金融機関にも自制が働いている。

こうした状況下で、二十数兆元のシャドーバンキングのうち焦げ付きリスクのあるものは多めに見て約2割、そのうち実際に焦げ付く比率を高めに見て1割と想定したとしても、全体の2%にすぎない。金額にすれば5000億元（約8兆円）程度である。昨年の中国の銀行の純利益は大手5行だけの合計で7700億元（約12兆円）に達していることを考慮すれば、この程度のリスクは十分吸収可能と考えられる。

第二の問題は、中国のマクロ経済情勢に対する誤解である。シャドーバンキングのリスクがコントロールできる範囲内と判断する前提条件は、経済が安定を保持していることである。中国経済の失速リスクが大きいと見れば、シャドーバンキングに対する懸念も高まる。実際はどうか。

中国経済は本年に入ってから2四半期続けて成長率が低下した（実質成長率の前年同期比は12年10～12月期が7・9%、13年1～3月期が7・7%、4～6月期が7・5%）。現在も緩やかな下降局面にあるとみられている。しかし、これは中国政府の意図した方向に沿ったものであり、現在のマクロ経済情勢は良好な状態にあると考えられている。万一、失速しそうになれば即座に景気刺激策を実施することも可能であり、当面、失速のリスクは小さい。

中国政府内部では、以前は8%成長を確保しないと雇用面での不安が高まるとの認識から、8%成長を防衛ラインと考える「保8」という見方が多かった。しかし、最近は7%台の成長率が続く中、雇用面では都市部の新規雇用者数900万人（年間）確保、物価面では消費者物価前年比3・5%以下を保持という目標を十分クリアしている。この状況を眺め、今年3月に発足した新政権では雇用の安定さえ確保されていれば7%成長を防衛ラインと考える「保7」という考え方が新たなスタンダードとなっている。

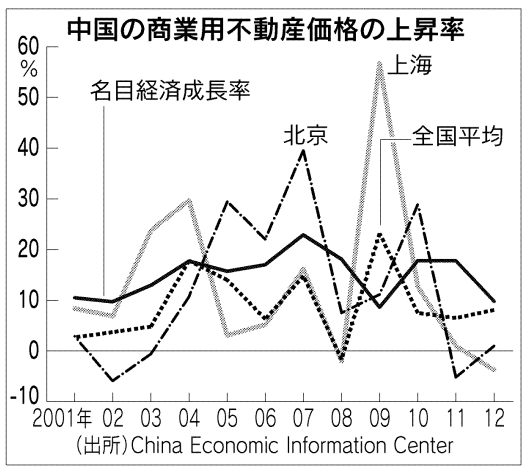
第三に、中国の経済統計に対する不信感がある。中国の経済統計の多くが日米欧諸国の統計とは異なるため、単純な比較ができないのは事実である。その差異がどこから生じるのかきちんと理解し、その理解に基づいて中国経済を分析することが求められる。

中国政府のマクロ経済政策運営の中枢にいる優秀なエコノミストは、その理解と分析に基づいて中国経済の情勢判断を行い、経済政策を運営している。実際に彼らと意見交換すれば、中国の経済統計の不備を関連統計の詳しい分析や地方視察による実体経済の実情把握などによって補い、経済情勢を的確に判断していることがわかる。中国の経済統計の不備の問題は誇張され過ぎていると考えられる。

中国経済の先行きに対する懸念は相変わらず根強い。しかし、そうした懸念の一定部分は、以上のような誤解や不信感を背景とする根拠の希薄な懸念であると思われる。確かに中国経済が直面するリスクは色々ある。しかし、現在の中国経済の安定した状況を客観的に見れば、中国経済が当面ハードランディングに陥るリスクはほとんどない。

中国政府の経済政策関係者が現在深い悩みを抱えているのは、経済の発展途上で競争力が低下し成長が停滞する「中所得国の罠（わな）」に陥らないため必要な構造問題の解決をどこまで実現できるかという問題である。もちろん100%の解決はあり得ない。しかし何とか6～7割は解決しないと、2020年代の中国経済は深刻な経済停滞に直面するリスクが高まる。残された時間は短く、構造改革の加速を躊躇（ちゅうちょ）している余裕はない。

せぐち・きよゆき　東大経済卒。元日銀北京事務所長。専門は中国経済



(C)日本経済新聞社 無断複製転載を禁じます。