

2013.8.15

中国経済情勢／現地出張レポート

**中国経済は安定を維持、シャドーバンキングのリスクはコントロールの範囲内**

＜北京・武漢・上海出張報告（2013年7月22日～8月2日）＞

キャノングローバル戦略研究所

瀬口清之

＜主なポイント＞

- 第2四半期の実質成長率（前年同期比）は+7.5%と2期連続で低下。景気は緩やかな下降局面にあるが、雇用、物価とも安定的に推移しており、マクロ経済全体としては良好で安定した状態を維持していると思われる。
- 現在の習近平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。
- 中央政府のマクロ経済政策関係者の間では、現在の中国経済にとって望ましい成長率は7.0～7.5%との考え方が共有されている。現在の景気の緩やかな下降局面は潜在成長率の低下に沿った適切な変化であり、政府は景気刺激策によって無理に成長率を引き上げるべきではないとの判断が大勢である。
- 4月下旬時点に比べて、中央政府内部の政策責任者、エコノミスト、民間エコノミスト等の間に、習近平・李克強政権のマクロ経済政策運営能力に対する安心感が広がっている。しかし、今後の構造改革の実行力については未知数と見られている。
- 不動産投資、インフラ建設に対する現在の当局の厳しい管理の下では、シャドーバンキングが巨額の不良債権を生むリスクは当面は小さい。当面、リスクがあるのは、地方の中小企業関連の小型で高利回りの理財商品と見られている。しかし、そうした案件は規模が小さいため、金融機関全体のシステムリスクにつながるほど大きなダメージをもたらす可能性は低い。以上から見て、シャドーバンキングの内包するリスクは、当面はコントロールの範囲内に留まると考えられている。したがって、当面はシャドーバンキングが巨額の不良債権を生み、中国経済をハードランディングに追い込むリスクは小さいと考えられる。
- 本年上半期の日本の対中直接投資は前年比+15.1%と、前年同期の伸び+16.7%に近づいている。日本の対中投資は昨秋以降の尖閣問題の影響を受け、前年割れまたは少なくとも伸びの鈍化を予想する見方が一般的だったが、ほぼ前年並みの伸びを保った。
- 最近武漢に進出している日本企業は初めて中国に進出する企業が少なく、他の地域にすでに進出済みの企業が内陸部の販路拡大のために進出するケースが多い。そうした企業は中国国内市場では尖閣問題の影響が軽微である実情をよく理解しているほか、中国リスクに対する肚も据わっているため、尖閣問題発生後も従来と変わらないテンポで進出企業の増加が続いていると考えられる。

## 1. 中国経済の現状と先行き見通し

### (1) 足許のマクロ経済情勢は良好な状態を継続

7月15日に国家統計局が公表した第2四半期の実質成長率は前年比+7.5%だった。一昨年から昨年にかけて7四半期連続で成長率が低下した後、昨夏をボトムに緩やかな回復局面に入ったと見られていた。しかし、昨年第4四半期の成長率が同+7.9%に達した後、本年第1四半期は同+7.7%、そして第2四半期が7.5%だったことから、足許は2四半期連続で緩やかな低下が続いている（図表1参照）。

【図表1】主要経済指標の推移（前年比%）

	実質 成長率	輸出	輸入	固定資産投資 (年初来累計)	小売総額	消費者 物価	不動産 販売価格 (年初来累計)
12年1Q	8.1	7.6	7.1	20.9	14.9	3.8	-1.1
2Q	7.6	10.5	6.5	20.4	14.0	2.9	5.4
3Q	7.4	4.5	1.6	20.5	13.8	1.9	6.9
4Q	7.9	9.4	2.7	20.6	14.5	2.1	7.7
13年1Q	7.7	18.5	8.5	20.9	12.4	2.4	17.6
2Q	7.5	3.7	5.0	20.1	12.7	2.4	11.2

（資料 CEIC、国家統計局）

7.5%という成長率は市場の予想通りだった。政府内部、現地のエコノミストの間でもこの程度の成長率を確保できていれば問題ないとの見方で一致しており、当面景気の腰折れを心配する見方は少ない。

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、昨年第2四半期以降、7%台の成長率が続く中、雇用、物価とも安定的に推移している状況を眺め、現在の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。

中央政府のマクロ経済政策関係者の間では、現在の中国経済にとって望ましい経済成長率は7.0~7.5%であり、8%成長は高すぎるとの考え方が共有されている。したがって、現在の7.5%の成長率は居心地の良い安定した状況であり、景気刺激策が必要と考える人は少ない。現在の景気の緩やかな下降局面は潜在成長率の低下に沿った適切な変化であり、政府は無理に成長率を引き上げるべきではないとの判断が大勢である。習近平国家主席、李克強総理ともこれを支持している模様。

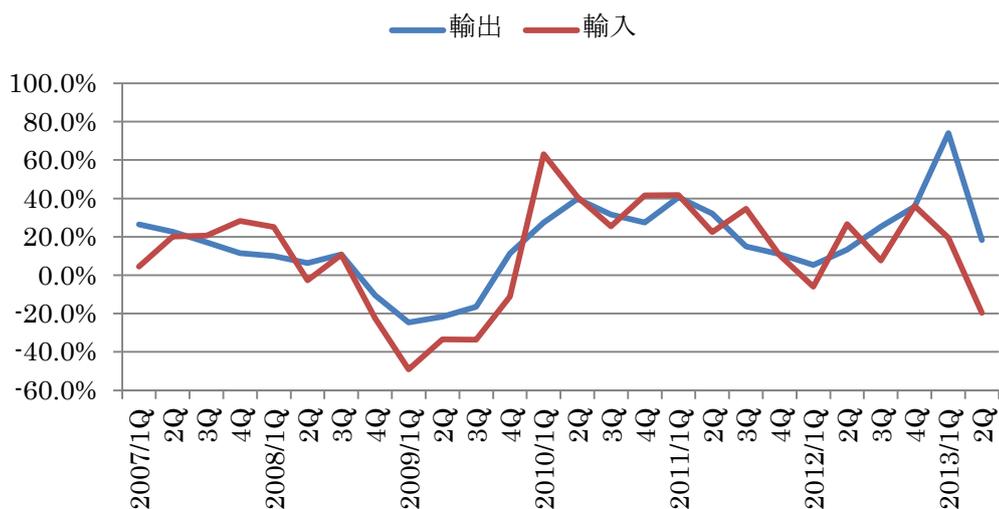
ちなみに、最近李克強総理が政府内部で行った発言によれば、成長率の下限は7%、物価の上限は3.5%。都市部における雇用新規増加数確保の目標は900万人という目標が示された由。これらの目標は、今年については問題なく達成されるとの見方が多い。

## (2) コンポーネント別動向

### ①輸出

コンポーネント別に見ると、輸出の伸びが第1四半期+18.5%から第2四半期+3.7%へと著しく縮小した(図表1参照)。しかし、これについては、第1四半期の輸出統計(とくに香港向け輸出)の中に実体を伴わない偽輸出<sup>1</sup>による水増し分が多く含まれていたと見られており、実体経済の動きに比べて統計データが過大だった疑いが持たれている(図表2参照。通常香港向け輸出入の伸びは同じ方向に変化するが、本年第1四半期は輸出の伸びが輸入と逆方向に大幅に拡大している)。こうした水増し分を除いた実際の輸出は第1四半期にそれほど高い伸びは示しておらず、前年比伸び率の緩やかな低下傾向が続いていたとの見方が多い。その背景には、賃金等の上昇による生産コストの上昇に人民元高<sup>2</sup>が加わり、中国の輸出競争力が徐々に低下していること、欧州、新興国等主要輸出先の内需の減少・伸び鈍化等が影響していると見られている。

【図表2】中国の対香港向け輸出入の推移(前年比%)



(資料 CEIC)

### ②固定資産投資

固定資産投資前年比の伸びも上半期+20.1%と第1四半期+20.9%に比べて緩やかな低下傾向を示している。産業分野別に見ると、製造業投資が上半期+17.1%と

<sup>1</sup> 偽輸出が行われた背景には、資金を海外から国内へ移す動きの拡大があったと見られている。中国では資本移動の自由が認められておらず、海外から国内に資金を流入させることは厳格に制限されている。その抜け道として、香港向けに偽輸出を組み、その対価として外貨を国内に流入させる動きが昨年4Q以降広がったと見られている。当局がそれに気づき、本年5月から管理監督を強化したため、その後はそうした動きが抑制された模様。

<sup>2</sup> 日欧等の通貨安の影響で実効レートは対ドルレートより大幅に切り上がった。昨年12月から本年6月までの半年間の切り上げ率は、対ドル1.9%に対して実効レートは5.9%の切り上げ。

第1四半期+18.7%から伸び率が低下し、全体の足を引っ張った。これは鉄鋼、造船、アルミ、ガラス等の業種で過剰設備・在庫を抱えており、これを削減するために投資の伸びが抑制されたことによるものである。

この間、不動産開発投資は上半期の前年比が+20.3%と第1四半期の伸び+20.2%からほぼ横ばいで推移している。インフラ建設投資は上半期同+25.3%と第1四半期+26.9%に比べて伸び率が若干低下したが、高めの伸び率を保っている。

### ③消費

消費は、依然として「8条規定」の影響<sup>3</sup>による消費の下押し効果が続いている。しかし、上半期の小売総額は前年比+12.7%と第1四半期同+12.4%に比べて伸びがやや高まった。これは雇用が堅調を維持して所得の伸びを支えていること、キャピタルゲイン課税強化前の住宅投資の駆け込み需要<sup>4</sup>等を背景に4~5月に住宅関連の家電、内装等の消費が若干伸びたことなどによるもの。ただ、所得の伸びを見ると、都市住民の実質可処分所得は上半期前年比+6.5%と第1四半期同+6.7%に比べて弱含みに推移している。一方、農民の実質可処分所得は同+9.2%とやはり第1四半期+9.3%に比べて弱含んではいるが、都市部に比べて高い伸びを維持している。

### ④都市部の所得伸び悩みの背景

都市部の雇用者新規増加数は上半期725万人、前年比+4.5%と第1四半期の342万人、同+3.0%に比べて一段と伸びを高めた。それにもかかわらず、所得の伸びがやや鈍化した原因は賃金の伸び悩みであると考えられている。鉄鋼、造船、アルミ、ガラス、太陽光パネル等過剰設備・在庫を抱えた製造業、および8条規定の影響によって売り上げが伸び悩んでいる高級レストラン・カラオケ・マッサージ等サービス業で賃金の伸びが低下したと見られている。また、都市部では経済のサービス化が進んでいるが、サービス業の生産性の上昇率は製造業に比べて総じて低いため、賃金の上昇率も鈍化する傾向にある。

以上の要因が生じているのは全て都市部であることから、都市部の賃金上昇率が低下し、雇用の伸びが高まっているにもかかわらず、所得の伸びが鈍化していると思われる。こうした状況は、過剰設備・在庫を抱える業種のストック調整が進み、企業の経営状態が改善されれば、徐々に回復方向に向かう可能性が高い。

このように産業分野別に見ると、一部の産業では過剰設備・在庫を抱えている。

<sup>3</sup> 8条規定による消費下振れの影響の詳細については、当研究所HP筆者コラムの「安定を持続する中国マクロ経済と日本企業のビジネス展開<北京・上海・成都出張報告(2013年4月15日~26日)>」p.3~5を参照。

<sup>4</sup> 4月以降、主要都市でキャピタルゲイン課税が順次導入されると予想されていたため、それに備えて駆け込み需要が発生したが、実際は北京市以外では実施されていない。北京市でも他都市の動向を眺め、その後実施は留保されている由。住宅投資の駆け込み需要の背景については、当研究所HP筆者コラムの「安定を持続する中国マクロ経済と日本企業のビジネス展開<北京・上海・成都出張報告(2013年4月15日~26日)>」p.6~8を参照。

しかし、マクロ経済的な観点から見れば、足許の状況は雇用が確保されている一方、上記の要因から賃金上昇が抑えられているため、物価も安定しており、中国経済全体としては良好なバランスを保つ背景となっている。

### (3) 先行き見通し

#### ①中長期見通しに関する異なる見方

先行きの中長期的な成長率見通しについては見方が分かれている。

慎重な見方によれば、中国の潜在成長率は、2011～15年の第12次5か年計画期は平均+7.5%、2016～20年の第13次5か年計画期は平均+6.1%。2011～15年の中間が2013年で7.5%、2016～20年の中間が2018年で6.1%と考えれば、イメージとしては、今後の潜在成長率は毎年ほぼ0.3%ずつ低下していくことになる。したがって、来年2014年は7.2%、再来年2015年は6.9%というパスの姿である。政府は潜在成長率の低下に合わせて実際の成長率が低下するようにマクロ経済を調整すれば、雇用と物価の安定が確保できるとの見方。ただし、これは少数派である。

これに対して、今後3～4年は7.0～7.5%のレンジの中で成長率を推移させるのが望ましいとの見方が政府内部では中間派。イメージとしては来年14年は+7.2%、15～16年+7%前後、16～20年の平均成長率は6.5～7.0%の間。

強気派は、2020年まで8%成長を保持しても、インフレの心配はないとの見方をしている。例外的には、北京大学の林毅夫教授のように2030年までそれが続くといった極端に強気の見方もあるが、政府内部のマクロ経済専門家の中でそこまで強気の見方を支持する意見は耳にしたことがない。概してマクロ経済政策運営の中核から少し距離のある専門家の中に強気派の見方が多く見られる。

#### ②今年の成長率見通しとマクロ経済政策

以上のように中長期的な見通しについては見方が分かれているが、そうした異なる見方を持つ専門家の間でも、今年の成長率については慎重な見通しと強気の見通しの間に大きな差はなく、いずれも安定的な推移を辿るという点で一致している。

慎重な見方では、第3四半期以降も緩やかな低下傾向が続き、年後半の平均成長率は7.4%、通年で7.5%という見通し。四半期ベースでは7.2～7.3%まで成長率が低下する可能性も考えられるが、その場合でも景気刺激策を発動する必要はないとの考え方に立っている。

強気の見方は、年後半は緩やかに成長率が回復し、通年では7.6～7.7%に達するとの見通し。この見方の背景は、すでに政府が発表した以下の施策が景気刺激効果を内包しており、それが下半期の成長率を若干押し上げるという考え方である。

◇ 本来上半期に支出される予定だった政府の企業に対する研究開発、環境保護等に関する補助金が政権交代の影響で支出されずに残っている。この支出が下半期に集中するため、景気押し上げ効果をもつ。

- ◇ 中央政府が主導する鉄道建設の加速が支持され、下半期にインフラ建設を押し上げる可能性が指摘されている。
- ◇ 毎月の売上高 2 万元（約 30 万円）以下の中小企業を対象に、営業税および増値税を免除する措置が発表された（8 月 1 日実施）。これは約 600 万社を対象に実施される見通し。ただし、減税額は 1 社当たり最大でも 20 万円以下にとどまることから、効果は限定的と見られている。
- ◇ 中国人民銀行が金融機関の貸出下限金利を撤廃した（7 月 20 日から実施）。ただし、現行規定でもすでに貸出基準金利から 30%引き下げることが可能である（1 年物であれば基準金利 6%に対して 4.2%が下限金利となる）。しかし、現状でも 30%フルに引き下げると金融機関にとって利益が出なくなるため、20%程度が引き下げの限界となっているのが実情。このため、貸出の下限金利が撤廃されても、金融機関が現状に比べて貸出金利を引き下げることがほぼ不可能であることから、この政策の効果は殆どないと見られている。

以上のように、本年の成長率について弱気派と強気派の双方の見通しは、7.5～7.7%の間という狭いレンジに収まっている。これは足許のマクロ経済情勢の安定に加え、マクロ経済政策運営に対する安心感も反映している。

政府内部の専門家の中には、もし温家宝前総理が政権を担当していれば、今頃景気刺激策を真剣に検討していた可能性が高いと見られている。これに対して、現在の習近平・李克強政権は、当面はマクロ経済を静観する構えであり、現在の安定した状態を的確に維持しようと努めている。この政策スタンスは専門家から高く評価されており、それがマクロ経済政策運営の安定感にもつながっている。

前回の 4 月下旬の中国出張時点では、習近平・李克強政権のスタート直後だったこともあり、経済政策運営能力に対して懐疑的な見方が残っていた。しかし、それから 3 か月を経た今回の出張時点では、中央政府内部の政策責任者、エコノミスト、民間エコノミスト等の間に、現政権の政策運営能力に対する安心感が広がったとの印象を受けた。

もちろん一部には、依然温家宝総理時代の高い成長率を目指す成長重視派も残っており、現在の安定重視型の政策運営を批判する意見もある。習近平・李克強政権はこうした批判を承知の上で、現在の安定的なマクロ経済政策運営を保持していくものと期待する見方が多い。

## 2. リコノミクスと経済改革

現在の李克強の政策運営スタンスは、アベノミクスとの対比で、「リコノミクス」（中国語では「李克強的経済学」）と呼ばれる。その特徴は、第 1＝安定的な成長率の保持（緩やかな成長率低下の容認）、第 2＝それに見合うマネーサプライの調整（過剰な資金供給の抑制）、第 3＝構造改革の積極的推進にあると言われている。これはアベノミクスが 3 本の矢として、第 1＝大胆な金融政策、第 2＝機動的な財

政政策でマクロ経済環境の土台を形成し、第3の矢として民間投資を喚起する成長戦略を打ち出している形になぞらえられている。第3の成長戦略、構造改革を最も重視する姿勢、そして、その実現が最も難しい課題である点も共通している。

中国が推進すべき経済構造改革の核心問題は、昨年11月の中国共産党第18回全国代表大会報告の中の一文中にあるように、政府と市場の関係をうまく処理することである（「经济体制改革的核心问题是处理好政府和市场的关系」）。日本も以前、三公社五現業の民営化など、旧来の政府の過大な関与を削減して市場メカニズムを取り入れる改革の実行には非常に苦勞した。中国の経済は公有制にベースを置いており、国有企業のプレゼンスがかつての日本よりはるかに大きいことから、その改革実行の難しさは計り知れない。習近平・李克強政権の経済政策運営は、これまでのところ高い評価を得ているが、今後の構造改革の実行力については未知数と見られている。

以下では、現時点において習近平・李克強政権が示した、あるいは今後示すのではないかと予想される構造改革の具体的なメニューに対する中国国内の専門家等による評価を紹介する。

### (1) 金融自由化

国有企業改革、所得格差の是正、地方政府の財源確保、環境保全など構造改革の具体的なメニューはどれも政治的に実行が難しいものばかりである。その中で金融自由化は比較的着手しやすいメニューであるため、今秋の三中全会では改革の重要な柱として重視される可能性が指摘されている。

### (2) 不動産取引規制緩和

温家宝前総理は不動産価格の高騰を抑制するため、2010年1月以降、不動産取引制限を実施してきた。しかし、これは不動産価格の高騰、および一般庶民の不動産購入が困難な状況のいずれの問題においても根本的な解決策にならないと批判され続けていた。これに対して、新政権は従来温家宝前総理が実施し続けた不動産取引制限政策を継続するという発言をしていない。また、温家宝前総理が辞任直前の本年2月20日に発表した最後の不動産取引規制は、ごく一部の例外を除いて実行に移されていない。こうしたことから、不動産取引規制の緩和が近く発表されるのではないかとの期待がささやかれ始めている。

ただ、不動産取引規制を単純に撤廃すれば、これまで抑制されていた取引が全面的に再開され、沿海部主要都市を中心に不動産価格が急騰するのは必至である。それを防ぐには、取引規制の緩和と同時に不動産問題の本質的な解決策を発動する必要が指摘されている。具体的には、所得税累進税率の最高税率の引き上げ、相続税・贈与税の導入と高い累進制の導入、不動産保有税の全国的導入、地方政府の財源確保による不動産開発収入依存体質の是正などである。しかし、これらはいずれも政治的に難しい改革メニューであるため、一部分に限るとしても、秋に予定されている三中全会（第18期中央委員会第3回全体会議）での決議を踏まえなければ実行

に移すことができないと見られている。三中全会で何らかの改革が打ち出されれば、不動産取引規制策が緩和される可能性が出てくると期待されている。

2010年1月以来続いている不動産規制が緩和されれば、不動産投資が活発化するのとは明らかであり、これが景気を押し上げる効果も期待されている。

### (3) 上海自由貿易試験区構想

李克強総理が3月末に上海を訪問した際に、上海自由貿易試験区の設立を検討することを支持する旨発言した。しかし、その時点での上海側の受け止め方は、この発言はリップサービスであって、李克強総理が本気でこの構想を推進する気はないのではないかと、懐疑的な見方が多かった。

しかし、7月上旬、国務院が上海自由貿易試験区構想を承認したことから、李克強総理の3月末の発言は本気だったと受け止められ、その改革実行に対する積極性が高く評価されるようになった。

その後、同構想については上海の政府関係部門、有識者等が、金融制度、税制、各種規制緩和などに関する具体的な内容を盛り込めるだけ盛り込んで国務院に提示する。これを受けて、国務院が同試験区に与える自由度について現実的に施行可能な範囲を定めていく。上海の関係者はできる限り香港に近い自由度を確保したいと考えているが、上海自由貿易試験区の基本的な法体系と運用は中国国内基準に準ずるため、法体系が独立している香港ほど自由な市場にはなれないと見られている。

それでも今後、中央政府が推進しようとしている金融自由化の具体策について、まず上海自由貿易試験区の中でパイロットプランを実施し、その効果や副作用等を見極めるといった活用の仕方が期待されている。

### (4) 抜本的改革を回避する動き

以上のように新政権の改革実行に対する積極的な姿勢を評価し、期待する声は強まっている。しかし、実際には既得権益層の抵抗は強く、スムーズな実行は難しいと予想されている。今回の出張に際し、そうした既得権益層の抵抗を示す事例を耳にしたので、以下の通り紹介する。

第1の事例は、日本企業と中国国有企業の合弁の現地法人の事例である。同社では生産能力増強のため新工場の建設を予定していた。従来計画では、予め手当てしてあった更地に新工場を建設する予定だった。しかし、最近になって中国側の合弁相手企業が、既存の不採算工場を活用するアイデアを検討していることが垣間見え始めた。これは不採算工場をリストラせずに、行政的手法によって優良企業に吸収合併させ、地元の雇用等への悪影響を最小限に留めようとする常套手段である。しかし、こうした方法は経営効率の低下を招くことが多い。本来であれば非効率な工場はリストラし、計画通りに更地の上に新工場を設立することが最も効率的である。当該日本企業では今後の成り行きを見守っている。

第2の事例は業績不振に陥っている武漢鋼鉄の経営立て直し策である、同社の経

営立て直しのため、宝山鋼鉄の前総経理が武漢鋼鉄集団の総経理として派遣されるとの観測が強まっている。武漢鋼鉄にとっては比較的受け入れやすい条件であるが、これでは大幅なリストラを断行することは難しい。膨大な過剰設備を抱える武漢鋼鉄の抜本的な改革を目指すのであれば、宝山鋼鉄が武漢鋼鉄を吸収合併し、圧倒的なリーダーシップの下で大胆なリストラを断行することが望ましいと考えられる。

以上の 2 つの事例はいずれも市場メカニズムを通じた非効率な企業の淘汰を回避し、既存企業の関係者たちの痛みを緩和するための措置である。現在の中国のように高度成長を維持しながらマクロ経済が良好な状態を保持している状況では、市場メカニズムを通じて不採算企業が淘汰されても、経済全体の安定性が揺らぐ可能性は極めて低い。仮に経済の下押し圧力が強まれば、財政金融政策による景気刺激策の発動余地は大きい。市場メカニズムを通じて非効率企業が淘汰されれば、経済全体の効率は中長期的に向上することが期待できる。

上記の 2 つの事例のような形で行政的手段による解決策を選び、市場メカニズムによる淘汰を回避する政策をとれば、非効率部門が温存される。これは日本でも 1990 年代以降しばしば繰り返された失敗である。こうした改革の先送りが生み出す弊害の大きさは、1990 年代以降の日本が失われた 20 年の状況から依然として脱却できていない現状を見ても明らかである。しかし、抜本的改革の断行は中国でも難しいことがこうした事例から見ても伺われる。これらの事例は、今後、改革推進に対する抵抗勢力となる既得権益層が守られる可能性を示唆する事例として注目すべきである。

### 3. シャドバンキング

中国のシャドバンキングについては世界中で過大な悲観論が横行している。その典型的な論調は、シャドバンキングが巨額の不良債権を生み、それが金融機関の経営を圧迫し、クレジットクランチを引き起こし、中国経済が失速してさらに状況が悪化し、金融機関が破綻に追い込まれ、中国発のリーマンショックが生じるというものである。

今回の出張に際しては、こうした悲観論の前提条件の一つ一つをチェックし、シャドバンキングのリスクの大きさを確認することを目指した。

以上の悲観論の前提となっている中国経済については足許は安定しており、経済の失速、バブル経済崩壊といったリスクは殆どないというのは、本出張報告の前段の説明から明らかである。

以下では、シャドバンキングが巨額の不良債権を生み、金融機関を破綻に追い込むリスクを中心に検証したい。

#### (1) 概要

##### ① 仕組み

シャドバンキングの定義はあいまいである。一言で言えば、銀行の預金・貸出、

社債・株式以外の手段で資金を融通する方法である。一部には地下金融と呼ばれる不透明な仕組みも含まれるが、ウェイトは小さい。

その主要部分の仕組みを簡単に説明すると、信託と呼ばれる組織を経由して金融商品である「理財商品」を販売し、個人や企業から資金を集め、その資金を企業や政府関係機関等に融通する方式である。「理財商品」は、金融当局が定める規制金利の上限より高い金利を設定できるため、金融自由化商品の先駆けとも言える。

理財商品を販売して集めた資金の運用先は、主に手形、委託貸付、不動産投資、インフラ建設投資等である。これまでのところ、あらかじめ設定された運用利率を下回る事例は殆どなく、安全な高利回り商品として人気が高い。

## ②総額規模

本年 6 月末時点での理財商品の残高は概ね 20 数兆元前後と推測されており、GDP (2012 年は 51.9 兆元) の半分程度の規模に達している。ちなみに貨幣供給量 M2 の残高は 6 月末で 105.4 兆元。

## ③運用金利

運用利回りは大半の理財商品は 5% 以下であるが、一部の高利回り商品は 8～10% に達する。ただし、こうした高利回り商品は投資金額が 150～200 万円（日本円で 2200～3000 万円）と大きく、一般庶民には買えない場合が多い。

## ④急増の背景

昨年から今年にかけて理財商品の残高が急増した。その背景には、次の 2 つの点が指摘されている。第 1 に、金融機関の貸出に対する当局からの管理が強化され、不動産、地方の融資プラットフォーム向けの貸し出しを伸ばしにくくなった。その抜け道として、信託を通じたシャドバンキングが利用されるようになった。第 2 に、昨年 5 月以降、不動産取引が徐々に活性化し始め、不動産投資関係の資金需要が伸びた。昨秋以降は地方のインフラ建設関係の資金需要も伸びた。しかし、銀行貸出が当局により厳しくチェックされていたため、信託経由での資金調達伸びた。

## (2) リスクの大きさ

シャドバンキングが不良債権を生み出す場合、運用した資金が焦げ付くことが前提となる。運用先のうち、手形、委託貸付については信用力もあり、金利も 6～7% と低いものが多く、デフォルトリスクは殆どない。不良債権化のリスクがあるのは不動産投資とインフラ建設投資向け運用である。金利が高いものは 11～13% に達する。しかし、現在の中国の経済情勢を見れば、不動産価格の上昇率は名目成長率を若干上回る程度にとどまっている。これがバブル経済を拡大させ、バブル崩壊により金融機関を破たんに追い込むリスクは小さい。インフラ建設投資についても、いわゆる 4 兆元の経済刺激策により不良債権を生んだ部分を現在処理中であり、

当局の投資に対する管理は厳しい。こうした状況下でインフラ建設投資が焦げ付くリスクは小さい。

以上から判断して、シャドーバンキングが巨額の不良債権を生むリスクは当面は小さい。ただし、当局が監視の手を緩め、油断すればリスクが高まる可能性はある。当面、リスクがあるのは、地方の中小企業関連の小型で高利回りの理財商品と見られている。しかし、そうした案件は規模が小さいため、金融機関全体のシステムリスクにつながるほど大きなダメージをもたらす可能性は低い。以上から見て、シャドーバンキングの内包するリスクは、当面はコントロールの範囲内に留まると考えられている。したがって、当面はシャドーバンキングが巨額の不良債権を生み、中国経済をハードランディングに追い込むリスクは小さいと考えられる。

#### 4. 日本企業の対中投資動向

##### (1) 6月の日本企業の対中直接投資額は過去最高を更新

中国側統計によれば、上半期1～6月累計の日本からの直接投資受入額は46.9億ドルに達し、1～5月累計34.0億ドルに比べて12.9億ドル増加した。これは1か月の投資額の伸びとしては過去最大の増加幅に達したと推測される(単月のデータは公式には発表されないため手許試算に基づく推計による)。上半期全体としても前年比+15.1%と、前年上半期の伸び+16.7%に近づいている。

本年上半期の日本の対中投資は昨秋以降の尖閣問題の影響を受け、前年割れまたは少なくとも伸び鈍化を予想する見方が一般的だった。しかし、尖閣問題発生前の前年上半期との対比でもほぼ前年並みの伸びを保った。昨年下半期の対中投資が尖閣問題の影響を受けて若干低下しているとすれば、今年の下半期はその裏が出る形で若干伸びが高まる可能性も考えられる。

最近の日本企業の対中投資の中でとくに積極的な進出が目立つ業種は、部品を含む自動車関係、小売・流通、外食関係である。すでに中国進出済みの企業は淡々と販路拡大、生産能力増強、拠点再編等を進める先が多く、尖閣問題の影響は殆ど見られない。一方、新規進出の動きは慎重化した状態が続いており金融機関への相談件数も減少したままで、中国ビジネス取組み姿勢の二極分化が顕著となっている。

##### (2) 中国側の対日姿勢の変化

最近の日中関係を見ると、外交関係は依然として冷え込んだままである。しかし、経済関係は、自動車、政府調達関連等一部の業種を除き、12月以降はほぼ正常な状態にまで回復した。その後、自動車も完全回復とまではいかないものの、尖閣問題のダメージが決定的な阻害要因ではなくなっている。

今回の出張で情報を得た、6、7月以降の中国側の新たな変化等は以下のとおり。

- ① 中国の地方政府の日本企業に対する誘致姿勢が積極化している。金融当局による資金管理の厳格化により地方政府は資金調達が難しくなりつつある。そこで外資、とくに日本企業を誘致し、資金調達、先進技術導入、税収確保等のメリット

を享受しようとしている。そのため市長クラスが訪日し、日本で投資説明会を開催するケースが増加している。

- ② 中央政府内部でも将来の輸出、直接投資受入の確保をより確実なものとするため、日中関係の早期改善を期待する見方が強まっている。
- ③ 中国人の日本観光団体ツアーが復活した模様（7月以降、京都、静岡で中国人観光客が目立ち始めた由。武漢市では静岡に向かう旅行客が急増したため、8月以降、武漢—静岡便を従来の週2便から週4便に増便）。
- ④ 中央政府関係機関、主要都市の幹部が日本企業の代表者等と投資環境等を巡る意見交換のための懇談会を再開する動きが広がりつつある。

以上のような中国におけるビジネス環境の改善を眺め、回復が遅れていた自動車業界でも、中国の販売実績が伸び悩む理由として尖閣問題の影響を言い訳とすることは認めない動きが広がっている。欧米、韓国系メーカーとの販売実績の伸びの格差が縮小しない原因は、日本企業の車種の品揃え、設計・デザイン、価格設定等に関する経営努力が不足している面が大きいとの見方が増えてきている。

## 5. 武漢市視察

### (1) 経済概況

上半期の域内総生産前年比は10%以上に達しており、第1四半期の9%を上回る伸びを示した。したがって、武漢市の経済は、第1四半期から第2四半期にかけて加速している。この成長のリード役となっているのは、自動車、石油化学、石油精製等の産業である。

この間、消費を見ると、小売総額の伸びが同+13.1%と全国平均を若干上回る程度にとどまった。これは、武漢市の主要企業である武漢鋼鉄やセメント企業が過剰設備・在庫を抱えて業績不振に陥っているため、賃金が伸び悩んだことによる影響が大きい。

加えて、地方政府の融資プラットフォームに対する管理が3月以降、銀監会により強化され、4月以降は発展改革委員会も管理を強化。これによって、4~5月以降は銀行融資の伸びが鈍化し、資金繰りがタイト化している。このため、11~12年にかけて武漢市政府が実施を認可し、今年中に着工を予定しているインフラ整備案件のうち、10~20%は年内着工を見送らざるを得ない可能性が高まっている。これについて武漢市政府の高官は、国家全体のマクロ経済調整にとっては安定確保が重要であるのは理解できるが、地方政府としてはインフラ整備等様々なプロジェクトが計画通りに進められなくなるため、対応に苦慮していると漏らしていた。

### (2) インフラ整備の進展

#### ① 高速鉄道

昨年12月、武漢—北京線が開通し、まもなく青島まで伸びる予定である。今後、

2014年に武漢—重慶（開通後の所要時間は4～5時間）および武漢—成都（同5～6時間）が開通予定。武漢—西安は、現時点では正式な着工計画はないが、将来開通すれば、所要時間は4時間以内となる予定。ただし、これら中西部の主要都市間の鉄道は時速300kmの高速鉄道ではなく、時速200kmの特急が運行される予定。

### ②地下鉄

地下鉄は昨年12月に地下鉄2号線が開通、今年は4号線が開通予定。今後毎年1本ずつ開通し、2017年には総延長が220kmに達する計画。

### ③空港

2016年に天河空港第3期工事が竣工予定。これにより現状の3倍の旅客人数の利用が可能となる見通し。同時に鉄道、地下鉄、高速道路等とも直結させ、同空港の利便性を格段に向上させる計画。

## (3) 外資企業の進出状況

従来から武漢は中国の東西・南北を結ぶ幹線道路・鉄道が交差する交通の要衝であるが、上記のような交通インフラ整備により、その立地条件が一段と改善されることから、産業集積地として高い注目を浴びている。加えて武漢市内には大学も多く優秀な人材も確保しやすい。

こうしたメリットに着目し、内陸部への販路拡大に注力する自動車および自動車部品メーカーの集積が目立つ。すでにホンダ、日産、シトロエンの合弁企業が進出済みであるが、本年9月にはGMが生産を開始するほか、ルノーも進出を決定し、国務院の批准待ちの状態である。こうした状況を眺め、広州、深圳等にすでに進出済みの日系自動車部品メーカーが武漢への拠点拡大の動きを積極化させている。

また、イオングループが進出を決定した（開店は来年以降）ほか、東急百貨店も地場企業との合弁形式で進出を決める（開店は来年の予定）など、急拡大が続く内陸部市場を狙った小売・流通の進出積極化も目立ち始めている。

武漢日本商工クラブ会員数を見ると、昨年末の121社から半年の間に11社増加し、132社に達するなど、尖閣問題の影響も殆ど見られず、日本企業の進出が順調に増加している。最近武漢に進出している日本企業は初めて中国に進出する企業が少なく、他の地域にすでに進出済みの企業が内陸部の販路拡大のために進出するケースが多い。そうした企業は中国国内市場では尖閣問題の影響が軽微である実情をよく理解しているほか、中国リスクに対する肚も据わっているため、尖閣問題発生後も従来と変わらないテンポで進出企業の増加が続いていると考えられる。

以上