

中国経済のリスク要因 — 影の銀行と地方債務問題を中心に —

2013年10月23日ERINA賛助会セミナー
梶谷懐(神戸大学大学院経済学研究科)

1

中国経済が抱える「不確実性」

1. 経済現象の規模をはかる**統計(融資や債務残高の総額)**が**不確実なもの**であり、従ってそのリスクが算定しにくいこと。
2. 経済現象を生み出している**「システム」**が**先進国のものとは異なっており**、それを理解したりイメージしたりすること事態が難しく、それ自体**「不透明」**で**「不確実」**な印象を与えること、

2

中国経済が抱える「不確実性」

3. 「不透明なシステム」は、それ自体リスクの源泉でもあるが、同時にこれまでの中国経済のダイナミズムの要因にもなっていること
4. 独特の政治対立の構図(左派vs.右派)が経済に与えるリスク(2012年秋の尖閣問題をめぐる暴動)

3

1. 左派vs.右派の構図

4

中国の(新)左派と右派 —国家と資本主義をめぐる—

対立軸	左派	右派
国家と個人	個人の利益は国家利益に従属	個人の権利が国家権力に優先
「民主」の考え方	大衆参加型の 直接民主主義 を唱える	議会を通じた 間接民主主義 を唱える
毛沢東時代をどう見るか	「大民主」をもたらした側面を肯定的に評価	私有財産を否定し、政治的抑圧をもたらした「毛沢東時代との決別」を強調
国際関係	先進国(日米)の「 覇権主義 」を警戒、「 売国奴 」を批判する	極端な ナショナリズム を「 愛国奴 」として批判、先進国との協調を図る
グローバリズムへの姿勢	中国を不公正な 世界資本主義 に巻き込む グローバリズム を批判	中国社会に 進歩 をもたらすものとして グローバリズム を肯定
経済政策	市場に対する政府の介入を重視し、福祉国家の実現をめざす	市場に対する政府の干渉を批判し、自由な市場競争をめざす
腐敗、経済格差の拡大の原因	市場化改革 による 資本の自由化 が一部の 特権階級 を生んだ	市場化改革 が 不徹底 なため、 既得権益 を手放さない者に 富 が集中
西側(欧米)文化に対する姿勢	「 文化植民地主義 」「 文化侵略 」をもたらすものとして批判	欧米文化を肯定し、そこから 学ぶべき

出所：「図解政治：中国的左派VS右派」より

5

「北京コンセンサス」と「中国モデル」

Ramoによる「北京コンセンサス」

- ①科学技術の飛躍と絶えざるイノベーション、
- ②公正な富の再分配と持続可能な成長パターン、
- ③政治的な自主性(米国中心の国際秩序への対抗)

潘維：西側が強調する「**普遍的価値**」とは一種のイデオロギーであり、中国もそれに対抗した中国のディスコース、中国の価値を普遍的なものとして提示すべき

→土地に対する国家のコントロール、国有の金融・大型企業と自由な労働市場と商品・資本市場の組み合わせからなる「**中国モデル**」の提唱

6

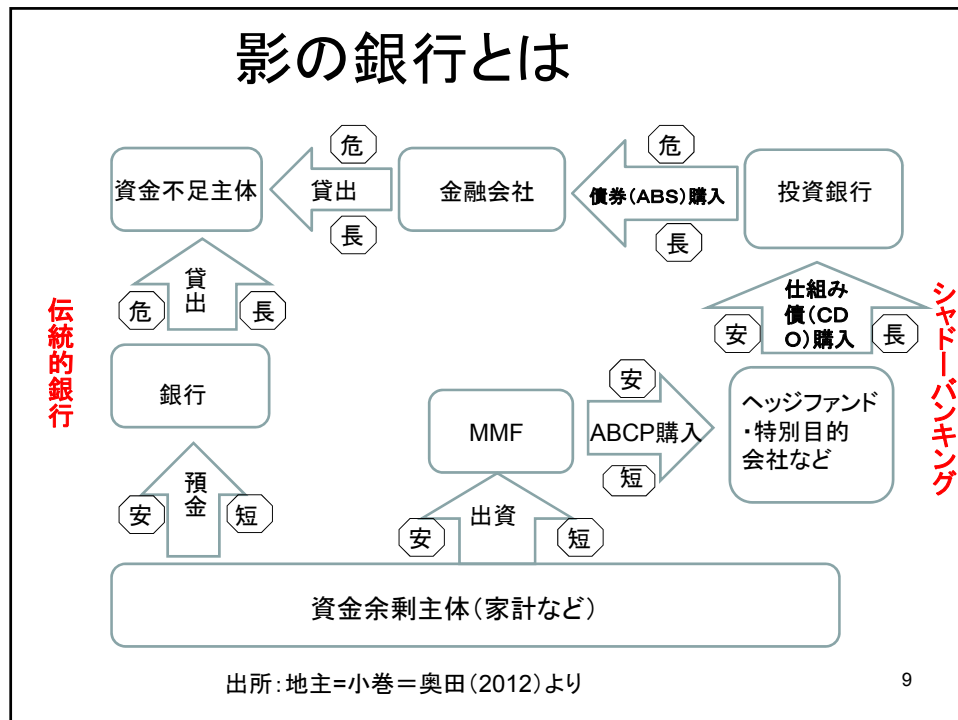
左派／右派と「中国モデル」

1. **新左派・国家主義的見解**: 中国の発展モデルはユニークであり、しかも優れている。アメリカ中心のグローバル資本主義への対抗勢力。
2. **自由主義派、近代経済学者** (呉敬璉など): 中国モデルはユニークではなく、「開発主義」に似た過渡期のモデルで、早晚放棄すべき
→ 薄熙来事件、対外的な強硬姿勢(「韜光養晦」路線の見直し)などの背景に両者の対立

7

2. 「影の銀行」「融資プラットフォーム」とそのリスク

8



欧米における「影の銀行」

- ① 満期変換もしくは流動性補完を行い、信用のチェーンを形成する
- ② 短期資金を大量に借り入れ、レバレッジを高めた運用を行う(低い自己資本)
- ③ 市場からの短期資金の調達には、特別目的会社などのペーパーカンパニーが、レポ取引や、ABCP(資産担保コマーシャルペーパー)の提供を通じて行う
- ④ FRB、証券取引委員会、BISなど、金融規制当局による監督規制を回避。運用資産や投資手法もほとんど開示しない。

中国の「影の銀行」の特徴

- 銀行による**間接金融(金融仲介機能)**を補完するという性格
- 商業銀行と証券業務(商業銀行法により乗り入れは禁止)の仲介的役割を果たす
- 欧米で中心となっている仕組み債、CDSのような複雑な金融商品を用いない、**シンプルな運用方式**
- 商業銀行のような厳格な規制・監督を受けない
→インフォーマル金融の金利は基準金利の4倍という規制・・・実際は守られない
- 金融仲介ルートが長いため、その過程でリスクが生じる

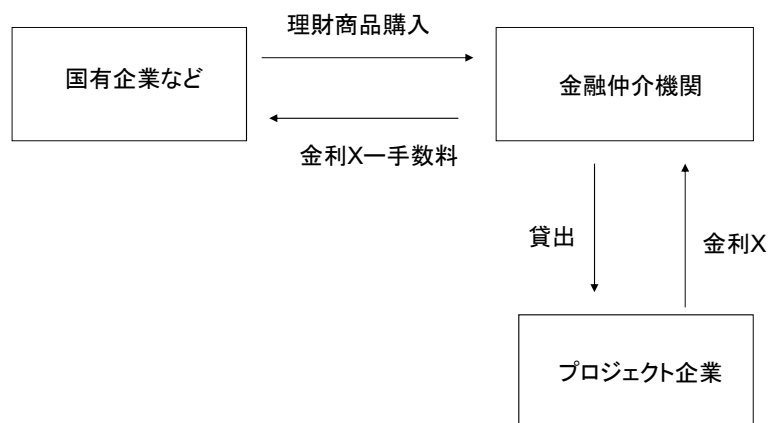
11

中国版「影の銀行」の形態(李、2012)

1. 銀行の**簿外取引**を通じたもの(理財商品)
 - ・ 銀行を通じた委託貸付
 - ・ 信託会社による信託貸付
 - ・ 銀行と信託会社との協業(銀信合作)
 - 銀行が資産のプールを信託会社と創設した別のスキームに移し、それを小口の金融資産(「理財商品」)にした上で、銀行の窓口を通じて代理販売
2. 金融システム外部の民間金融
 - ・ 銀行引受手形を通じた融資
 - ・ 民間担保会社、地下銀行、質屋、基金会、民間銭荘などによる短期融資

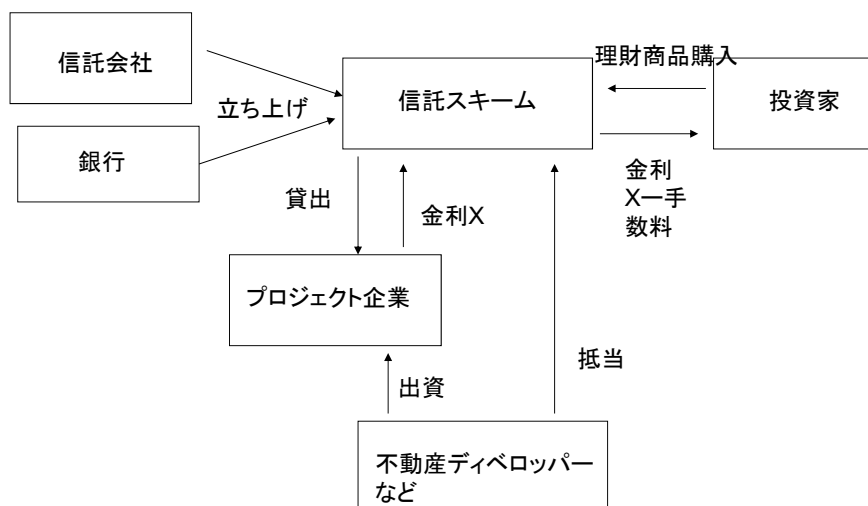
12

委託貸付と理財商品

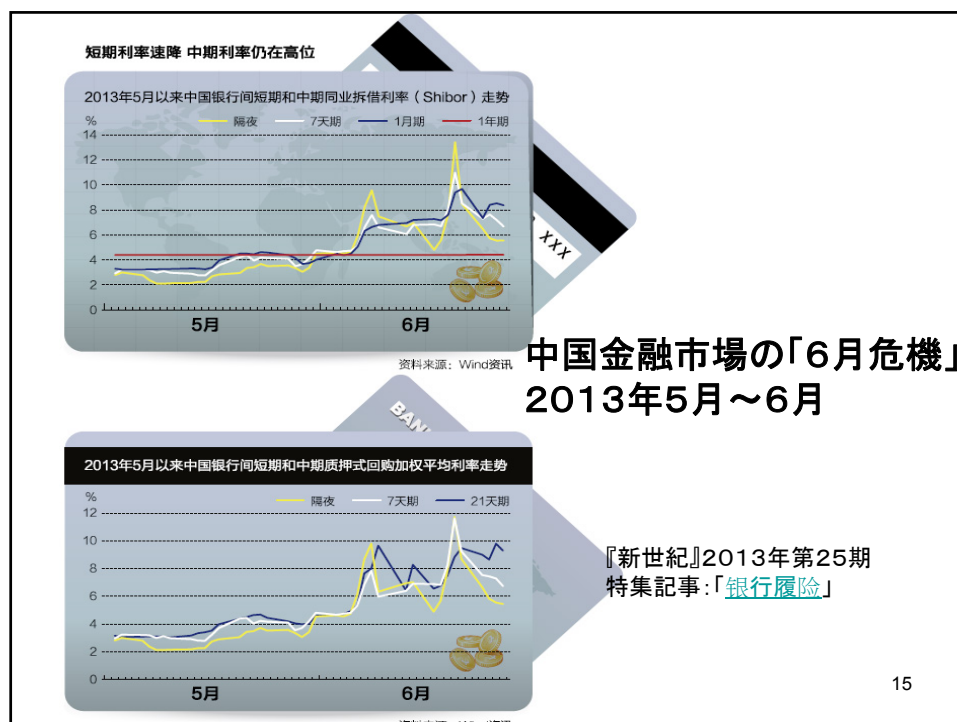


出所: 黄=常=楊『シャドーバンキングは中国版サブプライムローンを引き起こすか』

信託貸付のスキーム



出所: 黄=常=楊『シャドーバンキングは中国版サブプライムローンを引き起こすか』



「6月危機」の中長期的な背景

- 理財商品（銀行の簿外取引による高利回り商品）の返還期限が6月末に集中しており、銀行が流動性を確保
- 米国の金融緩和が終了間近になったことで **ホットマネーが逆流**し、流動性が不足。
- 不動産や大規模プロジェクトへの、「**影の銀行**」を通じた **過剰な融資** に対する中央銀行の懲罰的措置？

「融資プラットフォーム」(地方政府の 隠れ債務)問題の顕在化

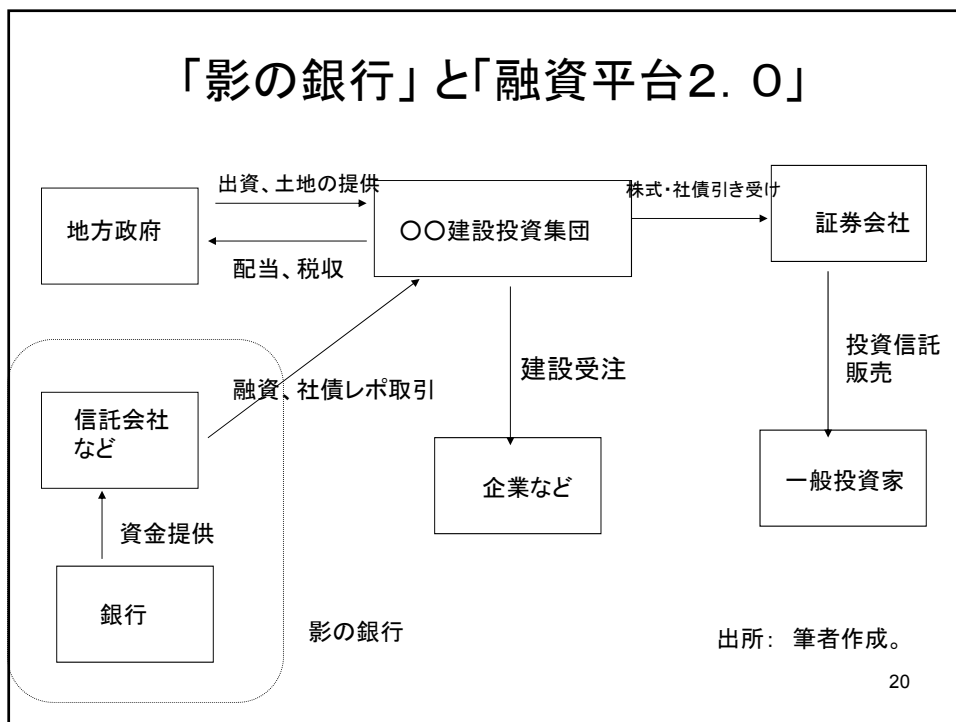
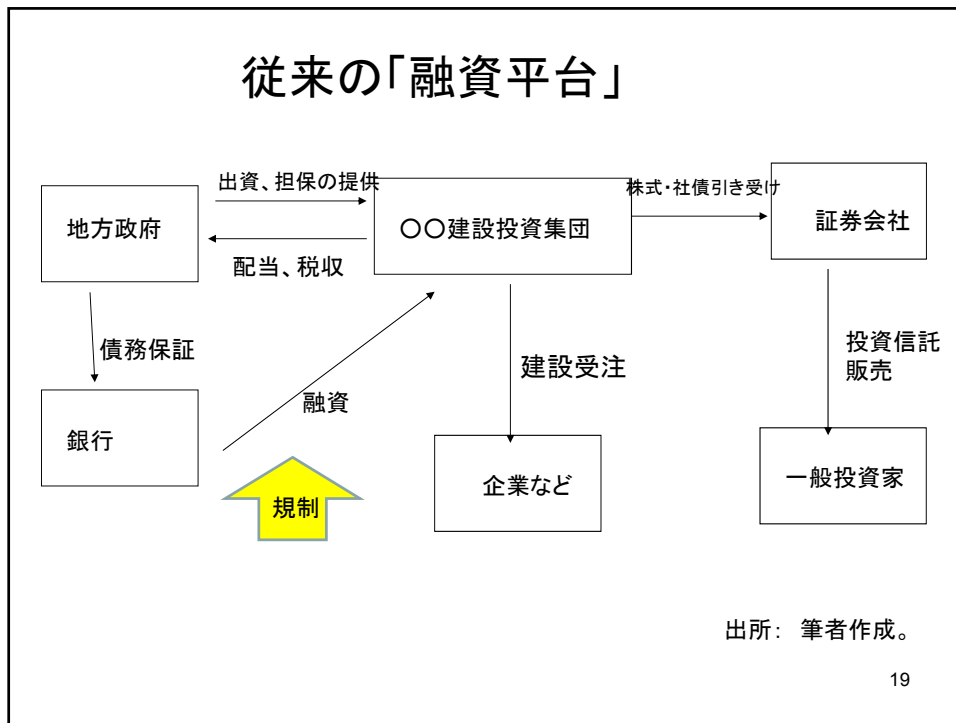
- ・ リーマンショック後の「4兆元の景気対策」
→うち、2兆元あまりは地方が肩代わり
 - ・ 制度上は、地方政府は地方債の発行が自由にできない
 - ・ 地方政府が「〇〇建設集団」といったダミー会社を設立、土地を担保に借入れを行い、開発資金を集める・・・融資プラットフォーム(平台)
 - ・ 2011年6月、審計局:地方の実質的な債務残高は約10.7兆元と発表(GDPの約27%)。うち融資平台会社(6,500社あまり)を通じた債務は4.97兆元(46.4%)
- 政府、整理に乗り出す(債務整理、平台企業の整理、金融機関の融資管理の強化、地方政府の債務保証の禁止)

17

「融資プラットフォーム」問題の顕在化(続)

- ・ 2012年3月、銀監委「地方政府融資平台貸出のリスク管理に関する指導意見」
→ 平台企業の債務を「支持類」「維持類」「圧縮類」の三つに分類して整理、平台企業への新規銀行融資の厳格化
- ・ 2012年、「地方版4兆元投資計画」の発動により(計画総額18兆元?)、地方政府の実質的な債務は拡大(2012年末の残高は12兆元?)、リスク再燃
- ・ 「影の銀行」を通じた資金調達の増加(約1.6兆元?「整治地方融資」より)
- ・ 2012年12月、国务院財務部「地方政府の違法、違反融資行為の禁止に関する通知」
→具体的な効果なし?

18



今後の展望：清算主義としての 「李克強経済学(Li-conomics)」

- 李克強経済学の「3本の矢」
 1. 財政出動を控える
 2. 金融システムのデレバレッジ
 3. 構造改革による生産性の向上
- ⇒自由主義的かつ清算主義的な傾向？
- 金利自由化(四大国有商銀・中央企業の保護政策の廃止)に手を付けられるか？
- ⇒「上海自由貿易試験区」のねらい

21

3. 現代中国企業をめぐる ダイナミズム

22

3「**構造化された不確実性**」と追加的なイノベーション

Breznitz, Dan and Michael Murphree (2011)

- 政府の権限の範囲や政策目標があいまい
→企業は、政府の恣意的な介入とその方針の変更のリスクにさらされる
- リスクの多い最先端の技術開発は不活発
- **すでに開発された技術を換骨奪胎して改善を図る、「追加的イノベーション」は絶えずなされている**
→「影の銀行」「融資プラットフォーム」などと共に「自生的秩序」としての側面

23

中国経済のダイナミズムを支える「**垂直分裂**」

- 現代中国の製造業のダイナミズム(丸川、2013): 中間財部門が細かく分化し、そこに多数の企業が参入してくる過程「垂直分裂」、
⇒ **中間財の調達コストが劇的に低下し、それによって産業全体で費用を劇的に下げる**
cf. 携帯電話産業のケース・・・必ずしも「キャッチアップ型」ではない生産性向上

24

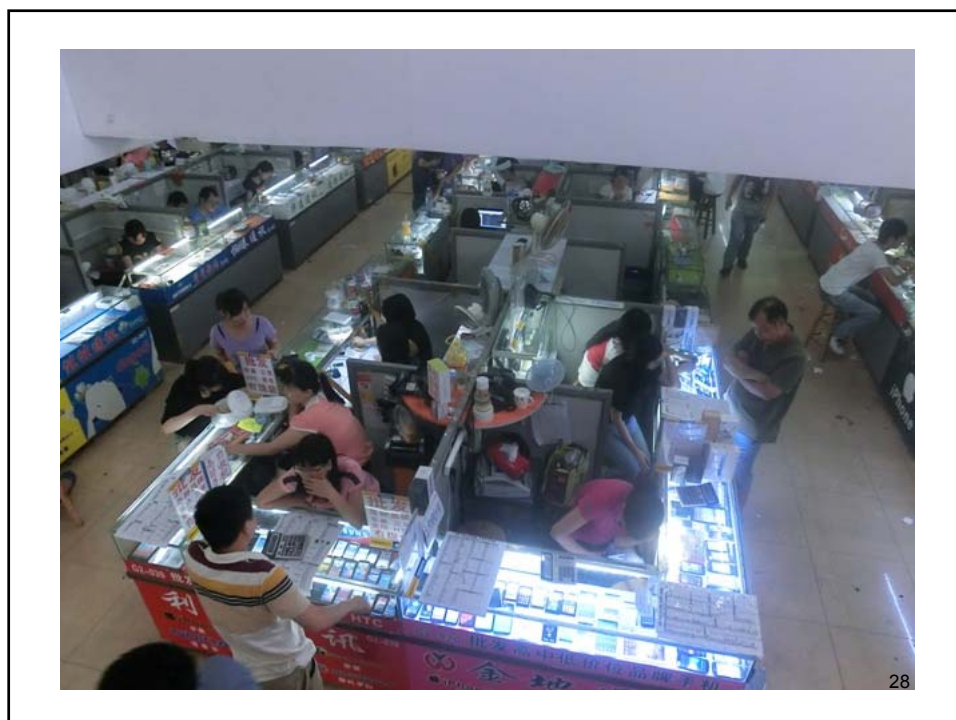
中国における最大のIT市場、
広東省深圳市、華強北地区
(2013年9月)

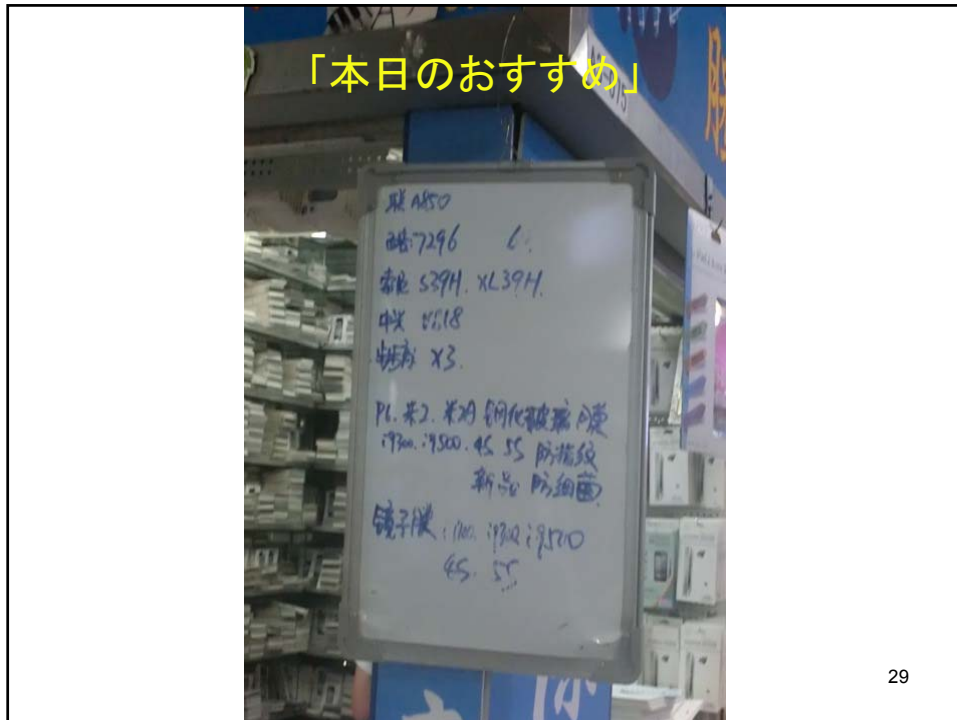


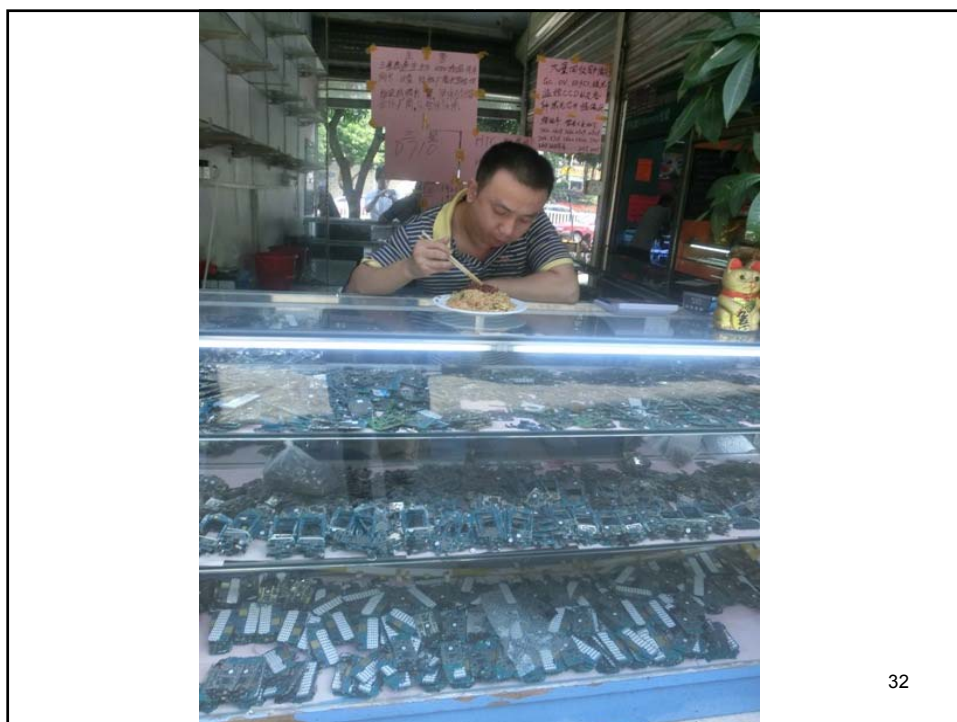
25



26









「技術プラットフォーム」を 利用したイノベーション(渡邊、2013)

- 中国企業による独自のプロダクト・イノベーションの仕組み・・・「技術プラットフォーム」
- いくつかの産業(携帯電話、家電、自動車)において、企業が技術開発のための設備やプロセス(プラットフォーム)を共有する仕組み
- 研究開発費の負担を、多数の企業でシェアすることにより個々の企業の固定費を劇的に引き下げる。
- 「過剰な価格競争によっていずれ共倒れになる」という、中国製造業に関する悲観論は見直す必要あり?

34

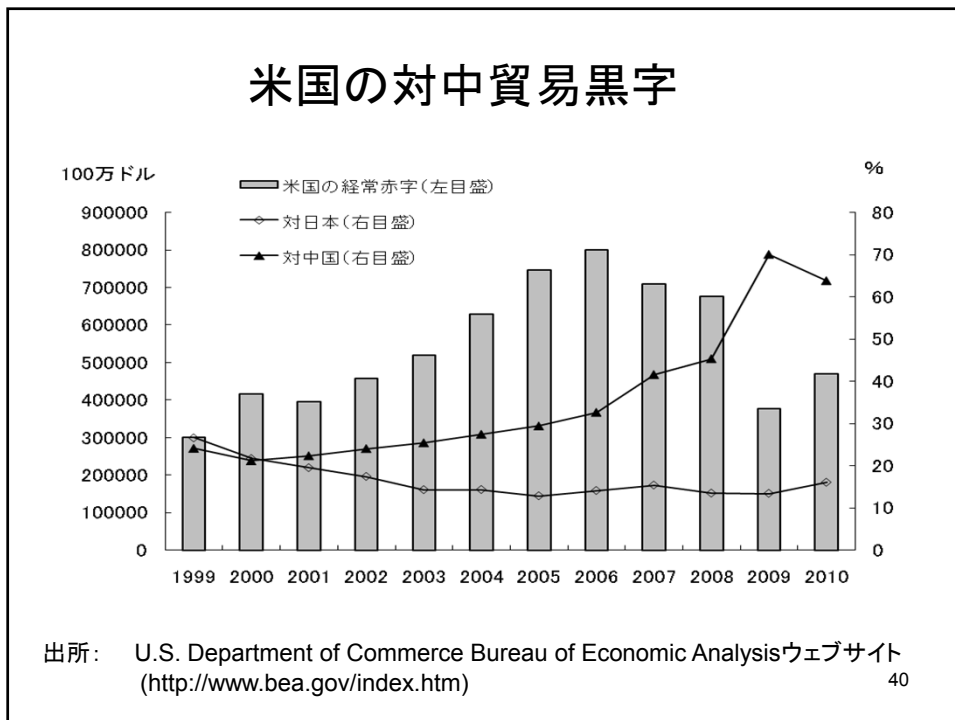
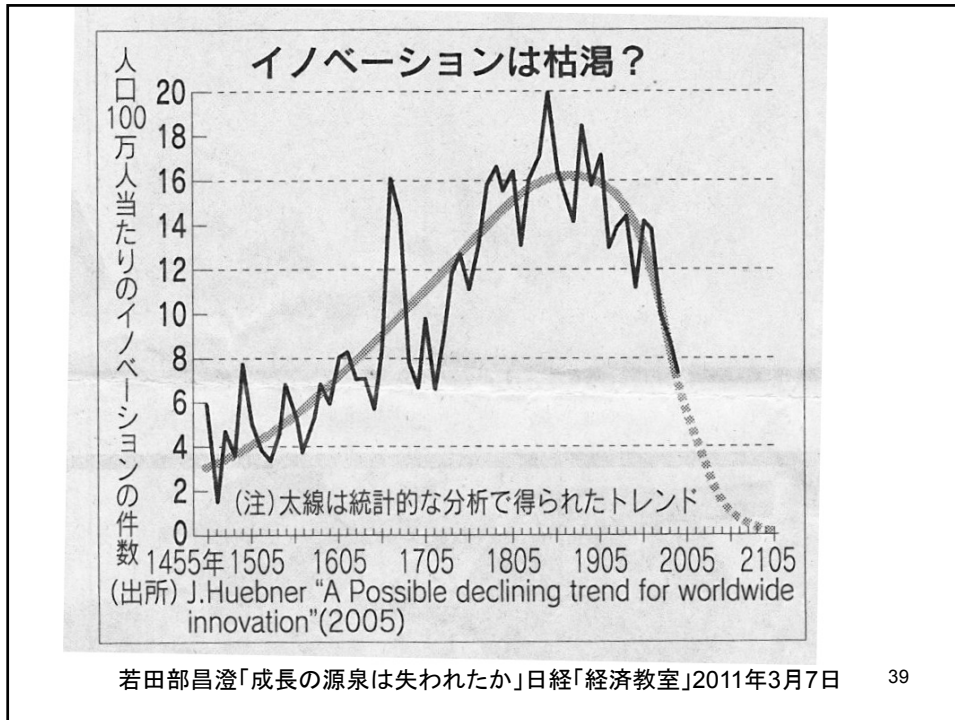




グローバル経済との相互依存的変化

- 新規のイノベーションの件数は趨勢的に低下の傾向(コーエン,2011)
⇒ **新興国によるキャッチアップが相対的に容易に**
- サプライチェーンのグローバルな展開や中間財の互換化(モジュール化)の進行・・・**中間財部門の分業化と新規参入を促進し、費用の逡減をもたらす**
- 管理通貨制(ドル基軸体制)の採用と金融技術の深化
⇒ **「資本不足経済」から「カネ余り経済」へ**

38



まとめ

- **産業のモジュール化、資本の相対的な安価化**により、かつて「停滞」要因であった中国経済の特質がグローバル経済における「追い風」に
→「不確実」だが「ダイナミック」な経済
- **グローバル経済との相互依存**と急速な成長により社会矛盾も拡大
→「国家」の役割の強調と右派vs.左派の対立
- **バランスをとる習近平政権？**
→経済面では「右派」的改革が続くが、内政・外交では左派的側面の強調・日本への影響は？

41

参考文献

- Breznitz, Dan and Michael Murphree (2011), Run of the Red Queen: Government, Innovation, Globalization, and Economic Growth in China, Yale University Press
- コーエン、タイラー(2011)『大停滞』池村千秋訳、NTT出版
- 地主敏樹・小巻泰之・奥山英司(2012)『世界金融危機と欧米主要中央銀行—リアルタイム・データと公表文書による分析』晃洋書房
- 丸川知雄(2013)『チャイニーズ・ドリーム』ちくま新書
- 李立栄「中国のシャドーバンキング(影子銀行)の形成と今後の課題—資金仲介の多様化と規制監督の在り方—」Business & Economic Review, 2012.7
- 渡邊真理子編(2013)『中国の産業はどのように発展してきたか』勁草書房

42