

中国中小企業の資金調達難に関する研究
—2008 年の金融危機以降を中心に—

2017 年 3 月

新潟大学大学院

現代社会文化研究科

氏 名 XING Mingming

目次

| | |
|--------------------------------------|----|
| 序章 | 1 |
| 第 1 節 研究背景と問題提起 | 1 |
| 第 2 節 研究目的と先行研究 | 5 |
| 第 3 節 研究方法と論文構成 | 14 |
| | |
| 第一章 中国中小企業資金調達難の実態 | 18 |
| はじめに | 18 |
| 第 1 節 中国経済における中小企業の意義 | 18 |
| 1-1 中小企業の定義 | 19 |
| 1-2 中小企業と非公有制企業の重なり | 20 |
| 第 2 節 中小企業向けの金融環境 | 22 |
| 2-1 中国の金融システム | 22 |
| 2-2 中小企業資金調達向けの政策と信用保証組織 | 26 |
| 第 3 節 悪化している中小企業の資金調達の時系列変化 | 29 |
| 3-1 悪化している中小企業の資金調達指数 | 30 |
| 3-2 中小企業向けの銀行貸出と金利の変化 | 32 |
| 3-3 中小企業の民間金融利用規模と金利の変化 | 35 |
| 第 4 節 サンプル調査からみる中小企業資金調達の実態 | 37 |
| 4-1 2008 年から 2010 年までの資金調達難の実態 | 38 |
| 4-2 2011 年以後の資金調達難の実態 | 41 |
| まとめ | 44 |
| | |
| 第二章 中小企業及び銀行に対するインタビュー調査と仮説の提起 | 47 |
| はじめに | 47 |
| 第 1 節 調査の概要 | 47 |

| | |
|------------------------------------|------------|
| 第2節 中小企業経営者への調査 | 49 |
| 2-1 運輸設備製造会社への調査..... | 49 |
| 2-2 化学品製造会社への調査 | 51 |
| 第3節 地域商業銀行と国有商業銀行への調査..... | 54 |
| 3-1 地域商業銀行への調査 | 54 |
| 3-2 国有商業銀行への調査 | 57 |
| 第4節 中小企業の資金調達難の現状と要因 | 60 |
| まとめ | 63 |
| 第三章 景気刺激策下の資金需給関係 | 65 |
| はじめに..... | 65 |
| 第1節 経済回復を狙う固定資産投資の拡大 | 66 |
| 第2節 地方政府の主導によるインフラ整備の急拡大..... | 70 |
| 2-1 インフラ整備の拡大 | 70 |
| 2-2 インフラ整備の資金調達と構成..... | 73 |
| 第3節 高騰し続ける不動産業の資金需要 | 83 |
| 3-1 不動産業の実態 | 83 |
| 3-2 不動産業の資金調達と構成..... | 87 |
| 第4節 過剰投資によって続く主要産業の過剰生産能力 | 90 |
| 4-1 製造業の生産規模の拡大に伴う過剰生産能力..... | 90 |
| 4-2 過剰生産能力産業の資金調達と構成 | 93 |
| 第5節 投資効率の悪化と地方政府・企業部門債務の激増 | 97 |
| 5-1 政府債務の急増に伴う資金需要の拡大..... | 99 |
| 5-2 企業債務の急増に伴う資金需要の膨張..... | 104 |
| まとめ | 109 |
| 第四章 実体経済と金融の乖離 | 111 |
| はじめに..... | 111 |

| | | |
|------------|------------------------------------|------------|
| 第1節 | 経済成長率の低下と信用供与の激増 | 112 |
| 第2節 | 銀行間取引拡大の実態 | 116 |
| 第3節 | 激増し続ける社債の保有期間長期化 | 123 |
| 第4節 | 資金転貸による委託貸付の急拡大 | 127 |
| 第5節 | 銀行貸出金利と市場金利の高騰 | 131 |
| まとめ | | 133 |
| 第五章 | 銀行業と信託業を跨る金融商品経由の信用供給 | 135 |
| はじめに | | 135 |
| 第1節 | 異業種間の提携を可能にする資金需給ギャップと政策背景 | 136 |
| 1-1 | 企業部門資金不足と利ザヤの拡大 | 136 |
| 1-2 | 金融機関間の提携を可能にする政策背景 | 139 |
| 第2節 | 期限ミスマッチの銀行理財商品の拡大 | 141 |
| 2-1 | 銀行理財商品の規模と期限構成 | 141 |
| 2-2 | 銀行理財商品によって集められた資金の投資先 | 143 |
| 第3節 | 資金循環が複雑化する信託商品の拡大 | 148 |
| 3-1 | 信託商品の分類と規模 | 148 |
| 3-2 | 信託商品により集められた資金の投資先と収益 | 152 |
| 第4節 | 小額貸付会社、ネット金融の勃興 | 155 |
| 4-1 | 小額貸付会社の発展及びその限界 | 155 |
| 4-2 | ネット貸借の勃興と衝撃 | 158 |
| まとめ | | 160 |
| 終章 | | 163 |
| 第1節 | 研究要約 | 163 |
| 第2節 | 結論と提言 | 166 |
| 第3節 | 本研究の今後の課題 | 168 |

| | |
|-----------|-----|
| 参考文献..... | 170 |
|-----------|-----|

序章

第 1 節 研究背景と問題提起

1998 年の中小企業司（日本の中小企業庁と相当）の設置に伴い、中小企業の役割が中国において国家レベルで重要視されるようになった。これに続き、中小企業の法律上の地位、発展政策などを明確にした「中小企業促進法」が 2003 年から実施された。このように整備された法律と促進政策の下、中国経済全体における中小企業の存在感は高まっていると言える。

中国工業和信息化部の統計によると、2014 年末時点で中小企業の企業数が企業数全体の 99%、生産額が GDP の 65%、納税額が税金総額の 50%以上、雇用者数が雇用者全体の 75%以上、輸出出荷額が輸出総額の約 68%をそれぞれ占めている¹。他方、中小企業の発展過程において、資金調達が常に解決しにくい問題として企業成長の足を引っ張っている。こうした世界各国に共通する問題を解消するために、中小企業司が設置された 1998 年に、最初の対応策として「中小企業に対する金融サービスを改善する意見」（改善意見 8 条）が中国人民銀行により打ち出された。この改善意見 8 条は、地方銀行を中心に中小企業向け金融サービスを提供するように要求し、中小企業向け貸出の拡大及び信用保証機関の設置などを求めた内容となっている。それ以後も、直接資金調達手段である株・債券と民間資本の利用を促進するような対応策が矢継ぎ早に打ち出された。

これらの政策支援を受け、中小企業信用保証会社は著しい成長を遂げた。具体的に、信用保証会社が 2000 年の 20 社から 2003 年の 1200 社まで急増し、それ以後も拡大が続き、2009 年時点でまで 5547 社の規模までに拡大した²（川村雄介，2013，287 頁）。

¹ 中国工業和信息化部の統計を参照。（<http://www.miit.gov.cn/n1146312/index.html> 2016 年 12 月 26 日アクセス）

² 第一章第 2 節で明らかにするように、野放図な拡張で成長してきた中小企業信用担保会社は政策性と非政策性の企業が混在するので、利益を追求するために、委託融資と大型プロジェクト優先及び審査基準自由化などの問題が多く存在している。2010 年から、リスクコントロールのために中国銀行業監督会をはじめとする部門が管理監

信用保証会社の増加は中小企業の資金調達の困難を緩和することに一定の役割を果たしていたといえる。

しかし、こうした政策支援と整備された信用保証システムの下で、中小企業の資金調達が依然として困難な状況に置かれている。「中国企業経営者問巻跟踪調査報告」(中国企業経営者に対する追跡アンケート調査報告書)と「中小企業発展指数報告」によれば、中小企業の融資困難度³、銀行借入困難度、民間融資困難度、中小企業資金調達指数⁴といった一連の指標はデータ統計が始まった2003年から困難の状態が続き、2008年の金融危機以後になると、困難度が高まり、資金調達がより一層厳しくなったことが分かる。その後2011年から、困難度がさらに高まり、2014年半ばまで厳しい状態が続いていた⁵。その現れとしては、2011年に中小企業の発展が発達する温州市で、多くの中小企業経営者が資金問題を理由に、夜逃げ・自殺したことが挙げられる。

そうした変化の背景として、2008年の金融危機の影響を対応するために、中国政府が大規模な財政と金融政策を実施した。2008年の金融危機の影響により、世界的な不況に陥った。中国も影響をまぬかれず、2007年に14.2%であった経済成長率が2008年には9.6%まで落ち込んだ。中国政府は速やかな経済回復を図るために、4兆元の大規模な経済刺激策を打ち出すとともに、2008年末まで利下げと預金準備率の引下げを行った。その結果、2009年と2010年の経済成長率が10%程度に保たれた。

しかし、2010年から高騰し始めたインフレ率を抑えるために、2010年後半から金融政策を引き締めに変じた。そして、2010年までの大規模な経済刺激政策は完了し、固定資産投資の規模が拡大し続けている。そうした中で、中国経済は高度成長を続けられず経済成長率が2010年の10%程度から減速し続け、2015年には6.9%まで下降

督を強化するようになり、会社数が少なくなっている。

³ 日本語の「融資」は、資金を貸出するという意味である。しかし、中国語での「融資」とは、資金調達を指すので、日本語の「融資」と異なる。本稿では、基本的に資金調達を使うが、中国のデータと先行研究を利用する場合、そのまま中国語の「融資」を使用することがある。

⁴ 『中小企業発展指数報告』の解釈により、資金調達指数の範囲は0-200と規定されているが、100を臨界値とし、100-200の景気区間と0-100の不景気区間に分ける。景気区間で200に近づければ景気が良いに対し、不景気区間で0に近づければ景気がより悪いことである。つまり、0に近づければ調達困難が大きくなる。また、資金調達環境の変化指数、銀行借入困難度、民間資金調達困難度は、サンプル企業の回答率である。本稿の第一章の表1-3、表1-4を参照。

⁵ 本稿における考察期間を2014年半ばまで設定する理由としては、筆者が中小企業経営者と銀行職員を対象に行ったインタビュー調査の結果によれば、2014年後半から、中小企業の経営が明らかに悪化し、資金調達難の要因が銀行金融機関による貸し渋りとなって、それまでの要因と異なるからである。2014年後半以降の考察を別稿で検討する。

した。

こうした経済成長の鈍化に反し、貨幣供給は相対的に拡大し続けている。図序-1 が示すように、経済成長と貨幣供給の適正を判断する指標である $M2/GDP$ の比が 2008 年以後大きく伸びている。具体的に、 $M2/GDP$ の比は、2008 年までの 1.5 から 1.6 の間に動いていたが、2009 年に 1.75 まで急上昇し、2010 年と 2011 年は横ばいで、2012 年から再び上昇し続け、2014 年に 1.93 まで拡大した。

また、一年間に実体経済が金融システムから調達した資金総額を表す社会融資総量⁶を確認すると、金融危機以降の調達額はその前の 2008 年より常に 2 倍以上となっていることが分かる。図序-1 に示されるとおり、2009 年は 2008 年の 2 倍にあたる 13.9 兆元へと急増し、2010 年には 14 兆元に規模が膨らんだが、2011 年に 12.8 兆元まで縮小した。しかし、2012 年から再び拡大に転じ、2012 年の 15.8 兆元、2013 年の 17.3 兆元、2014 年の 16.4 兆元と増加していった。

ここで注意したいのは、2010 年から急増した社会融資総量の構成変化である。第四章で明らかにするように、社会融資総量の中で 2010 年から銀行貸出のシェアが著しく縮小したのに対し、商業手形、社債、信託貸付、委託貸付などの調達手段のシェアが大きくなっている。

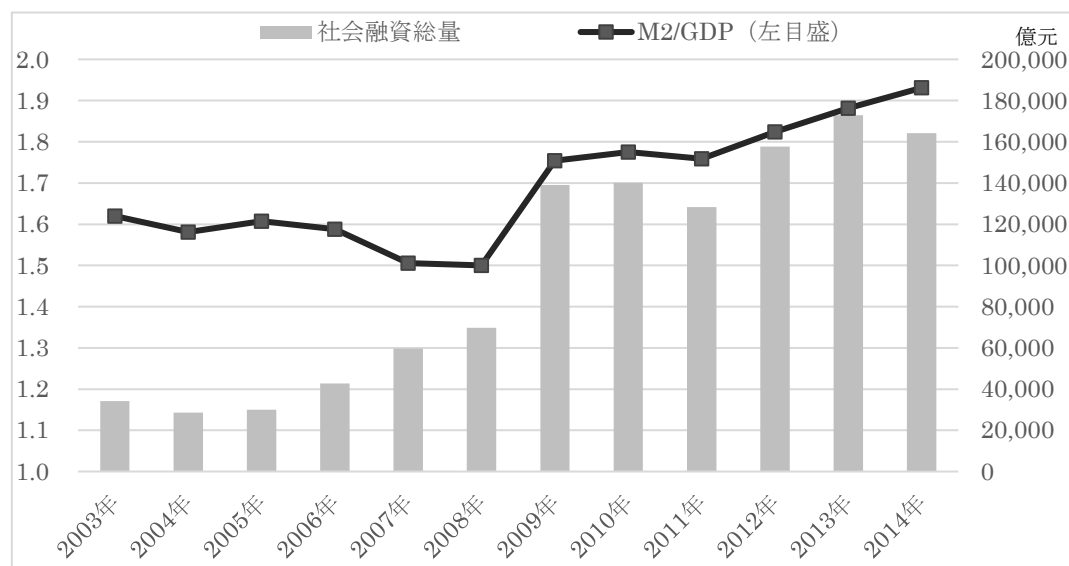
しかし、2008 年以後の GDP 成長率の持続的な低下が示すように 2009 年から拡大し続けた固定資産投資と社会融資総量は、金融危機以前のような高度経済成長をもたらさなかった。投資効率の評価指標である限界資本係数（第三章で詳述）と、社会融資総量が GDP 成長への押上げ効率を評価する指標である社会融資総量/GDP の比（第四章で詳述）をそれぞれ確認すると、2009 年から 2010 年までは悪化、2011 年以降は更なる悪化というように明らかな段階ごとの特徴が見られる。

こうした効率低下の背景として、実体経済では、2009 年から 2010 年の期間で、経済刺激政策である大規模な投資が主に地方政府が主導するインフラ建設と不動産業に流入したことが挙げられる。その後、2011 年から 2009 年と 2010 年の大規模な非効率な投資の効果が表れ、地方政府の過剰債務問題、過剰生産能力問題、高騰し続ける不

⁶ 社会融資総量とは、中国国家統計局と中国人民銀行の解釈によると、一定期間（1 年間）に実体経済が金融システムから調達してきた資金の総額である。調達手段としては、人民元銀行貸出、委託貸付、信託貸出、銀行手形、企業債券、株式、外貨銀行貸出、その他を含む。

動産価格が顕著になった。

図序-1 M2/GDP の比と社会融資総量の推移



出所：「中国統計年鑑」の各年版により筆者作成

以上の論述をまとめると、以下ようになる。2000年代から中小企業資金調達難に対して、信用保証システムと政策支援の充実が重点的に行われたが、資金調達難の問題が改善されていなかった。2008年の大規模な経済刺激政策と金融緩和政策が実施されるとともに、2009年から2010年にかけて中小企業資金調達難が前より悪化していた。その後2010年末ごろ、金融政策が引締めに移行するとともに、2011年から中小企業資金調達難がさらに悪化し、2014年半ばまで続いた。他方、2008年以後、経済成長が鈍化し、2011年から成長が減速していた中で、M2/GDPの比が拡大し続けるとともに、実体経済が金融システムから調達した資金を表す社会融資総量も急激に拡大し、2014年まで高止まりしている。

本稿では、①2008年の金融危機への対応策として、2009年から2010年にかけて、政府が大規模な経済刺激策と金融緩和策を実施し、社会融資総量が激増したのに、中小企業資金調達の困難度が前より高まったこと。②2010年末ごろ金融政策が引締めに移行したが、社会融資総量が拡大し続けている中で、中小企業資金調達難がさらに悪化

するようになったことに焦点を当て、その原因を究明する。なぜ実体経済への資金供給が大きくなった中で、中小企業資金調達難が逆に悪化したか、ということは本稿を貫くテーマである。

第2節 研究目的と先行研究

本稿は上述した問題意識にもとづき、二部に分けて論じる。第一部分は、中国の中小企業の資金調達難の実態と特徴に関する考察である。この考察を通じ、①2008年までの困難期、2009年から2010年までの悪化期、2011年からの更なる悪化期というように時期区分をし、それぞれの時期における特徴を明らかにする。②中小企業資金調達難の原因について、従来から多くの先行研究が着目した中小企業サイド、銀行サイド、金融システムサイドの要因以外に、本稿ではさらに2008年以後において経済政策と金融政策の調整がもたらした金融市場の歪みが資金調達難の主因であることを解明する。

第二部分は、実際の経済成長における資金循環の悪化が中小企業資金調達への影響についての考察である。その内容は、①2009年から2010年まで、大規模な経済刺激策による投資が地方インフラ建設、国有企業の固定資産投資、不動産業に投入されたため、資金配分において中小企業の資金需要がクラウドイングアウトされたこと。②2009年と2010年の大規模かつ非効率な投資が地方政府の過剰債務、非金融企業部門債務の急激な膨張をもたらし、これらの部門が大きなリスクに直面するようになったことである。そして、2011年から経済成長が減速する中で、リスク部門（政府の信用裏付けがある）への資金流入が絶えず持続的に拡大した。こうした資金循環の悪化は、銀行貸出と民間貸借の金利高騰をもたらし、中小企業資金調達の困難度も高まった。③銀行、信託会社等の金融機関が正規金融システムの低金利と民間貸借の高金利の間の利率差を獲得するために、多くの理財商品と信託商品が開発され、その規模が急速に増加した。その結果、資金提供者から最終の資金使用者までの調達連鎖が長くなり、金利が高騰して、資金調達に苦しむ中小企業の困難度がさらに高まった。

中国における中小企業資金調達難を考察するにあたり、重要な前提が二つある。①

経済成長至上主義に立つ地方政府と、経済成長政策の担い手である国有企業、国有・国有持株銀行機構（2015 年まで民営銀行が存在しない）との間に、緊密な結びつきが存在する。こうした政府と企業と金融部門の結びつき（一体化）は計画経済時代に始まり、改革開放以来の政治改革、国有企業改革、銀行業改革が進むにつれ、制度上は関係が一旦切断されたものの、実質的には未だに結びついている（第三章で詳述）。②中国の中小企業を論じる場合、中小企業を「非公有制企業」と同じものとみなして捉えるのが一般である⁷。それゆえ、中国の中小企業資金調達問題を論じる際、規模の経済性、情報の非対称のほかに、国有企業と国有金融機関との関係も考えなければならない（第一章で詳述）。

本稿の目的は、2000 年代以降の中国経済の発展の中で重要な位置を占める中小企業に焦点を当て、中小企業資金調達難が経済政策と金融政策の調整により、時期ごとの特徴があることを明らかにした上で、そうした背後に生じた金融市場の歪みを実証的に分析し、中小企業資金調達難への影響メカニズムを明らかにし、その解決策を検討することである。

本稿に関係する先行研究も大きく二つに分けられる。具体的に、中小企業の資金調達難に関する研究と、2008 年以降の非効率的な投資による金融市場の歪みに関する研究である。

（一）中小企業資金調達に関する先行研究

中国中小企業の資金調達に関する研究は中国国内だけではなく、日本でも多くなされている。本稿では、主に日本と中国の研究を紹介しておく。これらの研究は①企業サイド、②銀行サイド、③金融システムサイドから論じた研究に分けられる。

①企業サイド

企業サイドに存在する大きな問題は主に、企業情報の不透明性、担保の不足である。この問題に対する打開策として、長期的に緊密な取引関係を構築することで情報の非対称性を解消するリレーションシップバンキングや担保の不足によるリスクを軽減す

⁷ 唐（2011）によれば、2009 年末時点で中国全企業数の 99%が中小企業であり、その中小企業の中で「非国有企業」数が 99%を占めているので、中小企業を非公有制企業と見なすことができるとしている。また、駒形（2012）は、2004 経済センサスによれば企業数の 99%が非公有制企業であり、中小企業と多く重なるので、中小企業は非公有制企業と指摘した。

る信用保証組織に注目が集まっている。

リレーションシップバンキングの代表的な研究としては、唐成(2011)、範立君(2011a、b)が挙げられる。唐(2011)は中小企業向け銀行貸出の悪化を確認した上で、2010年の浙江省の中小企業を対象とする独自調査の結果を踏まえて、サンプル企業と取引先銀行の緊密な関係が企業の資金調達にプラスの影響を与えていることを調査データによる推計で明らかにした。具体的には、企業と銀行との取引期間が長いほど資金制約が引き下がること、企業の取引金融機関数が多いほど資金制約が高まること、企業規模が大きいほど金融機関の対応が改善されること、産業集積地域内の地域金融機関はリレーションシップ貸出を行う可能性が高いことが指摘されている。

範(2011a)は、中小企業融資に対する中国の正規金融機関と信用保証の不足を指摘した上で、リレーションシップ貸出を行う民間金融の一例を取り上げて、情報非対称性の低減の有効性を明らかにした。一方、金融機関と民間金融会社の上に正規の資金需給を調整するメカニズムが存在しないため、資金制限に困る民間金融会社が十分に中小企業の資金需要を満たすことができないという限界も指摘した。また、範(2011b)は、①金融セクターの巨大な組織構造と授権型経営、②地方政府から直接管理される信用機関に対する審査困難、という二つ原因で、公的金融機関がリレーションシップ貸出を行う不可能性を指摘した。その解決策として、公的金融機関の分権管理・自主経営と地域密着型の民間小銀行の設立許可を提言した。

また、中小企業の信用保証組織については、森田和正(2004)、駒形哲哉(2005)、李昕(2005)、銭誠(2013)などの研究が挙げられる。森田(2004)は中小企業信用保証組織の発展経緯と業務内容を明らかにし、日本や米欧と比較した上で、温州市の中小企業信用保証組織の例から、①市場化手段で運営・維持・存続されている信用保証組織の政策的な機能の不足、②信用保証組織向けの再保証組織の欠如、③信用保証組織の経営のための投資に対する監督不足、④「依頼融資」のようなインフォーマル金融への保証の危険、という四つの問題を指摘した。駒形(2005)、李(2005)、銭(2013)も現地調査に基づき全般的な中小企業信用保証組織の状況を考察し、同様の問題点を指摘した。

②銀行サイド

銀行サイドに存在する大きな問題は主に、大型銀行機構の高い審査コスト、政策的な金融支援機構の欠如である。こうした問題を巡って、中小企業向けの中小銀行の設立、中小企業向けの政策的金融組織の設立、民間金融の正規化に焦点を当てている研究がある。

地方の中小銀行については、林毅夫、李永軍（2001）、張捷（2002）、門闢（2011）などの研究が挙げられる。林・李（2001）は国有大型商業銀行と国有企業の結びつきによる中小企業に対する融資への圧迫と、情報非対称問題の解消に優位性を持つ国有地方中小銀行機構のインセンティブ不足と、民間資本の銀行業への進入制限などの限界を指摘した上で、銀行と国有企業の経営改革が急務であること、地域の民営中小銀行業組織の必要性を明確にした。門（2011）は、中小企業のための金融と期待されている都市商業銀行が、地方政府の関与と経営リスクの影響の下で、資金力が増加し資産の運用手段が多様化したことによって、かえって中小企業金融に重点を置かなくなったことを指摘した。

政策的な金融については、紀琮驍（2003）、南海龍（2010）の研究が挙げられる。紀（2003）は、金融市場に存在する中小企業融資困難問題であるマクミランギャップを中国の金融システムと経済構造の下で考察し政策金融の必要性及び構築提案を指摘した。南（2010）は、中小企業の融資状況と日米の政策性金融への考察で、市場の失敗に対し政策金融の必要性と中国型政策金融の形態を指摘した。

民間金融については、陳玉祥（2004、2012）、陳乃佳（2014）などが挙げられる。陳（2004）は中国の民間金融と温州市民間金融の歴史や内容などを確認し、民間金融の「情報優位性」と遊休資金の有効利用及びフォーマル金融の革新への促進を評価した上で、民間金融の詐欺事件の多発と金融秩序への妨害などを指摘した。陳（2012）は中小企業向けの主流金融（フォーマル金融）と非主流金融（インフォーマル金融）の構成である①フォーマル金融から逸脱したシャドーバンキング②フォーマル金融とインフォーマル金融との融合③インフォーマル金融のフォーマル化という三つの状況などを確認し、それぞれの限界を提起した上で、民間金融への法律整備と多様な企業に応じる多層的な金融構造が必要だと指摘した。陳（2014）は年金融危機以後の個別銀行のデータと個別企業の事例に基づき、フォーマル金融市場での国有企業と民営企業

の間に存在する資金調達の不均衡と、民間金融の膨張を巡る中央・地方政府の意見対立という主要な二つの問題を明らかにした。

③金融システムサイド

金融システムサイドに存在する大きな問題は、国有企業を中心とする社会主義市場経済制度の下で、国有・国有持株銀行機構しか存在しない資金配分において、中小企業が弱い立場にあることである。これについては、塚本隆敏（2003）、石部公男（2009）、駒形哲哉（2012）、岸真清（2015）などの研究が挙げられる。

塚本（2003）はそれまでの中小企業の資金調達難の原因について、①国家の経済政策の中で、中小企業が軽視されていたこと、②金融政策の中でもすべて国有企業を中心とする政策を実施してきたこと、③中小企業向けの融資政策を軽視してきたこと、を指摘した。

石部（2009）は中国の間接金融や直接金融の経緯と現状を考察し、①国有企業と国営金融機関の連携により中小企業の資金需要が無視されること、②中小企業経営者の会計知識と銀行審査に対する知識の欠如、の二点が中小企業の資金調達難の原因だと指摘した。

駒形（2012）は中小企業金融の一般理論、計画経済から市場経済への体制移行、成長志向の開発主義という三つの要素から 1978 年の改革開放以来の中国中小企業融資困難問題を構造的に説明した。内容としては、中国社会主義市場経済にある中小企業の在り方、中小企業の資金調達の実態、中小企業金融システム、中小企業向けの資金供給の制約である。結論としては、非公有制中小企業の資金困難は、単純に銀行と企業との間の情報の非対称性の低減に求めるだけではなく、移行過程の事情と中国の成長段階、ひいては社会主義市場経済の在り方にも規定されていることである。

岸（2015）は、中小企業の成長に伴う資金需要に見合った資金調達ができないことを明らかにし、都市信用社、農村信用社、小型商業銀行などの中小銀行機関と大型商業銀行からの資金調達がともに困難となったことを指摘した上で、インフォーマル金融の実態と役割を確認し、現在の中国において中小企業の資金調達を円滑化にする可能性が高いのはインフォーマル金融のフォーマル化であることを結論付けた。

（二）2008 年以降の非効率的な投資による金融市場の歪みに関する先行研究

2008 年以後の非効率的な投資による金融市場の歪みに関する先行研究は主に、①非効率的な投資がもたらした問題、②金融市場の歪み、という二点に焦点を当てている。

①非効率的な投資がもたらした問題

非効率的な投資がもたらした問題は主に、地方政府の過剰債務、非金融企業部門の債務膨張である。こうした債務膨張に関する先行研究は主に、地方政府融資プラットフォーム、地方政府が土地市場を通じた不動産業との繋がり、過剰生産能力問題による企業債務の膨張、という視点から考察する。これらについては、梶谷懐(2008、2015)、三浦祐介(2011、2015)、三浦有史(2016)、関辰一(2015)、斎藤尚登(2015)などの研究が挙げられる。

梶谷(2008)は、土地市場への政府介入という問題について、①「土地収用問題」と地方政府が抱える構造的問題との関連性、②不動産価格高騰のメカニズムと政府の価格抑制策の有効性、③「土地収用問題」から見る地方主導型の経済発展パターンの変容、という三つの点を注目しながら、土地市場と地方政府との関係を考察した。その結論として、①土地市場が完全競争の状態になく、政府規制によるレント発生之余地が絶えず存在している、②正規の税収が不十分な状況の下で、地方政府は自主財源の拡大を目標とした経済主体として行動する、③ヘルマン＝マードック＝スティグリッツらによる「金融抑制」の枠組に沿って検証を行い、効率的な金融システムが存在しない状況の下で、地方政府の地元金融機関への働きかけを通じた「資金動員」が地域経済に大きな影響を与える、という三点を提起した。また、梶谷(2015)は、上述した結論を踏まえて、2008 年以後に膨張した地方政府融資プラットフォームと「影の銀行」の構造及び繋がりを明らかにし、隠された地方政府債務の激増とそのリスクを指摘した。

三浦(2011)は、地方融資プラットフォームの放漫な運営、地方政府の違法な保証差し入れ、一部銀行の危機意識の低さという三点に深く関わる地方政府債務の現状を確認し、地方政府向け債権の不良化の規模と銀行の自己資本比率の変化に関して推計を行った結果は深刻だが、歴史上の最悪水準には至っていないと指摘し、その解決策として、行財政制度の改革が必要だとしている。また、三浦(2015)は、2015 年から

実施される地方政府の起債制度などの政策を評価したが、政策の激変と債務の深刻さで政策の効果には不透明な点が多いと指摘するとともに、根本的な解決方法は地方政府の財政健全化のための財政移転制度の見直しと税制改革だと指摘した。

関（2015）は、2008 年以後、非金融企業部門の債務が膨張したのに、固定資産形成の伸びが停滞するようになったことを確認し、それは多くの国有・大型企業が財テク投資を行っているからだとし、こうした表面的な経済繁栄は質のある持続的な成長を支えないと指摘した。

斎藤（2015）は、銀行貸出、土地権譲渡収入、地方政府融資プラットフォームといったインフラ投資の資金調達のうち、土地権譲渡収入とシャドーバンキング経由で調達した資金の短期性を指摘し、資金を長期的に使用できない問題を浮き掘りにした。また、政府が大きな期待を寄せる 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があっても、投資金額の大きさ、投資回収の長期化、政府による投資計画の変更・不履行リスク、公共料金改定の難しさなどのために民間資本の参入意欲が低いと主張した。したがって、景気下振れリスクが高まるにつれ、インフラ投資の資金がより銀行借入に依存しかできないとも指摘した。

三浦（2016）は、2008 年から 2014 年までの基幹産業である鉄鋼、セメント、石油精製などの稼働率悪化と業績悪化を明らかにした上で、これらの問題が国有企業に集中すると指摘した。その過剰生産能力を解消するために、政府が①老朽設備の淘汰、②過剰生産能力を持つ大型国有企業の合併などの政策を推進しているが、産業構造改革をしない限り、根本的に過剰生産能力を解消できないと主張した。

② 金融市場の歪み

金融市場の歪みは主に、大量の資金が地方インフラ建設、過剰生産能力の業種、不動産業といったリスクが高く、収益性が低い部門や業界に流入することで起こる。こうした問題を巡って、2011 年から顕著になったシャドーバンキングの実体経済と企業部門への影響を中心とする研究があり、代表的なものとして湯元健治・関辰一（2013）、張明（2013）、陳道富（2014）、李建偉・李樹生（2015）、王蕾・張婧婕・陳霄（2015）が挙げられる。

湯元・関（2013）はシャドーバンキングの定義と構成を確認した上で、その急拡大

の原因について、①2010 年以後、不動産開発業者と地方融資プラットフォームなどへの銀行貸出の抑制、②他の金融商品の利回りの低さ、③銀行における利益追求姿勢の強さと預貸比率、自己資本比率規制などの厳しい規制回避の狙い、を指摘した。リスクについて、①景気の底割れによる企業の債務不履行、②効率が低いインフラ投資、③不動産価格の下落リスクという三点を指摘した。

張（2013）は、海外のシャドーバンキングの定義と照らしながら中国のシャドーバンキングの定義と範囲を確認した上で、2010 年以後の急拡大の理由について、①商業銀行が金融イノベーションを通じて金融監督と制限を回避したこと、②不動産業、地方政府融資プラットフォーム、中小企業が 2010 年以降の旺盛な資金需要が増加したこと、③住民、企業、金融機構などの投資需要が新しい投資商品の開発を可能にしたこと、という三点の原因を提起した。そのリスクについて、①資産側と負債側の期限ミスマッチ、②信用デフォルトリスク、③中央銀行の貨幣政策への挑戦という三点を指摘した。その解決策としては、①金融イノベーションへの監督と導引を強化すること、②銀行システムとシャドーバンキングシステムへの監督強化、③シャドーバンキングの資産側と負債側における法律の責任区分を明確にすること、④シャドーバンキングの存在動機を解消するために、金融改革を加速化させること、という四点を挙げた。

陳（2014）は、金融市場の規模拡大と実体経済の成長との相関関係が薄れつつあることを確認し、金融市場の効率の低さと金融市場での資金空回りという問題を明らかにした。そして、こうした問題は単純な償還期限のミスマッチの問題ではなく、資源配分のミスマッチによる償還能力不足の問題であるとも指摘した。その解決策として、調整の臨界点に近づきつつある流動性リスクと償還能力リスクに対して、積極的にデレバレッジを進め、金融や経済のリスクを早期に解消する必要性を強調した。

李・李（2015）は、SVAR モデルでシャドーバンキングと金利市場化、そして実体経済との間の影響関係を検証した。その結果、①シャドーバンキングの出現が金利規制、金融イノベーションと経済内生の相互作用であること、②シャドーバンキングが金利市場化の推進、実体経済の景気向上にプラスの面もあるが、安定的ではないためマイナス面もあること、③影の銀行を解消する根本的な手段は金利規制の撤廃と金融イノベーションの促進にあることの三点を指摘した。

王・張・陳（2015）は、SVAR モデルでシャドーバンキングと中小企業融資の間はグレンジャー因果を持つとした上で、①正規金融市場ではじかれた中小企業はシャドーバンキングに頼らざるを得ないこと、②中小企業の資金需要が短期的で影の銀行の膨張を促していること、③影の銀行は中小企業の資金需要を満足することができるが、企業の融資コストとリスク及び困難度を高めることを主張した。

以上で取り上げた（一）中小企業の資金調達難、（二）非効率的な投資がもたらした金融市場の歪みについての先行研究はそれぞれ以下の問題が存在する。

（一）中小企業の資金調達難に関する先行研究の不足

- ① 森田（2004）、唐（2011）、駒形（2012）などの研究は、ある時期のある地域の中
小企業を対象に現地調査を行い、その調査に基づき中小企業の資金調達難を明ら
かにし、各自の解決案を提出したが、中国中小企業全体の動態的な時系列変化の
視点からの考察が足りない。
- ② 林・李（2001）、紀（2003）、陳（2004、2012）、石部（2009）、門（2011）、岸（2015）
などの研究は企業サイド、銀行サイド、金融システムサイドに存在する問題を限
定的に捉えたが、2008 年の金融危機以降に実施された経済刺激策と金融政策がも
たらした金融市場の歪みは中小企業の資金調達への影響を注目していない。

（二）2008 年の金融危機以降の金融市場の歪みに関する先行研究の不足

- ① 梶谷（2008、2015）、三浦（2011、2015）、斎藤（2015）、関（2015）、三浦（2016）
などの研究は、大規模かつ非効率な投資がもたらした地方政府債務、基幹産業の
過剰生産能力、不動産と土地価格の高騰などの問題に焦点を当て、その形成要因
と解決策を中心に検討したが、それらの問題が中小企業への影響を触れていない。
- ② 湯元・関（2013）、張（2013）、陳（2014）、李・李（2015）、王・張・陳（2015）な
どは正規金融システム以外に存在するシャドーバンキングの実態を明らかにし、
その形成原因と経済への危害を考察したが、そうした下での資金循環の悪化が企
業とりわけ中小企業資金調達に及ぼした影響に考慮が払われていない。

本稿では、先行研究を踏まえながら、中小企業の資金調達難の時期ごとの特徴を明

らかにした上で、2009 年から 2010 年までの大規模かつ非効率な投資と 2011 年から 2014 年までの資金循環の悪化が中小企業の資金調達難への影響を明らかにする。

第 3 節 研究方法と論文構成

本稿で使用するデータは主に中国企業家調査系統、中小企業協会、中国国家统计局、中国人民銀行、中国銀行業監督委員会、中国金融学会、中国信託業協会などの各分野の監督機関と協会、国際決算銀行（BIS）国際通貨基金組織（IMF）などの国際組織により公表されたものである。

2003 年の「中小企業促進法」が公布され、中小企業の実質上の地位が認められたとはいえ、体系的な統計体制がまだ整備されず、非正規の金融取引に関する統計もない。従って、本稿の考察では既に公表される断片的な統計データを用い、現地調査と合わせて考察していく。

本稿の検証水準を高めるために、研究方法として主に歴史的帰納法、データ試算・統計の手法、聞き取り調査を併用する。歴史的帰納法とは、過去における資料やデータ（先行研究）を加工・整理することにより、論点を明らかにする手法である。データ試算・統計とは、公表されたデータを国民経済計算及び企業会計の方法などによって計算する手法である。聞き取り調査とは、研究課題に関わる企業と銀行部門の担当者に課題の現状、問題点、解決策などを聞き取りで検証する手法である。

本稿は序章と終章を含む全 7 章から構成されている。

第 1 章では、中国の社会主義市場経済制度における中小企業の在り方と、中小企業向けの金融システムを確認した上で、中小企業の資金調達の実態を明らかにする。全国の中小企業を対象とした調査結果から、2009 年より融資困難度、銀行資金調達困難度、民間金融資金調達困難度が顕著になり、2010 年以後さらに悪化したことを指摘する。また、中小企業向けの銀行貸出と民間金融の規模及び金利水準を確認し、2009 年から 2010 年まで銀行へのアクセスが困難になり、金利が高くなったこと、2011 から 2014 年の間、銀行金利と民間金融金利が急上昇し高止まりしていることを明らかにする。さらに、サンプル調査を通じ、①2009 年から 2010 年の期間、銀行貸出が地方イ

ンフラ建設と不動産と国有企業に投入され、②2011 年以後銀行理財商品と信託商品の急成長により銀行貸出と民間貸借がともに困難になったことを解明する。

第 2 章では、中小企業経営者と銀行職員に対するインタビュー調査を通じ、中小企業の資金調達難の実態を確認する。中小企業経営者へのインタビュー調査により、①銀行機構からの規模の差別、②中小企業の情報不透明性による銀行へのアクセス困難、③中小企業向けの支援政策と保証組織が機能していない、④銀行機構から所有制差別（国有であればリスクゼロ）がある。⑤2009 年から 2010 年までの期間で銀行から資金調達が困難であったが、2011 年以後借入ができて金利が高いので、民間貸借がより使いやすい、というような結論を得た。さらに、銀行職員への意識調査により、①地方インフラ建設、国有企業、不動産業のような高収益部門に貸出するインセンティブがある。②政府信用の裏付けがある国有企業に貸出する意欲が高い、③経済政策と政府の関与による影響を受けやすい。④2009 年と 2010 年の金融緩和期で銀行貸出がほぼ国有企業を中心にしたが、2011 年から金融引締めに転じるにつれ、明らかに銀行理財商品と信託商品などを経由し国有企業への資金供給が拡大するようになった。⑤委託貸付・小額貸付会社・ネット貸借などの興起が資金調達困難の中小企業の資金コストをさらに高めた、という結論を得た。こうした調査結果に基づき、第一章の結論を踏まえ、中小企業の資金調達難がマクロ的な金融環境の変化を受けるとするという仮説を提出する。

第 3 章では、2008 年以後の大規模な投資の内容を明らかにした上で、2009 年から 2010 年までの投資効率の悪化と 2011 年からの更なる悪化がもたらした過剰債務問題を明らかにする。具体的には、大規模な投資が地方インフラ建設、製造業、不動産業に投入されたことを確認した上で、①銀行貸出と地方政府融資プラットフォームによる資金がインフラ建設の重要な資金源であること。②銀行貸出、債券、金融商品が不動産業と製造業の主な調達手段であることを指摘する。次に、2009 年から 2010 年までの投資限界係数の低下と 2011 年からのさらなる悪化が、地方政府の過剰債務と非金融企業部門の債務膨張の形成を促し、経済成長の低下と企業部門の資産収益率の低下の中で、地方政府と企業部門が既に元利を返済できない状態であり、債務返済までに持続的な資金需要が絶えないことを明らかにする。次に、こうした大規模な投

資、特に 2009 年から 2010 年までの大規模な投資がほぼ国有企業に投入されたことからみると、中小企業の資金需要が無視され、2011 年以後、状況がさらに悪化したと推測できる。

第 4 章では、債務膨張になったインフラ建設、過剰生産能力産業、不動産業のような規制産業に資金供給を行うために規模が激増した銀行間取引、委託貸付の構造を確認し、市場金利が高騰したことを明らかにする。最初に、M2/GDP の比の上昇、社会融資総量の急増、GDP/社会融資総量の比の低下、非金融企業債務/GDP と固定資本形成/GDP の比の乖離拡大を確認し、金融市場における資金空回りがあることを指摘する。また、商業手形の再割引と銀行間同業取引のスキームと規模を確認し、事実上の貸出拡大が行われたことを検証する。さらに、委託貸付は余剰資金を持つ企業の一種の投資手段であり、最終的に金利水準を高めることになる。つまり、中小企業は最終の借手として、高金利を受けざるを得なかった。

第 5 章では、銀行などの金融市場での空回り以外に、金融機関間の提携により開発された銀行理財商品と信託商品などが、資金調達チェーン延長と資金空回りという問題を引き起こしたことを検討する。企業部門の資金不足、正規金融システムと民間金融間の利率差が、金融監督を回避しようとする金融機関間の提携を促した。そして、異分野への進出を許可する政策がさらに金融機関間の提携を加速した。また、銀行理財商品と信託商品に期限ミスマッチがあることにより、最終的に実体経済に流入する資金が減少するだけでなく、金融市場での資金運用が多くなり、資金の空回り現象が深刻になっていることを明らかにする。さらに、小額貸付会社の貸出資金不足とネット貸借のチャンネル化を明らかにし、中小企業向けの貸借金利がさらに高まったことを提起する。

終章では、各章の分析結果に基づいて本稿の結論及び政策提言を提示し、今後の課題を提起する。本稿の主要な結論としては、2008 年以後の景気不況の中で経済政策と金融政策の調整がもたらした資金循環の変化により影響を受け、中小企業の資金調達が明らかに 2009 年から 2010 年までの悪化期、2011 年から 2014 年までの更なる悪化期という二つの期間に分けられ、そして各期間の主要な原因がそれぞれ異なることである。各期間の原因は以下ようになる。2009 年から 2010 年の期間で、国有企業

を中心とする大規模な投資が中小企業の資金需要がクラウドイングアウトするようになったので、中小企業資金調達難が以前より顕著になった。2011 年から 2014 年までの期間で、前期の大規模かつ非効率な投資がもたらした過剰債務問題を解決するまでに、持続的な資金調達が行われたによって資金循環の悪化が引き起こされ、地方政府と国有企業と不動産業より資金調達の弱い側にある中小企業が高騰した金利を受けざるを得なくなったので、資金調達難が前よりさらに悪化した。

その解決策として、①中小企業向けの政策的な銀行と信用保証組織の設立及び支援政策の執行への監督強化、②中小企業の経営と情報公開の規範化を促すために、法律整備と監督の強化、③政府と企業と金融機構の関係の明確化、の 3 点が必要となってくる。そのために、政府役割改革、国有企業改革、金融システム改革を慎重に行わなければならない。

第一章 中国中小企業資金調達難の実態

はじめに

中国経済は 2008 年にアメリカに端を発する金融危機の影響を受け、それまでの高度経済成長が継続できなくなり、2009 年と 2010 年の落ち込みを経てから、2011 年から成長減速に転じ、経済成長率が 2015 年には 2007 年の 14.3%から 6.9%まで縮小した。

こうした中で、中小企業資金調達難が 2008 年以後に顕著になり、2011 年からさらに悪化するようになり、経済成長と同じ変化をしている。中小企業資金調達難の悪化の要因を明らかにする一環として、本章では、中小企業資金調達難の期間ごとの変化と特徴を明確にし、可能な要因を提起する。

本章は以下のような 5 節から構成されている。

第 1 節では、中国社会主義市場経済における中小企業の定義と“中小企業≡非公有制経済”の意味を明らかにする。

第 2 節では、中国の金融システムと中小企業向けの金融環境の実態を確認する。

第 3 節では、中小企業全体を対象とするマクロデータにより資金調達難の期間ごとの変化と特徴を明確にする。マクロデータは主に中小企業の資金調達困難度、中小企業向けの銀行貸付と金利、民間金融の利用規模と金利などの内容を含む。

第 4 節では、先行研究のサンプル調査に基づき、データと資料を筆者が再構成し、各時期、各地域の資金調達の実態を明確にする。

まとめでは、中小企業資金調達難の実態を確認しながら、マクロデータで分かる要因を指摘する。

第 1 節 中国経済における中小企業の意義

1-1 中小企業の定義

現在に使われている中小企業の分類基準は 2011 年 6 月 18 日に中国工業和信息化部、国家統計局、国家発展和改革委員会、財政部が共同で公表した「中小企業劃型標準規定」によるものである（表 1-1）。

表 1-1 中国中小企業の分類標準⁸（一部業種）

| 業種 | 指標 | 大型 | 中型 | 小型 | 微型 |
|-------|------------|----------------|-----------------------|----------------------|------------|
| 工業 | 従業員数(X、人) | $X \geq 1000$ | $300 \leq X < 1000$ | $20 \leq X < 300$ | $X < 20$ |
| | 売上 (Y、万元) | $Y \geq 40000$ | $2000 \leq Y < 40000$ | $300 \leq Y < 2000$ | $Y < 300$ |
| 建築業 | 売上 (Y、万元) | $Y \geq 80000$ | $6000 \leq Y < 80000$ | $300 \leq Y < 6000$ | $Y < 300$ |
| | 総資産 (Z、万元) | $Z \geq 80000$ | $5000 \leq Z < 80000$ | $300 \leq Z < 5000$ | $Z < 300$ |
| 卸売業 | 従業員数 (X、人) | $X \geq 200$ | $20 \leq X < 200$ | $5 \leq X < 20$ | $X < 5$ |
| | 売上 (Y、万元) | $Y \geq 40000$ | $5000 \leq Y < 40000$ | $1000 \leq Y < 5000$ | $Y < 1000$ |
| 小売業 | 従業員数 (X、人) | $X \geq 300$ | $50 \leq X < 300$ | $10 \leq X < 50$ | $X < 10$ |
| | 売上 (Y、万元) | $Y \geq 20000$ | $500 \leq Y < 20000$ | $100 \leq Y < 500$ | $Y < 100$ |
| 交通運輸業 | 従業員数 (X、人) | $X \geq 1000$ | $300 \leq X < 1000$ | $20 \leq X < 300$ | $X < 20$ |
| | 売上 (Y、万元) | $Y \geq 30000$ | $3000 \leq Y < 30000$ | $200 \leq Y < 3000$ | $Y < 200$ |
| 宿泊業 | 従業員数 (X、人) | $X \geq 300$ | $100 \leq X < 300$ | $10 \leq X < 100$ | $X < 10$ |
| | 売上 (Y、万元) | $Y \geq 10000$ | $2000 \leq Y < 10000$ | $100 \leq Y < 2000$ | $Y < 100$ |
| 飲食業 | 従業員数 (X、人) | $X \geq 300$ | $100 \leq X < 300$ | $10 \leq X < 100$ | $X < 10$ |
| | 売上 (Y、万元) | $Y \geq 10000$ | $2000 \leq Y < 10000$ | $100 \leq Y < 2000$ | $Y < 100$ |

出所：「中小企業劃型標準規定 2011」により筆者作成

⁸ 微型企業の判断について、複数の指標の中に一つの指標が基準に満たしたら、微型企業に判断される。他の大型、中型、小型企業は複数の指標がともに基準に満たさなければならない。また、表 1 に記入した 7 業種以外に、農・林・牧・漁業、倉庫業、郵政業、ソフトウェア・情報サービス業、不動産開発経営業、プロパティマネジメント業、賃貸・商業サービス業、その他という七つの業種の分類基準が挙げられている。詳細は「中小企業劃型標準規定」（2011）を参考。

企業分類の基準は、改革開放以降、4 回変更された。1988 年の最初の改正は 1978 年に定められた従業員数と機械設備の基準から生産能力、機械設備、固定資産原価に変更された。1998 年の 2 回目の改正では基準を年間売上高、資産総額に変わった。2003 年の 3 回目の改正では基準が従業員数、年間売上高、総資産額に変更された。現在の基準は 3 回目の改正から変更していないが 2003 年に公表した企業分類により零細な「微型企業」が付け加えられたことが注目される。業種により分類基準がそれぞれ異なるが、三つの指標のどれかに従って判断されている。

今回の基準改定のきっかけは、2008 年の金融危機以降、中小企業の経営が困難になり、大量の中小企業が経営破綻したことによるもので、改定でより有効な支援策を行うことが目的である。2009 年 9 月に中国国務院が公布した「国務院關於進一步促進中小企業發展的若干意見」(さらなる中小企業発展の促進に関する若干の意見)において、中小企業の資金調達難、財政支援、税金減免、技術力向上などの面で様々な支援政策が打ち出されており、分類基準の改正は支援政策の一環でもある。

1-2 中小企業と非公有制企業の重なり

中国経済において、中小企業を論じる場合、国有企業（公有制企業）の対立として存在する民営企業（非公有制企業）と同じものとして捉えることが一般である。この原因について、駒形（2012）研究に従えば次のようになる。⁹

1998 年、中小企業を専門に管理する国家部門の中小企業司が国家経済貿易委員会に設置された。2003 年、中小企業を対象とする包括的な法規として「中小企業促進法」が公布された。これらは中国で初めてで、中小企業が重要視されるようになったことがわかる。この背景には、雇用と成長の担い手としての非公有制経済の振興が必要であったことが指摘できる。1980 年代に公有制部門が雇用を創出しきれなかったため、個人経営が解禁されて私的経営の許容を促した。90 年代に入り国有企業の経営悪化と構造調整によるリストラが厳しくなる中で、非公有制企業が多くの雇用を創出した。また、80 年代から 90 年代初頭にかけて 1 億人以上の雇用を生み出した郷鎮企業も競

⁹ 駒形（2012 年）の pp.13-15 を参考。

争の激化で公有制として行き詰まった¹⁰。

中央政府は雇用創出と国民経済の持続的成長のために、非公有制企業の振興が必要となり、1993年には共産党第14期中央委員会第3回全体会議で「異なる所有制間の平等な競争条件の創造」が提起された。そして1997年の共産党の第15回大会では、非公有制経済が公有制と同等に位置付けられ、1999年には憲法が党大会の決定に沿って改定された¹¹。

しかし、この「非公有制企業」の振興を「中小企業」の振興に呼び替えた。これについて、三つの原因が指摘されている。①所有制を巡る議論は、なお「政治化」するリスクを孕んでおり、政治化を回避するために、非公有制企業を「中小企業」と呼び替えた。②アジア通貨危機の影響が、中小企業主体で発展してきた台湾では比較的軽微で、財閥大企業体制で発展してきた韓国では著しかったとみて、中小企業振興が提起された。③中国の中小企業と非公有制企業が重なっていること多いことである。

ここで、第1点と第3点をさらに詳しく説明する。第1点の所有制について、菅原（2011）は、今まで社会主義市場経済を論じる際、所有制に多く比重をかけた議論であったが、今や、所有制の議論は後景に退き、市場に対するコントロールという観点から位置づけられるようになったと指摘する¹²。1990年代後半から現在まで、政府が積極的に展開する国有企業改革は、主要産業市場へのコントロール強化を確実に反映している。

第3点については、駒形（2012）が指摘した通り、2004年には、企業数、従業員数、年商、総資産において中小企業がすべて80%左右のシェアを占めていた¹³。さらに2009

¹⁰ 今井健一・渡辺真理子（2006）『現代中国経済 4—企業の成長と金融制度』（第三章「企業家の企業：非国有企業の勃興」 pp.86-121）において、非国有企業である郷鎮企業、中小企業の発展経緯を詳しく説明している。

¹¹ 大西広（2016）は1990年代末から始まった中小国有企業、集団所有制企業の民営化の波は、一度中国経済を通常の市場経済に大きく引き寄せる流れを確実に形成していたと指摘した。その他、丸川知雄（2013）は、現在の中国に対しても、市場経済における民営企業のエネルギー・パワーに主導された経済であると主張している

¹² 菅原陽心は2004年から2008年にかけて、北京大学経済学院、社会科学院経済研究所、中国国家発展改革委員会、中国改革基金会国民経済研究所、国務院発展研究センター、経済改革研究会、復旦大学社会主義市場経済研究所、江陰市行政管理学院に社会主義市場経済の本質をテーマとしてインタビュー調査を行った。その重要な結論の一つとしては、現在の中国が、従来の所有制重視から市場コントロール重視に転じていたと纏められている。菅原（2011）のp.31を参考。

¹³ 駒形は中国中小企業協会・南開大学中小企業研究中心（2008）の資料による整理したデータとして、2004年には企業数、従業員数、年商、総資産における国内資本のシェアがそれぞれ95.4%、85.6%、82.4%、80.5%であるに対し、香港・台湾・外資系のシェアがそれぞれ4.6%、14.4%、17.6%、19.5%となっている。さらに、国内資本の所有制別の構成を確認すると、国有+集団所有制企業が企業数、従業員数、年商、総資産の全体へのシェアが15.8%、21.1%、25.7%、17.2%となっている。駒形（2012）のp.14を参考。

年には個人経営を含む事業所ベースでは、99%以上の企業が非公有制企業である。

中国工業和信息化部の統計により、2014 年末時点で中小企業数は企業数の 99%を占め、中小企業の生産額は GDP の 65%以上を占め、納税額は税金総額の 50%以上を占め、雇用者数が全雇用者の 75%以上を占め、輸出出荷額が全輸出の約 68%を占めるようになっている。

したがって、中小企業≡非公有制企業の振興とその資金調達の成否は、中国経済の安定と持続的な成長にとって重要な政策課題となっている。

第 2 節 中小企業向けの金融環境

2-1 中国の金融システム

現在の中国の金融システムは主に銀行業、証券業、保険業という三つのセクターから構成される。これらの三つのセクターがすべて 1978 年改革開放以後に金融改革によって発展してきたものである。それぞれの構成とその発展を確認しながら、現状を明らかにしていく。

(1) 銀行セクター

1984 年に中央銀行・政策性銀行・商業銀行という三つの機能を備えていた中国人民銀行が中央銀行として独立したことに伴い、中国における銀行業改革の幕が開かれた。1979 年に国務院に属する専業(専門)銀行として再編された中国農業銀行、中国銀行、中国人民建設銀行に、1984 年に設立された中国工商銀行が加わり、「中国人民銀行＋四大銀行」の体制ができた。また、1979 年に行った財政改革の一環として、それまで財政から無償で資金を支給された国有企業の運転資金と固定投資資金はそれぞれ 1983 年 7 月と 1985 年 1 月からすべて利息付きの銀行借入に切り替えられた。こうした切り替えが実施されたものの、銀行の貸出は国家計画による財政支出的な色彩が濃いまま、貸出先と貸出金利等の決定は産業政策に従って行われていた¹⁴。

1990 年代、国有企業の経営悪化による不良債権の膨張が国有専業銀行に悪影響を与

¹⁴ 張秋華・太田康夫(2012)『中国の金融システム—貨幣政策、資本市場、金融セクター』、pp.169—171、また、嚴成男(2011)は、政府が銀行貸出利子率の決定権を持ちながら、行政的な指導によって、中国の金融・資本市場を強くコントロールしていると指摘した。詳しい内容を p.282 に参考。

えていた。商業銀行改革の第一歩は、国家と地方の財政運営と切り離すこととされ、1994年に国家開発銀行・中国輸出入銀行・中国農業発展銀行という三つの政策性銀行が設立され、四大專業銀行は正式に政策性銀行の機能がなくなった。その後、政府の支援によって資本増強と不良債権の切離しが行われ、一般的な商業銀行に転身した。2001のWTO加盟に伴い、銀行のガバナンス改善と国際競争力向上を図るために株式会社化が進み、再び政府の資本増強と不良債権の切離しを受け、2010年7月まで4社が上場商業銀行になった¹⁵。

中国銀監会によれば、株式制商業銀行は1986年に初めて株式制銀行として上海交通銀行¹⁶が設立された後、招商銀行、上海浦東發展銀行、光大銀行などが次々と設立され、2015年末時点で12行がある。また、1995年に都市信用社が都市商業銀行に再編され、1995年のピーク時に5000社以上があった都市信用社は2015年末時点で133社の都市商業銀行となった。こうした株式制商業銀行（全国）と都市商業銀行（地方中心）の出資主体は地方政府と企業（国有企業）なので、経営に関しても政府と企業からの影響を受けている。農村部では、農村信用社が農村商業銀行に再編され、2015年末時点で859行がある。農村の中小金融機関として、1373の農村信用社と71の農村合作銀行がある。そのほか、2014年に許可された民営銀行は5行がある。

中国銀監会の統計によれば、国有商業銀行の5行の資産規模は2010年まで銀行業金融機構全体の50%以上を占めていた。その後、株式制銀行と都市商業銀行の成長につれ、5行の資産規模が2015年の39.2%まで下がり、株式制銀行と都市商業銀行がそれぞれ18.6%、11.4%を占めるようになった。一方、5行の税引収益が銀行業金融機構の利益総額に占めるシェアが縮小し、2008年の60%から2015年の46%まで下がったが、依然として他の商業銀行をはるかに超えている。株式制銀行と都市商業銀行がそれぞれ16.7%、9.6%のシェアを占めている。

また、商業銀行の収益構成を利息収益と非利息収益に分けてみると、利息収益のシ

¹⁵ 中国建設銀行は2005年10月27日に香港株式取引所で上場した。中国銀行は2006年6月1日に香港株式取引所で上場した。中国工商銀行は2006年10月27日、同時に香港株式取引所と上海株式取引所で上場した。中国農業銀行は2010年の7月15日、16日にそれぞれ上海株式取引所と香港株式取引所で上場した。また、国有商業銀行第5社である中国交通銀行は2005年6月23日に香港株式取引所で上場してから、2007年5月15日に上海株式取引所で上場を実現した。

¹⁶ 国有4大銀行とともに国有5大銀行と呼ばれる。中国人民銀行と中国銀行業監督管理会が日常管理・監督時に4大国有銀行と同じく取り扱う。データ統計上には国有5大商業銀行を大型商業銀行の名称で表記される。

シェアが緩やかに縮小しているが、非利息収入をなおはるかに超えている。そのシェアが2003年の85.3%から2012年の80.2%まで下がってから、2013年に80%台を割り、2015年には商業銀行の税引利益総額の76.3%になった。また、銀行預金の伸び率と貸出伸び率を確認すると、2008年以前には預金伸び率が常に貸出伸び率を上回っていたが、2008年以後に逆になり、貸出伸び率が常に預金伸び率を上回るようになった。

表1-2に示す通り、銀行の不良債権率を確認すると、2008年から大幅に改善されたことが分かる。これらは国有商業銀行5行のうち4行が2007年まで上場し、財務データが大きく改善されたことに繋がる。しかし、2012年まで縮小し続ける不良債権率が2013年から逆転し、再び悪くなり始めた。2015年の不良債権率がすでに2012年の0.95%から1.67%まで拡大してきた。

表 1-2 商業銀行の不良債権率及びその内訳の推移

| | | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 商業銀行全体 | 8.60% | 7.09% | 6.17% | 2.42% | 1.58% | 1.14% | 1.00% | 0.95% | 1.00% | 1.25% | 1.67% |
| 内 訳 | 国有商業銀行 | 10.49% | 9.22% | 8.05% | 2.81% | 1.80% | 1.31% | 1.10% | 0.99% | 1.00% | 1.23% | 1.66% |
| | 株式制商業銀行 | 4.22% | 2.81% | 2.15% | 1.35% | 0.95% | 0.70% | 0.60% | 0.72% | 0.86% | 1.12% | 1.53% |
| | 城市商業銀行 | 7.73% | 4.78% | 3.04% | 2.33% | 1.30% | 0.91% | 0.80% | 0.81% | 0.88% | 1.16% | 1.40% |
| | 農村商業銀行 | 6.03% | 5.90% | 3.97% | 3.94% | 2.76% | 1.95% | 1.60% | 1.76% | 1.67% | 1.87% | 2.48% |
| | 外資銀行 | 1.05% | 0.78% | 0.46% | 0.83% | 0.85% | 0.53% | 0.40% | 0.52% | 0.51% | 0.81% | 1.15% |

出所：「中国銀行業監督管理委員会年報」の各年版により筆者作成

商業銀行以外の銀行業金融機構には、1999年に4大国有商業銀行の不良債権を処理するために設立された4社の金融資産管理公司（AMC）がある。また、中国邮政貯蓄銀行1社とノンバンク金融機関381社がある。ノンバンク金融機関は224社の企業集団財務公司、68社の信託公司、47社のファイナンス・リース公司、25社の自動車金融公司、12社の消費者金融公司、5社のインターディーラーブローカーを含む。

これらの金融機関には、2008年以後に企業集団財務公司が多く設立され、2008年の84社から2015年の224社に拡大した。「中国企業集団財務公司行業発展報告2016」に

よれば、2015 年末時点で 224 社の財務会社が管理する資産規模が 6.67 兆元に達し、当年度 GDP の 10%に相当している。そして、これらの財務会社の本社の多くは国家主要産業の大手企業であり、生産総量が GDP の 1/3 を占めている。また、財務会社は企業内部にとって資金供給の存在と同時に、銀行にとって資金需要と投資需要の存在でもある。財務会社と商業銀行の取引は主に資金貸借、手形取引、貸付に集中している。

また、68 社の信託会社を確認すると、15 社が中央国有企業の持ち株会社で、53 社が地方政府、企業、金融集团公司の持ち株会社である。その資産規模は 2010 年の約 3 兆元から 2015 年 16 兆元程度まで大きく拡大した。

(2) 証券セクターと保険セクター

証券セクターは主に証券会社、証券投資基金管理会社、先物会社と上海、深圳にある 2 社の証券取引所及び 4 つの先物取引所などから構成されている。2003 年に企業のイノベーションを促進するため、深圳証券取引所で中小企業ボードが創立した。上場を通じ資金調達ができる企業は少ないので、中小企業の資金調達にはほぼ関係がない。そして、投資者の 99%以上が個人投資者であり、自由流通株券が市価総額の 50%しか占めない中国株式市場は、常にリスクコントロールのために IPO の中止を行っている¹⁷。2015 年までにすでに 8 回、3 ヶ月から 14 ヶ月中止された。2015 年末時点で 2827 社の上場企業があり、市価総額が 53 兆元ほどであり、当年度の資金調達額が 9174 億元に達した¹⁸。

保険セクターは主に保険会社、保険資産管理会社、損害保険会社等から構成されている。中国統計局によれば、2014 年、保険会社は 174 社があり、資産規模は 10.16 兆元に達した。そのうち資産運用が 9.33 兆元で、2.5 兆元の銀行預金以外に 3.56 兆元が債券に投入された。債券運用のうち金融債券と企業債券がそれぞれ 1.5 兆元ほどある。また、0.47 兆元が証券投資基金で運用されていて、約 2.8 兆元の運用先が不明である¹⁹。

¹⁷ 嚴（2011）は、①資本の効率的かつ最適な配分を目的とする中国証券市場が、最初に「国有企業に傾斜し、国有企業への融資に奉仕する」ことを目的としていたこと、②現在でも、大半の非流通株が国家によって所有され、政府による株価政策が頻繁に行われている。と指摘した。p.282

¹⁸ 中国人民銀行「金融市場統計 2015」を参考。

¹⁹ 中国国家统计局「中国統計年鑑 2015」の 19-22 である「保険資金運用情況」を参考。

2-2 中小企業資金調達向けの政策と信用保証組織

(1) 支援政策

1998 年、中国人民銀行は『中小企業に対する金融サービスを改善する意見』（改善意見 8 条）を発表した²⁰。当該意見には、前節で明らかにした中小企業の位置と役割を明確にした上で、①各商業銀行では、中小企業貸付専門機構を設置しなくてはならない。②各金融機関による中小企業への貸出増加を要請し、また、民生銀行、各都市銀行、都市信用社は都市部の中小企業を中心とし、農業銀行及び農村信用社は郷鎮企業を重点に支援する。③金融機関による中小企業向け貸出増加のため、企業間の互助担保、貸付保険、担保基金など多様な保証ルートを整備しなくてはならない。という 3 点を提示した。

2003 年に実施された『中小企業促進法』では、中小企業への資金支援について、政府の財政支援、中国人民銀行の窓口指導強化、商業銀行の中小企業向けの業務調整、直接融資チャネルの拡大、ベンチャー投資企業の設立、県レベルの信用保証機構の設立などについて要求を提示した。

2005 年には、国務院により「自営業と民営企業などの非公有制経済の発展への支援と指導に関する若干の意見」（非公経済 36 条）が公布され、民間資本の金融業への進入を許可した上で、5 点をさらに提起した。①国家・省・市・県の各レベルが中小企業発展を促進する専門基金を設置し、税収減免の支援策を制定する。②各金融機関が中小企業の資金需要の特徴に合う貸付商品を立ち上げ、非公有制企業への貸出シェアを高める。③直接融資チャネルを拡大し、条件に満足する中小企業の上場と企業債券の発行を積極的に推進する。④金融サービスのイノベーションを奨励する。⑤健全な信用担保システムを構築し、非公有制経済の商業型保証機構と互助型信用保証機構の設立を支援する。

さらに 2010 年には国務院により「民間投資の健康的な発展を奨励することに関する若干の意見」（新非公有制 36 条）が公布され、民間資本の商業銀行・農村銀行・小額貸付会社・信用保証機構・証券・保険への進入を許可した。そして、政府が金融機構

²⁰ 李彭（2008）「中小企業資金調達の実態と問題点」 pp.163—164 を参考。

による民間投資主体への資金支援を促し、株と債券を通じて資金到達をすることが要求された。

こうした支援政策が数多く公布されることにより、中小企業への貸出状況が短期的に改善されたが、長期的には問題が改善されなかった。駒形（2012）によれば、2010年から、四大国有商業銀行は政府の指導のもとで中小企業専門のセクションを設置し、融資拡大に努めているが、一旦金融引き締めに入る事態が起こると中小企業は厳しい資金不足に見舞われている。

また、2004年まで、中小企業向けの貸出金利は変動金利で、1998年、1999年に二回の金利変動幅の拡大があった。2004年の貸出金利上限の撤廃に伴い、中小企業の借入金利が完全に銀行側によって決められることになったことも、依然として中小企業には不利である。

（2）信用保証組織の発展

銭（2013）の指摘によれば、中小企業の信用保証制度は、1992年の重慶や上海の私営中小企業による相互担保に始まる。1999年に中国国家経済貿易委員会による「中小企業信用担保保証システムの実験に関する指導意見」と中国人民銀行による「中小企業金融サービスの増強及び改善に関する指導意見」の公布により、中小企業信用保証機構が1999年の20社から2000年の203社に急増した。その後、2000年の国家総務総局の減税措置、2003年の「中小企業促進法」の設立要求、2006年の発展改革委員会・財政部・人民銀行などによる中小企業信用保証建設の強化、2009年の国務院による融資保証業務監督の明確化、という段階を踏んで、中小企業信用保証機構が2000年の203社から2003年の1200社まで急増した。その後、2004年から2009年までに2188社から5547社までに拡大した。

ところが、中国工業和信息化部によれば、2010年は前年より730社減の4817社になった。これらは各地方の中小企業管理部門及び関係部門が、中国銀監会などが公表した「融資担保公司暫定実行方法」に基づき信用保証組織の整理を強化した結果である。一方で、保証を受けた企業数は35万社に達し、新規保証金額が前年度より46%増の1.58兆元になった。こうした急増の背景には中小企業の資金需要がこれまで満た

されてこなかったことである。

2011 年、銀监会・発展改革委員会などが「融資性担保業の規範発展を促進する通知」を発表し、担保業の規範化が強く求められるようになった。その結果、中小企業信用保証社数はさらに 2010 よりさらに 378 社減って 4439 社になった。一方で新規保証総額は 2010 年の 1.58 兆元とほぼ同じ金額の 1.56 兆元であった。

中小企業担保組織の発展を支援する政策とその成長からみると、こうした組織が中小企業の資金調達に果たす役割が重要視されていることが分かる。しかし、位置のづけと監督の面で様々な問題が発生したため、2010 年から整理・再編されるようになった。

森田（2004）は温州の中小企業信用保証組織を考察した上で、その問題点を次のように提出した。①市場経済を補完するための政策手段である中小企業信用保証制度は、中国がその重要性を認識しているが、この制度の運営、維持・存続手段を市場経済に委ねようとしている。②私営企業としての信用保証会社が中小企業に対する信用保証業務を「マーケット」としてとらえ、リターンを期待し経営するので、再保険機構が欠如している。③保証会社の余剰運用資金を株式、債券及び企業（インフラ）に投資するのは、信用保証の意味を根本的に崩壊させている。④「依頼融資」²¹への信用保証が許可されて、インフォーマル金融を促進している。

また、銭（2013）も、中小企業信用保証組織の問題を次のように提出する。①発展のアンバランス。浙江省、江蘇省、広東省などの発展が相対的に速く、組織の規模が大きく、サービス能力が高いに対し、西部が遅れている。②中小企業信用審査の統一基準がなく、各社が独自に作成した基準に基づき評価を展開している。③大型プロジェクトを優先させる傾向がある。④再担保制度の欠如という 4 点である。ここで挙げられた①②③の問題は森田（2014）が指摘する「市場経済に委ねられている」ことと同じである。

こうした中小企業信用保証組織の問題点は 2010 年以降監督部門に注目されて改善された部分も多いが、いまだに政策的な中小企業信用保証組織の不足、再担保組織の

²¹ 森田の解説により、依頼融資とは、銀行が表面的な仲介として、貸出先に依頼される機関や個人に資金を渡す融資である。銀行は手数料を取る。これは、本稿で討論する「委託貸付」と相当だと考える。森田（2004）の pp.145-147 を参考。

欠如の問題が残っている。また、日本と比較して、中小企業を対象とする政策金融公庫や信用担保協会のような政策的な組織はない。

第3節 悪化している中小企業の資金調達の時系列変化

前節で論じたように、中小企業が国民経済の持続的な成長の主要な担い手として、雇用創出、税収などの面で大きな貢献をしている。1998年の中小企業司の設立に伴い、国民経済の中で中小企業がいかに順調に成長させるかということをめぐる、法律や政策面で様々な支援策が打ち出されている。特に、中小企業発展のネックとなっている資金調達問題が重視され対応策が次々と出された。2000年代から中小企業信用保証機関が次々に設立されたこと、商業銀行の中に中小企業専門セクションが設立されたこと、などが取り上げられる。

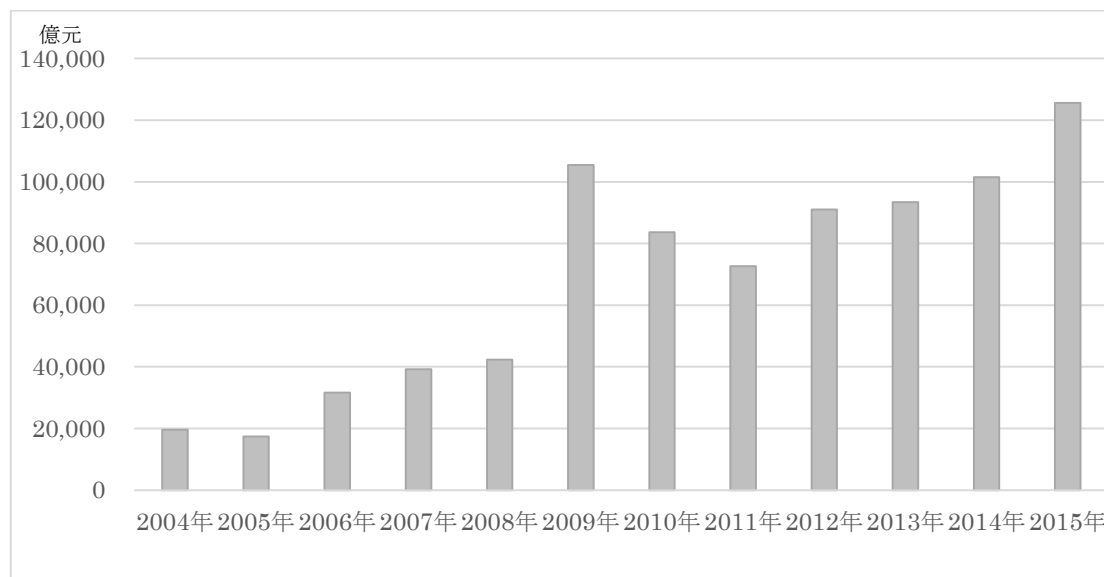
2008年、金融危機と欧米市場の低迷を受け、中国も輸出激減し、沿海部の多くのが倒産した。経営悪化に苦しむ中小企業を支援するため、8月4日に中国人民銀行は中小企業への貸出増を決定し、全国的な商業銀行と地方の商業銀行の与信規模をそれぞれ5%と10%に引き上げた。経済のさらなる悪化の抑止と早期回復のために、9月に中国政府は貸出金利と預金準備率の利下げをはじめとする金融緩和を実施し、11月に、4兆元の経済刺激財政政策を打ち出した。その結果、2008年の商業銀行の貸出残高は2007年の27.8兆元から2008年の32兆元に達し、2009年になると42.6兆元まで増えた。新規貸出金額を確認すると、2009年における10.5兆元は2006年から2008年の3年間の総額11.3兆元とほぼ同規模である。図1-1に示す通り、2008年を境に、金融危機以後の年間新規貸出規模は金融危機前より2倍以上となっている状態が続いている。

とはいえ、2011年、中小企業の発展著しい中国温州市でも、企業倒産、企業経営者の夜逃げ・自殺の事件が相次ぎ、温州人企業や温州人社会に対する信頼が大きく揺らぐ「温州民間信用危機」が発生した²²。中国で最も市場経済化が進んだ地域の温州は中国経済の風向計であることからみると、おそらく温州だけではなく、中国の中小企業、さらに中国経済には信用危機が孕んでいる可能性がある。そこで次に中国の中小企業

²² 詳しいことは姜・西口・辻田（2014）を参考。

の資金調達を中心に、マクロ的なデータに基づきその実像を明らかにする。

図 1-1 銀行業金融機構の新規貸出の推移



出所：「中国銀行業監督委員会年報 2015」により筆者作成

3-1 悪化している中小企業の資金調達指数

金融危機前後の中国中小企業の資金調達の状況を確認するために、企業経営者を調査対象とする『中国企業経営者問巻跟踪（追跡）調査報告』と『中小企業発展指数報告』の資金調達困難度のデータを用い資金調達の実態を明らかにする。

表 1-3 に示す通り、金融危機前は、企業の資金調達が困難になっていたことが分かる。資金調達の環境の悪化への回答率が 2003 年の 16.1%から 2004 年 39.4%、2005 年の 35.7%まで急上昇したことは、2003 年と 2004 年の経済過熱へのマクロ調整と金融引き締めによるものだと考えられる。当時、2004 年 7 月、8 月の CPI が 5.3%まで高騰した。その後金融引き締めが続き、2008 年金融危機まで、銀行貸出基準金利が 2004 年の 5.31%から史上最も高い 7.57%に引き上げられ、預金準備率が 2004 年の 7.5%から 17%まで引き上げられた。特に、2006 年から金融危機までの持続的な引き上げが注目される。

金融危機以降、金融緩和政策と経済刺激政策の実施により、資金調達状況が容易になるはずだが、調査結果を確認すると、金融危機以前より悪化している。銀行借入と

民間資金調達についてみると、中小企業全体としては金融危機以降の資金調達がさらに厳しくなっている。

表 1-3 企業の資金調達困難度の変化²³

| 資金調達環境の変化 | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| | | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 |
| 企業全体 | 悪化 | 16.1% | 39.40% | 35.7% |
| | 変わらぬ | 58.6% | 47.7% | 50.6% |
| | 好転 | 25.3% | 12.9% | 13.7% |
| 銀行借入困難の回答率 | | | | |
| | 2006 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 |
| 小型企業 | 61.2% | 70.9% | 73.2% | 82.0% |
| 中型企業 | 48.6% | 63.8% | 61.0% | 74.7% |
| 大型企業 | 30.8% | 39.1% | 44.0% | 67.7% |
| 民間資金調達困難の回答率 | | | | |
| | 2006 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 |
| 小型企業 | 44.2% | — | 66.8% | 66.4% |
| 中型企業 | 44.2% | — | 66.0% | 67.0% |
| 大型企業 | 50.1% | — | 69.2% | 68.9% |

出所：『中国企業経営者問巻跟踪調査報告』の各年版により筆者作成

企業規模別にみると、銀行借入では、危機以前は大型企業より中小企業のほうが厳しいことが分かる。危機以降、大型企業も厳しくなったが、中小企業の方がさらに困難になっていた。2011年に、大型企業の方が難しくなった原因は、政府が過剰投資のインフラ建設と過剰生産能力産業及び不動産業への投資を抑制するために、銀行貸出に厳しい制限をかけたことによるものと考えられる。また、民間資金調達では、大企

²³ 『中国企業経営者問巻跟踪調査報告』の調査報告は1992年から毎年発表しているが、企業の資金状況と資金調達に関する調査項目は企業の問題点に沿って変わっているので、見比べにくい。

業と中小企業とともに資金調達の困難度が高まっていたが、中小企業の状況がより厳しいことがわかる。大企業は金融機関と資本市場から簡単に資金を調達することができるので、高金利の民間金融の利用率が相対的に低い。しかし、中小企業は民間資金への依存度が高いので、金融危機後は中小企業により一層の打撃を与えたと考えられる。

表 1-4 に示すとおり、中小企業資金調達指数が 2011 年第 3 四半期には最低の 69.8 に達し、資金調達状況が最悪になった。資金調達が容易であるという回答率からみると、2011 年第 3 四半期が最小値の 3%であるに対し、困難であるとの回答率が 52%となっている。2012 年に入って、困難との回答率が縮小し、企業の資金調達状況がよくなったが、第 3 四半期から再び悪化の傾向がみられる。

表 1-4 中小企業資金調達困難度の変化²⁴

| | 2010 年 | | | | 2011 年 | | | | 2012 年 | | |
|--------|--------|------|-----|----|--------|------|------|------|--------|-----|-----|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 |
| 資金調達指数 | 98.4 | 97.4 | — | — | 81.4 | 72.4 | 69.8 | 72.5 | — | — | — |
| 容易の回答率 | — | — | 14% | 6% | 7% | 4% | 3% | 4% | — | — | — |
| 困難の回答率 | — | — | — | — | — | — | — | 52% | 48% | 38% | 46% |

出所：中国中小企業協会『中小企業発展指数報告』の各四半期版により筆者作成

3-2 中小企業向けの銀行貸出と金利の変化

金融機関の人民元貸出を企業規模別に確認すると、2008 年まで大企業への貸出シェアが安定で 31%あまりのシェアを安定的に占め、2008 年の金融危機の際、前年の 2007 年よりさらに貸出を獲得し、33.4%に上昇している（表 1-5）。しかし、2008 年以後の年間新規貸出が急増している背景で、大型企業への貸出シェアが縮小し続けている。特に 2010 年以後そのシェアが大きく縮小している。これは前述した貸出の政策制限だけではなく、大型企業が銀行貸出以外の資金調達手段を多く使うようになったことで

²⁴ 『中小企業発展指数報告』の解釈により、資金調達指数の範囲は 0-200 までの間であるが、100 を臨界として 100-200 の景気区間と 0-100 の不景気区間に分けられる。そして、景気区間で 200 に近づければ景気が良いに対し、不景気区間で 0 に近づければ景気がより悪いことである。

もある。

表 1-5 規模別企業の金融機関人民元貸出総額へのシェアと伸び率の変化²⁵

| | | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 |
|----------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 大型 企業 | 総額に占めるシェア | 31.40% | 31.90% | 33.40% | 28.3% | 27.5% | 25.3% | 22.2% | 21.5% |
| | 前年比伸び率 | — | 16.10% | 18.70% | — | 16.2% | 5.3% | 0.6% | 10.8% |
| 中型 企業 | 総額に対するシェア | 23.10% | 23% | 22.90% | 20.5% | 20.6% | 19.7% | 22.6% | 22.0% |
| | 前年比伸び率 | — | 16% | 17.90% | — | 20.5% | 9.0% | 31.9% | 11.1% |
| 小型 企業 | 総額に対するシェア | 16.30% | 15.90% | 13.10% | 13.6% | 15.2% | 19.1% | 17.8% | 16.2% |
| | 前年比伸び率 | — | 13.60% | -4.60% | — | 33.8% | 43.2% | 7.3% | 4.1% |
| 微型 企業 | 総額に対するシェア | — | — | — | — | — | — | 1.6% | 1.7% |
| 貸出 残高 | 前年比伸び率 | 15.7% | 16.2% | 16.0% | 31.7% | 19.9% | 14.3% | 15.0% | 14.1% |

出所：『中国金融年鑑』の 2009 年版と 2014 年版により筆者作成

実体経済が金融システムから調達した資金の総量を表す社会融資総量²⁶の変化を確認すると、2008 年以後とりわけ 2010 年以後、銀行貸出のシェアが著しく縮小し続け、2008 年の 70.26%から 2010 年の 56.67%まで下がった。それに対し、中小企業がアクセスしにくい企業債券、銀行手形割引、信託貸付などの調達金額は大きくなり、そのシェアも大幅に拡大している。大型企業の銀行貸出シェアも同じ傾向をしている。これ

²⁵ 2006 年から 2008 年のデータと 2009 年から 2013 年のデータとは統計範囲が異なる。2006 年から 2008 年のデータは『中国金融年鑑 2009』の「中小企業貸付調査報告」より作成する。当該報告は中国人民銀行が 21 社の主要金融機関と 15 省市の中小銀行金融機関の企業向け貸付状況の把握を目的として調査を行うものである。これらの金融機関は全国金融機関の貸出総額の 92.4%を占めている。なお、2009 年から 2013 年のデータは『中国金融年鑑 2014』より作成。また、調べられる範囲で中小企業を対象とする統計データが 2013 年までしかない。

²⁶ 伝統的な銀行貸出、資本市場など以外の取引複雑化の資金調達手段による金額が大きく膨らんだため、金融システムに潜むリスクが大きくなり注目されることに対し、中国人民銀行が 2010 年から金融システムから実体経済への資金供給の総額を表す“社会融資総量”のデータを作成し公表するようになった。そして、2012 年には、2002 まで遡ったデータを公表した。内訳として、人民元貸出、企業債券、株式、外貨貸出、銀行手形割引、委託貸付、信託貸付などを含む。

は大型企業の銀行借入が困難になったことを意味しているわけではなく、他の手段で資金を調達している。詳細は第4章で明らかにする。

中小企業向けの貸出シェアの変化を確認すると、小型企業より中型企業の変化が安定的であることが分かる。中型企業は2006年から2011年まで貸出のシェアが縮小し続け、23.1%から19.7%まで下がったが、2012年、2013年にはまた22%まで回復した。

小型企業の場合、表1-5と表1-6にあるように、短期貸出における非国有企業の占める割合²⁷をみると、2003年から2008年の金融危機まで貸出の割合が縮小し続けていることが分かる。しかし、2009年と2010年には、銀行貸出のシェアが1%程度の上昇をしたが、2003年から2013年までの期間からみると、依然として一番低い水準にあると分かる。その後2011年と2012年のシェアが19.1%と19.4%（微型企業を含む）まで上昇したことが注目される。中小企業向けの貸出規模が大きくなるのは中小企業にとって良いことであるが、2010年後半からの実際貸出金利の高騰を合わせてみると、中小企業の資金調達の負担が実際には重くなっている。こうした金利の高騰が2015年まで続いていた。実際貸出金利の変化の詳細は第4章の図4-14で検討する。

表 1-6 銀行業金融機関の短期貸出の構成変化の推移

| | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 短期貸出総額（億元） | 83,661 | 86,841 | 87,449 | 98,534 | 114,478 | 125,216 | 146,611 |
| 非国有企業貸出（億元） | 11,693 | 12,349 | 12,058 | 10,723 | 12,689 | 13,949 | 18,327 |
| シェア | 14% | 14.20% | 13.80% | 10.90% | 11.10% | 11.10% | 12.50% |
| 内訳 郷鎮企業 | 9.2% | 9.3% | 9.0% | 6.3% | 6.2% | 6.0% | 6.2% |
| 私営・个体企業 | 1.7% | 2.4% | 2.5% | 2.7% | 3.1% | 3.4% | 1.5% |
| 三資企業 | 3.1% | 2.5% | 2.3% | 1.9% | 1.8% | 1.8% | 4.9% |

出所：『中国金融年鑑』の各年版、唐（2011）により筆者作成

²⁷ 前述した通り、非国有企業と中小企業は重なり合うことが多いので、非国有企業を中小企業と見なすのは一般的である。唐（2011）は、非国有企業の短期融資の動向はすなわち中小企業向けの融資現状とほぼ一致していると指摘している。

2009年第3四半期を境とし、非金融企業向けの銀行貸出には、中長期貸出の比率が短期貸出を上回るようになった。詳しく見ると、2009年から中長期貸出の比率が急上昇し、2009年第1四半期の46.26%から2011年の第一四半期の58.94%まで上がった。その一方、短期銀行貸出の比率が2009年第1四半期の52.19%から2011年の第1四半期の40.19%に下がった。その後、両者ともに2011年第1四半期のピークを過ぎてから、乖離収斂の方向に向かう。2013年から2014年の第3四半期までの中長期貸出の比率が52%程度に留まり、短期貸出の比率も46%程度に留まっていた。しかし、2014年第4四半期から中長期貸出と短期貸出の乖離が再び拡大した²⁸。

こうした2009年からの短期貸出の比率激減と中小企業向けの貸出総額の増加を合わせてみると、銀行の短期貸出しか借入できなかった中小企業が、金融危機以前から短期銀行貸出をさらに多く利用するようになったと考えられる。他方、大型企業向けの銀行貸出のシェアが減少しているが、金融危機以前より中長期貸出は多くなっている。こうした貸出の構成変化も、前節で確認した中小企業の資金調達難が増している事実と一致している。

3-3 中小企業の民間金融利用規模と金利の変化

民間金融についての正式な定義と規模の統計などが未だにないので、ここでは中小企業が発達している温州を例として、民間金融を考察する。2012年3月に中国初の金融総合改革実験区に指定された温州は、公式の民間貸借総合利率²⁹を公表するようになったので、より中小企業の資金調達コストの実態への考察が可能になった。

中小企業の資金調達手段について、図1-2のように、自己資金の比重は変動しているが、それが一貫して最大の資金源であることが分かる。そのほかに、銀行借入と民間貸借が経済と金融環境の変化により比重が異なっている。

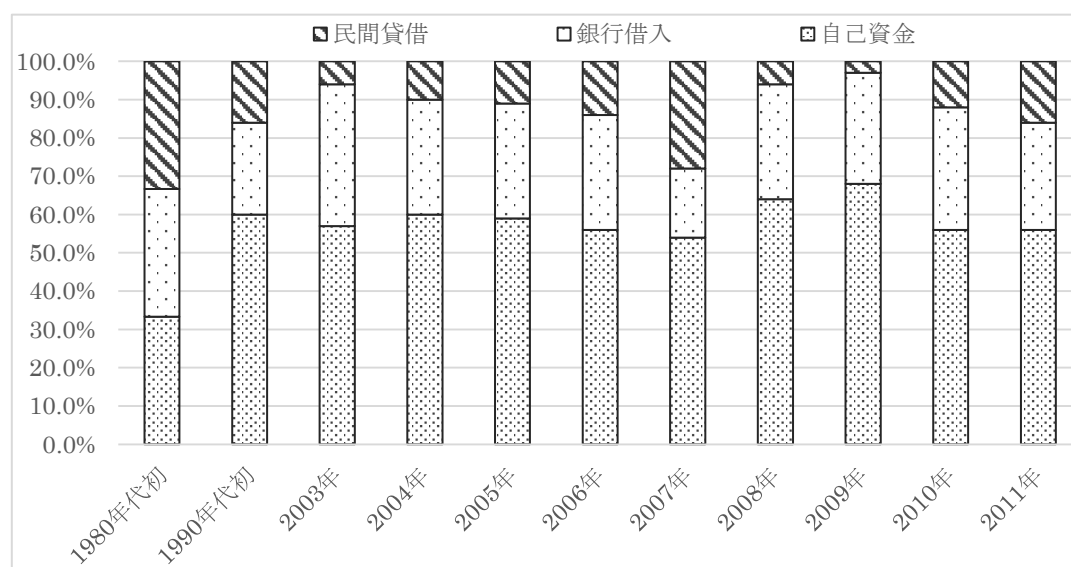
銀行借入と民間貸借は金融調整の影響を受けやすい。2005年特に2006年から2008年までの銀行貸出基準金利の利上げと預金準備率の引上げの展開につれ、銀行借入へ

²⁸ 非金融企業向けの銀行機構人民元貸出の期限構成の詳細変化は邢（2015）のp.160を参考。

²⁹ 温州市人民政府金融工作辦公室が公表している民間貸借総合利率の統計範囲は民間貸借中心の総合利率、小額貸付会社の貸出利率、民間資本管理の融資利率、社会主体間の直接貸借利率、他の市場主体の利率、農村合会（日本の無尽と相当）の利率を含む。

の依存が著しく縮小する一方、民間貸借への依存が拡大した。2008 年と 2009 年の金融緩和と財政刺激の実施により、民間貸借が急激に縮小し、銀行借入と自己資金への依存度が高まった。その後、2010 年の金融引締めと財政刺激の終了に伴い、銀行借入と自己資金への依存が縮小するに対し、民間貸借への依存が大きくなった。こうした金融引締めは 2012 年に一旦緩和されたが、2009 年と比べるとまだ高いレベルにあり、2014 年末まで維持された。

図 1-2 中小企業の資金調達構成変化（温州）



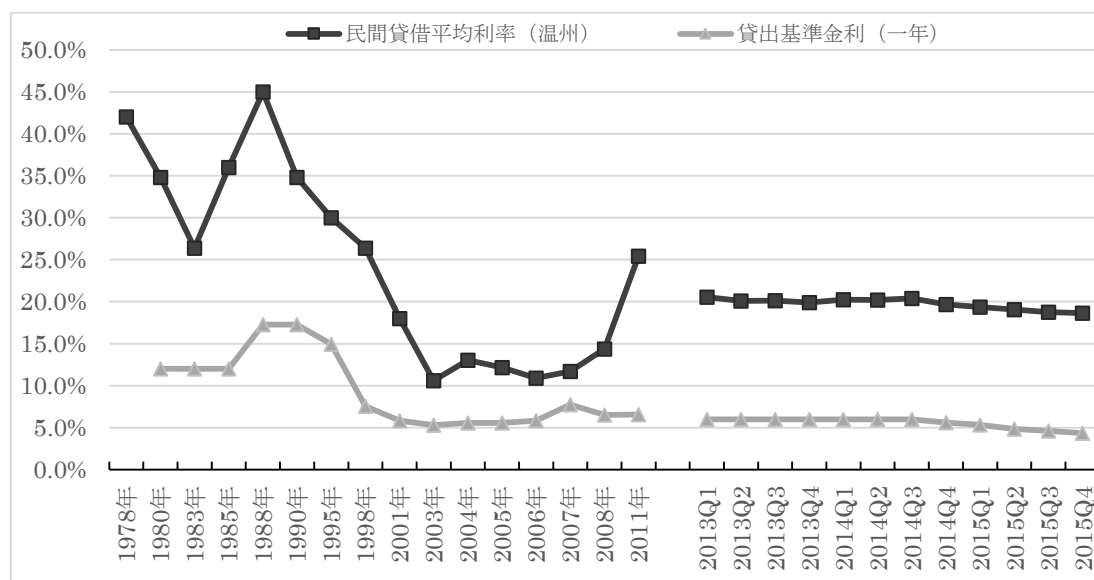
出所：胡・王（2012）「温州藍皮書—2012 年温州経済社会形勢分析与予測」 p.126 により
筆者作成

民間貸借の金利が 2008 年の金融危機以後に高騰し、2015 年まで高いレベルにとどまっている。詳しく見ると、図 1-3 をみると、民間貸借金利は 2000 年代から 2008 年の金融危機までの間に、銀行貸出基準金利の 2 倍ほどであったが、2008 年以後、特に 2010 年以後に 4 倍程度になり、2014 年まで変わらず 20%程度に留まっている。1991 年、「合法の民間金利水準は銀行貸出基準金利の 4 倍が上限である」と中国最高人民裁判所が公布していることから、2010 年以後の温州地区で統計された民間金利は一貫して最高値であることが見られる。また、『中国金融年鑑』2015 年の統計によれば、中

国民間貸借金利が 2012 年の平均 16%から上昇し、2013 年の約 18%、2014 年の約 20%のように高まっていた。中国民間貸借金利は温州の民間金利より安いと見えるが、同じ高い水準にあることが間違いない。

以上のことから、一旦金融引き締めになったら、中小企業が最初に銀行貸出から排除されると同時に民間貸借への依存が大きくなり、民間貸借の金利も高騰するので、資金調達が困難になり、調達コストも上がると言える。

図 1-3 民間貸借総合金利³⁰（温州）と銀行貸出基準金利の変化



出所：中国人民銀行が公表した金利、金・王（2009）、胡・王（2012）、温州市金融辦公室の統計データにより筆者作成

第 4 節 サンプル調査からみる中小企業資金調達の実態

前節では、マクロ的なデータにより中小企業全体の金融危機前後の資金調達の变化を確認し、金融危機以前より金融危機以後の資金調達困難度がさらに悪化したことを確認した。本節では、先行研究のサンプル調査を踏まえて、中小企業資金調達の実態

30 2011 年までの民間金利は金・王（2009）の p.79、胡・王（2012）の p90 と p.125 を参考。2013 年からの民間金利が温州市金融辦公室により公表したデータである。また、2009 年、2010 年、2012 年の民間貸借金利（温州）のデータがない。

と問題点を明らかにする。特に 2010 年以降、資金調達がさらに悪化したため、2010 年を区切りとして 2008 年から 2010 年までの期間と 2011 年以降の時期に分けて考察する。勿論、各サンプル調査の対象企業、地域、期間が異なり、同一のものとして比べることができないが、共通の問題点と新たな変化を見つけるのが目的である。

4-1 2008 年から 2010 年までの資金調達難の実態

許（2010）は 2010 年 6 月に、山東省の 198 社の中小企業を対象に現地調査を行った。企業の基本情報はすべて 2008 年末時点のものであり、内容は表 7 にまとめた。

表 1-7 を確認すると、サンプル企業の構成は中型企業より小型企業の比重が高く、結果は小型企業の状況を表していると考えられる。存続期間を見ると、3 年～10 年の企業は 79%を占めており、ある程度安定した企業が多い。さらに、これらの企業の平均資産負債率と売上高総利益率はそれぞれ 38.9%、9.9%の高い水準にあるため、経営パフォーマンスが良いことが分かる。

企業発展を制約する問題について、回答内容のトップスリーは流動資金の欠如（83.8%）、原材料コスト高（50.5%）、人件費コスト高（29.8%）であった。中小企業にとって最も困難なのは資金の欠如である点が指摘できる。

次に、サンプル企業の資金調達状況の詳細を検討する。企業の資金調達チャンネルに関して、市場での競争激化と企業の生産規模の拡大に伴い、一般的に外部資金の割合が次第に高まっていく。外部融資には直接金融と間接金融を含む。直接金融というのは、企業の株式上場と社債発行による資金調達を指す。ただ、株式上場や社債発行の基準条件が高く、制約も多いので、中小企業にとって可能性が相当に低い。したがって、外部資金の調達には間接金融がメインとなる、つまり、銀行借入と民間金融がその調達先である。

サンプル企業のアンケート調査結果によれば、外部融資の銀行借入は資金需要の 60%を満たしている。表 1-7 の企業債務データに基づき計算すると、銀行の短期借入平均総額／平均負債総額の比は 58.4%になり、調査結果の 60%と同等の水準であることが確認できる。

さて、中小企業がなぜ短期借入に依存し、銀行からの中長期借入が不可能なのかと

いう点について、張（2009）によれば、現在すべての商業銀行の中長期貸出の対象が政府の裏付けを持つ大型プロジェクトなので、中小企業向けの貸出がほぼ一年以内の短期貸付であり、中長期貸出と固定資産貸出が全く対応されない。その結果、中小企業が固定資産投資や長期投資をするためには、繰り返しの短期借入と民間貸借に頼るしかない。そこで、中小企業が短期借入の借り換えと民間貸借の悪循環に陥ることともある。

表 1-7 調査企業の基本情報及び資産・負債・収益などの状況

| | | | | | |
|----------|---|------------------|--------|--------|------|
| 企業構成 | 2003 年公布した「中小企業区分標準規定」によると、 28 社が中型企業、170 社が小型企業 | | | | |
| 存続期間 | 2 年以内 | 3－5 年 | 6－10 年 | 10 年以上 | 平均年限 |
| | 18 社 | 83 社 | 73 社 | 24 社 | 6 年 |
| 輸出許可 | 46.5%が輸出許可有り（海外市場向け）、 53.3%輸出許可無し（国内市場向け） | | | | |
| 平均資産総額 | 6,951 万元 | 固定資産平均： 2,639 万元 | | | |
| 平均負債総額 | 2,706 万元 その中に銀行の短期借入金平均総額：1,581 万元 | | | | |
| 平均資産負債率 | 38.90% | | | | |
| 売上高営業利益率 | 15.90% | | | | |
| 売上高総利益率 | 9.90% | | | | |

出所：許（2010）により筆者作成

サンプル企業の外部融資は銀行借入が 60%のシェアを占めているが、中小商業銀行より大型商業銀行からの借入が大きい（表 1-8）。これは大型商業銀行の圧倒的な支店規模と預金・貸出規模によるものである。また、企業間信用（民間貸借の一部分）とその他の借入が外部融資の約 40%ほどである。大型銀行は巨大な組織規模のため、貸出審査時間が中小商業銀行より長くなる。詳しく見ると、審査完了が 1 ヶ月以内のシェアは、大型商業銀行の 52.5%より中小商業銀行で 84.3%となっており、中小商業銀行

のほうが効率よく優位となっている。

銀行借入の金利では、上乗せ金利で借入をする中小企業が多い。銀行貸出の実際金利は中国人民銀行で定められた基準金利に基づき、銀行と企業が相談して決定することになっている。つまり、貸出金利には優遇金利、基準金利、上乗せ金利に分けられる。表 1-8 に示されるサンプル企業の 198 社のデータを見ると、優遇金利を受ける企業が 1 社もなく、多くのは金利を上乗せされていることが分かる。

表 1-8 資金調達のチャンネル・コスト・審査時間の内訳

| 調達チャンネル | | | | (万元) | | |
|---------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| | 大型銀行 | 中小銀行 | 企業間信用 | その他 | | |
| 平均調達金額 | 1,199 | 382 | 639 | 486 | | |
| 負債額との比 | 44.30% | 14.10% | 23.60% | 18% | | |
| 調達コスト | | | | | | |
| (社) | | | | | | |
| 実際借入金利 | 優遇金利 | 基準金利 | 10－30% 上乗せ | 30-50% 上乗せ | 50-100% 上乗せ | 100% 上乗せ |
| 大型銀行 | 0 | 70 (35.35%) | 79 (39.9%) | 30 (15.15%) | 9 (4.55%) | |
| 中小銀行 | 0 | 13 (6.57%) | 66 (33.33%) | 47 (23.74%) | 68 (34.34%) | 4 (2.02%) |
| 貸付審査時間 | | | | | | |
| (社) | | | | | | |
| | 10 日以内 | 一ヶ月以内 | 3 ヶ月以内 | 半年 | 半年以上 | |
| 大銀行 | 6 (3.03%) | 98 (49.49%) | 75 (37.88%) | 14 (7.07%) | 5 (2.53%) | |
| 中小銀行 | 58 (29.29%) | 109 (55.05%) | 29 (14.65%) | 1 (0.51%) | 1 (0.51%) | |

出所：許（2010）により筆者作成。

また、大型銀行と中小銀行の貸出金利を比較すると、大型銀行より中小銀行の貸出金利が高く、企業の資金調達コストが高い。大型銀行の貸出金利の構成は、基準金利が 35.35%であり、上乗せ金利が 59.6%となっている。これに対して、中小銀行は、基準金利が 6.57%、上乗せ金利が 93.43%を占めている。さらに上乗せ金利の内訳を確認すると、10-30%のランクが 33.33%、30-50%のランクが 23.74%、50%以上のランクが 36.34%となっている。つまり、中小銀行の貸出金利が大型銀行よりはるかに高いことがわかる。

魏（2010）によれば、金融緩和政策により 2009 年には 10 億元の銀行貸付が提供されたが、そのうちの 40%ほどの資金が地方政府プラットフォームに流入した。その資金の金利は基準金利より 10%引きの優遇金利である。それに対し、中小企業向けの貸出金利は基準金利より 20%-50%の上乗せである。さらに、銀行が強制的に中小企業向けの貸出の一部を企業預金とすること、理財商品の強制購買、コンサルティング費用など様々な名目で中小企業への貸出コストを高めている。

同時期に広東省の中小企業も資金調達難に陥っている。王（2010）が 2009 年に広東省の中小企業に調査を行い、資金調達難の状況をまとめた。①広東省経済貿易委員会の計算により、広東省の中小企業の資金需要は 2 兆元であるが、実際に調達できたのは 1.2 兆元しかなかった。そのうち、18%の中小企業にあたる 18 万社だけが銀行から資金を借り入れることができた。②資金不足に陥った際、サンプル企業の 70%が商業銀行と信用合作社からの借入で資金需要を満たそうとしていた。③中小企業が支払う資金調達コストは高い利息以外に、担保物の評価費、手数料、保証金などがあるので、総合コストが高すぎる。④過去 3 年間、銀行借入を申請した経験を持つ企業のうち、40%未満の企業しか許可されていなかった。⑤中小企業に対しては、短期貸出のみが提供されるので、金融政策調整の影響を受けやすく、中長期の資金需要は依然として満たすのが厳しい状況である。

4-2 2011 年以後の資金調達難の実態

単（2013）は 2012 年 9 月に、山東省の新泰市にある 40 社の中小企業を対象とした資金調達の調査を行った。サンプル企業のデータは表 1-9 に示される 2010 から 2012

年までの3年間となっている。

表 1-9 のサンプル企業の構成は、40 社中 31 社の小型企業があるので、調査結果は小型企業の状況をほぼ表すものだと考えられる。これらの企業の存続期間を見ると、事業継続期間が概ね 10 年以上であるため、経営が相対的に安定している。また、これらの企業の平均資産負債率と売上高総利益率が 3 年間それぞれ 40%、10%前後の高位を保っているので、良好な経営パフォーマンスが維持されているといえる。さらに、その企業の負債の構成を確認すると、2010 年から 2012 年までの三年間に権益資産／総資産の比は 59%、62%、62%であることが分かった（表 1-9）。つまり、サンプル企業にとって、一番重要な資金調達手段は自己資金なのである。

表 1-9 サンプル企業の資産・負債・収益状況 (万円)

| | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 |
|---------|------------------------------------|---------|---------|
| 企業構成 | 2011 年「中小企業区分標準」により、中型 9 社、小型 31 社 | | |
| 存続期間 | 全部 10 年以上 | | |
| 資産総額 | 462,539 | 588,343 | 702,576 |
| 負債総額 | 189,087 | 22,0981 | 287,795 |
| 権益資産 | 274,463 | 366,477 | 438,176 |
| 資産負債率 | 41% | 38% | 41% |
| 売上高 | 606,066 | 737,740 | 754,979 |
| 税引後利益 | 60,437 | 70,297 | 65,816 |
| 売上高総利益率 | 10% | 10% | 9% |

出所：単（2013）により筆者作成。

外部資金の調達について、表 1-10 に示されるように、外部資金調達手段の中に銀行借入が大きなシェアを占めていることが分かる。2010-2012 年の三年間はそれぞれ 83%、78%、78%のシェアを占めている。この銀行借入の比率の減少に対し、どの調達手段の金額が増えたかという点、非金融機関調達金額が 2010 年の 15.92%から 2012 年の

21.34%まで上昇したことが分かる。金融引締めの影響を受け銀行借入が困難になっているからであると考えられる。

また、銀行借入の期限を見ると、短期借入のシェアは大きく変化していなかったが、長期借入のシェアが 2010 年の 12.72%から 2012 年の 6.64%まで下降したことが分かる。金額で見ると、短期借入金額の 3 年間 1.9 倍の拡大に対し、中長期借入の金額は逆に約 300 万元減少した。つまり、中小企業の銀行借入増がすべて短期借入であり、中長期借入は依然として不可能である。そして、短期借入の借り換えで投資を行うことが、借入金額の膨張に繋がり、企業が負担する利息支出がもっと大きくなる。

さらに、銀行借入のコストがとても高い。サンプル企業と取引をしている中国工商银行は基準金利より 30%から 40%増の上乗せ金利で貸出を行う。中国銀行、中国農業銀行、中国建設銀行は 30%増を下限とする上乗せ金利で貸出を行う。また、信用聯合社は「7、6、5、4、3」制度で貸出を行う。具体的には、一年目の貸出が基準金利より 70%増の上乗せ金利を適用し、二年目が 60%増、三年目が 50%増、四年目が 40%増、五年目が 30%増の上乗せ金利を適用することになっている。そのほか、銀行が強制的に貸出の一部分を預金として取り置くこと、銀行サービスの強制購買、保険と理財商品の強制購買などの手段で中小企業の調達コストを高めている。

表 1-10 外部資金調達の内訳と推移 (万元)

| | | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 |
|---------|-------|-----------------|------------------|------------------|
| 銀行借入 | 短期貸付 | 70,206 (70.58%) | 109,244 (69.66%) | 132,255 (71.18%) |
| | 中長期貸付 | 12,650 (12.72%) | 13,248 (8.45%) | 12,346 (6.64%) |
| 証券 | 債券 | 0 | 0 | 0 |
| | 株式 | 0 | 0 | 0 |
| 財政補助金 | | 326 (0.33%) | 469 (0.3%) | 684 (0.37%) |
| 内部・社会融資 | | 448(0.45%) | 596 (0.38%) | 873 (0.47%) |
| 非金融機構貸付 | | 15,836 (15.92%) | 33,258 (21.21%) | 39,651 (21.34%) |

出所：単 (2013) により筆者作成。

同時期の江蘇省南部（南京市、無錫市、常州市、蘇州市、鎮江市の総称）地域では、中小企業も深刻な資金調達難を直面している。周・丸川（2014）が蘇南地域の中小企業の資金調達を考察し、以下のことを指摘した。

2014 年 1 月末の時点で、蘇州市の銀行から融資を受けている企業は、蘇州市内 40 万社のうち 7%である 2 万 8410 社にしかすぎない。国有の大型・中型企業はすべて銀行から借入れていることを考えると、蘇州市の民営企業の 93%以上は銀行から借入を行っていないということになる。他方、蘇州市には銀行などの金融機関が 60 社あり、地区レベルの地方政府では全国 1 位であるが、それでも多くの中小企業が銀行からの融資を得られないということは、金融機関が蘇州市ほど発達していない地域では事態はより深刻であると思われる。また、銀行借入ができたとしても、前述したように、多くの付加条件があり、企業の資金調達コストが大幅に高められている。

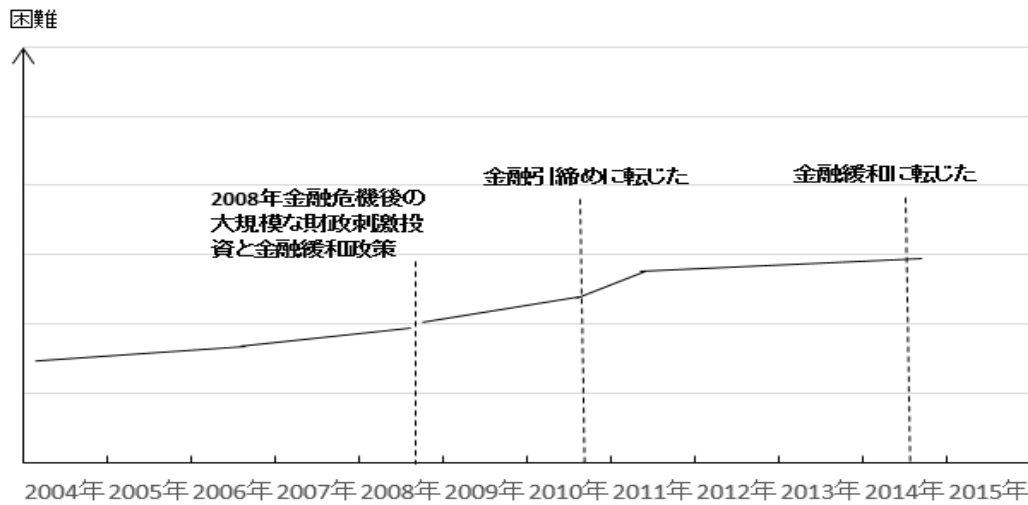
こうした状況は蘇州市に限らず、周辺の無錫市、南京市、常州市でも広範にみられる。無錫市の経済・情報化委員会の責任者の話によれば、一般の企業が銀行から借り入れるのに要する総コストは年間借入額の 17%以上であり、場合によっては 30%を超えることもあり、企業の負担能力をはるかに超えている

東莞市の中小企業に調査を行った蔡（2015）も、「2013 年まで東莞市の中小企業資金調達困難は一つの企業、一つの産業の問題ではなく、これはすべての中小企業の問題だ」と指摘している。

まとめ

本章では、中国社会主義市場経済における中小企業の意義と中小企業向けの金融環境を確認した上で、マクロデータとサンプル調査の両面から中小企業資金調達難を検証した。その資金調達難の変化は図 1-4 に示される通りである。

図 1-4 中小企業の資金調達困難度の推移



出所：筆者作成

本章での分析によって、以下の結論が得られた。

- ① 中小企業向けの応援政策と信用担保機関が期待される役割を果たせなかった。政策手段である信用担保機構が市場化運営に委ねること、再担保システムの欠如などのことが、期待される役割の実現を不可能にした。
- ② 中小企業の外部資金調達の手段が少ないすぎ、銀行借入と民間金融に限られている。したがって、中小企業向けの銀行貸出規模と金利、民間金融の利用規模と金利変化により、中小企業資金調達難が 2009 年から 2010 年の悪化期、2011 年から 2014 年の更なる悪化期間に分けることができる。
- ③ 銀行短期貸出しか獲得できない中小企業にとって、2009 年に銀行短期貸出のシェアが急に長期貸出を下回ってから、2011 年半ばまで低位に維持していた。その後 2012 年半ばまでの回復期を経てから、2014 年までには 2012 年半ばの水準に維持していたが、その水準が明らかに 2008 年前より低く、そして依然として長期貸出を下回っている。こうした変化と中小企業資金調達難の変化とみなすことができる。
- ④ 2009 年から 2010 年までの中小企業向けの銀行貸出規模が 1%程度多くなったが、銀行短期貸出の変化と銀行貸出金利の乱高下を考慮に入れたら、資金調達が容易になったと考えられない。2011 年から 2014 年までの中小企業向けの銀行貸出規

模が明らかに大きくなったが、短期貸出のシェアが低位にある中で、貸出金利も2011年の高騰を経てから2014年まで高位に維持していたことを考慮に入れたら、資金コストが高いはずである。

- ⑤ 2009年に中小企業が自己資金を利用するシェアが高騰に対し、2010年は民間貸借の利用が増えた。2011年に民間貸借の金利が高騰してから、2014年までに高位に維持していた中で、中小企業の資金需要が満足されないことと推測できる。
- ⑥ 2009年と2010年には、地方政府の信用裏付けがあるインフラプロジェクトと国有企業及び不動産業を中心に銀行貸出をするので、中小企業の資金需要が無視された。2011年以後、銀行貸出が調達できても、理財商品購買・強制預金などの様々な付加条件が中小企業の資金コストを高めている。

本章での分析により、中小企業向けの応援政策と信用担保システムが整備されたが、中小企業資金調達難の緩和に機能していないことが分かった。そして、中小企業資金調達難の主な表れとして、2009年から2010年までには銀行機構へのアクセスの困難であるに対し、2011年から2014年までには、銀行貸出金利と民間貸出金利の高騰、となっている。

第二章 中小企業及び銀行に対するインタビュー調査と 仮説の提起

はじめに

第一章では中小企業の資金調達難を、資金調達困難度の指標、銀行貸出と民間貸借の規模と金利の変化をもとに、2009年から2010年までの悪化期、2011年から2014年までの更なる悪化期に分けた。そして、それぞれ期間の困難の特徴を明らかにした。しかし、中小企業経営者と銀行側が2008年以後の資金調達状況をどう認識しているか、という課題までには言及しきれていない。

そこで本章では、第一章の結論を踏まえ中小企業経営者と銀行職員への聞き取り調査を通じ、2008年以降を中心とした中小企業資金調達の実態を明らかにした上で、中小企業資金調達難の要因についての仮説を提起する。

本章は以下のような5節から構成されている。

第1節では、インタビュー調査の基本情報を提示する。

第2節では、資金調達難を巡り中小企業経営者への調査をまとめる。

第3節では、資金調達難を巡り銀行担当者への調査をまとめる。

第4節では、中小企業資金調達難の現状と原因について考察する
まとめでは、結論と仮説を提起する。

第1節 調査の概要

本調査は筆者による2016年3月10日から3月24日までの2週間にわたって合計8社の中小企業と2社の商業銀行を対象として実施したヒアリング調査である。

調査地域は、中国上海市自由貿易試験区、中国浙江省寧波市、中国北京市の3箇所である。調査対象の中小企業は中国上海市自由貿易試験区の3社と中国浙江省寧波市

の 5 社からなる。調査対象の銀行は国有商業銀行の一つである中国工商銀行と地域の都市銀行である北京銀行である。

調査対象の業種は、鉄鋼部品、化学中間体、小型家電、靴類、服飾の分野にわたる中小製造企業である。中国工商銀行は、国有商業銀行 5 行のうちの 1 行であり、香港と上海の証券取引所での上場会社である。北京銀行は 1996 年に北京市における 90 社の城市信用合作社が合併し、2007 年に中国上海証券取引所にて上場を実現し、現在では中国最大規模の都市商業銀行である。

上海市と寧波市の中小企業を対象とする理由に関して説明する。中国の中小企業は主に郷鎮企業の私有化と非公有制企業から発展してきたものである。その発展の代表的な地域は江蘇省南部地域と浙江省温州市と広東省珠江市が挙げられる。早期の中国の非公有制経済を論じる場合、よく研究者たちに提起される「蘇南モデル」、「温州モデル」、「珠江モデル」はこれら地域における現象を意味する。

駒形（2005）に従って各モデルについてみていくと、「蘇南モデル」とは、江蘇省南部で大都市上海の近郊という地理的条件のもと、集団所有制の郷鎮企業を主体とする農村経済発展の一類型である。「温州モデル」とは、地場の非公有制企業を主体とし、主に国内市場に依拠して成長を実現した農村経済発展の一類型である。「珠江モデル」とは、珠江デルタ地域において外資導入と委託加工型貿易によった農村経済発展の一類型である。

1990 年代半ばから、国有企業改革が進展し、非公有制経済が重視されると、これらの地域の経済発展はさらに大きな躍進を遂げて、中国の先進的な経済発達地域として世界に知られるようになった。そのため、中国の中小企業の問題を論じる場合、これらの代表的な地域を中心に論じられることが多い。

中国工商銀行と北京銀行を取り上げるのは中小企業の外部資金調達の中心的な存在からである。国有商業銀行の 1 行である中国工商銀行は資産規模、貸出規模、支店数などの規模で圧倒的な優位を持つほか、政府の政策執行と窓口指導を受けやすく、ある程度に政策的な機能を担っている。地域の銀行である都市商業銀行は地元企業に対する情報収集の優位を持ち、より有効な資金提供が可能とされている。

第2節 中小企業経営者への調査

本調査では、筆者は2016年3月11日から3月18日にかけて合計8社の中小企業の社長と副社長に同じ質問でインタビュー調査を行ったが、そのうち企業情報と回答内容は十分な代表性がある2社を取り上げ中小企業資金調達難の実態を考察する。また、本稿では、企業側との約束に従って、情報漏れを防ぐため、企業と経営者に関する情報は一切明記しないとする。勿論、調査内容に対する問い合わせは、筆者が調査録音に従って答えることができる。

2-1 運輸設備製造会社への調査

上海〇〇〇〇運輸設備部件有限公司——A社

所在地：上海市自由貿易試験区（浦東）

(1) 会社の基本情報

A社はコンテナ用ロッキングロッド・チェーンと各種運輸設備部品の生産をメインとする製造会社である。2004年、当時の管理層である総経理（社長）が所有制改革をきっかけに企業を買収し、企業性質が集体所有制企業から純粋な民営企業に変更した。買収資金即ち資本金の500万元はすべて株主5人の自己資金であるが、そのうち親族と友人から借り入れた資金が多かった。

現在、企業の設備、工場の規模は買収当時のままで、大きな投資をしていない。しかし、設備部品の交換、機能改善、日常メンテナンスは常に行っている。普段の生産は、受注量により社員数と労働時間の調整などで出荷を保証している。企業の生産能力、生産規模などについては社外秘なので公開していない。

今まで、会社の経営が困難に陥ったのは二つの時期がある。一つは2008年後半からの1年間である。もう一つは2015年から現に至るまでであり、継続中である。特に、現在は一回目の経営困難期よりさらに厳しく、大量の企業が倒産しており、さらに問題なのは短期間では景気が良くなる兆しが見られないことである。

(2) 会社の設備投資に関する資金調達

A 社は 2007 年に設備一台購入を考えたが、結局、銀行から資金を借入することができなかったので、設備投資を中止した。当時は景気が良く、会社の設備と社員ともにフル稼働でも、受注に満たせない状況だったので、購入計画をたて、2 年間の財務資料と受注契約などの資料を銀行に提示し貸出を申請したが、担保物不足で拒否された。

しかし、その後 2008 年の金融危機の影響を受け受注が激減し、企業経営が不振になった。社長は、「2007 年に設備を購入していなくてよかった」と意味深く語った。

(3) 会社の運転資金に関する資金調達

会社は、一年間の運転資金総額は 2～3 億元、月の支出が 2000 万元程度に達しているが、銀行からの借金はゼロである。この運転資金は企業の内部留保で維持しているが、受注が多くなり、原材料仕入れの拡大と作業員募集がもたらす回転資金が足りなくなると、社員から銀行の預金金利より高い利子で資金を借入れて対応している。その社員から集まった資金の金利が 10% の高価格なので、会社は社員たちに返済しようとしても、利子収入を獲得したい社員達には拒否された。

したがって、現在、会社の運転資金の大部分は社員達の借金である。また、売掛金の回収が契約通り行われない場合、長期間にわたって取引関係を持つ原材料仕入れ先には買掛金の支払延長を認めてもらうことで対応している。

(4) 会社の銀行借入

成立 12 年以来、A 社はほとんど銀行借入していない。その原因は、複雑な手続、高い調達コスト、長い申請時間、厳しい担保物の条件などが社長に強調された。そして、会社は銀行からも僅かに借り入れているが、借入先がすべて地域中小銀行である。社長の話によれば、その理由は、中小銀行の貸出金利が大型銀行より高いが、余計な付加条件が少ないので、企業にとって便利だからである。

そのわずかな銀行借入の中で、2013 年に浙江省泰隆商業銀行から無保証で 300 万元を借り入れたことが注目される。当時、銀行は、一週間内で、会社に提示された財務資料及び受注契約などの審査と生産状況の現地調査を行った後、直ちに 300 万元を貸出した。企業側は、銀行が行った契約確認及び現地調査の事実を事後に取引先から知らせた。このことに対し、A 社社長は泰隆銀行の仕事ぶりと高い効率の素晴らしさが印象深いと語った。もう一回は、2012 年、招商銀行から 1000 万元を借り入れたこ

とである。その際、企業の財務資料、担保物の書類など以外に、業経営者の個人財産担保、経営者の生命保険などの提出も要求された。結局、社長が指定された生命保険に加入することで資金を借り入れたが、その調達コストが 10%以上上乗せになった。

また、中小企業にとって、すべての銀行借入は 1 年以内の短期であり、長期は不可能である。したがって、短期借入を中長期投資に使う中小企業は、短期借入の返済期限が来た際、借り換えするのは一般である。そして、中小企業は元本を完済しないと、次の借入ができない。この場合、一般的な方法は、中小企業は銀行に紹介された小額貸付会社から元本同額の資金を借入れ銀行に返済して、一週間から一ヶ月かけて新たな貸付の銀行審査を通過したら、再び銀行から資金を借入れ、小額貸付会社に返済する。この借り換えの審査を待つ段階で生じるコストは銀行借入より高く、一般的に年率が 10%から 30%の間に設定されている。したがって、企業の銀行借入が多い場合、各種の借金返済期限への対応が難しく、中小企業にとってはハードルが高い。しかし、国有企業或は政府背景を持つ企業であれば、貸付期限と関係せず利子を支払えば簡単に延期することができる。

さらに、2011、2012 年から、企業が担保物を提供しても、キャッシュフローが良くなければ銀行借入も難しくなる傾向が強くなりつつある。A 社と取引関係があるハルビン商業銀行の話によれば、担保物である設備・工場・土地をオークションすることで資金を回収する方法は銀行にとって損になるため、好まないという。

A 社はインフォーマル金融から借り入れをしたことがない。社長に原因を聞くと、インフォーマル金融から資金を調達しなければならない資金不足になったことがないからとする。そして、インフォーマル金融の金利が 20%から 30%までに設定されているので、企業の負担能力をはるかに超えているとも語った。

2-2 化学品製造会社への調査

江陽市〇〇〇〇化工有限公司——B 社

所在地：江蘇省江陰市

(1) 会社の基本情報

B社は青図（建築土木図面）用化学中間体の生産をメインとする製造会社である。社長は90年代に上海付近にある日系化学企業の技術者として働いた経験を持ち、1996年に日系会社から独立し、今の会社を立ち上げた。化学製品製造の関係で上海付近に拠点を設置するのは難しかったので、上海から120キロ離れた社長自身の故郷である江陰市（上海より120km程度）で、政府の招商計画（投資誘致計画）に従って安価で2500㎡の土地を獲得し、工場を建設した。会社は設立当時の理念「販売を商社に頼り生産に専念する」を守り、今日まで生産のみに力を注いでいる。会社には、製品の品質の良さと企業ブランドの影響が広がるとともに、受注が多くなり、2007年に設備投資と工場規模拡大を行って、生産能力が2倍以上となり、工場も10000㎡の広さに拡大した。社員数は当初の26人から36人になった。そして、社員は、社長が地元出身の関係で、すべて地元出身で、全員が「5 険 1 金」³¹を法律に従って納付されている。

今まで、会社経営において、困難な時期が3回あった。1回目は会社設立の当初の1~2年間である。当時、社長の自己貯金が少なかったため、会社の資本金は社長とパートナーが親族友人に頭を下げて銀行金利より高い利子で借入れた。2回目は、2007年に設備投資が拡大した二年後の2009年である。当時は不景気で、それまで増え続けていた受注量が激減し、大きな打撃を受けた。3回目は2015年から現在に至るまでの一番難しい時期である。2014年からの受注量の減少が2009年よりも減り、特に国内の需要が激減したからである。現在、商社を経由して、インドと東南アジアの市場を開拓している。

（2） 会社の設備投資と運転資金

B社の設備投資は主に企業の内部留保で行っている。2007年に生産規模を拡大した時、不足した200万元は、長期的な取引関係にある商社から資金を借入れた。銀行借入をしなかった理由について、担保物の厳しい条件、複雑な申請書類、長期間の審査、高い借入コストにあるという。

運転資金は主に民間貸借と企業の内部留保に依存し、たまに銀行借入をする。B社

³¹ 5 険 1 金とは、企業法人は法律に従って企業の正社員に提供する“5種の保険と1種の住宅公共積立金”の省略語である。そのうち、5種の保険は、養老保険、失業保険、医療保険、公傷保険、生育保険を含む。費用の負担は、公傷と生育保険が会社の全額負担となる以外に、他の3険と1金は会社と社員がそれぞれ一定の比例で負担する。

の民間貸借は、主に取引先の企業及び知合いの企業家など比較的緊密な関係がある貸出先から資金を借入れることと指す。その借入金利は銀行貸出金利より高いが、高利貸のような 30%、40%以上に至っていない。しかも、これらの金利水準も 2010 年後半から高くなっている。なぜなら、各種の銀行理財商品、信託商品、不動産投資など、より安全で高利益率の投資手段が爆発的に発展し、大量の民間と企業の余剰資金が吸収されたからである。そして、景気の悪化による企業の経営の悪化は貸出先にとってリスクと判断されたためである。

他方、民間貸借の契約は 1 年間の契約であるが、年に 1 回の契約更新のみをすれば使用期限が延長され、期間中に制限なく自由に資金を使える。それに対し、銀行借入は 3 ヶ月、半年の短期借入れが多いため、期限が切れたら、元本返済、借り換え手続きなどからコストが生じる点がある。また、銀行から借入れた資金使用に関しては、銀行の各種モニタリングを受けなければならないため、会社にとって使いにくい点もある。

その他に、取引先から買掛金の支払い延期の支持も常に受けている。

(3) 会社の銀行借入

B 社の成立以来、銀行借入を 1 回だけしたことがあるという。2003 年、企業の運転資金が足りなくなり、地元の銀行を尋ねたら、農村商業銀行だけが承諾し、他の大型銀行と株式制銀行には「担保物不足、国有の背景が無い」理由で断られた。会社は農村商業銀行の要求に従って会社の資料と担保物の書類を揃えて提出したが、書類不備の理由で何回も撤回と提出を繰替えさなければならなかった。その後、ようやく銀行に資料が承認され、1 ヶ月間を待っていたが、銀行側が審査中という理由で貸出を行っていなかった。結局、会社は、材料仕入れに間に合わず銀行借入を諦め、高い金利で民間金融から資金を調達した。それ以降、B 社は一回も銀行と接触したことがない。

また、B 社は 2013 年に小額貸付会社から資金を調達したことがある。この借入は、小額貸付会社を経由するだけで、銀行からの借入れだとも言える。当時、B 社は、社長の上海にあるマンションを担保物とし、総合借入コストが 12%以上で、マンション市価の半分である評価額の 200 万元を小額貸付会社から借入れた。しかし、B 社は小額貸付会社に借金を返済した時、トラブルが生じた。社長は借金を返済し、担保物で

あるマンションの所有者証明書の返還を要求したら、銀行に「小額貸付会社の担当者の辞職でマンション所有者証明書が銀行に届いていないので、そちらに確認ください」と言われた。結局、会社は、銀行や小額貸付会社と何回も交渉をしたが、どちらも責任を負わないので、社長が紛失の理由で所有者証明書を再発行してくれた。こうしたことについて、B社の社長は「中小企業の資金調達難を緩和するために設立された貸付会社は全く役に立たなく、逆に借入コストを高め、借入リスクを増やした」と厳しく批判した。

第3節 地域商業銀行と国有商業銀行への調査

筆者は、2016年3月21日と22日にそれぞれ北京銀行〇〇支店と中国工商銀行政策研究部の職員に同じ質問でインタビューを行ったが、北京銀行がその業務を中心に詳しく回答したに対し、中国工商銀行は経済と金融の環境を中心に回答していた。この結果から、中小企業の資金調達を全面的に考察することが可能となった。

3-1 地域商業銀行への調査

北京銀行〇〇〇〇支店 企業貸出業務部マネージャ

企業性質：地域商業銀行

所在地：北京

(1) 銀行貸出の実態

北京は、中国の政治中心でありながら、経済中心でもある。大型国有企業と金融機関はほぼ北京に本社を置き、全国の広い範囲に及ぶ業務を展開している。北京銀行は地域商業銀行として、地域中小企業に金融サービスを提供する一方、大型国有企業への金融サービスも積極的に取り組んでいる。

同支店の企業貸出業務部マネージャによれば、同銀行の貸出は以下の特徴がある。

①銀行貸出先の90%以上は北京の中小企業であるに対し、貸出総額に占めるシェアは中小企業より大型企業がはるかに大きい。②銀行収益において大型企業のシェアは大

きいが、一社当たりの利益貢献においては中小企業が大きい。③貸出金利の交渉について、取引金額が大きい大型企業は交渉優位にあるに反して、中小企業は弱い。④同支店は中小企業向けの貸出規模が全支店の中で上位 5 位に入ったが、その規模が同支店の貸出総額に比べると比較できないほどの金額に過ぎない。

同銀行の貸出は、従来として地方政府と国有企業を中心にしているが、2008 年以後、景気悪化と政策調整の影響で明らかな異なる特徴が表れた。2009 年と 2010 年の経済刺激政策に従ってより多くの資金をインフラ建設と国有企業に供給する他に、高騰し続ける不動産業への資金供給も明らかに膨張した。

2010 年以後、刺激政策の完了とともに、明らかな産業への資金傾斜が見られなくなったが、資金需要が前より少なくなかった。不動産業の発展について、政府は 2011 年から全面的な価格高騰を抑える態度に転じ、地方政府の土地供給から不動産業への銀行貸出にかけて様々な制約政策を打ち出した。その中で、2013 年の価格高騰と 2015 年からの価格高騰が生じることもあった。しかし、不動産価格について、大都市の価格が高騰し続けるに対し、地方都市の不動産価格が 2013 年のピークに達した後、現在まで低迷している。同支店のマネージャの話によれば、2009 年以来、もし企業が資金を不動産に投資するであれば、当行が何より安心して貸出を提供するとしている。それは、北京の不動産価格が高騰しない理由が見つからないからである。

(2) 中小企業の資金需要

中小企業の資金需要は即時性、短期性、周期性などの特徴がある。そのうち、即時性と短期性は銀行にとって対応したくない問題点である。銀行は、貸出への資料審査は少なくとも 1 ヶ月程度の時間がかかるので、即時に資金を獲得したがる中小企業にとって待てることではない。また、中小企業の資金需要が小さく、利用期限も短くて、大型企業の大規模な資金需要と同じのコストをかけ中小企業に貸出を行った銀行にとってデメリットである。

中小企業の資金需要は 2014 年、2015 年から大きくなっている。マネージャの話によれば、元々 500 万元規模の企業は、受注が増えたという理由で 1000 万元の貸出申請を銀行に要求するようになった。その原因について、不景気のもとで、企業は生産・経営に使う資金が少なくなり、大量の資金を土地、株に投入し投機的な活動を多く行

うようになったからである。そして、不動産にも投資するが、2011年の不動産購買制限の八条が公布されてから、投資制限が厳しくなり、より多くの資金が土地、株に投入された。

(3) 中小企業向けの貸出の特徴

中小企業向けの貸出は、信用保証が要求され、貸出金利がすべて上乗せに設定されている。そして、銀行は、企業の財務諸表、信用担保を審査する以外に、企業の所有者と経営者の個人財産、個人消費記録なども審査し、ひいては個人財産を担保に入れることも一般である。他方、国有企業の場合、経営状況によって信用保証が必ず要求されず、貸出金利も安く設定されている。それは、国有企業が返済不能に陥ったら、政府と国有資産委員会が代弁するから、リスクゼロだと銀行マネージャが語った。

中小企業向けの貸出はすべて短期であり、中長期が不可能である。設備投資を行おうとする中小企業にとって、短期貸出の借換えで中長期の投資需要を満たせるしかなかった。その原因について、マネージャの話によれば、①短期貸出のリスクが相対的にコントロールしやすい。②銀行の流動性によって短期貸出の調整がしやすい。③政府の金融政策の調整に対して、銀行が短期貸出の調整により対応しやすい。という3点を提起した。

近年、中小企業は小額貸付会社から資金を調達することが多くなっている。それは主に銀行と小額貸付会社の間に緊密な提携関係があることからである。銀行は、銀行貸出を借入れない中小企業を提携の小額貸付会社に紹介し、小額貸付会社経由で中小企業に資金を貸出する。第五章で明らかにするように、預金を預ける権限を持たない非金融機構としての小額貸付会社は、自己資本金と銀行貸出を基に貸出業務を展開している。従って、ある意味で小額貸付会社は銀行の代わりにリスクを担って貸出を行うと言える。

(4) 中小企業向けの支援政策と効果

同銀行は、政府が公布した中小企業向けの支援政策に従って、中小企業向けの窓口設置と専用資金の手配などを行ったが、事実上の効果が良くない。その根本の原因はリスクコントロールである。2013年前後から、政府政策の要求に従って、同支店は一定金額の資金を中小企業向けの貸出の専用資金として貸出を行ったが、結局不良債権

率が高まって、現在の事実上の貸出停滞になっている。

中小企業資金調達難の解決案として政府に許可された中小企業集合信託、中小企業集合債券などの新型資金調達手段は、政府と企業に期待される効果が実現しなかった。その原因について、銀行側の話によれば、取引市場において格付けが高い信託商品、債券などは多くあるが、リスクが高い中小企業の信託と債券を取引する意欲が高くないことである。

3-2 国有商業銀行への調査

中国工商銀行 本社 政策研究部

企業性質：国有商業銀行

所在地：北京

(1) 銀行貸出の実態

国有商業銀行は、主に国有企業の業務に依存し生きている。計画経済時代から国有企業と国有銀行は政府機関と同じく政府部門として管理され、行政上の等級を持っていた。未だに、改革を通じ国有企業と銀行がそれぞれ独自に企業として運営されているが、行政上の等級がそのまま残されている。つまり、国有企業と国有銀行の経営者が政府に任命され、官僚と同じく行政上の待遇と監督を受けることである。したがって、経済政策の主要な担い手としての国有企業と、金融政策の主要な担い手としての国有商業銀行は緊密な連携関係が有する。そして、国有商業銀行は、全国の広い範囲にわたって支社が多く存在し、預金預ける能力が強いので、資金コストが株式制銀行と地域商業銀行より安い。その結果、国有商業銀行の貸出金利が株式制銀行と地域商業銀行の貸出金利より相対的に安くなる。

国有商業銀行より、株式制銀行と地域商業銀行は中小企業との取引をする意欲が強い。同銀行の話によれば、①株式制銀行と地域商業銀行が行政上の等級を持たないので、相対的に平等な取引ができる。②株式制銀行と地域商業銀行が高い収益を追求するため、ハイリスクが負担できる。③株式制銀行と地域商業銀行が国有商業銀行より高い金利で即時に中小企業の資金需要を満たせる。という3点が挙げられる。③に提

起した高い金利については、株式制銀行と地域商業銀行が基準金利より 40%、100% 増の上乗せ金利または 10%、12%、18% の金利で中小企業に貸出をすることができる。

近年、銀行間市場と信託商品などを經由する「チャンネル貸出」が明らかに増えている。銀行間市場での「チャンネル貸出」は、主に預貸比と貸出制限を回避するために、大型銀行と中小商業銀行及び農村金融機構の間で行った様々な同業取引である（第 4 章を参照）。また、信託商品などを經由する「チャンネル貸出」は主に制限産業が信託商品により集まる銀行資金と住民預金を指す。実は、これらの資金が主にインフラ建設、不動産業、国有企業などに投入された。同銀行は、近年に多くの山西省の石炭生産会社に委託され大量の信託商品を発売した。その原因としては、2010 年以後における深刻な過剰生産能力に陥った石炭産業の経営が悪化し、銀行はリスクコントロールと政府の政策制限への回避のために、積極的に信託商品を経由しそれらの部門に資金を提供している。

（2）中小企業の資金需要

中小企業の経営困難は 2009 年と 2015 年から現在までの二つの時期が深刻である。中小企業は産業チェーンの末端にあるので、景気の変化は最初に中小企業の経営に反映される。

中小企業の資金需要は常に満足されない。こうした問題は従来から解決されていなく、そして金融危機前より危機以後がさらに困難になっている。

（3）中小企業向けの貸出

中小企業向けの貸出の金利は必ず国有企業より高い。その原因について、同銀行の話によれば、①民営企業としての中小企業は銀行との価格交渉（貸出金利交渉）において弱い側にある。②中小企業の資金需要の規模が小さく、銀行との価格交渉において弱い側にある。③中小企業向けの貸出は、国有商業銀行より貸出金利が高い株式制銀行と地域商業銀行から供給されるのは多い。という 3 点を提起した。

そのうち、③について、同銀行の調査で明らかにしたのは、地域銀行の支店長が 3% から 5% 程度のリスク容認度を持つに対し、国有銀行の支店長が 1% から 2% 程度のリスク容認度しか持っていない。そして、貸出審査における国有商業銀行の 4、5 層の審査プロセスに対し、株式制銀行と地域商業銀行の支店長が許可の権限を持っている。

この 2 点は株式制銀行と地域商業銀行が中小企業資金需要を対応できる要因でもある。

中小企業向けの貸出はすべて信用保証付きである。その原因について、国有企業が返済不能に陥ったら地方政府と国有資産管理委員会が代弁するに対し、中小企業は返済できなければ、完全な損失だからと同銀行の担当者が語った。これは北京銀行の調査結果と同じである。また、同銀行の話によると、同銀行は 400 社程度の法人取引先と 5、6 億人の個人顧客があるので、ビッグデータ技術により簡単に中小企業の信用状況を判断することができる。したがって、中小企業の資金調達難の根本は企業の信用問題である。

中小企業は民間貸借をよく利用している。その民間貸借の金利は 20%以上が一般である。その他に、金融機構が小額貸付会社を経由し貸出を行うのはよく見られる。例えば、東方資産（AMC 四社の一社）の子会社が小額貸付会社を持ち、その子会社が借入企業の貸出申請を認めない場合、小額貸付会社を経由し、借入企業に資金を貸出させる。このことは北京銀行の調査結果と同じである。

（4）中小企業向けの政策支援とその効果

金融危機以後、政府は支援政策を打ち出し、中小企業の資金調達難を改善するよう努めているが、効果が見られない。近年、工商銀行の貸出残高の増加率は 3%、4%に至ったが、中小企業向けの貸出残高の増加率が 8%、9%に達していた。しかし、これらのデータは統計標準の不統一と人為の錯誤等の問題が存在し、実はそれほど増加していない。

（5）資金調達における政府、企業、銀行の問題

地方政府は地方銀行、信託会社等の株を持ち、大きな発言権を持っている。地方政府は経済成長を促すために、金融機関の資金貸出を干渉し、経済成長政策に定められた産業への資金供給を誘導する。

多くの国有・大型企業は金融業務の子会社を持つようになり、資金転貸の仲介機関に転じた。例えば、中国石油公司是工商銀行を経由し発行した債券の利回りが 3%、4%であるが、その資金を子会社の崑崙信託に理財・信託商品の取引を依頼し利率差の獲得を図った。実は、こうした収益は中国石油の本業の収益よりも大きい。さらに、こうした資金を子会社の崑崙銀行経由で再び他の企業に貸出することもある。こうし

た貸出は必ず最後の借手の借入コストを高める。その最後の借手には資金調達難の中小企業が多い。

銀行業において、預金を預ける機能が弱い中小銀行はインターバンク市場で大型銀行から資金を借入れ、銀行の貸出業務に使う。結果、中小銀行から借入れを行う企業の資金コストが高くなる。このようなことは 2014 年以前、工商銀行の支社と支社間、小型銀行と大型銀行間の状況が深刻であった。

第 4 節 中小企業の資金調達難の現状と要因

これらのインタビュー内容に基づき、中小企業の資金調達について以下のようにまとめられる。

（一）中小企業経営者から見る中小企業資金調達の現状と要因

企業の資金調達について：

- ① 企業の資本金の多くは創業者の親族と友人から借り入れた資金である。
- ② 企業の設備投資と回転資金は主に内部留保と企業間信用と社員の借金に依存する。

銀行貸出について：

- ① 複雑な手続き、高い調達コスト、長い申請期間、担保物に関する厳しい要求などの理由で銀行貸出を申請する意欲がない。
- ② 僅かな銀行貸出であっても、地方の中小銀行に集中している。大型商業銀行の金利が安い、審査が厳しく、付加条件があるので、総合コストが安くはない一方、地域の中銀の金利は高い、特に付加条件がなく、申請が簡単である。
- ③ 長期借入が不可能なので、短期借入の借り換えで長期の資金需要を満たしている。
- ④ 国有企業であるかによって、銀行借入と借り換えの審査基準が異なる。
- ⑤ 銀行借入において、経済減速と資産価格高騰の影響で、設備と中小都市の土地・不動産などの担保価値が低く評価されている。

民間金融と新型調達手段について

- ① 景気低迷により不動産業と信託商品への投資が増えるにつれ、民間から中小企業への貸出が少なくなり、金利水準は 2010 年後半から高騰し、現在でも高いレベルにあり、金利水準が 20%~30%の間に設定されている。ただ、民間貸借の手続きが簡単であり、資金が自由に使えるという利点がある。
- ② 銀行と小額貸付会社との提携により、小額貸付会社経由で銀行の条件を満たせない企業に資金を貸出する。小額貸付会社は、貸出資金の調達、リスクコントロールにおいて大きな問題がある。
- ③ 中小企業の新しい資金調達手段である中小企業集合債券、中小企業集合信託はリスクが大きく、銀行・保険などの金融機関は取引する意欲が低い。

(二) 銀行職員からみる中小企業資金調達の現状と要因

企業の資金調達について

- ① 中小企業の 1 社当たりの利潤貢献率が高いが、貸出金額が少ないので、審査にかかるコストと比べると、銀行にとってデメリットである。
- ② 景気不況により、多くの中小企業が不動産投資、株などの投機活動に熱心なので、銀行側が資金を貸出しても経営活動に使わない。
- ③ ビッグデータ技術により中小企業の経営状況への判断が容易になるので、資金調達難の原因は企業自身にある。
- ④ 資金コストが高い中小銀行と、国有背景を持つ総合金融持株集団の存在が中小企業の資金調達コストを高める。

銀行貸出について

- ① 大型国有銀行は、国有企業と大型企業の業務に大きく依存するため、中小企業向けの金融サービスを提供する意欲が低い。
- ② バランスシート健全のために、国有企業であれば保証なしで貸出ができるが、民営中小企業には不可能である。また、中小企業にはリスクコントロールが容易な短期貸付を中心に貸出を行っている。
- ③ 2009 年と 2010 年に、地方インフラ建設、不動産業、大型国有企業などの資金需要が大きかった。こうした資金需要が中小企業向けの貸出より安全性と収益性が

高いと見なされたので、これらの領域を中心に貸出を行った。

- ④ 政府の政策要求に従って中小企業向けの貸出を拡大しようとしても、リスクを懸念するため、難しい状況である。
- ⑤ 銀行は金利自由化による経営改革、不良債権率の上昇、直接融資規模の拡大、インターネット金融の衝撃に直面しているので、リスクコントロールを厳格にしている。

民間金融と新型調達手段について

- ① 民間金融の金利はほぼ 20%以上であるので、中小企業にとって大きな負担である。また、金融機関と余剰資金を持つ企業が、小額貸付会社を経由し高金利で中小企業に資金を貸出している。
- ② 中小企業集合信託、中小企業集合債券などの新型資金調達商品はリスクが大きく、金融市場ではあまり取引されない。
- ③ 理財商品と信託商品によって集められた資金は主に地方政府の建設プロジェクト、国有企業、理財商品投資、手形取引などに使われている。
- ④ 政府と銀行部門の監督強化により、バブル崩壊の恐れがある不動産業、過剰生産能力を持つ石炭・鋼鉄などの産業が正規の金融システムから資金を調達することが難しくなったが、信託商品と理財商品を経由して簡単に資金を調達することができる。

資金調達における政府、企業、銀行の在り方

- ① 中央政府が国有大型銀行に大きな影響力を持っている。地方政府は地域中小銀行、信託会社及び各種なノンバンク金融機関に大きな影響力を持ちながら、多くの中小銀行、信託会社等の株式を持つので、大きな発言権を持っている。
- ② 国有企業が銀行組織と資本市場に大きく依存している一方、一部の国有企業が各種の金融機関の子会社を持つので、集団内部では企業と金融機関の提携が盛んに行われている。
- ③ 銀行が主に国有企業と地方政府の業務に依存している。そして、インターバンク市場で大型銀行が資金を貸出する側として、預金を預ける能力が低い中小銀行に資金を貸出している。

まとめ

本章は筆者による中小企業経営者と銀行職員への聞き取り調査に基づき、2008 年以後を中心に中小企業の資金調達の現状と問題を確認し、資金調達難の原因がある程度に明確になった。

本稿での分析により、以下の結論が得られた。

- ① 市場経済に移行した中国経済における中小企業の役割と地位が認められ、規制産業以外への進出が自由となったが、資源分配、特に資金分配において企業自身の規模と情報の不透明性による格差があると同時に、企業所有制性質（国有企業か民営企業か）による格差依然として存在する。
- ② 中小企業の資金調達難を解決するための政策と信用保証機能がうまく行かず、困難を緩和することができない。例えば、政府は銀行に中小企業向けの貸出指標を指示しても、銀行がリスクとコストへの配慮で貸出の意欲が低く、政策効果がでない。
- ③ 銀行などの金融機関は、政府と国有企業の信用裏付けがある産業へのリスクと収益性への判断が歪んで、大量の資金がこれらの低効率な産業に貸出している。その結果、中小企業の資金需要がクラウドディングアウトされるようになった。
- ④ 銀行は金融監督を回避し、貸出を拡大するために、理財商品・信託商品・銀行間取引などの新たな手段を多く用い、持続的に低効率産業への資金供給を行っている。その結果、中小企業の資金需要は圧迫されるだけでなく、調達コストも高まった。
- ⑤ 政府は中小企業集合債券、中小企業集合信託などの中小企業向けの資金調達手段を打ち出したが、格付けが高い債権や信託商品と比べると、リスクが大きいので、市場取引者に歓迎されない。
- ⑥ 理財商品と信託商品のような金融商品の規模が大きくなるにつれ、多くの住民貯蓄と投資資金は吸引されて、結局民間貸借の金利が高騰して高止まりしている。

本章の結論により、第一章で明らかにした期間ごとの変化と特徴を踏まえながら、その主要な原因は以下のように仮説を提出する。①2009年から2010年までの期間で、大規模な経済刺激策と金融緩和の下で、地方インフラ建設、国有企業、不動産業を中心に資金を供給したので、中小企業の資金需要が無視された。②2011年から金融政策が引締めに移るとともに、資金循環が悪化して、銀行貸出金利と民間貸借金利がともに高騰しはじめ、2014年まで高止まりしていた中で、中小企業資金調達コストが高まり、困難度がさらに悪化した。

この二つの仮説は、第三章（仮説①）、第四章と第五章（仮説②）で経済成長と金融市場の変化を明らかにすることで検証されよう。

第三章 景気刺激策下の資金需給関係

はじめに

第一章と第二章では、中小企業資金調達難の時系列変化を確認した上で、2008 年以後に資金調達難が顕著になった時期を 2009 年から 2010 年までの悪化期と、2011 年から 2014 年までの更なる悪化期間に分けた。そして、期間ごとの困難の特徴により要因が異なるという仮説を提起した。

これらを踏まえ本章では以下を中心に議論を進める。まず、2008 年以後を中心に大規模な固定資産投資が地方インフラ建設、国有企業、不動産業に投入されたことを確認した上で、これらの部門の資金調達構成の変化も明らかにする。また、こうした大規模な投資が展開に伴い、投資効率が 2009 年から 2010 年までの悪化期と、2011 年から 2014 年までの更なる悪化期を経て、地方政府債務と非金融企業債務が膨張し、深刻な状態に陥った。特に非金融企業債務の膨張が同じの期間ごとの特徴を呈した。最後に、企業債務が膨張し続ける中で、企業の稼働率と収益率が低下する限りに、元利返済のために持続的な資金調達が行われるようになった。そして、本章で明らかにするように過剰生産能力と企業部門の過剰債務が国有企業に集中しているので、これらの問題はほぼ国有企業の問題であると言える。

上述の内容を考察する中で、2008 年に打ち出された 4 兆元経済刺激投資がほぼ国有企業に投入されたことを明らかにし、中小企業の資金需要がクラウドディングアウトされるようになったことを検証する。また、2010 年以後、過剰債務を抱える国有企業と地方政府が持続的な資金調達を行う中で、中小企業の資金需要が重要視されないことも続けていると考えられる。

本章は以下のような 5 節から構成されている。

第 1 節では、2008 年金融危機後、経済成長への投資寄与率が高まったことを確認した上で、それらの投資が主にインフラ建設、不動産、製造業に集中していることを明確にする。そして、4 兆元の経済刺激投資がほぼ国有企業に投入されたことを確認し

た上で、中小企業の資金需要が無視されたことを明らかにする。

第2節では、地方政府が主導するインフラ整備の主要な項目である発電、鉄道、道路の整備経緯と規模を確認した上で、それぞれの資金調達の構成を明らかにする。

第3節では、不動産業と土地の価格高騰及び販売実績を明らかにした上で、その資金構成と資金調達の変化を明確にする。そして、価格高騰の一要因である土地価格の高騰の理由を明確にする。

第4節では、鉄鋼産業、電解アルミ、板ガラスをはじめとする主要産業の過剰生産能力問題を明らかにし、鉄鋼産業の例でその資金構成と資金調達の変化を明確にする。

第5節では、2008年金融危機以後の投資限界資本係数の悪化の期間ごとの特徴を確認した上で、地方政府債務と非金融企業部門債務の構成と返済困難を明らかにし、債務再編まで持続的な資金需要が継続すると指摘する。また、こうした中で、中小企業の資金需要が引き続きクラウドファンディングアウトされると指摘する。

第1節 経済回復を狙う固定資産投資の拡大

金融危機後、欧米市場の低迷に伴い、中国経済が大きな打撃を受け、経済成長が減速に陥った。早速の経済回復を図るために、中国は積極的な財政政策と緩和的な金融政策を同時に取上げ、内需拡大を通じて低迷した外需を補うことで経済成長の回復を狙うとしている。

内需拡大の担い手としての公共部門、企業、個人に対して、それぞれの具体策を制定され実施された。公共投資としてよく知られているのは2008年11月から2010年末まで実施される4兆元（約57兆円）投資である。この中にインフラ建設が4割を占める。企業に対して、様々な産業振興政策と輸出刺激政策が打ち出されていた³²。個人の場合、消費が遅れる農村市場を中心として「家電下郷」と「汽車下郷」などの消費促進政策が打ち出された。また、経済成長を大きく牽引した不動産業に対して様々な規

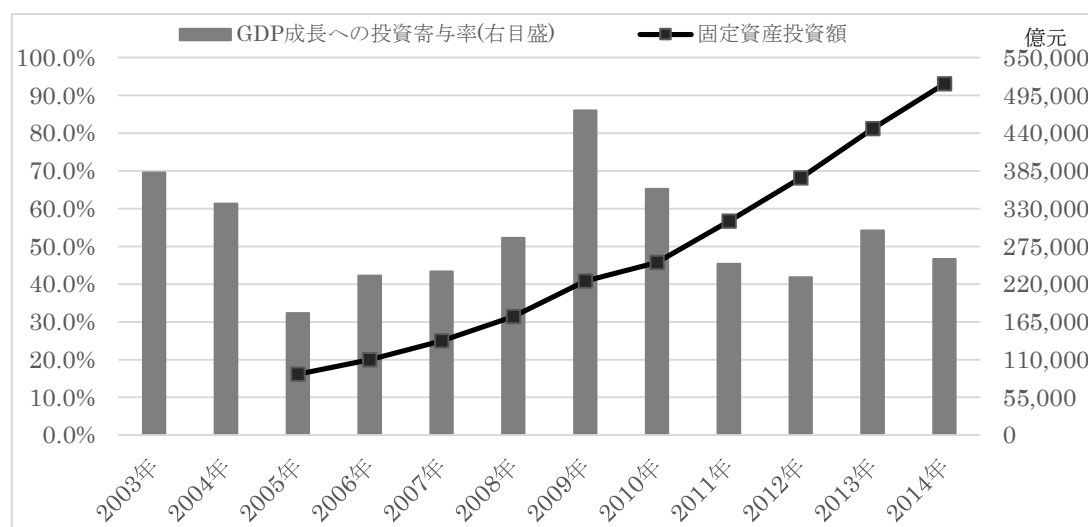
³² 朱（2010）に詳しい。金融危機後、政府は輸出を制限する政策をすべて撤廃し、過去最大級の輸出奨励策を実施した。輸出税還付率の引上げは2008年8月から2009年6月まで計7回実施された。人民元為替レートは2008年7月以降6.28/ドル前後で安定している。さらに、輸出信用保険の増額、貿易の人民元建て決済の奨励、輸出補助金などの措置も実施された。また、2009年1月から、主要産業をほぼカバーし、減税と資金支援及び統廃合を主要手段とする「十大産業振興計画」が実施された。具体：①鉄鋼、②自動車、③装置（プラント）産業、④繊維、⑤造船、⑥電子・情報、⑦軽工業、⑧石油化学、⑨非鉄金属、⑩物流である。p.6

制を緩和し不動産市場の振興を狙うとしている。

これらの刺激策が実施されると共に、大規模な金融緩和政策も打ち出され、経済回復に十分な資金を提供するようになっていた。中国人民銀行が預金準備率と貸出基準金利を同時に大幅下げるとともに、窓口指導で銀行貸出総額の制限及び貸出先にも介入していた。そのほか、2008年11月と12月には政策金利である手形割引金利と中央銀行の金融機関向け貸出金利も2回にわたって引き下げられた。また、経常収支と資本収支の「双子の黒字」の増加に対して中央銀行手形を含む債券の発行量も減少していた（童、2010、56頁）。

こうした経済刺激政策の結果として、経済成長に投資の寄与率が高騰し、投資額が大きく膨張することとなった。図3-1に示すとおり、2009年の経済成長への投資寄与率が86%まで拡大したことが分かる。その後の2010年にも経済成長に65%ほど寄与した。2011年から4兆元の財政刺激政策の終了に伴い、投資の寄与率が小さくなっているが、依然として大きな役割を果たせしている。2009年から2014年までのGDP成長への平均投資寄与率が56.6%に達している。

図3-1 名目GDP（支出）の成長に対する投資の寄与率と固定資産投資額の推移



出所：『中国統計年鑑 2015』により筆者作成

また、金融危機前の投資寄与率を確認すると、常に変動しているが、2003年から2008

までの平均値は 50% 余りであることが分かる。これに対して、その他支出の寄与率の内訳を試算したら、最終消費の平均値は 44% であり、純輸出の平均値が 5.8% であることが分かる。つまり、2003 年から、投資が主要な牽引役として中国経済の高い成長を促していることである³³。

投資寄与率の高まりとともに、固定資産投資額も大きく膨張した。2008 年には固定資産投資額がただ 17 兆元であったが、2012 年にはすでに 2 倍以上の 37.5 兆元まで拡大した。そうした拡大傾向が続けて、2014 年には 51 兆元まで膨張した。その投資成長率が 2009 年から 2014 年までそれぞれ、30%、12.1%、23.8%、20.3%、19.1%、14.7% となっている。

しかし、経済成長率が 2009 年の減速を経ってから 2010 年には危機前の 10% 台の成長率まで著しく回復したが、その後再び減速になった。2011 年から 2015 年までの成長率が 9.3%、7.65%、7.67%、7.4%、6.9% となっている。なぜ膨大な投資が続けているのに、経済成長の回復が維持できず減速していたかという疑問が残る。こうした点について明らかにするには、投資先への分析が課題となる。

では、これらの投資はどの分野に投入されているかと確認すると、表 3-1 に示されるとおり、インフラ建設、不動産業、製造業への投資が常に固定資産投資の 80% 以上に占めることが分かる³⁴。つまり、これらの産業は経済成長を牽引する主な産業であるだろう。

また、各分野への投資変化を確認すると、2010 年まで、インフラ建設への投資額が全投資額に占めるシェアが 26% ほどであったが、その後不動産と製造業への投資額の拡大につれ、インフラ建設のシェアが 21% 程度に縮小した。不動産業への投資額は固定資産投資額に占めるシェアが 2010 年までの 23% 程度から 2011 年の 26% ほどまで拡大した後、26% ほどに留まっている。

³³ 丸川・梶谷（2015）は投資寄与率、実質 GDP 成長率、実質投資成長率を確認し、1990 年代に投資の伸びが全般的に抑えられていたのに対し、21 世紀に入って投資の伸び率はほぼ一貫して GDP の伸びを上回り、またその GDP 成長率への寄与率は平均して 50% を超え、高いときには 80% を超えていると指摘されている。p.21

³⁴ 『中国統計年鑑 2015』の固定資産投資に関するデータにより計算した結果である。この計算には、電気・ガス・水道等、交通・倉庫・郵便、水利・環境・インフラ管理という三つの項目の合計総額をインフラ整備の総額と見なす。その他には、統計分類により、農・林・牧・漁業、鉱産採掘業、建築業、卸売り・小売業、宿泊・飲食業、金融業、レンタル・商務サービス業、科学研究・技術服務業、居民服務・修理・他サービス業、衛生・社会服務業、文化・体育・娯楽業、公共管理・社会保障・社会組織、国際組織を含む。

表 3-1 固定資産投資先の分野別の内訳

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| インフラ | 26.3% | 26.3% | 26.4% | 26.3% | 24.6% | 24.0% | 26.4% | 25.4% | 21.7% | 20.7% | 21.1% | 21.9% |
| 製造業 | 26.4% | 27.8% | 29.9% | 31.0% | 32.4% | 32.8% | 31.4% | 31.9% | 33.0% | 33.2% | 33.1% | 32.6% |
| 不動産 | 23.7% | 23.7% | 22.0% | 22.3% | 23.6% | 23.4% | 22.0% | 23.3% | 26.2% | 26.5% | 26.6% | 25.7% |
| その他 | 23.6% | 22.3% | 21.7% | 20.5% | 19.4% | 19.7% | 20.2% | 19.4% | 19.1% | 19.5% | 19.2% | 19.8% |

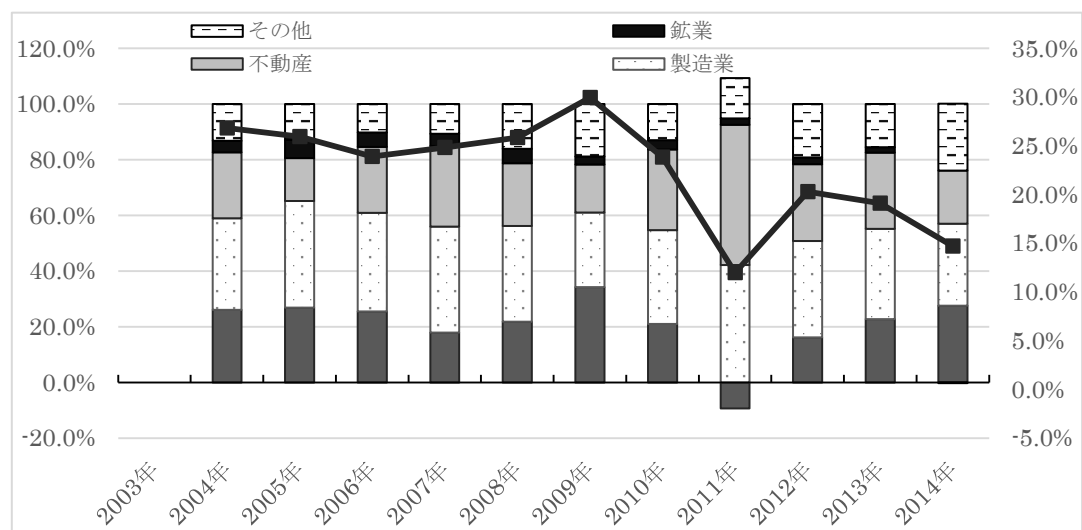
出所：『中国統計年鑑 2015』により筆者作成

さらに、各産業への投資変化が、図 3-2 に示す固定資産増加額の構成変化から窺われる。こうした投資傾向を表す構成変化によって、膨張している固定資産投資額がどの分野を重点として投入していることが見られる。2009 年と 2010 年には、インフラ整備への投資が大きく、四兆元財政刺激政策の終了に伴い、2011 年の投資額が前年より少なくなったことが分かる。しかし、2011 年を初年度とする第 12 次 5 ヶ年計画の展開につれ、2012 年からインフラ整備への投資が再び大きくなっている。

製造業への投資額が固定資産投資へのシェアが常に各分野の中には一位を占めていることに間違いない。表 3-1 に示す通り、投資額が 2006 年を境にし、30%台を超えた後、拡大し続ける傾向をしている。しかし、その投資傾向を確認すると、図 3-2 に示す通り危機前には大きな変動がないが、2009 年には製造業への投資伸び率が著しく縮小したことが分かる。その後伸び率が大きくなり、2011 年の固定資産投資増加額の 42%まで占めることになった。しかし、経済不景気と過剰生産能力の問題で製造業が深刻な経営困難を面し、2014 年まで製造業への投資金額が減少し続けている。

不動産業への投資額が 2010 年から拡大している。固定資産投資増加額に占めるシェアが 2010 年と 2011 年が著しく大きくなっている。これは経済不景気と金融緩和の下で不動産は金融商品として投機対象となったことに起因する。こうした問題に対して、政府は行政手段を用い不動産価格と購入条件等に様々な規制政策を打ち出した。これらの政策の効果は 2012 年と 2013 年の不動産業投資への投資増加が小さくなったことから窺える。また、2013 年の不動産価格の高騰に対し、規制政策が再び厳しくなるにつれ、2014 年には不動産業への投資増加がさらに抑えられた。

図 3-2 固定資産投資増加額に占めるインフラ、製造業、不動産投資のシェア



出所：『中国統計年鑑 2015』により筆者作成

以上の分析により、中国経済成長を大きく牽引したのは主にインフラ整備、製造業、不動産業であることが明らかとなった。しかし、なぜ、2010 年以後、膨大な投資が続けているのに、中国経済は高速な成長が維持できず、成長減速に転じたかという点に疑問が残る。三浦（2013）に指摘された通り、2008 年に世界金融危機を受けて大規模な景気刺激策が実施されて以降、固定資産投資の効率性が顕著に低下しており、景気対策の名目でかなり非効率な投資プロジェクトまでもが実施された。こうした問題を明らかにするために、これらの三つの分野の実態を確認する必要がある。

第 2 節 地方政府の主導によるインフラ整備の急拡大

2-1 インフラ整備の拡大

インフラ建設に関わるのは主に 4 兆元財政刺激政策と 2010 年までの第 11 次 5 ヶ年計画及び 2011 年からの第 12 次 5 ヶ年計画である。ここでそれぞれの内容を考察し、2000 年代以来、特に 2005 年以降のインフラ建設の成果を確認する。

4 兆元刺激策の資金に対して、中央政府は約 3 割の 1.18 兆元を拠出し、残り部分は地方政府と民間企業で賄うと決まった。4 兆元の内容は 2008 年 11 月に発表した当時過度にインフレ建設に傾斜したものであったが、公共事業に過度に依存した対策に対

し各方面から批判が出されたため、2009 年 3 月の全国人民代表大会では、民生改善・構造調整のウエイトが引き上げられた。調整した後、インフラ建設のシェアが依然として高いとみられる。

表 3-2 4 兆元投資の調整前後の構成

| 投資項目 | 投資金額（億元） | |
|---------------------|------------|-------------|
| | 2009 年 3 月 | 2008 年 11 月 |
| 鉄道・公道・空港・送電網 | 15,000 | 18,000 |
| 四川大震災災害復興 | 10,000 | 10,000 |
| 農村の水・電気・道路・ガス等 | 3,700 | 3,700 |
| 省エネ・汚染物質排出削減・生態環境建設 | 2,100 | 3,500 |
| 自主的なイノベーション・構造調整 | 3,700 | 1,600 |
| 医療・衛生、教育、文化等社会事業 | 1,500 | 400 |
| 低家賃の分譲・賃貸住宅 | 4,000 | 2,800 |

出所：中国国家発展と改革委員会の公式サイト資料により筆者作成

この中のインフラ建設の主な項目をさらに絞ると、主に交通運輸、電力・送電網等、水利・環境・その他公共関連、低所得者向け賃貸住宅という四つの分野に集中していることが分かる。したがって、これらの投資の効果を確認すると、インフラ整備への投資効果が鉄道、道路、発電容量の総量増長から確かめられる。

そして、これらの投資プロジェクトを詳しく確認すると、震災復興に関わるものの以外にほとんどが第 11 次 5 年計画の予定されたインフラ建設プロジェクトが前倒しされて、さらに追加投資を行うものが多いことが分かる。例として、「交通運輸」の分野の中に、鉄道建設に、鉄道部が元々の 2009-2010 年の約 6000 億元の規模に約 9000 億元を追加投資されている。また、「空中運輸」の方は元々の 2 年間の約 2500 億元の計画に対し、約 1500 億元が追加投資された³⁵。道路については、高速道路と農村道路の

³⁵ みずほ総合研究所（2009）には、「交通運輸」、「電力・送電網」、「水利・環境」、「住宅」などの追加投資に関して、詳しく整理されている。

整備が重点的に行われるため、特に追加投資がなかった。そのほかの電力・送電網、水利・環境、低所得者層向け賃貸住宅もほとんど予定された計画に追加投資が行われた。

表 3-3 に示すとおり、インフラ整備の重点としての発電容量、鉄道、道路の総量変化と年間の増加量が時系列の変化を取り上げられている。時間帯から確認すると、2005 年までは第 10 次 5 ヶ年計画のデータとなる。2006 年から 2010 までは第 11 次 5 ヶ年計画となる。2011 年から 2015 年まで（2015 年のデータ無し）は第 12 次 5 ヶ年計画となる。

表 3-3 発電容量・鉄道・道路の総量及び年間の増加量の変化

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 発電設備総容量(億 kW) | 5.2 | 6.2 | 7.2 | 7.9 | 8.7 | 9.7 | 10.6 | 11.5 | 12.6 | 13.7 |
| 増加量 | 0.8 | 1 | 1 | 0.7 | 0.8 | 1 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.1 |
| 鉄道 総延長距離(万km) | 7.54 | 7.71 | 7.8 | 7.97 | 8.55 | 9.12 | 9.32 | 9.76 | 10.31 | 11.18 |
| 増加量 | 0.1 | 0.17 | 0.09 | 0.17 | 0.58 | 0.57 | 0.2 | 0.44 | 0.55 | 0.87 |
| うち高速鉄道(km) | — | — | — | 672 | 2,699 | 5,133 | 6,601 | 9,356 | 11,028 | 16,456 |
| 増加量 | — | — | — | — | 2027 | 2434 | 1468 | 2755 | 1672 | 5428 |
| 道路 総延長距離(万km) | 334.52 | 345.7 | 358.37 | 373.02 | 386.08 | 400.82 | 410.64 | 423.75 | 435.62 | 446.39 |
| 増加量 | 147.45 | 11.18 | 12.67 | 14.65 | 13.06 | 14.74 | 9.82 | 13.11 | 11.87 | 10.77 |
| うち高速道路(万km) | 4.1 | 4.53 | 5.39 | 6.03 | 6.51 | 7.41 | 8.49 | 9.62 | 10.44 | 11.19 |
| 増加量 | 0.67 | 0.43 | 0.86 | 0.64 | 0.48 | 0.9 | 1.08 | 1.13 | 0.82 | 0.75 |

出所：『中国統計年鑑 2015』により筆者作成

インフラ整備の変化の時系列を見てみると、発電設備総容量の方は特に大きな変動がなく、常に年間約 1 億 kW の増加量で伸びていることが分かる。2008 年には 0.7 億 kW しか新しく整備されなかったが、その後再び年間 0.9 億 kW 或は 1 億 kW の速度で伸びている。そして、2013 年、2014 年には 1.1 億 kW の増加量が前より大きくなる傾

向が見られる。

鉄道建設には、2008 年以後の年間新築鉄道が前より著しく伸びている。特に、2009 年、2010 年が急に 2008 年前の 4~5 倍になった。その後、2011 年に増加停滞になったが、2012 年から再び大きく伸びて、2014 年には 0.87 万 km の新築鉄道を遂げていた。また、高速鉄道建設は 2009 年から急激な展開がみられ、2009 年の総距離が 2008 年の 4 倍になり、2699 km に至った。その後、大きな建設規模が維持されているが、2014 年にはさらに大きく拡大し、2013 年の新築量の 3 倍の 5428 km が新たに建設された。2013 年まで、高速鉄道の運送量は鉄道運送量へのシェアが 2008 年の 0.5% から 25.1% まで大きく伸びていた。

道路建設には、総延長距離の変化を確認すると、2005 年以後には年間 10 万キロ以上の増加量で伸びて、2008 年、2009 年、2010 年には例年より少々多くなったが、その後、増加速度が再び落ちていた。なぜならば、これは道路の総延長距離がすでに高いレベルに至り、大幅な積み増やしが難しくなっていることからだ。しかし、そのうち的高速道路の整備は、2008 年以後の年間増加量が前より著しく拡大していた。

2-2 インフラ整備の資金調達と構成

発電設備・送電網、鉄道、道路のインフラ整備は、元々政府に制定された計画を基に新たに経済刺激策による追加投資を付け加えられた。こうした整備規模総量の拡大が前節で確認できた。本節では、こうしたインフラ建設の投資金額、資金調達などのことを確認してみる。

(1) 電力事業

「中国電力工業統計」により、中国における電力需要は常に電力供給を逼迫する傾向としている。つまり、2000 年以後、毎年約 1 億 kW の新規電量を増やしているが、ただ電力需要量の増加と均衡しやや満足しているようである。つまり中国では、慢性的に、電力需給が逼迫した状態が続いている。電力事業への投資が 2008 年以後著しく伸びて、毎年の投資額が 7500 億元左右に維持されている。

この電力事業への投資が電源工程投資と送電網工程投資という二つに分けられる。

図 3-3 に示すとおり、2008 年以後、送電網工程への投資額が電源工程よりやや多くな

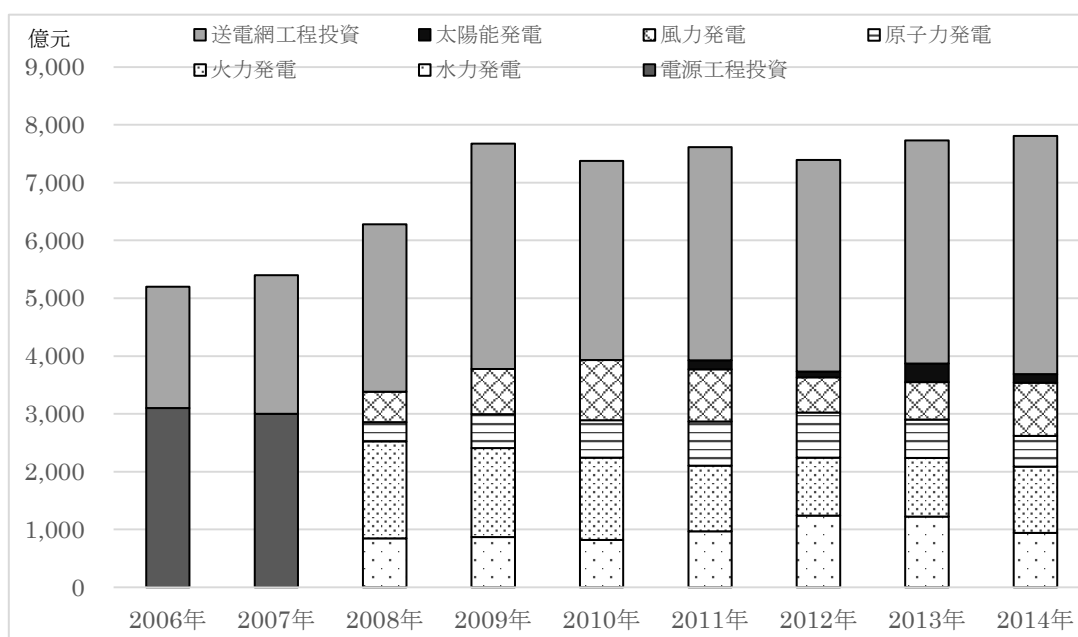
る傾向が見られる。これらは電力需要都市と発電基地との間の需給不均衡を解決するため、2000年代から行った「西電東送」プロジェクトに繋がっている。2010年には西部から東部への送電能力は2005年の倍に当たる約7万kWを超えたようになった。また、第12次5ヵ年計画に指摘された通り、電力需給のアンバランスが送電網の未整備にも起因している。したがって、送電網整備は重点プロジェクトとして推進されている。

電源工程への投資が2008年以後にも前より大きくなったとみられる(図3-3)。さらにその電源別の変化を確認すると、2008年以後、環境に配慮した発電方式が重要視され、投資額の増加が顕著になっている。2010年、原子力発電と風力発電への投資額がともに2008年の倍になり、その後この投資規模が維持されている。水力発電への投資は大きな拡大がなかったが、前年より増えていることが見られる。2011年から太陽光発電への投資が拡大し、統計に入られるようになった。その一方、発電効率が悪く、環境汚染も招き易い火力発電への投資が減り続けている。2011年の投資額が2008年の約2/3になり、2014年まではその投資額が減り続けるとみられる。

こうした大規模な投資が続いている中、中国の経済成長率が落ちて、いわゆる成長減速の局面を迎えている。こうした経済減速に伴って電力需要が減り、発電設備の利用率が下がっている。中国社会研究科学院が発表した『世界能源発展報告2016』によれば、最近の3年間に発電設備容量が大幅な増長を遂げたが、発電設備の平均使用時間数が年ごとに低下し、電量投資の過熱がもたらす電力過剰問題が顕著になりつつあると指摘された。同報告も、2012年前、電力使用量の増速が経済成長率を超え、電力消費弾性係数も1以上であったが³⁶、2012年以後、電力使用量増速が経済成長率を下回り、電力消費係数も1以下になったと指摘された(図3-4)。内需主導型経済に転じている中国経済が成長低下になり、構造改革の展開を考えたら、電力使用量がさらに縮小する恐れがあるので、短期には中国の電力過剰が解決しにくい状態である。

³⁶ 2008年と2009年には、金融危機の影響を受けて、電気事業への投資拡大と企業の用电量縮小が同時に発生したので、電力消費弾性係数が1以下になった。

図 3-3 電力事業への投資総額及びその構成



注：電源工程は太陽光発電、風力発電、原子力発電、火力発電、水力発電の工程の総称である。2006年、2007年には電源別の内訳データなし。

出所：「中国電力工業統計」の各年版により筆者作成

図 3-4 電力消費弾性係数



出所：『中国電力統計』の各年版により筆者作成

しかし、その一方で、2011年に米国を抜き、世界最大の発電量を持つ国となったが、一人当たりの電気使用量が統計ある世界139ヵ国の中で61位にあり、世界の平均使用量の1.17倍である。そして、一人当たりの電気使用量がカナダの22.3%、アメリカの26.8%、韓国の33.6%、日本の45%しか過ぎない³⁷ので、これからの量的かつ質的な電気使用が進むにつれ、電力過剰が問題にならないと考えられる。

これらの電力事業への投資がどう調達してきたかを考察する前に、簡単に電力事業に関わる主体構造を明らかにする。1980年に当時の電力工業部『電力工業10年計画報告要綱』で、最初に政府と民間・外資が共同で投資する電力開発方式を提案した。その後1984年には『電力建設資金調達暫定規定』を公布し、電力開発への投資規制緩和改革を行った。その後、1987年の政府と企業の分離の改革と1996年の唯一の国家電力会社の統合編成を経て、2002年に、中央政府はさらに国家電力会社を、送電事業を営む国家电网公司与南方电网有限公司の2社と、発電事業を営む5大発電会社に分離した。これは現在の中国電力事業の構造である³⁸。

したがって、これらの7社はすべて中央に直属する国有企業であり、各社が何社の上場子会社（上海・香港）を持つことが確認できた。電力事業への投資はこれらの国有企業が主体であるが、民間投資も積極的に利用している。国有及び国有持ち株企業が行う投資額は常に大きなシェア占めている。そのシェアが2005年の61.7%から2010年の70%までに上昇している一方³⁹、民間投資額が縮小している。また、資金調達について、2008年の電力産業投資が、5.71%の政府融資、74.54%の銀行借入、19.75%の他の融資からなっている⁴⁰。

(2) 鉄道事業

中国鉄道局の統計により、第11次5ヵ年計画の鉄道事業関連投資額⁴¹が累計約2.4兆元となり、第10次5ヵ年計画期間中の約5倍の規模に達したことが分かる。こうし

³⁷ 『中国能源報』2015年3月2日の「透過人均GDP把握人均用电规律」を参考。

³⁸ ここでは詳しく展開しない。詳細について、張（2015）「中国の電力体制改革と戦略」を参考。

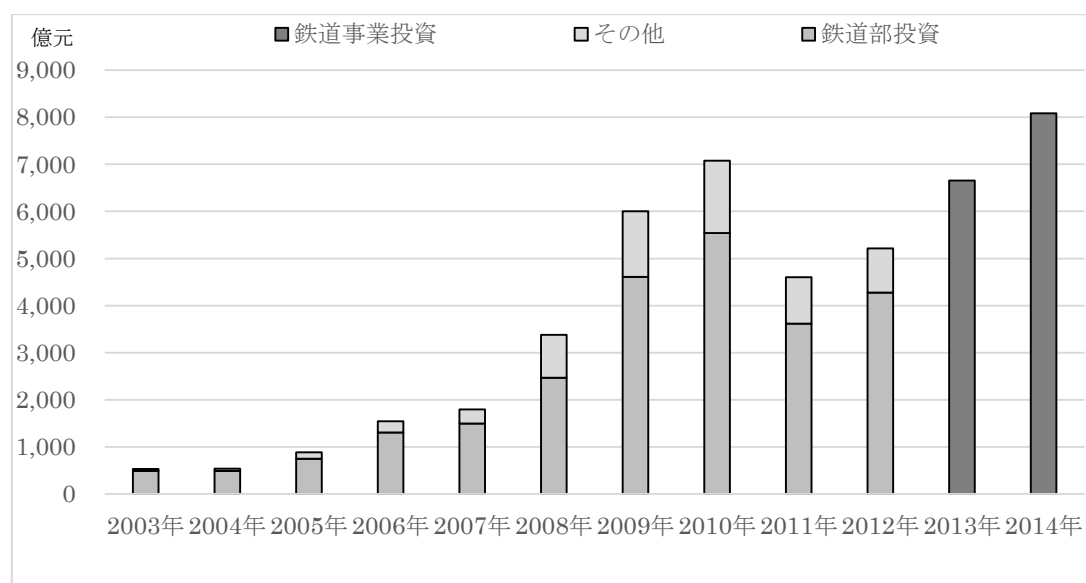
³⁹ 王（2011）「対近幾年電力投資増長の思考」、p.20を参考。

⁴⁰ 洪（2010）「中国電力産業融資機制研究」、p.81を参考。

⁴¹ 鉄道部の統計資料により、鉄道事業関連投資が基本建設投資額、改装改造投資、車両購入投資という三つの内容を含む。その中に、基本建設投資額が常に関連投資額の約90%を占める。

た大きな変化を図 3-5 の基本建設投資完成額から確認できる。2005 年、2006、2007 年はともに前年より拡大していることが確認できるが、2008 年から 2010 年の激増と比べると、わずかな増加しか言えない。2008 年の投資金額が 2007 年の倍になり、3376 億元に至った。その後、2009 年も 2008 年の倍になり、6000 億元に至った。2010 年も前年より 1000 億元増の投資を遂げた。

図 3-5 鉄道事業（基本建設）への投資完成額及びその構成



注：鉄道事業（基本建設）投資は投資主体により鉄道部投資とその他（地方政府・民間資本・外資など）の総額を含む。2013 年以後の内訳データが確認できない。

出所：国家鉄路局の統計資料により筆者作成

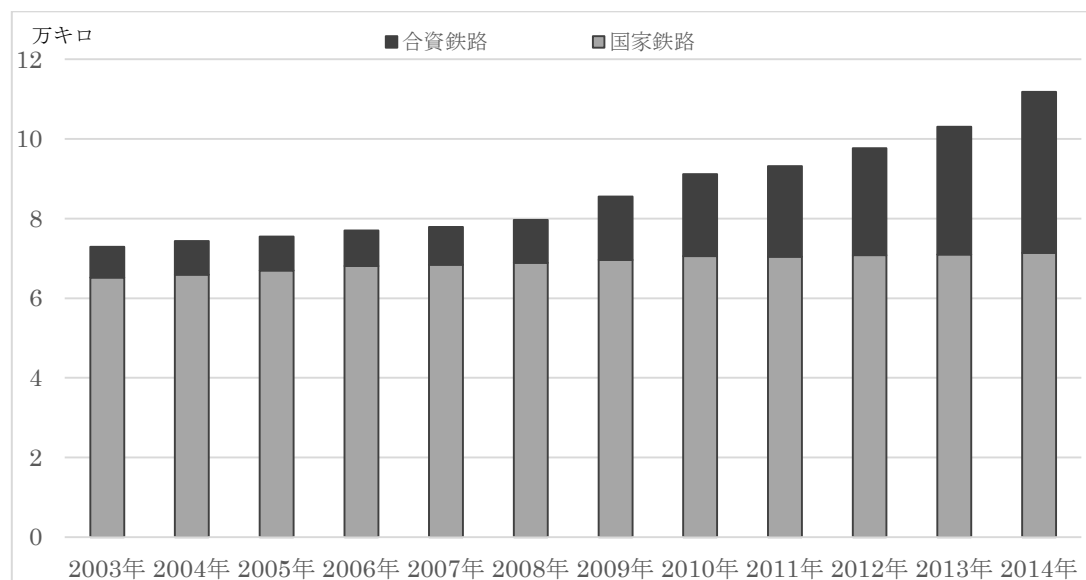
2011 年の投資額が刺激政策の完了に伴い一旦縮小したが、2012 年から再び投資が大きく伸びて、2014 年の投資額がすでにピーク時の 2010 年を超え 8000 億元に至った。その背景としては、2004 に政府から発表された中長期鉄道網計画の重点である「4 縦 4 横」プロジェクトの継続と高速鉄道の急速的な展開である。

これらの鉄道建設への大規模な投資が主に、中国鉄道部（改革後は中鉄総公司）の資金により建設が進められてきている。しかし、その資金のみで必要な建設費を賄うことが困難なので、近年に地方政府と民間企業などの外部資金を導入するようになった。

ている。図 3-5 に示されるように、2008 年から地方政府・民間資本、外資からなるその他の投資が著しく拡大していたことが確認できる。特に 2013 年から、鉄道事業の民間資本の参入を緩和する政策が相次いで打ち出されるに伴い、中鉄総会社と地方政府と民間資本が合弁会社を設立し、「合資鉄路」と呼ばれる鉄路建設を進める事例が増えている⁴²。これらの「合資鉄路」の運営は現在の中鉄総会社に委託しているが、投資主体が収益分配のみを享受することができる。

図 3-6 に示すとおり、2003 年から 2014 年までの鉄道の営業路線が毎年伸びているが、2008 年までの延長が穏やかに一定のペースで伸びているとみられ、2008 年を境とし 2009 年以後の伸びが著しく大きくなり、総路線延長距離が大きく伸びていることが確認できる。

図 3-6 営業路線総延長と構成の推移



出所：「中国交通年鑑 2015 年版」により筆者作成

さらに、その内実を確認すると、国家鉄路の伸びがずっと穏やかに動いているが、合資鉄路が大きく伸びて、特に 2008 年以後に伸び動きが最も顕著になっているとみら

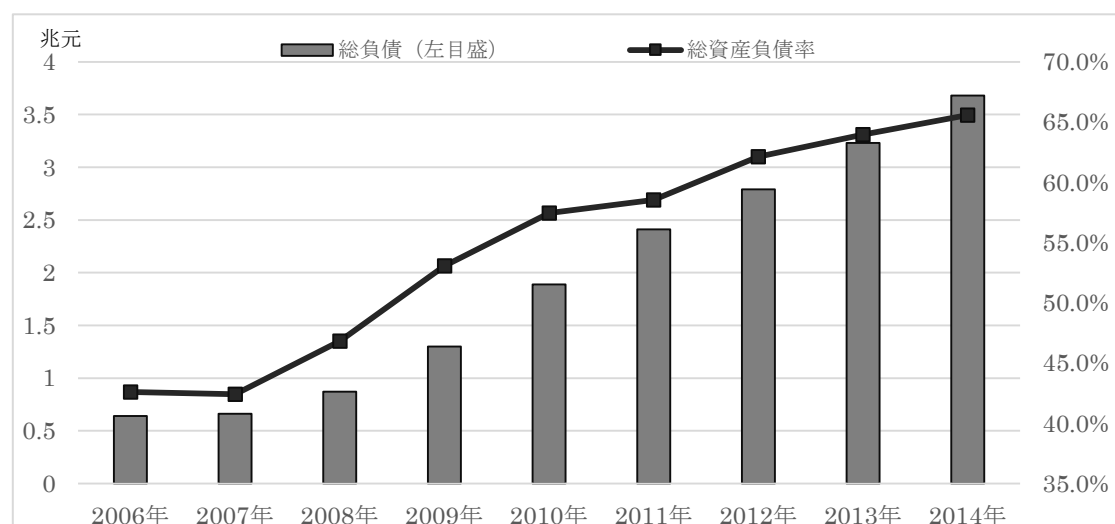
⁴² 2013 年 8 月に国務院が鉄路建設の資金調達手段の多様化を図る「關於改革鉄路投融资体制加快推進鉄路建設的意見」を公布し、鉄路建設基金の設立と民間資本の参入などの手段を推進するようにしている。また、2014 年 8 月に「關於支持鉄路建設实施土地総合開發的意見」、2015 年 7 月に「關於進一步鼓励和扩大社会資本投資建設鉄路の実施意見」が相次いで公表され、積極的に民間資本の参入を呼び掛けている。

れる。より詳しく確認すると、国家鉄路のほうは 2008 年以後に伸びが停止した模様であることが分かる。つまり、2008 年以後、主に民間資本参入した合資会社が新しい鉄道建設の主体になったといえる。

地方政府と民間企業の資金が鉄道建設に占めるシェアが大きくなっているが、鉄道建設の主役は依然として中鉄総公司（国家鉄路）である（図 3-6）。鉄道建設の資金調達を考察すると、その建設主体の変化を注意しなければならない。2013 年の鉄道部改革が行われたまで、中国の鉄道事業の建設と運営管理と監督の権限はすべて元の中国鉄道部に属していた。これは前述した電力事業の形態と同じ、中国の政府・企業一体の体制である。こういう体制は計画経済に由来し、電力、鉄路、石油、通信、銀行などほとんどの分野に存在していた。2013 年に、元鉄道部を、監督機能を担う国家鉄路局と運営管理を担う中国鉄路総公司に分離し、それぞれ独自に業務を展開するようになった。しかしながら実質的には前身が国務院の部門であったという点から、政治的な影響力と発言力は依然として保持されていると考えられる。

図 3-7 が中国鉄道部の債務残高と資産負債率を示している。債務残高と前述した投資額の変化傾向が同じく、2008 年以後急激に膨張し、2009 年の負債残高がすでに 2007 年の倍以上になった。その後、2011 年の負債残高が 2009 年の倍になり、2012 年がさらに増加した。

図 3-7 中国鉄路総公司（旧鉄道部）の債務残高と資産負債率の推移



出所：王・潜（2014）、「中国鐵路總公司年度報告」2013 年版・2015 年版により筆者作成

2013 年以後、中鉄総会社が元鉄道部の債務を受け取り、高速鉄道をはじめとする路線の建設を積極的に推進するようになった。その結果、中鉄総会社の債務が膨張し、資産負債率が大きく上昇している一方、外部資金利用の緊迫性がさらに高まった。

これらの資金の調達方式に関して、栄・武（2012）が、2005 年以後の鉄道建設の資金調達の約 80%が鉄道部より調達し、残りの 20%が地方（地方プラットフォーム経由の銀行借入と債券発行）より調達してきた点を指摘している。2004 年の 532 億元から 2010 年 7009 億元に大幅に増加した鉄道基本建設の投資資金はほぼ鉄道部が銀行借入、債券発行、短期融資金融商品により調達してきたものである。また、その債務の構成を確認すると、2010 年の債務の 69.28%が長期債務だと確認されたが、実は短期負債と買掛金が主である（栄・武、2012、28 頁）。2009 年と 2010 年の金融緩和の背景で鉄道部門が短期融資の借り換えで融資コストを抑えようとしていたが、2010 年末からの引締めがその可能性をなくし、鉄道部が大きな負債圧力を受けていた。したがって、2011 年、2012 年の投資額が激減になっていた。

こうした背景で民間資金に対する需要性が高まり、2013 年から相次いで民間資本参入の促進策が打ち出された。しかし、民間資本の収益要求を満足することができない問題がある。例えば、陝西省の第十三個五年計画（2016 年~2020 年）の中に、鉄路建設の資金需要が 900 億元であり、その中に省レベル融資プラットフォームが 585 億元の資金調達を担うようになっている。また、鉄路建設基金という手段もあるが、融資プラットフォームと同じように、鉄路建設の元利回収の長期間、低い収益率などのデメリットがあるため、民間資本の参入意欲がとても低い⁴³。

（3）道路建設

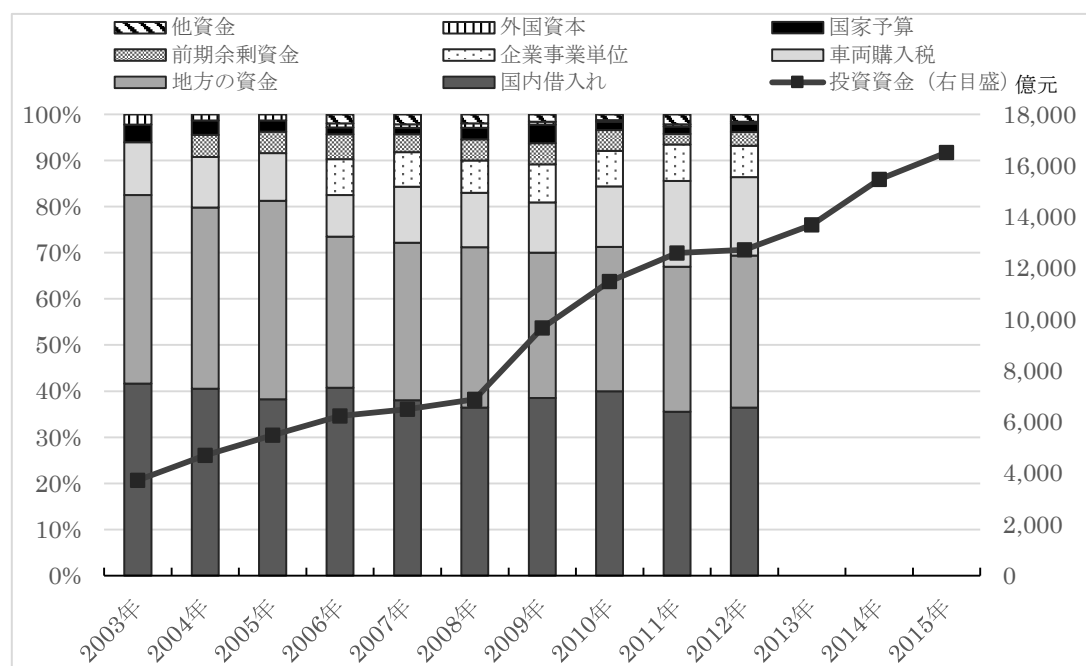
交通運輸部の統計により、第 11 次 5 ヶ年計画期間中に道路建設投資額が第 10 次 5 ヶ年計画期間中の約 2 倍の 4 兆元になったことが分かる。そして、建設距離が大きく

⁴³ 「国際商報」2015 年 9 月 17 日付の「合資鉄路可持續發展路在何方？」によれば、民間資本の参入意欲が低い原因は資本収益率が満足できない以外に、鉄路総公司側の一貫の国有企業の強勢で民間資本が合資会社の管理と運営に対して発言権を得られないことである。

伸びた高速道路への投資額がもっと大きく増えて、第10次5ヵ年計画期間中の2.5倍の2.2兆円まで拡大したことが分かる。2011年からの第12次5ヵ年計画のデータはないが、前節で明確にした高速道路の急激展開で、第12次5ヵ年計画の投資額が第11次よりもっと多いと推測できる。この点は道路投資総額の変化からも確認できる。

図3-8に示されるのは実際調達資金の構成と年間の投資総額の推移である。実際調達資金は年間の投資総額の中で、実際に調達できた金額と指す。交通運輸部の統計により、年間投資総額の実際調達率が90%前後にあることが分かる。つまり、投資総額の90%ほどの資金が実際に調達され、道路建設に投入されたということである。したがって、実際調達金額の変化が投資総額の変化と連動している。

図3—8 道路建設への実際調達した資金の手段構成及び年間の投資総額



注：2005年まで統計には、国内借入、車両購入税、国家予算、外国資本、地方の資金、前期余剰資金シカの内訳がない。2006年から企業事業単位と他資金を付け加えられた。また、内訳の統計データは2012までのみである。

出所：「交通運輸行業発展統計公報」の各年版により筆者作成

この投資総額の変化は概ねに3つの段階に分けられる。具体的に、2003年から2008

年までの穏やかな投資拡大の段階、2009 年から 2012 年までの急激な拡大と安定の段階、2013 年から 2015 年までのより一層の投資加速の段階という 3 つの段階である。第一段階には、第 10 次 5 ヶ年計画と第 11 次 5 ヶ年計画の予定通り、穏やかに道路建設を進めている。2008 年の金融危機の対策としての 4 兆元を出した後、道路建設は鉄道と同様に経済回復の役割に期待され、大量の資金が投入された。刺激政策の完了に伴い、2011 年と 2012 年の投資が安定になったが、政府が低速成長に転じた経済成長を維持するため、再びインフラ建設に期待をかけて、2013 年から道路建設への投資金額がさらに大きくなり始めた。

道路建設に投入された資金の調達手段を確認すると、国内銀行借入と地方の資金が合計 70%以上に占めることが分かる（図 3-8）。2006 年からシェア少しずつ減っているが、常に 70%以上でありつつある。その一方、車両購入税が国税に属しているが、中央財政から地方への税金還流で道路建設を支持して、そのシェアが 2006 以後大きくなっている。さらに、企業事業単位の資金というのは道路建設に関わる企業の出資である。また、国家予算も 2%から 4%ほどのシェアを占めている。そのほかに、外国資本と他資金はわずかな量である。

これらの調達方式は何を意味するかというと、吉林高速集団の例で明らかにしてみよう⁴⁴。吉林省には、2013 年まで第 12 次 5 ヶ年計画の高速道路建設投資額が 586 億元の予定投資額が残っている。2013 年の吉林高速集団の自己資金（現金、売掛金、一年以内の他回収資金）は 42.58 億元である。高速道路建設の基準要求は自己資金が総額の 35%、すなわち 204.6 億元の最低金額に満たさなければならない。同社は五つの手段で資金を調達しようとした。①国家の財政資金支持。これは主に車両購入税などの国税の返還と道路建設への補助金を最大化とすることである。②省政府の支持。これらは省財政の資金支持、地方政府債券の資金が会社への注入、高速道路周辺の土地・鉱産開発権益の取得、会社の土地の属性変更・販売の許可、省財政と省交通運輸が管理する交通発展資金を会社に譲渡させ会社の都合で使用、などの内容がある。③地方政府の支持。会社のわかりに高速道路の土地徴収の費用がすべて地方政府の支払い。④

⁴⁴ 李蒙川（2015）の p.9-15 を参考。

国家政策性銀行の借入の獲得。⑤債券発行。

この五つの手段の中に、李（2015）の計算で②と③が要求された自己資金の70%以上を満たすことができる。これらは、地方経済の発展につながるインフラなので、地方政府が全力支持のインセンティブを持つようになった。ここから、地方政府の土地譲渡金に依存しすぎる土地財政問題、土地価格の高騰による不動産価格高騰問題、インフラ建設に資金を調達する融資プラットフォームなどの存在理由が明らかになる。李（2015）は、近年、吉林省の高速道路建設には、政府の投資が80%以上を占めており、市場化主体（民間資本・外資）が20%に至らないと指摘される。そして、政府により吉林高速道路会社への注入資金は大部分が地方融資プラットフォームを経由する銀行貸出であるとも指摘される。

吉林高速道路会社の事例を通じて、道路建設への投資主体と資金調達手段が明らかにし、図3—8に示される道路建設の資金構成と一致しているとも言える。

第3節 高騰し続ける不動産業の資金需要

3-1 不動産業の実態

前節で述べたように、2010年前に年間の不動産業投資が固定資産投資に占めるシェアが常に22%前後にあるが、2010年に26%以上に上がってから、2014年まで26%程度に留まっていた。2011年から不動産業への規制が厳しくなることを留意すると、不動産業に関わる各主体が不動産価格高騰に潜むリスクを重要視していないと言える。

中央政府が不動産価格の急騰を抑えるため、常に様々な調整策を打ち出しているが、不動産価格の高騰を抑えられない。2010年4月に国務院が「国務院が一部の都市における不動産価格の急騰を断固に抑制するに関する通知」（「国務院关于堅絶抑制部分城市房價過快上漲的通知」）を打ち出した。効果が見られないことに対し、2011年1月、中央政府は今までの政策と措置よりもっと細かい行政的、経済的措置である「国務院关于進一步作好房地產市場調控工作有關問題的通知」（略称：新国八条）を公布した。また、住宅資産税の導入に向けた試行措置が相次いで実施された。当該通知により、「限購（住宅購入件数規制）」・「限価（住宅価格規制）」・「限貸（住宅ローン規制）」な

どの政策を本格化したうえで、各地方政府に個別の監督指標の発表をも指示した。一方、低収入階層向けの保障性住宅⁴⁵は、2008年に国務院が公表した「国務院が不動産市場の健康発展を促進するに関する若干の意見」により大規模な建設を提唱されてから、穏やかな発展を経て2010年まで住宅市場における保障性住宅のシェアが7%余りに至った。また、不動産価格の抑制の一環として、未来5年に予定建設される住宅量が過去10年の2倍であるとも明確にした。これらの住宅需要の抑制と供給の増加を並行し、価格を抑制する政策は不動産業へ大きなインパクトを与えた。

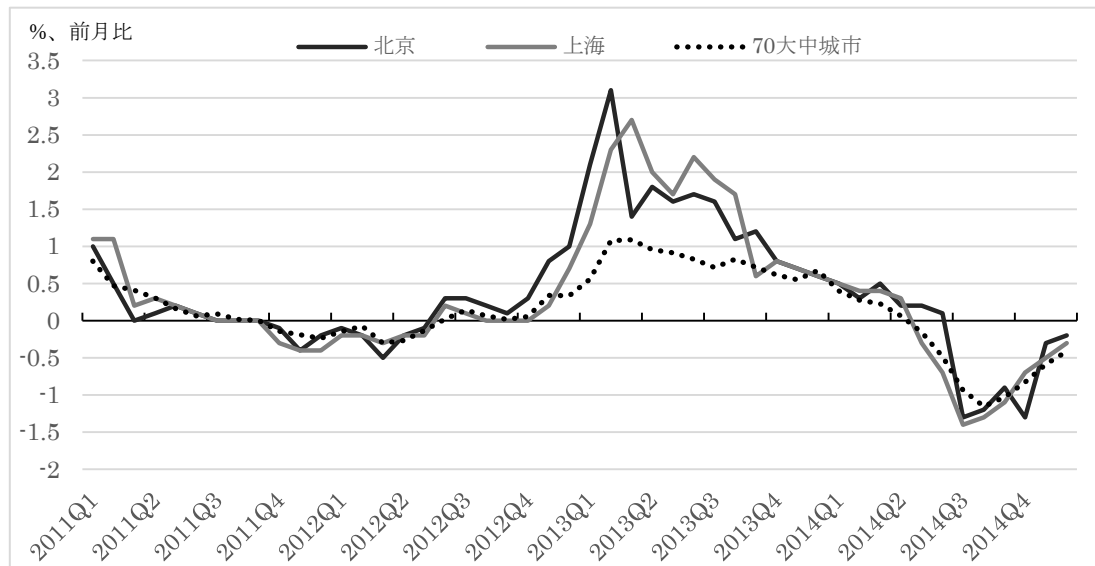
“新国八条”の実施により、2011年には、40以上の大都市が不動産購買規制（限購令）を公布することようになり、不動産価格の急騰が抑制された。図3-9を確認すると、70大中都市の価格は政策公布の1月から2012年の半ばまで基本的に上昇停滞であり、価格が下がった時期もあったことが分かる。しかし、2012年半ばからの利下げなどの金融緩和政策が実施されるとともに、資金不足に陥った地方政府が不動産業への規制を緩和し、2013年から土地供給を増大しようとしていた。その結果、不動産価格の上昇を促し、特に北京・上海の上昇幅が大きかった。2013年の半ばには価格伸び率がピークに至っていた。その後、2014年半ばまで伸び悩みに落ちて、実際の不動産価格が上昇していた。これに対して、2013年秋に持続的な高騰を抑制する措置である住宅購入条件の厳格化や住宅ローンの頭金率引き上げにより需要を抑制しようとしていた。また、持続的な土地供給の増加に伴い、2014年後期から不動産価格が下降になり、図3-9に示す通り、年末まで下がり続けていた。

一方、2013年8月の温州の購買制限を緩和しようとした動きが市場に大きなインパクトを与え、多くの都市が各種手段で実際の緩和を実施するようになった。2014年8月まで不動産購買制限を公布した46個の都市の中で、すでに37個都市が制限を解除した⁴⁶。これらを受けて価格の下がり幅が縮小するようになった。

⁴⁵ 保障性住宅とは、政府による建設資金を提供し、所定の基準で建設され、条件に満たす住宅困難家庭と低収入者向けに所定の価格で賃貸或いは売却する住宅である。主に「経済適用性住宅」、「格安賃貸住宅」などがある。

⁴⁶ 新華網「三省会同日宣布全面取消限購 九城仍堅挺」2014年8月29日

図 3-9 70 個大中城市新築商品住宅価格の推移



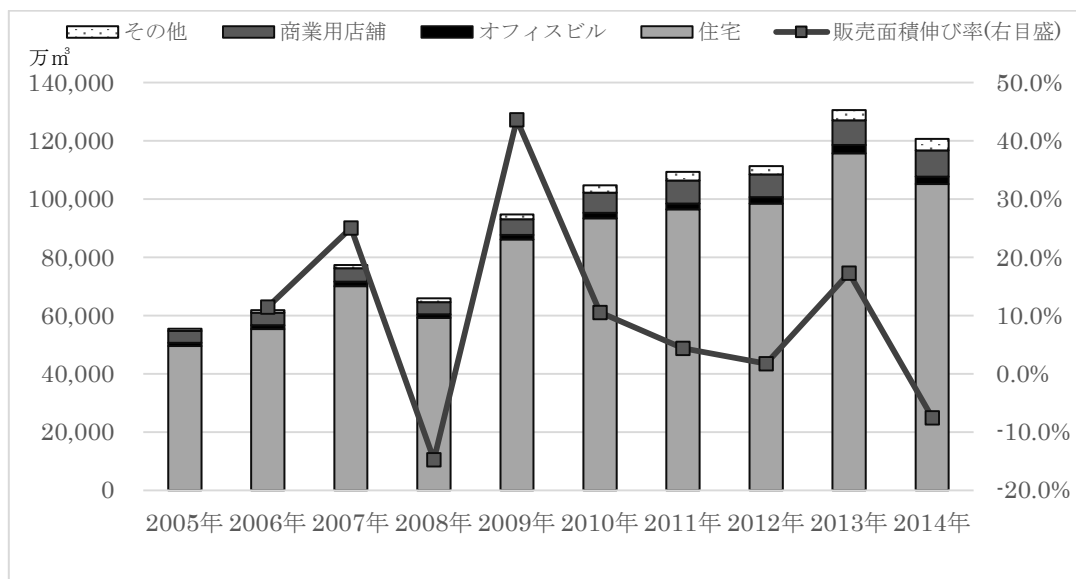
注：70 大中都市は各都市の単純平均

出所：「70 個大中城市住宅価格変動情況」の月別統計により筆者作成

図 3-10 に示すように、不動産業の販売総面積には住宅が常に約 90%の大きなシェアを占めており、オフィスビルと商業用店舗および他が 10%ぐらいを占めている。この中に商業店舗が 7%前後に占めているのは普通である。全体から見ると、金融危機の 2008 年を除いたら、2005 年から年 2014 年までの販売面積が前年より大きくなる傾向がみられる。しかし、その伸び率は、2009 年から 2012 年まで縮小し続けていたが、価格高騰に伴って 2013 年の伸び率が大きかった。2014 年が、購買制限の強化で販売規模が縮小した。

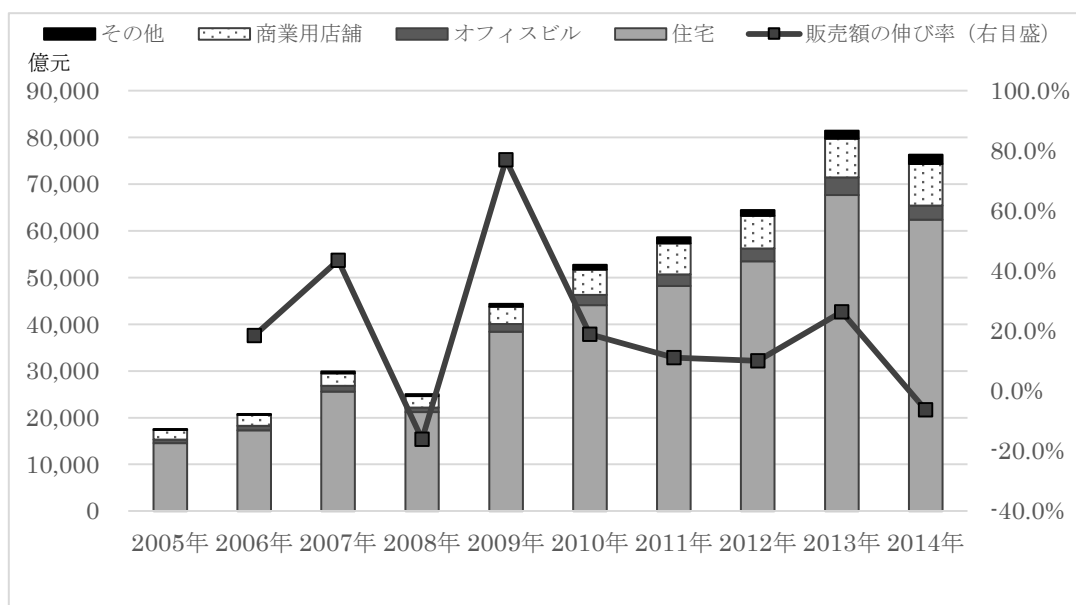
図 3-11 に示す通り、不動産販売額を確認すると、販売金額が販売面積と連動するので、ほぼ同じく動きをしている。しかし、その伸び率を確認すると、販売金額の伸び率が面積の伸び率より著しく大きいことが分かる。その結果、2013 年の販売面積が 2008 年約 2 倍になったが、2013 年の販売額が 2008 年の 3 倍以上に至った。これらも中国の不動産価格がいくら抑制しようとしても上昇を抑えないことといえる。

図 3-10 不動産業の販売面積の構成とその伸び率の推移



出所：「中国統計年鑑」の各年版により筆者作成

図 3-11 不動産業販売額の構成とその伸び率の推移

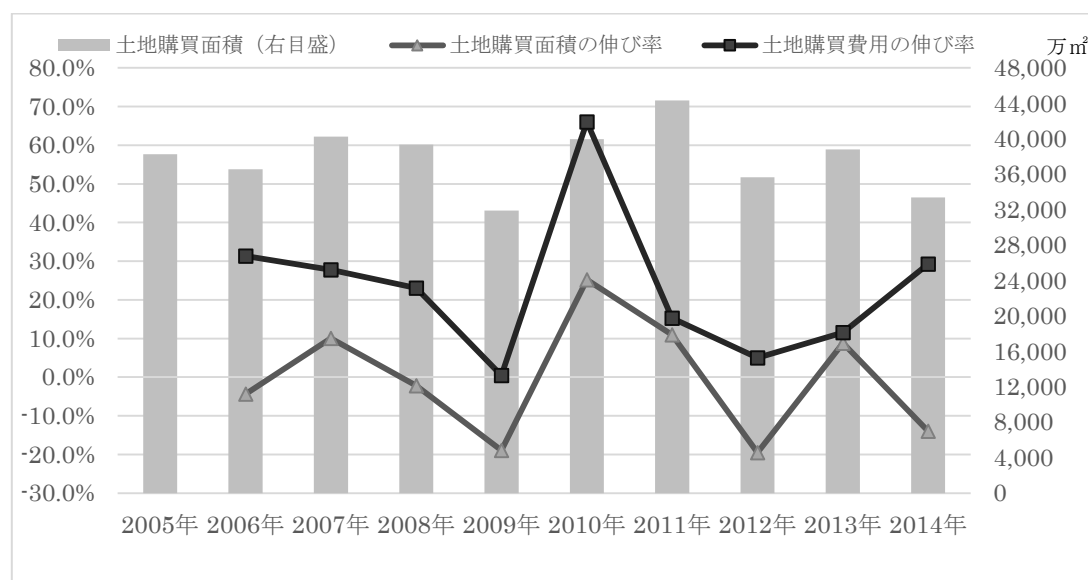


出所：「中国統計年鑑」の各年版により筆者作成

図 3-12 に示す通り、土地供給は常に 3 兆 m² から 4 兆 m² の間にとどまっている。その中に 2007 年と 2011 年だけが 4 兆 m² を超え、特に 2011 年には 4.43 億 m² に至った。そ

の後、不動産価格の抑制のために、地方政府の土地譲渡が慎重になっていた。

図 3-12 土地購買面積の伸び率と購買費用の伸び率の推移



出所：「中国統計年鑑」の各年版により筆者作成

土地購買金額と面積の伸び率を確認すると、土地供給が政策調整の影響を受け変動しているので、面積の伸び率がマイナスとプラスになる時期がある。しかし、土地販売費用の伸び率が常にプラスで伸びて、そして金額の伸び率が常に面積の伸び率を上回っている。つまり、土地の価格が土地供給の変化と関係なく上昇していることである。これらも不動産価格が下がらない一因であるといえる。

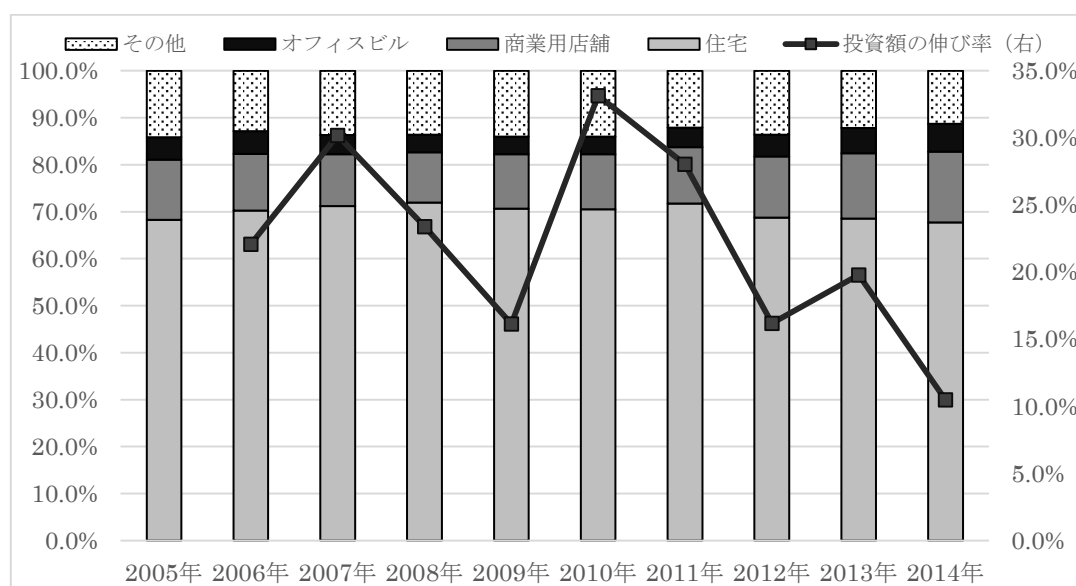
3-2 不動産業の資金調達と構成

前節で明らかにしたとおり、不動産市場規模が拡大していることが分かった。その不動産業への投資及び資金調達がどうなっているかを明らかにする必要があるだろう。

図 3-13 に示す通り、不動産業への投資の伸び率がずっとプラスで伸びているが、2008 年、2009 年には伸び悩みになり、伸び率が一旦縮小になった。その後、2010 年には大きく伸びて、33.2%に至ったが、その傾向が維持できず再び縮小し続けている。2013 年には一旦投資が回復したが、2014 年にはまた下降し続けている。つまり、2010 年以後、不動産業への投資規模が拡大し続けているが、その伸び率が鈍化している。

投資構成の変化を確認すると、住宅への投資が 70%前後のシェアを占めているが、そのシェアが 2011 年以後縮小し続けていることが分かる。その一方、2011 年以後、オフィスビルと商業店舗をはじめとする商業用不動産のシェアが大きくなる傾向が顕著になっている。

図 3-13 不動産業の投資構成と投資の伸び率の推移



出所：「中国統計年鑑」の各年版により筆者作成

図 3-14 に示す通り、不動産企業が調達してきた資金の手段別構成には、その他の手段のシェアが一番大きくて、40%から 50%の間に留まっている。詳しく見ると、2010 年以前には、そのシェアがほぼ 40%後半にあるが、2010 年以後に 40%前半まで下がってきた。国内銀行借入も同じく傾向をしているとみられる。その一方、企業自己調達資金シェアが 2010 年以後大きくなり、2011 年の金額がすでに 2009 年の倍になった。

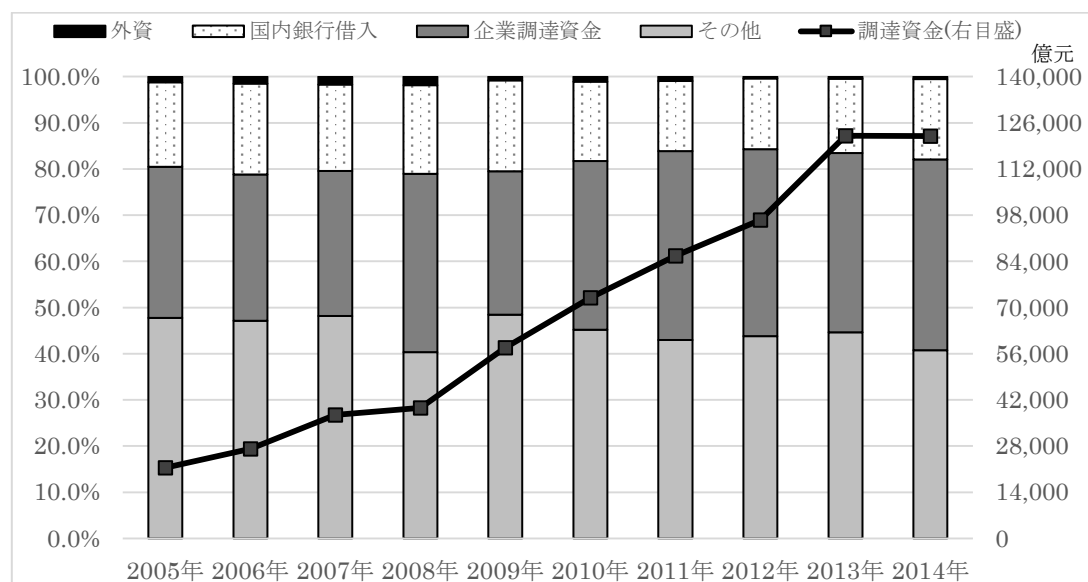
その他の資金調達手段は具体的に何を指すか。2011 年のその他の資金額が 3 兆 5775 億元の中で、契約金・前受金は 2 兆 1610 億元があり、個人向けローン融資額は 8360 億元がある⁴⁷。この 2 種類の資金がすでにその他の約 85%を占めている⁴⁸。ま

⁴⁷ 張・陳 (2012) の p.24 を参考。

⁴⁸ 中国の住宅マーケットには建設完了の新築住宅が少なく、デベロッパーが建設前に宣伝を行い、購買意向ある

た、企業自己調達資金には企業の自己資金が 2011 年まで半分以上を占めているが、その後の 2012 年、2013 年が半分以下になった（表 3-4）。残り半分ぐらいの調達手段はよく指摘された委託貸付、理財商品、信託商品、銀行同業業務経経由の借入などがある。ここまで論じた内容を合わせて考えると、不動産業への投資はただ 20%未満が企業の自己資金であり、他のすべてが銀行貸出と委託貸付、信託・理財商品などからの資金であることが分かる。

図 3-14 不動産の資金調達金額と調達手段構成の推移



出所：「中国統計年鑑」の各年版により筆者作成

表 3-4 企業自己調達とその他の資金源構成

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 企業自己調達 | 32.7% | 31.7% | 31.4% | 38.6% | 31.1% | 36.8% | 41.0% | 40.5% | 38.8% |
| うち自己資金 | 18.5% | 18.5% | 18.7% | 21.9% | 17.1% | 19.6% | 21.2% | 18.5% | 16.8% |
| その他資金 | 47.8% | 47.1% | 48.2% | 40.3% | 48.5% | 44.8% | 43.0% | 43.8% | 44.6% |
| うち頭金 | 36.2% | 30.0% | 28.4% | 23.4% | 28.1% | 26.2% | 26.0% | 27.5% | 28.2% |
| うち個人住宅ローン | — | — | — | 9.8% | 14.8% | 12.7% | 10.0% | 10.9% | 11.5% |

出所：王（2014、元出所は CEIC データ）

購買者と購買契約及び住宅ローンの手続きを完了させるのは普通である。一般的に購買者が契約を結んだ 1 カ月後ローンの返済が始まり、建設完了まで何年間を待たなければならない。

第4節 過剰投資によって続く主要産業の過剰生産能力

前述したように、金融危機以後、製造業への投資が全体の傾向から見ると明らかに大きくなっている。こうした投資拡大の背景で、製品の生産規模と生産能力が大きくなったが、生産能力過剰という問題も顕著になっている。また、不景気の下で過剰な生産能力がさらに企業経営に圧力をかけている。

4-1 製造業の生産規模の拡大に伴う過剰生産能力

製造業の主要工業製品の生産量と生産能力がともに、金融危機以後大きくなっている。表 3-5 に示す製品生産量を確認すると、プラスチック一次製品、セメント、板ガラス、粗鋼、鋼材、電解アルミニウム、自動車、家庭用冷蔵庫、室内エアコン、携帯電話、微型計算機、カラーテレビの産業が大幅に拡大したことが分かる。特に生活用品である自動車、冷蔵庫、エアコン、携帯、PC、テレビが殆ど2倍以上の生産量が拡大し、その中で自動車、携帯、微型計算機が3倍以上に至り、より一層生産量の激増を遂げた。その一方、プラスチック一次製品とセメント、鋼材、電解アルミニウムが倍近くの拡大を遂げ、粗鋼も約70%の拡大に至った。こうした激増の原因として、経済成長と生活需要に繋がるが、金融危機以後、政府に打ち出された4兆元投資政策、家電製品消費の促進政策及び「十大産業振興政策」などの政策にも繋がっている。

生産量が大きくなった一方、生産能力がより一層拡大し続けていることが表 3-5 から読み取れる。しかし、多くの業種の稼働率が2010年以後から低下し続け、低いレベルにありつつある。つまり、生産量と生産能力の乖離が大きくなり、過剰生産能力問題が顕著になっている。

業種別の稼働率を詳しく確認すると、稼働率が殆ど低いレベルにあることが分かる。中国工業和信息化部は稼働率80%以上を適正水準としていることから見ると、苛性ソーダ、プラスチック一次製品、化学繊維以外のすべてが生産能力過剰だといえる。この中に、組み立てラインを生産工程の特徴とする鋼鉄、電解アルミニウム、板ガラスなどの規模効果を求める業種が稼働率への要求がもっと高い。例えば板ガラスの場合、90%以上が正常の生産状態であり、80%~90%が一般性過剰であり、80%以下が嚴重

過剰である⁴⁹。したがって、製造業にはセメント、板ガラス、粗鋼、電解アルミ、金属切削機械などの過剰生産能力問題が深刻だと指摘できる。

表 3-5 製造業の主要工業品の生産能力・稼働率⁵⁰

| | 単位 | 製品生産量 | | 生産能力 | | 稼働率（試算値） | | | |
|------------|-----|---------|---------|---------|---------|----------|--------|--------|--------|
| | | 2007 年 | 2014 年 | 2011 年 | 2014 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
| たばこ | 億本 | 21439 | 26099 | 36,007 | 38,219 | 68.0% | 68.3% | 68.1% | 68.3% |
| コークス | 万トン | 33553 | 47981 | 60,749 | 66,473 | 71.2% | 69.8% | 73.8% | 72.2% |
| 苛性ソーダ | 万トン | 1759 | 3064 | 3,074 | 3,780 | 80.5% | 82.6% | 83.1% | 81.1% |
| プラスチック一次製品 | 万トン | 3,185 | 7,089 | 2,285 | 8,705 | 89.4% | 81.5% | 85.4% | 81.4% |
| 化学肥料 | 万トン | 5,825 | 6,877 | 9,188 | 9,881 | 69.9% | 67.4% | 70.5% | 69.6% |
| 化学繊維 | 万トン | — | 4,390 | 3,997 | 5,340 | 84.8% | 83.5% | 80.4% | 82.2% |
| セメント | 万トン | 136,117 | 249,207 | 293,236 | 346,614 | 71.6% | 70.8% | 71.7% | 71.9% |
| 板ガラス | 万箱 | 53,918 | 83,128 | 86,185 | 94,679 | 91.8% | 87.4% | 85.4% | 87.8% |
| 粗鋼 | 万トン | 48,929 | 82,231 | 91,667 | 112,851 | 74.8% | 71.4% | 73.6% | 72.9% |
| 鋼材 | 万トン | 56,561 | 112,513 | 118,310 | 153,843 | 74.9% | 72.6% | 74.2% | 73.1% |
| 電解アルミニウム | 万トン | 1,234 | 2,753 | 2,203 | 3,549 | 80.3% | 82.5% | 81.5% | 77.5% |
| 金属切削機械器具 | 万台 | 65 | 86 | 93 | 135 | 94.9% | 81.4% | 74.6% | 63.8% |
| 自動車 | 万台 | 889 | 2,373 | 2,379 | 3,052 | 77.4% | 74.4% | 79.5% | 77.7% |
| 家庭用冷蔵庫 | 万台 | 4,397 | 8,796 | 11,358 | 12,522 | 76.6% | 72.9% | 75.7% | 70.2% |
| 室内エアコン | 万台 | 8,014 | 14,463 | 18,280 | 22,933 | 76.1% | 64.0% | 62.7% | 63.1% |
| 携帯電話 | 万台 | 54,858 | 162,720 | 136,279 | 204,015 | 83.1% | 76.4% | 81.0% | 79.8% |
| 微型計算機 | 万台 | 12,073 | 35,080 | 38,962 | 48,746 | 82.2% | 89.4% | 76.4% | 72.0% |
| カラーテレビ | 万台 | 8,478 | 14,129 | 19,060 | 21,520 | 64.2% | 67.0% | 66.1% | 65.7% |

⁴⁹ 苗（2015）の p.26 を参考。

⁵⁰ 製品生産量と生産能力は中国国家統計局公表のデータであり、生産能力が 2011 年から公表するようになった。企業稼働率は日本政策投資銀行の試算方法である（製品生産量／生産能力）により試算したものである。国家統計局公表した主要工業製品には 22 種類があり、当表には天然原油生産量、原油加工能力、カーバイドという三つのデータを記入していない。

| | | | | | | | | | |
|---------|------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 発電設備容量 | 万 kw | 32,816 | 56,496 | 103,680 | 132,855 | 48.4% | 46.1% | 45.6% | 42.5% |
| 総合（試算値） | — | — | — | — | — | 77.3% | 75.2% | 76.7% | 75.1% |

出所：『中国統計年鑑』の各年版、日本政策投資銀行（2015）により筆者作成

表 3-6 に示すとおり、時系列で製造業全体の稼働率を確認すると、2007 年から 2010 年までの間には 78% 左右に変動しているが、その後、稼働率が大幅に縮小し、2014 年に 71% まで下降した。2015 年に入って、稼働率がさらに悪化し、66.6% まで下がり、歴史最低値に至っていたとみられる。個別の重点業種の稼働率を確認すると、製造業全体の傾向と全く同じ傾向を示している。

非金属鉱物製品業の稼働率変化をみると、2010 年まで 80% 前後で推移しているが、その後、稼働率が前年より縮小し続き、2015 年には 63% まで悪化したことが分かる。この産業には、板ガラスとセメントが代表的な産業であり、表 3-5 に示されるように、生産量と生産能力が大きく拡大したとともに、稼働率が縮小し、低いレベルに落ち込んだことが分かる。生産能力と製品生産量の差を過剰生産能力と見なすと、セメントの過剰生産能力が 2014 年には約 10 億トンに至った。日本セメント協会の統計により、日本の 2014 年のセメント生産量が約 0.63 億トンであると比べると、その生産能力過剰の規模が一目瞭然である。

鉄金属加工業の稼働率が 2007 から下降し続けている。詳しく見ると、2010 年から 2012 年の間に大幅な下降をしてから、2014 年まで稼働率が緩やかに縮小し続けることがみられる。2015 年に入ってから、また急激に下降していた。表 3-5 に示される粗鋼、鋼材の稼働率を確認すると、縮小し続ける傾向が確認できる。その生産量と生産能力の差で粗鋼の過剰生産能力を見なすと、2014 年には 3.1 億トンに至った。日本鉄鋼連盟による統計した 2014 年の日本の生産量の 1.1 億トンと比べると、約 3 倍の過剰生産能力を持つことが明らかになった。そして、2014 年の世界の粗鋼生産量の 16.7 億トンには、中国の生産量が半分の 8.2 億トンを占めている。

また、非鉄金属加工、通用設備製造業、専用設備製造業、交通運輸設備製造業等の稼働率は同じく悪化する傾向が続けている。こうした過剰投資による過剰生産能力問題が経済減速の中でより一層顕著になっている。

その他に、製造業に属しない鉱工業企業、特に石炭産業の生産能力過剰問題も顕著になっている。粗鋼加工生産と同じく、石炭の生産量が世界産量の半分近くを占めている。この過剰問題に対し、政府の政策として 2016 年から 3～5 年をかけて安全上の問題がある小規模炭鉱の閉鎖などで 5 億トン程度の削減、企業再編などで 5 億トンの削減をしようとしている。こうした削減規模は粗鋼の削減規模を大幅に上回り、現有生産能力の 27%に相当する⁵¹。また、中国社会科学院が発表する「工業発展報告」により、伝統産業である石炭、石油化学以外に、太陽光パネル、風力発電などの新興産業にも過剰生産能力問題が存在している。

表 3-6 過剰生産能力業種の設備稼働率

| 年度 | 2007 | 2008 | 2010 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 紙及び紙製品 | 77.7% | 77.1% | 75.7% | 74.6% | 71.3% | 60.7% | 65.5% |
| 非金属鉱物製品（ガラス、セメント等） | 80.7% | 79.0% | 80.0% | 70.8% | 68.8% | 66.8% | 63.0% |
| 鉄金属加工（鉄鋼等） | 81.2% | 76.9% | 76.9% | 68.8% | 67.3% | 66.1% | 59.4% |
| 非鉄金属加工（電解アルミ等） | 80.7% | 78.1% | 75.0% | 67.8% | 70.3% | 69.4% | 69.0% |
| 通用設備製造 | 81.6% | 80.4% | 82.3% | 71.7% | 70.2% | 70.1% | 62.8% |
| 専用設備製造 | 83.0% | 78.5% | 81.5% | 66.6% | 71.4% | 71.6% | 69.3% |
| 交通運輸設備（船舶・鉄路・航空等） | 78.9% | 78.5% | 79.7% | 74.7% | 71.4% | 74.5% | 66.5% |
| 自動車製造業 | — | — | — | 66.6% | 71.1% | 73.1% | 63.4% |
| 製造業全体 | 78.5% | 77.1% | 78.3% | 71.8% | 70.8% | 71.0% | 66.6% |

注：2012 年前の交通運輸には自動車製造業を含む。稼働率の統計が 2007 年から始まり、2009 年と 2011 年のデータが公表されていない。

出所：「中国企業経営者跟踪問卷調査報告」の各年版により筆者作成

4-2 過剰生産能力産業の資金調達と構成

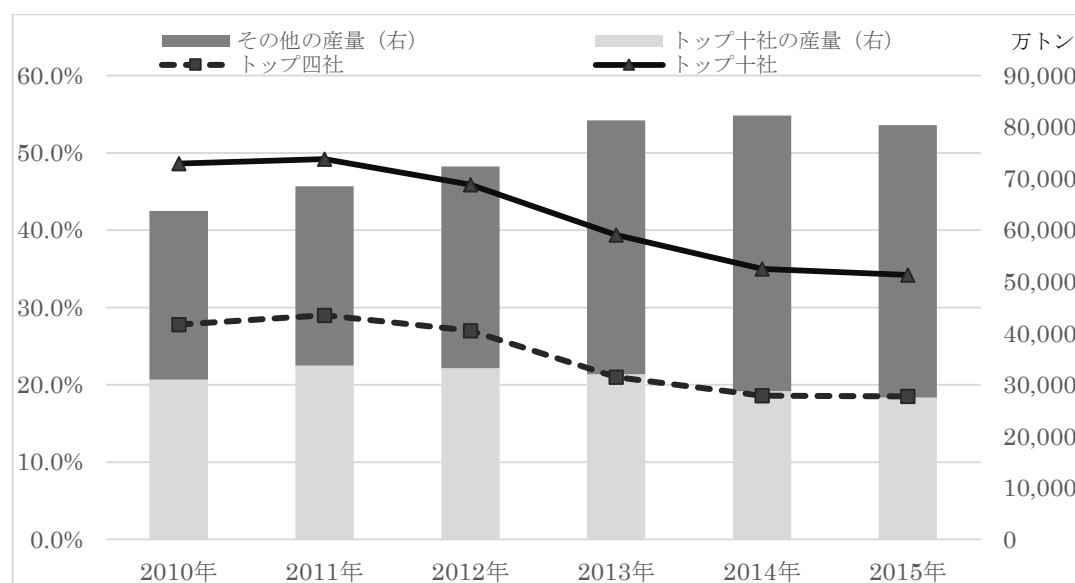
過剰生産能力を抱える産業の資金調達と需要を明らかにする前に、これらの産業構

⁵¹ 詳しい内容について、三浦（2016）の p.3 を参考。

造と企業像を明確にする必要がある。ここで、鋼鉄企業を例として説明する。

図 3-15 に示す通り、粗鋼生産量が 2014 年まで拡大しているが、2015 年の生産規模が縮小になり、2014 年とわずかな差がつくようになった。そのシェア構成を確認すると、トップ十社の生産量がずっと縮小し続けて、10 社以外の会社の生産量がかなり拡大していることが分かる。

図 3-15 粗鋼産量の構成と企業集中度の変化の推移



出所：「中国統計年鑑」の各年版、生意社「2015 年我国鋼鉄産業集中度進一步下滑」2016 年 3 月 3 日により筆者作成。

また、企業の集中度を確認すると、上位十社とトップ四社が同じく 2011 年のわずかな上昇を経てから、2015 年まで下降し続けている。トップ四社のシェアが 2010 年 27.8%から 2015 年の 18.5%まで縮小した。範囲を広げてみると、トップ十社が 2010 年の 48.6%から 2015 年の 34.2%まで縮小したことが分かる。したがって、生産量の変化を合わせてみると、粗鋼生産業界にはいくつか生産性の高い大規模鋼鉄会社への生産集約が見られず、多くの中小規模企業が存在し続け、生産規模も拡大している。

2015 年の生産量が 1000 万トン以上の企業は 21 社がある。その中に 5 社が民営企業、残りの 16 社は国有企業である。しかし、中小規模の鋼鉄企業には民営企業の数

少なくない。中国の鋼鉄業が早い段階で民間資本の参入を緩和したので、全国各地に中小規模の鋼鉄企業が大量存在している。地方の鋼鉄企業が地場基幹産業として地方政府の主要な税収源であり、且つ雇用の受け皿として重要視されている。

実は、鋼鉄産業の過剰生産能力問題について、第 11 次 5 か年計画（2006～2010 年）の中で、鋼鉄・電解アルミニウム、石油精製の生産能力を抑制するとされている。その後、2012 年に、老朽設備と低生産効率を持つ鋼鉄企業の市場からの撤退を目的とする工業和信息化部が公布した「鉄鋼業生産、経営規範条件」により、大量の設備更新を行ったが、実際の生産能力削減の効果を実現していなかった。2013 年 3 月、温家宝国家総理が任期中最後の政治報告で、2008 から 2012 年の老朽設備廃棄による能力削減を行ったが、構造改革の不足を指摘した。これらは経済減速の中で、地方政府が経済成長、税収確保及び雇用維持のため、中央政府の意に反し、過剰生産能力削減を積極的に行わなく、逆に生産能力拡張を継続していることを表している。

他方、中国政府が行う国有大型鉄鋼企業の統合による産業集約化が逆に過剰生産能力の解消を阻止している。丸川（2016）によれば、大型鉄鋼企業の粗鋼産量のシェアが縮小するのは、中小鉄鋼企業よりもっと低い稼働率と悪化しすぎた ROA（総資産利潤率）に求められる。2016 年に合併する宝山鋼鉄の 2015 年の稼働率が 58%に過ぎず、中国の鉄鋼業の平均 66%を下回っている。表 3-7 に示されるように、重点鋼鉄企業（すなわち大型鋼鉄企業）の ROA が中小鉄鋼企業を大幅に下回って、2010 年から低下し、2012 年、2013 年にはほぼゼロになっているので、大型企業の生産規模を拡大する意欲が低いのはあり得るだろう。そして、これらの市場から退出すべき大型鉄鋼企業が、国家の政策支持により政策能力を拡大し続け、金融面でも支援を受けている。

したがって、低付加価値の鉄鋼産品を中心とする市場では、大規模な設備と先進技術及び嚴重な過剰生産能力を持つ大型企業同士の合併が過剰生産能力の解消には役に立たないであろう⁵²。

⁵² 丸川（2016）には、中小鉄鋼企業の高い ROA 原因について、コスト節約するために排煙や排水を適切に処理せず、公害と引き換えに低い生産コストで生産をしていると指摘される。大型鉄鋼企業の低い ROA の原因が国有企業の非効率性だと指摘される。また、こうした合併後の企業の生きる道として、中小企業が競争できない自動車用鋼板、電磁鋼板などの高付加価値製品に力を注ぐべきだということである。

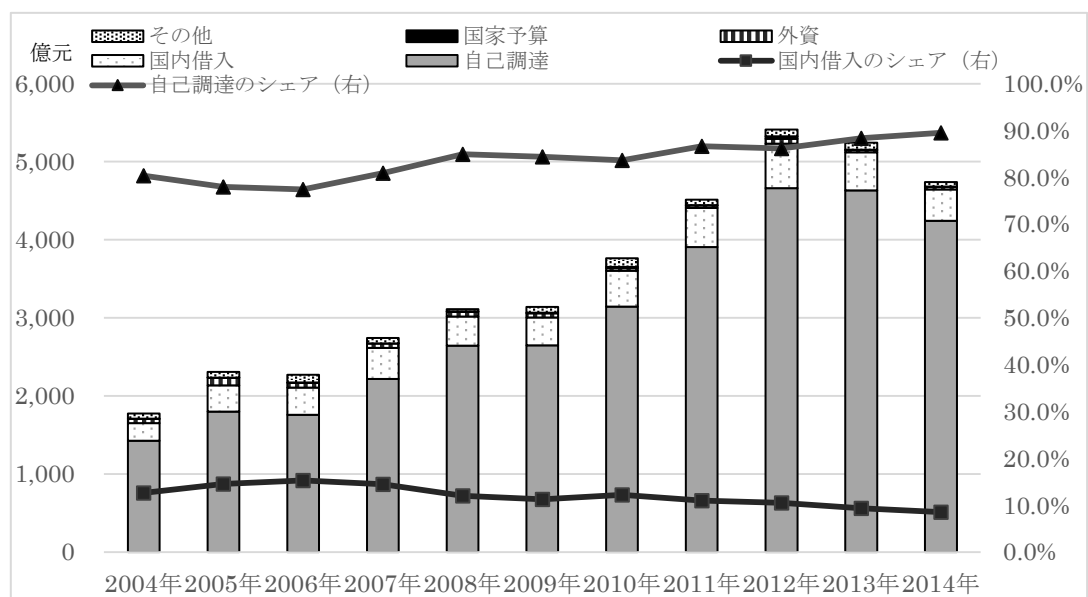
表 3-7 中国鉄鋼業の ROA（総資産利潤率）

| | 重点鉄鋼企業 | それ以外の鉄鋼企業 |
|--------|--------|-----------|
| 2010 年 | 2.6% | 11.3% |
| 2011 年 | 2.3% | 10.6% |
| 2012 年 | 0.0% | 10.7% |
| 2013 年 | 0.5% | 7.7% |

出所：丸川（2016）

これらの過剰生産能力が生じる投資資金の調達ルートを確認すると、自己調達と国内銀行借入が常に 90%以上占めることが分かる（図 3-16）。その中に自己調達が圧倒的な勢いで常に 80%以上占めている。銀行借入が 10%前後のシェアで動いている。また、その変化傾向を確認すると、銀行借入のシェアが 2008 年以後小さくなりつつある一方、自己調達のシェアが大きくなっている。具体的に、銀行借入が 2005 年の 14.6% から 2014 年 8.5%まで下降した。自己調達が 2005 年の 78%から 2014 年の 89.5%まで上昇した。ほかの国家予算、外資利用及びその他の資金がわずかなシェアしか占めていない。

図 3-16 鋼鉄産業投資資金の調達ルートの構成と変化の推移



出所：「中国統計年鑑」の各年版により筆者作成

銀行借入シェアが縮小する原因として、鋼鉄企業の生産能力過剰による負債圧力の拡大が前期の大量投資で借入れた銀行資金への返済リスクが大きくなり、銀行側から貸し渋りが生じることである。中国鋼鉄工業協会（CISA）の統計により、会員大手 8 社の鋼材生産トン当たり純利益が 2008 年から 2012 年までには、それぞれ 128 元/トン、48 元/トン、46 元/トン、8 元/トン、－67 元/トンとなっている。したがって、銀行側の貸出リスクが大きくなるにつれ、貸し渋りが生じるようになり、同時に企業の借入コストが高くなる。

資金調達及び負債状況に関して、CISA によれば、2015 年 6 月時点加盟企業の抱える債務は 3 兆元、うち銀行向け債務 1.3 兆元とされる。借入コスト（財務コスト）に関して、2014 年の CISA 会員企業の銀行借入が前年比 0.28%に伸びたが、借入コストが 20.58%増になった。この借入困難及び借入コスト高が、2012 年からの鋼鉄業への銀行貸出が厳しくなること由来し、企業が銀行から調達した資金が少なくなり、銀行以外のチャンネルから調達資金が多くなっている⁵³。

第 5 節 投資効率の悪化と地方政府・企業部門債務の激増

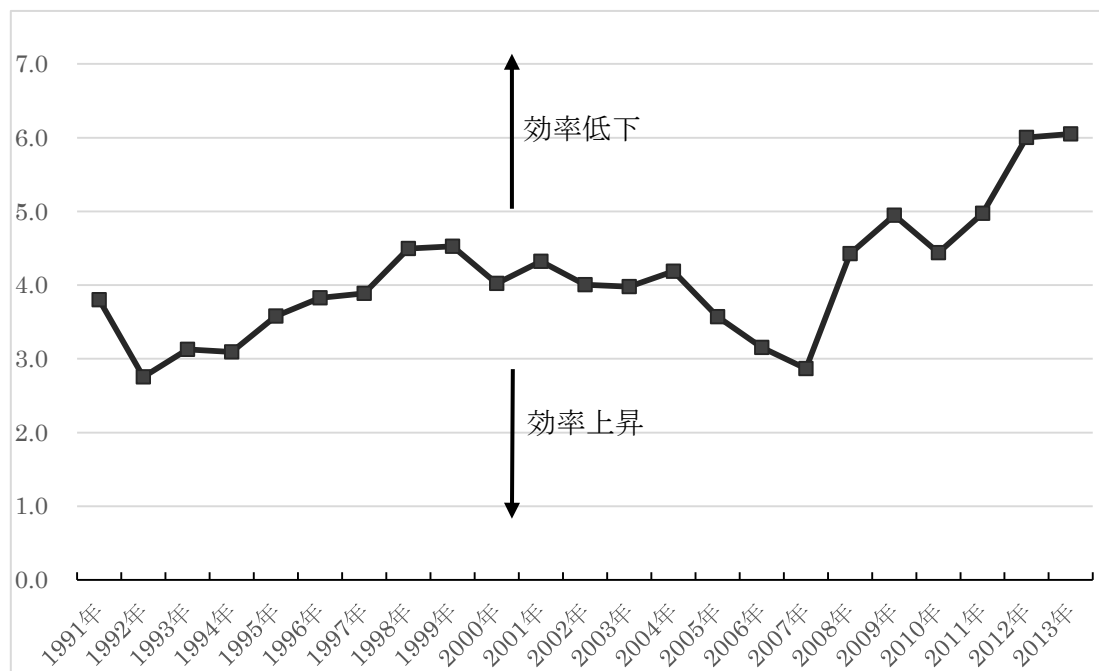
これまでの分析により、経済回復の対応策として中国政府が打ち出した 4 兆元の景気刺激策、内需拡大の「家電下郷」と「自動車下郷」、「十大産業振興政策」の実施に伴い、インフラ建設と企業の設備投資（生産能力）及び不動産業への投資が大きく膨張したことが分かった。しかし、前節で指摘された通り、膨大な投資が経済の高速成長を維持することができず 2010 年以後成長減速に転じていた。これらの投資活動が経済成長への押上げ効果が弱くなると考えられる。

図 3-17 示される限界資本係数を確認すると、2008 年以後の投資効率が急激に低下したことが分かる。詳しく確認すると、1991 年から 2008 年の金融危機まで、限界資本係数（投資効率）が 3~5 の間に変動しているが、1990 年代には投資率が低下し続ける傾向が見られるに対し、2000 年代から投資効率が上昇しているとみられる。しかし、2008 年から投資効率が急激に低下し、限界資本係数が 2007 年の 2.9 から 2009 年の 4.9

⁵³ 上海証券報「鋼鉄業進入全面亏损境地 叠加融資難融資貴」2015 年 10 月 29 日

まで急上昇した。2010年には投資効率が前年より良くなったが、2011年から再び低下し、2013年には限界資本係数が6.1まで悪化していた。

図 3-17 中国の限界資本係数⁵⁴の低下



出所：「中国統計年鑑 2015」、三浦（2013）により筆者作成

こうした投資効率が低下し続けるのに、なぜ投資規模が拡大し続けている。それは、経済減速の中で、さらなる投資を増やすことで経済成長と雇用の維持を狙うとする地方政府の存在がある。中国では旺盛な投資活動を行う原因について、Oi.Jean（1992）は、中国地方政府が積極的に外部資金を導入し GDP 成長を求める地方政府の企業化行動を指摘した。巖（2011）は、①1990年代の国有企業改革以後、企業の投資が基本的に企業の自主的な決定に基づいて行われるようになったが、政府は残された国有部門の投資決定に関する行政介入以外でも、金融政策と財政政策を通じて社会全体におけ

⁵⁴ 三浦（2013）は中国の投資効率を評価するために、限界資本係数の試算を行った。一般の式としては、資本ストック（K）の追加分（ ΔK ）と国民純生産（Y）の追加分（ ΔY ）の比率で現れる。この式の中に、資本ストックの追加分を国民経済計算上の総資本形成、国民生産を統計の制約から国内総生産（GDP）で代替する。その計算結果は効率悪化が顕著ではないことである。計算結果を検証するために、GDP デフレーターが大きいという影響要因が存在と確認した。したがって、デフレーターの影響を排除するため、限界資本係数を名目 GDP（NGDP）／名目総資本形成（NK）の比率（ $NK/NGDP$ ）と Y の実質伸び率（ ΔY^* ）の比率 $\{(NK/NGDP)/\Delta Y^*\}$ で求めるとしてみると、投資効率が 2008 年から急激に低下したと明確にした。本稿では、こうした方法に従って限界資本係数を試算する。実質 GDP 成長率の計算は 1990 年（価格水準）を基準として計算する。

る投資額の変動をコントロールしている。②また、産業政策を通じて特定の産業部門や企業の投資に影響を及ぼしている。と指摘した。また、梶谷（2011）は、地方政府が銀行や不動産業者と一体となり、消費需要が伸び悩む中でも、積極的な投資拡大行動で経済成長を狙うと指摘した。さらに、三浦（2013）は①企業の参入、投資、撤退といった一連に企業活動において、地方政府が過度に関与する傾向がある、②国有企業による投資の場合、民営企業に比べて投資判断が甘くなりがちになる、③土地供給や金融面からみて投資に関わる制約が弱い、という三点を取り上げた⁵⁵。

その3点を詳しくいうと、①の地方政府の関与については、主に中国の財政・税收制度、行政制度、地方政府幹部の業績評価システムに関係している。つまり、地方政府は、経済成長と雇用を重要な評価標準とする業績評価システムの下で、限られた税收収入以外の土地収入と企業誘致によって投資を拡大し経済成長を促すインセンティブを持っている。特に育成支援政策を受ける産業と企業が地方政府に支持されやすい。②政府の意思に左右されやすい国有企業が非効率的な投資活動を行いやすい。③投資制約の弱さに関しては、土地が公有制なので、地方政府が低いコストで土地を収用し誘致された企業に提供することが容易であり、不動産会社に土地使用权を売出し高額の土地譲渡金収入を狙うこともできる。また、銀行貸出市場で圧倒的なシェアを持つ国有銀行機関が政策支援産業と政府保証を受ける企業への貸出に偏りがちになる。

5-1 政府債務の急増に伴う資金需要の拡大

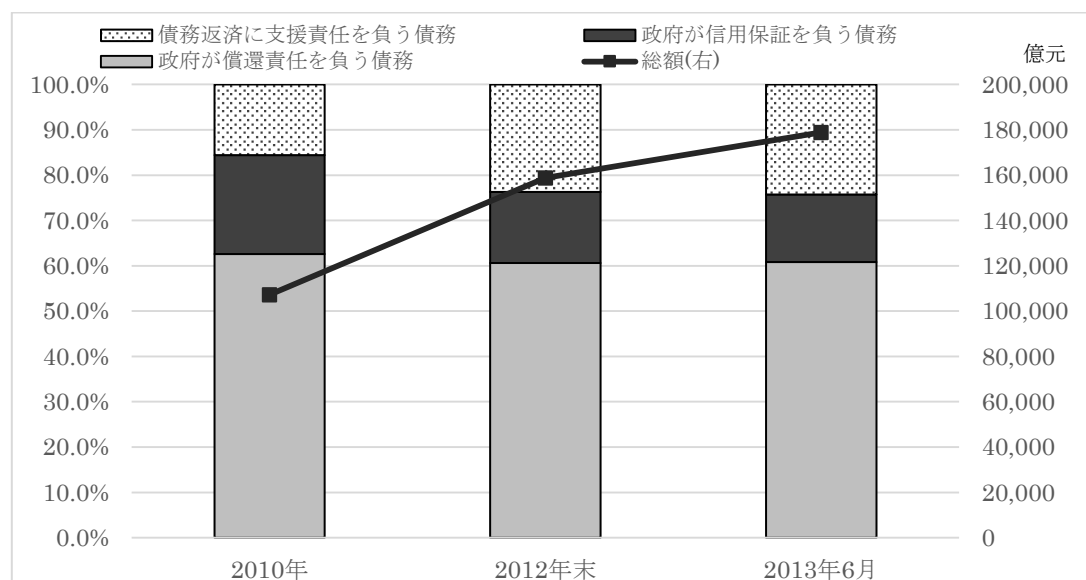
中国会計審計署の調査により、2013年6月末時点での地方政府債務残高は17.9兆元に至り、2010年末時点の10.7兆元に比べて67%増になったことが分かる。これは、地方政府債務残高の対名目GDP比が2010年末の27%から2012年末の31%、更に2013年6月の32%へと上昇したことである。また、中央政府債務を付け加えると、政府全体の債務規模は2012年末時点に対GDP比が36.7%ということである。このレベルが国際の共通認識である政府債務リスクの60%まで大きな余地があるとみられる。この中に、中央政府の負債規模が小さくて、主に巨大なインフラ建設、大学・病院・

⁵⁵ これらに関する分析は、張（2009）、Qian（1996）、Young（2000）、胡・王（1994）周（2009）などがある。それぞれの主張のまとめは徐・澤田（2016）のpp.44-49を参考。

科学研究所などの負債なので、税収収入と国債発行により補われる。しかし、地方政府の債務規模が大きくて、債務償還のリスクが大きくなっている。

図 3-18 に示すとおり、2013 年 6 月まで、地方政府が償還責任と保証責任を負う債務規模が 75%以上に占めている。特に償還責任を負う債務が 60%以上占めている。2010 年の全国地方政府債務審査をきっかけに、中央政府が地方政府に財務管理への要求が厳しくなり、保証償還責任を負う債務規模が大きく縮小し、2010 年の 22%から 2013 年 6 月の 15%まで下がった。同時に償還支援への一定の責任を負う債務が大きくなりつつある。

図 3-18 地方政府債務の構成と総額の変化



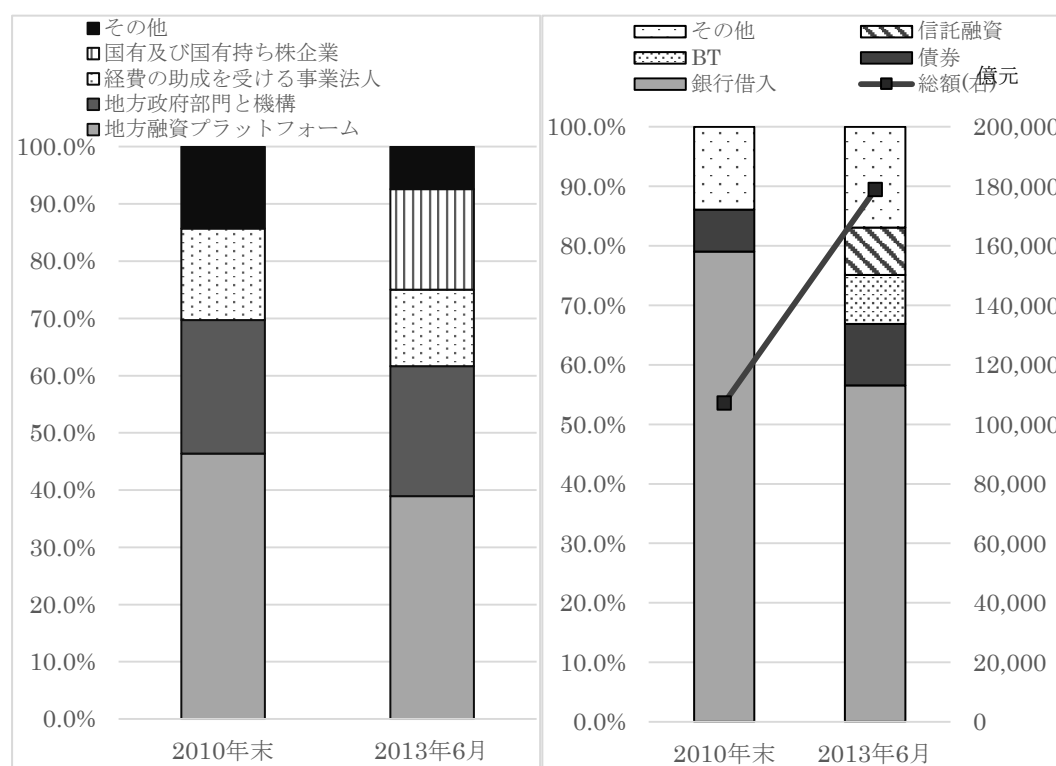
出所：「全国地方性政府債務審計結果 2011」と「全国政府性債務審計結果 2013」により筆者作成

また、「全国地方性政府債務審計結果 2011」により、償還責任を負う債務の主体構成は、省級政府が 18.92%、市級政府が 48.37%、県級政府が 32.71%となっている。「全国政府性債務審計結果 2013」により、償還責任を負う債務の主体構成は、省級政府が 16.3%、市級政府が 44.5%、県級政府が 36.4%、郷鎮政府が 2.8%となっている。したがって、2010 年以來の地方政府の負債規模が大きく拡大したことを考えると、省級

政府と市級政府より県級政府と郷鎮政府の債務規模がもっと拡大したと考えられる。

図 3-19 に示す通り、地方政府債務の主体と債務資金調達ルート構成変化を明らかにしている。債務主体別の構成を確認すると、地方融資プラットフォームが全体へのシェアが 2010 年の 46.4%から 2013 年 6 月の 39%まで下がったが、依然としてシェアが一番大きい。地方政府部門のシェアが 23%前後で変わっていなかった。経費の助成を受ける事業法人のシェアが 16%から 13.4%まで下がった。2010 年には、国有企業及び国有持ち株企業のシェアがその他に含まれ、2013 年にその他与国有企業を分けられたが、その合計 25%が 2010 年 14%と比べると、11%増の上昇をしたことが分かる。そして、25%の構成は、17.5%の国有企業と 7.4%のその他からなっている。これらのことに基づき、2010 年以来、国有企業経由の地方政府債務が大きくなっていると考えられる。

図 3-19 債務主体別（左図）と債務資金調達ルート別（右図）の地方政府債務構成



注：2010 年の調達主体別の分類には、国有企業及び国有持株企業がその他に含まれ、
2013 年の統計には分離された。2010 年の調達ルート分類には、銀行借入と債券以

外にすべてその他に属していたが、2013 年には BT と信託融資が分離された。

出所：「全国地方性政府債務審計結果 2011」と「全国政府性債務審計結果 2013」により筆者作成

また、調達ルートを確認すると、銀行借入がずっと大きなシェアを占めているが、2010 年の 80%に対して、2013 年が 56.6%まで下がった。一方、銀行借入以外の調達ルートが大きく拡大した。債券の調達金額が 2010 年 7567.3 億元から 18457 億元まで拡大し、シェアが 7%から 10.3%まで上昇した。2010 年に詳細統計がなかった BT と信託融資がそれぞれ 14763.6 億元、14252.3 億元の資金を調達し、シェアがともに 8%であった。その他のシェアも 2010 年の 13.9%から 2013 年の 16.9%まで上昇した。

この変化を合わせてみると、2010 年以後、地方融資プラットフォームと政府部門を主体として資金調達を行い続けているが、国有企業を主体として調達した金額が急激に拡大した。そして、その調達ルートが銀行借入を主体としながら、債券、BT、信託融資などの非伝統的な調達ルートによる金額が急激に拡大した。

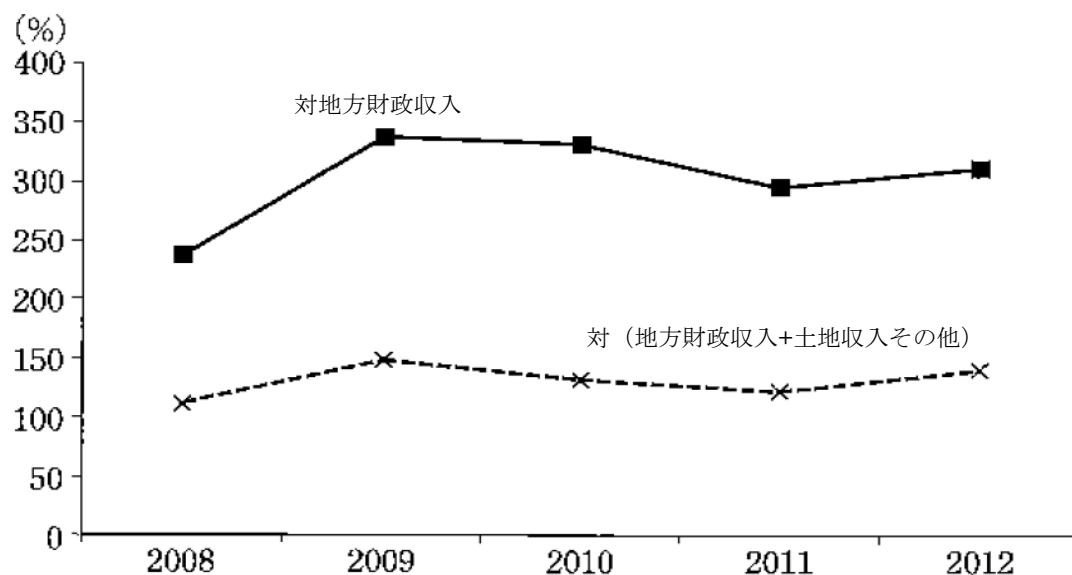
これら拡大した債務が一体どこに投入したかを確認すると、2010 年と 2013 年の調査により、主に、都市建設、交通運輸、土地徴収、保障性住宅・教育・科学・文化・衛生、その他という 5 分野に分けられる。それぞれの債務支出総額に占めるシェアを確認すると、2010 年には 36.7%、24.9%、10.6%、9.5%、18.2%、2013 年には 34.6%、24.4%、11.2%、12.3%、17.4%となっている。これらの変化を言うと、都市建設のシェアが 2%ほど縮小したに反して、保障性住宅・教育・科学・文化・衛生の方は 3%が拡大したことである。2013 年の審査分類には保障性住宅と教育・科学・文化・衛生を分けて統計したので、両分野合計の中で保障性住宅が 53%を占めており、教育・科学・文化・衛生が 47%を占めていることが分かった。2011 年の商業不動産の購買制限と保障性住宅の開発促進の背景を考えると、保障性住宅への投資が 2010 年より大きくなったと推測できる。

地方政府債務の拡大が財政収入を遥かに超えている。中国の経済誌『財経』の試算によると、地方政府による債務残高が財政収入に対する比率は、2012 年すでに 311%に達していた。ただし、中国の地方財政には正規の財政収入以外に土地使用権売却の

収入をはじめとする様々な予算外の収入が存在する。地方政府が土地供給をコントロールすることにより払い下げ価格を吊り上げることが可能である一方、農地徴収際に支払われる補償費用を低く抑えられたことにより巨大な差額を得られる。土地収入の規模が2008年の景気対策と地方政府が主導する開発ラッシュにより再び拡大し、近年の規模が政府の財政収入の60%から70%までに至った⁵⁶。

図3-20に示すとおり、地方政府が融資プラットフォームによる調達資金（債務）と地方財政収入の比がかなり大きいことが分かる。単純に地方財政収入との比を見ると、2009年が2008年の240%ぐらいから330%まで急上昇し、その後2012年まで300%以上に動いていることが分かる。もし土地収入を地方財政収入に加えてみると、その比が約半分になり、土地収入規模の大きさが一目瞭然になる。これらの債務返済について、丸川・梶谷（2015）が、経済学の「ドーマー条件」を満たすに限り政府債務を次世代に繰り延べることができるが、もし経済減速に陥り経済成長率が債務金利を下回ったら、返済が不能になり、デフォルトが起きると指摘した。

図 3-20 融資プラットフォームを通じた債務と地方財政



出所：梶谷（2015、元出所は「自上而下看地方融資平台風險」『財經』2013年第30期）

⁵⁶ 詳しい内容について、丸川・梶谷（2015）のp.50-51を参考。

実際の GDP 成長率が 2011 年に 10% 台を割ってから、2012 年の 7.7%、2013 年 7.7%、2014 年 7.3%、2015 年 6.9% のように減速し続けている。同時に、銀行の貸出基準金利は、2011 年 1 月から 2014 年 10 月までの間に 6% から 6.56% の間に留まっており、2014 年 10 月以後貸出基準金利が下がり続け、2015 年末には 4.35% まで下降した。地方政府向けの銀行貸出が基準金利と優遇金利を適用するのは一般であるが、銀行貸出以外の資金調達の規模が大きくなるにつれ、返済金利の水準が必ず銀行貸出基準金利を超える。したがって、2010 年以後の貸出市場の金利高騰と銀行借入以外の調達資金の急増を合わせて考えると、政府債務の金利水準が減速し続ける成長率に接近し続けている。元本返済が不可能の現状では、利息返済もすでに限界まで来ていると考えられる。こうした厳しい状況を面する地方政府がもっと多くの資金調達と土地譲渡金収入に依存しなくなる。

5-2 企業債務の急増に伴う資金需要の膨張

前節で分析したように、経済の持続的な低下に伴い、地方政府の債務返済圧力が重くなりつつある一方、調達主体である融資プラットフォーム（地方建設会社等）、国有企業、補助を受ける事業法人の方も負債圧力が大きくなっている。また、2011 年以後、不動産業を引き締め続ける中央政府が不動産価格高騰を抑制しようという態度が変わらないが、経済成長低迷と債務圧力に圧迫される地方政府が土地収入を重要視し続けている一方、不動産業への投資が伸びている同時に、不動産企業が政策制限と土地コスト高騰などの問題を面し、債務圧力も大きくなっている。さらに、製造業、鉱産採掘業、新興産業等が全面的な過剰生産能力を面し、前期の過剰設備投資が企業経営への影響が大きくなりつつある。これらのことは中国の非金融企業債務と政府債務及び家計債務の急増に繋がっている。

表 3-8 が示すとおり、家計債務と非金融企業債務及び政府総債務の合計で構成される総債務と名目 GDP の比が 2008 年以後急上昇し、金融危機前の 150% から 2009 年の 185% まで上がり、更に 2014 年の 233.9% まで上昇し続けていた。債務総額の伸び率が大幅に経済成長率を超えたとみられる。

また、その債務拡張の部門別を確認すると、非金融企業の債務額が家計債務と政府

債務よりはるかに大きいことが分かる。そして、毎年になしく増加した債務額には、2008 年以後、非金融企業の増加額が大きくて、そのシェアが 60%から 78%間に動いている。つまり、非金融企業債務の激増が総債務拡大の主因だといえる。

これらの非金融企業の債務残高が急増した要因として、一般的には、非効率な投資拡大が指摘されている。金融危機後の景気刺激対策により、地方政府が融資プラットフォームを通じて調達した資金が非効率なインフラ建設や不動産開発投資に投入されることが問題視されている。また、鋼鉄、セメント、太陽光パネルなどの製造業セクターへの過剰投資による過剰生産能力も問題されている⁵⁷。

表 3-8 総債務構成、総債務と名目 GDP の比の推移

| | 家計債務 (億元) | 非金融企業 債務 (億元) | 政府総債務 (億元) | 非金融企業債務増加 額／総債務増加額 | 総債務／ 名目 GDP |
|--------|--------------|------------------|---------------|-----------------------|----------------|
| 2006 年 | 23,730 | 234,971 | 70,142 | — | 152.0% |
| 2007 年 | 50,747 | 263,535 | 92,847 | 36.5% | 153.2% |
| 2008 年 | 57,137 | 311,693 | 100,052 | 78.0% | 149.3% |
| 2009 年 | 81,612 | 424,346 | 124,839 | 69.6% | 185.0% |
| 2010 年 | 112,094 | 507,152 | 147,255 | 61.0% | 190.9% |
| 2011 年 | 135,214 | 598,912 | 172,358 | 65.6% | 191.6% |
| 2012 年 | 160,194 | 723,891 | 197,441 | 71.4% | 208.2% |
| 2013 年 | 196,864 | 862,320 | 231,010 | 66.3% | 219.4% |
| 2014 年 | 229,216 | 996,330 | 261,810 | 68.0% | 233.9% |

出所:家計と非金融企業債務は BIS の total credit 統計、政府債務は IMF の data& statistics

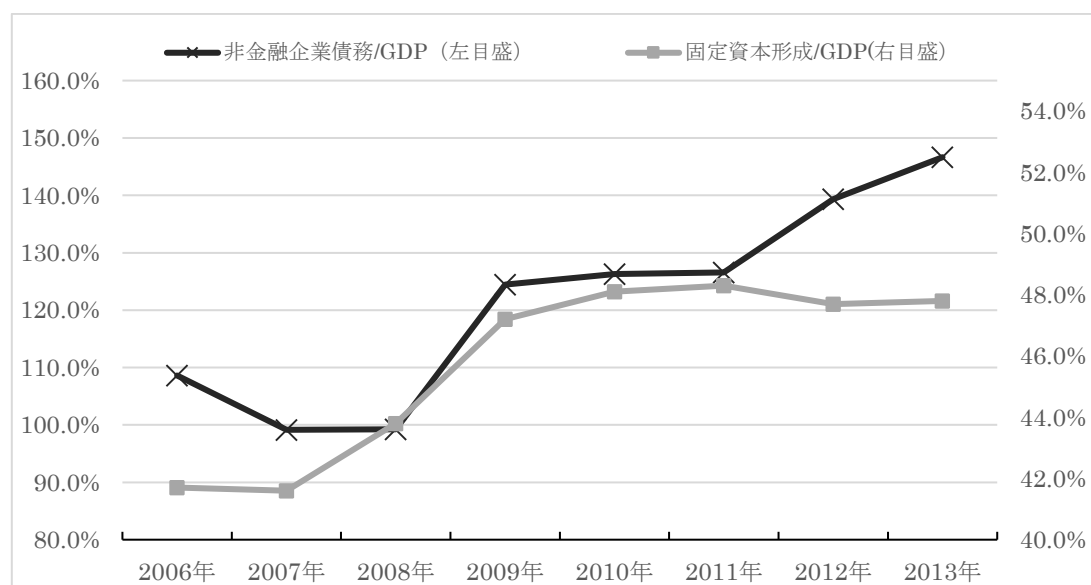
名目 GDP は「中国統計年鑑」の各年版により筆者作成

非金融企業債務の拡大が必ずしも企業の固定資本形成に繋がらない。図 3-21 に示すとおり、非金融企業債務/GDP の比を見てみると、2008 年以後大きく伸びて、2008 年

⁵⁷ 関 (2015) の p.127 を参考。

の 100% ぐらいから 2013 年 147% まで上がってきた。その一方、固定資産形成/GDP の比を見ると、2011 年まで同じく拡大し続けているが、その後伸び悩んで下降に転じていた。つまり、2011 年以後、債務の拡大と固定資本形成の間に乖離が生じ、そして大きくなりつつある。一般的に、企業が調達した資金は、大きく分けると実物投資と金融資産投資で運用される⁵⁸。こうした債務が拡大し続ける一方、固定資本形成（実物投資）が伸び悩みになることは企業が金融資産運用に多くの調達資金を投入されたことが推測できる。関（2015）は、大手企業と国有企業は銀行借入と社債により調達してきた資金が銀行を経由し、高金利で地方融資プラットフォーム、不動産企業、中小企業に再貸出を行うことで利率差を狙うと指摘した。

図 3-21 非金融企業債務/GDP と固定資本形成/GDP の推移



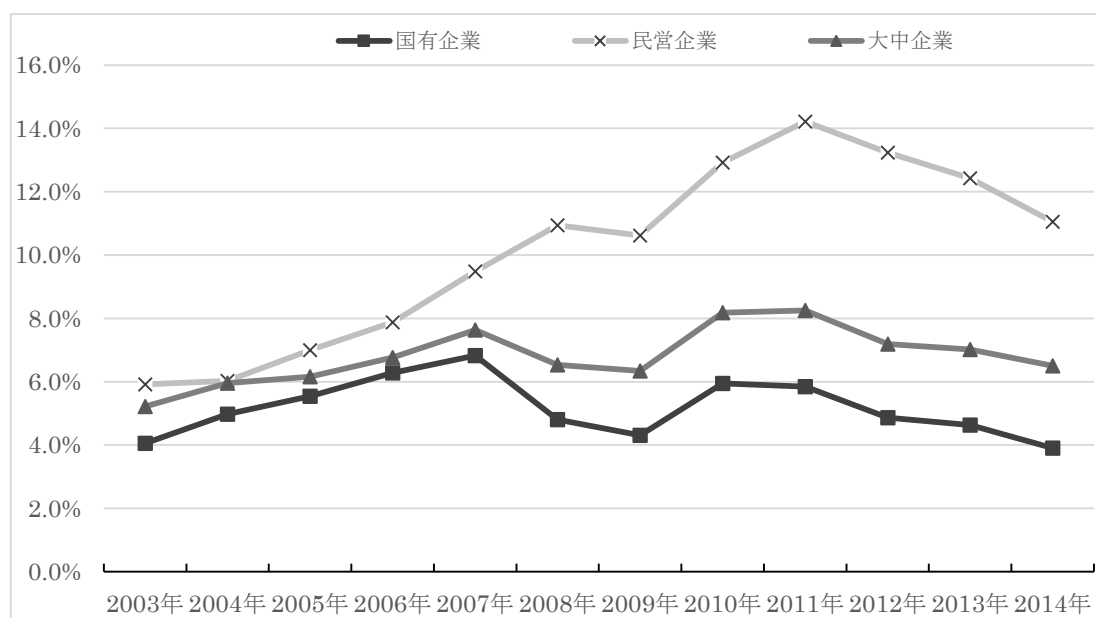
出所：非金融企業債務は BIS の total credit 統計、固定資本形成と名目 GDP は「中国統計年鑑」の各年版、関（2015）により筆者作成

持続的に悪化した収益率が国有企業と大手企業が利率差を狙う原動力だと考えられる。国有企業と大手企業が銀行借入及び資本市場の資金調達優位を利用し、資金調達困難の中小企業、利回りが高い不動産、返済保証付きのインフラ建設に利率差を獲得

⁵⁸ 同上。著者が野口（1992）と館龍（1993）の先行研究に依拠しながら、日本 80 年代バブル期の企業債務の運用を踏まえて、中国の 2008 年以後企業の調達資金が金融資産への運用を提起する。

する目的で貸出を行う。図 3-22 に示す通り、国有企業と民営企業の総資産収益率の変化を確認すると、2008 年前に 1%ほどの差が付いているが、大規模なインフラ投資と不動産投資及び設備投資の展開に伴い、民営企業と国有企業の差が大きくなり始め、2011 年のピーク時には 8%の差が付くようになった。その後、経済減速に伴い、国有企業と民営企業がともに経営不振に落ちり、現在まで収益率が下降し続けている。企業規模別でみると、大中型企業の総資産収益率が国有企業と同じく傾向で変化していることが分かる。これらは大中型企業の中には国有企業の影響が大きいとみられる。

図 3-22 国有・民営・大中型工業企業の総資産収益率の推移



出所：「中国統計年鑑」の各年版により筆者作成

表 3-9 に示すとおり、過剰生産能力の産業の収益率が 2011 年を境にし、大幅に縮小し続けている。2011 年前の段階で、産業ごとに変動があるが全体の収益率が 2011 年と比べると高いレベルにある。個別の産業を確認すると、石炭採掘業がピーク時の 2011 年の 12%から 2014 年の 2.7%まで下がった。板ガラス・セメントをはじめとする非金属鉱物製品が 12%から 8.9%まで下降した。鋼鉄生産をはじめとする鉄金属加工産業は 2007 年から下降し続けて、7.2%から 2.8%まで下がってきた。また、電解アルミをはじめとする非鉄金属加工業、船舶製造をはじめとする交通運輸設備製造業がいずれ

も大幅に下がった。

2011 年から 2014 年までの間、銀行貸出基準金利（一年期）が 6%から 6.56%の間に変動していることを考えると、国有企業の収益率が金利をカバーできないのは事実である。企業規模でみると、金利以外のコストを加えたら大中型企業も危険な状態にある（図 3-22）。また、過剰生産能力の産業の収益率を確認すると、板ガラスとセメント以外に、ほとんどの産業の収益率が金利支出をカバーできなくなったことが分かる（表 3-9）。したがって、調達資金の再貸出で利率差を狙うのはごく自然になることである。

表 3-9 過剰生産能力産業の総資産収益率の推移

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------|-------|-------|------|-------|-------|------|------|------|
| 石炭採掘業 | 7.4% | 12.1% | 9.3% | 11.5% | 12.0% | 8.5% | 4.9% | 2.7% |
| 非金属鉱物製品 (板ガラス・セメント等) | 7.4% | 8.3% | 8.9% | 11.2% | 12.0% | 9.7% | 9.3% | 8.9% |
| 鉄金属加工（鉄鋼等） | 7.2% | 4.5% | 3.4% | 4.7% | 4.3% | 2.9% | 2.7% | 2.8% |
| 非鉄金属加工（電解アルミ等） | 10.3% | 6.0% | 5.6% | 8.0% | 8.7% | 6.3% | 4.5% | 4.6% |
| 交通運輸設備 (船舶・鉄路・航空等) | 6.7% | 6.8% | 8.0% | 10.1% | 10.1% | 4.9% | 4.6% | 5.1% |

出所：「中国統計年鑑」の各年版により筆者作成

これらの過剰生産能力産業が中国政府の定義に従うと、殆どが基幹産業であるので、過剰生産能力と債務問題に対する解決方法は企業再編と需要拡大しかない。2013 年 10 月、中国国務院が『嚴重な生産能力過剰を解消する指導意見』を公布し、①非理性的な生産能力拡張を抑制、②規則違反で建設された生産能力を整理、③低効率な生産能力を淘汰、④産業構造の効率化と調整、⑤国内市場の需要を開拓、⑥海外市場を開拓、⑦企業イノベーションを強化、⑧行政・市場改革という八つの対策を提出した。迅速かつ有効に過剰生産能力を解決できる企業再編が 2015 年から相次いで発生している。2015 年 6 月に鉄道車両製造・販売大手の中国南車集団と中国北車集団が合併した。その後、中国電力投資集団と国家核電（原子力）技術の合併、中国五鉱集団と中国冶金

科工集団の合併、中国遠洋運輸集団と中国海運集団の合併が国務院の認可を得た。2016年8月に国務院が中国建材メーカー一位の中国建築材料集団と第2位の中国中材集団の合併を認可した、また、鋼鉄生産で中国第2位の宝鋼集団と第6位の武鋼集団が戦略的再編に向けて交渉中である。

これらの再編が実行までまだ時間がかかるので、景気が悪化し続けている中、これらの企業が巨額な債務と金利支出に対し、銀行借入と資本市場からの資金調達に頼り債務借り換えで生きていくしかないだろう。そして、前節で指摘した通り、過剰生産能力企業の合併が事実上の過剰生産能力の解消に対し不足が多い。

まとめ

2008年の大規模な財政刺激政策により、2009年と2010年には依然として10%前後の高い経済成長率が維持できた。しかし、世界経済の持続的な低迷の中で、大規模な投資に依存する回復が維持できず、2011年から経済成長が減速に転じた。また、2009年と2010年の期間で、大量の資金が地方政府インフラ建設、国有企業、不動産を中心に投資されるにつれ、投資効率が悪化し続けて、地方政府過剰債務と非金融企業の債務膨張をもたらした。2011年から経済成長が減速している中で、債務の元利返済が困難に陥ったため、国有企業を中心とする持続的な資金調達を行わなければならないようになった。

本章での分析により、以下の結論が得られた。

第1に、2008年に制定された4兆元の財政刺激政策が2009年と2010年の2年間にわたり国有企業を中心に投資した。中小企業の資金需要が無視されたので、資金調達困難度が前より高まった。

第2に、固定資産投資の主要な投資先である地本インフラ建設、不動産業、製造業の資金調達の構成をそれぞれ確認すると、2009年から2010年までの期間で銀行貸出が少なくとも70%以上を占めているに対し、2010年以後、そのシェアが縮小し続ける傾向をしている。同時に、信託商品などの金融手段で調達した金額が増えている。

第3に、2009年と2010年の投資効率の悪化と2011年以後の更なる悪化により、地

方政府過剰債務と非金融企業の債務膨張を引き起こした。そして、持続的なインフラ投資を維持するため、地方政府が地方融資プラットフォームによる資金調達以外に土地譲渡金の収入にも重く依存している。その結果、土地価格の高騰が不動産価格高騰の一因になった。

第4に、2009年から地方政府歳入の3倍以上の債務規模は、経済成長が減速し続ける中で、土地譲渡金の収入拡大と持続的な資金調達で政府の破綻が生じないようにしている。また、企業の稼働率と資産収益率が同じく2009年から2010年までの悪化と2011年からの更なる悪化を経ている企業部門は、借換えで元利を返済しなくなった。

第5に、2009年と2010年の急増を経た非金融企業債務が2011年から再び急増し続けている中で、国有企業の債務総額が非金融企業債務総額に占めるシェアが2013年の68.7%から2015年の70.7%まで拡大している。資金調達市場において、持続的な資金調達で企業経営を維持する国有企業が中小企業の資金需要をクラウドファンディングアウトすると考えられる。

本章での分析により、第一章と第二章で提起した仮説①を検証した。それは、2009年から2010年までの期間で、中小企業資金調達難の要因が、大量の資金が地方インフラ建設、国有企業、不動産業を中心に投資するので、中小企業の資金需要がクラウドファンディングアウトされるようなことである。

第四章 実体経済と金融の乖離

はじめに

第三章では、2008 年金融危機後、経済回復を図るために行われた大規模な投資の多くが非効率的なプロジェクトであり、投資活動の主体である地方政府と国有企業及び不動産会社が巨額な債務負担を担うようになったことを検証した。そして、経済減速の中で、財政収入の拡大が不可能な地方政府、総資産利益率が低下し続ける企業部門は、政府と国有企業の破綻が不可能の下で、債務再編まで持続的な資金調達を行わなければならないことが明らかになった。

一方、地方政府債務リスク、過剰生産能力リスク、不動産リスクが顕著になることに対し、政府がこれらのリスクに関わる部門と産業の資金調達に厳しい規制と監督をかけるようになった。特に銀行部門がこれらの産業と部門への資金供給に厳しい制限を行うように要求されている。

しかし、緩和的な金融環境の下で、大量の資金を持つ銀行が利息収入を獲得するため、多くの貸出を行うインセンティブを持っている。こうした中で、金融監督を回避するため、商業手形の繰返し割引による貸出、インターバンク市場の同業取引などの手段が使われるようになった。また、低い金利で銀行貸出と社債などを調達することできる大型・国有企業は、資金繰り困難の不動産業と資金調達難の中小企業などを対象に高い利回りの獲得を図るために、委託貸付などの手段で転貸業務を展開するようになった。

本章では、データに基づく分析を通じ、こうした金融市場に存在する資金空回り、即ち資金循環の悪化のメカニズムを明らかにした上で、銀行金利と市場金利の高騰を導くことを明確にする。こうした中で、中小企業が最終の借手として、高められた金利を受けざるを得なかった。

本章は以下のような 5 節から構成されている。

第 1 節では、M2/GDP の比、社会融資総量の拡大を確認した上で、経済成長を押上

げる信用供給の効率低下、企業債務の膨張に反する固定資本形成の拡大停滞を検証し、金融業の拡大と実体経済の成長の乖離が大きいことを明らかにする。

第2節では、中国銀行業における国有銀行の圧倒的な存在と利息に依存する収益構造及び規制を明らかにした上で、商業手形割引取引と銀行間同業業務の拡大が名目上の銀行貸出拡大であるという問題を明確にする。

第3節では、国有企業を中心とする社債市場規模の拡大、企業債券保有者と保有期間を明らかにすることを通じ、社債が一種の長期貸出であると指摘する。

第4節では、委託貸付の内容と規模を明確にした上で、個別事例で余剰資金を持つ企業が規制産業と中小企業への資金転貸を明らかにする。

第5節では、金融市場での資金空回りと委託貸付などがもたらす結果としては、銀行貸出金利の高騰と市場金利の高騰である、ということを検証した。

最後のまとめでは、本章の結論を指摘する

第1節 経済成長率の低下と信用供与の激増

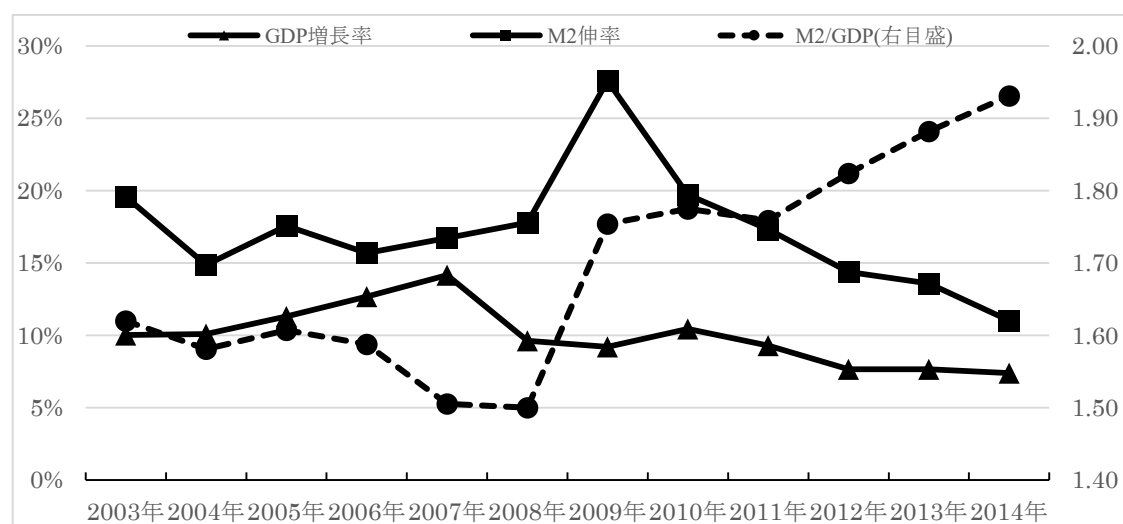
金融危機が勃発後、中国経済も巨大な打撃を受けて、経済成長率は2007年の14.2%から2008年の9.6%まで落ち込んでいた。速やかな経済回復を図るために、経済刺激政策を実施とともに、中国政府は2008年末まで頻繁に利下げと預金準備率の引下げを行い、緩和的な金融環境を狙っていた。その後2010年10月から2012年5月までの間に一旦引き締めをしたが、景気の低迷で再び緩和に転じていた。

図4-1に示すとおり、金融緩和の結果として、M2の前年比伸率は2008年の17.8%から2009年の27.6%まで大きく伸びていた。その後、M2伸び率は2014年の11%までに下降し続けていたが、貨幣供給量からみると、2009年に激増したM2供給量をベースにして市場に供給した通貨量がとても大きい。2014年のM2規模が2009年の60.6兆元の2倍に拡大し、122.8兆元に上った。

また、GDPとM2の増加率の差が2009年以後収斂しているように見えるが、M2とGDPの比率を確認すると、2009年のM2伸び率の急上昇により大きく伸びてから、2010と2011の二年間で横ばいになり、2011年に1.76から再び上昇し始め2014年

の 1.93 までに伸びていた。経済成長率が低下し続けることを考えると、2011 年から経済成長に必要以上のマネーサプライが拡大し続けていることが見られる。

図 4-1 GDP 増長率、M2 伸率と M2/GDP の推移



出所：『中国統計年鑑』の各年版により筆者作成。

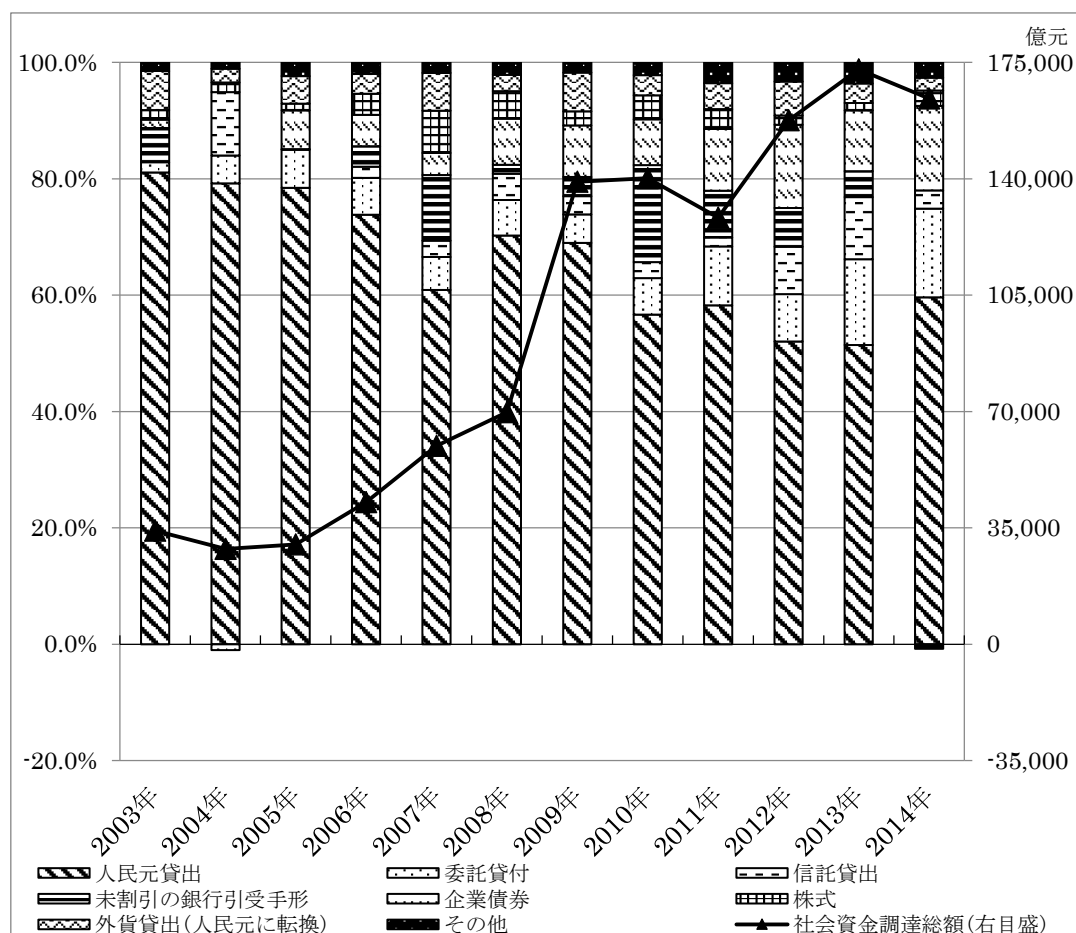
社会融資総量⁵⁹が 2006 年から右肩上がり で拡大し続けている。特に 2008 年以後、M2 供給量の増加に伴い、社会融資総量が大幅に伸びていた。図 4-2 に示すとおり、金融危機後の 2009 年の社会融資総量が 2008 年の 6.98 兆元より倍増の 13.91 兆元まで拡大したことが分かる。その後、2010 年と 2011 年の横ばいを経て、2012 年から再び上昇しはじめ、2013 年には 17.29 兆元まで拡大した。

社会融資総量の構成変化を確認すると、銀行貸付のシェアが 2009 年から減少傾向が続いていることが分かる。具体的に、2008 年には、銀行貸付は社会融資総量の 70.3% を占めていたが、2013 年には 51.4% までに縮小した。その一方で、2008 年以後、委託貸付、信託貸付、未割引銀行引受手形、企業債券の規模が大きくなったと同時に、シェアも大幅に拡大した。こうした変化の原因について、中国人民銀行貨幣政策分析小組 (2014) は、市場参加者の期待の変化と期待変化に伴う資本移動の変化、そして金融

⁵⁹ 中国人民銀行の定義により、社会融資規模とは、「実体経済が金融システムから調達する資金総額（フロー）」であり、人民元貸付、外貨貸付、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債、非金融機関国内発行株式から構成されるものである。

市場の発展に伴う流動性の増加がこうした一連の変化を加速していると結論付けている⁶⁰。

図 4-2 社会融資総量と構成の推移



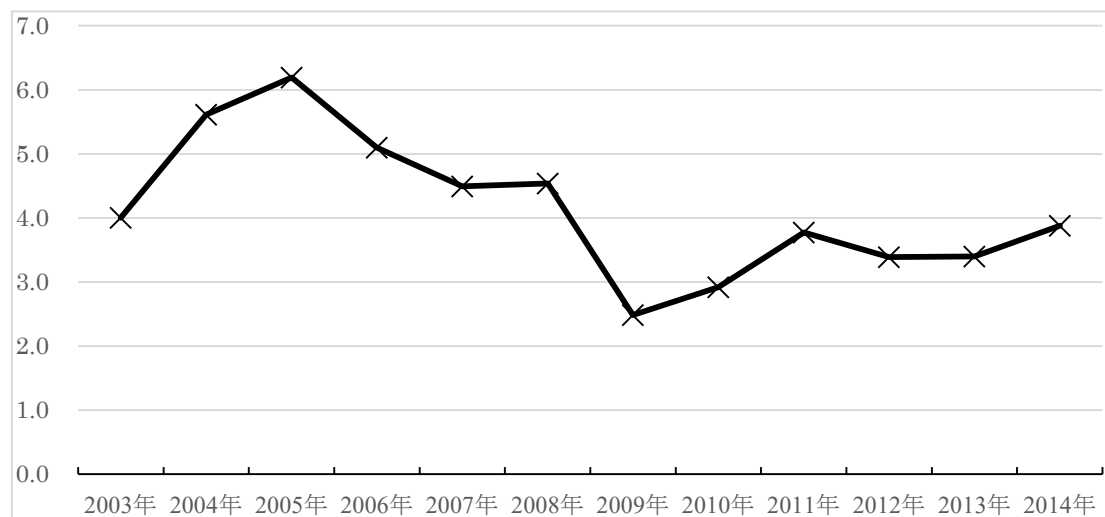
出所：『中国統計年鑑』の各年版により筆者作成。

こうした社会融資総量構成の変化の中で、社会融資総量の实体经济を押し上げる効果が弱くなっている。図 4-3 に示すとおり、GDP 総額と社会融資総量の比率で確認してみると、金融危機前の経済過熱期である 2005 年から 2008 年の間、社会融資総量は GDP を押し上げる効果が弱くなっていたが、平均値が約 5.08 にあることが分かる。2008 年の金融危機以後、2009 年の信用供与の激増により平均値が 2.48 まで急下降したが、経

⁶⁰ 関根（2014）の p.79 を参考。

済の回復と信用供与拡大の停滞により 2011 年の 3.77 まで回復しながらも、その後大きな伸びがなく 2014 年まで 3 から 4 の間に留まっていた。2009 年から 2014 年の平均値が約 3.3 に過ぎなく、危機前の 5.08 より経済への押し上げ効果が相当に弱くなった。

図 4-3 GDP／社会融資総量の推移



出所：『中国統計年鑑』の各年版により筆者作成。

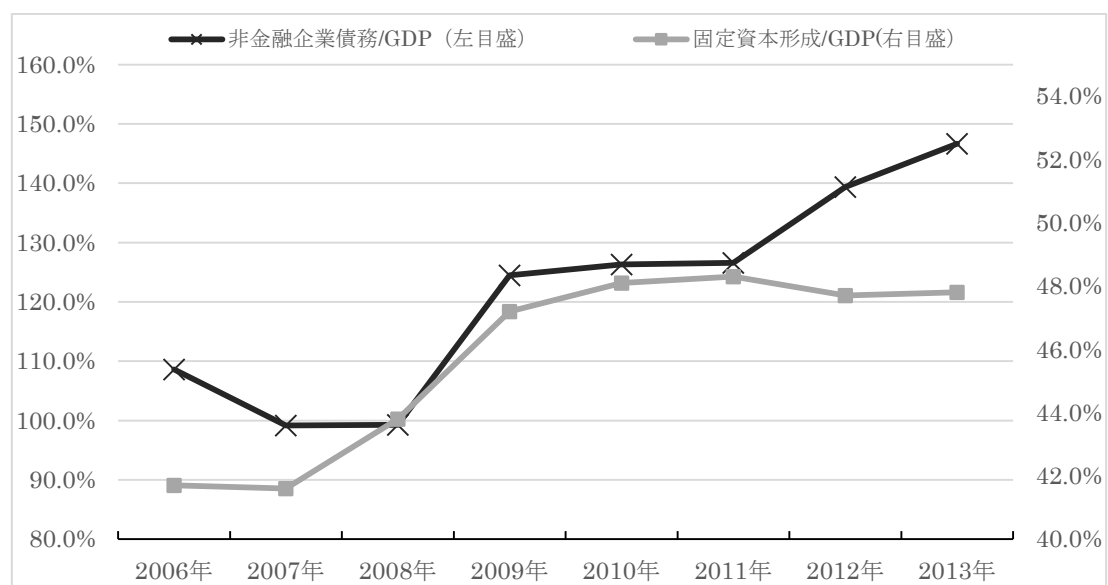
実体経済への融資が大きくなるにつれ、非金融企業部門の債務が大きく伸びている。第 2 章で分析したように、非金融企業債務規模が 2008 年の 31 兆元から 2014 年の 100 兆元ほどの 3 倍増に拡大した。また、非金融企業債務／GDP の比が 2008 年以後大きく伸びて、2008 年の約 100%から 2013 年の 147%まで上がってきた。

その一方、大量の債務を負う投資の効果を確認すると、固定資本形成／GDP の比が 2010 以後伸び悩みに陥り、やや縮小し続けている傾向にある。図 4-4 に示されるように、非金融企業債務／GDP の比と固定資本形成／GDP の比の間の乖離が 2011 年以後大きくなりつつあると見せる。その原因は第 2 章で指摘した通り、多くの資金が企業の固定資産投資に投入されておらず、高金利で地方融資プラットフォーム、不動産企業、中小企業に再貸出を行うことで利率差を狙うことである。これらは資金循環の悪化が生じることである。

また、陳（2014）はこうした金融市場の信用供与と実体経済発展の乖離について、

金融市場には歪みが生じると指摘した。中国では、多額の調達資金が提供され、表面上は実体経済部門に投入されているが、このうち大量の資金が生産性の低い部門や業界に流れている。例えば、インフラ事業（地方政府融資プラットフォーム）、生産過剰業種、不動産などである。こうした業界では、暗黙の保証を提供する政府や銀行の存在や、不動産価格の上昇観測があるため、リスク判断が歪められ、収益性が高く評価され、金融市場で（収益性の高い業界であると）幅広く認知され、調達資金を獲得しやすい。その結果、中小企業の資金需要が金融市場から押し出されたことと、市場金利の高騰である。したがって、資金循環にどのような変化が起きたかを明らかにする必要がある。

図 4-4 非金融企業債務／GDP と固定資本形成／GDP の推移



出所：非金融企業債務は BIS の total credit 統計、固定資本形成と名目 GDP は「中国統計年鑑」の各年版、関（2015）により筆者作成

第 2 節 銀行間取引拡大の実態

中国銀行業は 20 世紀の 80、90 年代に政策性機能との分離改革を経て商業銀行への転身が実現した。2000 年に WTO への加盟に伴い、外資銀行に進出にもたらす競争を抵抗するため、国有商業銀行をはじめとする株式制改革が盛んに行われてきた。その象

徴としては 2006 年までの国有大型商業銀行 4 社が香港・上海相場に手の上場を実現したことである。同年にも WTO 加盟時に約束した外資銀行の業務規制を撤廃する時間である。その後 2010 年の中国農業銀行の上場に伴い、国有商業銀行 5 社がすべて上場企業になり、より国際通用の厳格なリスクコントロールを行うようになった。2011 年 5 月、中国銀行業監督管理委員会は、『中国銀行業の新管理監督基準の実施に関する意見』（新基準）を公表した。当該書類には自己資本規制やレバレッジ率をはじめとする様々なリスク指標を 2010 年のバーゼル委員会が公表したバーゼルⅢよりも厳しく設定された。

株式制改革の進行に伴い、中国銀行業の資産規模が大きく拡大し、特に国有商業銀行 5 行が顕著になる。銀行業の資産規模が 2013 年末時点ですでに 2007 年の約 3 倍に膨らんでいた。英金融専門誌「The Banker」が中核的自己資本（Tier1）を基準に作成した 2013 年の世界の銀行ランキングによれば、上位 100 行の内、中国の銀行がアメリカ肩並みの 15 行存在した。上位 10 行には国有商業銀行の 4 行（工商銀行、建設銀行、中国銀行、農業銀行）がランクインしている。そして、工商銀行と建設銀行は Tier1 で 1 位と 2 位、資産規模で 1 位と 3 位となっている⁶¹。しかし、中国銀行業は利息収入に依存しすぎ、2007 年からのデータによれば常に銀行収益の 60%以上を占めている。その中で、国有商業銀行 5 社のみが常に銀行業収益の半分ほどを占めていた。したがって、銀行業では、利息収入が収益を支えていること、国有商業銀行 5 行が銀行業収益を支えているという問題がある。

この問題について、金利規制が主要な原因である。2004 年 10 月までに預金金利と貸出金利とも上下限を規制していた。その後、貸出金利の上限が撤廃され、預金金利の上限を基準金利とした。こうした結果は 2013 年 7 月に貸出金利下限が撤廃されるまで、銀行業が金利規制により 3%の利ザヤを簡単に獲得できることである（図 4-5）。斉（2015）は、銀行は貸し倒れが発生しない限り、貸付を行えば必ず利益を上げることができたと指摘した。第 3 章で分析したように、地方政府、地方融資プラットフォーム、不動産業、過剰生産能力業などの資金調達主体が銀行貸出への依存が大きいこ

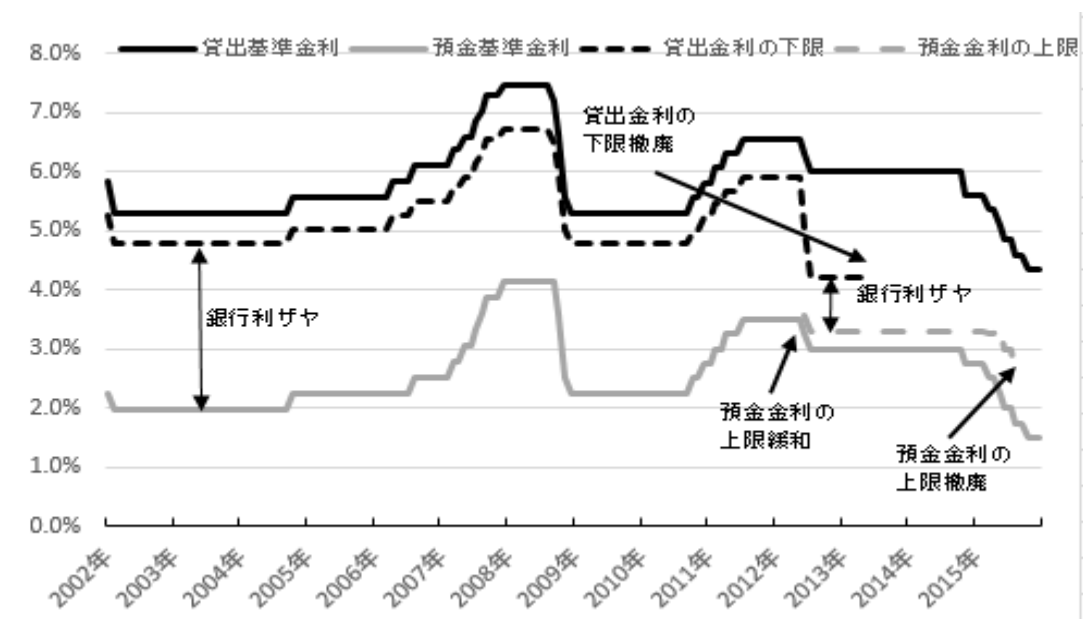
⁶¹ 斉（2015）「銀行部門で見る中国金融市場のリスク」p.54 を参考。当該論文では中国銀行業の経営現状、銀行業構造問題等を詳しく論じている。

とが分かる。実は、これらの調達主体の資金調達に関して、政府が様々な規制政策を打ち出したが、防ぎができなかった。この中には、銀行部門が貸出インセンティブを持つことが一要因でもあったと考えられる。

これらの産業への貸付が大きくなりつつある。中国人民銀行が公布した「2013年の金融機関の分野別貸出統計報告」では、2013年の不動産向け貸出が大幅に増加、新規貸出額が全体の約3割を占めていることを明らかにした。また、陳（2014）により、2013年3月末、地方政府融資プラットフォーム会社や不動産向け貸付残高が各種貸付残高に占める割合は35%に達し、消費者ローン及び非金融企業向け中長期貸付残高の3分の2を占めるまでになったことが分かる。

また、銀行貸出への規制がよく知られているのは預貸比率規制（75%）や貸出総量規制がある。これらの規制を回避し、旺盛な資金需要に資金供給をするため、図4-2に示されるように、銀行貸出以外の資金調達ルートが発達し、資金調達量が大きくなっている。一方、銀行内部にも商業手形割引と銀行間取引などの手段で事実上に貸出規模を拡大している。

図4-5 預金金利と貸出金利の水準及び自由化



出所：中国人民銀行の公表文書により筆者作成

商業手形割引で銀行から資金を借入る流れとして、企業が銀行に保証金（手形金額の20%～50%）を預け入れてから、一定金額の手形を手に入れた後再び割引方式で商業手形を銀行に渡し資金を調達することである。銀行と企業の間には、数度にわたり商業手形の発行、引受、割引を繰り返して資金を企業に流れ、企業の資金需要が満たされる一方、銀行の貸出拡大の要望も実現された。そして、銀行は、農村信用社などの金融機関との間で再割引、売戻条件付買入などの同業者間取引を行い、貸付規模抑制の間隔をついている。こうしたことにより、銀行の実質的な貸付金利が高騰する一方、銀行の名目的な預金規模が膨らみ、貸付規模抑制を回避している⁶²。

2011年8月に中国人銀行が「保証金預金を預金準備金積立の範囲に納入することに関する通知」を公表した。今まで、預けられた保証金を預金準備金範囲に含まれていないので、保証金をテコにし信用創造が拡大されている。その後、保証金による信用創造が前より少なくなるが、依然として同じ手段で信用創造が継続である。陳（2014）は、商業手形などの保証金は、定期預金の形で預け入れられることが多くて、企業の定期預金が企業預金に占める割合は2011年の35%～36%程度から、2013年の約41%に急増していると指摘した。

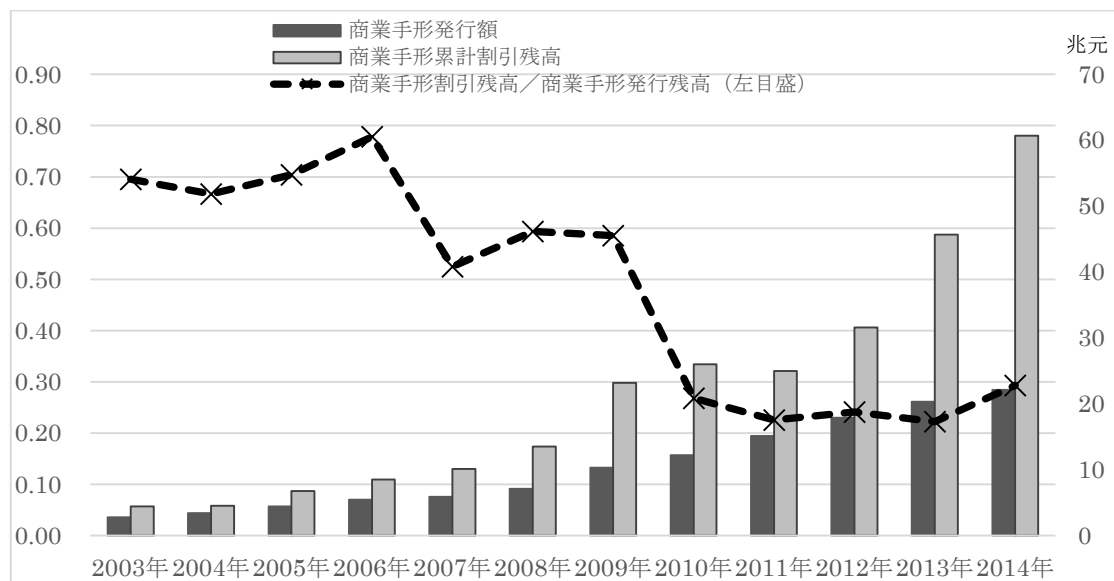
図4-6に示されるように、商業手形の発行額がずっと拡大する傾向をしているが、毎年の商業手形累計割引残高がより増大していることが分かる。2008年まで、累計割引残高が発行額の2倍未満であったが、2009年と2010年には2倍まで拡大し、2011年と2012年に縮小に転じた。その後、2013年から2倍以上になり、2014年にはさらに約3倍まで拡大した。規模からみると、2014年の商業手形発行額が22.1兆元に至り、商業手形累計割引残高が60.7兆元までに拡大した。

また、商業手形割引残高／商業手形発行残高の比を確認すると、2009年以後大きく縮小したことが分かる。つまり、大量の手形割引が商業銀行のバランスシート外で発生していることが分かる。陳（2014）の分析に指摘されたように、商業銀行が銀行引受手形を発行する場合、銀行の再割引によって貸付を実行する形が大半であり、残高から計算すると割引率が安定的で、以前は0.65程度を維持してきたが、2013年末時

⁶² 陳（2014）の「金融業と実体経済が乖離する中国の現状とその原因及び対策」のp.21-23を参考。

点の銀行が引き受けた満期前の商業手形残高約 9.2 兆元に対し、割引残高はわずか 24%であった。通常の条件で計算すると、約 3.77 兆元の手形割引が商業銀行のバランスシート外で発生していることになる。

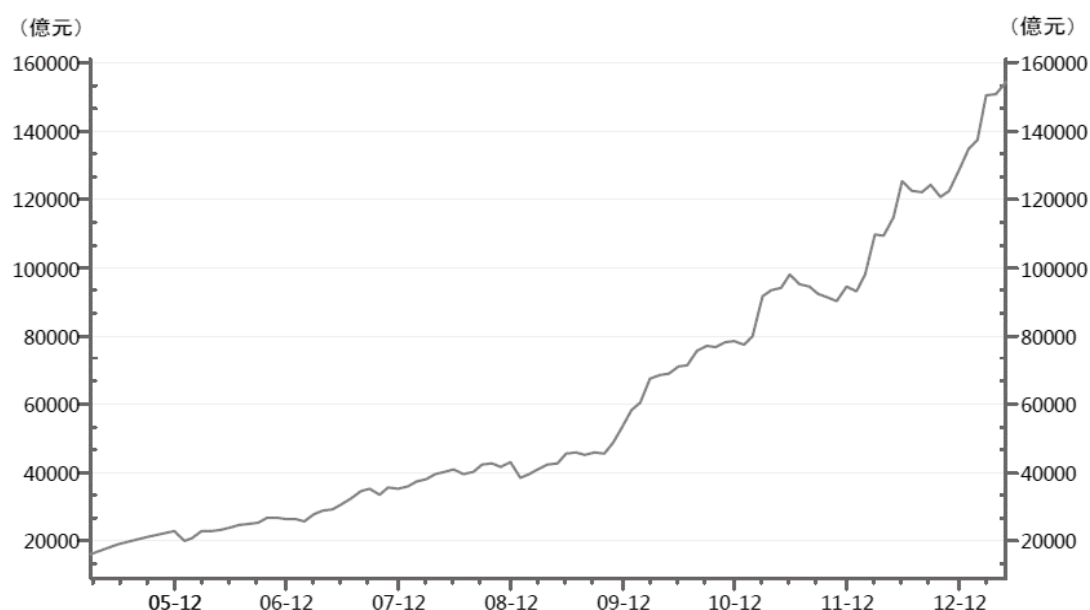
図 4-6 商業手形発行額、商業手形累計割引残高と商業手形割引実態の推移



出所：「中国貨幣政策執行報告」の各年版、陳（2014）により筆者作成

商業銀行が保有する他の銀行に対する債権が、他の銀行からの債務に比べて急速に拡大している。2009 年末は 5.4 兆元であったが、2013 年 5 月には 15.4 兆元に増え、わずか 3 年 5 ヶ月の間に 3 倍近くに増えた（図 4-7）。銀行同業業務の根本は、商業銀行間の資金貸借により短期流動性の不足を解消することである。しかし、2010 年以来、商業銀行が同業業務で銀行或いは理財資金を調達し、各種なバランスシート外の資産を拡大し、様々な同業業務を生み出した。伝統的な同業貸借、同業手形割引など以外に、同業支払い、買戻しなど様々なイノベーションが生じた。これらのすべては銀行が監督部門に要求される自己資本、貸倒引当金、預貸比率などの規制を回避しようとするものである。

図 4-7 拡大する銀行間取引資産



出所：陳（2014、元出所は wind 資訊）

最初に、同業業務が銀行間の資金貸借に限られていたが、20 世紀 90 年代後期から証券機構の資金委託管理を始めることから、同業業務の範囲が銀行から信託、証券、ファンド、融資リース、財務公司等各種の金融機構に広げて、信用貸借市場とマネーマーケットと資本市場を跨るようになった。2008 年の経済刺激政策と金融緩和により、貸出規制を突破しようとする銀行がさらに活発なイノベーションを行った。2010 年、2011 年には、融資類銀行・信託提携、商業手形割引などへの規制が厳しくなってから、同業代替支払い⁶³が主たる手段として、特に中小銀行に広範に使われていた。2012 年 4 月に、銀行業監督委員会が同業代替支払いを厳格管理する通知を公表し、その前に銀行代替支払い規模がすでに 1 兆元以上に至った。その後、信託収益権をはじめとする買戻し業務の成長が顕著になった。2013 年 3 月、バランスシート外の資産を厳しく制限する政策を公表し、規模が停滞と同時に、銀行同業資金が単一信託で信託収益権を購入する規模が急増するようになった。これらのことは、監督部門が常に様々な規制回避のイノベーションに追い駆けられ対策を講じるとみられる。

⁶³ 「解説銀行同業業務」により、同業代替支払いとは、銀行の名義で取引先への融資を他の銀行に依頼し貸出することである。受託銀行が約束した時間に委託銀行の指定口座に資金を移動し、委託銀行が約束した時間に元本と利息を返済する。

高い利益収入を求めることは同業業務を積極的に行う原動力だと考えられる。財新の統計によると、2012 年末、興業銀行の同業資産規模 1.17 兆元に至り、総資産の 36% を占めているが、すでに貸出規模と同じになった（表 4-1）。同業業務の利息収入が全部利息収入の 38% を占めて、貸出の利息収入とほぼ同額である。

一般に、同業市場で、国有大型商業銀行が資金の貸出側、他の中小銀行が資金の借入側だと考えられるが、近年、農村金融機構が急激に資金の貸出側での表現が顕著になっている。これは農村金融機構がインターバンク市場での取引できる業務が少なく、常に大量の資金の使い道がないことからである。これらの資金を狙い、興業銀行が構築した“銀銀平台”で数百社の小銀行（農村信用社が一番多い）に、同業業務、理財商品代理など様々なサービスを提供し提携している。

表 4-1 銀行間同業業務の構成実態

| | 銀行 | 同業資産／総資産 | | 同業負債／総負債 | |
|----------|---------|----------|--------|----------|--------|
| | | 2011 年 | 2012 年 | 2011 年 | 2012 年 |
| トップ五社 | 瀘州市商業銀行 | 60.2% | 56.8% | 8.6% | 10.8% |
| | 広西北部湾銀行 | 62.6% | 49.4% | 54.8% | 45.7% |
| | 厦門銀行 | 46.7% | 39.4% | 30.9% | 37.2% |
| | 興業銀行 | 34.3% | 36.1% | 35.8% | 37.2% |
| | 蘇州銀行 | 25.1% | 34.8% | 22.6% | 36.1% |
| 国有五大商業銀行 | 交通銀行 | 9.6% | 9.9% | 19.7% | 19.3% |
| | 農業銀行 | 7.5% | 9.8% | 7.4% | 7.5% |
| | 中国銀行 | 9.7% | 9.1% | 14.8% | 15.8% |
| | 建設銀行 | 4.8% | 7.4% | 9.2% | 8.5% |
| | 工商銀行 | 5.4% | 6.7% | 10.7% | 10.5% |

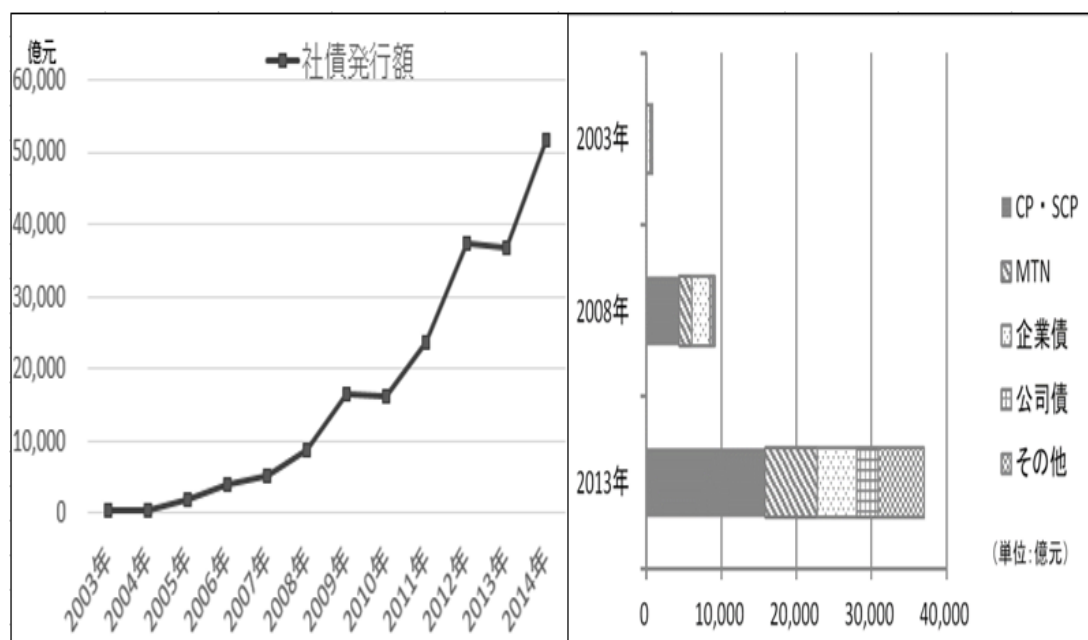
注：表のランキングは 2012 年同業資産／総資産の比の大きさによるものである。

出所：財新《新世紀》2013 年 7 月 30 日付「解説銀行同業業務」により筆者作成

第3節 激増し続ける社債の保有期間長期化

中国人民銀行の2012年からの統計分類により、社債（公司信用類債券）は短期融資券（CP）、超短期融資券（SCP）、中期融資券・中期手形（MTN）、企業債券、公司債券、中小企業集合債券、非公開定向債務融資工具、資産支持手形から構成される。社債市場の発展は経済成長に満たすための債券種類の増加とともに大きくなっている。2005年に許可されたCP、2007年に許可された公司債券、2008年に許可されたMTNの出現が社債市場の急拡大に繋がっている（図4-8）。2005年には社債発行額が2046.5億元に至り、2004年の327億元の6倍になった。2009年には2008年の8723億元の2倍の約1.7兆元に拡大した。その後、発行額が増え続けて2014年には5.2兆元まで拡大した。

図4-8 社債発行額とその構成の推移



出所：「中国金融穩定報告 2015」、五味（2014）により筆者作成

こうした急増した社債にはCP、MTNの規模が大きい。2011年には、短期融資券（CP）、中期手形（MTN）、企業債、公司債の発行額が企業債発行額の約8割を占め

る⁶⁴。2013年には、80%以上を占めることが分かる。その中に、CP、MTNの発行額が全体の62%を占めることが注目される。

これらの債券の発行主体は国有企業が圧倒的なシェアを占めている。五味（2014）が2013年のSCP、CP、MTN、企業債、公司債の発行体を統計した結果として、公司債以外の債券発行体が主に国有企業である。具体的に、SCPの発行体は100%の国有企業であり、その中に中央国有企業が98.6%を占めている。CPの発行体には、国有企業が66.2%をしめており、そのほかに民間企業の22.2%、外資企業の7.2%となっている。MTNの発行体には、国有企業が78.2%を占めており、そのほかに民間企業の12.6%、外資企業の6.1%となっている。企業債の発行体には、国有企業が94.9%を占め、圧倒的な優位である。公司債の発行体には、国有企業がただ27.3%を占めるに対し、民間企業が46.6%を占めている。

また、社債市場全体の発行体ランキングを確認すると、地方政府の建設債、公共性の高い政策プロジェクト見合いの起債が多いことが分かる⁶⁵。川村（2013）が用いたブルームバーグの統計データによれば、以下の点が指摘されている。2011年の発行体ランキングの一位は旧鉄道部であり、社債市場の発行額の19.2%を占めている。2位の中国国家電力集団の起債額はただ一位の6分の1程度にとどまり、全体発行額の3.2%を占めている。2012年には鉄道部また一位であるが、発行額のシェアが11.2%まで下がった。一方、2位の中国石油が800億元の規模で8.4%のシェアに至った。そして、2011年と2012年のトップ20位の会社の業務別を確認すると、すべては鉄道会社、電力会社、城市開発建設会社、石油会社、鋼鉄会社、石炭会社、空港・航空会社の大手会社であることが分かる。

債券取引市場はインターバンク市場、証券取引所市場、商業銀行店頭市場に分けられているが、中国人民銀行の統計により、2013年には90%以上の取引がインターバンク市場で行われている。インターバンク市場で取り扱う社債は公司債、転換社債以外にすべて含んでいる。証券取引市場では、一部の企業債、公司債、転換社債を取引する。商業銀行店頭市場では貯蓄国債、記帳式国債のみを取引する。

⁶⁴ 神宮（2012）「増加する企業の債券発行」p.16を参考。

⁶⁵ 川村（2013）『最新・中国金融・資本市場』pp.235-238を参考。

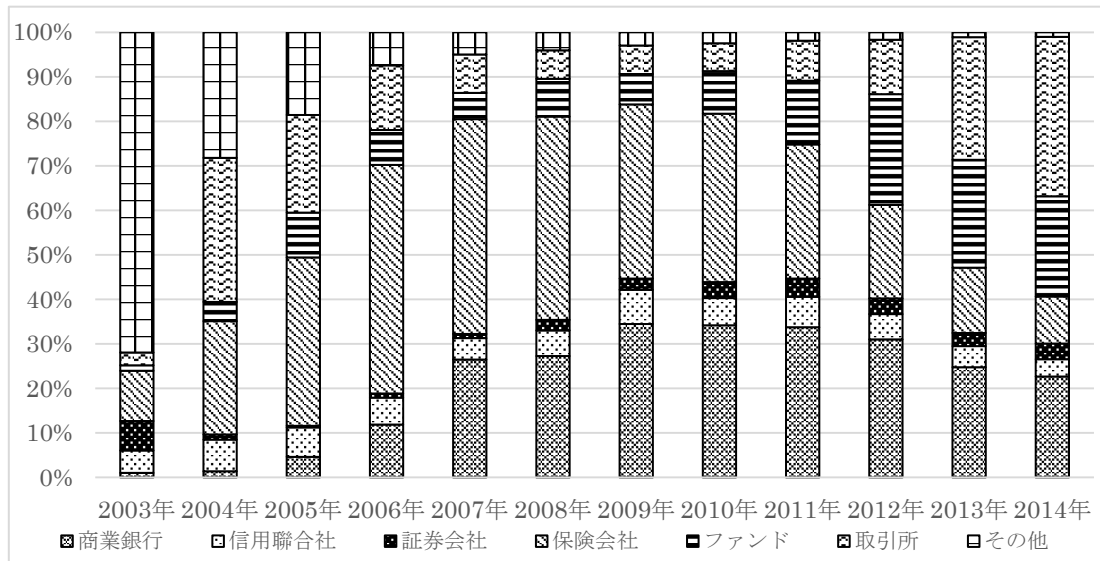
ここで検討するインターバンク市場の債券市場で取引を行う参加者は、2010 年末時点で、1 万 235 となり、うち特殊決済メンバー14（中国人民銀行、財政部、政策性銀行など）、商業銀行 445（支店メンバーを含む）、信用社 843、ノンバンク金融機関 175（財務会社、信託会社、金融リース会社、投資会社など）、証券会社 123、保険会社 135、各種基金 2170 及び非金融機関 6299 社となっている⁶⁶。

図 4-9 に示されるように、企業債券の構成の変動が大きいことが分かる。前節で明らかにした社債が 2008 年の金融危機以後に大きく拡大したことを念頭に置きながら、それぞれの保有先の変化を確認する。商業銀行が 2003 年の僅かなシェアから伸び続けて、2006 年と 2007 年がともに前年より倍以上に拡大し、26.5%まで上がってきた。2008 年の金融危機を経て、2009 年には再び上昇し 34.5%に至った。その後 2011 年まで 34%前後に動いたが、2012 年から下降する傾向になり、2014 年の 22.68%まで縮小した。商業銀行とほぼ同じ変化をしたのは保険会社である。こうしたことは 2010 年以後、銀行業、保険業がもっと利回りが高く、資金回収が速い信託商品及び同業業務に資金を流れることと考えられる。その一方、取引所の保有シェアが銀行と保険会社と真逆な変動をし、2010 年までシェアが縮小し続けて、2011 年から再び拡大し、2014 年には最大値の 35.8%まで上昇してきた。また、ファンド会社のシェアは 2010 年まで変動しながら大きく拡大しなかったが、2011 年以後大きく拡大し、2014 年には 2009 年の 3 倍の 22.54%に上がってきた。

続いて、社債発行額に大きなシェアを占める CP、SCP、MTN の保有先を確認する。これらの債券はすべてインターバンク市場で取引されているので、保有先は機関投資者のみである。図 4-10 に示される 2013 年と 2014 年のデータを確認すると、CP・SCP の 90%ぐらいは銀行とファンド会社に保有されていることが分かる。MTN には銀行とファンド会社が 80%ぐらいのシェアを占めているが、保険会社の 10%を加えると、90%にも至る。これらに基づいて、CP、SCP は銀行の超短期貸出と同質のものだとみられる。また、MTN は銀行の中長期貸出と同質のものだとみられる。

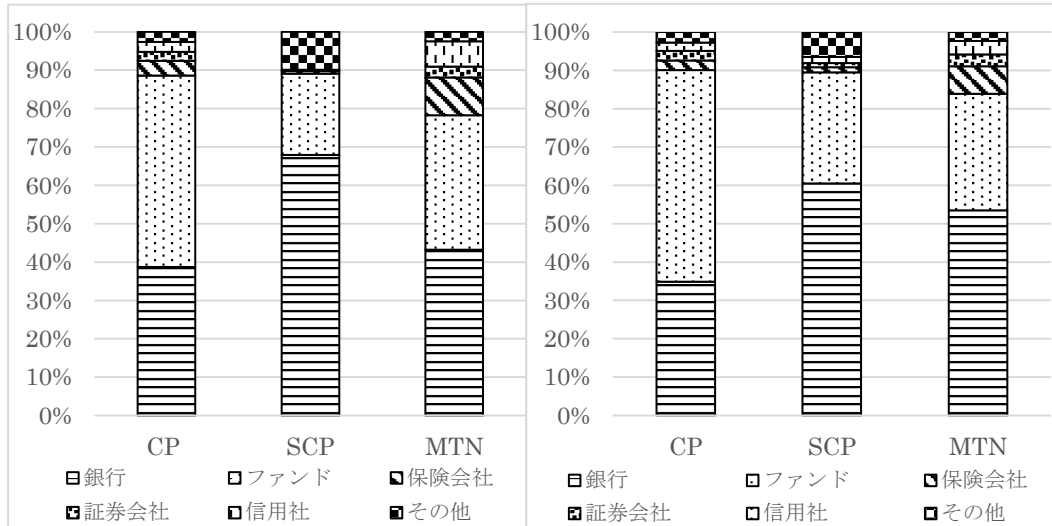
⁶⁶ 張（2012）『中国の金融システム—貨幣政策、資本市場、金融セクター』、p.138 を参考

図 4-9 企業債保有先の構成の推移



出所：中国債券信息网の債券統計データにより筆者作成

図 4-10 2013（左）、2014 年（右）の CP、SCP、MTN の保有先の構成



出所：上海清算所の「固定収益産品統計」により筆者作成。

さらに、Asian bonds Online の統計により、中国の社債ターンオーバー率⁶⁷は 2011 年以後急激に縮小して、2008 年から 2010 年の 1.3 前後から 2014 年 0.22 まで下降し

⁶⁷ ターンオーバー率：債券取引量と債券の平均残高の比率

た。この指標は債券保有者が債券満期まで保有するシェアが高騰し、債券は事実上に銀行の長期貸付と同じ性質を持つようになることを意味する。

これらのことに基づき、2008 年金融危機の刺激政策を考慮に入れると、地方政府、地方融資プラットフォーム、国有企業が担当する大型プロジェクトなどの資金需要が債券発行により調達した資金が少なくなかった。そして、これらの調達主体が社債市場にて圧倒的なシェアを占めて、各種短期融資券、中長期融資債券を組み合わせることで企業の短期、長期の資金需要を満たしている。また、銀行と保険会社が主たる保有者であり、債券のターンオーバー率が低下し続けることを合わせてみると、これらの資金が事実上の長期貸出とみなすことができる。

第 4 節 資金転貸による委託貸付の急拡大

委託貸付⁶⁸業務は銀行貸出以外の資金調達手段として、常に貸手会社の子会社、株持会社の間に流動資金の提供として使われている。特徴として無関連会社への貸出が少ない点があげられる。その規模は、金融危機前に社会融資総額の 5%~6%水準を維持していたが、金融危機後の 2010 年から 10%以上に拡大し、2014 年には 15.3%まで上昇した。

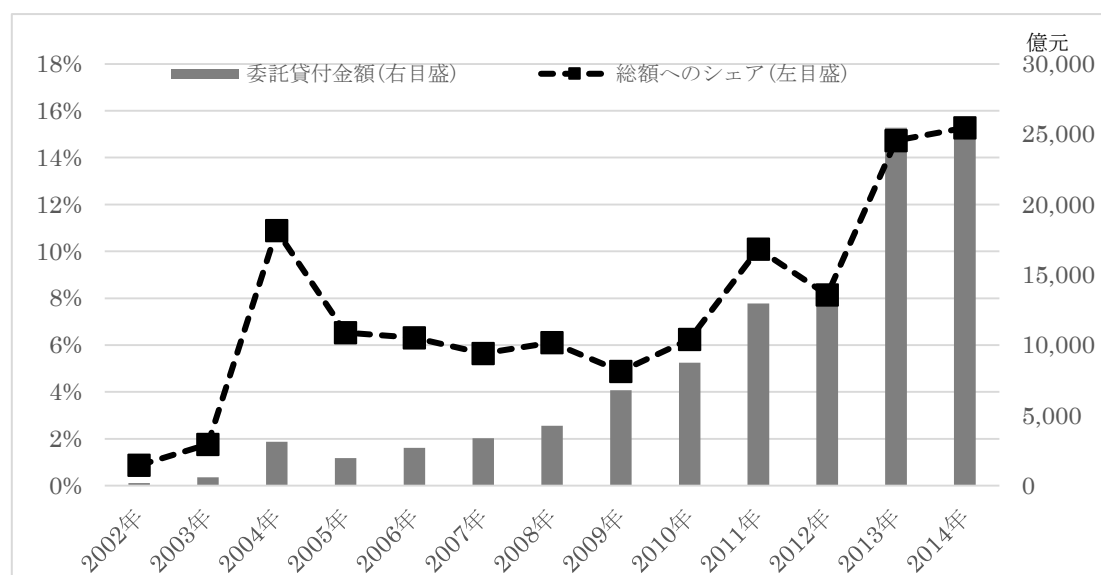
図 4-11 は年ごとの委託貸付の金額と社会融資総量に占めるシェアの推移を示している。図に示すとおり、2004 年以前の委託貸付の規模は極めて小さく、2003 年のシェアも 1.8%しか占めていなかったことわかる。2004 年には、人民銀行が基準金利に基づく実質貸出金利の上下限を拡大するに伴い、銀行借入を求める企業の借入コストが高くなり、銀行貸出以外の調達手段の金額が益々大きくなってきていた。そこから 2008 年まで、委託貸付金額が社会融資総量の拡大とともに増えてきているのにもかかわらず、シェアは 6%前後に止まり、大きな伸びがなかった。

2008 年の金融危機の対策である大規模な信用緩和を受けて、2009 年の社会融資総量が 2008 年の倍以上に拡大し、14 兆元に至った。しかし、銀行貸出の規模が大きくな

⁶⁸ 委託貸付とは、受託人（貸手）である銀行は委託人である企業、個人などから資金を引き受け、委託人が確定した借手、用途、金額、期限、金利などの条件のもとで貸出を行うことをいう。また、受託人である銀行機関は資金の管理、監督及び回収協力に責任を負う

り、委託貸付を求める企業が企業少なくなり、シェアが縮小した。その後、2010 年後半から 2011 年半ばまでの引締めにより、社会融資総量が 2009 年の規模に止まり、銀行貸出の規模も著しく縮小した。それに反して、委託貸付、銀行手形、企業債券の規模が大きく拡大し、合計シェアも大幅に伸びて、2008 年の 29.8%から 2013 年の 49.7%まで大幅に上昇した。その中に、2013 年の委託貸付の規模が 2012 年の倍以上に拡大し、2.5 兆元の規模に至った（図 4-11）。2014 年には 2013 年の規模が維持されたが、社会融資総量が縮小したので、委託貸付のシェアが前年度より上昇した。

図 4-11 年ごとの委託貸付の金額と社会融資総量へのシェアの推移



出所：『中国統計年鑑』の各年版により筆者作成。

ここに委託貸付を行う会社はどのような会社であるか、委託貸付を経由し資金を調達する会社はどのような会社であるか、その調達コストはどうであるか、などの疑問が存在する。そこで以下に委託貸付の実態を考察する。

現在、資金規模以外の統計データが不備のため、上場企業のデータを通した分析となる。2011 年、上場会社が非関連企業向けの委託貸付額（新規分）は 443.7 億元の規模に至った（陳 2014）。2012 年、120 社上場企業が非関連企業向け約 306 億元の委託貸付を行い、その中に 67 社の貸出金利は 7%～12%の間に設定され、残りの 53 社は

12%～25.9%間に設定されている。また、浙江省のデータを見てみると、委託貸付の相手はすべて地元の不動産会社、地方政府融資プラットフォームである（21 世紀経済報道 2013）。2014 年前半、上場企業が 1026 億元の委託貸付を行い、前年同期より 20% 増加した。借入会社が上場企業との関係から見ると、子会社が約 60%強、持株会社が約 20%強、無関連会社が約 20%未満からなっている。その中に、無関連会社向けの貸付は相当の部分が不動産会社と地方政府プラットフォームに流入してきた。その貸出金利は 7%～26%間に分布しているが、地方政府プラットフォーム向けの金利は基本的に 10%以下であるのに対し、貸出金利を 12%以上に設定されるのはすべて不動産会社である（上海証券報、2014 年 7 月 30 日付）。

これらの状況は上場企業である河南中原高速有限公司からも確認できる。当企業の有価証券報告書によれば、以下のことが明らかになった。借入先には 2010 年 3 社のうち 2 社、2011 年 9 社のうち 7 社、2012 年 5 社のうち 4 社が不動産会社である。貸出金利はすべて 25%前後に設定されていた。そして、これらの会社は当該企業と関連がないと記載されている。また、子会社と関連会社向け委託貸付を行う場合の事例として、上場企業の四川川投能源と保定天威（ST 天威）の例が取り上げられる。これらの企業の有価報告書によれば、銀行貸出の基準金利で各自の子会社に数億元の委託貸付を行ったとされている。しかしながらその後、生産性過剰のシリコン産業を営む子会社が破綻し、母会社が損害を被った。

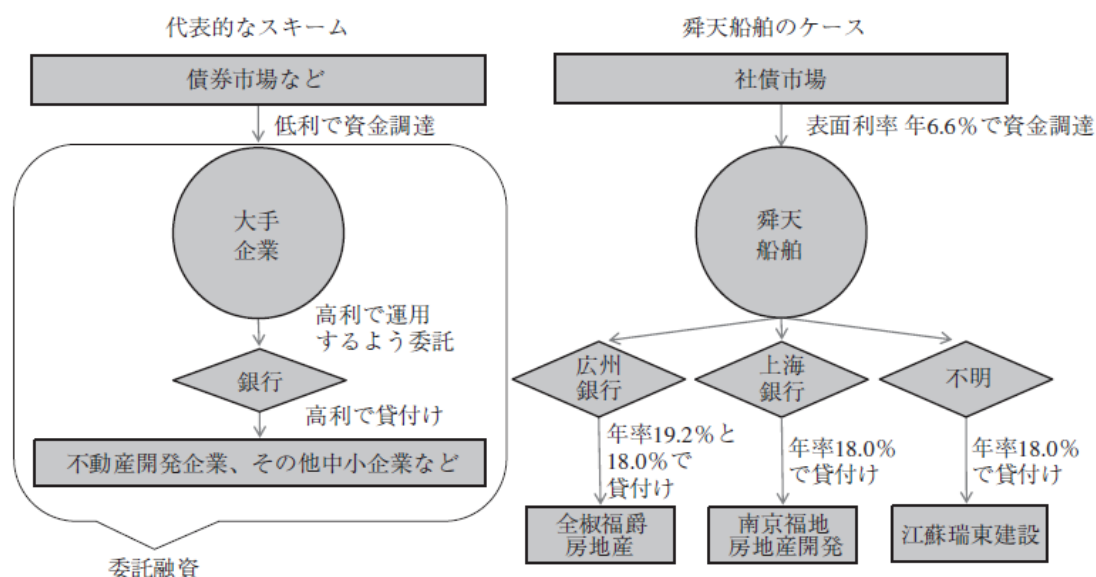
2013 年、上場企業の委託貸付金額は年間の新規委託貸付総額の 6.9%を占めるにとどまっている。証券管理機関と銀行機関に厳しく監督される上場企業さえハイリスクを無視し、生産性過剰分野、地方政府プラットフォームを相手に委託貸付を行っているので、そのほかの非上場企業は上場企業より更なるハイリスク、ハイリターンを追及することが推測できる。さらに、委託貸付の資金源を考察すると、これらの上場企業の有価証券報告書においては調達資金ではないと明記している。中国では、調達資金（銀行借入、株式、社債などにより調達する資金）で委託貸付を行うのは禁止されている。

しかし、実際に委託貸付を行う際、調達資金であるかと明確に判断できないので、ここは所謂グレーゾーンとなる。中原高速を例に取上げ詳細を説明する。2009 年から

2014 年の企業の流動比率は 92.7%、69.4%、45.7%、33.2%、69.9%、57.7%である。ここから見ると、会社自身の短期支払い能力が極めて不足なのに、どこからの保留資金で委託貸付を行うかという疑問が生じる。さらに、資金調達状況を調べてみると、毎年、銀行から高速道路建設プロジェクト（会社の本業）専用借入を何回にしていることが窺える。そして、2013 年と 2014 年に、合計 4 回の“非公開定向債務融資工具”（銀行引受私募債券）を発行し、7%ぐらいの利回りで 50 億元の資金を調達してきたことが分かる。

また、関（2015）が指摘したコンテナ船などの生産販売に携わる江蘇舜天船舶股份有限公司の委託貸付案件がこういう流れを明確にした（図 4-12）。舜天船舶会社が 2012 年に表面利率年 6.6%の社債発行で資金を調達し、2012 年から 2013 年末までに、委託融資により非関連会社である全椒福爵房地產に年率 19.2%と 18%、南京福地房地產開発に同 18%、江蘇瑞東建設に同 18%で資金を貸付けた。これらはいずれも不動産関連会社である。

図 4-12 委託貸付のスキームと事例



出所：関（2015、元出所は「江蘇舜天船舶股份有限公司 2012 年・2013 年度報告」）

第5節 銀行貸出金利と市場金利の高騰

銀行業の商業手形割引をはじめとする同業業務の規模の拡大が多くの資金を制限された地方建設、不動産業、過剰生産能力業種に流れることを促した。そして、地方政府、地方融資プラットフォーム、国有大型企業が主導する債券市場から調達した資金は再び銀行経由で上述したところ及び中小企業に流れた。これらのことは直接に銀行と資本市場から資金を調達できない中小企業にとって、資金調達がもっと困難に、調達コストがもっと高くなることを直面させなければならない

インターバンク市場での商業手形割引と CP、SCP をはじめとする短期金融商品と様々な収益権金融商品の取引量が急拡大し、資金が空回りになっている。問題が現れたのは、銀行業のベンチマーク金利としての上海銀行間貸借利率（Shibor）の翌日金利が 13% 台に急騰したことである。

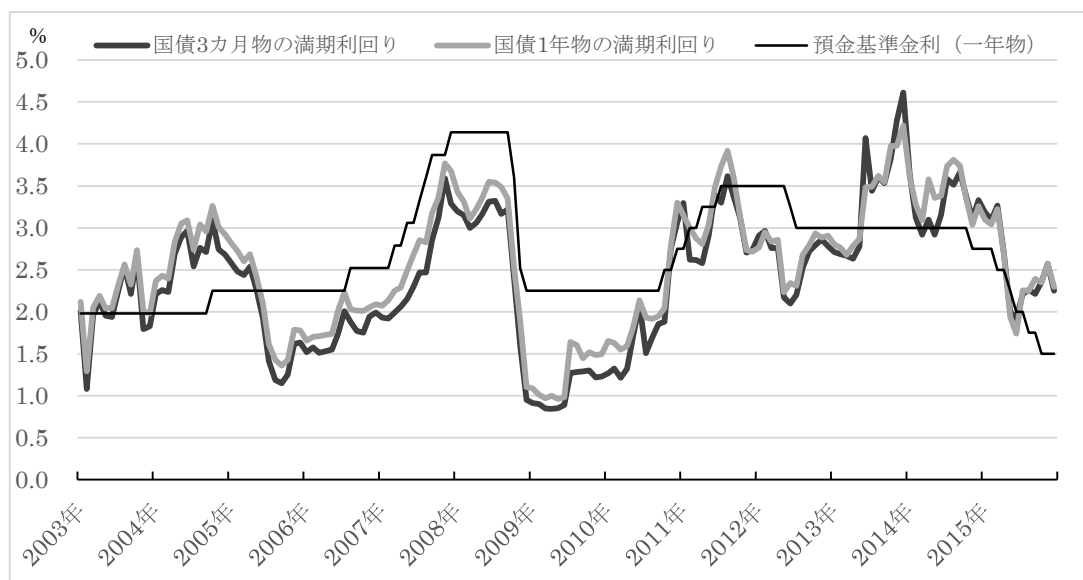
こうした急騰について、中国人民銀行の解釈によれば、①銀行貸出の増加、②四半期末に企業法人税の支払で銀行預金の引出が増加、③端午節の連休に伴う資金需要の増加、④国家外貨管理局など金融当局が投機的な資金（ホットマネー）の流入を阻止するための政策によって一部の商業銀行では外貨の購入で人民元需要の増大、⑤銀行の法定預金準備金の支払、という 5 点となっている。しかし、市場に共通する認識は以上の 5 点だけではない。高田（2013）は次の 4 点を指摘した。①外資流入への規制強化と、米国の QE3 縮小観測を受けた海外からの資金流入の減少、②銀行間債券市場に対する監督強化に伴う流動性低下（信託会社の理財商品用口座の規制強化）、③貸出の高い伸びに加え、季節性を伴う資金需要の拡大、④理財商品の償還のための資金需要の拡大となっている。こうした中には、銀行間債券市場の資金流動が今まで分析により、債券収益権の繰返しの転売により名目上の預金と貸出の規模が大きく拡大させているので、もし転売が困難になったら、連鎖反応で急激な資金不足を引き起こることが当然である。

また、リスクフリー金融商品の金利水準が高位にありつつある。図 4-13 に示すベンチマーク金利としての 1 年間基準金利が 2014 年末まで歴史的低位水準に設置してい

ないことが金利の高騰を説明している⁶⁹。そして、リスクフリーとみられる国債3ヶ月物と1年物の満期利回りの推移を確認すると、2012年後半から上昇し、2013年半ばに急騰して2000年代以来のピークに至って落ち着いてから再び上昇し新たなピークに至った。その後、下降する傾向を続けているが、常に預金金利を上回っている。

さらに、実際の貸出金利は相当に高くなっている。図4-14に示されるのは、商業銀行の実際貸出金利の構成分布である。優遇金利と上乗せ金利の変化が著しく、2011年から上乗せ金利で貸出を行うシェアが上昇し続ける一方、優遇金利のシェアが縮小し続けている。つまり、銀行の実際貸出金利が全面的に高まり、企業の資金調達コストが上昇することである。上乗せ金利のシェアが2012年半ばに70%台を超えてから、一旦シェアが下がったが2013年末までずっと60%~70%の間に留まっている。2014年から再び70%台を超えて、市場の資金コスト高問題が再び顕著になっている。優遇金利の方は上乗せ金利と真逆の方向で動いて、そのシェアが2011年の30%前後から2014年末の10%まで縮小した。そして、基準金利のシェアが2011年からずっと下降し続けて、そのシェアが2011年の30%から2014年末の19%まで縮小した。

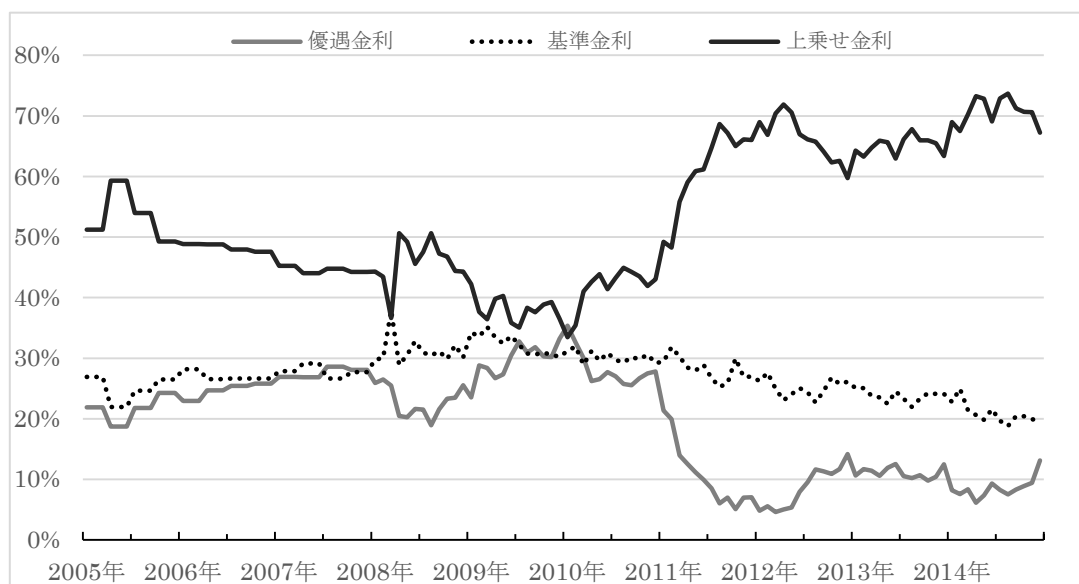
図4-13 リスクフリー金利商品の金利水準



出所：中国人民銀行と中国債券信息网の統計データ、陳（2014）により筆者作成

⁶⁹ 陳（2014）は中央銀行が預金基準金利を歴史的低位水準に設置していないことも、ノーリスク金融商品の利回りの高止まりをある程度説明していると指摘している。

図 4-14 金融機構人民元貸出金利の構成の推移



出所：「中国貨幣政策報告」の各年版により筆者作成

まとめ

金融危機後、経済回復のために実体経済への信用供給が大きく拡大したが、経済成長に対する一単位当たりの信用供給の効率が低下になりつつある。また、企業部門の債務が大きく膨張しつづけるにもかかわらず、企業の固定資本形成が2009年の急増を遂げてから増加停滞になった。実は、こうした大きく拡大した信用供給が金融市場における資金空回りをしている。

本章での分析により、以下の結論が得られた。

第1に、商業手形の再割引と銀行間業務の膨張が銀行機構の名目上の貸出規模を拡大し、調達コストを高める。手形の数度に渡る再割引が銀行側の名目上の預金と貸出規模を拡大したが、企業にとって実際に調達してきた資金がさほど増加せず、かえって資金調達コストが高まる結果となる。また、銀行間同業市場での大型銀行から中小型銀行への資金貸借が、預金を預ける能力が弱い中小銀行の大規模な貸出を可能にした。同時に、企業にとって、資金調達コストが高まることになった。

第2に、国有・大型企業による発行した社債が圧倒的なシェアを占める社債市場に

で、満期まで保有される社債の比率が 2010 年以後急下降し、社債が事実上の長期貸出になっている。また、銀行、ファンド会社、保険会社が常に社債総額の 90%以上を占めている。

第 3 に、上場会社、国有・大型企業は債券市場、株式市場、銀行機構などから調達してきた資金は、銀行を経由し委託貸付の形式で地方融資プラットフォーム、不動産業、中小企業に資金を貸出している。そうした中に、不動産業と中小企業向けの貸出金利が相当に高く設定されている。

第 4 に、2011 年から銀行貸出金利が高騰し、2014 年まで高いレベルに維持している。市場金利である国債（3 ヶ月物と 1 年物）金利が 2013 年から銀行貸出基準金利を上回り、高いレベルに維持している。こうした金利の高騰が最終の借手としての中小企業にとって、受けざるを得ないことである。

本章での分析により、第一章と第二章で提起した仮説②を一側面から検証したと言える。それは、①銀行間市場での大型銀行と中小銀行、大中型銀行と農村金融機構の取引規模が大きくなればなるほど、最終の借手である中小企業と資金繰り困難の産業の資金コストを高める。②委託貸付は資金を最終の借手まで届けるチェーンが長くさせ、資金コストを高める。ということである。

第五章 銀行業と信託業を跨る金融商品経由の信用供給

はじめに

第四章でインターバンク市場での銀行同士の同業業務の激増と、企業・銀行の間に数度にわたり商業手形の割引による名目貸出の拡大が、実体経済に流入した資金がそれほど多くなかったことを引き起こしたと論じた。つまり、大量の資金が金融市場で空回りになっている。

また、社債市場でも、地方政府、地方政府プラットフォーム、国有・大型企業などの資金調達主体が社債市場で主導的な位置を占め、低金利で大量の資金を調達している。これらの企業が再び委託貸付で資金調達制限を受ける不動産業と資金調達難の中小企業などに高金利で再貸出しを行う。社債に投資する主体が銀行、保険会社であり、ほぼ満期まで保有するので、ある種の長期貸出だとみられる。つまり、委託貸付は社債に転身した銀行資金が銀行のバランスシート外で政策に制限された不動産業、調達困難の中小企業などに資金を貸出していることである。これらは企業が利ザヤを狙い積極的に活動を行うことだと考えられる。

本章では、銀行が他の金融機関と連携して低金利の正規金融システムと高金利の民間金融との間で利ザヤを得ている実態を明らかにし、信託商品などを通じた地方インフラ建設、過剰生産能力の業種、不動産業への資金供給メカニズムを考察する。また、小額貸付、ネット金融の勃興に言及し、これらは資金繰りが困難の中小企業と零細企業に新たな資金調達手段を提供したが、高い貸出金利のために企業の資金コストを高めていることを明らかにする。

本章は以下のような4節から構成されている。

第1節では、異分野の提携が可能にする経済的原因と制度的原因を明らかにする。それは主に企業部門の資金不足と利ザヤの存在及び異分野への参入規制の緩和による。

第2節では、銀行の理財商品の内容、資金構造、資金運用及びリスクを明確にした上で、短期理財商品の資金が長期金融商品に投入されること、金融商品を経由した資

金がリスク産業に流入することも明らかにする。

第 3 節では、信託商品の内容、資金構造、資金運用、収益及びリスクを明確にした上で、調達資金と資金運用の期間ミスマッチ問題を指摘し、また信託商品を経由し資金がリスク産業に流入することも明らかにする。

第 4 節では、小額貸付、ネット金融の内容と規模及びそのリスクを明確にした上で、余剰資金を持つ銀行と国有企業の資金運用の手段を問題として提起する。

まとめでは、本章の結論を述べる。

第 1 節 異業種間の提携を可能にする資金需給ギャップと政策背景

1-1 企業部門資金不足と利ザヤの拡大

第 4 章で明確にしたように、2008 年以降、経済回復のための刺激政策の展開により、インフラ建設・不動産投資・企業設備投資などが盛んに行われた。これらの投資資金は企業の自己資金のみでは解決できず、資金不足になった。この不足の規模は図 5-1 で確認できる。

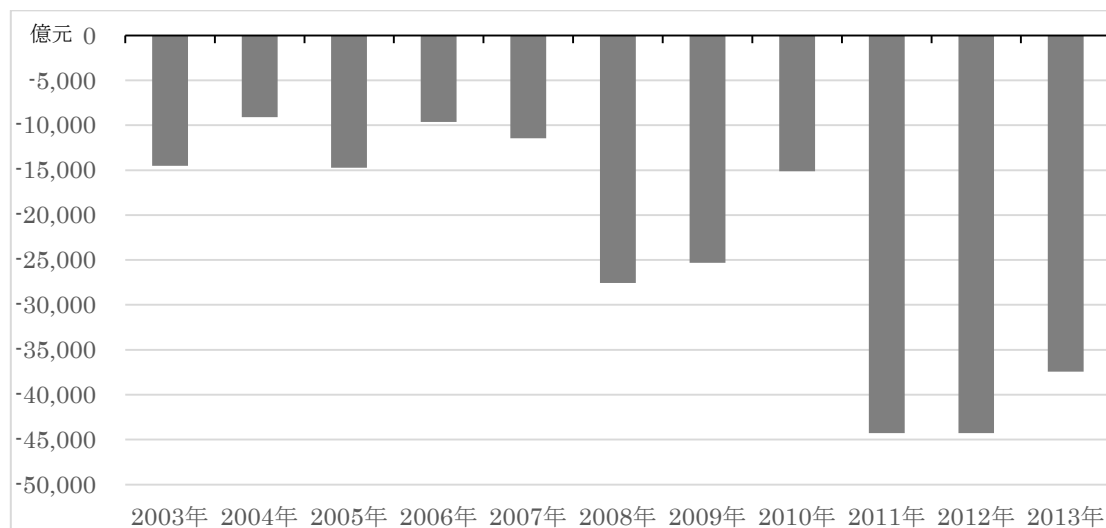
2008 年の金融危機以前、非金融企業部門における資金不足の規模が景気変化により変動しているが、2003 年から 2007 年までの間に不足の規模は 1～1.5 兆元の間に留まっている。しかも景気が良くて、GDP 成長率は 2003 年から 10% 台を超えて、2008 年まで二桁の高速成長を持続していた。この期間、企業部門の固定資産投資が大きく拡大したが、企業の内部留保も拡大したので、企業部門の資金不足の問題は顕著ではなかった。

2008 年の金融危機で、欧米市場の需要が低迷し、中国経済は大きな打撃を受け、企業部門も経営困難と破綻の境地に追い込まれた。2008 年、企業部門の資金不足が急増し、2007 年に比べ 2.5 倍の 2.75 兆元まで拡大した。そこで、政府による大規模な投資活動と金融緩和が行われ、2009 年の資金不足は 2.5 兆元の規模に収まる。2010 年には、資金不足の圧力が軽減し、1.5 兆元まで下がった。

2011 年になると、大規模な刺激政策の終了と金融引締めにより資金不足問題が悪化し、4.4 兆元の不足となり、2012 年も 4.4 兆元の規模であった。2013 年には規模が縮

小したが、3.7 兆元になっている。これらは世界経済の持続的な低迷の下で、刺激政策の完了による大規模な投資の減少と非効率な投資による債務問題などで資金需要が急激に拡大したためとみられる。

図 5-1 非金融企業法人の資金過不足⁷⁰



出所：『中国統計年鑑』の「資金流量表」各年版により筆者作成

また、金融機関の貸出金利が市場金利（民間貸借金利）との間に大きな差が存在する。図 5-2 で分かるように、銀行の貸出基準金利と市場金利の間には常に大きな差が存在する。特に 1990 年代後半に行われた商業銀行改革までの期間に、政府・銀行・国有企業は一体となっていたため銀行貸出金利は低かったが、市場金利が高すぎ、40% の金利水準になった時期がある。その後、商業銀行改革、国有企業改革を経て、2000 年代に入って、基準金利と市場金利がともに下がって、金融危機以前までその差は 5、6 ポイント程度に維持されていた。

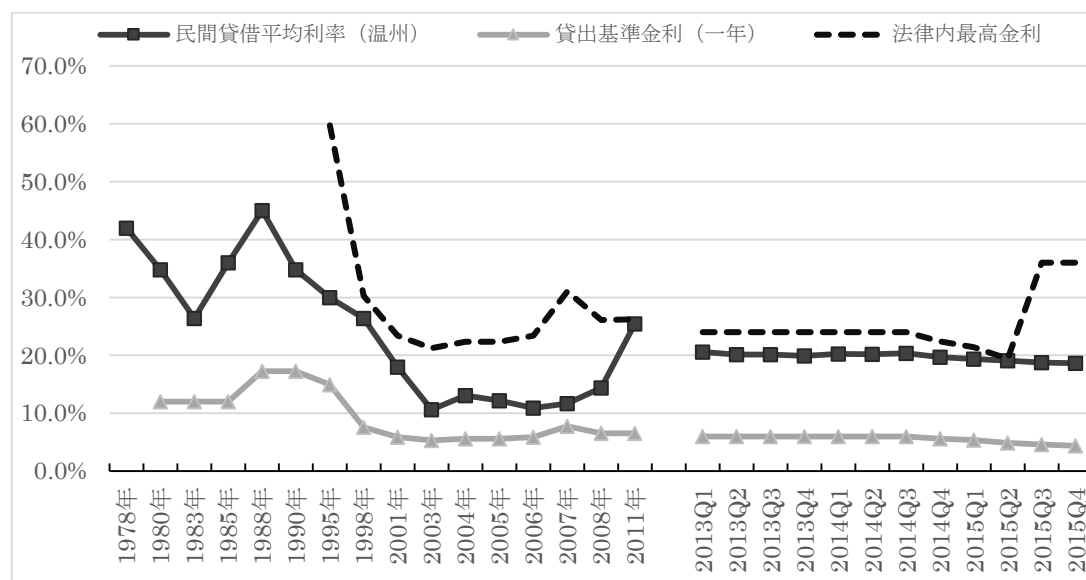
2008 年の金融危機を境とし、その差が再び拡大し、2015 年まで常に約 15% の差がある。これは金融危機以後、市場の資金需給バランスが前より悪くなり、資金需要が

⁷⁰ 唐（2003）により、『国民経済計算』では、経済部門を「家計」「非金融企業法人」「一般政府」「海外部門」及び「金融機関」の 5 部門に分けて、それぞれの部門の「実物資産の蓄積」と「自己資金の調達」を実物取引として、「金融資産の蓄積」と「金融市場での資金調達」を金融取引として記録している。これによって、貯蓄投資差額がどのようにして発生したか、過剰資金或は不足資金が金融市場において、どのような形で運用或は調達されたかが明らかにされている。資金循環表における部門別の資金過不足（余剰）は、各経済主体のネット資金運用（調達）額を示し、実体経済面上の概念である貯蓄超過または投資超過に対応している。

常に満足できないからである。この民間貸借金利についての統計対象は温州の中小企業なので、中小企業の金利水準を代表することができる。

2015年9月1日、最高人民法院が公表した「最高人民法院が民間貸借案件に適用する法律の若干の問題に関する規定」（最高人民法院關於審理民間貸借案件適用法律若干問題的規定）により、法律上で認められる民間貸借の最高金利は24%～36%と変更された⁷¹。この変更まで、法律上で認められていた民間貸借の最高金利は1991年7月2日に公表され「人民裁判所が貸借案件の審理に関する意見」（關於人民法院審理貸借案件的若干意見）で定められた銀行基準金利の4倍である。

図 5-2 銀行貸出基準金利と民間貸借金利（温州）の差の推移⁷²



出所：中国人民銀行が公表した基準金利変更、金・王（2009）、胡・王（2012）、温州市金融辦公室の統計データにより筆者作成。

したがって、こうした大きな利率差を狙って金融機関間が提携して資金を貸出する行動がごく自然になっている。金融機関はそれぞれ規制があるので、大きな利益を狙

⁷¹ 最高人民法院の解釈により、契約で約束した金利が24%超えない場合、法院が契約通り貸借双方の権利を支持する。36%以上の金利が法律上で認めない。24%～36%の金利が約束したら、トラブルが発生する際双方の意見をいずれも支持しなく、双方相談の上で解決する。

⁷² 2011年までの民間金利のデータが金・王（2009）のp.79、胡・王（2012）のp.90、p.125を参考。2009年、2010年、2012年のデータがない。また、2009年、2010年、2012年の民間貸借金利（温州）のデータがない。

うのは困難であるが、異なる部門間の提携により、基準や監督が緩められ、多くの利率差獲得が可能になった。

1-2 金融機関間の提携を可能にする政策背景

現代の金融システムが銀行、証券、保険の 3 部分からなる複雑なシステムで、3 つの構成部分がそれぞれの特徴を持つため、三者に対する監督管理の限界、3 業種の分業経営の現状に鑑み、中国では 3 つの業種に対する分業監督管理を実行している。1993 年、中国人民銀行に、証券監督管理業務に専門に従事する中国証券監督管理委員会（略称中国証監会）が設立された。1998 年に中国人民銀行はまた、保険業務、保険機関、保険市場に対する監督管理を新設の保険監督管理委員会（略称保監会）に担当させた。2003 年、中国人民銀行はさらに商業銀行の業務監督機能を新設の銀行業監督管理委員会（略称銀監会）に行使させた。これで、銀行、証券、保険の 3 業種が並び立つ分業監督の管理枠組みが基本的に形成された⁷³。

そして、1995 年 7 月に公布の「中華人民共和国人民銀行法」、「中華人民共和国商業銀行法」、「中華人民共和国保険法」と 1998 年公布の「中華人民共和国証券法」が分業経営を法で規定した⁷⁴。それ以来、中国の金融当局は、基本的に分業経営のスタンスを堅持している。

しかし、中国が 2001 年に WTO 加盟した後、外資銀行は次々と中国に進出し始めた。これら外資系銀行の本社である金融持ち株グループは銀行・証券・保険の 2 つ或いは 3 つの業務を兼営する会社である。したがって、中国政府は、外資銀行との競争力を高めるため、中国の金融機関の異業態経営を許可するに至った。

中国人民銀行の資料によれば、2005 年 2 月、中国人民銀行は銀行の基金管理公司の設立を認めた。その後 2005 年の第 16 期中国共産党中央委員会第 5 回総会において、中国政府は銀行異業態参入の試行が着実に奨励されるべきことを正式に提言した。2007 年、中国銀行業監督管理委員会は『非銀行金融機構行政許可事項実施方法』を公布した。これらをきっかけに商業銀行法による商業銀行のコングロマリットへの制限

⁷³ 呉・青木・日野（2007）『現代中国の経済改革』p.216 を参考。

⁷⁴ 中国人民銀行「中国金融穩定報告 2014」、p.158 を参考。

がなくなり、商業銀行の子会社を経由し信託、金融リースなどの市場への進出が可能になった。

2004 年、証券業の整理・再編を踏まえながら、2005 年 7 月に国務院は『証券会社の総合整理案』を発表した。ここで、銀行による証券会社への資本注入が認められた。2012 年 9 月 26 日、中国证券监督管理委员会は『基金管理公司特定客户资产管理业务办法』を公布し、10 月 31 日、『证券投资基金管理子公司管理暂行规定』を公布した。この二つの規定の目的はファンド会社に資産管理業務を解禁することである。これで、ファンド会社が個人顧客とグループ顧客を対象に“資産管理プラン”サービスを提供することができるようになった。さらに、2000 万元の資本金で子会社設立が許可され、子会社を通じ専門の資産管理プラン業務を提供できるようになった。ここまで、証券会社の資産管理業務が信託会社の集合信託の投資範囲と全く同様になった。つまり、証券会社は信託会社と同様に信託業務を取り扱うことができたことである。

2006 年 6 月に、国務院は『国務院关于保险业改革发展的若干意见』を発表した。この文書により保険資金が商業銀行への参入を許可された。2012 年 10 月 12 日、中国保险业监督管理委员会が同時に『关于保险资产管理公司有关事项的通知』、『关于保险资金投资有关金融产品的通知』、『基础设施债权投资计划管理暂行规定』、『保险资金境外投资管理暂行办法实施细则』という四つの文書を公布した。この四つの文書の主たる内容として、①保険資金を信託会社の集合信託商品をはじめとする様々な金融機構の理財商品に投資することが許可されたこと、②信託会社を経由しなくても、信託商品のモデルで保険資金を債券投資と不動産投資に投資することが許可されたこと、となっている。そして、保険会社の業務範囲は大幅に拡大され、保険資金管理以外に年金、企業年金、住宅積立金などの機構資金と合格投資者の資金まで管理できるようになった。

こうした異業態への参入を許可する政策の実施展開に伴い、異業態への投資参入、異業態の子会社の設立などが多くなり、事実上金融コングロマリットを形成している。

「中国金融稳定报告 2014」によると、2013 年末時点で、数十社の銀行、証券会社、保険会社が互いに投資しあい、持ち株関係となっている。また、2006 年の银河金融控股株式会社の設立、2008 年の光大金融控股株式会社の設立が許可されたことに伴い、中信集团、

光大集団、平安集団など事実上の金融持株会社が形成している。上海国際集団、天津泰達集団などの地方国有金融資産を管理する会社も金融持株会社の特徴を持っている。2013 年まで、資産管理会社の AMC 四社もすべて金融持株会社に転身した。

金融機関が異業態に進出する一方、近年、中央国有企業をはじめとする産業資本が、新設、買収、投資などの方式で金融企業の資金、業務、人事などの方面で融合と介入を行っている。現在、一部の中央企業は持株会社として、商業銀行、財務公司、信託公司、金融リース会社、証券会社、保険会社、質屋、担保会社に投資を行っている。一部の中央企業が集団の内部に金融業務管理会社を設立し、集団内の金融資産を統一に管理するとされている。これらの会社も事実上の金融持株会社となっている。

2013 年まで、何十社の中央企業が持株会社として金融組織を持っていた。また、約 10 社の中央企業がグループ内部に金融業務を管理する会社を設立した。例えば、中航投資控股股份有限公司、英大国際控股集团、華能資本服務公司などがある。また、複星集団、万向集団などの民営企業や上場企業が各種の金融組織に投資を行い、持株の親会社になり、事実上の管理を行っていて、金融持株会社の特徴を持つ。

資金優位と資金調達優位を持つ金融機関と産業資本が異業態への進出に伴い、金融市場では満たされない資金需要及び高い利率差が異業態間の提携を促した。2011 年末、商業銀行の理財商品の資金残高が 4 万億元に至り、その中に、オフバランスの商品が 2.7 億元に至った。2013 年まで、商業銀行、信託会社、証券会社、ファンド管理会社、保険会社、などがすべて理財と資産管理業務を展開するようになった。銀行理財商品と信託管理資産の規模はともに 10 万億元を突破した。証券会社が管理している資金規模も 5.2 万億元に至った。

第 2 節 期限ミスマッチの銀行理財商品の拡大

2-1 銀行理財商品の規模と期限構成

理財商品とは、中国国内においては一般的に、商業銀行が販売する資産運用商品だと理解される。従来、学術上の明確な定義がないが、孫（2015）⁷⁵がその過程を考察

⁷⁵ 孫（2015）「中国の理財商品の形成と今後の課題—銀行理財商品を中心に—」 p.314 を参考。

し、以下のように指摘している。2005 年 9 月に中国銀行業監督委員会が発表した「商業銀行個人理財業務管理方法」（中国銀監会 2005 年 2 号令）の第七条において、銀行理財業務は銀行から顧客に財務分析、財務企画、投資運用コンサルタント、及び資産管理などの専門業務のサービスを提供すると規定されていた。同規定の第八条では、理財業務は理財コンサルタントと総合理財サービスに区分されていた。第十条では、商業銀行が総合理財サービスを行う活動中に特定の顧客群に「理財プラン」、即ち資金運用と管理計画に向ける商品を開発し販売することを許していた。銀行はこの規定により、理財商品を開発し始めた。よって本研究ではこれらの規定を踏まえ、理財商品を資産管理の総合資産運用商品であると定義する。

銀行業理財商品の発展は政策の展開により、3 段階に分けられる⁷⁶。第一段階は 2004 年から 2007 年までの投資商品の充実期である。第二段階は 2008 年から 2013 年までの金融監督からの回避期である。第三段階は 2014 年以降の資産管理方式への切り替え時期である。これらの時期における理財商品の年別の管理資金残高を確認すると、2008 年以後特に 2010 年から規模が急激に拡大し、2010 年までの 1 兆元ほどの規模から 2015 年の 25 兆元まで増長し、約 25 倍拡大したことが分かる（図 5-3）。

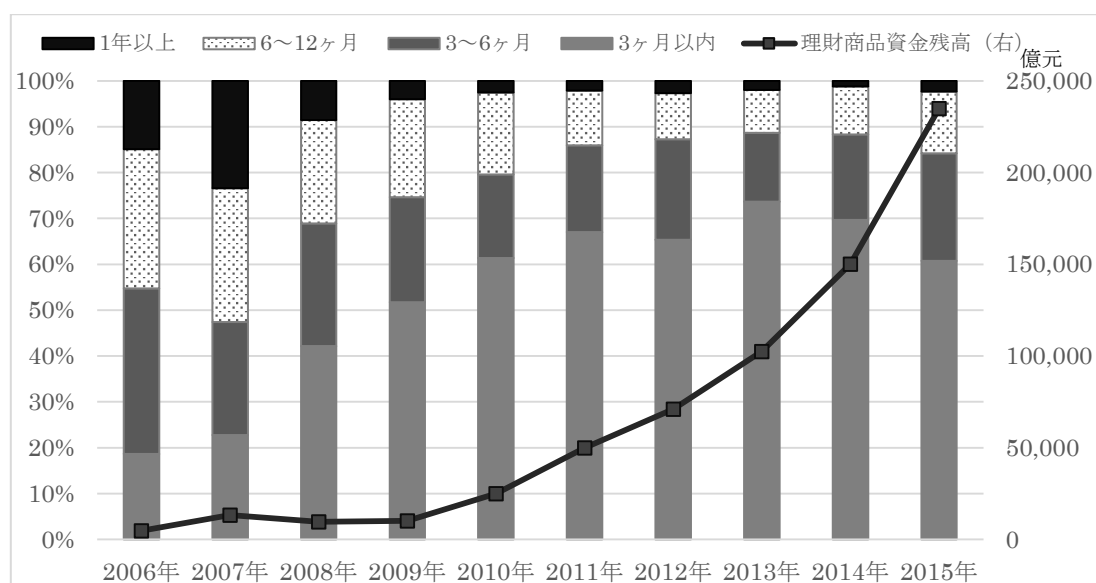
こうした銀行業理財商品の急増の背景として、2010 年まで投資刺激計画の終了により、大量に投資されたプロジェクトが中長期のものである、持続的な資金需要が依然として大きかったことである。銀行部門が初期の投資が不良債権にならないように持続的な資金供給をしなければならない。そして、利率差を狙う金融機関が窓口指導、預貸率、資本金などの規制を回避するために、バランスシート外での貸出を積極的に取り扱うようになった。

また、2008 年から銀行業理財商品の満期構成が急激に短期化へ進んでいる。図 5-3 に示される通り、3 ヶ月以内の満期期限の理財商品の発行金額が 2008 年までに同年の発行総額の約 20%を占めていたが、2008 年に 40%台に急拡大し、その後 2014 年まで上昇し続け 70%台に至った。さらに、中国社会科学院によれば、2012 年までに満期期限が 1 ヶ月以内の理財商品の発行が許可されたが、2006 年から 2011 年までのシ

⁷⁶ 福光（2015）「中国の理財商品についての規制」を参照。

シェアはそれぞれ 2.6%、1.7%、13.7%、24%、31%、36.6%となり、2008 年以後に短期化が加速されている⁷⁷。そして、6 ヶ月以内の理財商品が 2010 年以後、常に 85%とのシェアを占めている。1 年以内の理財商品が 2008 年以後ずっと 95%以上のシェアを占めている。こうした満期期限の短期化は、銀行の資金繰りが厳しく、様々な規制があるためであろう。

図 5-3 銀行業理財商品の満期構成と資金残高の推移



出所：2006 年～2012 年までのデータが張（2013）、2012 年以後のデータが「中国銀行業理財市場年度報告」の各年版により筆者作成

2-2 銀行理財商品によって集められた資金の投資先

日本政策銀行（2014）は銀行理財商品を運用手段別、元本保証有無別、資産計上有無別という三つの基準で分類している。運用手段別⁷⁸は金利型、貸付、株式、為替、コモディティ、ポートフォリオ型に分ける。元本保証が有り無しによって元本保証型、非元本保証型と分ける。資産計上有無別⁷⁹でオンバランスとオフバランスに分ける。

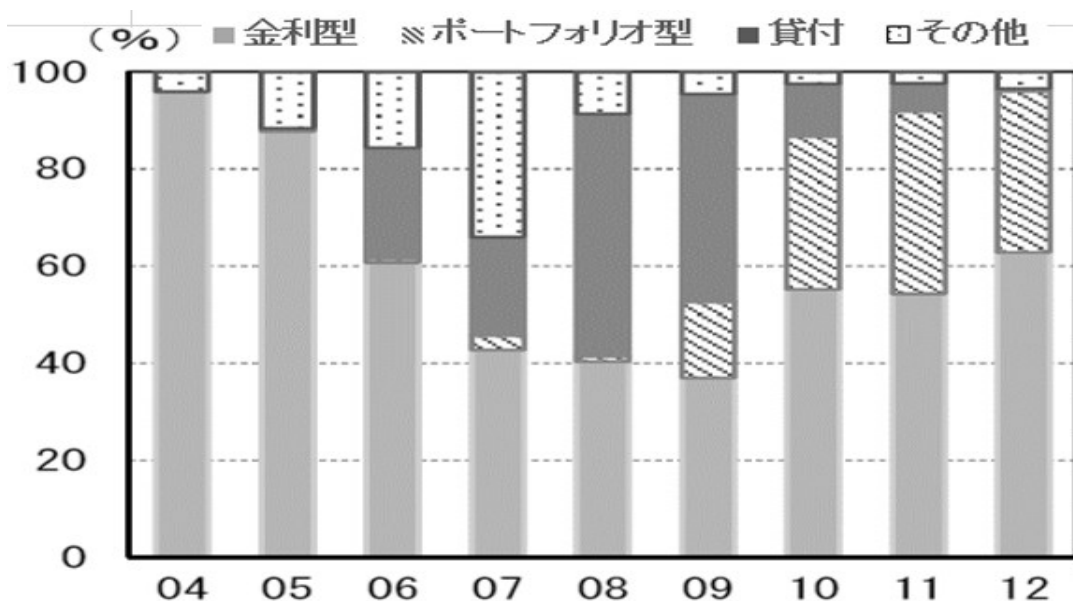
⁷⁷ 張（2013）「中国式影子銀行：界定、成因、風險与対策」p.5、p.13を参考。

⁷⁸ 運用手段別の中に、金利型は国債、コール、銀行預金などリスクが低く、所謂固定金利付き金融商品への投資を指す。貸付は銀信協力を通じ信託貸付での運用を指す。ポートフォリオ型は金利型、信託貸付などリスクの異なる商品の組み合わせを指す。また、金利型も各商品の組合せであるが、安全資産のみのため、ポートフォリオ型には分類されない。

⁷⁹ オンバランスは銀行の負債に計上されることを指す。元本保証型は銀行の負債に計上されるものが多い。

理財商品の資金運用手段は常に債券と銀行預金などの固定金利付けの金融商品を中心に運用されているものの、市場需要及び政策制限により貸付とポートフォリオ型のシェアが急拡大したことがある（図 5-4、表 5-1）⁸⁰。金融危機が発生した 2008 年と翌年の 2009 年には、貸付のシェアが急拡大し、理財商品の資金総額の 50%程度を占めるようになった。当時の市場における企業部門の資金繰りの困難度が考えられる。

図 5-4 銀行業理財商品の運用手段別の構成



注：発行量ベース、12 年は 9 月まで、その他は株式、為替、コモディティなど

出所：日本政策銀行（2014、元出所は中国社会科学院）

こうした貸出総量規制を回避するために一時的に増加したものが、その後の「銀信合作」に対するオンバランス化といった規制強化により、急速に発行量が小さくなった。そのシェアが 2012 年には 1%しかなかった。その代わりに、2010 からポートフォリオ型運用のシェアが大きく伸びし始め、2012 年には約 35%まで拡大した。また、ポートフォリオ型に相当する表 5-1 の非標準化債権類資産と権益類資産の合計シェア

⁸⁰ 図 5-4 と表 5-1 の分類は異なるが、それぞれの内容を確認すると、図 5-4 の金利型類が表 5-1 の債券・貨幣市場と現金及び銀行預金との重なりが多いので、同様に取り扱うとする。また、図 5-4 のポートフォリオ型と貸付が表 5-1 の非標準化債権類資産、権益類資産との重なりが多いので、同様に取り扱って変化を確認することである。

を確認すると、2013 年の 33.6%、2014 年の 27.2%、2015 年の 23.6%となっている。こうしたシェアの減少は 2013 年の銀監会による非標準化債権類資産への銀行理財商品への規制厳格化に由来することである。一方、債券と銀行預金などの金利付きの商品が再び大量に投資された。

また、元本保証有無の上に収益保証有無により、元利非保証型、元本保証・利回り非保証型、元本・利回り保証型という三つにさらに分けられる。このうち、利回り非保証型のシェアが常に多くて、合計で 85%以上占めている。近年、元利非保証型のシェアが拡大し、2013 年の 63.8%から 2015 年の 74.17%まで上昇してきた。投資資金の高リスク・高リターンを追及する傾向がみられる。そして、元利保証型の理財商品はほぼ銀行のバランスシートに計上されるので、銀行側としてバランスシート外の元利非保証型の取引を押上げるインセンティブを持つ。

表 5-1 銀行業理財商品の運用手段構成の推移

| | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 |
|-------------------------|---------|---------|---------|
| 債券及び貨幣市場 | 38.64% | 43.75% | 50.99% |
| 現金及び銀行預金 | 25.62% | 26.65% | 22.38% |
| 非標準化債権類資産 ⁸¹ | 27.49% | 20.91% | 15.73% |
| 権益類資産 | 6.14% | 6.24% | 7.84% |
| その他 | 2.11% | 2.45% | 3.06% |

注：年末時点の資金管理金額ベース

出所：「中国銀行業理財市場年度報告」の各年版により筆者作成

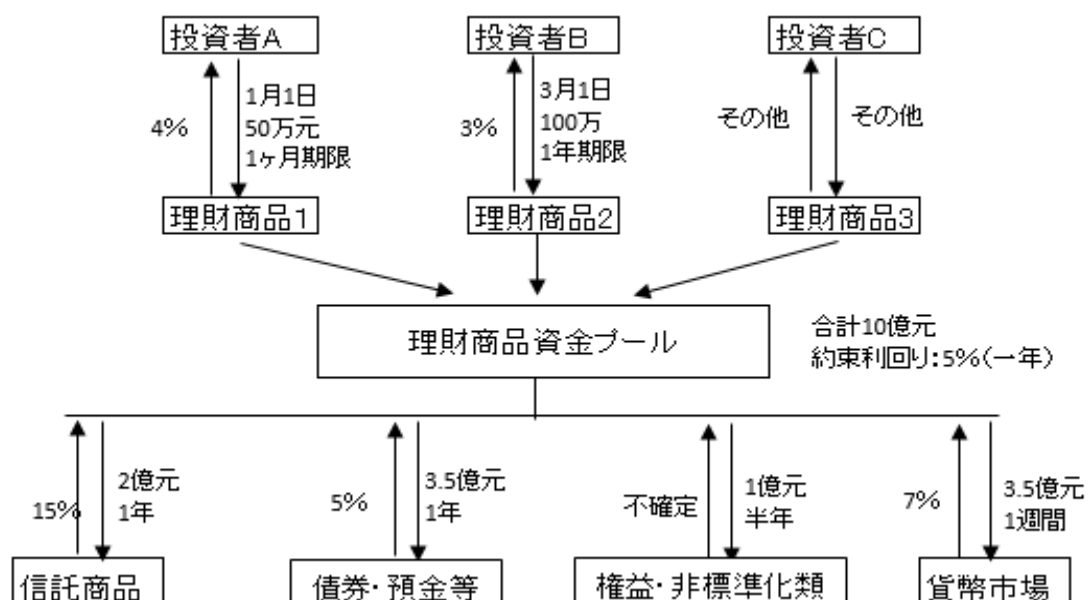
これまでの議論を踏まえると、期限構成短期化が進む理財商品と債券・預金収益権類を主とする中長期の運用手段との乖離の問題がある。こうした期限ミスマッチを解

⁸¹ 福光（2015）が非標準化債権資産について以下のように指摘する。2013 年銀行業監督委員会が公表した 8 号文は、まず非標準化債券資産を定義し、理財商品による非標準化債権資産での運用を理財商品残高の 35%以下或いは、前年度の総資産の 4%以下か、いずれか低い方の数字以下にすることを求めている。非標準化債権資産は、銀行間或いは証券取引所で売買されていない債権資産を指し、貸付資産、信託貸付、委託債権、銀行引受手形、信用状、売掛債権、各種受益権等を含む。

決するために、資金プールがよく使われている。図 5-5 に示されるように、資金プールにより、大量の短期理財商品の資金が中長期の金融商品に投資することが可能になり、資金の有効利用を促した。

とはいえ、期限ミスマッチの問題もさらに深刻になっている。資金プール運営の流れとして、理財商品の販売収入を資金プールに流入し、プールに一定の資金（流動性）を残してから、残りの資金を別の金融商品に投入することである。この場合、短期理財商品が多いので、常に投資先から獲得する収益のペースが理財商品の元利に償還するペースより遅い。したがって、持続的に理財商品の販売で資金調達を行わなければならない。つまり、新理財商品の資金で旧理財商品の元利を払うことを繰り返す必要がある。また、一旦いくつかの理財商品の償還デフォルト事件が起これば、資金プール全体への不信が高まり、連鎖の反応を引き起こしやすい。2012 年に国有商業銀行の一つである中国銀行の取締役であった肖鋼は、次々に理財商品を発行して資金プールの流動性を確保するこの仕組みをポンツィスキームだと批判した。

図 5-5 資金プール銀行理財商品の構造

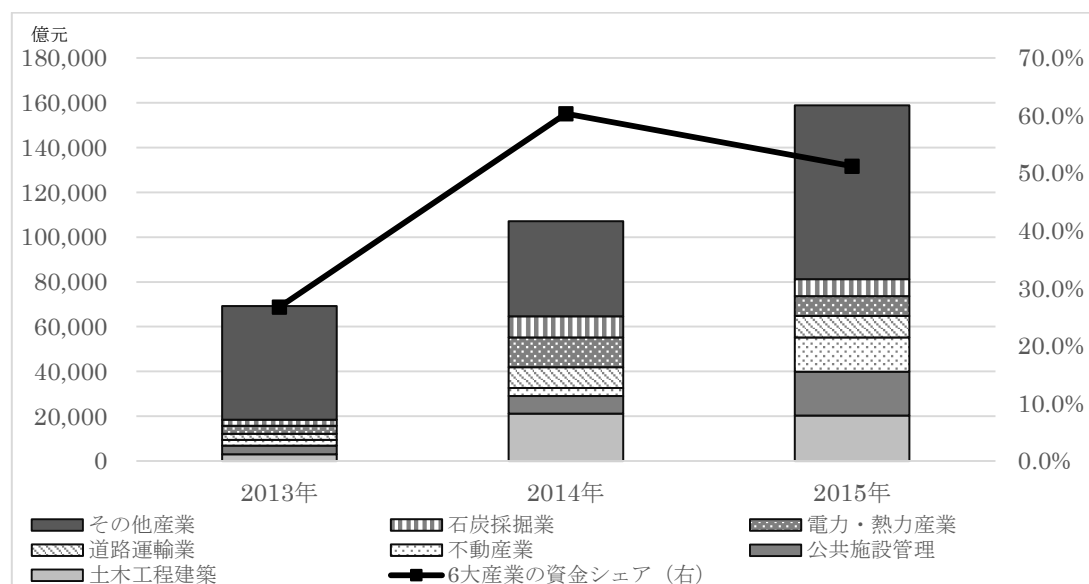


出所：張（2013）に基づいて筆者作成

銀行理財商品の資金は最終的に実体経済に多く流入したのは多いが、結局それは地

方融資プラットフォーム、不動産業などに流入した。図 5-6 に示されるとおり、2013 年には、理財商品資金総額の 10.24 兆元のうち、実体経済に投入された資金は 67.58% の 6.92 兆元となった。この 6.92 兆元の 80%以上が主に投資された債券と非標準化債権類資産を經由し、実体経済に資金を提供した。実体経済以外の残りの 3.32 兆元が貨幣市場などに投入された。2015 年に最終的に実体経済に流入された資金は 15.88 兆元に至り、総資金規模の 67.09%を占めている。

図 5-6 実体経済に投入された銀行業理財商品資金の構成の推移



注：2014 年と 2015 年のトップ 6 産業に流入した資金が実体経済へ流入した資金総額の 50%以上を占める。

出所：「中国銀行業理財市場年度報告」の各年版により筆者作成

また、具体的な投資分野を確認すると、2014 年から土木工程建築、公共施設管理、不動産業、運輸業、電力・熱力産業、石炭採掘産業という 6 つの産業への資金流入総額が全実体経済への流入総額の 50%以上に占めている。これらは第 3 章で確認したインフラ建設への投資増加と同じ傾向である。

中国銀行理財商品報告(2013)によると、2013 年はこの 6 つの産業のシェアは 26.8% しかないが、さらに鉄道業、他の金融業、貨幣金融、商務サービス業を加えると、50.8%

に至っている。このうち、他の金融業と貨幣金融業は合計で実体経済への投資額の15.6%を占めている。国家統計局の分類基準の解釈により、貨幣金融業は主に金融リース、財務会社の企業融資活動、質や貸付、小額貸付、及び銀行の貸借仲介活動などを含む。他の金融業は主に契約通りの信託基金管理、非金融機構が提供する資金移転のサービス、金融市場情報サービス等を含む。そして、2012年の状況は2013年とほぼ同様だとも指摘されたので、2012年と2013年の資金需要が全般的であるため、6つの産業に集中していないと推測できる。もう一方、こうした2つの産業の統計が2014年から単独統計に入れられない程度（総額の1.5%以下）まで縮小し、資金供給がさらに変化したことは前述通りである。

第3節 資金循環が複雑化する信託商品の拡大

3-1 信託商品の分類と規模

信託とは、2001年に公布された「信託法」の第2条により、「委託者が受託者に対する信任に基づきその財産権を住宅者に委託し、受託者が委託者の意思に基づいて自己の名義を以て受益者または特定の目的のために管理または処分を行う行為を指す」と定義している。また、信託資産の管理・処分について、同管理弁法第19条は、「信託会社は信託財産を管理運用または処分する場合、信託契約の約定に従い、投資、売却、銀行間預金、売戻条件付買入、リース、貸付等の方式を採用することができる。但し銀監会に別途規定がある場合はその規定に従う」と規定している⁸²。したがって、信託商品とは、信託会社が組成し、信託会社或いは銀行が販売する一種の資産運用商品（プラン）である。

信託商品と銀行理財商品はともに一種の資産管理運用商品であるが、投資主体、運用手段、投資先などの面で全く異なる商品である。表5-2に示される通り、個人の資金を短期で金融商品に投資する銀行理財商品と違って、信託商品は主に富裕層と機関投資家から集まる資金を企業に中期（2年ほど）の貸出を行うものである。

この信託資産規模が2008年の金融危機から大きく拡大している。中国信託業協会に

⁸² 関根（2014）「中国の企業債務問題の法的処理—信託商品と公司債のケース」p.200を参考。

より、2008 年の信託資産規模は 1.22 兆元であったが、2009 年には 2.02 兆元に急増し、2010 年さらに 3.04 兆元まで拡大した。その後、信託資産の規模が拡大し続け、2015 年には 16 兆元まで激増した。こうした激増は 2008 年後期の“銀行・信託理財合作業務”に端を発したことであるが、銀行・信託合作への規制が厳しくなるにつれ、2011 年以後信託業が自力で機関投資家と富裕層の個人投資家を探るようになった⁸³。

表 5-2 銀行理財商品と信託商品の区別

| | 理財商品 | 信託商品 |
|--------|--|---|
| 主な投資家 | 個人 | 富裕層・機構投資家 |
| 主な販売者 | 銀行 | 銀行 |
| 発行残高 | 2.5 兆元（2010 年） 23.5 兆元（2015 年） | 3 兆元（2010 年） 16 兆元（2015 年） |
| 最低投資額 | 3～5 万元程度 | 100 万元程度 |
| 平均発行期間 | 1～3 ヶ月程度 | 2 年程度 |
| 平均利回り | 5%前後 | 7%～10%前後 |
| 元利保証有無 | 有りと無しの両タイプ （但し、実際には無しのタイプでも 銀行が保証すると受け止められてい る） | 無し （但し、実際には信託会社等が 保証すると受け止められてい る） |
| 投資先 | 債券や短期金融商品が中心 （低リスクの投資先が多い） | 企業向け貸出が中心 （高リスクの投資先が多い） |

出所：栗原（2014、元出所は三菱東京 UFJ 銀行経済調査室）

信託商品は資金源により、集合資金信託、単一資金信託と財産管理信託の三種類に分けられる。集合資金信託は公開された複数の投資家（個人が多い）から資金を受け、約束した信託商品に投資する。これは主に信託会社及び銀行が販売する理財商品とし

⁸³ 中国信託業協会（2012）「2012 年 1 季度中国信託業発展評析」を参考。

て存在する。信託資産総金額に占めるシェアは、2010 年 20.6%、2011 年 28.3%、2012 年 25.2%、2013 年 24.9%、2014 年 30.7%、2015 年 32.8%になっている。こうした商品がデフォルトになると、個人投資家が主体なので、社会に大きな影響を及ぼす。

単一資金信託は単一の投資家（富裕層、企業、投資機構）から資金を受け、特定信託商品に投資する。これは信託商品の総金額に大きなシェアを占めている。2010 年から 2015 年までのシェアは 74.5%、68.2%、68.3%、69.6%、62.6%、57.36%である。単一資金信託の情報は非公開で実態が分かりにくい。

財産管理信託は名称通り受託人（NPO 組織が多い）の代わりに財産管理を行う。規模は極めて小さく、2010 年から 2015 年までのシェアは 4.9%、3.6%、6.5%、5.5%、6.7%、9.87%にすぎない。一般的に、財産管理信託に対し、集合資金信託と単一資金信託を合わせて資金信託と呼ぶ。以下の信託資金の運用と投資先などの分析ではすべて資金信託のことを指す。

資金信託の資産規模は2010年の2.9兆元から2015年14.7兆元まで拡大しているが、その投資手段の構成が年々変化している。全体から見ると、信託貸付と長期株式投資のシェアが縮小している一方、短期金融商品投資と長期金融商品投資が拡大している（図 5-7）。

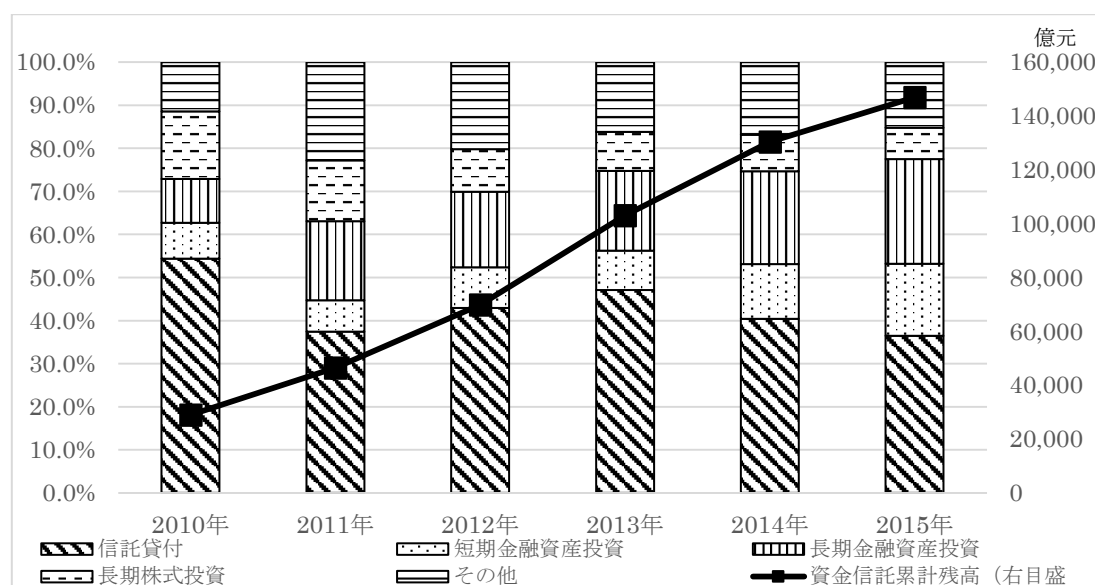
詳しく見ると、信託貸付のシェアは 2010 年の 54.4%から変動しながら、2015 年の 36.49%まで縮小した。長期株式投資も同じ傾向を示し、2010 年の 15.7%から 2015 年の 7.3%まで縮小した。その一方、短期金融商品投資と長期金融商品投資⁸⁴はともに規模が大きくなり、そのシェアがそれぞれ2010年の8.35%、10.16%から2015年の16.67%、24.37%まで拡大した。つまり、投資資金が実体経済へ流れる信託貸付と長期株式投資よりも、金融市場で金融商品の取引による高利回りが追求される傾向が強いといえる。

信託貸付への投資資金が少なくなっているが、そのシェアは依然として最大である。信託貸付とは、信託会社が扱う信託商品による個人、企業及び投資機関から募集された資金の投資手段の一種類である。中国信託業協会の統計資料によると、2014 年の信託貸付の累計残高は 2010 年 1.57 兆元より 3 倍以上増の 5.27 兆元に拡大した。2015 年

⁸⁴ 短期金融資産とは期限が1年以内のインターバンク市場を中心に取引する商品を指す。長期金融資産とは期限が1年以上の金融商品を指す。

にも 5.34 兆元の規模である。また、社会融資総量をみると、2003 から 2011 年までの間に、社会融資の新規調達額に占める比率は 2008 年の 4.5%を除いて、ほぼ 1%～3%の間で変動していることが分かる。しかし、2012 年の信託貸付金額が前年比 6.32 倍に急拡大し、翌年にも 44%増に拡大した。また、社会融資の新規調達額に占めるシェアは 2012 年 8.2%、2013 年 10.7%まで大きく伸びていた。

図 5-7 資金信託の累計残高と投資手段構成の変化



注：その他にはリース、買戻し業務、同業貸借とその他を含む。

出所：中国信託業協会の「信託商品統計」により筆者作成。

また、信託の機能により、融資類信託、投資類信託、事務型信託という三種類に分けられる。中国信託協会の統計により、信託資産に占める融資類信託のシェアが 2010 年の 59%から 2015 年の 24.32%まで縮小した。これに反して、投資類信託と事務類信託が 2010 年の 23.87%と 17.11%から 2015 年の 37%と 38.69%まで拡大した。特に事務型信託の規模が 2014 年大きく拡大し、そのシェアが 10%台から 30%台まで急上昇した。こうした急増の原因はネット資本への規制強化への対応と信託業のサービスの本質への回帰ということにある⁸⁵。しかし、急増した事務型信託の大部分の本質は融資

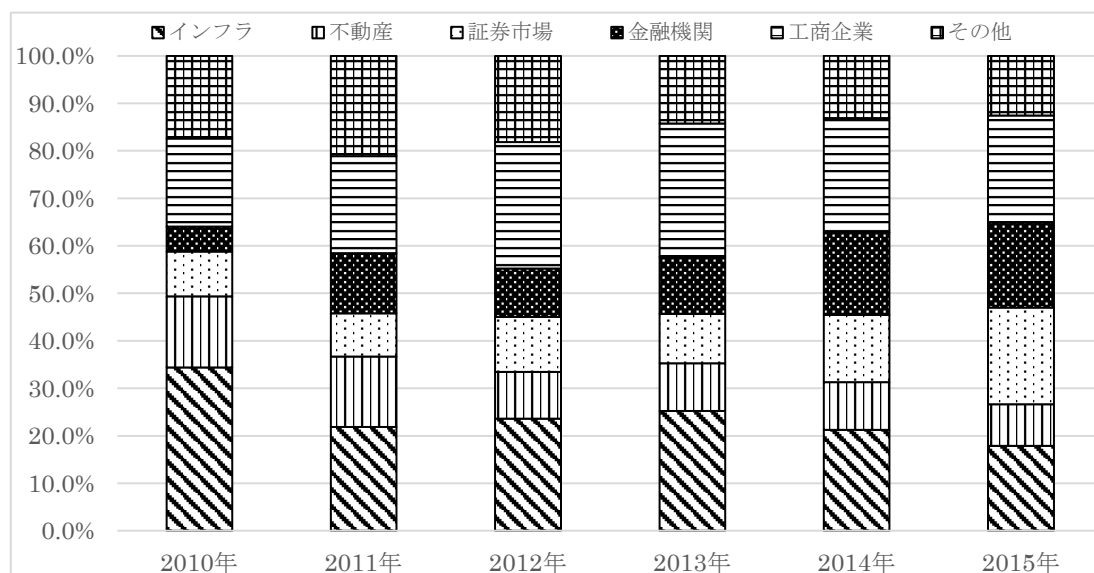
⁸⁵ 21 世紀経済報道 2014 年 5 月 18 日付「事務管理類信託突増の秘密」の指摘により、信託会社がネット資本の圧力を軽減するため、大量の融資と投資を目的とする単一信託を事務型信託に偽装し、リスク資本の占用を軽減し

類信託と投資類信託である。例えば、中航信託の天順 295 号は事務管理型単一資金信託として発行されたが、実際は他の会社への流動資金の貸付である。また、中航信託の天順 276 号は同じく事務管理型単一資金信託であるが、鋼鉄会社に委託貸付として提供された⁸⁶。

3-2 信託商品により集まれた資金の投資先と収益

信託商品で調達された資金は信託商品経由で証券市場と金融機関に投資される額が増加している。図 5-8 に示される通り、信託資金総額に占める証券市場（株・基金・債券）への投資資金のシェアが 2010 年の 9.49% から 2015 年の 20.35% まで拡大した。同時に金融機関（機関間融資）への投資が 2010 年の 5.22% から 2015 年の 17.93% まで拡大した。他方、インフラと不動産への投資は縮小し続けている。それぞれ 2010 年の 34.39%、14.95% から 2015 年の 17.89%、8.76% まで縮小した。また、商工企業への投資が 2010 年から 2013 年までの拡大期と 2013 年後の縮小期を経て、2015 年には 22.51% になっている。

図 5-8 信託資金の投資先構成の推移



注：証券市場とは、株、基金、債券への投資を指す。金融機関とは、金融機関間の融資と

ようとしているという。また、投資制限される不動産、鋼鉄産業などの投資・融資拡大をも狙っている。事務型信託の定義と管理は未だに曖昧なところが多いので、信託会社に使われているとも指摘される。

⁸⁶ 21世紀経済報道 2014年5月18日付「事務管理類信託突増の秘密」を参考。

臨時貸借などの貨幣市場業務を指す。

出所：中国信託業協会の「信託商品統計」により筆者作成。

証券市場への投資の内訳を詳しく確認すると、2010 年以後債券投資が常に一位であり、信託総資産へのシェアが 2010 年の 3.9%から 2015 年の 10.55%まで拡大した（表 3）。株への投資が景気により常に変動しているが、増える傾向にある。基金への投資が緩やかに増えている。

表 5-3 証券市場への投資構成の推移（信託総資産におけるシェア）

| | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 株 | 5.13% | 3.70% | 3.05% | 2.94% | 4.23% | 7.56% |
| 基金 | 0.46% | 0.48% | 0.87% | 0.74% | 1.09% | 2.24% |
| 債券 | 3.90% | 4.88% | 7.63% | 6.67% | 8.86% | 10.55% |

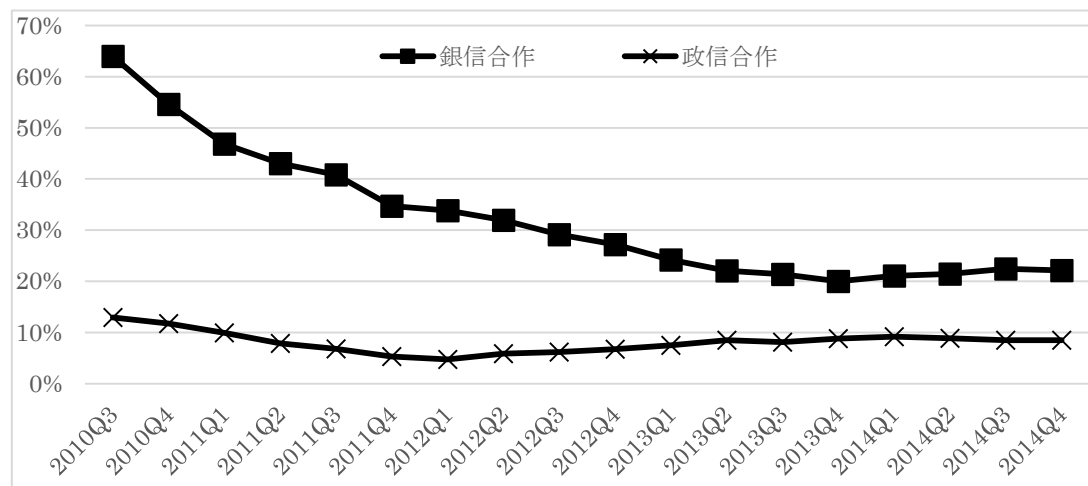
出所：中国信託業協会の「信託商品統計」により筆者作成

信託会社は信託商品を立ち上げる際、銀行と政府と協力し立ち上げる商品があり、こうした商品は相当な規模になっている。図 5-9 は「銀信合作」（銀行と信託会社が提携開発した商品）と「政信合作」（政府と信託会社が提携開発した商品）の信託商品が信託残高に占める割合の推移を示している。「銀信合作」の規模は 2010 年第 3 四半期の 64%から 2011 年第 3 四半期の 40.8%に急下降し、2013 年第 4 四半期にあたって再び 20%減の 20%まで下降したが、そこから横ばいになり、2014 年まで 20%～22%の間に留まっている。こうした変化は 2011 年からの銀行・信託提携への規制強化ためである。

「政信合作」は 2012 年から規模が大きくなり、2015 年まで緩やかに伸びている。これは 2012 年には、銀监会及び関連部門が地方融資プラットフォームの融資に対して、規制を強化しているからである。特に、銀监会が商業銀行に“支持類、維持類、圧縮類、退出類”の原則で地方融資プラットフォームへの貸出管理の要求を出してから、地方政府の資金調達が全面的に銀行間市場の城市建设投資債券（城投債）、信託、

証券等に向かうようになった⁸⁷。

図 5-9 資金信託残高に占める銀信合作と政信合作のシェアの推移



出所：中国信託業協会の「信託商品統計」により筆者作成。

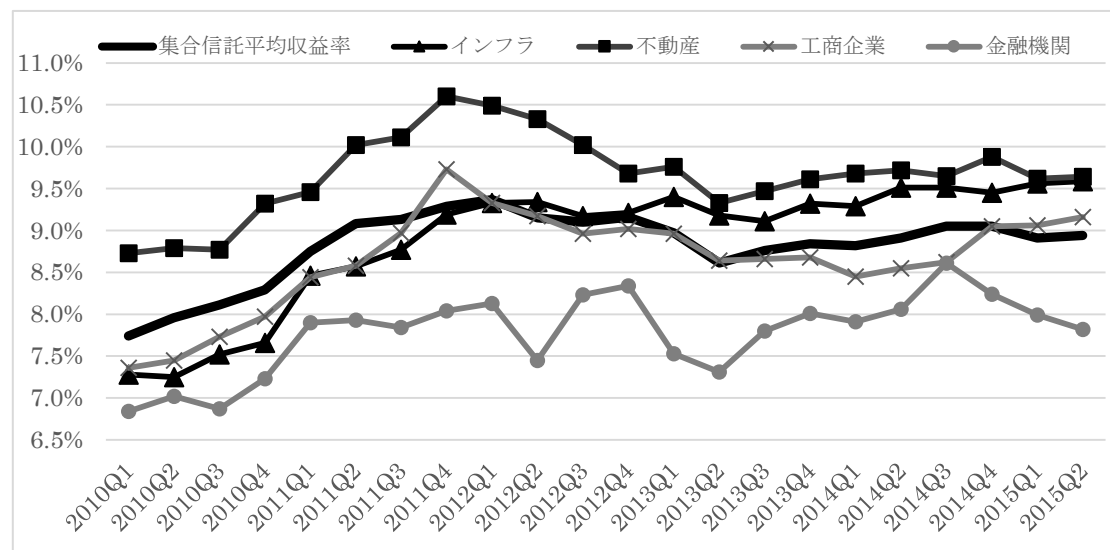
信託商品の収益率に関して、図 5-10 示されるように、不動産業向けの収益率が常に信託商品の平均収益率を超え、2011 年第四四半期が 10.6% の高いレベルに至った。集合信託商品の平均収益率は、2010 年から右肩上がりで上昇し、2012 年初に頂点の 9.4% に上昇してから逆転し、2013 年の第二四半期は 8.6% まで下がった。そこから横ばい状態になり、8.6%～9.1% の区間で変動している。分野別に確認すると、インフラ向けの収益率が 2011 年以後平均収益率を超えから、緩やかに拡大している。商工企業向けの収益率は常に平均収益率を巡って同じレベルで動いている。金融機関間融資を主とする金融機関向けの収益率が幅広い範囲に変動しているが、平均収益率を上回ったことがない。

こうした収益率の変化は市場の資金需要をある程度に反映している。全体収益率が上昇しても市場の資金需要は満足されないことである。例えば、2011 年から不動産業への規制が厳しくなるにつれ、不動産業向けの収益率が自然的に上がってくる。2012 年から地方融資プラットフォームへの規制強化につれ、インフラ建設向けの収益率が

⁸⁷ 賀（2013）「政信合作変局 落幕還是変臉」を参考。

ずっと上昇している。他方、これらの収益率の高騰は資金調達側にとって、調達コストも高まることも意味する。

図 5-10 集合信託商品の平均収益率と投資先別の収益率の推移



注：全部の集合信託商品を統計しようとするが、情報の制限で 100%を保証しない。

出所：用益信託網（www.usetrust.com）により筆者作成。

第 4 節 小額貸付会社、ネット金融の勃興

4-1 小額貸付会社の発展及びその限界

現存の金融システムが「三農（農村・農民・農業）」と中小企業向けの金融サービスと資金供給を欠いている問題に対して、2005 年に中国人民銀行、農業部、工商総局等の部門は民間資本が活発な 5 省区で、試験的に民間資本による小額貸付会社の設立を許可させた。これらの小額貸付会社は預金機能を持たず、資本金と寄付金で貸出を行う。そして、普通の会社として関係部門の監督を受けているが、金融機関ではないので正規の金融監督システムから外されている。

2008 年 5 月に、中国人民銀行と銀监会が「小額貸付会社発展への指導意見」を発表し、貸出金利が中央銀行の基準金利の 4 倍以内等一定の条件付きで小額貸付会社に合法的な地位を与えた。また、最大二つの金融機関からの借入金で貸出を行うことも許可された。

こうしたことで貸出資金不足の問題が改善されたので、小額貸付会社の設立が活発化になり、2008年には2007年の7社から497社に急増し、2009年にはさらに1334社まで拡大した。中国人民銀行の統計によれば、2015年末時点で、小額貸付会社は8910社に至り、貸出残高が9411.5億元の規模まで拡大した（表5-4）。

表5-4 小額貸付会社の規模、貸出金利、貸出期限構成⁸⁸

| | 2006、2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------|---------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 社数(社) | 7 | 497 | 1334 | 2614 | 4282 | 6080 | 7839 | 8791 | 8910 |
| 貸出残高 (億元) | — | — | 766 | 1975.05 | 3914.74 | 5921.38 | 8191.27 | 9420.38 | 9411.51 |
| 2013 | 江蘇省常州市、貸出金利 20%~30%、1~3 ヶ月が多い | | | | | | | | |
| 2014 | 内モンゴル、貸出金利 12%~24%、94.4%以上は1年以内 | | | | | | | | |

出所：「小額貸款公司分地区情況統計表」の各年版、王「2013」、郭「2014」により筆者作成

小額貸付会社の貸出残高は2015年度の銀行貸出残高の1%ほどしかないが、これらの貸出は主に中小企業と自営業者向けに回転資金の貸出と短期貸出をしているので、こうした点からみれば、小額貸付会社は中小企業と自営業者の安定に大きな役割を果たしたといえる。一方、貸出金利が高いため、借手側にとって大きな負担にもなっている。王（2013）は小額貸付会社が発展している江蘇省常州市での調査により、現地の中小企業向けの貸出金利が年率20%~30%に設定されていると指摘する。そして、貸出ケースの1件当たり平均額が50万元で中小企業の資金需要に対応している。また、郭（2014）によれば、内モンゴルでは、小額貸付会社の金利がほぼ12%~24%までの間に設定され、94.4%以上の貸出が1年間以内の短期貸出であるという。

小額貸付会社には積極的な役割が認められるが、小額貸付会社のボトルネックである資金問題が未だに改善されていない。現在、銀行と大型企業と提携している小額会社の貸出規模が拡大している一方、多くの小額貸付会社が資金不足に直面している。中国人民銀行の統計によれば、2009年まで1社当たりの貸出金額が1社当たりの資本

⁸⁸ 社数と貸出残高は中国人民銀行の「小額貸款公司分地区情況統計表」、江蘇省常州市のデータは王（2013）、内モンゴルのデータは郭「2014」により筆者作成。

金を下回っていたが、2010 年から貸出金額が資本金を上回り、その差額が拡大し続けている。したがって、資金不足の制限で初期の急成長を経てから、2014 年から設立会社数と貸出残高の拡大とともにその成長は減速している。

こうした資金問題に対して、2012 年 5 月、条件を満たす小額貸付会社が村鎮銀行への制度変更が可能という内容を含む「温州市金融総合改革試験区の全体方案」が公表されたが、今日まで村鎮銀行への転換ができた小額貸付会社は一社もない。また、貸出債権の証券化商品で資金を調達する小額貸付会社もあるが、調達コストの年率が少なくても 12%以上になり、そしてリスク高で市場に認可されないのが、持続可能な手段ではない⁸⁹。さらに、インターネット上のクラウドファンディングで資金調達を行う会社もあるので、法律違反の疑いで厳しく監督されている。

また、小額貸付会社が正規の金融監督外なので、高い貸出金利で政策制限される過剰生産能力産業と不動産業などへの貸出が可能になっている。したがって、経済成長の低下につれ、小額貸付会社の不良債権率が高まるようになった。王（2013）によれば、現地の経済環境が良くない中、貸出残高に占める不良債権の比率は上昇傾向にあり、直近で約 8%~9%となっていた。

したがって、正規金融監督を受けない小額貸付会社の企業ガバナンス及び資金不足問題が大きく小額貸付会社の発展を制約している。また、利息収入を追求する小額貸付会社は正規金融機関と過剰資金を持つ企業の資金転貸のチャンネルとして規制産業への資金貸出も大きなリスクを孕んでいる。そして、一般住民を相手とするインターネット上のクラウドファンディングでの資金調達もさらに大きなリスクがある。

⁸⁹ 『中国経済週刊』2015 年 8 月 25 日付「小貸公司被新規戳痛点：金融機構身分無望」を参考。

また、野村総合研究所（2013）「アリババ小口貸出の資産証券化商品」によれば、2013 年 6 月 25 日、東方証券資産管理会社の「アリババ専項（専門口座）資産管理計画」は証券会の認可を得た。これらは原資産がアリババ零細金融の無担保小口貸出資産であり、国内初の小口貸出に基づく証券会社の資産証券化商品である。アリババの小口貸付の原因は E コマースプラットフォームであるアリババは、ユーザーである零細企業と個人がビジネス展開・拡大のための銀行融資を得るのが難しく、自社の発展も制限されることに端を発することである。アリババ創業者である馬雲氏は「銀行が変わらなければ、アリババは銀行を変える」として、2010 年 6 月に浙江省、2011 年 6 月に重慶市でそれぞれ 1 社の小額貸付会社を設立し、アリババの出店者向けの「アリババ貸出」を始めた。当該プラン（証券化商品）は第 1-10 号からなり、各号の調達金額は 2~5 億元、期間は 1~2 年間である。優先級証券、次優先級証券、劣後証券に分けられるが、優先級証券は一般投資家向けに販売し、劣後証券はアリババが購入する。優先級証券と次優先級証券の 6.2%、11%の年間収益率に対し、原資産である小額貸付の金利は 18%~21%に設定されている。

4-2 ネット貸借の勃興と衝撃

中国初のネット貸借（P2P）プラットフォームは2007年に設立された「拍拍貸」という会社である。会社の位置づけは、2005年3月にロンドンで設立された世界初のZopa会社と同じく、借入需要の提示、貸借取引の仲介、信用評価というサービスを提供するプラットフォームである。ネット貸借の本質は、インターネットを通じた民間貸借であり、直接金融の一種類である。中国では、こうした産業に対する規定と監督は、2015年7月18日に「インターネット金融の健全な発展の促進に関する指導意見」が発表されて、初めて明確化した。

中国社会科学院金融研究所が公表した「中国 P2P 網貸行業發展与評価報告」によれば、P2P ネット金融の発展は2007年—2011年の初期・模索期、2012年の拡張期、2013年の拡張とリスク多発期、2014年—現在までの爆発的拡張・リスク並存、政策調整期という四つの段階に分けている。こうした発展の特徴は表5-5に示される会社数、問題ある会社数、取引金額総額、貸出残高から確認できる。2013年からP2P産業が爆発的な成長を迎えるようになった。

こうした産業の急成長は主に三つの原因があると考えられる。①、現在の中国の金融システムは中小企業、零細企業と自営業者の資金需要を満たせない。②インターネットの普及と技術の進歩及び金融業との融合加速⁹⁰。③2013年に中国人民銀行が商業銀行に対し、過剰生産能力の業界と不動産業界への貸出を控えるよう求めたため、銀行からの資金調達が難しくなった企業や過剰資金を持つ投資者がP2Pに目を向けるようになった⁹¹。こうしたことが重なって2013年には中国のネット金融が爆発的な発展を迎え、インターネット金融の元年と呼ばれるようになった。

P2P商品の総合収益率は2013年のピーク時の21.25%を経てから、2014年と2015年は下降し続けている。これは主に①経済減速のもとで2014年に実施された利下げなどの緩和政策による資金量の増加及び市場金利の下降、②銀行、国有企業、上場会社、

⁹⁰ E コマース最大手のアリババが提供する決済サービス「支付宝」口座上の遊休資金をマネーマーケットファンで運用し、ユーザーが利息を獲得することができる「余额宝」というサービスが2013年に大話題になり、一気に市民、投資者、インターネット企業と金融機構の注目を集めるようになった。

⁹¹ 中国銀行業監督委員会が2013年3月に配布した「2013年大型銀行監督管理工作要点」の中に、鉄鋼、非鉄金属や船舶製造などの過剰生産能力業種や不動産開発への融資を慎重に行うよう指示を出した。

VC 等の資本の進入による競争の激化、という二つの原因による⁹²。

企業にとって、借入コスト（P2P の総合収益率）の下降に伴い、今までの短期資金需要を縮小し、本来の長期資金需要で借入れることができるようになった。また、貸出規模で大きなシェアを占める P2P プラットフォームの期限が長いので、平均期限が伸ばされた⁹³。したがって、P2P の平均貸出期限が 2014 年から長くなりつつある。

表 5-5 P2P 産業発展の基本情報の推移

| | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会社数 | 10 | 50 | 200 | 800 | 1,575 | 2,595 |
| 問題ある会社数 | — | 10 | 6 | 76 | 275 | 896 |
| 取引金額総額（億元） | — | 31 | 212 | 1,058 | 2,528 | 9,823 |
| 年末時点貸出残高（億元） | 1 | 12 | 56 | 268 | 1,036 | 4,395 |
| 総合収益率（年率） | 18.90% | | 19.13% | 21.25% | 17.86% | 13.29% |
| 平均貸出期限（月） | 6.9 | | 5.98 | 4.73 | 6.12 | 6.81 |

出所：網貸之家「2015 年中国網絡借貸行業年報」により筆者作成

2013 年以後、大量の銀行、国有企業（資本）、上場会社、VC は一気に P2P プラットフォーム業界に進入してきている。表 5-6 に示されるとおり、2015 年まで、これらの企業数は全企業社数の 15% の 206 社しか占めていないが、取引規模の 50% 以上を占めている。これは出資者の関係でもっと多くの投資資金を集め、多くの分野に投資を行うことしか考えていない。

また、出資者別の総合収益率を確認すると、銀行系が一番安い 5.7%—7.5% の間に留まり、国有資本系が 8.19%—9.48% の間にあり、上場会社系が 12%—14% の間に設定されることが分かる。しかし、2014 年の平均収益率の 17.86% を見比べると、すべて平均値を下回っている。特に 2014 年 11 月 22 日の銀行貸出基準金利（年間）が 6% から 5.6% に引き下げたことを合わせてみると、銀行系 P2P 会社の収益率が銀行貸出基準金利と同じぐらいの水準にあるといえる。

⁹² 中国社会科学院金融研究所（2014）「中国 P2P 網貸行業發展与評價報告」を参考。

⁹³ 同上。

以上から、P2P プラットフォームは銀行、国有企業、上場会社の利ザヤ獲得と監督回避の一種のチャンネルになったと言えるではないか。

表 5-6 出資者別の企業数と総合収益率の構成⁹⁴

| | 銀行系 | 国有資本系 | 上場会社系 | VC 系 | その他 |
|-------|-----------|-------------|---------|----------|----------|
| 会社数 | 14 社 | 68 社 | 48 社 | 68 社 | 約 1159 社 |
| 取引規模 | 50%以上 | | | | — |
| 総合収益率 | 5.7%—7.5% | 8.19%—9.48% | 12%—14% | 8.6%—20% | |

出所：「中国 P2P 網貸業発展与評価報告」、「2015 中国網絡借貸行業年報」により筆者作成

また、2015 年 7 月 18 日の初めての監督文書として「インターネット金融の健全な発展の促進に関する指導意見」が公布され、そこまで監督を受けない野放図な発展の結果、2015 年には、資金の返済不能や持ち逃げといった問題会社が全体の約 3 分の 1 を占めるようになった。

これらの問題に対して、金融システムの見直しによって中小企業の資金調達問題を改善だけではなく、新しい金融イノベーションに対し即時かつ適当な監督・規制を構築する必要がある。

まとめ

2008 年の金融危機以降、企業部門の資金不足の膨張と、金融機関と民間貸借間の利率差の拡大は、こうした収益を狙う金融機構の提携を促している。銀行と信託会社等によって発売する銀行理財商品、信託商品は、取引規模が拡大するとともに、個人・機構投資家の投資手段として生かされるほかに、規制産業の資金調達手段ともなっている。

本章での分析により、以下の結論が得られる。

第 1 に、金融機構の提携はが政府による金融監督を回避し利ザヤを獲得する狙いが

⁹⁴ 会社数と取引規模は 2015 までのデータであり、網貸之家「2015 年中国網絡借貸行業年報」により筆者作成。総合収益率は 2014 年 8 月 31 日までのデータであり、中国社会科学院金融研究所（2014）「中国 P2P 網貸行業発展与評価報告」により筆者作成。

あるだけでなく、事実上の金融コングロマリット化が可能だからである。即ち、政府が金融機関の異分野への参入規制を緩和したことによる。

第 2 に、3 ヶ月の期間を中心とする短期理財商品の資金が金融市場で多くの中長期金融商品に運用され、資金プールのような構造が出来上がり、大きなリスクを孕んでいる。しかも、個人投資家向けの理財商品を中心に、元利非保証型が増え続けており、こうした理財商品は 2015 年には 74.17%まで上昇している。さらに、これらの資金は金融商品を経由し実体経済に投入されたが、その多くはインフラ建設と不動産業と過剰生産能力産業に流れている。

第 3 に、2010 年から、信託商品の資金がインフラと不動産業に流入するのは減少し続けている一方、債券・株・基金などの金融商品、インターバンク市場の銀行間貸借、工商企業部門への資金流入が増えている。また、インフラと不動産業向けの信託商品の収益率は常に平均収益率を上回り、9%以上に達している。したがって、資金調達側の企業の調達コストは 9%より高いはずである。

第 4 に、小額貸付会社とネット貸借プラットフォームが銀行・国有企業・上場会社等の余剰資金を持つ組織の資金転貸と貸出のチャンネルになっている。しかも、小額貸付会社の貸出金利は 10%台～20%台の間に設定され、借手側の中小企業と自営業者にとって調達コストが高い。ネット貸借プラットフォームの年間収益率は 2013 年ピーク時の 21.25%から下降しているが、借手側の中小企業と自営業者の調達コストが収益率を上回り、20%以上と推測できる。

本章では、低い金利の正規金融システムと高い金利の民間金融の間に大きな利ザヤが存在し、2011 年から地方インフラ建設、過剰生産能力業種、不動産業をはじめとする多くの国有企業の資金不足の規模が著しく拡大したので、銀行と信託会社等の連携が可能になることを明確にした。そして、理財商品と信託商品の調達資金と資金運用の期限ミスマッチ問題を指摘し、大量の資金が金融市場と高いリスク分野に投入されたことを明確にした上で、資金の最終の借手の金利が高められた以外に、資金繰り困難の中小企業などの資金需要が重要視されなくなる恐れがある。また、新型民間金融である小額貸付とネット金融は、余剰資金を持つ銀行・企業の資金運用手段として、

資金繰り困難の中小企業などに資金を提供する一方、高い貸出金利が企業の負担にもなっている。

以上の結論によれば、第一章と第二章で提起した仮説②を金融機構の提携による金利高騰の側面から検証したと言える。

終章

第 1 節 研究要約

本稿では、中国の中小企業の資金調達難について、先行研究で既に提起されていた企業サイド、銀行サイド、金融システムサイドの要因を踏まえ、社会主義市場経済体制における政府、国有企業、国有・国有持株金融機関の緊密な関係を念頭に入れながら、2008 年以降において経済政策と金融政策の調整がもたらした金融市場の歪みを明らかにした上で、2009 年から 2010 年までの期間と 2011 年から 2014 年までの期間を中心に中小企業資金調達難の要因を考察した。その内容は以下のようになる。

第 1 章では、中国の中小企業の在り方と中小企業向けの金融環境を明らかにした上で、中小企業の資金調達難の実態を確認した。まず、中小企業の資金調達困難度、銀行貸出の調達困難度、民間金融の資金調達困難度の変化により、2008 年の金融危機以後、資金調達難が顕著になったと指摘した上で、2009 年から 2010 年までの期間、2011 年から 2014 年までの期間に分けて、悪化の度合の違いを確認した。特に 2010 年以降の資金調達が悪化したことを強調した。次に、中小企業の外部資金調達の主要手段である銀行貸出を確認すると、2009 年から 2010 年までの中小企業向けの銀行貸出の規模が 1%程度多くなったが、銀行短期貸出しか調達できない中小企業にとって、銀行短期貸出全体の激減と銀行貸出金利の乱高下を考慮に入れた場合、資金調達が容易になったと考えられない。2011 年から 2014 年までの中小企業向けの銀行貸出規模が明らかに大きくなったが、銀行短期貸出のシェアが低位にある中で、貸出金利も 2011 年の高騰以降 2014 年まで高止まりしていたこと考慮に入れると、資金コストが高いはずである。第三に、民間金融は、金融緩和による 2009 年利用規模の縮小と 2010 年の利用規模の拡大という変化をしたが、金利は低くない。2011 年から利用規模が大きくなり続ける一方、金利が 2011 年の急騰以降、2014 年まで高いままであった。第四に、サンプル調査によれば、2009 年と 2010 年には、地方政府の信用裏付けがあるインフラプロジェクトと国有企業及び不動産業を中心に銀行貸出をしたため、中小企業の資金需要が無視された。2011 年以降、銀行貸出で資金調達できて

も、理財商品購買・強制預金などの様々な付加条件が課され中小企業の資金コストを高めている。

第2章では、筆者による中小企業経営者と銀行職員へのインタビュー調査を通じ、第一章で確認した資金調達実態と原因への確認と論理補強を行った。中小企業の資金調達難の原因として、規模の経済性と中小企業の情報の不透明による銀行へのアクセス困難、中小企業向けの支援政策と保証組織が機能していないこと、さらに、銀行機関から所有制による格差（国有であればリスクゼロ）があることを明らかにした。また、大型銀行と小型銀行、大中銀行と農村金融組織間の銀行間取引規模の拡大は銀行貸出金利を高めていること、余剰資金を持つ銀行と企業が理財・信託商品を経由し資金を貸出することにより企業の資金コストを高めていること、委託貸付・小額貸付会社・ネット貸借などの勃興により元々資金調達難の中小企業は、資金調達手段の増加になったが、高い金利を面しなければならないことなどを確認した。こうした調査結果と、第一章の結論を踏まえながら、①2009年から2010年までの期間、銀行は地方インフラ建設、国有企業、不動産業を中心に資金を供給したので、中小企業の資金需要は無視された。②2011年に金融引締めに移してから、銀行貸出金利と民間貸借金利がともに高騰し、2014年まで高止まりしていたので、中小企業の資金調達コストが高まった。といえるだろう。

第3章では、2008年以降、インフラ建設、重点工業産業、不動産を中心に大規模な投資が行われていたが、2009年や2010年の投資効率が悪化し、2011年以降には更に悪化したことを確認した上で、2009年と2010年の2年間で中小企業の資金需要が無視され、資金調達難が悪化したと考察した。具体的には、次のような経緯である。2008年の大規模な財政刺激策により、2009年と2010年には10%前後の高い経済成長率が維持できた。しかし、世界経済の持続的な低迷の中で、大規模な投資に依存する経済成長は維持できず、2011年から減速に転じた。また、2009年と2010年の期間で、大量の資金が地方政府インフラ建設、国有企業、不動産を中心に投資され、投資効率が悪化し続けて、地方政府の債務過多と非金融企業の債務膨張をもたらした。2011年から経済成長が減速する中で、債務の元利返済が困難に陥ったため、国有企業に対して持続的な資金調達を行わなければならないようになった。こうした中で、2008年に

打ち出された 4 兆元経済刺激投資がほぼ国有企業に投入されたことを明らかにし、中小企業の資金需要がクラウドینگアウトされるようになったことを考察した。また、2010 年以降も、債務過多の国有企業と地方政府に資金調達する必要性があるなか、中小企業の資金需要は無視され続けていると思われる。

第 4 章では、2010 年末に政府が金融引締めへ転じ、リスク部門への資金供給を行うために、手形の再割引、銀行間同業業務、社債、委託貸付の規模が急拡大し、市場金利が高騰したので、中小企業が高金利を受容せざるを得なくなったことを明らかにした。具体的には以下のように考察を展開した。まず、M2 と GDP の比の上昇、社会融資総量の急増、GDP と社会融資総量の比の低下、非金融企業債務/GDP と固定資本形成/GDP の比の乖離拡大を確認し、金融市場における資金空回りがあることを指摘した。また、窓口指導と預貸比率の制限を受ける銀行は、利息収入を重視したため、商業手形の再割引と銀行間取引の規模拡大によって収益拡大を目指したこと、企業部門が社債発行で多くの資金を調達するが、社債の規模、発行主体、保有先、ターンオーバー率を確認すると、2008 年以後に、社債が国有・大型企業の一種の長期貸出であることが明らかになった。さらに、委託貸付の規模とスキーム、委託貸付の貸手側と借手側の確認により、委託貸付が余剰資金を持つ企業の一種の投資手段であり、その結果、債券利回りを代表する自由金利と銀行貸出金利の水準が高騰したことを明らかにした。

第 5 章では、銀行・信託・証券会社が提携し開発した銀行理財商品と信託商品が大きなリスクを孕むだけでなく、資金調達チェーンの延長と金融市場での資金空回りという問題をもたらし、中小企業資金調達難とコストを高めたことを考察した。具体的に、以下のような考察を展開した。企業部門の資金不足、正規金融システムと民間金融間の利率差が、金融監督を回避しようとする金融機関同士の提携を促したほか、異業種への進出を許可する政策がさらに提携を加速したことを明らかにした。また、銀行業の理財商品の規模、満期構成、投資先、リスク構造を明らかにした上で、期限ミスマッチのリスクを指摘した。さらに、信託商品の種類、規模、投資手段、投資先、収益率を明らかにした上で、2010 年以後の金融市場での資金運用が増加している一方、実体経済に流入した資金の収益率が高まった（資金調達の企業にとっては

調達コストが高まる)。そのほかに、小額貸付会社とネット金融の発達が中小企業に新たな資金調達手段を提供したが、金利も高いことを指摘した。

第2節 結論と提言

中国の中小企業は、1999年の憲法改正で付け加えられた「非公有制経済は公有制経済と同等と位置付けられる」という条文と2003年の『中小企業促進法』の実施により、経済成長、雇用創出、税金納付、輸出品製造などの面で1990年代よりさらに大きな貢献をし、中国の高度経済成長における重要な存在となっている。そのため、中小企業の成長を制約する資金調達難が早い段階で政府に重視され、銀行組織への窓口指導やと中小企業信用保証システムの構築などの支援策が打ち出されていたが、今に至るまで著しい改善が見られない。逆に、2008年の金融危機以後、経済成長の鈍化と金融政策の調整に伴い中小企業の資金調達難が顕著になった。また、2011年から資金循環の悪化につれ、中小企業資金調達難はさらに増している。

本稿の分析により明らかになったことは以下の点である。

第1に、先行研究で指摘されていた企業サイド、銀行サイド、金融システムサイドの要因を踏まえ、経済成長と金融環境の変化というマクロ的な背景を視野に入れ、2003年から2014年までの中国中小企業全体の資金調達難の時系列変化を考察した。その結果、中小企業資金調達難は常に存在しているが、2008年以後に顕著になったことである。具体的には、2009年から2010年までの悪化期、2011年から2014年までの更なる悪化期間と分けることができる。

第2に、2009年から2010年までの悪化期においては、地方インフラ建設、国有企業、不動産業が固定資産投資の主要な投資先であるだけでなく、4兆元経済刺激投資もほぼこれらの部門に投資された。こうした中で、中小企業（民営企業）の資金需要が無視され、銀行部門へのアクセスが困難になった。また、中長期銀行貸出がほぼ国有企業と地方インフラ建設に供給されたので、中小企業は銀行借入が獲得できても、国有企業との競争中で弱い側にあるので、高い金利を容認せざるを得ない。

第3に、大規模な投資が続き、投資効率が悪化しはじめ、2011年ごろから地方政

府の債務過多と、過剰生産能力の業種や不動産業をはじめとする非金融企業部門の債務膨張という問題が深刻になった。経済成長が減速する中、こうした債務主体である地方政府と国有企業は、持続的な資金調達が必要になった。金融引締めにした 2011 年から、社会融資総量の中で銀行貸出のシェアが縮小し続けているに対し、社債、商業手形、信託貸付などの規模が膨張している。つまり、地方政府と国有企業は銀行貸出だけではなく、他の手段により資金調達を行うようになった。その結果、2011 年から銀行貸出金利と市場金利が高騰し、2014 年まで高止まりしており、資金循環の末端にある中小企業は、高金利を受容せざるを得ず、資金調達難がさらに悪化するようになった。

以上の考察を経て資金調達を円滑にするために、以下のような提言を纏められる。

第 1 に、中小企業向けの政策的な銀行と政策的な信用担保組織を設立し、中小企業の資金調達を支援する政策の実施を徹底化することである。商業銀行は、規模の経済性と情報の不透明により、中小企業向けの資金供給を行うインセンティブが欠如している。現在の信用保証システムは、政策・非政策的な保証組織の乱立、監督不足と再担保組織の欠如という問題があり、期待される役割を果たせない。商業銀行を実施主体とする臨時的な支援政策が景気変化により影響を受けやすいので、効果を高めるために政策的な組織に頼むべきである。

第 2 に、中小企業の組織構造、企業経営、財務資料の規範化を促すために、法律の整備と監督管理の強化を行う必要がある。中国の経済発展に対して企業活動の歴史が短い中小企業にとって、現代的な会社制度の経験が浅く、規範的な企業経営に対する意識がまだ不十分である。また、中小企業の規範経営に関する法律は既に多く制定されており、今後は法律に従った監督を強化する必要があるだろう。こうしたことによって、中小企業の情報透明性が高まることが可能になる。他方、中国金融機関の歴史も浅く、信用評価・情報収集などの能力や蓄積が弱いので、さらなる成長が待たれる。

第 3 に、金融改革により、金融機関が政府との繋がりや影響を排除し、金融市場の資源配分を機能させるべきである。国有銀行と国有背景を持つ株式制銀行⁹⁵は、政府

⁹⁵ 2014 年 9 月 29 日まで、最初に試験的に設立許可した 5 行の民営銀行がすべて正式な銀行業許可を取得した。1996 年設立された民生銀行は最初の民営銀行と呼ばれることがあるが、最初の出資者は国有企業、事業単位（財政補助金を貰う非営利性単位）、民営企業から構成されるので、厳密にいうと 100%の民営銀行ではない。

の関与を避けられず、多くの場合は政府が制定する経済政策に従って資金供給を行っている。また、政府による銀行経営者の任命制度を改革しなければならない。さらに、金融機関の市場退出メカニズムを整える必要があり、銀行を倒産させない状況を打破すべきである。勿論、破産に伴う中央銀行の再貸出しと預金保険などの金融セーフティーネットを構築することが大前提となる。

第4に、政府の行政改革により、経済成長至上主義を是正し、政府の経済への関与を減らすべきである。経済成長と雇用創出を重要な評価標準とする官僚評価システムの下で、経済成長至上主義を信奉する地方政府は、自らのインフラ建設活動或いは企業の投資拡大に偏りがちである。それと同時に、国有企業の非効率的な投資と経営も改善しなければならない。これに対し、政府関与からの脱却や国有企業の激励メカニズムの構築は重要な課題となる。

第3節 本研究の今後の課題

本稿では、中国における中小企業の資金調達難の要因を分析するために、2008年の金融危機の対策として実施された大規模な経済刺激策と金融緩和と共に起こった中小企業資金調達難の悪化に焦点を当て、マクロ的な成長政策と金融政策の調整がもたらした資金循環の悪化のプロセスを解明しながら、中小企業資金調達への影響を明らかにした。しかし、本稿では、経済学の一般理論に基づいた実証的な分析を中心にしたため、理論上の究明が不十分だという課題が残っている。そして、中小企業資金調達難と資金循環の悪化に関して、十分に取り扱いえなかった課題も残っている。これらの課題を整理すると以下のようになる。

第1に、中国における中小企業全体の資金調達難の時系列変化を考察するために、より長期間かつ広範囲に及ぶサンプル調査を行う必要がある。本稿では、先行研究のサンプル調査と10社のインタビュー調査に基づき、ミクロ的な視点から資金調達難の実態をある程度に明らかにしたが、中国における中小企業全体の状況を説明するには説得力が弱いと思われる。

第2に、中国社会主義市場経済における中小企業をはじめとする非公有制企業の在り

方の理論的な検討をする必要がある。中国において、国有企業と非公有制企業(中小企業)が法律上で平等に取り扱われているが、実際の資源配分において国有企業への偏りがごく普通である。本稿では、そうした問題を指摘したが、経済制度への理論的分析を行わなかった。

第3に、新たな政策の制定がもたらす可能性の検討が不十分である。本稿は、対象期間を2008年から2014年半ばまでの間として、有意義な結論を得たが、より研究価値を高めるために2014年以降新たな政策がもたらす可能性を分析する必要がある。

以上が本研究に残された課題であり、今後もこれらの課題を踏まえ研究を継続するものである。

参考文献

- 石部公男（2009）「中国の金融システムと中小企業対策における試論」『聖学院大学論叢』21 巻 1 号、81-90 頁
- 今井健一・渡辺真理子著（2006）「企業家の企業：非国有企業の勃興」（『現代中国経済4—企業の成長と金融制度』名古屋大学出版会、第3章、86-121 頁）
- 植田賢司・五味佑子（2013）「中国のシャドーバンキングと拡大する地方政府債務」『国際通貨研究所 Newsletter』No.23、1-15 頁
- 大倉正典・玄聖花（2006）「中国中小企業金融における銀行セクターの問題点」文部科学省私立大学学術研究高度化推進事業 オープン・リサーチ・センター整備事業 社会知性開発研究センター・中小企業研究センター アジア諸国の産業発展と中小企業 ディスカッションペーパー
- 大西広・白石麻保・矢野鋼著（2016）「中国計画経済システム下での企業行動の特徴—分権的意思決定に関する実証分析」（大西広編著『中成長を模索する中国—「新常态」への政治と経済の揺らぎ』慶応義塾大学出版会、補論、169-185 頁）
- 王雷軒（2014）「中国不動産向け貸出の現状と特徴」『金融市場』2014 年 7 月号、28-31 頁
- （2013）「中国の小額貸付会社の現状と課題—江蘇省の現地調査を踏まえて」『農中総研 調査と情報』第 39 号、22-23 頁
- 川村雄介・日本証券経済研究所（2013）「中国資本市場の主要プレーヤー」（『最新 中国金融・資本市場』金融財政事情研究会、第 7 章、205-265 頁）
- 梶谷懐（2004）「中国の地域間経済格差と中央・地方間関係：ソフトな予算制約と地域経済のパフォーマンス」『神戸学院経済学論集』36 巻第 1・2 号、109-135 頁
- （2008）「中国の土地市場を巡る諸問題と地方政府—地方主導型経済発展の変容」『現代中国研究』第 23 号、64-85 頁
- （2011）『現代中国の財政金融システム—グローバル化と中央—地方関係の経済学』、名古屋大学出版会
- （2015）「投資過剰経済の不確実性とダイナミズム」（丸川知雄・梶谷懐著『超

- 大国・中国のゆくえ 4—経済大国化の軌みとインパクト』東京大学出版会、第 1 章、19-70 頁)
- 岸真清 (2015)「中国の中小企業と金融システム」『中央大学経済研究所年報』46 号、163-182 頁
- 忽那憲治 (1997)『中小企業金融とベンチャーファイナンス—日・米・英の国際比較』東洋経済新報社
- 栗原浩史 (2014)「中国の理財・信託商品に関わる金融リスクの現状評価とみ見通し」『三菱東京 UFJ 銀行 経済マンスリー』2014 年 4 月、1-18 頁
- 黒崎文雄 (2015)「中国鉄道の経営と現況—近年の高速鉄道の建設と直面する課題」『運輸と経済』第 75 巻第 2 号、90-97 頁
- 計聡 (2006)「金融システムと経済発展—中国の中小企業金融のケーススタディーを中心に」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』83 号、37-57 頁
- 巖成男 (2011)「1990 年代以降の成長体制」(『中国の経済発展と制度変化』京都大学学術出版会、第 3 章、83-108 頁)
- 「中国経済発展のレギュレーション理論」(『中国の経済発展と制度変化』京都大学学術出版会、終章、267-285 頁)
- 邢明明 (2015)「ポスト金融危機における中国中小企業資金調達への考察」『現代社会文化研究』第 61 号、153-169 頁
- 駒形哲哉 (2005)「借金の保証人をつくる」(『移行期中国の中小企業論』税務経理協会、第 7 章、231-257 頁)
- (2012)「中国の社会主義市場経済と中小企業金融」『成城大学経済研究所研究報告』No.60
- 黄益平・常健・楊靈修 (2012)「シャドーバンキングは中国版サブプライム・ローン問題を引き起こすか」『季刊中国資本市場研究』2012Summer、9-17 頁
- 洪恩東 (2006)『中国国有企業の企業金融—工業企業を中心に』筑波大学博士論文
- 呉敬璉 (2007)「銀行制度改革と証券市場の発展」(呉敬璉著・青木昌彦監訳・日野正子訳『現代中国の経済改革』NTT 出版、第 6 章、203-240 頁)
- 五味佑子 (2014)「中国の社債市場の現状と展望」『国際通貨研究所 Newsletter』No.36

- 佐野淳也（2014）「中国・地方財政の債務構造と政府の対応策」『環太平洋ビジネス情報』14 卷 53 号、34-53
- （2014）「中国は地方財政の健全性を高められるか—脱土地依存に向けた二つの改革」『JRI レビュー』2015 第 4 卷 23 号、31-50 頁
- 斎藤尚登（2014）「中国地方政府債務問題とシャドーバンキング問題」『月刊 資本市場』No.347、36-43 頁
- （2015）「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」大和総研、1-7 頁
- 斉中凌（2015）「銀行部門で見る中国金融市場のリスク」『JRI レビュー』2015Vol.4 No.23、51-67 頁
- 朱炎（2010）「景気回復の進展と日本経済への影響」（朱炎編・渡辺利夫・21 世紀政策研究所監修『国際金融危機後の中国経済—内需拡大と構造調整に向けて』勁草書房、第 1 章、3-26 頁）
- 瀋劍嵐（2012）「中国の社会主義的市場経済と中国債券市場の役割—金融資産の増大と社会資源の配分」『熊本学園商学論集』第 17 卷第 1 号、81-103 頁
- 神宮健（2012）「増加する企業の債券発行」『Financial Information Technology Focus』2012・11、16-17 頁
- （2016）「2016 年はインターネット金融規制元年に」『Financial Information Technology Focus』2016 年 3 月、14-15 頁
- 周力輝著・丸川知雄訳（2014）「江蘇省南部の民営企業における資金調達の高難」『社会科学—特集 中国の地域経済問題』第 66 卷 1 号、129-138 頁
- 姜紅祥（2012）「リーマン・ショック以降の温州民間信用危機に関する一考察」中国経営管理学会 2012 年度秋季研究大会報告論文、1-34 頁
- 姜紅祥・西口敏宏・辻田素子（2014）「信用危機後の温州金融総合改革に関する一考察—民間金融の法制化への動き—」、一橋大学イノベーション研究センター IRR Working Paper WP#13-27
- 徐一睿（2012）「移行期の中国における地方政府の政策競争」『三田学会雑誌』105 卷 3 号、141-152 頁

- (2014)「中国の地方財務問題の再考—地方政府融資平台（LGFV）を中心に」
『ERINA REPORT』No.115、13-21 頁
- 徐一睿・澤田英司（2016）「地方統制—政治選抜トーナメント方式について」（大西広
『中成長を模索する中国—「新常态」への政治と経済の揺らぎ』慶応義塾大学出版
会、第2章、pp.43-58）
- 菅原陽心（2011）『中国社会主义市場経済の現在—中国における市場経済化の進展に関
する理論的実証的分析』御茶の水書房
- 銭誠（2013）「中国における中小企業の資金調達についての一考察」『龍谷ビジネスレ
ビュー』No.14、41-54 頁
- 関志雄（2011）「収束に向かう中国の地方政府性債務問題—融資プラットフォーム会社
の整理を中心に」『野村資本市場クォーターリー』2011Autumn、126-130 頁
- (2013)「中国におけるシャドーバンキングの現状と課題」『野村資本市場クォ
ーターリー』2013Autumn、1-8 頁
- (2015)『中国「新常态」の経済』日本経済新聞出版社
- 関辰一（2012）「中国の不動産バブル崩壊リスクは極めて小さい」『環太平洋ビジネス
情報』2012 第12巻45号、52-66 頁
- (2015)「限界に向かう中国の企業債務拡大—バブル期の日本と似た様相」『環
太平洋ビジネス情報』15巻57号、124-136 頁
- 関根栄一（2013）「中国の地方債務をどのように捉えるべきなのか」『野村資本市場ク
ォーターリー』2013Autumn
- (2014)「中国の金融・資本市場改革：シャドーバンキング問題と不良債権問題」
財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』2014年第3号、77-111 頁
- (2014)「中国の企業債務問題の法的処理—信託商品と公司債のケース」『野村
資本市場クォーターリー』2014Spring、198-210 頁
- 全国信用金庫協会編・村本孜監修（2010）『中小企業のライフサイクルと地域金融機関
の役割—リレーションシップバンキングの理論と「つなぐ力」の実践』近代セール
ス社
- 孫智（2015）「中国理財商品の形成と今後の課題—銀行理財商品を中心に」『千葉商大

論叢』53 卷 1 号、313-336 頁

高田創（2013）「中国短期金利上昇の背景にある根深い問題」『リサーチ TODAY』2013

年 6 月 28 日、みずほ総合研究所、1-2 頁

玉井芳野（2015）「中国のインフラ投資は加速するか—資金不足問題への対応が進むも、

残る先行き不安」みずほ総合研究所、1-7 頁

張承恵・陳道富（2012）「中国不動産市場のハードランディングは回避できる」『季刊

中国資本市場研究』2012Spring、15-29 頁

張秋華著・太田康夫監修（2012）『中国の金融システム—貨幣政策、資本市場、金融セ

クター』

張平（2015）「中国の電力体制改革と戦略」日本エネルギー経済研究所

(eneken.ieej.or.jp/data/6479.pdf)

陳道富（2014）「金融業と実体経済が乖離する中国の現状とその原因及び対策」『季刊

中国資本市場研究』2014Spring、17-33 頁

陳虹（2013）「中国の債券市場と信用格付について」関西大学・政治経済研究所第 199

回公開講座、155-169 頁

陳玉祥（2004）「中国の民間金融：温州を中心とする東南沿海部における民間金融の実

態と地域経済」『三田学会雑誌』Vol.96 No.4、149-170 頁

——（2010）『中国のインフォーマル金融』麗澤大学出版会

——（2012）「中国における非主流金融の拡大と中小企業」『三田学会雑誌』105 卷 3

号、35-57 頁

陳乃佳（2014）「中国の民間金融問題についての一考察—資金調達の不均衡と利益集団

の衝突を中心に」『総合政策論叢』28 号、鳥根県立大学総合政策学会

津上俊哉（2004）「中国地方財政制度の現状と問題点—近時の変化を中心に」RIETI

Discussion Paper Series 04-J-020

塚本隆敏（2004）「中小企業における融資問題」（『現代中国の中小企業』ミネルヴァ書

房、第 6 章、121-155 頁）

寺西重郎（1991）『工業化と金融システム』東洋経済新聞社

唐成（2003）「1990 年代以降の中国経済における資金循環分析」METI-RAD Working

- (2005)「企業・政府の資金調達行動」(『中国の貯蓄と金融一家計・企業・政府の実証分析』慶応義塾大学出版会、第7章、155-188頁)
- (2011)「中国の中小企業金融—個票データ分析を中心に」『桃山学院大学総合研究所紀要』第36巻第2号、109-125頁
- 童適平 (2010)「国際金融危機と金融政策」(朱炎編・渡辺利夫・21世紀政策研究所監修『国際金融危機後の中国経済—内需拡大と構造調整に向けて』勁草書房、第3章、54-82頁)
- 中野彩香 (2012)「中国鉄道部の特殊な成立経緯による組織構造・経営上の課題」『運輸と経済』第72巻第1号、83-93頁
- 南海龍 (2010)「中国の政策金融に関する経済分析—政策金融の重点は中小企業金融に置くべき」『東洋大学大学院紀要』47号、357-376頁
- 日本政策投資銀行 (2015)「生産設備の稼働状況などからみた中国製造業と課題」『今月のトピックス』No.245-1
- 日本セメント協会のデータ統計のホームページ (<http://www.jcassoc.or.jp/>)
- 日本鉄鋼連盟のデータ統計のホームページ (<http://www.jisf.or.jp/data/>)
- 野口悠紀夫 (1992)『バブルの経済学—日本経済に何が起こったのか』日本経済新聞社
- 野村総合研究所 (2013)「アリババ小口貸出の資産証券化商品」
- 範立君 (2011a)「中国型リレーションシップと中小企業金融：中国民間金融の展開とその限界」『季刊経済理論』第47巻第4号、65-75頁
- (2011b)「中国の中小企業金融とリレーションシップバンキング形成の失敗」『政経研究』第96期、84-95頁
- 福光寛 (2015)「中国の銀行理財についての規制」『成城大学経済研究所研究報告』No.69
- 巴曙松 (2013)「金融構造の進化からみる現在のシャドーバンキング」『季刊中国資本市場研究』2013Summer、18-26頁
- 益田安良 (2006)『中小企業金融のマクロ経済分析—健全化へ向けた経済政策と金融システム』中央経済社
- 丸川知雄 (2013)『チャイニーズドリーム—大衆資本主義が世界を変える』筑摩書房

- (2013)「中国の国有企業—問題からパワーに転換したのか」『JRI レビュー』
2013 第 3 巻 4 号
- (2016)「宝山鋼鉄—武漢鋼鉄の大型合併で中国鉄鋼業の過剰設備問題は解決へ
向かうのか」Newsweek 中国事情コラム 2016 年 10 月 11 日付
(<http://www.newsweekjapan.jp/marukawa/2016/10/post-19.php> 2016 年 10 月 13 日アク
セス)
- 三浦有史 (2013)「投資効率の低下が続く中国経済—金融・国有企業改革の実行が求め
られる習近平体制—」『Research Focus』No.2012-19、1-7 頁
- (2016)「中国を長期停滞に追い込む過剰生産能力—市場を支配するルールなき
消耗戦の行方」『日本総研 Research Focus』No.2016-005、1-13 頁
- 三浦有史・佐野淳也 (2013)「シャドーバンキングが映し出す中国の構造問題」『日本
総研 Research Report』No.2013-024、1-10 頁
- 三浦祐介 (2011)「中国における地方政府債務問題の現状と展望—短期的影響は限定的
だが、課題として残る財政度の改善」みずほ総合研究所、2011 年 9 月 28 日付、1-20
頁
- (2013)「中国経済を苦しめる生産能力過剰—資本ストック循環が示唆する調整
圧力の強まり」みずほ総合研究所、2013 年 5 月 16 日付、1-9 頁
- (2015)「対策進む中国の地方政府債務問題—地方財政に生じうる財源不足が当
面のリスクに」みずほ総合研究所、2015 年 3 月 31 日付、1-8 頁
- 森田和正 (2004)「中国における中小企業信用保証制度の展開と課題—浙江省温州市を
中心に」『三田学会雑誌』第 96 巻 4 号、595-609 頁
- 門闌 (2011)『中国都市商業銀行の成立と経営』日本経済評論社 (第 1 章「中国の金融
発展と都市商業銀行」25-66 頁)
- 安田武彦・高橋徳行・忽那憲治・本庄裕司 (2007)『ライフサイクルから見た中小企業
論』同友館
- 吉岡孝昭 (2008)「中国における財政制度と中央・地方関係に関する分析」『大阪大学
国際公共政策研究』第 12 巻第 2 号、111-125 頁
- 湯元健治・関辰一 (2013)「中国のシャドーバンキング—そのリスクと政府対応力をど

う見るか」『日本総研 Research Report』No.2013-007

羅歆鎮（2011）「中国高度経済成長及びその制度的要因」、東京経大会誌第 271 号、173-190 頁

李昕（2005）「中国の中小企業信用保証制度の試行実態と課題—江蘇省鎮江市の事例を中心として」『アジア研究』第 51 巻 1 号、18-39 頁

李立栄（2014）「中国シャドーブバンキングの動向と金融システム改革の課題」『証券経済学会年報』第 49 号冊、1-10-1-1-10-18 頁

李彭（2008）「中小企業資金調達の実態と問題点」『松山大学論集』20 巻 4 号、149-178 頁

劉家敏（2013）「土地・不動産依存の中国地方財政—安定財源の確保に向けた対策と今後の課題」みずほ総合研究所

中国語文献

保定天威集团有限公司「年度報告書」（有価証券報告書）2005 年～2014 年版

蔡利（2015）「経済下行時期中小企業融資難問題—以東莞市中小企業為例」『經濟研究導刊』2015 年第 1 期、103-104 頁

財新《新世紀》「解読銀行同業業務」2013 年 7 月 30 日付

（<http://business.sohu.com/20130730/n382914111.shtml> 2016 年 5 月 25 日アクセス）

工業和信息化部・国家統計局・国家發展和改革委員会・財政部（2011）『中小企業划型標準規定』

「国際商報」「合資鐵路可持續發展路在何方？」2015 年 9 月 17 日付

（<http://finance.china.com.cn/roll/20150917/3347595.shtml> 2016 年 6 月 1 日アクセス）

郭婧（2014）「内蒙古小額貸款公司發展現狀及对策研究」内蒙古大学修士論文

胡鞍鋼・王紹光（1994）『中国国家能力報告』牛津大学出版社

河南中原高速有限公司「年度報告書」（有価証券報告書）2005 年～2014 年版

賀穎彦（2013）「政信合作変局 落幕還是變臉」『環球企業家』2013 年 1 月、86-89 頁

洪科（2010）「中国電力産業融資機制研究」湖南大学博士学位論文

- 胡瑞懷・王春光（2012）『温州藍皮書—2012 年温州經濟社會形勢分析與預測』社會科學文獻出版社
- 黃曉勇（2016）『世界能源發展報告 2016』社會科學文獻出版社
- 紀琮驍（2003）「麥克米倫缺欠與中小企業政策性融資」『金融研究』2003 年第 7 期、111-118 頁
- 金浩・王春光（2009）『温州藍皮書—2009 年温州經濟社會形勢分析與預測』社會科學文獻出版社
- 李建偉・李樹生（2015）「影子銀行、利率市場化與實體經濟景氣程度—基於 SVAR 模型的實証研究」『中南財經政法大學學報』2015 年第 3 期、56-62 頁
- 李蒙川（2015）「吉高集團高速公路融資政策策略研究」吉林大學碩士論文
- 林毅夫、李永軍（2001）「中小金融機構融資發展與中小企業融資」『經濟研究』2001 年第 1 期、10-18 頁
- 劉煜輝・潘可挺（2011）「中國地方政府公共資本融資：問題、挑戰與對策—基於地方政府融資平台債務狀況的分析」『金融評論』2011 年第 3 期、1-19 頁
- 劉國輝・盧曉康（2012）「小額貸款公司影子銀行特徵探析」『福建金融管理幹部學院學報』No.127、11-15 頁
- 龍建成・樊曉靜・張雄（2013）「利率變動、影子銀行與中小企業融資」『金融論壇』2013 年第 7 期、40-45 頁
- 苗長興（2015）「化解產能過剩的途徑和措施」『新金融評論』2015 年第 1 期、25-44 頁
- 全國人民代表大會常務委員會『中華人民共和國國民經濟和社會發展第十一個五年計畫綱要』（http://www.npc.gov.cn/wxzl/gongbao/2006-03/18/content_5347869.htm）
- 『中華人民共和國國民經濟和社會發展第十二個五年計畫綱要』（http://www.npc.gov.cn/wxzl/gongbao/2011-08/16/content_1665636.htm）
- 榮朝和・武劍紅（2012）「我國鐵路債務危機處置與加快鐵路改革的思路」『綜合運輸』2012 年第 1 期、27-32 頁
- 單伝梅（2013）「中小企業融資困境與對策分析—以山東省新泰市為例」山東大學碩士論文
- 生意社「2015 年我國鋼鐵產業集中度進一步下滑」2016 年 3 月 3 日付

- (<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-03-03/doc-ifyqafm6771325.shtml> 2016 年 5 月 28 日アクセス)
- 上海精算所「固定收益產品統計」の各年版 (<http://www.shclearing.com/sjtj/tjrb/>)
- 上海証券報「上市公司成財主、半年委託貸付超千億」2014 年 7 月 30 日付
- (http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201407/t20140730_4464003.html 2015 年 12 月 1 日アクセス)
- 四川川投能源股份有限公司「年度報告書」(有価証券報告書)2005 年～2014 年版
- 王宝浜 (2011)「対近幾年電力投資増長の思考」『調研世界』2011 年第 8 期、18-24 頁
- 網貸之家 (2016)「2015 年中国網絡借貸行業年報」
- 王蕾・張婧婕・陳霄 (2015)「影子銀行、中小企業融資与深化金融改革—基于結構向量自回歸模型の実証分析」『華東經濟管理』29 卷 4 期、102-108 頁
- 王延科 (2010)「以政策改革和金融創新破解中小企業融資難題—対広東省中小企業融資狀況的調查分析」『銀行家』、90-93 頁
- 王世傑・潛力 (2014)「中国鐵路債務規模持續擴大的原因分析」『華東交通大学学報』第 31 卷第 6 期、40-46 頁
- 魏加寧 (2010)「中小企業並非融資難、而是融資貴」『經理人』第 208 期、73-74 頁
- 温州市金融辦公室的ホームページ (<http://www.wzpf.gov.cn/Default.aspx>)
- 新華網「三省会同日宣布全面取消限購 九城仍堅挺」2014 年 8 月 29 日付
- (http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-08/29/c_1112289498.htm 2015 年 6 月 6 日アクセス)
- 用益信託網 (<http://www.yanglee.com/research/index.html>)
- 徐東輝 (2013)「中国式影子銀行的發展及其对中小企業融資的影響」『財經科学』2013 年第 2 期、11-20 頁
- 許立民 (2010)「山東省中小企業融資行為及影響因素分析」『山東社会科学』2010 年第 8 期、164-168 頁
- 張五常 (2009)『中国的經濟制度』中信出版社
- 張承惠 (2009)「金融危機下的中小企業融資」『今日中国論壇』2009 年第 7 期、81-83 頁
- (2011)「中小企業融資現狀与問題原因分析」『理論学刊』2011 年第 11 期、37-

張捷（2002）「中小企業関係型借貸与銀行組織結構」『經濟研究』2002 年第 6 期、32-37 頁

張明（2013）「中国式影子銀行：界定、成因、風險与对策」中国社会科学院世界經濟与政治研究所國際金融研究中心 Working Paper No.2013W05

周黎安（2009）『転型中的地方政府官員激励興治理』上海人民出版社

中国電力企業連合会「中国電力統計基本数据」各年版

(<http://www.cec.org.cn/guihuayutongji/tongjixinxi/>)

中国鋼鉄工業協会（CISA）のホームページ (<http://www.chinaisa.org.cn/gxportal/>)

中国工業和信息化部統計データのホームページ

(<http://www.miit.gov.cn/n1146312/index.html>)

中国国家發展和改革委員會のホームページ (<http://www.sdpc.gov.cn/>)

中国国家鐵路局のホームページ (<http://www.nra.gov.cn/>)

中国国家統計局「中国統計年鑑」の各年版 (<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>)

中国国务院等（2003）「中小企業標準暫行規定」

(http://www.china.com.cn/policy/txt/2003-03/07/content_5288809.htm)

——（2011）「中小企業划型標準規定」

(http://www.gov.cn/zwgk/2011-07/04/content_1898747.htm)

中国国务院「国务院関于進一步作好房地產市場調控工作有關問題的通知」（略称：新国八条）(http://www.gov.cn/zhuanti/2015-06/13/content_2878981.htm)

中国交通運輸部のホームページ (<http://www.moc.gov.cn>)

中国交通運輸部「交通運輸行業發展統計公報」の各年版 (<http://www.moc.gov.cn/shuju/>)

中国金融学会『中国金融年鑑』の各年版、中国金融年鑑雜誌社有限公司

『中国能源報』「透過人均 GDP 把握人均用電規律」2015 年 3 月 2 日付

(http://paper.people.com.cn/zgnyb/html/2015-03/02/content_1539184.htm 2016 年 7 月 7 日アクセス)

中国企業家調查系統「中国企業經營者問卷跟踪調查報告」の各年版

中国財務公司協會のデータ統計のホームページ

(<http://www.cnafc.org/front/list.action?functionCode=005003>)

中国人民銀行調査統計司ホームページ

(<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/index.html>)

中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」の各年版

(<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/105145/index.html>)

——「中国金融穩定報告」2014 年、2015 年版

(<http://www.pbc.gov.cn/jinrongwendingju/146766/index.html>)

——(2015)「金融市場統計 2015」

(<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/2161324/index.html>)

——「小額貸款公司分地区情況統計表」の各年版

中国社会科学院金融研究所 (2014)「中国 P2P 網貸行業發展与評價報告」

中国審計署 (2011)「全国地方性政府債務審計結果 2011」

(<http://www.audit.gov.cn/n1992130/n1992150/n1992500/2752208.html>)

——(2013)「全国政府性債務審計結果 2013」

(<http://www.audit.gov.cn/n1992130/n1992150/n1992379/3432165.html>)

中国鐵路總公司 (2013)「中国鐵路總公司 2013 年度報告」

——(2015)「中国鐵路總公司 2015 年度報告」

中国信託業協會の統計データのホームページ

(<http://www.xtxh.net/xtxh/industrydata/index.htm/>)

中国信託業協會 (2012)「2012 年 1 季度中国信託業發展評析」

(<http://www.xtxh.net/xtxh/statistics/index.htm>)

——「信託商品統計」の各年版 (<http://www.xtxh.net/xtxh/statistics/index.htm>)

中国銀行業監督管理委員會のホームページ (<http://www.cbrc.gov.cn/index.html>)

中国銀行業監督管理委員會「中国銀行業監督管理委員會年報」の各年版

(<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docViewPage/110007.html>)

中国銀行業理財信息登記系統「中国銀行業理財市場年度報告」の各年版

(<http://www.chinawealth.com.cn/zzlc/sjfx/lcbg/list.shtml>)

中国中央結算公司「中国債券信息網 債券統計データ」2003 年～2014 年版

(<http://www.chinabond.com.cn/d2s/index.html>)

中小企業協会「中小企業発展指数報告」の各年版

(<http://www.ca-sme.org/category/Category/index/cid/261>)

21 世紀経済報道「120 家上市公司 306 億元涉非関連委託貸款」2013 年 5 月 13 日付

(<http://bank.hexun.com/2013-05-03/153728941.html> 2016 年 8 月 8 日アクセス)

21 世紀経済報道「事務管理類信託突増の秘密」2014 年 5 月 18 日付

(<http://business.sohu.com/20140518/n399694552.shtml> 2016 年 6 月 9 日アクセス)

英語文献

Asian bonds Online (<https://asianbondsonline.adb.org/>)

BIS (国際決済銀行)「Credit to the non-financial sector」

(<http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>)

IMF (国際貨幣基金組織) (<https://www.imf.org/en/Data>)

Jean C. Oi (1992) “Fiscal reform and the economic foundation of local state corporatism in China”, *World Politics*, Vol.45 No.1, pp.99-126

Y. Qian, Montinola.G. and B.R.Weingast(1996) “Federalism: Chinese Style: The Political Basis for Economic Development”, *World Politics* , Vol.48 No.1, pp.50-81

Young. A (2000) “The Razor’s Edge: Distortions and Incremental Reform in the People’s Republic of China” *Quarterly Journal of Economics*, CXV1091-1135