

2013. 1 No.9

三井住友信託銀行

調査月報



時論

「不確実性の連鎖の時代」における政策運営……………1

経済の動き

2013年世界経済の注目点

(月例グローバル経済金融レビュー)……………3

国内景気変動が非製造業に及ぼす影響……………12

米国家計の資産効果は期待できるか……………18

中国金融改革は難航するのか～体制移行に潜む金融風土と国有金融～……………22

時論

「不確実性の連鎖の時代」における政策運営

欧州信用不安は、EU 首脳が銀行監督の一元化で合意し、ギリシャ支援も再開されたことから、一応の小康状態にある。米国は「財政の崖」を巡る協議がヤマ場を迎えているが、「財政のスロープ」程度で止まるとの見方が強まっており、中国景気もインフラ投資の積み増しにより減速に歯止めがかかりつつある。

こうして、世界経済の不確実性要因が徐々に取り除かれつつあるように見えるが、近年の内外経済・金融市場を振り返ると、不確実性を取り除くための手立てが、新たな不確実性を生むという「不確実性の連鎖」－しかもテールリスクが顕在化した場合のマグニチュードを高めながら－を引き起こしている感が強い。

リーマン・ショックによるグローバル経済金融危機という未曾有の不確実性に対して、世界各国は大規模な財政支出と超金融緩和に踏み切ったが、それは先進国を中心に財政赤字の大幅拡大、ソブリンリスクの高まりという不確実性を生んだ。この不確実性を食い止めんとする緊縮財政は、米国では「財政の崖」という不確実性を生み、中国では格差拡大、銀行の不良債権増加という既往の症状を悪化させたのみならず、本来目指すべき「投資主導から消費主導へ」という成長パターンの転換を遅らせ、中国経済の中長期的成長期待に対する不確実性を高めるに至った。

欧州の事情はさらに複雑であり、景気や雇用、ひいては税収の先行きに強い不確実性を残しただけでなく、なりふり構わぬ資金供給で金融システムの不確実性を抑え込んだものの、南欧諸国の国債を相応に抱えたまま膨張し続ける ECB の資産の質に不確実性の目が向けられた時、どのような事態を招来するか予測し難い。ECB の資金供給と軌を一にして急拡大した TARGET2（ユーロ圏における各国中央銀行間決済システム）の債権債務未決済額について不確実性が増す場合も同様である。ユーロシステムの見直し次第では、各国にとって新たな財政負担要因となる可能性があるためである。

さらに、超金融緩和の長期化がもたらす定番であるバブルという、一度生まれると厄介な不確実性の芽も増えているように見える。日米独の国債利回りは実体経済からは説明し難い低水準が続いており、北欧の一部の国では住宅価格が顕著な上昇を見ている。スイスでは資金流入と通貨高を抑えるべくマイナスの預金金利が付与されていることも異例・異常な現象である。食欲にリターンを狙うというより、リスク回避色を強め、比較的安全度の高い国・地域・投資対象を物色するグローバルマネーがもたらす「草食系バブル」とでも言えようか。

ある政策の副作用・反作用として現れる不確実性は、その時々々の環境や条件によって変化する。その意味から、我々が今後の政策運営において十分念頭に置くべきことは、他の先進国との財政再建・成長戦略・構造改革競争、新興国市場の獲得競争に晒されている中、政府・国会・国民・企業を一

体として括ったところの日本が、国家として「やるべきことはやるが、やるべきでないことはやらない」という規律・理性・覚悟を有していることを世界や市場に発信し、評価されるかどうかということであり、この点でしくじりを生じると、途方もない不確実性を背負いかねないであろう。

今回の総選挙では国会勢力図が一変し、間もなく安倍新内閣が誕生する。自民党はデフレ・円高・低成長という不確実性を払拭すべく、日銀法改正を視野に入れた政府・日銀の連携強化、大型補正予算の組成等による公共投資拡大、規制緩和による成長産業育成等を掲げている。今日的諸条件を鑑みて、政策の選択・採用においては、優先順位、費用対効果といった従来型の視点に止まることなく、公約やマニフェストによって自縄自縛に陥ることなくそれが新たな不確実性をどのような形でどの程度生むのか、という点にも十分目配りした国会論議、政策遂行を望みたい。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

2013年世界経済の注目点

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

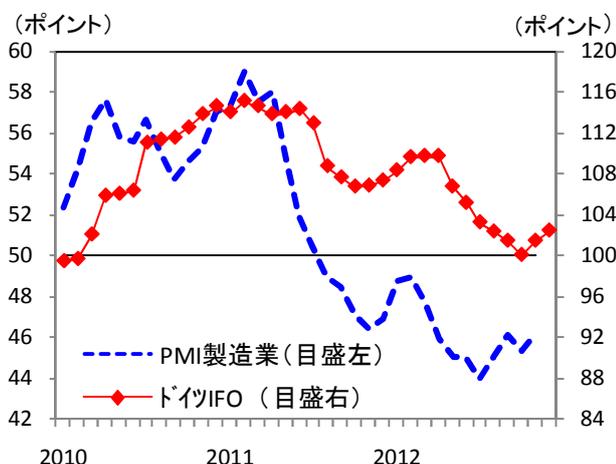
欧州金融市場の小康状態が続くなか、企業景況感は底打ちの兆しがある。但し、欧州は失業率の悪化や銀行貸出の減少が止まる気配はみられず、今後は実体経済面から欧州金融機関の収益を圧迫しよう。米国は財政の不確実性もあり景況感が振るわないが、住宅価格上昇を伴う住宅市場の改善と金融緩和が資産価格を押し上げ2013年の米国経済を下支える。かかる米国経済の回復継続と中国経済底打ちが、2013年とりわけ年後半の世界経済の牽引役となり、世界全体の外需好転を通じ、欧州や日本にとっての景気後退からの脱却要因となろう。こうした見方の背景にある2013年の世界経済の注目点をエリア(欧米亜日)毎にピックアップし、QA形式で整理してみた。

1. 2013年の欧州経済金融情勢と景気回復の可能性をどうみるか

A. 欧州経済はコア諸国でも成長率低下が見られ始め、この先銀行の不良債権増加につながる恐れが高まっている。ギリシャなど周縁国の財政再建も十分進捗しているとは言い難く、財政・金融・実体経済三者間の悪循環からなお脱していない。回復の契機は外需に求める他なく、2013年の米国と中国経済の成長ピッチに依存しよう。

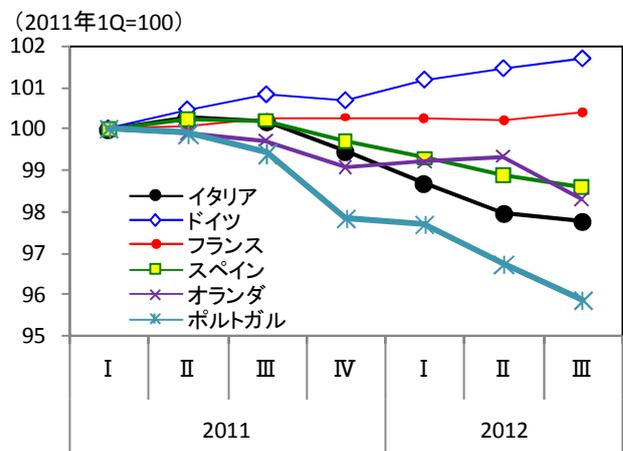
9月以降のユーロ圏製造業PMI、および11月のドイツIFO指数が上昇するなど、欧州指標の一部に底打ちの兆しがある(図表1)。要因としては金融市場の落ち着いた状態が続いていることに加え、世界全体で在庫調整が一巡したことなどが考えられる。一方で、10月のユーロ圏失業率は11.6%から11.7%に上昇し、ユーロ圏全体の3期連続のマイナス成長(2012年7-9月期前期比年率▲0.2%)に加え、成長悪化はオランダなど南欧諸国以外の国にも広がってきた(図表2)。

図表1 ユーロ圏の企業景況感指数



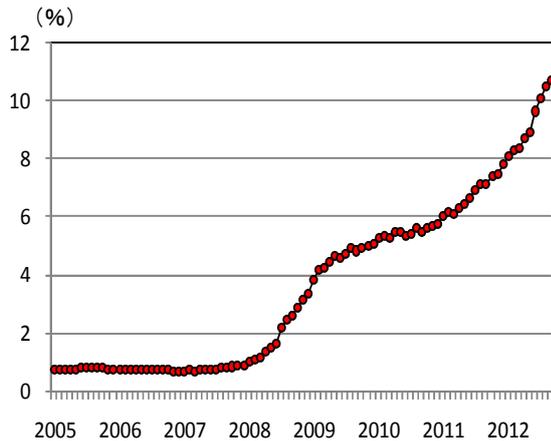
(資料) 図表1・2とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

図表2 ユーロ圏主要国の実質 GDP

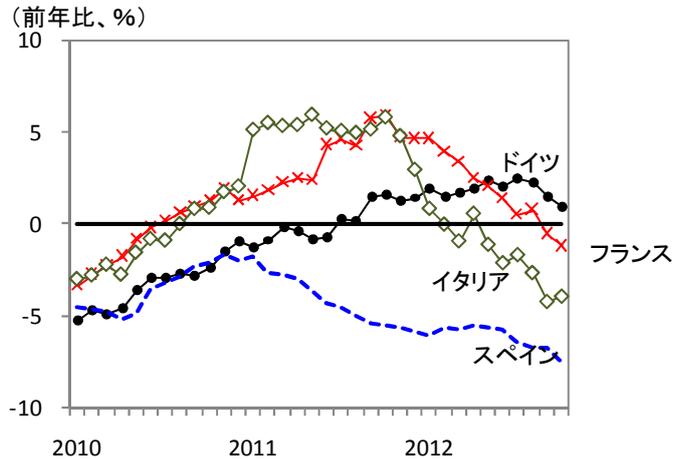


こうした実体経済の悪化が、今後は銀行の信用コストを増やし、収益を圧迫する要因として顕在化してくる可能性が高い。既にスペインの銀行の不良債権比率は上昇の一途を辿り、銀行貸出額はスペインやイタリアだけでなくフランスでも前年比マイナスに転じている(図表3、4)。従って、ユーロ圏経済の2013年の姿は、なお財政・金融・実体経済という3者間の悪循環から脱しきれず、少なくとも2013年前半は景気後退が続くと見られる。

図表3 スペイン民間銀行の不良債権比率



図表4 ユーロ圏主要国の銀行貸出額

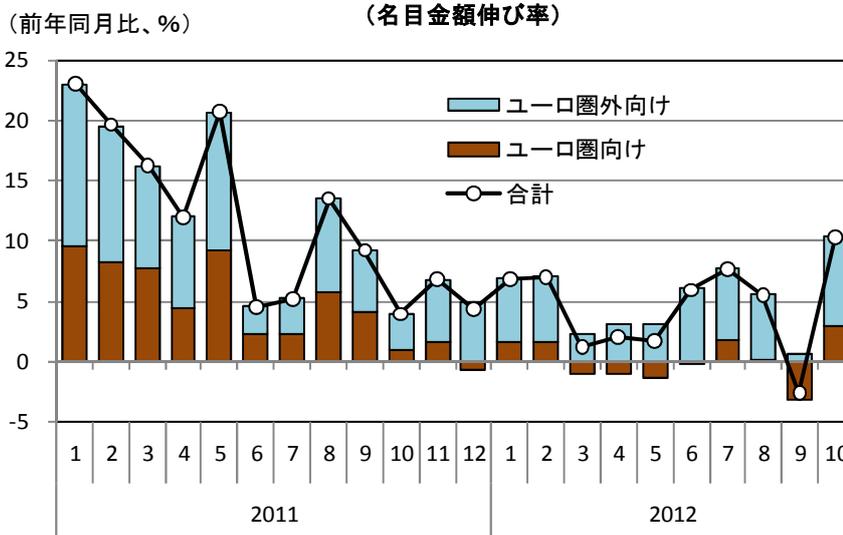


(資料)図表3・4とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

こうしたユーロ圏経済回復のきっかけは外需に求められよう。世界経済の底打ちに伴いユーロ圏外向け輸出も底打ちの兆しがみられる(図表5)。後述するように、中国経済の回復に加え2013年半ば以降米国経済の成長に力強さが戻ってくれば、ユーロ圏の景気も徐々に下げ止まりに向かうと見込んでいる。

もともと、外需環境改善の恩恵は、輸出競争力から見てドイツに偏ると見られ、周縁国の受ける恩恵は限られたものに留まるだろう。このため、2013年においても新たな問題が生じて国際金融市場の緊張が再び高まる局面を迎える可能性があることは常に念頭に置く必要があるだろう。

図表5 ユーロ圏17カ国からの輸出の動き



(資料)Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

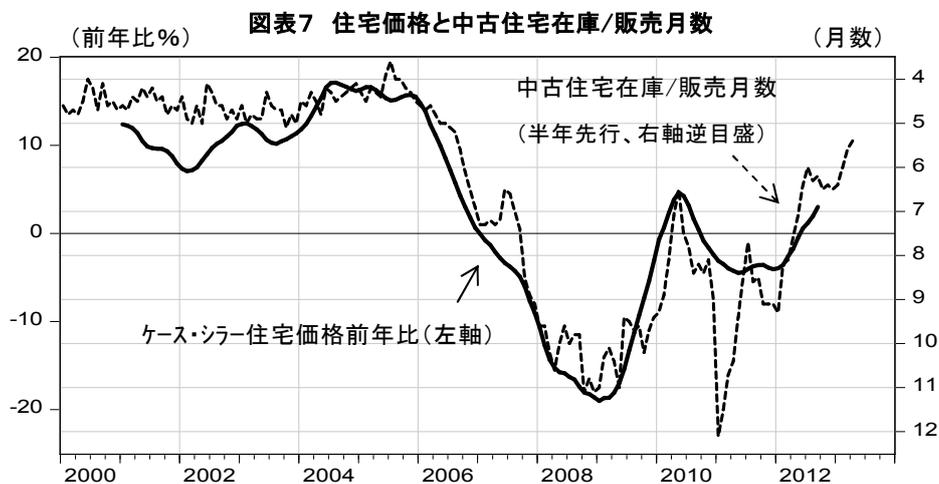
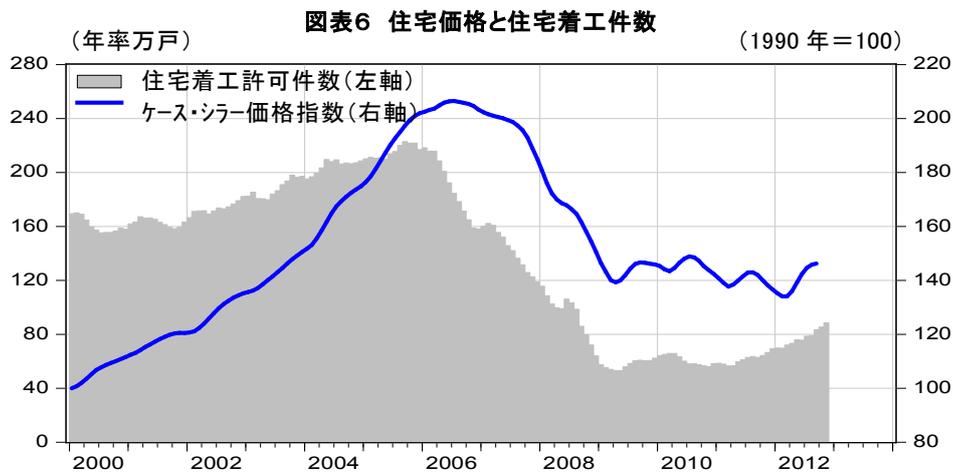
2. 米国住宅市場の回復は本物か

A. 回復持続性と強さは住宅価格動向に依存する。中古住宅の在庫/販売月数(先行指標)と失業率(遅行指標)いずれも過去より改善しており、住宅価格上昇は今後も続く見込み。2013年通じて住宅投資の伸びが続き、家計のバランスシート改善にも寄与しよう。

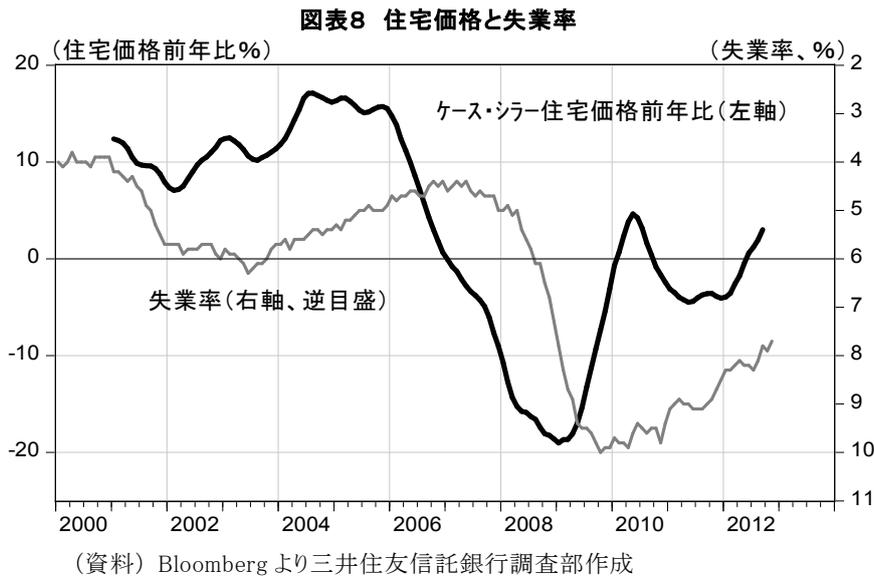
2012年末に期限が切れる各種減税と2013年より自動的に適用される歳出削減を合わせた「財政の崖」リスクにより、企業は設備投資や雇用賃金拡大に慎重な姿勢を崩していない。こうしたなかで住宅価格上昇が今後も続くか否かという点は、2013年の米国経済の強さの重要な判断材料である。価格上昇が続けば住宅投資は増え、家計バランスシートの改善が期待できるためである。

全米20都市平均の住宅価格を示すS&Pケース・シラー住宅価格指数によれば、2012年9月時点の住宅価格はちょうど2003年半ばの水準まで戻ってきた(図表6)。但し、図表6を細かく見れば、ここ数年の住宅価格は再び下落に転じた時期もある。先行き住宅市場の状況は、現在の在庫動向と雇用環境に左右されるとの見方に立ち、過去との相違から先行きを展望してみたい。

第一は、過去に比べ中古住宅在庫が減ってきている点異なる。図表7が示すように、前年比でみた住宅価格は中古住宅在庫/販売月数から半年遅れて推移する傾向にある。2010年から2011年にかけては、在庫を販売で割った月数は6ヶ月を上回っていたが、直近は5.5ヶ月まで改善している。在庫圧力はリーマンショック以降最も少ない状況にまで改善してきたといえるだろう。



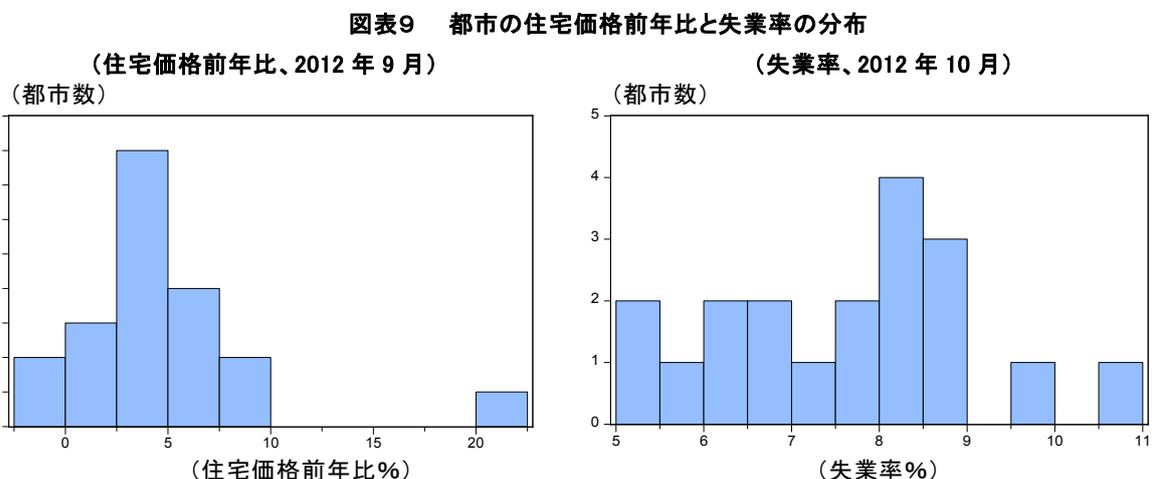
(資料) 図表6・7とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成



第二に、そもそもの住宅需要を左右する家計の雇用環境も緩やかながら改善が進んでいる。2010年から2011年にかけて住宅価格が再び前年比マイナスに転じた局面においては、失業率も9～10%と高い水準にあった(図表8)。今年10月の失業率は7.8%と8%を切る水準まで改善してきた。このように、過去と比べると販売に対する在庫供給圧力という供給面、雇用環境改善と金融緩和による住宅需要面いずれにおいても改善していることから、2013年の米国の住宅価格は前年比ベースで見てプラスが続くと期待してよい。

もっとも、かかる平均的な見通しも都市別に下りれば様相が異なり、住宅市場改善が遅れている地域・都市もある。2012年9月時点の住宅価格前年比の分布を見ると、多くの都市が前年比プラスである一方、2都市(シカゴ、ニューヨーク)では前年比マイナスであり、失業率についても10月米国平均7.8%を上回る都市も多い(図表9)。

以上を総括すれば、地域や都市により差異はあるものの、米国の住宅市場全体としてみれば住宅価格の先行指標である中古住宅の在庫/販売月数(供給要因)と遅行指標である失業率(需要要因)いずれにおいても過去に比べて改善しており、2013年通じて住宅価格の上昇が続き、住宅投資や家計のバランスシート改善に寄与していこう(この点の分析は[本調査月報「米国家計の資産効果は期待できるか」](#)をご参照)。



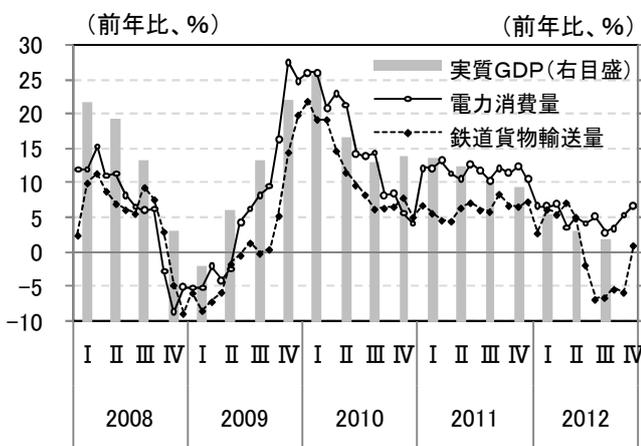
(資料) Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

3. 中国をはじめとするアジア新興国の2013年の景気をどう見るか

A. 中国経済は今後も緩やかに回復を続ける。2013年中国が緩やかな成長に止まるなかでは主に韓国や台湾で通貨高によるアジア景気への下押し懸念に留意したい。

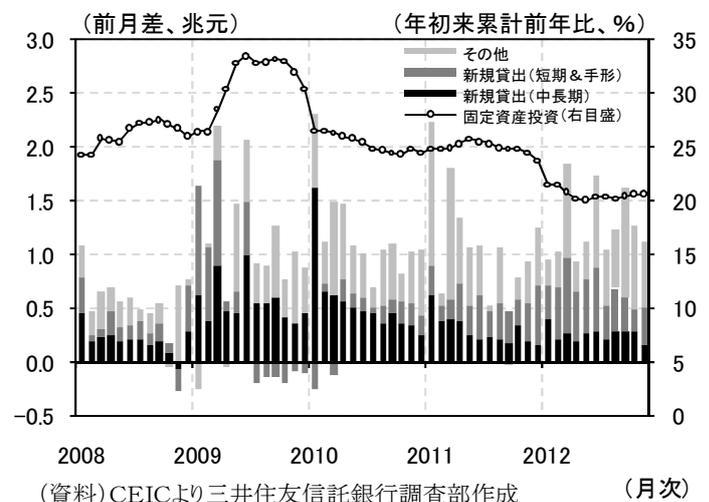
中国経済の短期的な変動を反映する経済指標は底打ちを示している。例えば、9月頃から中国の電力消費量や鉄道貨物輸送量の伸び率が高まっている。中国景気は、この頃を境に底を打ったと見てよいだろう(図表10)。もっとも、リーマンショック直後に中国景気を大きく押し上げた経済政策については、固定資産投資の伸び率は高まらず、中長期の銀行新規貸出の増加ペースも鈍いまま推移していることが示すように、今のところ大きな動きは出ていない(図表11)。

図表10 電力消費量、鉄道貨物輸送量、実質GDP



(注)電力消費量の1月と2月は両月の合計値より計算。
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表11 社会融資総量と固定資産投資

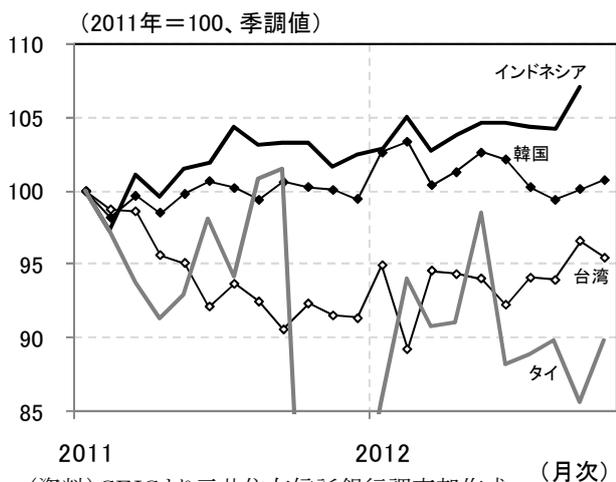


(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

2013年の中国の経済政策についても、来年3月までの政権交代の日程がすべて終了するまで景気対策が手控えられる見込みであるほか、今後も大規模な政策が打たれる可能性は高くないだろう。というのも、リーマンショック後に実施された所謂4兆元の景気対策が、その後の不動産価格高騰や過剰生産設備といった副作用をもたらした反省から、成長拡大のみに偏った経済政策は回避されよう。事実、12月15、16日に開かれた2013年の経済政策を定める「中央経済工作会議」においては「持続的で健全な成長の実現」という目標が打ち出されるなど、経済政策スタンスに変化が見られる。総括すれば、2013年の中国の経済成長率は、景気が減速した状態にあった2012年7-9月期の7.4%からは高まるものの、8%前半あたりに留まると見られる。

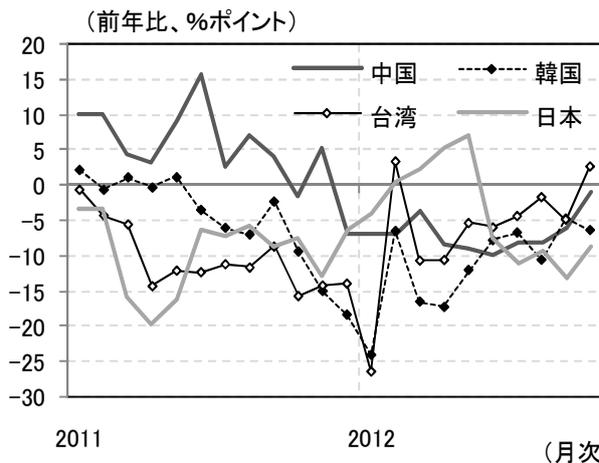
中国以外のアジア諸国に目を向けると、昨年後半の洪水から急回復を果たしてきたタイでは復興のための公共投資一巡で下落傾向にある一方、インドネシアや台湾の生産が上向いている(次頁図表12)。台湾の生産が好調な背景には、中国と同様に出荷と在庫のバランス(出荷前年比-在庫前年比)が改善していることがあるものと見られる。韓国の在庫バランスも徐々に改善しているが、台湾の方がそのペースが速いのは、中国との貿易の結びつきが強く、中国向けの輸出が高い伸び率になっているためであると考えられる(同図表13)。

図表 12 アジア各国の出荷在庫バランス



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

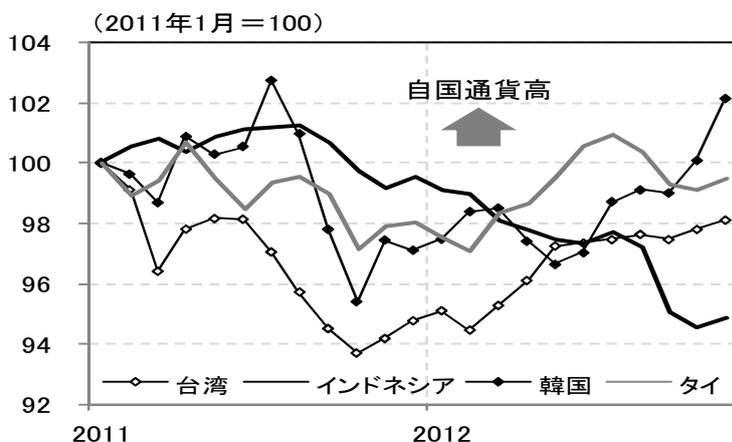
図表 13 アジア各国の出荷在庫バランス



(注) 出荷在庫バランス＝出荷前年比－在庫前年比
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

しかし台湾と韓国にとっては、米国をはじめ先進国の金融緩和の影響もあって進んでいる通貨高が懸念材料となろう。とりわけ韓国では6月以降ウォンが5%以上増価しており、輸出競争力の点からも厳しい環境下に置かれている。こうした動きが、タイムラグを経て2013年に入ってから現在好調な台湾、横ばい圏内を維持する韓国の生産を押し下げかねない点は、アジア景気の下振れリスクの一つとして注意しておく必要があるだろう(図表 14)。

図表 14 アジア各国の実質実効為替レート



(資料)BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

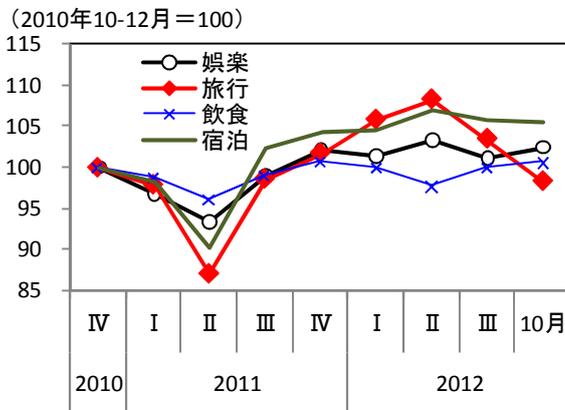
4. 日本経済の景気後退からの脱却の契機は何か

A. 2012 年前半まで国内景気を支えてきた自動車販売や家計サービス支出の増加は既に頭打ちになったため、景気後退局面を脱するためには外需の回復が必要条件である。

2012 年前半までの国内景気は、①復興関連公共投資、②エコカー補助金による自動車販売増加、③東日本大震災により大きく落ち込んだサービス支出の回復—などの国内需要に支えられたが、夏頃から自動車販売とサービス支出が頭打ちになった(図表 15)。そして海外経済の低迷が長引く中輸出も減少が続いたために、2012 年7-9 月期の実質経済成長率は前

期比年率▲3.5%と大幅なマイナスになった(図表16)。牽引役を失った日本経済は、今年春頃から景気後退局面に入ったと見られる。

図表15 国内サービス支出関連業種の動き



(資料) 経済産業省「第3次産業活動指数」

図表16 日本の実質経済成長率

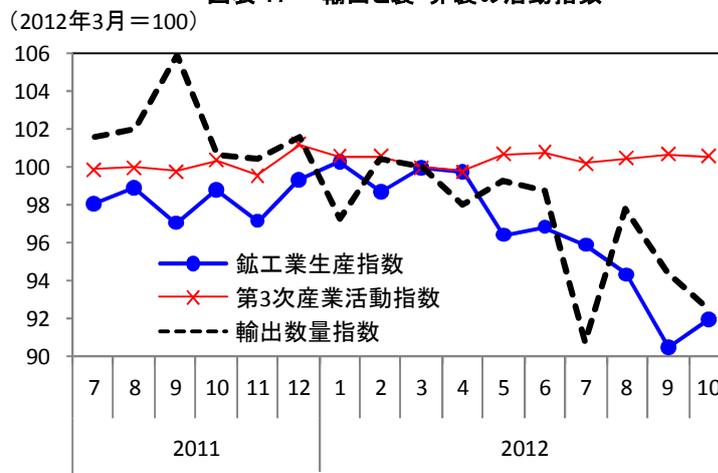
(前期比年率、%)

	2012年	4-6月期	7-9月期	
	1-3月期	伸び率	伸び率	寄与度
G D P	5.7	▲ 0.1	▲ 3.5	▲ 3.5
個人消費	4.7	0.3	▲ 1.7	▲ 1.0
民間住宅	▲ 4.3	6.3	3.7	+ 0.1
設備投資	▲ 9.3	0.5	▲ 11.3	▲ 1.6
民間在庫(年率兆円)	▲ 2.0	▲ 3.4	▲ 2.3	+ 1.0
政府支出	5.7	1.9	2.4	+ 0.5
公共投資	34.9	23.6	6.1	+ 0.3
財・サービス輸出	13.9	3.3	▲ 18.9	▲ 3.1
財・サービス輸入	9.7	7.4	▲ 1.8	+ 0.3

(資料) 内閣府「国民経済計算速報」

今のところ、製造業の業績が明らかに厳しさを増しているのに対して非製造業は堅調な状態を維持しており、企業部門全体を支える形となっているが、製造業の低迷が長引けば非製造業全体への悪影響も徐々に強まっていくことになる(図表17、この点の分析は[本調査月報「国内景気変動が非製造業に及ぼす影響」](#)をご参照)。この点から見ても、現在の日本は製造業・非製造業を問わず「外需の回復待ち」の状態にある。

図表17 輸出と製・非製の活動指数



(資料) 財務省、経済産業省

当部の海外経済に関する見方は、2013年春頃から米中景気が安定し、それによって輸出が回復することで国内景気も安定していくというのがメインシナリオだが、逆に海外景気回復が遅れた場合には、そのまま国内景気にとっての景気後退期間長期化につながる。海外経済の動向は、日本にとって景気後退局面脱却の必要条件であり、かつ下振れリスクでもある。

更には、新政権が「デフレ脱却に資する規模の補正予算」編成の方針を打ち出すと同時に、日銀に対する緩和圧力を強めていることで、財政規律に対する懸念が高まって長期金利の急変動を招く恐れもある。2013年は、このような国債市場に起因する景気の下振れリスクにも配慮し続ける必要があるだろう。

5. 円ドルレートの円安反転は持続的なものとなるか

A. 住宅市場の回復を背景とした米国景気の回復基調が続けば、この先は緩やかな円安トレンドになると考えるのが自然である。但し11月以降の円安が期待先行の色が強かっただけに、一時的に円高にも戻ることも考えられる。

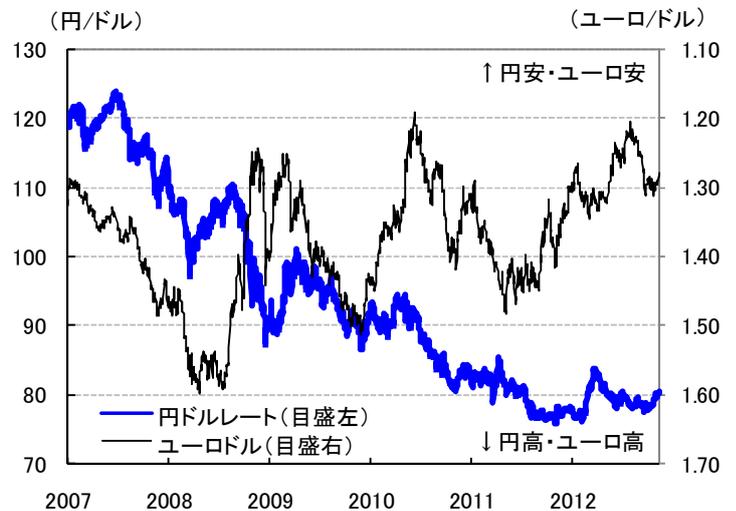
2007年サブプライムローン問題が顕在化して以来、円ドルレートは円高トレンドを辿ってきた。米国金利低下による日米金利差の縮小が円高要因になったのに加えて、欧州債務問題に起因する金融市場の不安が高まった時も、いわゆる「質への逃避」の動きが強まることで円レート上昇に拍車がかかる局面が度々あった（図表18、19）。

図表18 日米長期金利格差と円ドルレート



(資料)Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

図表19 ユーロと円レートの推移



(資料)Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

その円レート上昇局面が、ここにきて終わったのではないかという見方が出てきている。円ドルレートは2012年11月上旬の1ドル=80円前後から中旬以降円安に振れ、12月中旬は同83~84円前後で推移している。円安のきっかけは、政治から日銀に対する緩和要求が強まり、日銀がこれに応じて金融緩和を強化するとの見方が強まったことである。

現在の日米景気を見ると、住宅市場の回復を背景に上向きつつある米国に対して、日本は景気の牽引役を失って急激に厳しさを増していることから、この時期の円安はファンダメンタルズから見ても自然な動きと理解できる。

但し、この円安は金融市場の期待が先行したところによるところが大きいことも否定できないため、高まった期待の反動で円高に振れる可能性がある。また海外でも、欧州はなお財政・金融・実体経済3者間の悪循環から抜け出しておらず、米国では財政を巡る不確実性もまだ残っているなど、為替レートの急変動要因はまだ解消されていない。米国財政に関する不確実性が残る2013年前半は、80円台前半を中心に振れの大きい展開になると見込む。2013年後半からは、米国景気の再加速を背景に80円台後半まで円安が続くというのが当部の基本的なシナリオである。

6. まとめ—2013年の世界経済のシナリオとリスク要因

このように2013年の世界経済は、米中に牽引される形で均してみれば2013年後半に成長率が高まる姿が一応想定しうる。しかし、次のようなリスクを内包している点には十分留意したい。

まず実体経済面では、企業部門は未だ投資や雇用に対して慎重な姿勢を崩していない。慎重姿勢は企業部門の健全な財務状況を生み、底割れ回避に寄与しているものの、雇用や賃金増を通じた家計部門への所得移転が進まず景気回復の妨げとなる恐れがある。また金融市場においては、欧州債務問題再燃リスクが残る他、実体経済が弱いゆえの金融緩和の長期化により、一部の資産価格の高騰や為替レートの急変動を招き、実体経済にも悪影響を及ぼす恐れがある。

加えて、こうした経済と金融の相互依存関係を適切に制御すべき政策面で大きな不確実性が残るのも2013年の特徴である。欧州は言うまでもなく、米国でも財政の崖は回避するとしてもその後の中期的な財政健全化への議論はこれからである。日本は財政規律の維持と政府と中央銀行の望ましい関係構築に課題を残す。このように実体経済・金融市場・政策面それぞれに不確実性があり、これらの不確実性を取り除くための手立てが新たな不確実性を生むという「不確実性の連鎖」を引き起こしかねない状況から脱却できるか否かが、2013年の大きなテーマである。

図表 20 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2012	2013		見通し総括
			10-12	1-3	4-6	
実質経済 成長率	日本	前期比年率 %	▲ 1.1	+ 0.8	+ 1.4	内外需ともに不振、2012年10-12月期は3四半期連続のマイナス成長
	米国		+ 1.6	+ 1.5	+ 2.3	
	欧州	▲ 0.5	+ 0.0	+ 0.5	ドイツでは底打ちの兆しもあるが、周縁国筆頭に低成長続く	
	中国	前年同期比 %	+ 7.6	+ 7.9	+ 8.0	経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率も8%以下で推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	0.70～0.80	0.70～0.90	0.80～1.00	景気の下振れのため、追加緩和観測で金利に低下圧力かかり続ける
	米国 10年債利回り		1.60～1.90	1.60～2.00	1.80～2.20	
	円ドル レート	円/ドル	78.0～85.0	80.0～85.0	80.0～85.0	日本の金融緩和期待先行で円安進んだ分、レンジ内に止まる見込み
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	1.27～1.30	1.25～1.35	1.25～1.35	欧米双方に残る不確実性のため、1ユーロ＝1.30ドル中心に振れの大きい展開

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成。金利為替の実績は期間中の最大・最小範囲。

(マクロ経済調査グループ) 木村 俊夫: Kimura_Toshio@smtb.jp
花田 普: Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
鹿庭 雄介: Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

国内景気変動が非製造業に及ぼす影響

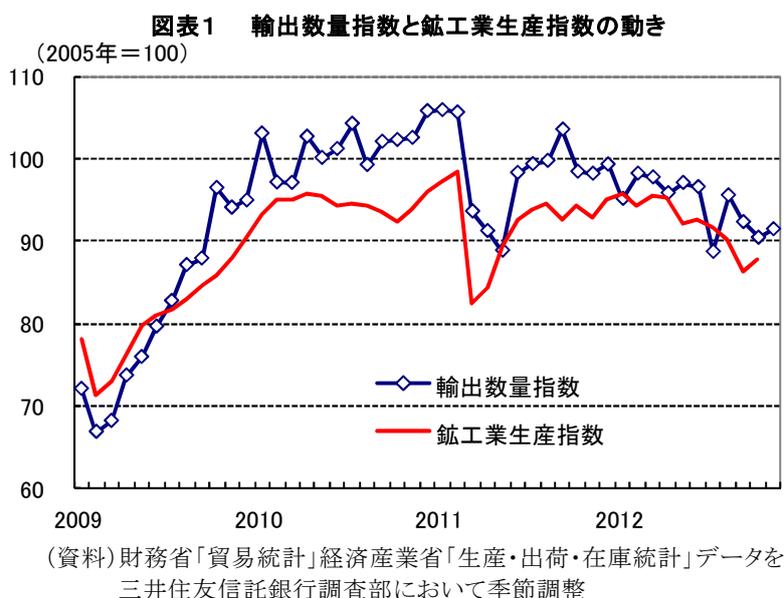
<要旨>

最近の日本では、国内外の需要が落ち込んだことを受けて鉱工業生産指数の低下が顕著になっており、日本経済は既に景気後退局面に入っているという見方が強まっている。これに対して非製造業部門は、今のところ業況判断や利益計画において、全体として堅調な状態を維持しているが、製造業の業績低迷が長期化すれば、運輸業や卸売業などをはじめとして、その悪影響が徐々に強まってくることは避けられないと見られる。

これまで非製造業は、日本経済が趨勢的なプラス成長を続けて人口も増加する中、製造業部門の循環にはさほど影響されず拡大基調を続けてきた。しかし、日本の潜在成長率がゼロ近傍まで低下したとされ、人口も減少局面に入っている。このような変化を踏まえ、今後の非製造業部門の動きを見る上では、従来以上に製造業部門の業績変動の影響に注意を払う必要があるだろう。

1. 悪化する製造業、堅調さ維持する非製造業

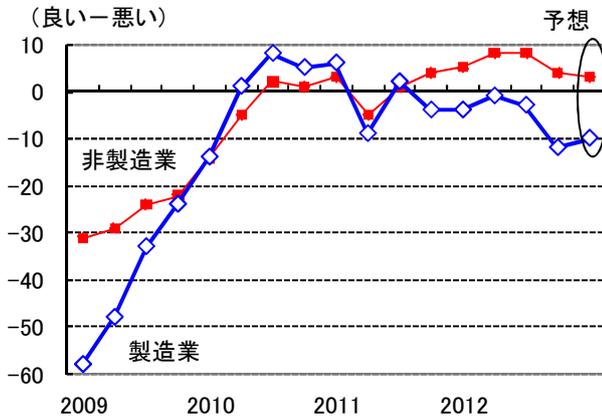
2012年の秋頃から、我が国経済が景気後退局面に入ったという見方が強まってきた。主な根拠は、鉱工業生産指数が2012年3月前後をピークに減少していることである。世界経済の減速が長引く中、国内ではエコカー補助金の支給終了による自動車販売台数減少などが生産減少の背景にある(図表1)。



こうした製造業部門の活動水準低下は、先に公表された12月日銀短観の結果にも如実に表れている。すなわち、製造業大企業の業況判断DIが▲12と、前回の▲3から急激に悪化した他、

2012年度の経常利益計画は9月時点計画の前年比+3.2%という増益計画から、12月には同▲3.5%まで、前年比マイナスまで下方修正された。設備投資は前年比+11.1%と高い伸び率にはなっているものの、その計画は9月と比べて▲1.1%下方修正されるなど、業況判断や利益計画だけでなく企業行動にも影響が出始めていることがわかる(図表2、3)。

図表2 大企業 業況判断DIの推移



(資料)日銀短観

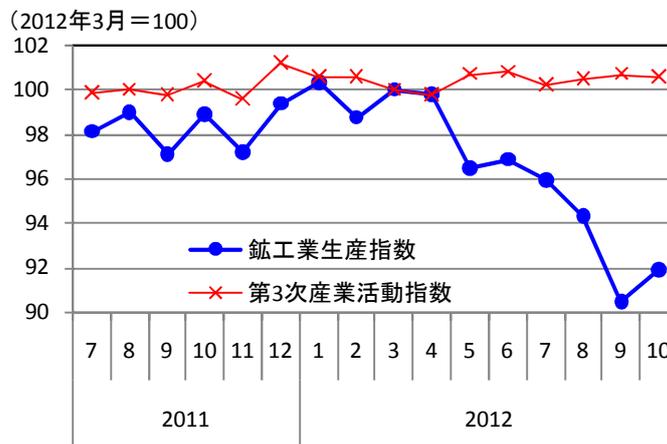
図表3 日銀短観における 2012年度計画(大企業)

		(前年度比・%)	
		12月時点計画(前年比)	3か月前からの修正率
経常利益	全産業	▲ 2.2	▲ 2.2
	製造業	▲ 3.5	▲ 6.4
	非製造業	▲ 1.3	+ 1.0
設備投資	全産業	6.8	+ 0.4
	製造業	11.1	▲ 1.1
	非製造業	4.6	+ 1.2

(資料)日銀短観

この反面、目立つのが非製造業の堅調さである。非製造業大企業の業況判断DIは12月でも+4と、前回の+8から低下はしたもののプラスを維持したことに加えて、2012年度の経常利益・設備投資計画は3か月前よりもそれぞれ+1.0%、+1.2%上方修正されている。実際に第3次産業活動指数は、鉱工業生産指数が2012年3月を山として減少基調が明確になっているのに対して横ばいの範囲を保っている(図表4)。

図表4 製造業と非製造業の動き



(資料)経済産業省

このように、現在の企業部門は非製造業の堅調さに支えられる形となっているが、輸出と国内製造業の業績低迷が長引けば、様々なルートで非製造業にも波及していくことは避けられないと考えられる。これまでの景気後退局面では、この先、製造業における生産活動低迷の悪影響が、どの非製造業種に、いつ頃からどの程度出てくると考えられるのかを見ていきたい。

2. 製造業から非製造業への波及～産業連関表による売上・収益への影響試算

最初に、製造業から非製造業に与える影響の大きさを、産業連関表によって把握することを試みる。国内の非製造業の売上の一部は、製造業企業に提供されている。従って、国内製造業の生産水準が低下(上昇)すれば、その程度に応じて非製造業の製造業向け売上が減少(増加)することになる。そこで、2010年簡易延長産業連関表を用いて、前頁図表4に示したような3月から10月までの製造業生産の減少が、それぞれの非製造業種の売上および営業余剰にどの程度の影響が及ぶかを試算したのが図表5である。

図表5 3月から10月までの鉱工業生産減少による
各非製造業種への直接的な影響

	サービス提供額の変化率	営業余剰の変化率
電力・ガス・熱供給	▲ 1.6	▲ 10.2
再生資源回収・加工処理	▲ 3.9	▲ 72.5
建築及び補修	▲ 0.2	▲ 6.9
水道・廃棄物処理	▲ 0.5	▲ 2.7
商業	▲ 0.9	▲ 3.7
金融・保険	▲ 0.6	▲ 2.0
不動産	▲ 0.2	▲ 0.3
運輸	▲ 1.0	▲ 9.3
通信	▲ 0.2	▲ 1.5
放送	▲ 0.0	▲ 0.0
情報サービス	▲ 0.4	▲ 2.1
インターネット附随サービス	▲ 0.3	▲ 1.0
映像・文字情報制作	▲ 0.3	▲ 1.9
医療・保健・社会保障・介護	▲ 0.0	▲ 0.4
広告	▲ 1.7	▲ 9.8
物品賃貸サービス	▲ 1.7	▲ 11.4
その他の対事業所サービス	▲ 1.1	▲ 7.3
対個人サービス	▲ 0.0	▲ 0.0

(資料) 経済産業省「生産・出荷・在庫統計」「簡易延長産業連関表(2010年)」により三井住友信託銀行調査部作成
(注)「サービス提供額の変化率」は、3月から10月にかけての各製造業の生産減少によって、それぞれの非製造業種から製造業向けのサービス提供額減少が全体に占める割合を算出したもの。「営業余剰変化率」は、付加価値項目の中で人件費と資本減耗引当を固定費用として、売上減によって営業余剰がどの程度減少するかを試算したもの。

結果を見ると、国内製造業の生産活動低下によって売上に及ぶ影響が相対的に大きい(ここでは1%以上)のは、電力ガスなどのエネルギー供給、資源回収加工、運輸といった生産活動と直結する業種の他、広告、物品賃貸、対事業所サービスなどが挙がる。当然ながらこれらの業種では、収益に及ぶ影響も他業種より大きい¹。

図表5は生産減少による非製造業への直接的な影響を見たものだが、ある業種の活動水準変化の影響は、一次的なものに留まらず、時間を経て各業種間で相互に波及して二次的、三次的な影

¹売上高と営業余剰の減少度合いが必ずしも一致しないのは、業種によって粗利率や費用に占める変動・固定割合が異なるためである。例えば、粗利率が低く固定費用の割合が高い業種では、ごく僅かな売上の減少で利益が大幅に減少することになる。

響を生み出していく。そこで、2010年簡易延長産業連関表の逆行列係数表を用いて、3月から10月までの生産減少による影響が、間接的なものも含めればどの程度拡大するかを試算したのが図表6である。

**図表6 鉱工業生産減少による各非製造業種への影響
(間接的な影響含む)**

(%)

	サービス提供額の変化率	営業余剰の変化率
電力・ガス・熱供給	▲ 4.8	▲ 29.9
再生資源回収・加工処理	▲ 13.6	▲ 254.7
建築及び補修	▲ 0.8	▲ 28.3
水道・廃棄物処理	▲ 1.6	▲ 9.6
商業	▲ 2.0	▲ 8.0
金融・保険	▲ 2.2	▲ 7.7
不動産	▲ 1.0	▲ 2.0
運輸	▲ 2.5	▲ 24.4
通信	▲ 1.1	▲ 8.1
放送	▲ 2.1	▲ 7.1
情報サービス	▲ 1.5	▲ 6.9
インターネット附随サービス	▲ 2.5	▲ 8.3
映像・文字情報制作	▲ 2.3	▲ 14.3
医療・保健・社会保障・介護	▲ 0.1	▲ 1.0
広告	▲ 4.1	▲ 22.9
物品賃貸サービス	▲ 4.0	▲ 26.3
その他の対事業所サービス	▲ 3.4	▲ 22.1
対個人サービス	▲ 0.0	▲ 0.2

(資料) 経済産業省「生産・出荷・在庫統計」「簡易延長産業連関表(2010年)」により三井住友信託銀行調査部作成

(注) 逆行列係数表を用いて、3月から10月にかけての各製造業の生産減少の影響が国内の各業種間で波及した場合の影響を試算したもの。計算方法は図表5と同じ。

当然ながら売上・利益への影響は大幅に拡大する。図表5で挙げた業種の減益率は2～3割に及ぶ他、一次的な影響は小さかった通信業や情報サービス業でも、利益の減少率が1割近くと無視できない程度まで拡大していく。この先も製造業の生産活動低迷がさらに長引けば、非製造業への影響はより深く、広がっていくことがわかる。

3. 製造業から非製造業への波及～活動指数の相関係数から

次に視点を変えて、過去における鉱工業生産指数と第3次産業活動指数の相関から、影響の及び方を見てみよう。

第3次産業活動指数全体では、鉱工業生産指数変化率との相関係数はタイムラグなしで0.51、生産が1四半期先行した場合には0.55と若干高くなり、製造業から非製造業全体に影響が波及するには若干のタイムラグがあることが示唆される(次頁図表7)。

そして業種別に見ると、生産活動との相関が更に明確な業種をいくつか見出すことができる。時差なしでの相関係数が最も高いのが電気ガスや運輸、特に貨物運送で、これらの業種が生産活動

変化の影響をほぼ同時に受けることは前掲図表5、6とも総合的で違和感のない結果と言えよう。また、運輸付帯サービス(港湾施設提供やこん包などが含まれる)、貨物運送の内訳としての水運貨物運送業、倉庫、卸売業では、生産の動きが1～4四半期先行した場合の相関係数が最も高くなっている。こういった業種は、ここ数カ月の生産減少の悪影響が、遅れて波及してくる可能性があることを示している。また広告業、技術サービス(機械設計業やエンジニアリング業が含まれる)でも同様の傾向が確認できる。

図表7 鉱工業生産指数と各非製業種活動指数の(時差)相関係数

	ラグなし	生産伸び率先行				3月から足許にかけての 指数下落率(%)
		1四半期	2四半期	3四半期	4四半期	
第3次産業総合	0.51	0.55	0.46	0.28	-0.21	0.5
電気・ガス・熱供給・水道業	0.79	0.61	0.26	-0.26	-0.72	▲ 4.2
情報通信業	0.38	0.30	0.34	0.01	-0.40	2.6
運輸業	0.78	0.46	0.14	-0.15	-0.61	▲ 0.3
旅客運送業	0.32	0.17	0.07	-0.11	-0.37	▲ 0.6
貨物運送業	0.89	0.31	-0.12	-0.31	-0.63	▲ 1.3
道路貨物運送業	0.84	0.20	-0.17	-0.30	-0.57	▲ 1.2
水運貨物運送業	0.74	0.87	0.49	0.13	-0.43	▲ 1.8
航空貨物運送業	0.71	0.10	-0.48	-0.84	-0.92	▲ 4.0
倉庫業	0.30	0.71	0.60	0.27	-0.11	▲ 1.3
運輸に付帯するサービス業	0.70	0.72	0.53	0.13	-0.48	▲ 1.7
卸売業	0.18	0.64	0.79	0.78	0.31	▲ 0.8
小売業	0.75	0.15	-0.19	-0.63	-0.86	3.2
物品賃貸業	0.49	-0.02	-0.37	-0.68	-0.66	▲ 1.1
リース業	0.52	0.03	-0.39	-0.67	-0.71	▲ 1.8
学術・開発研究機関	0.50	0.13	0.09	0.06	-0.18	▲ 5.6
専門サービス業	0.67	0.23	-0.22	-0.59	-0.82	▲ 1.4
広告業	0.17	0.42	0.48	0.43	0.03	▲ 4.6
技術サービス業	-0.61	-0.61	-0.42	0.02	0.53	▲ 6.7
宿泊業	0.49	0.24	0.00	-0.15	-0.47	0.3

(資料) 経済産業省「生産・出荷・在庫統計」「第3次産業活動指数」より三井住友信託銀行調査部作成

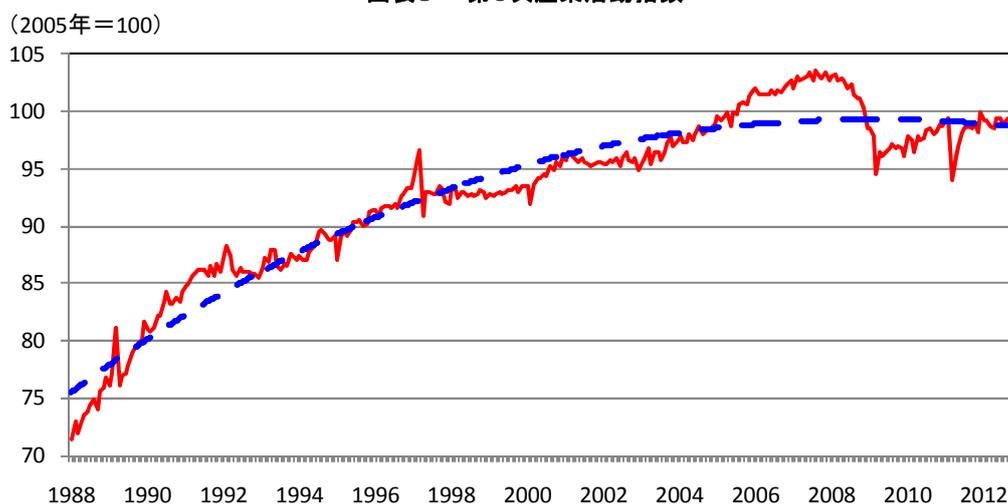
(注) 各業種の活動指数と鉱工業生産指数の3か月移動平均前年同期比伸び率の相関係数を見たもの

この結果を、各業種の10月時点での活動指数が鉱工業生産のピークである3月からどの程度変化しているかと比べると(図表7右列)、生産の動きからほぼ同時に影響を受ける電気ガス、道路・航空貨物では、既にある程度明確な活動指数の低下が見られており、足許でも製造業生産活動との相関が崩れていないことが窺える。一方、タイムラグ付きの相関が高かった業種の水運貨物運送業や倉庫、運輸付帯サービス、卸売業は、今のところ減少率が小幅に留まっているが、この先活動指数の落ち込み幅が大きくなっていく可能性が指摘できよう。

4. まとめ

これまでは、非製造業の活動水準と製造業における生産活動循環との相関は弱かった。というのは、日本経済が明確なプラスの潜在成長率を維持し、人口増加や経済のサービス化が続く中、常に上昇するトレンドを有していたためである。しかしリーマン・ショックによる大幅な経済活動の下振れの後、日本の期待成長率は大幅に低下し、潜在成長率はゼロ近傍まで低下しているとされる。人口も減少に転じた中、第3次産業活動指数の上昇トレンドは下方に屈折している(図表8)。このような変化を受けて、現在の非製造業部門は全体として製造業における生産活動循環の影響を受けやすくなっていると考えられる。従って、今まで輸出と国内製造業部門が低迷する時期でも順調に拡大し続けてきた非製造業種、あるいはそれら業種に属する企業の業績を見る上でも、この先は国内製造業の動きからの影響を受けやすくなっているという視点を持つ必要がある。

図表8 第3次産業活動指数



(資料) 経済産業省「第3次産業活動指数」

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

米国家計の資産効果は期待できるか

<要旨>

住宅価格と株価の上昇により、米国家計の純資産は可処分所得比 5.4 倍と 1990 年以降の平均水準まで回復した。今後さらに住宅価格が上昇すると家計消費へのプラス効果が期待できるとの見方が成り立つ。但し、地域によっては住宅価格が前年比マイナスの都市もあること、加えて家計所得の伸びが高くないなかで、時間当たり賃金の伸び率も鈍化していることから、資産価格の上昇が消費拡大に結び付く力は強くない。

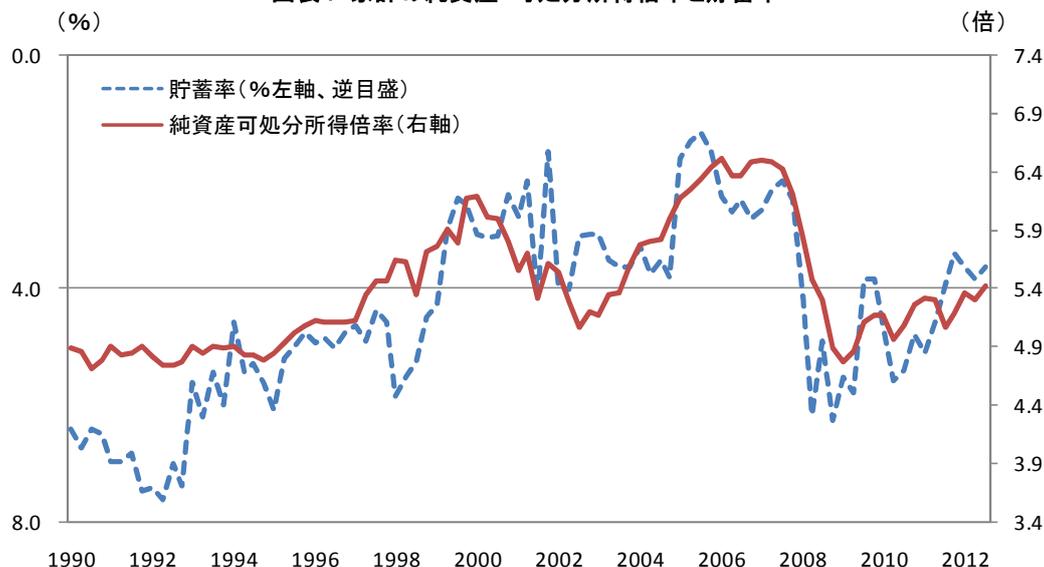
米連邦準備理事会が新たな政策ガイダンスとして提示した「失業率 6.5%」という水準は、ちょうど時間当たり賃金の伸び率が加速していく領域であり、それまでの間金融緩和を継続していくことは、家計消費の本格回復を実現する意味でも適切な判断である。

1. 米国家計のバランスシートと貯蓄率

米国家計全体が保有する負債除きの純資産水準は、2012年9月末に64.8兆ドルまで戻った。これは2007年9月末に記録したピーク67.4兆ドルには及ばないものの、可処分所得比でみると5.4倍と1990年以降の平均水準まで回復してきた(図表1)。今後、住宅価格の上昇が見込まれるなかでは、さらに家計の純資産水準が増えバランスシートが改善することにより家計消費へのプラス効果、すなわち資産効果が期待できる見方もあながち誤りではない。

資産効果を「所得の伸び以上に消費に回す」と考えれば、その推移と規模は米国家計の貯蓄率を追うことによって確認できる。事実、1990年以降の家計の純資産・可処分所得倍率と貯蓄率の推移をみると、純資産水準が高まると貯蓄率が低下(目盛が逆であることに注意されたい)することが読み取れる。

図表1 家計の純資産・可処分所得倍率と貯蓄率



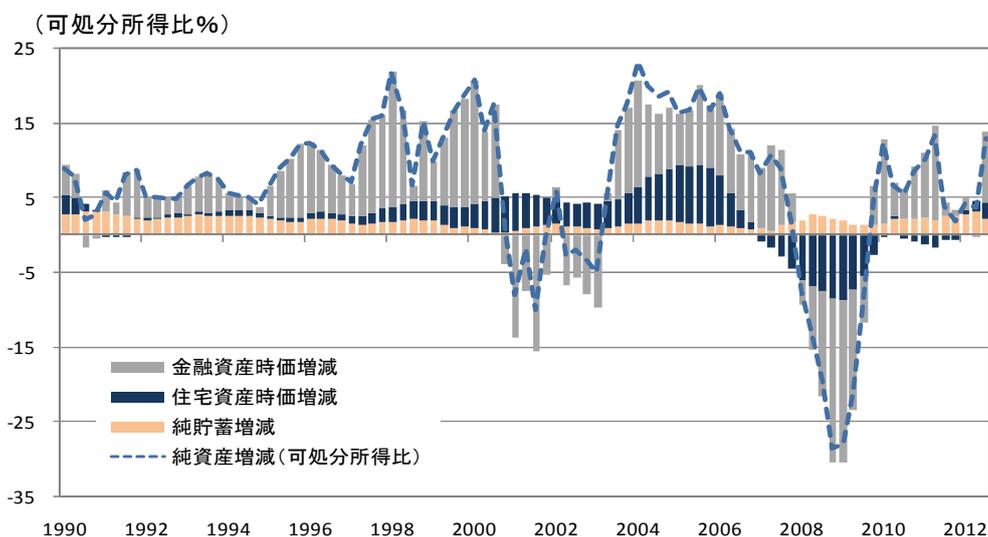
(資料) セントルイス連銀 FREDR データより三井住友信託銀行調査部作成

但し、資産効果の強さは、増えた資産の中身やその時の経済情勢にも大きく依存する。例えば、米国家計のうち株式等のリスク資産を保有しているのは全体の49.9%に過ぎない一方、住宅資産は67.3%の家計で保有されているため(2010年FRB「Survey of Consumer Finances」による)、金融資産のみならず住宅資産が持続して上昇していく局面が最も大きな効果を発揮しよう。

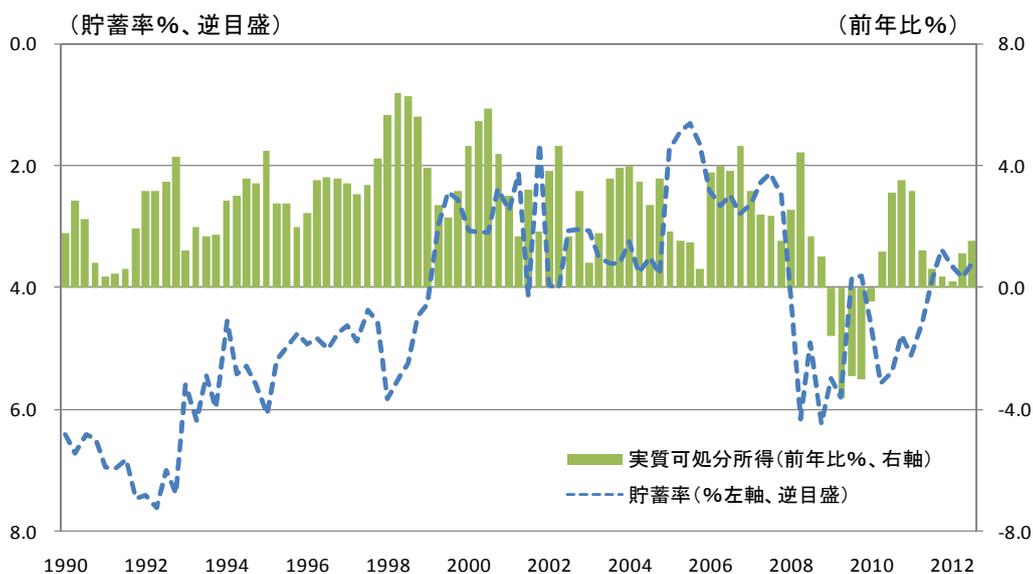
家計純資産の可処分所得比増減の中身をみた図表2からは、2012年に入ってから純資産増減は金融資産時価の増分が殆どであり、住宅資産の増分はわずかに過ぎない。例えば可処分所得比5%近い住宅資産の増加が継続した1990年代後半から2000年代前半の推移と比べると、規模や持続性の点で力不足であることが読み取れる。

また、家計にとっての経済情勢を反映する実質可処分所得の推移も、前年比マイナスに陥った2009年の状況から脱してはいるが、伸び率は前年比2%に満たない(図表3)。これも、貯蓄率が傾向的に低下した1990年代後半から2000年にかけて実質可処分所得が前年比3%を超えて推移していた時期とは対照的である。

図表2 家計純資産増減の要因分解(1990～2012年9月末)



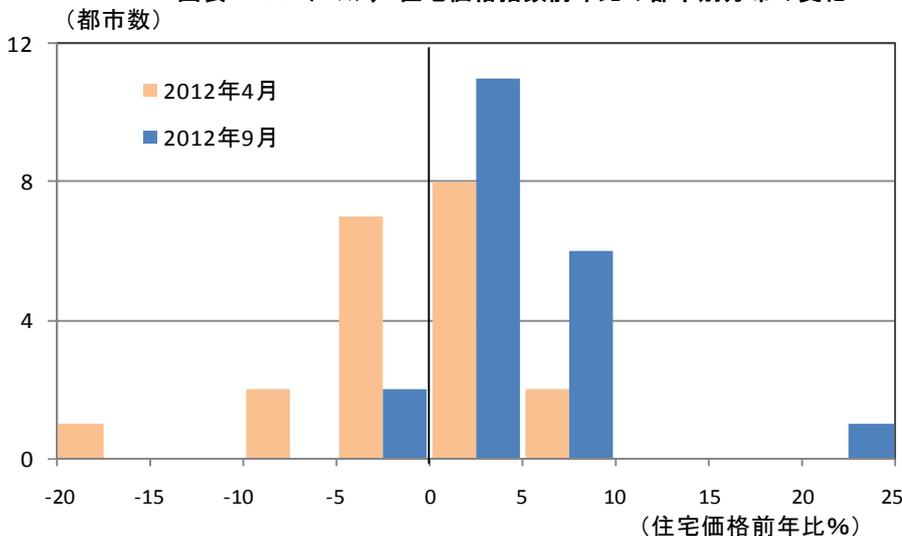
図表3 実質可処分所得の増減(1990～2012年第3四半期)



(資料) 図表2・3ともFRB「Flow of Funds Accounts」より三井住友信託銀行調査部作成

さらに、全米平均で前年比プラスに転じた住宅価格についても、都市別まで細かくみると、前年比プラスに転じた都市は徐々に増えているが、未だ前年比マイナスの都市もあり、住宅資産の増加によるバランスシート改善効果も地域によって差が見られる(図表4)。

図表4 S&Pケースラー住宅価格指数前年比の都市別分布の変化



(資料) S&P、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

以上をまとめれば、住宅価格と株価の上昇により、米国家計部門の負債除きの純資産水準は可処分所得の5.4倍と1990年以降の平均水準まで回復し、今後も住宅価格が上昇するとの見方に立てば家計消費への相応のプラス効果が期待できる。但し、実質可処分所得の伸びは高くなく地域によっては住宅価格が前年比マイナスの都市もあることを踏まえると、当面その効果は強くなり、効果が発揮されるには今暫く時間を要しよう。

2. FRBによる金融緩和の新たなガイダンスの意味

こうしたなかで、12月の連邦公開市場委員会(FOMC)において、連邦準備理事会(FRB)は、現在実施中の月間400億ドルペースの住宅ローン証券(MBS)の買い入れ継続と2013年からの月間450億ドルペースの米国債買い入れプログラムの実施を決定した。これと共に、フェデラル・ファンド(FF)レートを異例に低い水準に維持する期間に関して、「少なくとも失業率が6.5%超であり、インフレ率が目標とされる2%からの上振れが0.5%未満に止まり、長期のインフレ期待が安定している限り」、低金利を維持する新たなガイダンスを提示した。

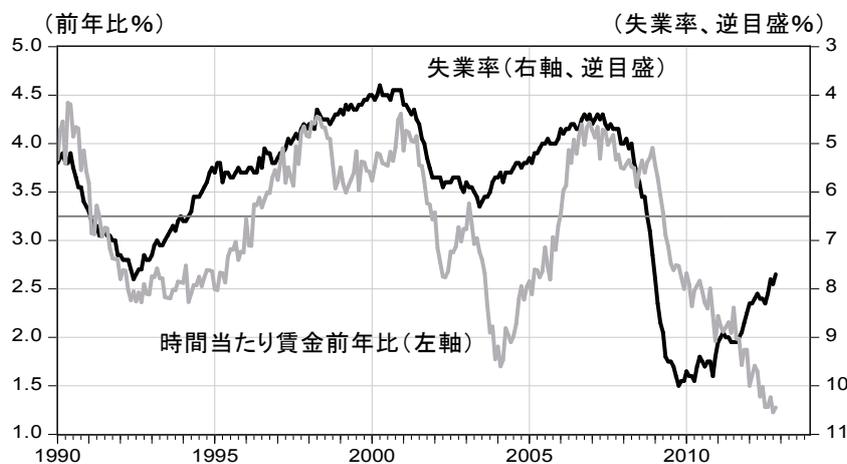
いずれも、期間長めの金利を低く維持することで、負債を抱える家計の金利負担を軽減し住宅市場の回復を後押しすることを狙っている。また、金融緩和の期間を経済情勢の改善に結びつけて継続することで、それまでの間、金融緩和により株式や住宅資産等の資産価格上昇を通じて企業や家計の支出を喚起する狙いがある。

このうち、新たな政策ガイダンスである「失業率6.5%」という水準が想定する経済情勢はどのようなものであり、家計消費の見通しにどのような意味をもつのであろうか。最後にこの点について1990年以降の時間当たり賃金と失業率の推移を比較した次頁2枚のグラフから考察してみたい。

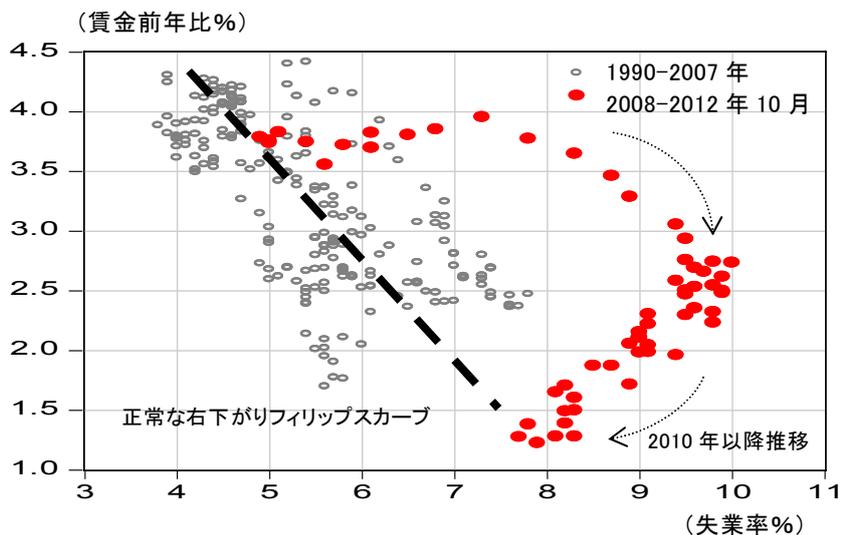
時系列のグラフからは、2010年以降失業率は低下改善している一方で、時間当たり賃金は前年比2.5%水準から前年比1.5%未満に鈍化していることを示している(図表5)。また、失業率と時間当たり賃金の散布図からは、2008年以降の景気悪化に伴い従来の失業率と賃金の右下がりの(フィリップスカーブと呼ばれる)関係から大きく乖離していることが読み取れる(図表6)。

両者を合わせてみると、「失業率 6.5%」という水準は、ちょうど時間当たり賃金の伸び率が加速し始め、かつ失業率と賃金上昇率の右下がりの関係が成り立つ領域でもある。言い換えれば、それまでの間は少なくとも賃金コストの面からはインフレが加速しない領域でもある。ガイダンスに長期のインフレ期待の安定を付け加えた意味もここにあり、期待インフレが安定しているもとでは、かかる失業率と賃金の安定した関係も維持される。従って、それまでの間、金融緩和を継続していくことは、家計消費の本格回復を実現する意味でも適切な判断といえるだろう。

図表5 失業率と時間当たり賃金(時系列)



図表6 時間当たり賃金(縦軸)と失業率(横軸)の散布図



(資料) 図表5・6ともセントルイス連銀 FREDR データより三井住友信託銀行調査部作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

中国金融改革は難航するのか

～体制移行に潜む金融風土と国有金融～

<要旨>

中国の新指導部が、投資主導から消費主導に成長モデルの転換を図り、持続可能な安定成長を実現するために取り組む経済体制改革の試金石が、金融改革である。中国の経済体制が計画経済から市場経済へ移行する中での金融業の足跡を振り返ると、効率的な資源配分に役立つ金融システムの重要性はしばしば指摘されながら、市場の調整機能は十分に活用されず、高い経済成長と裏腹に無駄な投資や過剰な生産能力を助長してきた。この背景としては、金融システムにおいても市場経済化を政府が制御する「社会主義市場経済」が貫かれたことから、金融は財政の補完的な役割に位置付けられ、大手銀行も事実上の国有構造が維持されることになり、自己責任原則や経済合理性に則った銀行経営が許されなかったことが指摘できる。

今後の金融改革として、市場の調整機能を活用する方向性が示され、金利の自由化や資本取引の規制緩和、社債市場の発展、民間資本の活用、更に預金保険制度の導入検討等が取り沙汰されている。但し経済体制の根底に旧弊の金融風土—政府の過大な影響力—や国有金融を統治する仕組みが内在したまま、市場重視の金融改革だけが順調に進むとは考えにくい。経済体制改革の全面的な深化が、体制の根底に到達し、政府と国有経済の役割を見直し、抑制に向けて大きく舵を切るならば、金融改革も加速するが、そうでなければ難航を余儀なくされ、中途半端のまま蹉跌をきたす可能性がある。

1. 金融改革は経済体制改革の試金石～効率的な資源配分に役立つ金融システム

習近平総書記を中心とした新指導部は、12月15日、16日の中央経済工作会議において2013年の経済政策の6つの主要課題の1つとして経済体制改革の全面的な深化を取り上げた。また、改革のロードマップやスケジュールを明確にする方針を示した。今後、中国が投資主導から消費主導に成長モデルの転換を図り、持続可能な安定成長へ軌道修正していくにあたり、金融改革の行方は所得分配制度改革、財政税制改革、国有企業と民間企業の役割の再調整と並んで経済体制改革の試金石となる。なぜなら、金融改革を進めることは経済成長の質を高めるという期待だけでなく、中国の経済体制の根底を揺さぶる側面も考慮せざるを得ないからだ。

従来、中国は高い経済成長を重視し、金融システムは国内貯蓄を投資中心に振り向けることで下支えしてきた一方、国全体として資源の浪費を抑制できず、経営の非効率な国有企業が隆盛となり民間企業の成長機会が圧迫される「国進民退」という状況や、財政規律の緩い地方政府主導の無駄な投資さえ助長した面も否めない。もはや中国経済が労働や資本投入の量的拡大に加えて生産性上昇による質的向上も追求する発展段階に差し掛り、市場の調整機能を通じた効率的な資源配分を先送りしたままでは、持続可能な安定成長の実現はおぼつかない。

とはいえ市場重視に舵を切る金融改革だけが加速することは難しく、経済体制改革の全面的な深化の度合いとスピードに左右される。つまり、社会主義市場経済の根底に位置している政府と国有経済の役割の見直しにどこまで踏み込むか、新指導部の実行力にかかっている。経済体制の根底の見直しが着手されるならば、体制を構成する金融制度や財政制度、企業制度など相互補完性のある各種制度の改革が相互に影響し合いながら前進していく、と考えられる。

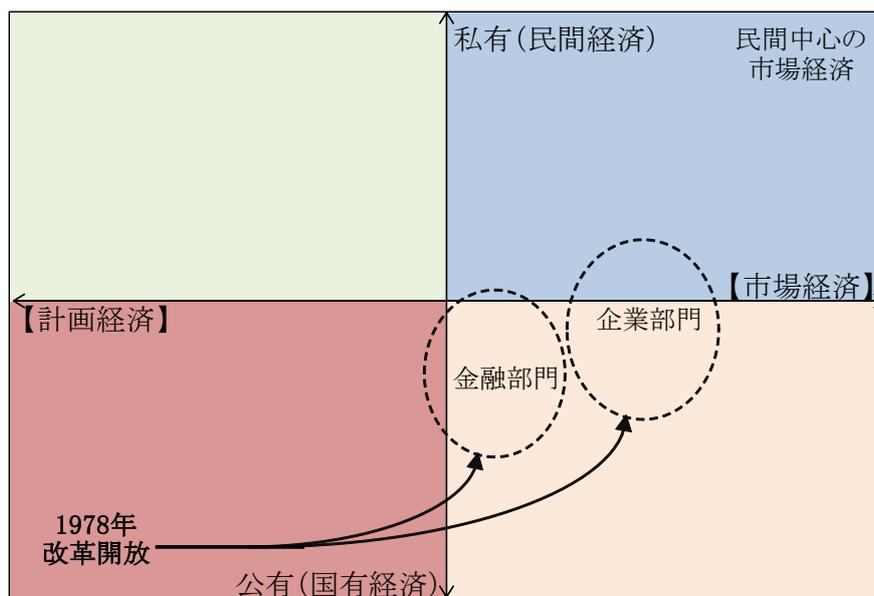
以下では、金融改革の行方を左右する要素が経済体制の根底に内在していることに着目し、体制移行に潜む金融風土と、国有金融を統治する仕組みの2点について浮かび上がらせる。

2. 体制移行に潜む金融風土～政府の過大な影響力

中国の経済体制の移行と金融業の足跡を振り返ると、まるで「常在改革」というように効率的な資源配分に役立つ金融業の重要性はしばしば指摘されながら、市場の調整機能は十分に活用されてこなかったことがみてとれる。

はじめに、中国における経済体制の移行を概観すると、1978年の改革開放から30余年、計画経済から市場経済へ慎重に移行してきた(図表1)。この特色は中国共産党・政府が自ら主導したこと、時間をかけた漸進的なアプローチであること、市場経済を導入しながら(図表1の中で右方向にシフト)、国有経済を統治する仕組みを再構築し民間中心の市場経済へ一直線に邁進しなかったこと(上方方向に緩やかなシフト)等が指摘できる¹。つまり、計画経済の根幹をなした政府や企業部門—国有企業—の改革を手探りで進めながら、これに追随するように金融部門は形成、変容を遂げ、それらと並行して米国や日本等の他国研究から市場経済に必要な市場創設や制度、法律を中国仕様に適合させる試行錯誤を繰り返してきた。そして1990年代前半から現在にかけて中国が自ら掲げた社会主義市場経済という体制の模索が継続している。

図表1 中国における経済体制の移行の足跡～概念図～



(資料) 三井住友信託銀行調査部作成。

¹ 中国の経済体制移行は、多くの社会主義国のようにIMFや世界銀行主導の急進的アプローチと異なる。

次に、中国の経済体制の移行過程における金融業の発展経緯のポイントを振り返る。

経済体制の移行以前、計画経済における金融システムは中国人民銀行が中央銀行と商業銀行の機能を兼ねた実質的な一行体制であり計画に基づき資金配分を担う役割に過ぎなかった²。

改革開放の直後、現在の銀行業の原型が模られた。79年に中国銀行、中国人民建設銀行(現中国建設銀行)、中国農業銀行が国有銀行として業務を始め、中国工商銀行は中国人民銀行から商業銀行機能を切り離す受け皿として84年に新設され、国有の4大銀行(工商、中国、建設、農業)が出揃った。こうした銀行の役割を方向付けた一因は財政資金の金融化であった。計画経済の担い手である国有企業の主な資金源は、市場経済化に伴い国家財政拠出から銀行貸出へ次第に置き換えられ、国内の資金フローの変化が1980年代半ば以降から本格化したことに呼応して4大銀行は中国各地で預金業務、貸出業務等の独占的な地位を固めた。そして4大銀行と中央銀行(中国人民銀行)という2層式の銀行体制が一旦は整えられた。

但し、市場経済化の初期において、将来に禍根を残す金融風土が醸成されたとみられる。銀行は効率的な資源配分という本来の役割を目指すべきところ以下の状況に取り囲まれていた。即ち①財政を補うために銀行資金が安易に利用されることから、実態として金融は財政の補完的な役割に位置付けられたこと、②中央政府や地方政府が銀行に過大な影響力を行使すること、③国有企業との取引は商業ベースに乗らないこと等である。こうした銀行の健全な育成には厳しい金融風土が解消しないまま、中国初の全国的な国有株式制商業銀行として交通銀行が設立し(87年)、それ以降に国有企業や地方政府を設立母体とする株式制銀行の開設が相次いだ³。また、銀行以外の金融業態も創設されたが、金融秩序を保つ制度作りや監督管理は後手にまわり、中国各地において金融取引を巡る問題が頻発した。

そして、現在に繋がる金融制度が打ち出された時には改革開放から既に15年が経過していた。92年に社会主義市場経済の路線確定後、国務院の金融体制改革の決定(93年末)を受け、国有の4大銀行から政策金融機能が分離され(94年)、翌95年の商業銀行法の施行により真の商業銀行の確立が明確に企図されたほか、中央銀行の役割を定めた中国人民銀行法も制定された。これ以降、4大銀行が国有企業取引中心に抱えた不良債権処理を目的とした政府による資本注入と不良債権の分離が98年から本格化し、2000年代にも政府は追加支援を実施してきた。政府の後ろ盾を受けた4大銀行は2005年以降に順次株式上場を遂げ、中国最大の中国工商銀行の資産規模は2012年9月末で17.3兆元(約225兆円)に達したほか、国際業務に特色を持つ中国銀行は金融安定理事会が2012年11月に公表したグローバルなシステム上重要な銀行(global systemically important banks:G-SIBs)に名を連ねる等、海外でも存在感を高めている。他方、金融行政は中国銀行業監督管理委員会の設置(2003年)をはじめ刷新され、国際的な規制に準じた中国版バーゼルⅢ(銀行の自己資本規制)の導入等が推進されている。こうした側面を捉えると、旧弊の金融風土は払拭されたような印象さえ受ける。

² 計画経済下の中国人民銀行は中央銀行として発券業務や金融政策の運営に加えて預金業務や貸出業務など商業銀行を兼ねた複合型体制とされた。同行への「大一統」による集中的な資金管理が行われ、計画に基づく財政部門の支出に対して金融部門が資金を用意するという役割分担が採られた。

³ 現在、中国における民間資本中心の商業銀行は存在しているが限定的となっている。

しかしながら、商業銀行法の施行から18年目にあたる2013年においても、同法の定めた銀行経営の自己責任原則の徹底は難しいと指摘せざるを得ないだろう。金融は財政の補完的な役割から抜け出せず、経済合理性に則った銀行経営は完全に許されていないのが現状といえる。

4大銀行から地方の中小銀行まで規制金利体系下において厚い利鞘収益を享受できる一方、その裏腹として中央政府や地方政府の関与を排除できていない。例えば銀行貸出は企業属性が重視され、国有企業の資金需要は民間企業より総じて優先されることにより、景気浮揚局面では国有企業や財政の逼迫した地方政府が主導する性急なインフラ整備や不動産開発、設備投資に銀行資金が安易に引き出されることから、無駄な投資や過剰な生産能力が生じ、銀行は潜在的な不良債権を抱え込みやすい。景気減速局面では国有企業等の信用力低下に応じた貸出金利の引上げや貸出回収は遅れ、貸出残高維持など政府の実質的な支援要請に抗い難いといえる⁴。

また、ここ1、2年において個人業務、特に消費関連ローンに注力する商業銀行は増えているが、これも消費主導の成長モデルに転換するという政府の方針を意識した面が否めず、こうした政策追随の業務領域や取扱量の急拡大に対して、リスク管理態勢が後手にまわることも懸念される。更に金融機関の破綻処理メカニズムや預金保険制度など危機対応や市場退出の規範化に向けた検討は収束していない。これらを踏まえると、今のところ銀行経営の自己責任原則の徹底は難しく、市場重視の金融改革を加速することは、逡巡せざるを得ない国内事情があると考えられる。

以上のように、経済体制の移行に伴い、銀行を中心とした金融業は一定の発展を遂げ、グローバル水準の規制を一部導入するに至った。一方、旧弊の金融風土として政府の過大な影響力も根強く存在している。これに加えて後述するように国有金融を統治する仕組みの強固さが、市場の調整機能を通じた資源配分が実現していく道筋を、より一層険しいものにしていく。

3. 国有金融を統治する仕組み～中国独自の統制を担う一翼

中国は、独自の社会主義市場経済を模索する過程において、国有経済を統治する仕組みを再構築してきた。国有企業の一元的な監督管理を担う国有資産監督管理委員会が2003年に設置されて国有経済の統治体制が定まり⁵、これと並んで国有の金融持株構造が形成された。中央政府はこの両輪を組み合わせることによって、市場経済化の進展を制御し、市場を通じた資源配分を半ば統制する仕組みを整えてきた、といえる。

次頁図表2は国有の金融持株構造を示したものである。中央匯金投資有限責任公司(以下中央匯金公司)が国有金融持株会社であり、国家を代表して出資先の金融機関に対する出資者の権利義務の行使や国有金融資産価値の保護と増加を目的として2003年に設立された。現在は2007年設立の政府系ソブリン・ウェルス・ファンドの中国投資有限責任公司(CIC)の傘下に位置付けられている。

⁴ [三井住友信託銀行 調査月報 2012年12月号「景気減速が中国銀行業に与える影響」](#)

⁵ [三井住友信託銀行 調査月報 2012年9月号「景気減速局面で民間活用に踏み込む中国～国進民退に変化の兆し～」](#)

図表2 国有の金融持株構造～政府による銀行等所有の関係



(注)2011年末において中央匯金投資有限責任公司は国家開發銀行、中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行のほか、光大銀行、主要な証券会社、保険会社等に出資、財政部は国家開發銀行や中国工商銀行、中国農業銀行、交通銀行に出資。
(資料)中央匯金投資有限責任公司のウェブサイト、中国投資有限責任公司のアンニュアルレポート、各行アンニュアルレポート等より三井住友信託銀行調査部作成。

中央匯金公司の主な出資先は中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行という元々の国有独資(国有100%)の4大商業銀行である。4大銀行は国有金融持株会社の下で国有銀行から株式会社に転換を図り、2005年以降に株式公開を遂げて外部資本を導入している。但し中央匯金公司をはじめ財政部、他の国有企業等を合算した国有資本が、引続き各行の出資比率の3分の2以上を握ることにより経営権を保持している。国有金融持株会社の下には4大銀行の他、国家開發銀行や主要な証券会社、保険会社等の金融機関も組み込まれている。

中国では1990年代から国有企業の整理淘汰を含めた改革を進めるため、その再建資金の調達を主な目的として金融市場が拡充された経緯があり、銀行貸出(間接金融)のほか、株式市場や債券市場も順次整備されてきた(直接金融)。また、2000年代以降には対外的な資本取引の規制緩和が相次ぎ、いよいよ市場経済化が加速して金融市場を介した効率的な資源配分の実現はそう遠くないという見方さえ醸成された。

一方で、国有経済の基幹となる企業と金融の双方を一元的に統治する仕組みが過去10年にわたり着々と強化されてきた。これにより体制移行という過渡的な体制の不安定さを抱えながらも投資主導の高い経済成長を実現したが、裏腹に市場における自由競争を歪める作用が目立ち、先行き持続可能な安定成長に影を指している。

つまり、中国の社会主義市場経済は相克する状況を抱えている。だからこそ市場重視の金融改革を含めた経済体制改革の全面的な深化が、政府と国有経済の役割の見直しに到達すると、「経済体制の根底の問題は判っていても、直ぐ解決できるかは別問題」として、改革が先送りされ、思いのほか長い期間を要する可能性が高いと考えられる。

4. まとめ～金融改革のスピードと実効性は国有経済の役割見直しを含む一体改革が左右

以上みてきたように、経済体制の根底において旧弊の金融風土—政府の過大な影響力—や、国有金融を統治する仕組みが内在したまま、金融改革だけが順調に進むとは考えにくい。

金融改革の方向性と政策課題は「金融業発展と改革に関する第12次5ヶ年計画(2011年から2015年)」として金融当局から表明されている(図表3)。同計画では金融業界の発展と直接金融の役割向上や、市場の調整機能を活用する方向性が明示されている。具体的には金利の自由化、資本取引の規制緩和、人民元クロスボーダー取引の拡大、債券市場の発展、民間資本の活用、更に預金保険制度の導入検討、地方政府の金融監督体制の整備と行政関与の減少など幅広い政策課題が掲げられた。但し同計画では改革の手順やスケジュールは明らかにされなかった。

図表3 金融業発展と改革に関する第12次5ヶ年計画の主な目標—2011年から2015年—

2011年から2015年の金融サービス業の付加価値を国内総生産の5%前後に保つこと(2000年代は年平均4.42%)、社会融資規模の適度な拡大を図ること。

非金融企業の資金調達構造を改めて2015年までに直接金融が社会融資規模に占める比率を15%以上に引き上げること。(2006年から2010年は年平均11.08%)

(注) 社会融資規模とは、一定期間内に金融システムから実体経済へ供給される資金総額を示す指標。人民元貸出、外貨貸出、委託貸出、信託貸出、未割引銀行引受手形、企業債券、非金融企業株式、保険会社賠償、投資用不動産、その他の合計を指す。

(資料) 中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会、中国证券業監督管理委員会、中国保険業監督管理委員会、国家外貨管理局「金融業発展と改革に関する第12次5ヶ年計画」2012年9月17日

今後の金融改革のスピードと実効性は、現行の経済体制を構成する金融制度や財政制度、企業制度など諸制度の改革を一体的に進められるかにかかっている。新指導部が2013年から本腰を入れて取り組む経済体制改革の全面的な深化が、経済体制の根底に到達し、政府と国有経済の役割を見直し、抑制に向けて大きく舵を切るならば、制度改革の一つの金融改革は加速するが、そうでなければ難航を余儀なくされ、中途半端のまま蹉跌をきたす可能性がある。

(海外調査チーム 柳瀬 豊 : Yanase_Yutaka@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。