

安定成長への道を模索する中国

～経済リスク・コントロールの重点～

キャノングローバル戦略研究所 研究主幹

岡寄 久実子



はじめに

中国経済は、2011年頃から成長スピードの鈍化が鮮明になっている。習近平・李克強政権は、当時の経済成長の減速は一時的なものではなく、中国経済は、①高度成長から中高速成長への転換、②経済構造調整がもたらす生みの苦しみの発生、③前政権が発動した経済刺激策の消化、の3つの事象が重なり合っ

(目次)

はじめに

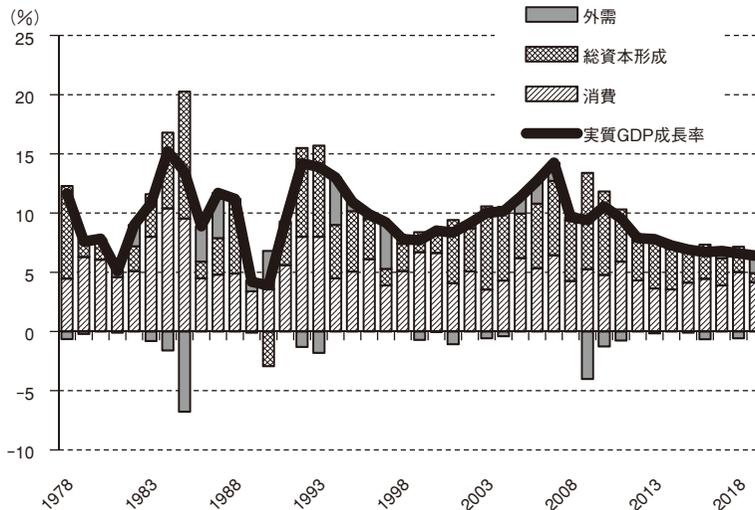
1. 経済成長速度の鈍化
2. 対外摩擦の長期化・広範化
3. 不動産バブルの破裂
4. 債務問題
5. 高齢化と財政の持続可能性
6. 「中所得の罫」

まとめにかえて

た難しい時期にあると捉え（張編、2015）、「供給サイドの構造改革」を推進することで、安定成長への移行を実現しようとしている。当該改革の対象は、40年に及ぶ経済制度改革と対外開放の取組みを経ても、なお残っている、あるいはさらに複雑化した難題であり、関係者にはより本腰を入れた検討と対応が求められている。

他方で、中国の市場開放政策は、総じてみれば世界的に好感をもって受け止められ、これまで中国自身の高度成長を牽引しただけでなく、経済のグローバル化を進展させる上でもポジティブな役割を果たしてきたと評価できる。しかし、ここ数年、同国の国際的なプレゼンスが高まる中で、その貿易政策や市場開放方針に対する諸外国の見方が厳しくなってきた。中国に投資した企業の知的財産権や経営自主権の保護をより明確にする制度構築が求められている一方、中国企業の対外投資も、投資先の国や事業によっては、かな

(図1) 中国の需要項目別実質GDP成長率の推移



(注) 直近値は2019年第1四半期。
 (資料出所) CEIC China Premium Database

り警戒的な目で見られることが増えつつあり、事業の丁寧な推進が求められるようになっている。

中国経済が直面する金融経済関連のリスクは多岐にわたっているが、本稿では安定成長への移行過程においてとくに重要と考えられる、①経済成長速度の鈍化、②対米経済摩擦の長期化・広範化、③不動産バブルの破裂、④債務問題、⑤少子高齢化と財政の持続可能性、⑥「中所得の罫」の6点について、リスクの現状を概観する。

1. 経済成長速度の鈍化

中国のGDPは過去40年の間に、実質平均9.4%の成長を実現してきたが、2015年以降

は6%台の成長が続いている。もっとも、中国国内でも2桁近い成長がいつまでも続くはずがないという認識は、以前から広く共有されており、減速自体が問題視されているわけではない。重要なのは、持続可能な成長パスを辿っているかどうかという点である。

中国政府は足元の経済情勢について、「2019年第1四半期の経済動向は、安定したスタートを切ったと評価することが可能で、ポジティブな要素が徐々に増えている」と総括している。2000年代入り後の10年余りは、消費は弱く、投資が突出することで高い成長を遂げる年が目立っていたが、2015年以降は消費の寄与度が投資の寄与度を上回るようになってきている(図1)。2008年末に打ち出された「4兆元の経済刺激策」がもたらした過剰投資を

(表1) 中国の主要マクロ経済指標の推移

	2016年	2017年	2018年	19/1Q	19/4月	19/5月
実質GDP (%)	6.7	6.8	6.6	6.4	—	—
工業付加価値生産額 (実質、%)	6.0	6.6	6.2	6.5	5.4	5.0
固定資産投資 (年初来累計、%)	8.1	7.2	5.9	6.3	6.1	5.6
消費財小売総額 (%)	10.4	10.2	9.0	8.3	7.2	8.6
CPI (%)	2.0	1.6	2.1	1.8	2.5	2.7
輸出 (%)	-7.7	7.9	9.9	1.4	-2.7	1.1
輸入 (%)	-5.5	15.9	15.8	-4.8	4.0	-8.5
貿易収支 (億ドル)	5,097	4,196	3,509	750	138	417

(注) 貿易収支は実額、他は前年比。

(資料出所) 国家統計局、CEIC China Premium Database

削減する取組みや、消費喚起の政策が、徐々にではあるが功を奏しつつあるというのが、中国政府の公式見解である。

ただし、最近の主要経済指標の動きをみると、工業生産、固定資産投資、消費財売上高ともに力強さが欠けているように見える(表1)。輸出入も米国との間の貿易摩擦の影響が現れ始めた可能性が高い。中国政府関係者は、今後地方政府によるインフラプロジェクトが立ち上がることや、新たな輸出市場の拡大に向けた努力が実を結ぶ可能性が高いことなどを理由に、年後半に向けて経済は回復基調を辿るといった見通しを維持している。一方、市場では、株式市場や不動産市場の先行き警戒的なムードが、人々の消費意欲を後退させることを懸念する声が広まりつつある。

2. 対外摩擦の長期化・広範化

2018年以降、米中貿易摩擦は深刻さを増し、解決の目途が立ちにくい状況に陥っているよ

うにみえる。米国は、中国による知的財産権侵害に対抗する措置として、2018年7月以降、制裁関税を3段階に分けて発動、これに対抗して中国も相応する高率関税措置を発動している。

同年12月に米中首脳会談が開催され、閣僚級協議での問題解決を試みる事が決まり、一時は2019年5月上旬に、ある程度の合意が形成されとの見方が広まりつつあった。しかし、合意形成はならず、その後も、両国間に歩み寄りの気配が感じられない状況が続いている。市場では、6月下旬に開催されるG20サミットの折に、米中首脳会談が再度開催され、問題解決に向けた進展を期待する見方があるものの、問題の長期化・深刻化を予想する見方も少数派とは言えない。

米中間の衝突は貿易不均衡に対する見解の相違といった問題に止まらず、先端技術の覇権争いの色彩を濃くし始めているだけに、解決の道筋を見出しにくくなっている模様である。世界第1位と2位の貿易大国どうしの

ぶつかり合いによる衝撃は、グローバルサプライチェーンでつながっている数多くの国や地域にも及びつつあり、世界経済全体への影響も懸念されている。

中国の知的財産権の管理体制や技術移転を巡る問題については、米国に限らず、不満を有している国は少なくない。また、近年、中国が力を入れている「一帯一路イニシアティブ」に関連する同国の発展途上国に対する融資等についても、支援受け入れ国の返済能力に対する配慮が不十分であるといった批判の声が上がっている。

かつての中国は、市場経済の確立を目指す体制移行の道半ばにある途上国という立場で、いわゆるグローバルスタンダードに合致しない行動をとっても、先進諸国はそれをある程度容認する姿勢を示していた。しかし、同国の経済規模が世界第2位となり、同国自身も「大国」として、新たな国際ルール等の形成に積極的に取り組む意向を示すようになると、中国に対する期待と懸念（既存ルールの破壊を狙っているのではないかといった類の懸念）が錯綜するようになってきた。中国サイドでも自負の意識が高まっている模様で、それが対立の鮮明化につながっているであろう。

■ 3. 不動産バブルの破裂

中国で1998年に住宅の割当制度が廃止され、個人による住宅購入（ただし、土地の所

有権は国等にあり、個人は使用権を確保する仕組み）が奨励されるようになると、その価格は乱高下を挟みつつも、総じて右肩上がりのトレンドを辿ってきた。同国の住宅事情に鑑みると、新たな居住用住宅に対する強い需要があることは間違いなさそうであるが、投資・投機目的の需要もかなり強いとの指摘もある。

こうした状況下、中国政府は過去10年ほどの間、景気対策としての不動産関連規制の緩和（2008～2009年）、住宅価格高騰を抑えるための購入規制等の実施（2010～2011年）、住宅販売の不振を緩和するための諸規制緩和（2014～2015年）、主要都市における購入制限の適用（2017年）と、住宅価格の安定を意識した政策を推進してきた。ただし、これまでのところ、中国政府の対応は、価格上昇時には遅れがちである一方、価格調整局面においては不徹底なものになりがちであったようにみえる。朱（2017）は、2012年以前の3回の不動産市場過熱に対する中央政府のスタンスについて、「はじめのうちはそれなりに効果的な対策を打ち出していたが、最終的にはいつも、経済成長の速度と社会の安定という圧力に屈してきた」と指摘している。

実際のところ、2015年から2年ほどの間は、かなりの数の都市において、住宅価格が前年比3割から5割も上昇したのに対し、2017年末頃からの価格調整局面では、対前年同期下落率は、大きいところでも3%程度に収まっている。このため、不動産市場において市場

メカニズムによる需給調整が十分に行われていないために、バブルはむしろ膨張し続けており、そのリスクは大きくなっているとの見方も、少なからず存在している。

バブル破裂の金融システムへの影響については、一般論としては、限定的なものにとどまるとの見方が主流であるように窺われる。すなわち、中国では不動産ローンの実行に際し、ローンの借り手はかなりの額の頭金（地域・借り手の条件によって、購入価格の20～60%）を用意する必要があり、また、商業銀行は不動産ローンの担保掛目を低めに設定している。このため、「居住用に組んだ住宅ローンであれば、借り手の所得が急減しない限り、返済に窮する可能性は小さいはずであり、銀行の不良債権が急増するとは考えにくい。また、監督当局から抑制するよう指導されている投資・投機目的の購入に対するローンが約定不履行となったとしても、当該不動産価値が担保割れとなる恐れは小さく、銀行が担保処理で多額の損失計上を余儀なくされるケースは、限定的な規模に止まるだろう」（深セン市の不動産関係者）との見方が、今のところ優勢であるように見受けられる。

ただし、不動産投資用の資金源は、必ずしも銀行ローンに限ったわけではなく、その実態は金融当局も十分に把握できていない可能性が高い。また、銀行の事業向け融資が不動産投機に流用されているとの指摘は、以前からしばしば聞かれており、景気鈍化が懸念される時期だけに、不動産市場の動きについて

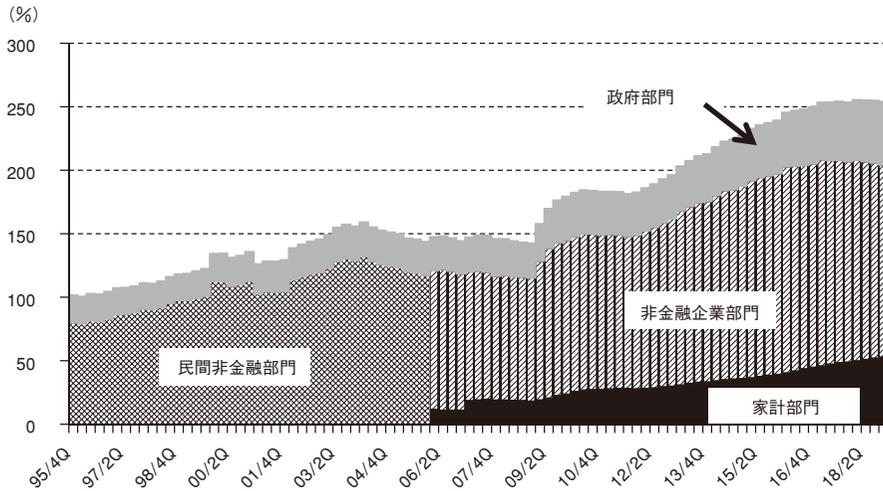
は、より丁寧な確認が重要であるように思われる。

■ 4. 債務問題

中国で2008年下期に打ち出されたいわゆる「4兆元（約60兆円）の経済刺激策」は、地方政府、国有企業等のインフラ建設及び設備投資意欲、個人の住宅購入意欲を刺激し、それに銀行等が積極的に応じたために、各部門の債務は急増した（図2）。その持続可能性を懸念する声は、当初から中国国内でも聞かれていたが、当時は、グローバル金融危機の打撃を緩和するためにはやむを得ないとの声のほうが圧倒的に大きかった。しかし、甘い見通しに立って実行された投資案件の多くはすぐに行き詰まり、元金返済や利払いに支障を来す債務者が目立つようになった。

2012年11月から翌年3月にかけて成立した習近平・李克強政権は、中国経済の実態把握と中長期目標の設定に取り組む中で、債務問題の深刻さを認識し、解決の道を探り始めた。中国共産党中央委員会は、2016年と2017年の経済政策の重点課題を、「三去（過剰生産能力・過剰住宅在庫・過剰レバレッジの解消）、一降（企業コストの引下げ）、一補（弱点分野の補足）」と定め、各経済主体がデレバレッジに本格的に取り組むよう指示を出した。レバレッジとは、梃子ないし梃子の作用という意味で、金融分野では自己資金以外に大きな借入などを行うことを通じて、より大きな

(図2) 中国の制度部門別債務率 (債務残高/GDP)



(注) 直近値は2018年末の計数。
 (資料出所) BIS total credit statistics

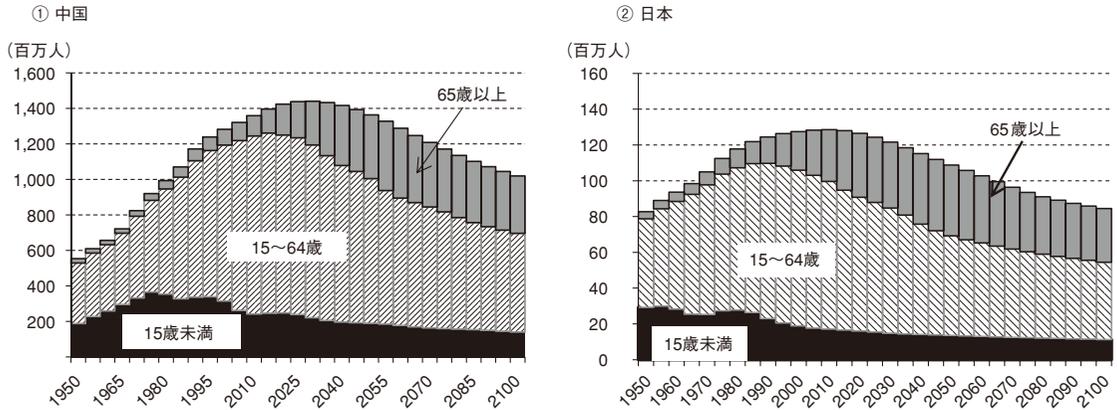
リターンを獲得しようとする行動を指す。他方、膨張したレバレッジを解消する動きはデレバレッジと呼ばれ、中国語では「去杠杆」と表現されている。

2018年以降、中国のレバレッジ比率は全体としては抑えられつつあるように見える(図2)。しかし、地方政府債務の問題は根が深い。2014年以前の中国の地方政府は、独自の外部資金調達を禁じられていた。このため、地元建設プロジェクトの資金不足に直面した地方政府は、政府会計から独立した「地方政府融資平台」と総称される組織を設立し、資金調達を代行させるようになった(胡・鮑・趙、2017)。そうした債務について、返済責任の所在が問題となっている。2014年の予算法改正を受け、正当な長期インフラ投資関連の債

務は、地方政府が債券発行を活用しながら返済する方針が決まった。問題は、このほかにも地方政府に返済責任があるとみなすべき「隠れ債務」がかなりありそうなことで、「地方政府融資平台」や公立病院・学校等の債務の実態解明が急がれている。

国有企業債務については、デット・エクイティ・スワップ(DES)の活用が奨励されている。中国政府が債権・債務のリストラにおいてDESの活用を試みるのは初めてのことでない。1999年に四大国有商業銀行等の不良債権の集中的処理を行った際にも、その一部についてDESが適用された。当時のDESは全プロセスが政府主導で行われたが、その効果は一時的なものに止まり、対象企業の体質改善に至らなかったと批判されている(李、

(図3) 中国と日本の年齢階層別人口の推移



(資料出所) United Nations World Population Prospects The 2017 Revision

2016)。こうした経験を踏まえ、今次DESの推進に当たっては、政府は環境整備に努めるに止まり、DES実行プロセスは極力市場メカニズムに任せるとしている。

なお、2018年以降、中国の各地でデレバレッジ推進のネガティブな影響が表面化しはじめている。銀行の融資スタンスの慎重化や金融当局によるシャドーバンキング抑制の動きを受け、多くの中小企業が資金繰り難に陥っているとの報道がある。また、社債デフォルトも目立ち始め、地方銀行の経営不振の報道も散見されている。こうした状況を受けて、デレバレッジの旗印が降ろされたわけではないが、金融当局は銀行に対し、中小企業等への融資拡充を促している。

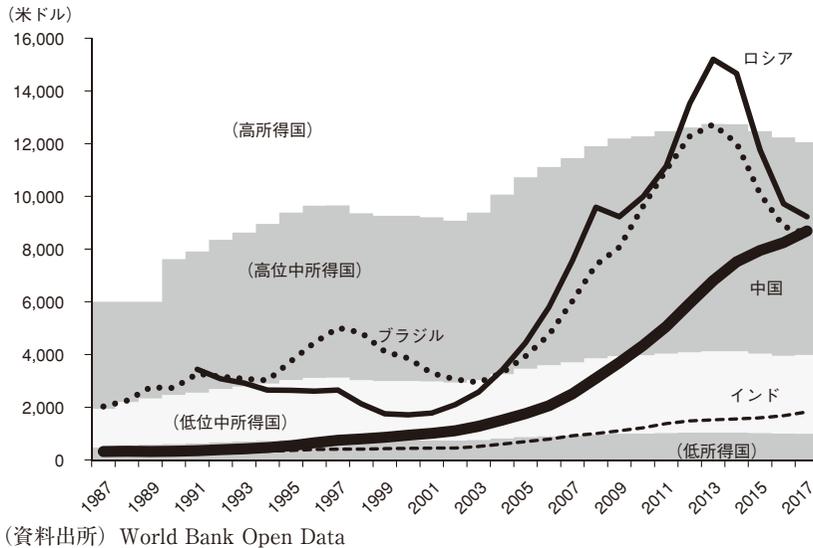
5. 高齢化と財政の持続可能性

より中長期的なリスクとして、労働人口減

少と高齢化進展の問題がある。中国の労働人口（15～64歳）は2015年にピークを迎え、減少に転じている。これは日本がバブル崩壊直後の1995年に労働人口が増加から減少に転じた状況とかなり似通っているようにみえる（図3）。

また、日中両国の高齢化の進展スピードも、かなり近い。国連等では、高齢者（65歳以上）人口が人口全体の7%に達した時点を①「高齢化社会」、同14%を②「高齢社会」、同21%を③「超高齢社会」と区切り、政策立案の目安としている。日本は1970年に①、1994年に②、2007年に③に突入している（内閣府推計）。①から②へ24年、②から③へ13年かけて移行した推計となる。一方中国は、2001年に①、2025年に②、2036年に③に突入、①から②への移行期間は日本とほぼ同じであるが、②から③への移行期間は11年と、日本よりも速いペースで高齢化が進展すると予想されてい

(図4) BRICS諸国の一人当りGNI (アトラス方式) の推移



る。

高齢化の進展は、社会保障費用の増加圧力をもたらすものと考えられるが、中国では経済発展の途中、一人当たりGNIが高所得国に達しないうちに高齢社会を迎えると予想されるだけに、社会保障費用の対応などは、先進諸国よりも難しくなる可能性が高い。中国政府は社会保障制度を整備する過程で、財源に見合った社会保障給付という原則を堅持する旨、述べているが、「社会の安定」という圧力をいかにコントロールしてゆけるか、十分な注意が必要となろう。

改革開放政策採用後、中国政府は均衡財政に重点を置いて予算運営を行い、中国の財政赤字額と債務残高のGDPに対する比率は、一般に警戒ラインとみなされる水準（それぞれ3%、60%）以内に収まってきた。しかし、

近年、その状況に変化がみられはじめている。同国の財政赤字は拡大傾向にあり、政府の債務残高も増加傾向を辿っている。2018年7月に公表された2017年決算報告をみると、同年の財政支出において、支出額と前年比増加率がともに大きかったのは、社会保障関係の支出であった。中国ではまだ介護保険は導入されていない。こうした新しい社会福祉サービスの財源をどうするか、慎重かつ果敢な対応が求められている。

6. 「中所得の罫」

中国が安定成長への移行を模索する中で、「中所得の罫」と呼ばれる課題を乗り越えられるか否か、といった点についても注目が集まっている。「中所得の罫」とは、世界銀行

が2007年に公表した報告書“An East Asian Renaissance : Ideas for Economic Growth”で提示した概念で、「多くの途上国が、経済発展によって一人当たりGDPが中程度の水準（中所得）に達した後、発展パターンや戦略を転換できず、成長率が低下、あるいは長期にわたって低迷することを指す」と理解されている（内閣府、2013）。

世界銀行の統計でBRICS諸国の一人当たりGNIを比較してみると、ロシアとブラジルは、一旦は高所得国の水準に達したものの、その後再び高位中所得国に戻ってしまった。中国の一人当たりGNIは、1978年にはわずか200ドルであったが、改革開放政策の推進につれて、同所得は1990年代半ば頃から急伸び始め、2010年頃に高位中所得国の水準に達し、2017年には8,690ドルへと上昇している（図4）。

同国が今後、着実かつ効率的に経済成長を続け、中所得国から脱け出せるかどうかは、目下難題とされている課題を、力強い改革の推進によって克服できるかどうかにかかっていると見えよう。

■まとめにかえて

上述の中国が直面しているリスクは、単独で存在しているわけではなく、相互に絡み合っており、問題の解決には、大きな視座からの取組みが重要となっている。これらの問題は複雑であるが故に、解決策の立案・実行が先送りされ、その結果、益々深刻化してしま

ったようにもみえる。中国経済が十分な活力を有しているうちに、抜本的な改革を進めておかないと、ある時点でリスクが一気に顕現化してしまうかもしれない。

また、経済のグローバル化が進む中で、中国のリスクの顕現化は、周辺地域はもとより、世界経済全体にも大きな影響をもたらす可能性が高い。テーマによっては、中国政府や市場関係者が関連情報の対外開示を拡充し、諸外国・地域の政府や企業とも忌憚ない対話を重ね、ともに問題解決に取り組んでゆくことが有効なケースもあるのではないか。同国内外の多種多様な市場参加者間の相互理解の進展が、問題解決の糸口を確かなものにしてゆくことを期待したい。

【参考文献】

- ・胡恒松・鮑静海・趙曉明（2017）『中国地方政府投融資プラットフォーム転型発展評価報告（中国地方政府投融資プラットフォームの転換と発展に関する評価報告）』人民出版社（中国語）
- ・朱寧（2017）森山文那生訳『中国バブルはなぜつぶれないのか』日本経済新聞出版社
- ・張卓元編（2015）『新常态下的中国经济走向（新常态下的中国经济が進む方向）』広東経済出版社（中国語）
- ・内閣府（2013）「世界経済の潮流 2013年Ⅱ：中国の安定成長に向けた課題」
- ・李劍閣（2016）「債转股の歴史経験（デット・エクイティ・スワップの経験）」姚余棟・金海年編『中国債務 如何走出高杠杆陷阱（中国債務 いかにしてハイレバレッジの罠から脱け出すか）』中信出版社（中国語）