

## 中華人民共和国

### 構造改革と併せ、過剰債務問題への取り組みと進捗に注目

チーフアナリスト 田村 喜彦

#### 1 概要

中国は東アジアに位置し、世界第4位、日本の約25倍の広大な国土を有する。人口は13.7億人（15年）で世界最大。49年の中国共産党による建国以来、同党の一元指導体制下にある。石炭、鉄鉱石など鉱物資源に恵まれ、特に前者の生産量は世界第1位。78年に開始された改革・解放政策を背景に長期にわたる高度経済成長を実現し、世界の工場と称される地位を築き今日に至る。80年に300ドル水準に止まっていた一人当たりGDPは2015年には約8,000ドルへと大きく拡大し、中所得国水準に達した。GDPの規模は09年に日本を抜き、米国に次ぐ世界第2位となっている。また、15年11月には、IMFにより人民元のSDR構成通貨への採用が正式決定された。他方、高度経済成長路線は10年代に入り転換点を迎えた。13年にスタートした習近平政権は、労働、資本など生産要素の大量投入に依存した高度経済成長から、生産性の向上や消費主導による持続可能な中高速の安定成長への転換を目指し、改革政策を推進している。

#### 2 政治・社会情勢

13年3月の全国人民代表大会（全人代）で習近平氏が国家主席および国家中央軍事委員会主席に、李克強氏が総理（首相）に就任してスタートした習近平政権は、発足から3年半が経過した。習近平氏は、共産党上級幹部の子弟出身者を指す太子党の出身で、二代前の国家主席である江沢民氏を中心とする上海閥の出身でもある。一方、李克強氏は、胡錦濤前国家主席と同じ中国共産主義青年団出身である。就任後、習主席は、①中華民族の偉大な復興の実現②改革・解放路線を堅持し共同富裕への道を進むこと③汚職・腐敗・官僚主義などの問題を解決することなどの基本方針を打ち出した。この中で習主席が特に注力したのが、腐敗問題への取り組みであった。そ

れを通じて、国民の支持を取り付けるとともに、権力基盤の強化を図ってきた。実際、汚職取締は、江沢民氏や胡錦濤氏の側近にまで及んだ。16年10月27日に閉幕した六中全会で公表されたコミュニケには「習近平同志を核心とする」との文言が明記された。中国の近代政治史上、「核心」と呼ばれたのは、毛沢東、鄧小平、江沢民の3人のみであり、習氏の権力基盤固めが着々と進行している。ただし、今後の人事に大きな影響を及ぼすため注目された68歳定年制延長問題への言及がなかったことや集団指導体制の維持が再確認されたことは、習国家主席への権力集中の動きに関して党上層部で意見対立があることを示唆しているとの指摘もある。痛みを伴う改革政策の推進には政治の安定が前提条件となるが、習体制の権力基盤固めが今後どこまで進むかについては、政治局常務委員会などの重要人事や汚職取締の進展など、17年秋の共産党大会に向けた今後の展開を見ていく必要がある。革命第一世代と称される毛沢東世代から数えて第五世代に属する習近平世代は、国家建設に関わる戦争体験を有しない。国民の支持を維持する上で持続的経済発展の実現が極めて重要になる。習政権は、産業高度化に向けた構造改革の推進に加え、企業の過剰生産能力、過剰債務問題など山積する諸課題の克服に取り組んでいく方針である。

他方、習政権は「一帯一路」構想を掲げ、中国を中心とする地域経済圏の発展戦略を推進している。また、アジアインフラ投資銀行（AIIB）を設立し、当構想を資金面からサポートする体制を整えている。近隣諸国との経済連携の強化は、中国経済の持続的成長にも資すると見られ、今後の展開が注目される。また、自治権を巡る香港との緊張関係、独立志向の民進党政権が誕生した台湾との政治関係の今後の行方とその影響についても一定の注意が必要となる。

### 3 経済基盤・経済情勢

16年第3四半期の中国の実質GDP成長率は前年比6.7%となり、3期連続で同じ成長率を記録した。15年に6.9%と前年の7.3%から緩やかに減速した経済は、16年に入り横ばいで推移している。輸出の不振が続く中、製造業を中心とする民間設備投資が低迷しているが、金融緩和を背景に個人消費が堅調に推移している。また、国有企業によるインフラおよび不動産関連投資が底堅く推移しており、これらが景気を下支えする構図となっている。当面、こうした傾向に大きな変化が生ずる可能性は低く、16年通年の成長率については政府目標の6%台後半が達成可能と見ている。

中期的な見通しについては、今後、経済の緩やかな減速傾向が続くと予測する。所得水準の上昇による購買力の高まりを背景に個人消費が底堅く推移する一方、生産年齢人口の減少や労働コストの上昇などの影響により経済成長に下方圧力が生じる可能性が高い。加えて、政府が推進している構造改革を背景に過度な設備投資依存の解消が進むこともあり、経済の緩やかな減速傾向が続くと予測される。政府は、構造改革を通じて産業高度化を図り、労働生産性を高めることで中長期的に経済を安定成長に導くことを目指している。また、同時に政府は、08年の国際金融危機後、実施された4兆元の景気対策の影響を主因に浮上した国営企業を中心とする過剰生産能力・過剰債務問題にも取り組んでいる。今後、政府には、企業リストラなどデフレ圧力を生み出す可能性のある政策を推進すると同時に、経済の安定成長を達成するという難しい舵取りが求められることになる。

### 4 改革政策と過剰生産・過剰債務問題への取り組み

80年代以降、30年という驚異的な長期間に及んだ、平均実質GDP成長率10%の高度経済成長時代を経て中所得国へと発展を果たした中国経済は、2010年代に入り新たな局面を向かえた。労働コストが上昇し、それまでの豊富な低賃金労働力と生産投資の大量動員に依存した高度経済成長モデルは維持不能となった。このため政府はそれまでの政策の転換を余儀なくされた。習政権は、「新常态（ニューノーマル）」という新たなスローガンを掲げ、産業高度化による生産性の向上、投資主導から消費主導への経済構造

転換などを通じて経済の安定成長を中長期的に実現することを目指している。具体的には、16年3月の全人代において採択された第13次五カ年規格（16年～20年）に盛り込まれた「中国製造2025」、「Internet+（プラス）」などの計画を推進し、産業の高度化、製造業の競争力強化を推し進める方針である。それにより政府は、21年までに「豊かさを実感できる社会」を意味する「小康社会」を実現することを目指している。他方、政府は、近年、石炭、鉄鋼など国際商品価格への影響から国際社会でも注目を集めるようになった国営企業を中心とする過剰生産能力問題にも取り組んでいる。石炭、鉄鋼を始め関連業界に関して生産能力削減目標を設定し、削減を促す一方、整理対象向けの補償のための基金を設立するなど様々な対策を推進している。また、これと表裏をなす国営企業の過剰債務問題についても、政府は、資産売却、合併・再編、債務株式化などにより企業の負債比率を引き下げの方針である。08年のリーマンショック前に100%を下回っていた企業債務/GDP比率は、その後大きく上昇し15年末現在170%弱の高水準に達している。16年に入り一部大都市の不動産市場が過熱化し、政府はその沈静化に動いている。一方で企業社債のデフォルトが増加しており、政府の取り組みの今後の進捗を注視していく必要性が高まっている。

### 5 金融システムの動向

銀行の不良債権比率は上昇傾向にはあるものの16年9月末現在1.8%と低く、自己資本比率も同13%台と比較的高水準である。同国では97年のアジア金融危機の影響で急増した不良債権の処理に始まり、規制監督の強化、香港・上海株式市場への上場などガバナンス改善のための対策が講じられてきた。なお、銀行貸出残高のGDP比率は、08年の国際金融危機後に実施された4兆元の景気対策の影響を背景に大きく上昇し、15年末現在190%を超えている。他方、企業の過剰債務問題に関連して問題視されているのが、銀行の潜在的不良債権問題である。キャッシュフローで借入金利を支払うことができない企業の負債を潜在的不良債権とみなした場合、全上場企業債務に対する比率は、銀行の不良債権比率の数倍に相当するとの指摘もある。今後、経済が何らかの要因により大きく減速する事態に陥った場合、こうした

潜在的不良債権が顕在化してくる可能性も否定はできない。今後の経済動向と企業の過剰債務問題の行方を注視する必要がある。加えて、近年、急激な拡大により問題視されてきたシャドーバンキングの動向にも依然注意が必要である。中国のシャドーバンキングについて明確な定義はないが、信託会社などのノンバンクによる個人投資家向けの資産運用商品に銀行の理財商品（募集した資金を社債や信託融資などで長期運用する金融商品）も加えた総残高はGDP比で7割を超えるとの試算もある。銀行の資産の質に直接影響するものではないと見られるが、仮に経済が悪化し投資対象企業のデフォルトが急増するような事態になれば、個人の信用不安を招き、満期1年以内の商品が中心のため資金の急激な引き出しにより借り手企業の資金繰りが悪化するという悪循環が発生する可能性も生じ得る。

## 6 財政動向

16年度中央・地方予算案によると財政赤字は、景気下支えのためのインフラ関連支出の拡大の影響もあり、GDP比3%と前年度の2.4%からやや拡大する計画となっている。中国では、過去長年にわたり赤字財政が続いてきたが、高い経済成長が続く中、赤字規模はGDP比で1~2%程度に抑制されてきた。このため中央と地方の政府債務を合わせた公的債務のGDP比率は15年末現在約39%と国際的に見て極めて低水準に抑制されている。地方債については、09年以降、政府は4兆元のプロジェクト推進のため、予算法上禁止されていた地方債の発行を許可し始め、14年の予算法改定で正式に許可した。地方政府が設立した独立法人である地方融資平台の借入の増加が近年問題視されるようになったが、中央政府は、地方政府の借入を地方債のみとし、発行限度枠も中央政府が個別に設定するなど、地方政府の債務管理を強化している。今後、経済が大きく悪化するような不測の事態が発生した場合に財政出動で対応するための財政の柔軟性は今のところ維持されていると言えよう。

## 7 対外ポジションの動向

貿易黒字の増加を主因に15年にGDP比で前年の2.6%から3%に緩やかに拡大した経常黒字は、16年は、輸出の低迷を主因とする貿易黒字の減少により

低下に転ずると予測される。中国では、90年代以降、おおむね一貫して経常収支の黒字基調が維持されてきた。外資主導の輸出加工産業の発展により特に工業製品輸出が大きく増加したことがその最大の要因として指摘できる。15年の輸出に占める工業製品の割合は約95%に達している。同年の輸出を国・地域別に見ると、最大は米国で全体の18%を占める。次いでEU向け15.6%、香港向け14.6%、日本向け6%、韓国向け4.4%などとなっている。経常黒字の継続を背景に外貨準備が世界最大規模に積み上がり、14年には3.8兆ドルに達した。15年以降は、資本流出の増大による人民元の下落圧力の拡大を背景に外貨準備は減少傾向に転じ、15年末には3.3兆ドルに減少した。16年も同様の傾向が続いており、当面、外貨準備の減少傾向が続く可能性が高い。とは言え、15年末現在、外貨準備は総対外債務の2倍を超え、短期対外債務の3.6倍に相当するなど、同国の対外ポジションは良好な水準に維持されており、今後とも大きく損なわれる可能性は低いと考えられる。

## 8 今後の見通し—3つのシナリオ—

最後に、上記の分析を踏まえ、3つのシナリオを想定し、今後の中国経済の行方を展望したい。まず、第1のベースシナリオでは、構造改革の影響もあり、経済は緩やかな減速傾向を続けるが、財政・金融政策の下支えにより急激な鈍化は回避される。政府の対策が奏功し経済のバブル化は回避され、過剰債務問題は緩やかなペースで改善に向かう。

これに対し、第2のシナリオとして減速シナリオも考えられる。企業債務問題が深刻化すれば、企業デフォルトが急増し、設備投資減などにより大幅な経済減速を余儀なくされる可能性がある。財政出動で経済のV字回復に成功したとしても、その後の成長率は従来想定に対し一段の鈍化を余儀なくされ、低迷を続ける恐れもある。また、銀行不良債権の増加に対処するための資本金投入の拡大もあり、巨額の財政出動で財政ポジションは悪化を余儀なくされよう。

第3は金融危機発生シナリオである。バブル崩壊による不良債権の急増で金融危機が発生すれば、経済が大幅なマイナス成長に陥る恐れが生じる。政府は財政出動で危機の克服を図るが、デレバレッジ圧力が余りに大きく、経済がV字回復できないまま低



迷を余儀なくされる可能性もある。巨額の財政出動に加え、経済悪化もあり、財政ポジションもさらに大きく悪化しよう。

各シナリオの実現可能性は各々60%、35%、5%とJCRでは見ている。政府が過剰債務問題ならびに不動産バブルの回避に取り組んでいることを考慮し、現状では、第1のベースシナリオの実現可能性が最も高いと考える。次いで第2の減速シナリオの実現可能性は、過剰債務問題が深刻化する懸念を考慮し、第1シナリオに次いで高いと考える。第3の金融危機発生シナリオについては、可能性を完全には否定できないものの金融システムの現状、政府の取り組みに加え、そうした状況を回避する政府の強い意志と財政の柔軟性を考慮し、その実現リスクは現状では小さいと考える。

図表1 主要経済指標

	単位	2011	2012	2013	2014	2015
実質 GDP 成長率	%	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9
消費者物価 (CPI) 上昇率 (期中平均)	%	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4
一般政府財政収支/GDP	%	▲1.7	▲1.5	▲2.0	▲2.1	▲2.4
一般政府債務/GDP	%	38.4	37.5	38.0	38.8	38.9
経常収支/GDP	%	1.8	2.5	1.5	2.6	3.0
貿易収支/GDP	%	3.0	3.6	3.7	4.2	5.2
資本投資収支/GDP	%	▲3.4	0.5	▲3.5	0.5	4.4
外貨準備 (金除く)	十億ドル	3,203	3,331	3,840	3,859	3,345
同 (輸入カバー倍率)	月	24.3	24.1	25.7	25.6	25.5
対ドル為替相場 (期中平均)	RMB/USD	6.5	6.3	6.2	6.1	6.2
対外債務/GDP	%	9.4	8.8	9.1	9.2	12.9
対外債務/輸出 (財・サ)	%	35.4	34.5	37.0	38.0	58.3
外貨準備高/短期対外債務	%	6.4	6.2	5.7	3.0	3.6
デットサービス/輸出 (財・サ)	%	3.5	3.2	1.5	1.9	2.6

(出所) 中国人民銀行、中国財政部、中国国家統計局、CEIC

本ウェブサイトの情報は、当社が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、当社は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、当社は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。当社は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。当社の格付は、意見の表明であって、事実の表明ではなく、また、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。当社の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より所定の手数料をいただいております。当社の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、当社が保有しています。当社の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、当社に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。