



IIPS

Institute for
International Policy Studies

▪ Tokyo ▪

中国経済研究報告書

(平成28年度)

・平和研レポート・

主任研究員 北浦修敏・原 実・豊田裕

IIPS Policy Paper 354J
March 2017

公益財団法人
世界平和研究所

© Institute for International Policy Studies 2017

Institute for International Policy Studies
6th Floor, Toranomon 30 Mori Building,
3-2-2 Toranomon, Minato-ku
Tokyo, Japan 〒105-0001
Telephone (03)5404-6651 Facsimile (03)5404-6650
HP <http://www.iips.org/>

本稿での考えや意見は著者個人のもので、所属する団体のものではありません。

はじめに

外交・安全保障問題を考えるにあたり、国の基礎となる経済情勢に着目することは重要です。特に、中国との関係において、貿易や直接投資を通じて中国と世界の各国の経済的な結びつきは拡大・深化しており、経済分野に焦点を当てた調査研究の必要性は高いといえます。

そこで、本調査研究では、2013年度、2014年度、2015年度に引き続いて、中国の経済情勢を俯瞰することを目的に、中国経済の実態に詳しい専門家の方々に講師に招き、コロキウムを開催しました。本報告書は、中国の経済情勢について、その輪郭と主要な動きを浮き彫りにすることを目指し、各講師の発表内容を整理し記述するとともに、内外の中国経済に関する見方を整理しました。

2015年半ばから2016年前半にかけての中国経済の減速及び中国からの資本流出に関する懸念は、2016年半ば以降降着きを示しています。中国の公式統計において2016年の実質GDP成長率は6.7%となり、中国政府は中国経済の新常態（ニューノーマル）に自信を示しています。一方で、経済の回復は国有企業を中心とした公共事業・公共プロジェクトに支えられており、国有企業を含めた民間債務の増大は続いています。金融緩和と過剰生産能力削減努力によりデフレ懸念は払しょくされているものの、2015年後半から2016年にかけて地価バブルの懸念が指摘されています。減少を続けた貿易に回復の兆しはみられるものの、資本流出と人民元安の懸念は続いており、中国政府は資本取引規制の引締めを強化しています。中国経済は、依然として、投資・製造業主導から消費・サービス業主導の成長に向けた経済モデルの変革の途上にあると言えます。また、2017年はアメリカのトランプ政権の誕生で、米中関係は、外交・安全保障面だけでなく、貿易面でも不確実性が増しています。

こうした中で、中国の経済情勢を把握するには限りがあることは否めませんが、本調査研究における中国経済研究者や専門家からの貴重な講話を通して、中国経済の現状に関して、その一端を浮き彫りにすることができたと思います。世界平和研究所としては、2017年度も引き続き中国の経済運営の動向に注視してまいりたいと考えております。お忙しい中、ご協力いただいた専門家の皆様に改めて心よりお礼申し上げます。本調査研究が日中関係の改善、外交・安全保障問題の検討において、関係者のご参考になれば幸いです。

2017年3月

公益財団法人世界平和研究所

(目 次)

1. 中国経済の現在	1
東京大学社会科学研究所	
教授	丸川 知雄 氏
2. 安定成長の下で不確実性を高める中国経済の現状と見通し	11
世界平和研究所	
主任研究員	北浦 修敏
3. 中国の「供給側改革」の下で新展開を迎えた国有企業改革	18
三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室	
調査役	萩原 陽子 氏
4. 中国経済の展望とその行方	28
第一生命経済研究所 経済調査部	
主席エコノミスト	西濱 徹 氏

1. 中国経済の現在

東京大学社会科学研究所

教授 丸川 知雄 氏

日時： 2016 年 10 月 21 日（金） 14 : 00 ~ 16 : 00

場所： 世界平和研究所 7 階大会議室

<報告>

【変わる世界経済と中国減速の影響】

- ・ 世界経済の中における中国の重要性は年々大きくなってきている。1990 年には G7 で世界全体の三分の二の GDP を占めていた。これが 2030 年には、中国とインドの順調な成長を見込むと、G7 の比率は世界全体の三分の一になってしまう。この水準では、G7 だけで世界のことを決めることは難しくなっていくであろう。2015 年の中国の GDP は、米ドル換算で既に日本の 2.6 倍の水準となっている。
- ・ 世界の貿易における中国の重要性も益々高くなってきている。各国の輸出における中国に対する依存度では、2000 年時点に中国に対する依存度が 30%以上になる国は非常に限られていたが、直近ではアフリカは中央部を中心に軒並み 30%以上で、南米も大半が 25%以上になっている。中国から遠い地域が中国へ輸出を盛んに行っている。
- ・ こういった状況の中で懸念すべき問題は、かつての南北問題では「北」が工業産品を独占し、「南」は一次産品ばかり輸出しているという姿であったが、今やかつての「北」の地位に中国が座っていて、貿易面からみると中国と貿易している「南」の国の中には中国にもっぱら一次産品を輸出している国が多くなっている。例えばインドネシア・ブラジル・南アフリカといった国々は、南北問題では南のカテゴリーではあるが、その中では相対的に工業国である。しかしながらそうした国でさえ中国向け輸出となると一次産品に非常に大きく依存しており、中国との貿易関係が深まるにつれて逆に輸出構造からみると途上国的輸出に押し戻されているという姿が見える。
- ・ 中国向けの輸出比率が高い国において、最大輸出品目とその比率を整理してみると、一次産品を輸出の主力としている国は大体が一つの品目にほぼ固まってしまっている。工業製品を輸出している国では、軒並み集積回路がトップで、かつ集積回路への依存度が非常に高い。唯一日本だけが、工業製品を輸出してかつ集積回路への依存度も一桁台と低く、いろいろな工業製品を輸出している国となっている。中国は世界中を一次産品ないし工業製品のモノカルチャーにしているという姿が見えてくる。このままこの趨勢を放っておくというのはよくないことである。
- ・ 中国は貿易関係からすると「北」の役割を担ってしまっているので、対外的には直接投資や融資を通じてその工業化を支援するという、かつて「北」の国々に求められた役割がこれからの中国にも期待される。

【最近の中国経済動向】

- ・ 公式統計では中国の GDP 成長率は徐々に減速して「新常态」に入ってきている。中国の四半期ごとの成長率の推移をみると、2016 年は 3 期連続で+6.7%と同じ水準であり、上下動が激しい日本と比べ、余りに滑らかすぎて不自然である。特に、2015 年に入ってから動きが過度に微妙で、強い疑いを抱かせる。本当は、2015 年の経済成長率は+5%台に落ち込んでしまったが、2016 年に入って回復したと考えている。
- ・ 2015 年の成長率の不自然さは、中国国家统计局が発表する工業製品や農業製品の生産量との整合性の無さからも指摘できる。2015 年の工業製品の生産量において、非常に重要な品目をいくつか挙げると、発電量は-0.2%、粗鋼生産量は-2.3%、自動車生産台数は+2.7%、エチレン生産量は+1.6%、IC は+6.8%といった内容で、これらの数値と鉱工業全体の+6.1%成長という数字の間の整合性には、直感的に疑問を感じざるを得ない。片や生産量と片や付加価値という本来比べられないものを比べてはいるものの、一個あたりの付加価値がかなり上昇し、IC 産業の比率がよほど高くなければこの両者は整合しないのではないかと思われる。工業製品の個々の品目の生産量の増減と鉱工業全体の付加価値の増減の関係を、過去 10 数年に亘って確認してきているが、2015 年を除けば動きはほぼ一致している。この観点から類推すると、2015 年の鉱工業全体の付加価値の増減はゼロ程度だったのではないかと思っている。2016 年の上半期においては、鉱工業全体は+6.0%となっている。2016 年の上半期は、今までの法則から言うと鉱工業全体で+3%台というのが自分の見立てである。ともあれ 2016 年に入って経済の回復基調がみられている。
- ・ 第 3 次産業は、中国では第 2 次産業を上回る分野になっているが、この分野については統計がそもそもあまり整備されておらず、十分には把握できていないと思っている。ただ、さまざまな状況証拠からみて、2015 年および 2016 年上半期の第 3 次産業成長率（+8.3%および+7.5%）は過大評価ではないと考えている。第 3 次産業の中で、特に注目しているのは E コマースの数字で、これは 2015 年から数字が公表されるようになったのだが、販売額は 2015 年が+33%成長、2016 年上半期が+28%成長となっている。この数字が正しいかは不透明ではあるが、この程度伸びていてもおかしくないかと感じている。E コマースの成長と宅配業の成長は密接に絡んでいて、中国の街角を見ているだけでも宅配業が目立って伸びていることがわかる。全体として重厚長大産業主導は低い伸びないしマイナス成長で、消費やサービス産業主導に転換しつつあると見ている。
- ・ 地方政府による成長率の粉飾の問題は、以前から気になる問題であった。ひどい年では、一級行政区において、全ての行政区が全国より成長率が高いか同じというようなこともあった。2015 年で言うと、全国平均より低い一級行政区はいくつかあるが、8 割近くが全国平均より上で、やはり粉飾の懸念はある。粉飾による底上げとは逆の意

味で注目するのは山西省と遼寧省で、共に+3%台の成長率であった。開き直っているのかどうかは不明だが、遼寧省は 2016 年上半期ではマイナスの数字を発表していた。ひょっとしたら過剰生産設備の解消問題への過度のプレッシャーに対し、「助けてくれ」というメッセージなのかもしれない。

【問題を抱える各産業】

- ・ 経済成長に関して、全般的に言えば 2015 年は悪かったが 2016 年になって少しは良くなってきたと思う中で、いろいろと懸念を抱えている分野がある。その筆頭は不動産業である。リーマンショックの後、中国は公共投資と並んで住宅建設が盛んに行われ、景気が支えられていた面があった。住宅の供給過剰が懸念されていたが、2014 年 5 月から全国一斉に値下がりが始まり、バブル崩壊の様相を呈した。購入規制緩和等もあり、2015 年 3 月から北京、上海、深圳で上昇し始め、大都市では回復基調にあるが、中小都市では依然として低迷が続いている。
- ・ 全国主要 70 都市に関して、毎月の新築住宅価格指数の統計による対前月の価格上下では、2014 年 8~10 月頃はほとんどの都市が下落であった。これが 2015 年には半分以上の都市が上昇に転じるようになった。最近になると上昇が太宗を占めるようになり、多くの都市では少なくとも底を打った感がある。ところが、2014 年 3 月をピークとして、2016 年 7 月の価格がピークと比べてどのような水準になるのかを比べてみたところ、崩壊前の水準を回復したのは 70 都市中の 20 都市で、残る 50 都市はピークを下回って含み損が出ていることになっている。上昇したのは大都市や沿海部に限られており、中小都市では以前の水準まで戻っていない。70 都市以外の中小都市では、価格水準はピーク時への回復には程遠く深刻である。2015 年の不動産投資は対前年比 1%の伸びにとどまり、新築住宅の売れ残り在庫は 11.8 カ月分となっている。これが三級都市では 19 カ月分と更に在庫水準が高い。
- ・ 現在では農村部に人口の 46%が住んでいるが、一方で GDP に占める第 1 次産業の割合は 10%でしかない。乱暴な言い方をすれば人口の 10%が農村部にいれば釣り合うわけで、この差の部分となる 5 億人がこれから都市部に移住しないと全国の所得は均衡しないことになる。一方で、共産党中央委員会が出す文書には「都市化を進めなければいけない」ということがかなり厳しい口調で書かれているものの、例えば北京市等の大都市は、都市戸籍の発行を抑え、都市の発展を意図的に遅らせようとしている。潜在的には巨大な住宅需要があるはずだが、現状ではこういった需要への期待と、規制によって抑えられている実際の需要とが釣り合っていない。
- ・ 産業政策上の大きな課題として、過剰生産能力解消が必要で、石炭産業に焦点が当たっている。石炭産業には約 50 億トンの生産能力があるのに対し、足元での実際の生産は約 35 億トンであり、かつ今後石炭の需要が増える見込みはまずない状況にある。中国は COP21 でも CO2 排出量の削減を約束し、石炭をこれ以上増やすわけにはいかな

い。安全性に問題がある鉱山の閉鎖、3年以上赤字の石炭企業の合併・閉鎖等を進めているがまだ能力過剰が著しく、次の5年間に石炭企業を現状の6,390社から3,000社以内に減らすことも提起されている。中小炭鉱の多い内モンゴルではすでに半数が生産を停止している。石炭企業に多額の融資をしてきた山西省等の地元の銀行は不良債権の比率が上昇しはじめてきている。

- ・ 過剰生産能力解消で、もう一つ焦点が当たっているのが鉄鋼産業である。鉄鋼の過剰生産能力の問題は既に何年も前から言われていた。2015年の粗鋼生産能力は約12億トンであるのに対し、実際の生産量は約8億トンで、4億トン程度も過剰となっている。世界全体の粗鋼生産量が約16億トンなので、中国の設備が全て稼働すると世界需要の四分の三を占めてしまう。中国の国内需要の拡大余地は小さいと思われるし、輸出も各国で摩擦を起こすので、生産能力を削減するしかない。4億トン程度の生産能力の過剰があるが、目標は数年で1~1.5億トンの能力削減にとどまっておらず、まだまだ道は長い。従来、鉄鋼にしても石炭にしても、小さなメーカーや炭鉱を削減しようという方針で、大きいものは合併によってより強力にしようとしてきたのだが、明らかに合併によって強力にしようという方針には限界や問題があつて、実際に合併によって作られた遼寧省の東北特殊鋼というメーカーが2016年9月に破産した。天津市の渤海鋼鉄集団も約3兆円の負債を抱えており、遠からず破産するのではないかという状況にある。

【為替と株】

- ・ 2015年中国は為替と株で大きな問題があつたが、最近は余り大きな事件が起こっていない。2015年8月の人民元急落は、当局が説明したようにSDR入りのためにより市場化された為替レート決定メカニズムを導入することが目的だった。ただ、それが「中国は元安を望んでいる」という思惑を生んだ。為替レートが変動するようになると、「今後は人民元安へ振れるだろう」と市場参加者が考えるようになり、中国企業が海外から借りていた金を繰り上げ返済した。また庶民による少額の為替投機も活発化した。その結果、2015年後半に5,000億ドル以上の資金流出がおき、年末年初に投機筋が人民元安方向の攻撃をかけた。中国当局は変動相場制に押し切られることを防ぐために香港市場に介入し、2016年1月8日以降対米ドルレートをほぼ固定した。人民元防衛のため1年間で約5,800億ドルの外貨準備が減少した。
- ・ 2016年に入ってから中国の外貨準備は安定しており、人民元安方向の攻撃は起こっていないようである。中国にはまだ3兆ドル以上の外貨準備があり、2015年に起きたことは飛行機で例えるなら急降下はしたものの、高度12,000mから高度11,000mへの急降下というようなものであり、地上まではまだまだ距離がある。仮に人民元安方向の攻撃が再びあつたとしても何度かは乗り切れるレベルで、この点はタイ・韓国をはじめとするアジアの通貨危機とは大きく違うものである。

- 株は、2015年にバブル的上昇とバブル崩壊的下落があった。不動産バブルが2014年後半に崩壊したので、そこから資金が大幅に流入し、一種の金融技術が開発されたこともあり、金融取引が拡大したのだが、規制強化と共にバブルが消滅した。そこに株が下がりすぎるのを止めるため、当局が株価維持策を展開したという動きであった。2016年に入ると上海総合指数は3,000ポイントで安定している。

【第13次5カ年計画と成長可能性】

- 中国は計画経済を止めたはずなのだが、5カ年計画自体は以前にも増してより精密で分厚くなっていく傾向にある。数値目標は割と限定されていて、文章でいろいろなビジョンを書くというものに変質してきている。昔は数値目標がたくさんあったが、今は限定されている。
- 以下に、第13次5カ年計画の特徴をいくつか指摘する。
 - *2020年のGDPを2010年の2倍にする

これを達成するためには今後5年の成長率は+6.5%以上が必要である。これは確固たる目標というよりは予期性目標（拘束性の強い目標ではなく、市場機能を重視した初期目標）という意味合いが強いと思われる。
 - *イノベーション主導の成長戦略

R&D経費をGDPの2.5%にするとしているが、これも予期性目標と言えよう。
 - *新型都市化の推進

常住人口の都市化率を56.1%から60.0%へ、戸籍人口の都市化率を39.9%から45.0%を目指す。
 - *低炭素化

GDPあたりCO2排出量を18%減らし、排出ほぼゼロのモデル地域を設定し、排出権取引を実施する。
 - *大衆創業、万衆創新の推進

広い階層でイノベーションを行うことを強調。衆創（Social Innovation）、衆包（Venture support）、衆扶（Crowdsourcing）、衆籌（Cloud Funding）といった最先端の概念を取り入れている。
 - *「戦略的新興産業」をGDPの15%に拡大

従来の5カ年計画には産業政策のことが産業毎にかなり詳しく書いてあったが、前回の第12次5カ年計画から「戦略的新興産業」という概念が用いられるようになった。ただし、どの産業がそれに該当するのか曖昧になった。（新世代IT、新エネルギー自動車、バイオ技術、低炭素、ハイエンド設備・材料、デジタル創意産業が挙げられているが、これらの定義が明確でなく、どのようにフォローするのか不透明。）

* グローバル経済ガバナンスに積極的に参与。WTO を重視、他方で FTA 推進、IMF 改革、G20 の推進。

大国としての責任を果たそうという姿勢のことがかなり書かれており、これは従来の 5 年計画とは趣が異なる。

- 今後の経済成長見通しに関しては、自分の推計では、2010～2020 年における中国の GDP 成長率は年平均+6.7%と見ている。既に 5 年は経過してしまっているが、これまでの成長度合いを見ると不可能な数字ではないと思っている。2020～2030 年に関しては、かなり予想しづらいものではあるが、自分は中国の技術進歩の余地というもの是非常に多くあるし、貯蓄率が高いので資本の増加は見込めるとみている。就業者数に関してはピークを過ぎてしまっており、減少するという加味している。

《今後の成長の予測（丸川教授推計）》

	GDP 成長率	資本 増加率	就業者 増加率	TFP 成長率	成長に対する寄与率		
					TFP	資本	労働
2010～2020 年	6.7%	8.0%	0.1%	3.5%	52%	48%	1%
2020～2030 年	6.2%	7.0%	-0.2%	3.5%	56%	45%	-2%

- 全要素生産性（TFP）は、広い意味では技術進歩やイノベーションの部分で、中国の研究者達は、「中国には世界に知られているブランドが少ない」と言って楽観できないと主張するが、自分はそんなに難しい話ではなく、先進国であれば導入しているような技術や機械を中国の製造業に導入して生産性を上げる余地というものはいくらかもあると思っている。2015 年に広東省の民営衛生陶器メーカーを 7～8 社訪問した時の経験で言えば、この狭い範囲でも技術進歩の今後の可能性はたくさん感じられた。中国の製造業の平均的な姿は手作業から部分的なロボット導入に移行する段階で、生産性向上の余地は大きい。簡単なことを積み重ねていけば、TFP を上げていく余地は相当あるというのが自分のざっくりとした見立てである。

【大衆創業、万衆創新】

- 2015 年 3 月、李克強首相の政府活動報告で「大衆創業、万衆創新」の推進が初めて言及された。これにより、あまりお金を持たない人たちによる創業を支援していくという流れができた。それまで中国政府は創業マインドに対してはネガティブなイメージを持っていたと思うが、従来の方針が 180 度変わり、零細な創業マインドも支援されていくようになった。
- 北京、深圳といった都市では「創客空間」と呼ばれるモノ作りベンチャーを支援する場所が作られている。「創客空間」の中では、ニーズに合わせた紹介だけでなく、エンジェル投資を行うところもあり、アイデアだけはあるが資金や手段がない者にも創業

のチャンスが広がった。この有効性は今後の展開を見なければ判断できない未知数なところがあるが、面白い動きだと思う。

- 2015年には、民間企業による銀行設立が認められ、アリババやテンセントがオンライン銀行を設立した。アリババの設立した浙江網商銀行は500万元以下の少額融資のみをスピーディーに行っている。
- 8億人のユーザーを持つスマホを窓口とするサービスは大きな可能性を占めている。中国はスマホによる支払いが非常に発達している。中国のモバイル決済である「支付宝」や「微信支付」は技術的には二次元バーコードを読む程度のものであるが、中国の日常の中に浸透している。スマホのみを窓口とする微衆銀行というものもある。スマホで融資の申請・審査ができる。
- スマホでタクシーを呼ぶウーバー（ライドシェア）のサービスはシリコンバレー発のビジネスだが、中国が世界最大のマーケットになっている。「回家吃飯」というスマホを利用した一般家庭のキッチンシェアによる宅配サービスといったものが最近出現し、これから流行する気配が見えている。

【今後の中国経済（含む、課題認識）】

- 2016年7～9月のGDP成長率が+6.7%と発表された。この数字の正当性はさておき、2015年はもっと悪かったが、2016年は少し回復しており、現状はそんなに悲観すべき水準ではないと思う。中国はソフトランディングしつつあるように見えるけれど、図体が非常に大きい飛行機なので、ソフトランディングのように見えても機体の一部を地面にこすっているような形にはならざるを得ないと思っている。よって大型国有企業（東北特殊鋼）の倒産や地方都市での不動産不況といったことはハードランディング的な側面ではあるが、全体としては目標通りの減速となっていると思う。
- 過剰生産能力削減の問題は、作ってしまった能力があまりに巨大なため、1～2年の短期で片付くような課題ではなく、石炭・鉄鋼の過剰生産能力削減はむしろこれからが正念場である。遼寧省、山西省等ではマイナス成長が続く恐れがある。
- 国有企業改革は、2015年の時点では「制度を整えてから本格的に国営企業改革をスタートさせるのだ」と言っていたのだが、2016年から本格的スタートを切るはずだったものの、進展している気配がない。
- 住宅在庫を減らすには、もっと多くの農村からの移住者を都市に受け入れる必要がある。目標通りに常住人口と戸籍人口の都市化率をそれぞれ60%と45%に引き上げたとしても、15%の人々は都市に住みながら都市戸籍の待遇を受けない存在となる。例えば北京市は戸籍を与える人数の「上限」を勝手に設定しており、都市戸籍民の既得権益を打破することは容易ではない。
- 人民元が投機アタックによって動揺する可能性は遠のいた。株価の暴落も考えにくい。

- ・ 経済政策としては、成長率が低下しているし、特に東北部での国有企業の経営悪化や雇用情勢悪化、社会不安等のプレッシャーといったものがある。さらには、中国はもはや中国だけの存在ではなく、世界中からの期待もあり、財政金融政策による景気刺激の方に舵を切っていく可能性がある。
- ・ むしろ中国以外の新興国における投資拡大によって世界経済の新たな成長期が始まる可能性がある。それによって中国は輸出拡大を見込める。資金不足のため新興国でのインフラ建設が始まらないのだとすれば、アジアインフラ投資銀行（AIIB）、新開発銀行（BRICS 銀行）、シルクロード基金等の中国の資金還流の動きは、資金不足を補う役目を果たすであろう。
- ・ バブル崩壊後の日本も海外投資・融資を活発に続けて事態の打開を図った。1990年代前半には日本企業の海外投資や日本の銀行の海外融資は結構盛んであった。しかし、1990年代後半のアジア経済危機で頓挫した。それ以降、次第に内向きになり、効果の低い公共投資や融資拡大を生まない金融緩和等を受け、いよいよ打つ手がなくなった。積極的な資金還流に乗り出した中国は果たして日本の轍を踏まないでいられるのだろうか。中国がこれからどのような展開を見せていくのかを注目していきたい。

<質疑応答>

Q： 先生は著書（『超大国・中国のゆくえ4 経済大国化の軋みとインパクト』 丸川知雄／梶谷懐著 2015年 東大出版会）の15ページにおいて、中国の今後の成長予測を楽観シナリオとして、2010～2020年：+7.7%・2020～2030年：+7.1%と記載されている。本日の資料には2010～2020年：+6.7%・2020～2030年：+6.2%となっている。この差は労働生産弾力性（コブダグラス型生産関数の労働分配率）が著書での0.46から引き上げられて資本の寄与が下がったからではないかと推察するが、この認識で合っているか教えて欲しい。

A： 著書では慎重シナリオというものも載せており、これは2010～2030年：+5.7%としていたと思う。慎重シナリオでは労働生産弾力性を0.60とみていた。よって就業者の減少がより大きく響いてきて、資本の伸びの寄与が割り引かれる。本日の資料では、労賃の急な上昇を踏まえて労働生産弾力性を以前より高くして再計算した。

Q： 2020～2030年の+6.2%に関して、OECDやIMFといった機関の発表と比べると若干高いという印象がある。高い投資の寄与とともに、過去の高いTFPの平均伸び率を用いていることによると思うが、安価な中国製品への世界的な需要の伸び悩みや新たな農村からの移民の質の低下等により生産性の伸びの減速も考えられる。この点について先生の意見を教えて欲しい。

A： TFPの伸び率については、単純に過去20年の計測結果をそのまま伸ばしたものであ

る。この点は一番鉛筆を舐めざるを得ないところで、いかようにも書けるのだが、過去をそのまま伸ばすというのがいいのではないかと考えた。

Q： 不良債権問題に関して、BIS の推計だと中国の過剰債務が GDP に対して 31%くらいあり、不良債権処理を相当行わなければいけなと言われている。これを行うと相当需要を下げる可能性があるが、需要の伸びに対する下押し圧力についてどのように考えているのか教えて欲しい。

A： 不良債権問題は非常に気になる問題だが、実際に出てくる数字は非常に低い。不良債権を資産管理会社のようなものに移してしまうようなこともあり、なかなか実態はわからない。国有企業の過剰債務や売れない住宅のようなものもあり、かなりのものを中央および地方政府が抱えているので、最終的には国家財政が肩代わりすることになるのかと思う。

Q： IMF はもっぱら内需主導の成長を目指すべきだと言っており、そのための一つの重要な要素として所得再分配を行い、全体を底上げする必要があると思う。IMF も教育投資の拡大、年金等セーフティーネットの強化、税制改革による所得再分配を奨励しているが、あまり進んでいないように見える。この点について情報があったら教えて欲しい。

A： 今までの税務体系から変わっている気配はあまりない。所得分配は大事だという意識の割には実際には制度面には反映されていないし、実態面でも脱税等が多いとも聞く。

Q： ヨーロッパでの勤務の経験が何度かあると伺ったが、ヨーロッパの研究者における中国経済の現状認識はどんなものか、専門性の高さ等を含め教えて欲しい。

A： ヨーロッパの研究者は、総じて「中国に対する脅威」や「中国経済の崩壊」といったようなことには関心が薄かった。研究者はそれぞれの研究テーマを持っているが、冷静なものを見ていると感じた。ドイツの大手ロボットメーカーが中国企業に買収されたことがあるが、中国は不気味な強さを持っている国、というイメージが強いようだ。また中国の通信機器メーカーである華為（ファーウェイ）は、日本ではメジャーではないが、ヨーロッパでは非常に存在感が強い。中国が脆弱だという見方はあまりない。

Q： 中国では「〇〇強国」という言葉がよく使われるようだが、この「〇〇強国」という言葉はいつ頃から使われ始め、どういう意味を持っているのか教えて欲しい。

A： 「強国」が使われ始めた時期はここ 10 年以内くらいだと思う。2000 年代前半までは量的な拡張がメインで、日本を GDP で抜く前後は「大国」という言葉を使うことが多かったと思う。「強国」という言葉は、「大国ではなく強国」という使われ方をすることが多い。「大国」から「強国」へのチェンジのニュアンスは、ナショナルプライドに関わる製造業のブランドで、世界に冠たるものを目指す、というような意味合いがあると思う。

Q： 中国の対外投資に関して、2015 年は対外投資が対内投資を初めて上回ったのだが、これらの投資に対して収益をきちんと得ているのかについての情報がほとんどない。投資の成果について一般的にどんな感じか、何か情報をお持ちであれば教えて欲しい。

A： 投資の成果に関する客観的な情報はあまりないと思う。自分の知る限りでも失敗例は多い。TCL という家電メーカーがフランスのトムソンやアルカテルを買収したが、これは失敗例になる。上海自動車は韓国の雙龍（サンヨン）自動車を買収したが、これも労働争議で大失敗したと聞いている。

Q： 中国が今までは韓国や台湾、そして日本から輸入してきた集積回路のような中間財的なものを、中国国内で自前にできるようになり、輸入品を代替してきているというニュースを聞く。外国からの技術を吸収し国内品に代替することを国策として推進しているのではないかと感じるが、そういったことをご存知であれば教えて欲しい。

A： 中国の研究者と対話すると、彼らは「中国の製造業はまだ弱く、コア部品はまだ作れない」と言ってくるが、コア部品まで中国に作られてしまったら他の国はどうしていけばいいのかと思ってしまう。実際に華為という会社は自身の子会社で携帯 IC も作ってしまう。まだ多くの中国の携帯会社はアメリカや韓国から IC を買っており国際分業ができていますが、放っておくと中国はコア技術も必要だと言って全て自分のところに取り込もうとするので、他の国が作るものがなくなってしまうかねない。

Q： 一帯一路政策と AIIB に関して、現状と今後の展望について、教えて欲しい。

A： 一帯一路政策に関しては、具体的な動きというものが、現状さっぱり見えてこない。AIIB に関しては既に 4 つのプロジェクトが動き始めている。中国の貿易相手はシルクロード沿いに密集しているわけではなく、アフリカや南米にも随分あるため、一帯一路を重点的に整備することにどんな意味があるのかなと個人的には感じている。

Q： 国有企業改革について、「改革が進展している気配がない」と感じているようだが、現状での評価と将来展望について、教えて欲しい。

A： 国有企業改革の大きなテーマは混合所有制で、国有企業の中に民間資本を入れていくということだと理解している。2015 年には 4~5 の綱領的な文書が出されているはずで、これまではこれらが揃ったら混合所有制を全面的に展開する、という説明がされてきたが、実際には何かが始まったという気配がない。蘇州市のある国有企業の責任者からは、「中央政府の方向が見えず、民営化肯定かそうでないかがよくわからないので、みな様子見をしている」と聞いた。民営化においては、払い下げの価格等、汚職への横槍の懸念があるため、ある程度緩やかな環境にないと進展しないと思うが、足元では汚職摘発の動き等ピリピリとした環境にあるため、誰も思い切って民営化に踏み込めないのだと思う。

2. 安定成長の下で不確実性を高める中国経済の現状と見通し

世界平和研究所 主任研究員

北浦 修敏

日時：2016年10月31日（木）12:30～14:00

（研究レポート等の発表は2017年1月6日）

場所：世界平和研究所 7階大会議室

<報告>

本稿は、2016年の中国経済のファンダメンタルズに関して評価を行い、中長期的な見通しについて論ずるものである。2015年夏及び2016年初の中国株式市場の暴落及び人民元の下落以降、中国経済について不安視する声を高まっていたが、2015年末以降の経済刺激策や資本取引規制の強化等により、2016年の中国経済は公式上6.5%程度の安定成長を続けている。しかしながら、中国経済は、潜在成長率の低下、投資主導の成長モデルの行き詰り、債務の急拡大、経済格差の拡大等の多くの構造問題に直面し、また、経済刺激策により支えられた景気拡大は更なる債務の拡大を通じて、脆弱性を蓄積している。一方で、中国の長期的な潜在力は依然として高い。筆者は中国経済の先行きに関しては、警戒しつつも楽観的である。（本稿の詳細については、世界平和研究所研究レポート「不確実性を高める中国経済の現状と見通しについて－国際機関の分析や海外のエコノミストの論調を踏まえて－」を参照されたい。）

【1. 中国経済の現状と短期的見通し】

まず、経済の現状については、サービス業の高い伸び、公共プロジェクトや減税等の経済刺激策、住宅市場の好調さに支えられて、6.5%程度の高い成長を続けている。また、国有企業を中心に不動産投資の高い伸びにより、鉄鋼・石炭等の中国における需給がタイトになり、資源価格が上昇し、卸売物価が4年半ぶりに上昇に転じ、景況感も改善している。ただし、公共プロジェクトや住宅市場に牽引された成長は、既に高水準に達している中国経済の債務依存を一層深刻なものとしており、投資主導から消費主導への成長モデルの移行とそのための構造改革はさほど前進していない。このため、IMF等の国際機関は、債務の伸びや住宅価格の高騰の抑制を図り、民間企業主体・消費主導の経済に転換するための構造改革を進め、そのためには成長の減速を受け入れるべきとの政策転換を促している。しかしながら、2017年秋の中国共産党第19回全国代表大会までは、経済刺激策を通じた高めの成長率を志向する動きは続くと思われる。この結果、多くのエコノミストが心配する中国経済の不確実性はさらに高まることが予想される。

とはいえ、貿易黒字・対外純資産・外貨準備は世界最大級であること、中国の貯蓄率は国際的にも異常に高く、日本経済と同様に、政府がさらに経済を支え続ける余地は大きいこと、経済を支える民間企業には一定の市場の規律が働いていること、中国政府の経済を統制す

る力は依然として大きいこと等から、筆者は、短期的に中国経済が危機的な状況に陥るとは考えていない。

【2. 中国経済の抱える様々な課題】

一方で、以下のような課題に直面し、中国経済に中期的な不確実性が高まっていることは事実である。

第1に、過剰債務、不良債権問題が深刻化している。IMF や BIS は融資ギャップ（過去のトレンドより過大に伸びている融資の GDP 比）が 20%から 30%となり、債務に依存した成長の持続可能性に疑問が示されている。IMF・GFSR の企業のバランスシートからの分析では、銀行セクターの不良債権における損失額は GDP 比 10%になっているとの指摘もある。日本における経験を振り返っても、不良債権問題を放置して長引かせると、潜在的な銀行の自己資本の毀損を通じて融資が抑制され、金融機能が十分働かなくなる。また、ゾンビ企業の存続を通じて資本や労働の効率的な配分が阻害される。資金、資本、労働力の非効率的な配分により、萌芽状態にあるイノベーション技術も生かせなくなる。結果として、経済全体の生産性の伸びが抑制され、所得や消費の伸びも低迷することになりかねない。債務の上昇を抑えるためには、国有企業を含めたゾンビ企業の市場価値に見合った破たん処理を推進し、銀行部門の過剰債務、不良債権の処理を進めて、融資配分の効率化を進める必要がある。

第2に、国有企業改革、コーポレートガバナンス改革に遅れである。国有企業には純然たる公共セクターも含まれており、企業部門の過剰債務、不良債権問題と同様に、国有企業改革の遅れは過度に問題視されている側面もあるが、国有企業は、銀行融資の 5 割、企業資産の 4 割を占めているにも関わらず、中国の経済生産の 2 割程度しか生産しておらず、民間部門の 4 割程度の効率性となっており、かつ、政府の有形無形の支援により、金融・資本市場の規律付けも歪めている。2013 年 11 月の三中全会では、混合所有制を維持しつつも、市場に経済における決定的な役割を担わせるとの方針が示されたが、中国政府の国有企業改革は進んでおらず、2015 年秋以降、短期的な収益性の回復につながるものの市場の競争を抑制する合併、さほど強い規律付けにつながらない部分的な上場、マクロ的な効果の期待できない株式・債務交換、不十分な試行的人事改革等にとどまっている。共産党の関与を強める方針も示されており、また、海外の企業や民間企業とのイコルフットイングも掛け声倒れになっている。IMF・GFSR は、コーポレートガバナンスの改善は、厚みのある流動性の高い資本市場を形成することを通じて、経済ショックを緩和する能力を高めるとともに、企業のバランスシートを健全化させ、長期の借入を可能とすることで、金融システムの安定化につながるとする。過剰債務・不良債権の処理に伴い発生する余剰労働力の受け皿を確保する上でも、国有企業に独占されている事業セクターを開放することは不可欠である。このため、真に公的セクターにふさわしい企業を除いて、原則

民営化を進め、政府の暗黙の保証を取り除くこと、積極的に破産法性を適用してゾンビ企業の退出を進めることが、中国経済の持続的な成長を図る上で重要と考えられる。

第3に、金融システム改革の遅れである。金融市場の規律付けが進んでない。直接金融市場では国有企業が優遇され、また、銀行（殆どが国有企業）セクターには収益性と公共性に関する利益相反があり、民間企業への融資がクラウドファンディングアウトされている。また、規制を迂回するように、シャドバンキングが増加している。中小の銀行は、短期で高利回りの理財商品や銀行間レポ取引への依存度を高め、融資との期間のミスマッチを拡大させている。資金の効率的な配分を確保するには、真に必要な公的金融機関を除いて、銀行を可能な限り分割・民営化して、金融・資本市場への規律付けを高める政策への転換が期待される。

第4に、経済格差が深刻化している。経済の1970年代の開放改革以降、中国における所得格差、資産格差は総じて拡大しているが、2010年代は省間の平均所得格差が縮小し、これが経済全体の所得格差拡大の頭打ちにつながっていた。しかしながら、最近ではインフラ投資や住宅投資を通じた資源配分の誤りや都市計画の稚拙さ、過剰債務や不良債権の増加に伴い、省間の所得格差の縮小は下げ止まりつつある。中国の所得格差や資産格差は国際的にも最悪の大きさとなっており、日本の高度成長期を支えた全国的な所得再分配による中低所得世帯の底上げと同様に、多くの人々の機会の平等につながる政策の導入が期待される。累進所得税の強化、逆進的な社会保険負担の解消、年金・医療・教育等を通じた再分配の強化、不動産保有税や相続税の導入等が必要である。

第5に、人民元の減価と資本流出である。筆者はこの点はさほど心配していない。資本流出の相当程度は過去のキャリトレード（外貨建ての借り入れ、人民元での運用）の巻き戻しである。また、2014年秋以降で考えると、アメリカドルに対しては減価しているが、その他の交易相手国との間では増価しており、実質実効為替レートでみると、人民元は2014年夏ごろの水準であり、IMFと同様に基本的にファンダメンタルズに即した水準とみている。今後も、経済が回復し、金融政策の正常化が進むアメリカのドルに対しては減価が進むと思われるが、実質実効為替レートで評価するのが望ましいと考えている。ただし、バスケット方式でも為替管理を続けることは、金融政策の自由度を制約することにつながりかねず、できるだけ早い段階で変動相場制に移行することが、まだ潤沢とされる外貨準備の減少への懸念を払しょくする上でも望ましいと考えられる。変動相場制への移行に伴い、外貨建て債務を保有する銀行や企業への悪影響を心配する声もあるが、①中国は世界最大級の貿易黒字・対外純資産・外貨準備を有する国であり、人民元の相対的な減価には限界があること、②外貨建債務の返済は続くと思われるが、既に相当程度減少していること、③変動相場制に移行することで、経済運営への外部からの規律付けが働くこと等から、外貨準備と介入の余裕のあるうちに、変動相場制に移行することが望ましいと考えられる。なお、資本取引規制の自由化は、金融システムや金融監督体制の整備や変動相場制の導入を待つて進めるべきである

第6に、住宅価格高騰の問題である。2015年から再び地価・住宅価格が高騰している。一部には住宅バブルの崩壊に伴う景気後退との指摘もある。ただし、全国的には住宅価格の所得比は上昇しておらず、深圳等の一部の地域を除くと、2010年以降の平均所得の伸びとさほどかい離していない。住宅価格の上昇を名目GDP成長率以下に抑制することが重要である。住宅が投機の対象となっており、不適切な戸籍政策、公共住宅の不足、住宅保有税の未実施といった都市整備計画のまずさが事態を悪化させている。住宅在庫の水準も地域により相違が大きく、地域に見合った適切な住宅政策を導入することで事態は改善できるとみられる。一方で、住宅投資の減少に伴い、経済をけん引してきた自動車需要の頭打ちとともに、2017年の経済はさらに公共プロジェクトと融資への依存が高まりかねず、政策運営に難しさが増すとみられる。

第7に、卸売物価デフレの問題である。石炭、鉄鋼の過剰生産能力の削減の努力や国際的な原油価格の上昇もあり、中国の卸売物価デフレは9月に55か月振りに上昇に転じている。アジア開発銀行のレポートが指摘されているように、消費者物価にせよ、卸売物価にせよ、デフレーション・ゼロインフレーションは、実質金利や実質賃金の高止まりにつながり、売上の減少を通じて企業の調整の余地を狭め、望ましいことではない。中国経済はまだ発展途上であり、製造業とサービスの生産性上昇率の格差から、消費者物価は3%以上で推移しても、均等な経済成長・所得分配がなされている限り、問題はない。資産価格の高騰には住宅政策を含む適切なマクロプルーデンシャルポリシーで対応し、長期的な卸売物価デフレに再び陥らないように配慮することが望ましいと考えている。

第8に、対外経済摩擦である。最近では、中国政府の貿易・対外投資政策への批判が高まっている。WTOの市場経済国認定問題は、中国と米欧日の間で見解の相違が表明され、中国がWTOに提訴を行った。トランプ新大統領は、近視眼的な誤った貿易理論に基づいて中国製品への敵対的な関税を導入することを宣言している。中国政府は反発しているが、中国の過剰な鉄鋼の輸出拡大は、他の国々の鉄鋼産業に甚大な影響を与えている。暗黙の保証を受けた中国国有企業による外国企業の買収には、多くの先進国で安全保障、競争政策、イコールフットイングの観点から疑問が示されている。中国経済は世界経済の1割を超える規模となり、中国は、世界経済に甚大な影響を与えるようになっており、ゼロサムゲーム的な貿易・対外投資政策ではなく、率先してより調和的な対外経済政策を進めることが期待される。

このように中国が多様な構造問題に直面しており、その結果、中国政府の経済運営が難しさを増し、政策の選択の余地が狭まっているだけでなく、世界経済への波及効果に対する懸念も増している。IMF・WEOの示す分析結果では、中国のGDP1%の低下は、世界のGDPを0.18%から0.25%低下させるとしている。IMFは、中国経済の中期的なハードランディングの可能性を1割から3割程度としているが、仮に発生した場合には、世界の経済成長を1%程度下振れさせる効果を伴うことになりかねない。これは世界経済を2%以下の成長に追い込みかねず、オイルショック級の経済ショックである。

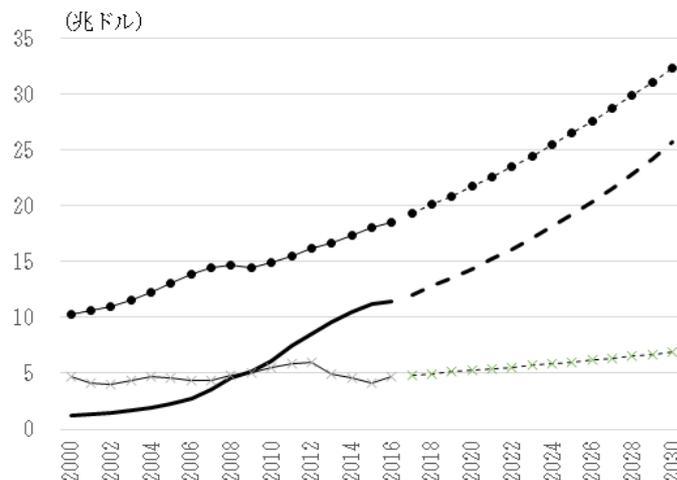
【3. 中国経済の長期的な見通し】

長期的には、中国経済には明るい側面が多く、筆者は2030年までの15年間に少なくとも4%程度の成長は可能であると考えている。中国経済の有利な側面としては、①海外に毎年40万人もの留学生を送り出すなど、若く有能な労働力が膨大であり、高い国内貯蓄を活かす余地が大きいこと、②労働者一人当たりのGDPの水準がアメリカの2割程度で伸び代が大きいこと、③経済生産の8割を創出する民間企業や外資系企業はレバレッジが低く、収益性が高いこと、④海外で学んだ研究者に引っ張られる形でイノベーションや新規産業が次々と起こっていること、を重視している。台湾、韓国の過去の経験を踏まえれば、6%の成長も可能とみられるが、中国は過剰債務の削減の必要性、投資主導から消費主導の成長モデルへの転換の困難さ、国有企業改革の遅れ、中国経済減速の他国経済への影響の大きさ等を踏まえると、中期的に債務問題の調整過程に入ることも見込んで、筆者は少なくとも4%程度の実質経済成長と考えている。

IMFのデータを見ると、中国経済は過去15年間においてドルベースで著しい名目成長率(15.3%。実質成長率で13.3%)を実現してきた。2016年の中国のGDPは11.4兆ドルで、アメリカの61%、日本の2.4倍に相当する。過去のドル建ての高い実質成長率13.3%は、自国通貨建ての実質成長率9.4%より高く、バラッサ・サムエルソン効果による人民元の実質的な増価による効果が含まれている。今後もこの効果は働くものと考えられる。筆者の中国経済の4%成長という将来推計では、バラッサ・サムエルソン効果を除いており、より高い成長も見込みうる。しかし、この効果を除いても、2030年の中国経済の規模は、現在の日本の2.4倍から4.1倍に、現在のアメリカの62%から81%に到達すると見込まれる。

図 中国のドル建てGDPの推移及び見通し

(実線及び破線。マーカー無：中国、●付：米国、×付：日本)



【4. おわりに】

中国は、多くの経済的な構造問題と政治的な制約に直面している。ただし、それは、中国に限った話ではない。多くの EM 諸国はより深刻な経済の低迷や多角化の遅れ、政治的な混乱に直面している。欧州や日本は少子高齢化、デフレ・ゼロインフレ、生産性の伸びの低迷、硬直的な労働市場等に直面している。アメリカも投資や生産性の低下に悩まされ始めている。

とはいえ、中国は、これまでの投資主導の成長モデルが行き詰まり、非常に困難な課題に直面しており、かつ、中国の経済規模と世界経済への寄与から考えて、中国経済が混乱に陥ると、世界経済に多大なショックが伝播することになる。その意味で、国際機関等は中国経済のソフトランディングを実現するよう助言を続けることが重要であり、また、先進諸国は中国政治・社会の成熟化を促す努力を続けることが大切である。

筆者は経済の専門家であるが、中国経済の長期的見通しについては警戒しつつも楽観的である。中国はその巨大さから考えて、歴史的にみてむしろ驚くべき成長を続けている。その背景には、質の高い労働力、高い貯蓄率、伸び代の大きさ、民間企業の活力の強さ、イノベーションの力強さがある。中国経済の発展が、アジアのみならず、世界の調和のとれた進歩につながるよう期待したい。

<質疑応答>

Q： 政府内で経済運営がうまくいかない責任の押付け合いがあつたり、地方で行政が停滞していたり、政府の政策対応能力は下がっている。国有企業も巨大で重要な産業を担っており、波及効果が大きいと考えられる。このため、長期的な経済の見通しはもっと悲観的なものも考えられるのではないか。

A： ご指摘のように、Pritchett and Summers の論文も指摘しているような 2%程度の平凡な成長しかできない途上国になってしまう可能性も考えた。しかしながら、毎年 40 万人も海外の大学に若者を送り出しており、また、そうした人々の活躍の場となっている 8 割の経済活動を担う民間企業や外資系企業の活力を評価した。マクロ経済にとって、最後は、人的資本・労働力の質等の労働市場の状態が重要だと考えている。

Q： 日本では 1980 年代半ば以降、円高で地方の産業が疲弊した。中国では起きていないようにみえるがどうか。

A： 1980 年代後半の円高で地方の地場産業の多くが崩壊したが、その原因の一つに 1980 年代の過度な円安があつたと考えられる。極端な円安から極端な円高で経済調整が急激なものとなったと考えている。中国では、為替相場は管理されており、人民元は変化が緩

やかである。それでも、2005年から実質実効為替レートは2割程度増価しており、その影響で、衣料や靴等の軽工業は競争力を失い、海外への移転が進んでいる。この意味で、ゆっくりではあるが、中国でも生産性の上昇に伴う為替レートの増価で産業構造の転換は起きていると考えている。

Q： 中国の為替はバスケット方式に従って、安定的に推移しているのではないか。

A： ご指摘のように、中国は2015年末にバスケット方式を採用して、そのルールを基準にしつつ、為替レートを管理している。ただし、為替レートの基礎的な水準をみるには、IMFと同様に、実質実効為替レートでみるのが望ましいと考えており、分析に当たっては実質実効為替レートを用いている。

Q： 2030年までの4%の成長は経済的な混乱を想定しているのか。

A： 想定している。当初は4%のトレンドより速く6%程度で成長して、その後、過剰債務問題等の調整期間に減速してトレンドを下回り、その後5%程度の成長率で4%のトレンドに戻っていくというイメージを考えた。

Q： 中国で経済危機が発生した場合、それはどの程度継続すると考えているか。

A： 経済危機が長引くかどうかは、日本の90年代や世界金融危機後の南欧にみられるように、不良債権処理を迅速に行えるかどうかにかかっていると思う。世界金融危機後の米国やアイルランドのように迅速に処理ができれば、比較的早く経済は回復する。政治的には不人気であるが、金融機能の回復や不良債権の迅速な処理などやらなければならないことは分かっている。中国政府がそれに取り組むかどうかで、危機の長期化は分かれる。

Q： 中国で経済危機が発生した場合、世界経済への影響はどのようなものとなるか。

A： 中国で経済危機が発生すると、IMFの分析では、中国経済の1%の減速は、世界経済を0.2%程度減速させる。仮に5%程度成長率が低下するハードランディングを想定すると、非線形に影響は拡大すると考えられ、1.5%以上の世界経済への経済ショックとなり、現在3%を若干上回る世界の経済成長率は1.5%程度又はそれを下回ることになる。これは、世界経済危機ほどではないが、オイルショック級の経済ショックと考えられる。

3. 中国の「供給側改革」の下で新展開を迎えた国有企業改革

三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 調査役

萩原 陽子 氏

日時： 2016 年 12 月 8 日（木） 13：30 ～15：10

場所： 世界平和研究所 7 階大会議室

<報告>

【1. 改革・開放以来、追求されてきた国有企業改革】

中国は 70 年代末の改革開放政策導入以降、急速な工業化を主体とする高度成長を遂げたが、その主役は民間企業・外資系企業で、国有企業は、これら非国有企業に市場を奪われ、業績が低迷する（総資産利益率は 80 年代の 10%を上回る水準から 90 年代後半には 0%近くまで低下する）など、「国退民進（国有企業の退潮と民間企業の発展）」が進んだ。このため、政府は 90 年代後半に大規模な余剰人員の削減や中小企業の民営化を通じて国有部門を大幅にスリム化する国有企業改革を断行した結果、国有企業の業績は持ち直しに転じ（総資産利益率は 2000 年代半ばまでに 5%前後の水準に回復し）、国内外から高い評価を得た。

国有企業が業績を回復すると、2006 年、政府は基幹産業における国有企業の国際競争力強化を通じ、グローバル企業として育成する方針を提示した。さらに、2008 年のリーマン・ショック後の 4 兆円対策と呼ばれる大規模なインフラ投資拡大策でも国有企業が主体となった結果、今度は逆に「国進民退（国有企業の発展と民間企業の退潮）」との批判を受けることとなった。もともと、こうした国有企業優先のスタンスの下でも、国有企業の収益率は民間企業・外資系企業よりも低く、政府の保護の下で延命される赤字国有企業が少なからず残されている。また、国有企業は投資資金を借入に依存した結果、過剰債務体質にも拍車がかかっており、リーマン・ショック後の中国全体の債務残高膨張の主因との推測もある。

【2. 「三中全会の決定」に基づく国有企業改革】

習近平政権は、高度成長期終焉後の安定成長確保を念頭に、2013 年 11 月の三中全会で政治・経済・社会と広範な分野における構造改革のアウトライン『改革の全面的な深化に関する若干の重大な問題に関する決定（以下「三中全会の決定」）』を採択した。経済面では市場化改革を全面に押し出したなかで、国有企業改革については、民営化という急進的な手法ではなく、民間資本を一部受け入れることで体質改善を促す混合所有制の推進をひとまず志向した。

混合所有制という比較的マイルドな改革であっても、国内調整は容易でなかった模様で、なかなか中央政府による国有企業改革のマスタープランは出なかった。その一方で、「三中全会の決定」を踏まえて、地方政府や国有企業自身の改革プランが先行した。現在までに約

30 の省・市政府が個別の国有企業改革案を公表、また、国有企業では民間資本の受け入れに加え、とくに、国有資産監督管理委員会が主導したといわれる中央企業（国有資産監督管理委員会直轄の国有大企業）による大型合併の動きが目立つ展開となった（第1表）。こうした動きに対しては、規模の拡大により本質的な経営改革が先送りされることを懸念する声もある。

2015年9月によく国有企業改革のマスタープランとして「国有企業改革の深化に関する指導意見」が公表された。2020年を目処に国有企業の増強を果たすという目標に基づき、以下6分野の改革項目を提示した。具体的には、第2表の通り、①混合所有制改革、②国有企業を分類し、異なる管理を行う「分類改革」、③コーポレートガバナンス向上を目指す「企業制度の近代化」、④新設の国有資本投資・運営会社を通じた「国有資産管理体制の改善」、⑤「国有資産の流失防止」のための体制整備、⑥国有企業に対する「共産党の指導強化」である。

国有企業改革は、マスタープランとなる「国有企業改革の深化に関する指導意見」とその実現のための複数の個別政策という形で構成されており（1+N）、「指導意見」公表後、個別政策が出始めたが、本格稼動したのは後述のとおり、「供給側改革」の一環として推進力が加わって以後のことである。

第1表：中央企業の合併案件

	政府承認日	業種	合併企業
合併済み	2015年6月1日	電力	中国電力投資集団と国家核電技術⇒国家電力投資集団
	2015年8月6日	鉄道	中国南車集団と中国北車集団⇒中国中車集団
	2015年12月1日	貿易	南光集団が珠海振戎を子会社化
	2015年12月8日	資源・金属	中国五鉱集団が中国冶金科工集団を子会社化
	2015年12月11日	海運	中国遠洋運輸集団と中国海運集団⇒中国遠洋海運集団
	2015年12月29日	海運	中国政府系コングロマリットの招商局集団が中国外運長航集団を子会社化
	2016年7月11日	旅行	中国港中旅集団と中国国旅集団⇒中国旅遊集団
	2016年7月15日	食品	中糧集団が中国中紡集団を子会社化
	2016年8月22日	建築	中国建築材料集団と中国中材集団⇒中国建材集団
2016年9月22日	鉄鋼	宝鋼集団と武漢鋼鉄集団	
合併観測	未合併	石油	中国石油天然ガス集団と中国石油化工集団
			中国中化集団と中国海洋石油
		造船	中国船舶重工集団と中国船舶工業集団
		航空貨物	中国国際貨運航空、中国貨運航空、南方航空公司貨運
		通信	中国聯合網絡通信集団と中国電信集団
		自動車	中国第一汽車集団と東風汽車
		鉄鋼	鞍山鋼鉄集団と本溪鋼鉄集団、河鋼集団と首鋼集団、等
化学	中国中化集団と中国化工集団		

(資料) 中国国有資産監督管理委員会資料、各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：国有企業改革関連政策の概要

国有企業改革の深化に関する指導意見 (2015年9月13日発表)		指導意見実現のための個別政策	
①	混合所有制改革 地域、産業、企業に見合ったペースで進め、タイムテーブルも設定せず、条件が整ったものから推進。出資、株式購入など多様な手法による非国有資本の改革参加を奨励。	2015年9月24日	「国有企業の混合所有制経済発展に関する意見」：①他の国有資本や民間資本の積極的な受け入れ、②安全保障上、経済上の重要分野における国家支配の維持、③電力、石油、天然ガス、鉄道、航空、通信、軍需の7産業における競争分野の開放による混合所有制改革モデル事業の推進、等。 「国有混合所有制企業における従業員持株制度の試行に関する意見」：「商業類企業」、グループ外からの売上高・利益が90%以上の条件を満たす企業において従業員持株制度を試験導入。試行企業は各省から5～10社、中央企業子会社10社を選定。
②	分類改革 国有企業を市場化を進める「商業類企業」と社会保障・公共サービスに関わる「公益類企業」に2分類し、各々の機能に応じ、改革推進。	2015年12月29日	「国有企業の機能と分類に関する指導意見」：「商業類企業」は株式制改革、株主の多元化を進め、「全体上場」に向けて注力。「公益類企業」は国有資本の投入を強化して公共サービス効率と機能を向上。 「中央企業の機能分類・考課の改善に関する実施プラン」：中央企業は「商業類企業」、「国の安全保障、経済の命脈に関わる商業類企業」、「公益類企業」に3分類し、異なる基準で考課。
③	企業制度の近代化 株主の多元化、取締役会の確立によるガバナンスの向上など。	2016年2月25日	10項改革のうちの①取締役会の権能、②経営者の市場化選抜・招聘、③プロ経営者制度、④従業員の報酬分配制度改革。
④	国有資産管理体制の改善 新設の国有資本投資・運営会社を通じ、国有企業の整理・退出、再編・統合、革新・増強を推進。	2015年10月25日	「国有資産管理体制改革に関する意見」：①国有資本投資・運営会社の活用、②国有企業の整理・退出、再編・統合、革新・増強の推進、③市場退出メカニズムの構築と過剰生産能力の淘汰の加速。
⑤	国有資産の流失防止 企業内部での管理体制強化、第三者による外部監督制度の確立、情報公開制度の改善による国民監視、および、厳格な責任追及を明記。	2016年7月26日	「中央企業の構造調整と再編の推進に関する指導意見」：中央企業の整理・退出、再編・統合、革新・増強に向けた政策を具体化。 「国有資産の監督強化による国有資産流失防止に関する意見」：①企業内部での管理体制、②外部からの監督体制、③情報公開を通じた国民監視、④国有資産の損失に対する責任追及、⑤監督のための法制・システム一貫の強化。
⑥	共産党の指導強化 党の指導強化を通じ、ガバナンスの改善や反腐敗を追求。	2016年8月23日	「企業国有資産取引管理規定」：国有資産流出を防止するため、国有資産取引に際して、厳格な手続、適正な資産評価、情報開示、公開取引、価格・決済への規制などの条件を規定。 「国有企業法規違反経営・投資責任追及制度の設立に関する意見」：法・規制や企業内部規定に違反して、職責を果たさず、国有資産の損失を招いた国有企業経営者に対しては厳格に終身責任を追及。 「国有企業改革における党の指導堅持と党の建設強化に関する若干の意見」：共産党の指導強化とコーポレートガバナンスの改善に向けた国有企業における党機関の法的地位の明確化、等。

(注) 色塗りは2016年5月の中央財経領導小組会議で「供給側改革」の本質的な属性として国有企業改革が明記されて以降に公表されたもの。

(資料) 中国政府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

【3. 「供給側改革」下の国有企業改革】

(1) 「供給側改革」に後から加わった国有企業改革

2015年11月、習近平国家主席は中央財經領導小組（経済運営方針の最高決定機関）会議において「供給側改革」を提唱し、以後、「供給側改革」が経済政策の中核に浮上した。翌12月の中央経済工作会議（同年の回顧と翌年の経済政策方針を決定する重要会議）では、「供給側改革」について、①過剰生産能力の解消、②不動産在庫の解消、③レバレッジの解消、④企業のコスト削減、⑤有効供給の拡大（「三去一降一補」と略称）の5大任務が提起されたが、この時点では国有企業改革は含まれなかった。当初の「供給側改革」においては、リーマン・ショック後の大型内需拡大策の弊害といえる過剰生産能力、不動産在庫、高レバレッジの処理が最優先課題に位置付けられたものの、それに深く関わる国有企業に焦点を絞ったものとはなっていなかった。

ところが、2016年3月の全人代の政府活動報告では、不動産在庫およびレバレッジの解消は「供給側改革」以外の分野に組み込まれ、かわって、「非公有制経済の活性化」とともに「国有企業改革」が「供給側改革」に新たに加わった（第3表）。これには、当面の経済改革の中心となる「供給側改革」から国有企業改革がはずれることで、国有企業改革が停滞することを警戒する改革推進派の主張が採用されたとの見方もある。

最終的に、2016年5月の中央財經領導小組会議で「供給側改革」の本質的な属性として国有企業改革が明記されたことにより国有企業改革の推進力が強化された。同月、国务院常務会議は全人代で盛り込まれた「国有企業、とくに中央企業の構造調整を推進」という方針に従い、①今後3年で中央企業の子会社のうち、345社の大中型ゾンビ企業を処理、②本業以外の業務の資産を譲渡、③最大で9段階にも広がっている子会社、孫会社等の傘下企業の系列を3年以内に4段階以下に縮小——など、中央企業のスリム化・健全化改革を採用した。また、8月には「国有資本リスク投資基金（資金規模2,000億元）」、9月には「国有企業構造調整基金（資金規模3,500億元）」と国有企業改革のための投資ファンドが発足し、ともに中央企業の構造改革支援が中核に据えられている。

中央企業は現時点で102社に集約されているが、2014年度実績で国有企業の売上高の52.2%、利益の56.5%と極めて高いシェアを占めている。それだけに、中央企業における改革進展は国有企業改革全体を推し進めるのみならず、他の国有企業の改革モデルとしても大きな意味を持つ。

なお、全人代における国有企業改革の内容は中央企業の改革を強調した点を除けば、基本的なスタンスは「国有企業改革の深化に関する指導意見（2015年9月）」を踏襲している。このため、同指導意見の関連政策（1+NのNに当たる）の策定にも弾みがつく結果となった（前掲第2表）。中央企業に限定した分類改革や構造調整・再編に関する政策のほかに、国有企業全体に向けた混合所有制企業における従業員持株制度の試行や国有資産流出を防止するための国有資産取引規制の明確化、国有企業経営者に対する終身責任の追及に関する政策が提起され、現時点ではNに当たる関連政策は18に達している。

第3表:「供給側改革」のなかの国有企業改革

中央経済工作会議(2015年12月18-21日)		
①過剰生産能力の解消、②不動産在庫の解消、③レバレッジの解消、④企業のコスト削減、⑤有効供給の拡大(「三去一降一補」と略称)		
全人代(2016年3月5-16日)		
①'	行政改革	・ 行政審査・認可の削減と権限委譲。 ・ 規制緩和と適正な管理、行政サービスを最適化。
②'	イノベーション	・ 企業への研究開発支援の拡充。 ・ インターネット+(プラス)の推進。
③'	過剰生産能力の解消とコスト削減	・ 鉄鋼・石炭などの過剰生産能力の解消。 ・ 合併・再編、債務再編、破産清算などによる「ゾンビ企業」への積極的かつ適切な対処。 ・ 中央財政から1,000億円の補助金を拠出し、対応企業の従業員の再配置・再就職支援に重点的に充当。 ・ コスト削減のための総合対策推進。
④'	財・サービス供給の改善	・ 消費財の品質向上、製造業高度化、サービス業の発展。
⑤'	国有企業改革	・ 2016~2017年に国有企業改革を断行。 ・ 国有企業、とくに中央企業の構造調整推進。 ・ 株主の多元化改革と経営・人事管理制度、混合所有制等の試行推進。 ・ 国有資産管理機関の機能転換を進め、国有資産流出を防ぐ。
⑥'	非公有制経済の活性化	・ 国有独占分野の開放。 ・ 審査・認可、資金調達、税財政などの不平等な待遇を是正。
中央財経領導小組会議(2016年5月16日)		
当面の重点に「三去一降一補」の5大任務を掲げ、本質的な属性に 国有企業改革 を盛り込む(他は、政府の機能転換、価格・財政・税制・金融・社会保障等の改革)。		
國務院常務會議(2016年5月18日)		
中央企業のスリム化・健全化改革		
(A) 構造調整、本業集中、競争力強化 * 赤字企業の特別管理、鉄鋼・石炭等の劣後生産能力の淘汰、整理再編・市場退出の加速。 * 今後3年で中央企業の子会社のうち、345社の大中型ゾンビ企業を処理。 * 2016-2017年に中央企業の鉄鋼・石炭生産能力を約10%圧縮。 * 本業に集中して競争力を強化、それ以外の業務の資産は譲渡。		
(B) イノベーションによるニューエコノミーの発展 * 「インターネット+」と「中国製造2025」を活用。		
(C) 管理階層レベルの圧縮 * 3年以内に多数の中央企業の管理階層レベル(子会社、孫会社等の傘下企業系列)を5~9段階から3~4段階以下にし、法人数を約20%削減。		
(D) コスト削減、効率向上 * 2016~2017年に1000億元以上のコスト削減、効率向上を実現。		

(資料) 中国政府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 国有企業改革を通じた「過剰の解消」

「供給側改革」のなかでも「過剰生産能力の解消」は最重要課題といえる。中国では、リーマン・ショック前から老朽設備・小規模設備の廃棄を中心に生産能力の調整が進められていたが、リーマン・ショック後には一転して、景気底支えを最優先した投資拡大により過剰生産能力に拍車がかかってしまった。そこで、2010年代に入り、鉄・非鉄・化学・繊維など19製品に関して対象企業をリストアップして設備淘汰を進めたが、生産能力の淘汰を上回る新規投資により事態は悪化の一途を辿った。

こうした経緯を経て、中央政府は過剰生産能力解消の先行ケースとして、鉄鋼・石炭業界を選定し、2016年2月に対策を本格化させた(第4表)。鉄鋼業では生産能力12億トンに対して今後5年で1~1.5億トン、石炭業では生産能力57億トンに対して今後3~5年で5億トンと、生産能力の約1割削減を目標に掲げ、構造調整補助金による余剰人員対策(人的資源・社会保障部の予測では石炭で130万人、鉄鋼で50万人)に加え、ゾンビ企

業処理を加速する方針を打ち出した。

第4表：鉄鋼・石炭産業の過剰生産能力解消策

		＜個別項目＞	＜共通項目＞
2016年2月4日	鉄鋼産業の過剰生産能力解消に関する意見	* 削減目標：今後5年で1～1.5億トン * 生産能力拡大を厳禁	* 構造調整補助金を創設し、余剰人員対策に支給 * 合併・再編、債務再編、破産清算などにより「ゾンビ企業」の処理を加速
2016年2月5日	石炭産業の過剰生産能力解消に関する意見	* 削減目標：今後3～5年で5億トン * 今後3年間は新規プロジェクトの審査・承認を原則停止	* 各地方政府は削減目標・スケジュールを中央政府に提出、第三者機関を導入し、評価メカニズムを強化
2016年4月7日	鉄鋼・石炭産業の過剰生産能力解消の過程における雇用対策に関する意見	* 企業内での雇用維持のための職業訓練への補助金支給 * 再就職・起業支援サービスの提供 * 早期退職の奨励 * 公共サービス分野での雇用創出	
2016年5月10日	構造調整補助金管理規定	* 補助金の支給基準(削減量、余剰人員、財政、達成率などに基づく)を明記 * 中央政府は削減目標を設定し、各地方政府と目標責任書を締結	

(資料) 中国政府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

鉄鋼・石炭業界の状況を企業別にみると、民間企業の参入による競争強化に伴い、国有企業の利益率は急速に悪化し(第5表)、ゾンビ化している企業も少なくないとみられている。実際、2016年7月に中国人民大学国家発展・戦略研究院が発表した「ゾンビ企業研究報告(1998～2013年の80万社の工業企業データと1998～2015年の上場企業データに基づく調査)」によれば、所有制別でみると「ゾンビ企業」は国有企業・集団所有制(町営・村営)企業が主体とのことである。また、業種別でみると(2013年の上場企業に限定)「ゾンビ企業」のシェアが最も高い業種は鉄鋼(51.4%)で、不動産(44.5%)、建築・装飾(31.8%)がこれに続いている。

通常、民間企業の場合は経営不振であれば市場淘汰されることはいうまでもない。この結果、第5表の通り、民間企業の総資産利益率は国有企業はいうに及ばず、時として外資系企業をも上回る。過剰生産能力解消という至上命題達成のため、これまで政府支援・銀行融資で市場淘汰を免れてきた国有企業の退出が進めば、国有企業改革としても大きな前進といえよう。

中央政府は2016年10月10日には「企業レバレッジ解消に関する意見」を公表し、レバレッジ解消策として、合併、破産、債務の証券化などに加え、新たに債務の株式化(DES; デット・エクイティ・スワップ)を、ゾンビ企業は対象としないこと等を明記しつつ導入した。これに同期を取るように、「意見」公表同日に国有企業の特種鋼大手、東北特殊鋼集団が地方裁判所による法的処理開始の形で経営破綻した。同社は過去に9回も社債のデフォルト(累計約50億元超)を繰り返す典型的なゾンビ企業であり、今回の倒産は中央政府がゾンビ企業に厳しいスタンスを示したかにみえる。ただし、今後9ヵ月以内に破産再編管財人が同社の再編計画案を提出、地裁が計画の実施の可否を判断する予定で、最終的にどのような形で処理されるのかはまだ明らかではない。

第5表：鉄鋼・石炭業界の企業別業績の推移

	国有企業					民間企業(注)					外資系企業(注)				
	企業数 (社)	1社当たり 資産 (億元)	売上高 (億元)	総資産 利益率 (%)	雇用人 数 (万人)	企業数 (社)	1社当たり 資産 (億元)	売上高 (億元)	総資産 利益率 (%)	雇用人 数 (万人)	企業数 (社)	1社当たり 資産 (億元)	売上高 (億元)	総資産 利益率 (%)	雇用人 数 (万人)
鉄鋼															
05	407	28.6	10,537	5.8	141	3,900	0.6	4,081	5.3	66	489	4.5	2,675	4.6	19
06	367	37.6	11,664	5.4	134	4,300	0.7	5,157	5.6	72	546	5.0	3,583	7.3	23
07	329	53.5	15,592	5.5	133	4,460	0.8	7,090	8.3	77	575	5.7	4,758	8.7	25
08	333	63.1	20,054	1.6	130	5,318	0.9	9,931	8.8	86	616	6.6	6,244	7.4	28
09	338	73.8	18,272	1.1	139	5,197	1.0	10,144	8.9	87	583	7.5	5,803	4.6	28
10	333	78.5	22,838	1.9	141	5,302	1.3	13,519	10.4	100	574	8.9	6,842	6.3	28
11	312	90.9	25,576	1.1	136	4,246	1.9	16,261	10.6	94	521	10.8	8,205	5.4	27
12	394	75.6	24,132	▲ 0.7	n.a.	7,087	1.6	21,560	9.8	n.a.	789	7.7	7,961	2.8	n.a.
13	408	78.9	25,090	▲ 0.0	n.a.	7,199	1.7	24,003	7.9	n.a.	803	7.9	8,207	2.3	n.a.
14	390	86.5	23,260	0.1	n.a.	6,852	2.0	25,651	8.0	n.a.	716	8.0	7,280	3.3	n.a.
石炭															
05	912	7.9	4,102	4.6	323	2,217	0.2	682	15.9	39	26	3.7	87	12.4	1
06	884	10.3	5,041	4.4	335	2,991	0.2	1,030	16.6	49	32	5.5	100	10.4	2
07	795	13.9	6,253	5.6	320	3,601	0.3	1,538	15.6	61	31	10.0	172	11.8	4
08	864	17.0	9,279	9.2	333	5,181	0.3	2,877	23.2	88	42	12.0	387	17.6	4
09	827	21.8	10,766	6.8	340	5,206	0.4	3,399	18.4	90	38	16.9	416	15.3	3
10	856	25.6	13,960	9.0	346	5,531	0.6	5,032	21.6	101	36	25.5	854	18.7	4
11	882	31.0	18,111	9.0	348	4,420	0.9	6,368	20.8	90	40	39.2	1,183	16.4	6
12	976	32.2	20,158	6.4	n.a.	4,472	1.0	6,576	14.6	n.a.	41	45.5	1,569	15.4	n.a.
13	1,000	34.6	19,054	3.5	n.a.	4,540	1.2	6,225	8.8	n.a.	41	47.9	1,838	11.4	n.a.
14	955	38.9	17,735	1.1	n.a.	3,865	1.4	5,875	7.6	n.a.	41	52.8	1,877	8.5	n.a.

(注) 対象は年間売上高2,000万元以上の企業

(資料) 中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

【4. 国有企業改革を巡る課題】

中央政府は国有企業改革を「供給側改革」の重要なファクターと位置付けており、国有企業の合併、赤字国有企業の処理を中心に国有企業改革に推進力が加わった感はあるが、短期的・中長期的に懸念材料も残っている。

(1) 生産能力削減は進むも、生産調整に緩み

短期的には、「過剰の解消」の実現に疑義が生じていることがある。2016年3月の全人代で構造調整補助金額が1,000億元と確定すると、補助金を確保すべく各地方政府は競って生産能力の削減目標を提出し、その合計は瞬く間に中国全体の目標を大きく上回る水準に達した。

もともと、2016年の削減目標である鉄鋼4,500万トン、石炭2.5億トンに対して、7月時点の達成率は鉄鋼47%（削減量2,126万トン）、石炭38%（削減量9,500万トン）に止まったことから、8月16日の国務院常務会議は全国一斉査察を決定した。この決定が奏功した模様で、その後、削減は急加速し、9月時点の達成率は鉄鋼・石炭ともに80%を超えたとの政府発表が出ている。ただし、地方政府と企業による補助金詐取の横行も発覚しており、また、「本年の削減実績と申告されたものも大半はすでに休眠状態であった」、「そもそも設備廃棄ではなく、生産停止に過ぎない」との報道もある。

実際、生産状況を見ると、景気下支えのため、国有企業を主体とするインフラ投資が拡大し、鉄鋼・石炭ともに価格が上昇に向かうなかで、調整は緩みつつある。すでに鉄鋼は増産に転じており、とくに価格の上昇が著しい石炭に関しては、最近、政府が大手 22 社に増産を命じている。

中国は鉄鋼については生産・輸出・純輸出ともに世界最大で、生産では世界の半分、輸出では世界の 4 分の 1 を占める。それだけに、海外では中国を世界的な生産能力過剰の元凶とみなしており、2016 年 9 月の G20 杭州サミットでも中国を指弾しようとする動きがあったといわれるほどであった。ただ、鉄鋼増産に伴う輸出拡大に対しては、対外摩擦が一段と深刻度を増す恐れがある。一方、石炭に関しては中国は純輸入国であるため、世界市場に対する影響としては主に輸入量の変動による国際価格の攪乱要因となることである。

(2) 問われる現行改革の有効性

中長期的な視点で見ると、現行の国有企業改革の有効性が問われよう。仮に、ゾンビ企業の退出が進めば、国有企業改革としても大きな進展といえる。しかし、例えば先に触れた東北特殊鋼集団の経営破綻には中央政府の強い意志が反映されているとの評価があるとはいえず、先行きにはまだ不透明な部分が多い。

とくに、債務再編の切り札として加わった DES については、その効果を危惧する向きが少なくない。というのも、99 年から 2004 年にかけて「一時的に業績が悪化した優良企業」という位置付けで政府が選択した対象企業 580 社について 4,050 億元の債務が株式転換された先例があるからである。業績が改善すれば、株式売却により資金回収が可能ではあったが、現在に至るまで、多くの企業について回収の見込みは立っていないといわれている。ちなみに、東北特殊鋼集団は 3 社の合併により発足したが、その元会社の 1 社も DES 対象企業であった。

こうしたことから、DES は実態的には債務免除のフリーランチになるとの疑念があり、政府はこれを払拭すべく、前掲の「企業レバレッジ解消に関する意見 (2016 年 10 月)」でも、同時に発表された付属文書「市場化による債務の株式化に関する指導意見」でも、「市場化」という文言を多用し、金融資産管理会社、保険資産管理機関、国有資本投資運用会社など様々なタイプの金融機関が市場原理に基づき、主導すると規定している。

一方、前掲第 1 表の通り、中央企業の大型合併は着実に進んでおり、9 月にも、鉄鋼業では生産額世界第 5 位の宝鋼集団と同 11 位の武漢鋼鉄集団が合併し、世界第 2 位に浮上する大型合併が決定している。仮にゾンビ企業の淘汰よりも大型合併による国有企業の規模拡大が志向されるとすれば、中国全体としての生産性向上やイノベーションを保証するものとはなるまい。前掲第 5 表の通り、これまでも国有企業は民間企業よりもはるかに規模は大きい、収益率は低く、スケールメリットを発揮できていない事実がある。むしろ、競争制限や民間企業のクラウドディングアウトにより、中国全体としては活力低下の恐れも否定できない。

現行の国有企業改革がどのような成果をもたらすのか、さらには、成果が挙げられなかった場合、どの程度のスピード感と柔軟性をもって、より民間活力を活かす方向に修正されるのか。「中所得国の罨」を抜け出す鍵を握るファクターとして注視を要すると考えられる。

<質疑応答>

Q： 「一带一路」構想は、海外でのインフラ投資の拡大であり、中国の過剰生産能力を解消する意図があるのではないか。

A： 直接的な関係はないとの見方もあるが、ご指摘のように、「一带一路」の動機の一つとして、生産余力を国外で活用し、国内的なデフレ圧力の高まりを避けたいとの意図があるとも考えられる。

Q： 1990年代の国有企業の不良債権処理では、誰が債務を保有し、その保有主体は財務の健全性を保持できたのか。

A： 前回は4大銀行の下に資産管理会社を作って不良債権を引き取らせた。当初は10年ぐらいで処理するとされていたが、迅速な処理が進んだというより、むしろ、資産管理会社が業務を拡張し、その後の高成長の下で結果的に不良債権の重石が緩和されたと理解している。4つの資産管理会社は、投資銀行化し、2つは上場している。

Q： 地方の中規模都市の戸籍の柔軟化が進められており、むしろ地方政府所管の国有企業改革が民間の活用のために重要ではないか。

A： 2015年9月の指導意見の公表が遅れた背景には地方政府の抵抗の強さがあると推測される。このため、まず中央企業の改革を先行させ、モデルケースとすることとなったのではないかと考えられる。なお、広東省等の民間企業が発展している地域では、雇用の受け皿もあり、国有企業改革は進展している。一方で、過剰生産能力問題のある東北部の省では、民間企業が弱く、雇用の受け皿がないため、国有企業改革も進みにくい面があると考えられる。

Q： 最近の報道では、国有企業の設備投資は2割以上伸びており、一方で、民間企業の設備投資の伸び率が低迷している。IMFの分析では民間企業への銀行融資は5割程度となっているとされる一方で、民間企業への融資が滞っているとの指摘もあるが、どのようにみているか。

A： 統計で見ると中小や民間への融資は拡大しているが、国有銀行は国有企業を優先する傾向があり、シャドバンキングが民間企業の融資に貢献した面があったとの指摘もある。最近の投資については、民間企業は、利益率が高く、収入があっても投資を差し控えている一方で、国有企業は、利益率が低いが、政府の要請を受けて銀行融資でインフラ関連事業の投資を行っているという面があると考えている。

Q： 日本でも行われているが、構造調整補助金はどのようなものか。

A： 規模は1,000億元で、中央政府から地方政府、企業に交付され、リストラされた労働者の手当の原資となっていると理解している。

Q： 中国の株式市場では個人投資家が中心と聞いているが、国有企業の株式公開により外国資本の重要性が高まるのではないか。

A： 2015年9月の「国有企業の混合所有制経済発展に関する意見」では、外資の参加にも期待するとの方針が示されていたと記憶している。また、不良債権の買取に関してアメリカのファンドが参入しているという情報もある。ただし、中国の株式市場に対する外国投資家の投資については投資枠自体が依然として小さいという制約がある。

4. 中国経済の展望とその行方

第一生命経済研究所 経済調査部 主席エコノミスト

西濱 徹 氏

日時： 2017年2月10日（金）13:30～15:00

場所： 世界平和研究所 7階大会議室

<報告>

【1. 足下の中国経済を巡る動き】

中国の実質 GDP 成長率を四半期ベース前年同期比で見ると、2012 年以降緩やかに減速している。前期比年率（試算）で成長率の推移がより正確に読み取れるが、2016 年の景気は第 2 四半期（4-6 月）8%増（[図表 1](#)）をピークに、それ以降減速している。他方、企業の景況感を示す PMI（購買担当者景気指数）をみると、中国製造業の PMI は世界の PMI とほぼ連動しており、中国企業のマインドは 2016 年末にかけて改善した。

他方、個人消費の伸びは、小売売上高（前年比実質ベース）が 2014 年以降低下傾向にあり、輸出も伸び悩む展開が続いている。ここ数年、毎年 10%を超える人件費の上昇は中国製造業の輸出競争力低下の主要因となっている。なお、2015 年半ば以降、人民元は米ドルに対し下落基調であるが、円、ユーロなどの主要通貨も対米ドルで下落しているため、人民元の実質実効為替レートは過去半年以上横ばいに推移しており、輸出への影響は中立といえる。

内・外需の伸び悩みを反映して、2015 年以降、鉱工業生産（前年比）も前年比 6%前後と低調な伸びが続いている。

固定資産投資の伸びは、2013 年以降続く右肩下がりの状況を脱していない一方、不動産投資が 2016 年初めをボトムに増加基調に転じており、景気のけん引役が不動産投資であることは一目瞭然である（[図表 2](#)）。

図表 1



図表 2



また、中国経済が高い経済成長を実現してきた際に注目を集め、電力消費、鉄道貨物輸送量、銀行融資残高の3つの指標で構成され中国の「オールドエコノミー」の状態を反映するといわれる「李克強指数」(図表3)は、2015年後半を底に急激に回復している。とりわけ、インフラ関連投資の急増による鉄鋼、セメントへの需要増加で鉄道貨物輸送量の増加が著しく、足下の潤いはオールドエコノミーに依存している状況が見てとれる。

2013年から2014年にかけて不動産価格の下落を受け、人民銀行は2014年末に金融緩和策に転じた。これに伴い狭義のマネーサプライ(M1)の伸びが急激に加速する一方、信用を含めた広義のマネーサプライ(M2)の伸びは鈍化している(図表4)。これは、金融緩和の副作用としてマネーが経済活動の活性化には向かわず、不動産等の資産市場に向かっていることを示している。

特に、不動産市場については、一級都市での不動産バブルが二級都市へ波及しはじめている。これに対して2016年10月の国慶節前後には、政府当局による窓口指導が行われたとの情報がある。以前は窓口指導の内容が人民銀行のホームページに掲載されていたが、最近では文書で公表されず、報道機関経由で漏れ伝わってくる当局による口頭伝達情報により、その内容を推し量っている状況である。こうした「ステルス政策」とも言われる当局による引き締めは、有効に作用しているかは不透明である。

図表3



図表4



中国では、資金調達・運用手段が急速に多様化しており、政府による抑制指導にも拘わらず、信託商品は過去4年で4倍、インターネット金融は過去2年で8倍に、それぞれ増加している。特に、インターネット金融のうち約4割は問題債権と言われており、少々異常な状態である。

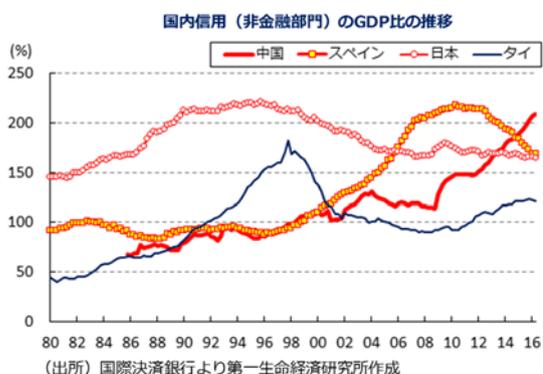
こうした資金需要の急激な増大を後押ししているのが、20代の若者と言われている。同世代は一人っ子として育てられ、両親に加え祖父母のポケットからもモノを買い与えられて

きたため、消費や投資に対する意欲が旺盛で「我慢しない」世代と言われている。

不動産投資によるキャピタルゲインを狙う彼らにとって、資金調達コスト 10%は相対的に低い水準に思われるため、当局による不動産投資に対する規制は効果がうすく、対応が後手に回っているといえる。

2016年6月末のデータにおいて、中国の非金融部門の国内信用の対GDP比率は209%を越えた（図表5）。90年代前半のバブル崩壊後の日本やリーマン・ショック後のスペインの例にみられる通り、同比率が200%を超えるとバブル崩壊が始まるとされるが、中国も早晚頭打ちする可能性がある。また、突発的なショックをきっかけにバランスシート調整圧力が高まりかねない「危険水域」に入ってきたといえよう。

図表5



【2. 中国金融市場を取り巻く環境と動き】

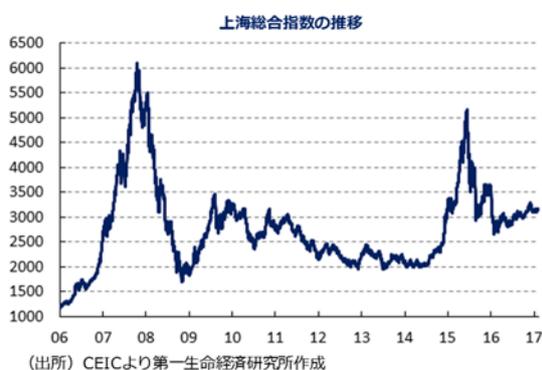
中国株式市場は、2007年8月のパリバ・ショック前後にピークを迎え、翌年のリーマン・ショックを経て急落した後、政府による4兆元（約57兆円）の経済対策で2009年に持ち直したものの、その後はさえない展開が続いていた。2014年末の金融緩和により、一気に株式市場に資金が流入しバブルが発生したが、2015年後半には崩壊した（図表6）。

中国株式市場においては個人投資家が取引の主体であるが、株式取引口座の開設時期によって投資家のパフォーマンスが違ってくる。2015年以降、株式の個人口座設置数の急増にみられる通り、多くの個人投資家が市場に参加し、株価下落で損害を被っている一方、リーマン・ショック後に市場に参加した投資家は現在の相場水準で売却してもキャピタルゲインを得られる層が多い、すなわち長期保有者はまだ痛手を被っていないといえる。

通貨人民元は2015年8月の人民元レートに関する基準値の計算方法の変更に伴う実質的な切り下げが行われた。その後は香港やシンガポールなどのオフショア市場の主導で人民元が大きく売られ、国内レートとの乖離が広がった。

オフショア市場での人民元下落の流れを受け、人民元の売買が管理されている国内では、2016 年に入り資金の逃げ場とされる仮想通貨ビットコインに対する需要が高まり同価格は急騰した。2017 年に入り当局の規制によりビットコイン価格には大きく調整圧力がかかったことなどから、人民元相場は上昇基調に転じる動きをみせたが、国民の人民元に対する不信感は払しょくされるとは考えにくく、人民元の下げ余地を見込む向きが多い状況となっている（図表 7）。

図表 6



図表 7



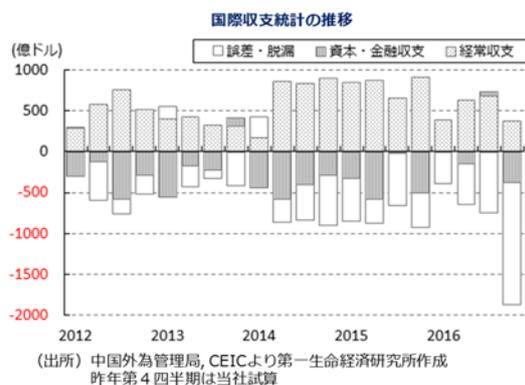
こうした資金流出の動きは、国際収支統計の項目に定義できない「誤差・脱漏」に計上されるが、人民元売りが加速した 2016 年 10-12 月期の統計では誤差・脱漏は発表されていない。第一生命経済研究所の試算によると、同期において約 1,400 億ドルの資金が誤差・脱漏として国外に流出している（図表 8）。

人民元相場の安定を目的に、当局が人民元買い（米ドル売り）の為替介入を積極的に行った結果、中国の外貨準備高は大きく減少し、2011 年以来約 6 年振りに 3 兆ドルを下回る水準となったことが話題となっている（図表 9）。外貨準備は一般的に輸入額の最低 3 か月分は必要といわれているが、3 兆ドルを下回ったとはいえ輸入額 1 年分以上の残高水準であるため、中国経済に与えるインパクトはそれほど大きくない。ただ、中国の外貨準備は全て流動性の高い資産で保有されているわけではなく、政府系ファンド（SWF）やアジアインフラ投資銀行（AIIB）へ一部拠出されているとみられる。人民元買い（米ドル売り）介入の原資として保有米国債を売却する動きもみられ、米国金利のさらなる上昇による米ドル高を誘発すれば、米国トランプ政権から為替操作国と認定されるリスクが懸念される状況である。

中国政府はこれまで「人民元の国際化」を旗標に「自由な資本移動」に対する圧力を徐々に緩めてきたが、急速な資金流出圧力が強まる中、「人民元の安定」がを至上命題とし、「自由な資本移動」を抑制する姿勢を強めている。当局は 2016 年 11 月時点で、大型の海外投資

案件について事前承認を義務付ける規制を既に導入したが、人民元安圧力が強まる中、当局による資本流出に対する締め付けはいつそう厳しくなるとみられる。

図表 8



図表 9



【3. 海外情勢が中国ひいては日本経済に与える影響】

2017年1月に誕生した米国トランプ政権の経済政策の柱は、「減税」と「インフラ投資」である。

インフラ投資については、共和党は従来高速鉄道の整備に積極的ではない。このため、米国は空港や道路を優先し、高速鉄道については、日本、中国、ドイツ、フランスなど外国企業に任せると予想される。他方、減税策に対しては議会による反対の可能性は低く、米国景気にとっては短期的に追い風となることが期待される。

米国経済の回復が見込まれる一方、財政拡張策による財政悪化懸念を反映して長期金利の上昇→米ドル高、新興国通貨安の進展が懸念される。米国製造業の輸出にマイナスとなる米ドル高に対し、トランプ政権が「保護主義」姿勢を強めることも新興国にとっては逆風となろう。

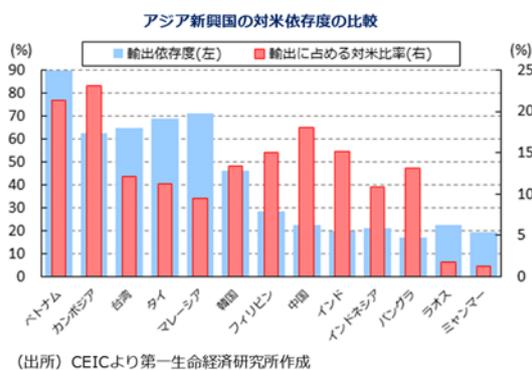
米国の貿易赤字の約4割は対中国であるが、米国が中国に対し保護主義的な政策をとると、その影響は中国のみならず、他のアジア諸国へ玉突き的な影響を及ぼす。台湾、韓国、タイ、マレーシアなどは中国に対して部品・材料を供給しサプライチェーンの川上に位置しており、対中国依存度が高い(図表10)。したがって、中国から米国への最終製品の輸出が減少すると、その影響は、供給元であるアジア諸国に飛び火する懸念がある。

世界経済の成長が鈍化するなか、中国の成長も鈍化してはいるものの、中国への依存度はますます高まる傾向にある。実態として世界経済の成長率に対する中国の寄与度は相対的に高まっている。2016年の中国GDPの増加額は、インドネシア一国分のGDPに相当する

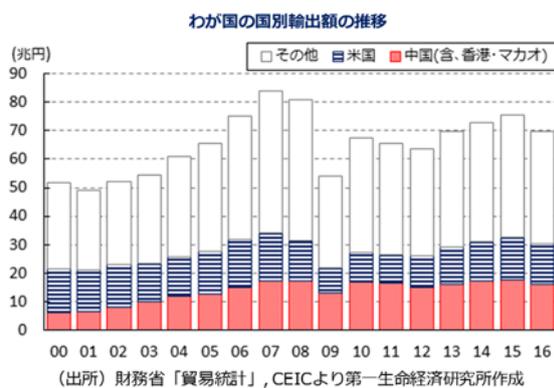
規模で成長しており、減速傾向にあるとはいえ、依然その存在は無視しえない規模となっている。

日本に対する影響を考えると、日本の国別輸出に占める中国向け比率は2割超、中国を含むアジア新興国向け輸出額は40兆円規模に拡大しており(表1.1)、米国の対中国政策の影響はアジア新興国に飛び火し、ひいては、日本経済に深刻な影響を及ぼすリスクも懸念される。

図表 1 0



図表 1 1



【4. 今年の中国の経済政策の行方】

2016年12月の「中央経済工作会議」で打ち出された2017年の経済政策の運営方針のローガンとして「稳中求進」が5年連続で維持されたことから、中国の政策運営において「安定」が至上命題となっていることは明らかである(図表1.2)。今秋に開催が予定されている5年に1度の共産党大会においては、(習近平党総書記、李克強首相らを中心とする「改革第5世代」から)、次の「改革第6世代」から常務委員を選出する人事の可能性が高いことを控え、国内の安定は至上命題となっている。

財政面では、景気安定を重視して「積極的な財政政策」を維持する方針を堅持する一方、「バブル」への警戒感が滲み出ているもようで、金融政策では、「穏健」から「穏健中立」にやや引き締めスタンスに舵を切る方針が示された。

「構造改革」については、部分的には進める姿勢がみられるものの、具体策への落とし込みは極めて不透明な状況にある。過剰生産能力の問題が指摘される石炭では、設備稼働率が3~4割程度と大幅な供給過剰状態にあるため、改革の効果を高めるためには、相当の大なたを振るう必要がある。しかし、失業者の急増は共産党にとって大きなリスクを招くため、「安定」を意識すると改革を断行するのは困難であろう。

図表 1 2

今年の経済政策を巡る 8つのポイント

- ① 安定の中で進歩を求め、重要分野で進展を実現.
- ② 需給関係の新たな動態バランスを実現.
- ③ 農業分野でサプライサイド改革を推進.
- ④ 実体経済の振興を前進.
- ⑤ 不動産市場の安定目づ健全な発展を推進.
- ⑥ 企業家精神の保護.
- ⑦ 金融リスクの抑止.
- ⑧ 都市と農村のバランスある発展.

2017年の最も重要なイベントは前述の通り、共産党第19回全国代表大会である。最大の注目点は「常務委員」を巡る人事であり、現常務委員7名のうち現行制度（67才定年制）の上で次期常務委員に残ることが出来るのは2名である。次期常務委員には、栗戦書氏（66）や王滬寧氏（61）など習近平総書記の側近が引き上げられる可能性が高いと見込まれる。王氏は江沢民、胡錦濤、習近平の3政権に亘り首脳のスピーチライターを務め、習氏の総書記就任の際の「中国の夢」を記したことで知られる。一方で、習近平総書記の「懐刀」として「反腐敗・反汚職」を仕切ってきた王岐山氏（68）の処遇は不透明だ。

その他「改革第6世代」からは、胡春華氏（53）と孫政才氏（53）の2名が「トップ集団」とみられているが、習近平総書記とは距離があることが課題となるかもしれない。

<主な質疑応答>

Q： 中国を取り巻く外部要因で重要度が高いのは、米国との関係である。米国の対中貿易赤字の要因を米国側はどう見ているのか。中国から米国に輸出しているのは米国企業との見方もある。

A： アップルのiPhone端末に記されている”Designed by Apple in California, made in China”の例に象徴される通り、（コスト的に）米国で作れないものは米国外で生産しており、中国での生産と米国の生産が車の両輪の関係となっていることをグローバルに展開する企業はわかっている。トランプ大統領の支持者である労働者はそのことを理解していないため、実際に米国生産に転換した場合の物価上昇の可能性をどのように説明していくかが課題である。

Q： 米国のTPPからの離脱表明により、TPPは漂流しているが、中国はどのように思っているのか。

A： （米国主導による自由貿易体制を目指した）TPPが漂流して、中国はほっとしている

と同時に、米国の次の出方として、二国間交渉を持ち出しくるのか注視している状況と思われる。

Q： 2016年の供給サイドの構造改革として、鉄鋼と石炭にスポットが当てられていたが、鉄鋼・石炭以外の産業で過剰生産能力を指摘されているものが多々ある。第13次5か年計画においても構造改革の重要性を打ち出しているが、鉄鋼・石炭以外の産業での具体的な政策はまだ見えてこないが、これを今後どのような対策がとられると見ているのか。

A： 国際市況が好転するとすぐに鉄鋼の輸出が増加するため、鉄鋼メーカーの淘汰が進んでいない。石油製品やアルミなども、国内需要が余剰になるとアジアや欧州に流すことなどから、依然輸出量が伸び続けている状況。第13次5か年計画での構造改革はスローガンの域を出ておらず、今年は秋の共産党大会を控え「安定」を重視せざるを得ないので、大なたは振れないであろう。

Q： 李克強指数は、中国経済を押し量る指標としてまだ有効と考えるか。

A： 李克強指数は「オールドエコノミー」を反映するものであり、中国政府が同指数の上昇を有効とみているとすれば、問題の先延ばしに過ぎない。中国の人口構成に注目すると、2020年代半ばには高齢人口が経済の重しとなり、様々な問題が深刻化するとみられる。習近平総書記の二期目（2017～2022年）は逃げ切れるかもしれないが、ポスト習近平の政権がこの問題に直面するであろう。