



2017年1月5日

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について

公益財団法人 世界平和研究所
主任研究員 北浦修敏

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こと、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ー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、シャドー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。

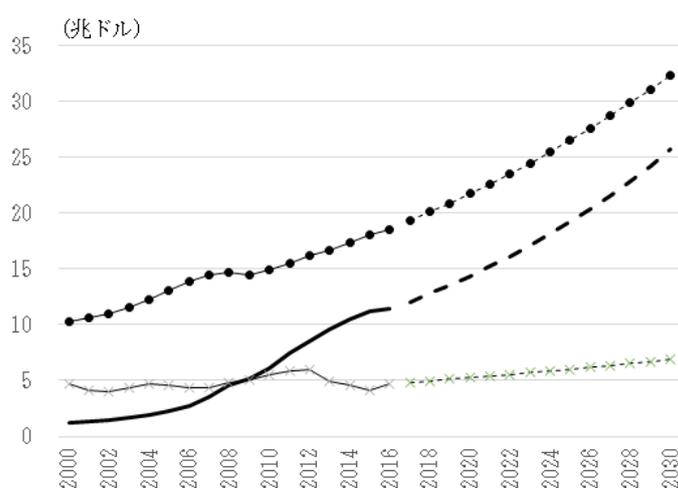
3. 中国経済の長期的な見通し

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を見込んで、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 年間に於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)



(出所) IMF の 2016 年までのデータを下に筆者作成

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。