

中国「成長減速6.9%」が示す改革ジレンマ

みずほ総合研究所 アジア調査部中国室 主任研究員

三浦祐介

中国では、経済の先行き懸念がくすぶり、金融市場も不安定な動きを続けている。2015年は成長率目標を何とか達成したが、「過剰資本・債務の解消」の過程にあり、自律的な成長力は弱い。2016年も、重点施策とされた「過剰生産能力の解消」をめぐり、「構造調整」と「安定維持」のジレンマに悩まされ、経済は不安定な足取りを続けるだろう。

金融市場を混乱させる実体経済の「先行き懸念」

中国経済の減速が続いている。1月19日に公表された2015年の実質GDP成長率は前年比+6.9%と、中国政府が掲げた「前年比+7.0%前後」という成長率目標は達成したが、成長率自体は5年連続で低下している（次ページ図1）。その主因は、2008年末から実施された4兆元の景気刺激策を契機に深刻化した「過剰資本・債務」の問題を背景に、経済のけん引役の1つである投資が減速していることにある。実際、固定資産投資額の前年比伸び率は、もう1つのけん引役である消費（消費品小売総額）の前年比伸び率と比べても、急速な落ち込みをみせている。

これに対して中国政府は、習近平政権が正式に発足した2013年以降、高成長から中程度の高成長への移行を旨とする「経済のニューノーマルへの移行」を掲げ、ある程度の経済減速を容認してきた。ただ、社会の安定を維持するうえで重要な雇用を確保したり、金融システムの安定を維持したりするために必要な成長率は保つ必要があるため、その成長率を大きく下回りそうな場合には、機動的な政策対応を行う姿勢を貫いている。実際、2015年も経済の自律的な回復力が弱いなか、5回にわたる貸出・預金基準金利の引き下げや、相次ぐインフラ投資プロジェクトの公表および実施など、金融緩和や財政出動を強め、何とか経済をソフトランディングに導いた。

ただ、金融市場では、昨年6月に株価が急落して以降、実体経済の先行き不透明感に左右される動きが続いている（次ページ図2）。2016年に入ってから、1月4日に発表された財新版の製造業PMIが市場予想に反して下落したことや、中国人民銀行が元安を容認するような姿勢を示したことから、「輸出を促進するために通貨安誘導を迫られるほど中国経済は悪化しているのではないか」という懸念が広がり、株安・人民元安が進行した。これを受けて、新たな株式売却規制の導入や元買い

介入などの政策対応が行われたものの、株価・為替ともに不安定な動きが続いている。今後も、実体経済の先行き不安が十分に払しょくされない限り、株価が急落するなど、金融市場のボラティリティが高まる可能性は否定できない。

いまだ道半ばの「過剰資本・債務の解消」

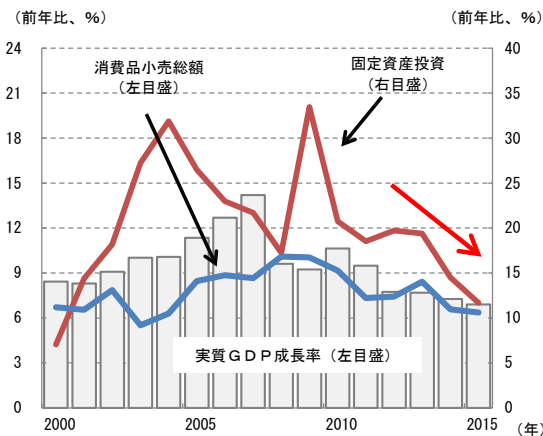
今後、中国経済が安定化するには、経済減速の背景にある「過剰資本・債務」の安定的、かつ抜本的な解消に向けた中国政府の政策運営が奏功するか否かがカギとなる。

中国政府のこれまでの取り組みを概観すると、過剰資本の代表例である過剰生産能力の解消については、2013年に「生産能力の深刻な過剰の矛盾解消に関する指導意見」を公表して以来、新規投資の抑制や企業合併・倒産の促進、既存設備の廃棄、国内外の需要開拓など需給の両面で過剰生産能力の解消に努めてきた。また、もう1つの代表例である過剰住宅在庫については、一部都市を除く住宅購入制限の廃止や住宅ローンの利用要件緩和のほか、住宅購入に対する補助金の支給や税負担の減免などの措置を通じて住宅購入を促し、住宅市場のソフトランディングを図りつつ、在庫解消を進めてきた。

他方、過剰債務については、地方政府傘下の投資会社である地方政府融資平台の銀行借入などの増大が問題視されてきた。これに対しては、まず債務の野放図な拡大に歯止めをかけるために、2014年中に地方政府の起債に関連する諸制度が整備され、翌2015年には、同年中に返済期限を迎える借入について、返済期間の合理化や金利負担の軽減を図るために、地方債への切り替えが進められた。

しかし、景気の腰折れや金融危機の発生といった負の影響を懸念し、漸進的な取り組みにとどまってきたことから、「過剰資本・債務」解消はいまだ道半ば、というのが実情だ。例えば、製造業の生産能力の拡大ペースは実際の生産額のそれを大幅に上回っているとみられるし（次ページ図3）、住宅在庫についても、ピークを打った可能性はあるが、地方都市を中心にいまだ高水準にあるからだ（次ページ図4）。地方政府の債務についても、既存債務の返済期限が先延ばしにされただけで、デフォルト発生を巡るリスクが完全になくなったわけではない。

図1 主要経済指標



(注) 固定資産投資、消費品小売総額の前年比伸び率は、それぞれ固定資産投資価格指数、小売物価指数により実質化。
 (資料) CEIC Data、中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

図2 上海総合指数と人民元レート



(注) 直近の値は、2016年1月27日。
 (資料) CEIC Data、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

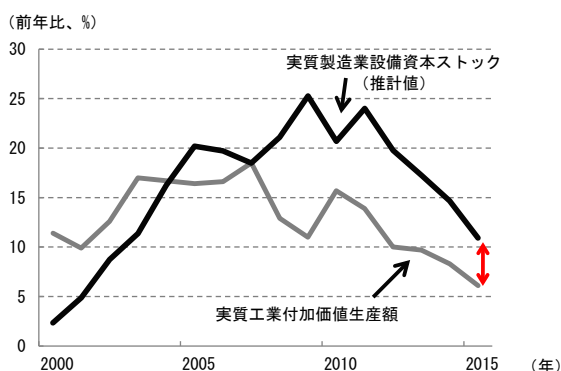
「構造調整」と「安定維持」をめぐるジレンマは2016年も続く

こうした状況を踏まえ、2015年12月に開催された中央経済工作会議では、2016年の重点経済施策として、①過剰生産能力の解消、②企業のコスト軽減、③不動産在庫の解消、④金融リスクの防止、⑤有効的な供給の拡大——が据えられた。なかでも「過剰生産能力の解消」は、筆頭に掲げられており、中国政府がとりわけ重視していることがうかがえる。同会議ではこれとあわせて、「積極的財政政策をより力強く（中略）穏健的な金融政策はより柔軟にする」ことも示され、財政赤字の拡大や十分な流動性の確保など、財政・金融政策による経済の下支えを続ける方針が掲げられた。このほか、為替レートの形成メカニズムや株式市場での新規株式公開（IPO）制度などの金融改革も進めると言及されている。

このように、中国政府は2016年も、過剰資本・債務問題の解消、金融改革といった積年の課題への取り組みを強化する見込みだ。ただ、過剰生産能力の根本的な解消に必要な企業の合併や倒産は、失業増加による経済・社会の不安定化や、債務不履行の頻発による金融システムの悪化につながる恐れがある。また、金融制度改革についても、金融市場が中国経済の失速リスクに敏感になっているなか、金融当局と市場とのコミュニケーションが不十分なまま不用意に実施すれば、金融市場の混乱を再び招きかねない。

中国政府は2016年を通じ、改革を加速させることによって、これまで以上に経済の構造調整と安定維持をめぐる「ジレンマ」に悩まされることになるだろう。中央経済工作会議では、予想される悪影響を緩和するために、失業者の再就職や生活保障のための財政支援を行ったり、できる限り破産よりも合併・リストラによって問題解消を図ったりする方針が示されている。また、前述のように政策の柱の1つに「金融リスクの防止」が据えられ、雇用や金融システムの安定維持に対して一層の注意を払う姿勢も示されている。ただ、実際の政策運営は必ずしも容易ではなく、中国政府は難しい舵取りを求められるだろう。中国経済は、今年も不安定な足取りを続けることになりそうだ。（了）

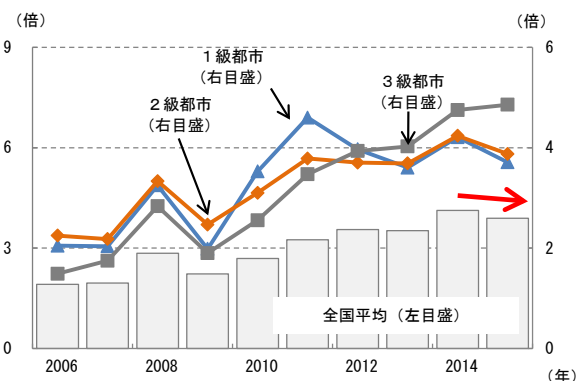
図3 製造業の設備資本ストック



(注) 実質製造業設備資本ストックは、1995年を基準年として、ベンチマーク・イヤー法により推計。

(資料) CEIC Data、中国国家统计局等より、みずほ総合研究所作成

図4 住宅在庫面積の対販売面積比



(注) 1. 仕掛在庫面積＝施工面積－竣工面積として算出。

2. 1級都市は、北京、上海、広州、深圳の4都市。2級都市は、南京、杭州、合肥、寧波、厦門の5都市。3級都市は、海口、貴陽、昆明、銀川、ウルムチの5都市。

(資料) CEIC Data、中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。