

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## 中国の 2016 年の供給側構造改革と今後の経済の見通し

公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部 上席研究員  
梅原 直樹  
[umehara@iima.or.jp](mailto:umehara@iima.or.jp)

### <要旨>

1. 中国の経済成長は減速局面が続くなか、政府は、安定成長と改革深化の両立を目指す。2020年までの発展計画、第13次5カ年計画要綱が2016年3月に採択され、今後5年間は6.5%以上の経済成長率の維持を目指す。
2. 2016年は供給側構造改革が最重要政策の一つとなった。足元の課題は「三去（三つの過剰の除去）、一降（コストの削減）、一補（不足の補完）」の5点に集約され、鉄鋼、石炭産業の過剰生産設備の削減が進められている。
3. 国有企業改革については2015年9月に、国務院（内閣）より指導意見が出され、これが今後の改革を具体化するためのマスタープランと位置づけられている。他方、2016年上半期には中央直轄国有企業および地方国有企業の社債においてデフォルト事例が発生、経営が悪化した企業と管轄地方政府は市場や投資家から債務リストラを督促されている。政府は企業合併、債務株式化、アセットマネジメント会社（AMC）活用などによる対処を行う構えである。債務リストラは、全体設計と個別案件処理とが共に重要だが、なかでもモラルハザードを生じさせないための全体設計は極めて重要である。足元で発生している破綻の処理は、今後の処理のモデルケースとなる可能性もあり、その推移をしっかりと見ておく必要がある。

4. 5つの供給側構造改革のうち、過剰不動産在庫の問題は超大型都市と地方の小型都市とで全く異なる様相となっている。前者は、金融緩和の追い風も受け、市場に過熱が見られる。後者は、市場の動きが鈍く在庫減少などの改善は不十分だ。政府は、問題を切り分けて対処していく必要に迫られている。同時に、不動産市場の変化は金融部門における潜在リスクの拡大の観点からも、注意が怠れない。

5. 今後の経済成長のシナリオとしては、政府が改革と成長の政策バランスに注目して以下を想定してみた。

順調ケース (40%) 国際通貨基金 (IMF) が示す改革と成長とのバランスが得られるケース

やや悪化ケース (30%) 経済成長予想が IMF よりやや下ぶれるケース

悪化ケース (20%) 無理に景気の底上げを行った結果、2021年以降失速。

最悪ケース (10%) 改革継続に困難が生じ成長率も低下するが大混乱は回避。

## <本文>

### 1. 2016年上期までの経済概観 — 景気減速の中、改革に踏み込む習近平政権 —

#### (1) 誕生から4年目に入った習近平政権

中国で習近平政権に移行する前の、胡錦涛政権の10年間を振り返ると、前半は2001年の世界貿易機関 (WTO) 加盟を追い風に高度経済成長を経験したが、後半は格差が問題視され和諧社会 (調和のとれた社会) に舵を切ろうとする中で、2008年にリーマンショックが発生した。政府は大型景気刺激策を発動してこれを乗り切り、中国は世界の経済成長の牽引役を果たした。しかし、この成長の裏では、格差、汚職、環境汚染、拝金主義が蔓延し、強力な景気刺激策は信用膨張による過剰投資を引き起こした。そして、このような発展モデルは持続可能なものではなかった。

2012年11月の共産党大会で発足した習近平政権は、政治面では反腐敗を強力な武器にして、トップダウンによる指導力の強化に取り組んだ。2015年の末には人民解放軍の改革にも踏み込んだ。経済面では、2013年11月の党の三中全会で全面的な改革深化の方針を打ち出し、前政権の景気刺激策で残された負の遺産の整理整頓を進めた。そこには理財商品の規範化の強化や、地方融資平台の資金調達を地方債発行で安定化させることが含まれる。その上で、習近平政権は2014年末に「新常态」との現状認識を公式に打ち出し、中国経済が安定成長期に入ったことを宣言した。2015年には、三中全会で決めた全面的な経済改革に本腰を入れ始め、そこで打ち出されたのが供給側構造改革だった。

## (2) 供給側構造改革への着手と成長目標の両立

供給側構造改革は、2015年11月に党・政府の最高レベルの会議に突如現れて大きな話題となり、翌12月の中央経済活動会議で2016年以降の最重要改革に押し上げられた。また、この改革の公表に先駆けて2015年9月に国務院（内閣）は、国有企業の改革深化に関する指導意見を公表している。当初、この指導意見は具体性が乏しかったために注目度が低かったが、その後、改革を具体化するための諸文書が各省庁から順次公表されていく中で、この指導意見のマスタープランとしての役割、重要性が再認識されることになる。

2013年11月の三中全会以来、なかなか発表されず、停滞すら指摘された中国経済の諸改革は、こうして2015年秋以降に矢継ぎ早に打ち出されてきた。

また、これと重なる時期に第13次5カ年計画の中身も討議された。これは2016年から2020年の期間を対象にした国家発展計画で、2015年10月には共産党の五中全会で討議され、翌2016年3月に全国人民代表大会で正式に採択された。これにより中国は以後5年間、イノベーション、協調、グリーン、開放、共に享受という5つの発展理念を掲げて発展を目指すことになった。

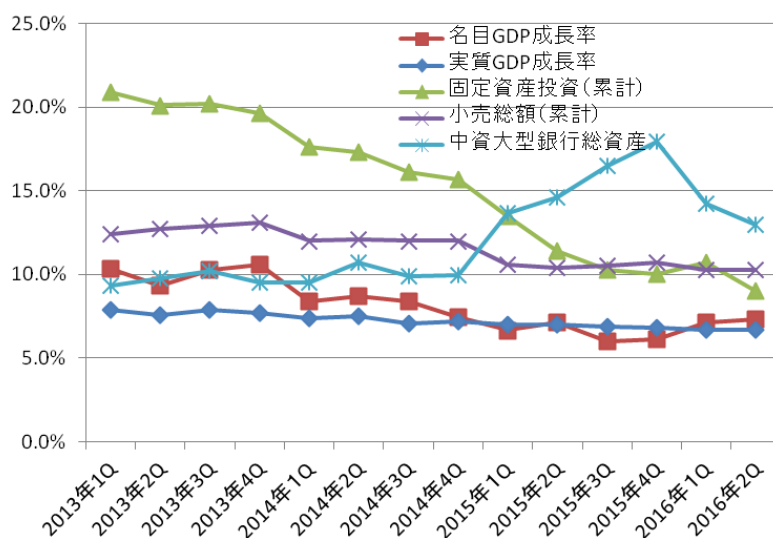
2017年秋には共産党大会が5年ぶりに開催される。中国共産党は2021年に結党100周年を祝おうとしており、その時までには貧困を撲滅し、全面的な「少しゆとりのある社会（小康社会）」を実現することが、最も重要な国家目標となっている。そのためには、実質GDP成長率を当面6.5%以上に維持することが必要となる。他方、中長期的な発展を実現するには、短期的には痛みを伴うと見られる改革も実施していかなければならない。中国政府は、2020年までの間に、安定成長の維持と経済改革の深化という二つの目標を同時に追い求めることになる。これは挑戦し甲斐のある目標だが、共に達成することは容易ではない、非常に高い目標にも思える。

## (3) 中国経済の変質 —金融緩和による牽引力に頼れなくなりつつある中国経済—

図表1は、習近平政権発足以来のGDP成長率などの経済指標の一部である。2014年末に「新常态」が公式発表された頃を境に、地場大手銀行の総資産が大きく伸張していることが見て取れる。中国人民銀行（中央銀行）は、2014年11月より金融緩和を開始しており、これは翌2015年10月まで継続したが、その間、大手国有商業銀行などによる融資は急拡大している。しかし、これに呼応して経済成長率が押し上げられたかと言えば、その痕跡は見られない。このことは、「新常态」以降、金融緩和により資金供給を増やしても、それが必ずしも実体経済の成長には役に立っておらず、むしろ、多くが株式市場や不動産

市場など資産市場に流れ込んだ可能性を示している。中国は金融緩和で経済成長を大きく牽引することが難しい経済になった可能性がある。

図表1 経済成長率と銀行総資産の伸び率の推移



(出所: 国家統計局、中国人民銀行)

#### (4) 2015年に現実のものとなった中国金融市場の不安定化

##### ①株式市場の不安定化 —株式市場を活用した国有企業の脱レバレッジ改革の頓挫—

中国が新常态を宣言した2015年頃は、米国が、リーマンショックの後の量的緩和を修正し、利上げのタイミングを模索し始めた時期であった。世界がその行方を注視していた。

新興国からの資金流出が起きやすくなっていた。つまり、世界の金融市場が不安定化の可能性を孕んでいた。2014年秋、そのような時期にも関わらず、中国人民銀行(中央銀行)は金融緩和に踏み切った。この目的は経済の下支えであったが、特筆すべきはその目的に企業のコストの削減が含まれていたことだ。これは、中国全土で負債に依拠した投資が行われた結果、負債が増大し、中央および地方の国有企業などで借入れコストが経営を圧迫する事態が生じていたことを意味する。しかし、この金融緩和は、各種企業の業績改善も市場の改革もゆっくりしたペースでしか進んでいない中で、株式市場における株価高騰を先んじて発生させた。今から見ればこれはまさに金融相場であった。

中国では2014年後半以降、不動産価格の下落傾向が顕著になっており、中国国内の投機的な資金は、不動産以外の新たな運用先を求めていた。おそらく、その一部は、金融緩和をチャンスと見て、株式市場に向かったと考えられる。2014年後半から2015年前半にかけて中国では一大株式ブームが発生し、加熱、バブル化をもたらしたが、2016年6月に至って株価は急落を見ることになった。

システミックリスクを恐れた中国政府は、国を挙げた株価下支え策に邁進し、世界の市場から不興を買うことになったことは記憶に新しい。

そもそも、中国政府は、株価バブルを発生させるつもりはなかった。金融緩和を通じて株高を生じさせ、そのような有利な環境の中で国有企業を中心に新株発行を伴うエクイティファイナンスを促し、それにより銀行借入を返済させて脱レバレッジを実現するというシナリオを描いていたものと見られる。しかし、この余りにも楽観的シナリオは実現に至らず、絵に描いた餅に終わった。株式市場は党中央が考えるほど容易にコントロールできる代物ではなくなっていたのだ。

その後、2015年後半には、国内の投機資金は、再び不動産マーケットを目指すことになった。深セン・上海・北京・広州などの国際的な大都市に加えて、2016年には南京、アモイ、合肥などの、いわゆる2線都市でも不動産価格の急騰が生じ、2016年秋にブレーキが踏まれるまで不動産市場の過熱が続いていくことになった。

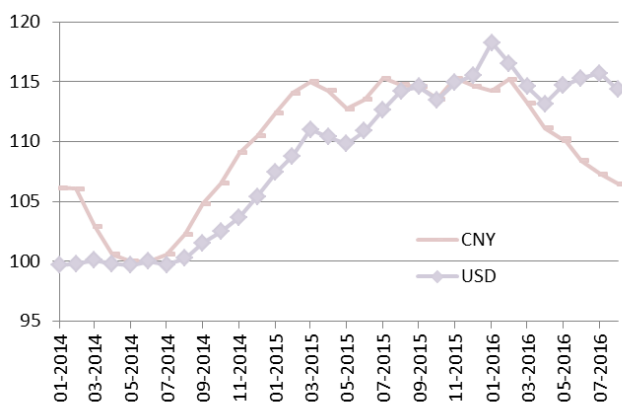
#### ②為替市場の不安定化 —当局の切り下げが外貨準備減少と資本取引規制強化を招く—

2015年は中国政府が人民元をIMFの特別引き出し権（SDR）構成通貨に加えるために金融改革を加速した年でもあった。しかしこの過程において、人民元相場には大きな混乱が生じた。

中国政府はリーマンショックの発生を見て、基軸通貨としてのドルに疑念を抱き、その結果、2009年より人民元の国際化に本腰を入れ始めた。その努力は実って、2015年11月、IMF理事会は人民元のSDR構成通貨採用を決定した。

しかし、2014年以降、国際金融市場においてドルは利上げを織り込み始め、世界的にドル高が進行していく中で、中国当局は、おそらくIMFを過度に意識した結果、人民元をドルに対して安定させる政策を維持することに拘った。その結果、人民元は、2014年下半年以降、図表2の実効為替相場推移が示すようにドルに連れ高となり、ユーロ、円などの全ての通貨に対して急騰することとなった。

図表2 人民元と米ドルの実質実効為替相場の推移

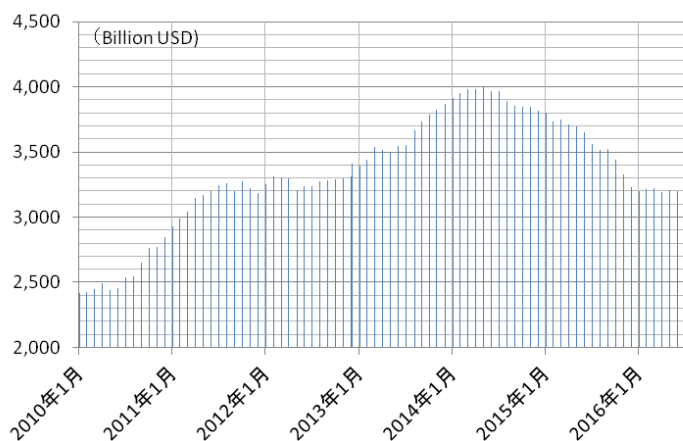


出所：BIS、IIMAにて2014/6=100として加工

中国は、2015年8月にIMFの助言を受ける形で為替改革に踏み切ったが、その際に、それまでに蓄積されてきた人民元のドルに連れ高となっていた分を修正する意図が働き、当局による人民元切り下げが実施された。しかし、これは当局が全く意図しない結果を招いた。特に切り下げ実施が7月の輸出悪化を示すデータが発表された直後に行われたことにより、世界は、国内経済が悪化する中で中国が元安による輸出振興策に踏み切ったと判断した。これは中国当局から見れば誤解であったが、市場には当局が追加で人民元を切り下げるだろうとの観測が瞬く間に広がり、新興国通貨の連鎖切り下げの不安や恐怖が蔓延する中で、世界中が人民元の先安観に支配されるに至った。

当局は、オン・オフショア市場で元買い介入を実施し、2014年半ばに減少が始まっていた外貨準備高は、さらに減少していくことになった（図表3）。

図表3 外貨準備高推移



(出所: 国家外為管理局)

こうして人民元はIMFにより「自由に利用可能な通貨」として認められる一方、中国政府は資本取引の規制強化に追い込まれ、市場に存在した人民元高期待は一気に市場から吹き飛び、香港での人民元預金は減少が加速し、人民元国際化は後退を余儀なくされていく。

IMFは今後2年程度を目処に、人民元の為替相場決定メカニズムをクリーンフロート(自由な変動為替相場制度)に向けた改革することを推奨しているが、実現できるかどうかは、予断を許さない状況となった。

#### (5) 2016年第1四半期の経済運営

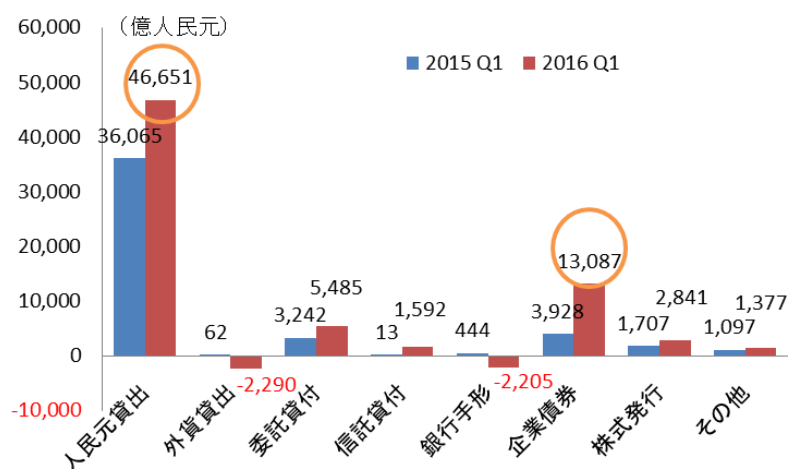
2016年の初めの2ヶ月間は、前年からの株安と人民元安の流れを受けて、中国の金融市場には、引き続き強い不安定感が漂っていた。しかし、2月に旧正月が明け、中国人民銀行が、市場に関する見方を明らかにする中で、株式および為替市場は、徐々に落ち着きを

取り戻していった。4月には、第1四半期の実質成長率が6.7%と、2015年第4四半期の6.8%から0.1ポイントの減速に収まったこともあり、中国経済のハードランディング不安は徐々に払拭されていった。

しかし、この背後には、銀行融資、社債発行、委託貸付の増加などを通じた社会資金調達規模の大幅な拡大が見られていた。2016年第1四半期、社会資金調達規模増加額は6.65兆元と前年同期4.66兆元と比べて43%の増加となった。そのうち人民元貸出が29%増、社債による調達が233%増となった（図表4）。これらはインフラ投資などの財政拡大策と同時に実施された。つまり、政府は政策を動員して、経済の下支えを強力に行ったのであった。中国政府は、国際的な風評を安定させるためにも、このような景気刺激策が必要だと判断したと見られる。

もちろん、これは地方や企業運営の現場においては、成長優先への政策変化のサイン、または改革の後退のサインとも取られかねないものだ。そうなると、地方のコントロールが効かなくなる。これは非常に大きな問題である。

図表4 社会資金調達規模（増加額）



出所: 中国人民銀行、注: 株式発行は金融機関発行分を除く

## (6) 「権威人士」の登場

そのような中で登場したのが、5月9日の人民日報における匿名「権威人士」のインタビュー記事であった。ここでいう「権威人士」は、中国経済運営について高い立場から評論ができる有識者の意味である。習近平政権になってから、権威人士の登場はこれで3回目であった。しかし、今回は特に習近平総書記に近い党幹部がこれを執筆したのではないかとのことで、憶測が広がり大いに注目された。なぜなら、この記事の中で、権威人士は

第1四半期に行われた信用拡大に基づく経済下支え策を厳しく批判していたからである。

これは、党中央による国務院批判にも見えた。そのため中国政治ウォッチャーからは、習近平主席に代表される改革の急進派と、李克強に代表される穏健な実務派の間で、深い政治対立が生じているのではとの見方も広がった。しかし、それはやや浅い見方だったのかもしれない。

政治的観点は、100%排除できないが、それでも改めてこの権威人士の主張を冷静にみれば、中国が安定成長と改革深化の両立を目指さねばならない困難な状況にあることを前提に、短期的な市場安定重視政策はあくまで短期的なものとして必要だとしても、中長期的な成長目標を達成するために、改革深化を決して忘れてはならない、との警告であったと見ることができる。なぜ警告が必要かと言えば、特に地方政府において、幹部のタガが外れると、取り返しのつかない事態に陥ることが予想されていたからであろう。

そもそも、安定成長と改革深化の両立は党中央の組織決定である。党総書記であろうと、国務院総理であろうと勝手に放棄したり、変更したりすることはできない。権威人士の発したメッセージは、信用拡大に依拠した経済下支えは、第1四半期においては、グローバル市場に広がった中国悲観論を払拭するという課題のためにも、やむなしであったが、第2四半期以降も持続されるべきものではない。地方政府幹部や国有企業幹部は、規律を引き締め、改革モメンタムを維持させねばならない。始まったばかりの供給側構造改革および国有企業改革を骨抜きにしてはならないとのメッセージであったと考えられる。

しかし、2016年上半期は、その一方で社債市場において、複数のデフォルト事案が発生していた。そこには、民間企業の社債だけでなく、国有企業、しかも中央直轄の国有企業の社債も含まれていた。経済成長が鈍化する中で、過剰生産設備を抱えた企業の資金繰りが圧迫されるのはやむを得ない。資金調達が全て銀行借入れであれば、金繰りのトラブルはあまり表面には出ず、銀行の不良債権増加は政府が時間をかけて処理することが可能だ。しかし、社債がデフォルトすれば、その企業の苦境は衆目の下に晒され、政府の意向にかかわらず債権者によりリストラの加速が督促される。このような事案の増加は、政府が安定成長の維持と改革深化を進む道にも、影を落とさざるを得ない。これについては4.で述べる。

## 2. 供給側構造改革の進捗状況

### (1) 国内でも様々に議論されている供給側構造改革

供給側構造改革（中国語は「供給側構構性改革」）は、2015年12月に開催された中央経



済活動会議で初めて公式に内容が示され、2016年3月の全国人民代表大会の政府活動報告で李克強国務院総理により改めて言及された。

2016年における供給側構造改革の最重要課題は、以下5ポイントにまとめられた。即ち、過剰生産能力の削減、過剰住宅在庫の削減、過剰レバレッジの削減、企業コストの圧縮、不足補充である（中国では「三去一降一補」と略称される）。

供給側構造改革は2016年5月の中央財經指導小組会議でさらに位置づけの再整理が行われた。どうやら、この間にも党中央、政府、学者らの間でこの改革を巡り様々な議論が行われたものと見られる。それほどに、この供給側構造改革は重要な内容を含むものとも言える。また西側経済で言うところのサプライサイド経済学やハンガリーなど中東欧の計画経済の市場化改革論との関係でも様々な議論を呼んだ可能性が考えられる。

## （2）鉄鋼、石炭産業における過剰生産能力の削減

目先の最重要課題とも言える過剰生産能力の削減に関して、国務院は2016年2月、鉄鋼と石炭業において具体的な削減施策を発表した。5月には建材工業の過剰生産能力削減、6月には銅・アルミなど非鉄金属の構造調整に関する政策も出された。その中でも2016年の最重要削減対象はあくまで鉄鋼と石炭である。

中国における過剰生産能力の問題は胡錦濤政権時代の2000年代半ばより重要政策テーマとされてきた。当時は太陽光パネルの過剰が国際的な問題ともなり特に目立っていたが、鉄鋼、石炭、セメント、板ガラス、アルミなどの各業種で、旧式の設備を淘汰させることも大いに話題になった。鉄鋼は現在、欧米諸国との間で貿易摩擦を生じている。石炭は国内のPM2.5等の大気汚染問題とも深い関係がある。

2月に国務院が発表した鉄鋼の過剰設備削減計画は、現在業界が保有する10数億トンの生産能力のうち、約1割に相当する1~1.5億トン分を今後5年間で削減するというものである。7月に入り、2016年1年間の削減目標が4500万トンと定められた。石炭については、最長5年で5億トンの削減目標が定められ、2016年の目標は2.5億トンに定められた。政府は、これらが計画通り進むように実地検分を計画している。計画比未達の場合、関係幹部を処罰することも視野に入れ、政策実効性の確保に努めることになった。

## （3）金融面での供給側構造改革

実体経済における改革に関連して問題意識が持たれているのは、金融機関における不良債権や損失発生が増大である。デレバレッジや債務リストラについても議論が重ねられて

いる。

当初より政府は1990年代末の不良債権処理に倣い債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ、以下、DES）、金融資産管理会社（AMC）の活用を検討したようだ。しかし、大手銀行は既に株式を上場しており、当時とは経済規模なども含めて状況はすっかり変わっている。当時と全く同じ方法で問題を処理することは困難であり、新たな方策を考え直す必要がある。

金融界においては2016年4月、中国人民銀行、銀監会、証監会、保監会の連名文書が発出されて、供給側構造改革に関する大局的な対応方針が示されたが、8月には、これを踏まえ、銀監会が「鉄鋼・石炭業の過剰生産能力削減の債権債務処置についての意見」という通達案を作成し、関係方面に配り意見を募っている。企業が財務リストラをする際に生じる不良債権を処理する際にDESを活用する場合は、市場原理と法律に則った処理が基本原則であるとし、政府の命令による恣意的なDESは排除しようとしている。

債務リストラの問題は、最後は、誰がどのような割合で損失を負担するかの協議に行き着く。人民銀行や銀監会としては、金融システムに悪影響が及ぶことは阻止しなければならず、透明なルールの必要性を強調することになる。今後もDESにまつわる議論が関係省庁の間で続けられると見られる。そして、最終的には立法化も図られると推察される。その上で実際の不良債権処理が進むには相応の時間がかかることになりそうだ。

#### （4）慎重かつ大胆に進める必要がある供給側構造改革

供給側構造改革は、様々な痛みを伴うことが予想される。失業の増加など社会的影響を和らげるために、政府は予め補填政策を用意しているが、現状の手当てで十分かどうかははっきりしない。金融セクターへの影響もやり方次第では甚大なものとなる。

ただ、政府はこの改革は先延ばしできないものとの認識を持っているようだ。先延ばしすれば中国経済の不健全性や非効率性を温存させるだけでなく、さらにこれを深刻化させ、中長期的な経済発展に悪影響を及ぼすことになりかねない。金融のデレバレッジも、進まなくなる。逆にこの改革が成功すれば、国有セクターの健全化、経済全体の効率化にもつながり、中長期的な経済成長に結びつく可能性が考えられる。

改革はここに来て正念場を迎えつつあり、政府は、既得権益と折り合いをつけながら、この改革を慎重かつ大胆に進める必要がある。2017年も、それ以降も、この改革は続いていくと考えられる。

### 3. 国有企業の債務問題

#### (1) 国有企業の社債デフォルトの多発

中国では、2014年の年初に山西省の石炭開発プロジェクトの資金調達に関わる信託商品がデフォルト危機となり大きく報道された。これを皮切りにデフォルトは、2015年以降、社債市場にも広がっていった。発行者は民営企業から地方国有企業、そして中央政府直轄国有企業へと広がり、2016年の前半で、前年と前々年の合計数を越えるデフォルト案件が発生している。国有企業で2015年以降に発生した社債デフォルト事案には図表5のようなものがある。社債発行は直接金融市場の発展を促したい金融当局による改革努力の成果であり、現在、超短期コマーシャルペーパー（SCP）、短期コマーシャルペーパー（CP）、非公開特定投資家向け私募債（PPN）、中期手形（MTN）などによる企業の資金調達は盛んである。しかし、経済成長が鈍化する中、構造不況業種にデフォルトが発生し、社債市場の運営は見直しを迫られる可能性もあろう。

図表5 2015年以降の主な国営企業の社債デフォルト事例

企業名（カッコ内は初回デフォルト発生時期）	案件概要
保定天威集团有限公司 (2015年4月)	中央直轄国有企業の中国兵器装備集団の100%出資の企業集団。中国兵器装備集団のコア事業から遠く、地方政府傘下の国有企業集団の色が濃い。業績悪化、債券デフォルトを経て、2016年1月より破産処理手続き開始。
広西有色金属集团有限公司 (2015年6月)	最初のデフォルトは支払い実施となったが、2015年11月、2016年2月のデフォルト発生で法的な再建手続きに入った。債権者の意見がまとまらなければ破産処理に至る可能性あり。
中国第二重型機械集団/ 二重集団（徳陽） 重型装備 (2015年9月)	中央直轄国有企業。業績悪化。2013年より国務院の批准の下、中国機械工業集団傘下でリストラ中。
中国中鋼株式会社 (2015年10月)	中央直轄国有企業の中国中鋼集団の傘下企業。7年債の利払いで延滞発生、同集団は政府と親会社を通じて対応協議中。元本（20億元）償還期限は2017年10月。DESを初申請したとされ、その適用動向が注目される。
東北特殊鋼集団有限責任公司 (2016年3月)	本社は遼寧省大連、製造拠点を大連、瀋陽、黒龍江省チチハルに有する地方国有企業。トップが自殺した直後に債券デフォルト発生。8月末でデフォルト債券8本、総額50.7億元。地方政府主導によるリストラ協議中案件。DESによる解決案は投資家拒否反応が強い様子。
中煤集団山西華昱能源	中央直轄国有企業の中国中煤能源集団の傘下企業。石炭業

有限公司 (2016年4月)	は供給側構造改革の対象業種となっている。元本6億元がデフォルト。今後、2016年に15億元、2017年に23.5億元の社債償還期限到来。対応協議中。
中国鉄路物資株式有限公司 (2016年4月)	中央直轄の国有企業。元鉄道部の一部門として鉄鋼製品を取扱ってきたが経営悪化、未償還社債総額は168億元とされる。しかし、国有資本運営の為の国策会社である中国誠通控股集团主導の下での調整により、8月には社債償還・利払いが正常化したと報じられる。

(出所：ロイター通信の報道等より筆者作成)

## (2) 今後の国有企業のデフォルトの発生が増えると予想される業種

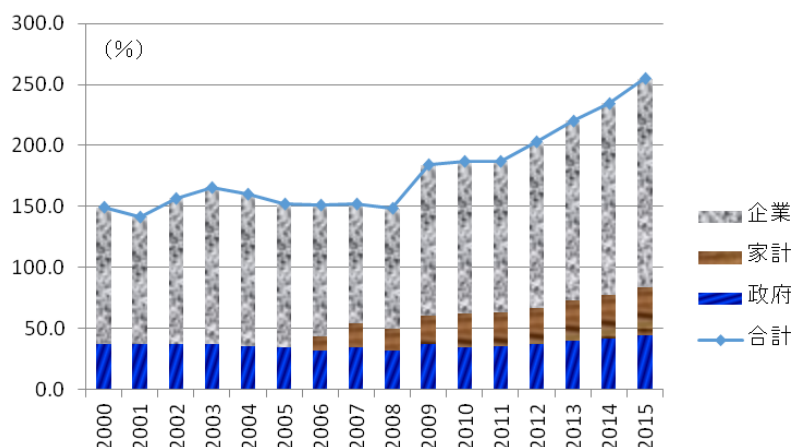
今後も構造不況業種、過剰生産能力を抱える業界では、新たにデフォルトが発生する可能性が高い。具体的には、鉄鋼・石炭、非鉄金属、建材関連（セメント、ガラス）などであり、そのほかにも造船業や、原油価格下落の影響や減産の影響を受ける石油関連業界も安心できない。

中国では、ここ50ヶ月以上、生産者物価指数がマイナス圏で推移しており、これは業界でデフレ傾向が続いていることを意味する。仮に現在のように、金融緩和の環境が続いたとしても、資金繰りの悪化に見舞われる製造業の企業は今後も増える可能性がある。さらに、不動産業界業についても、足元は大都市圏の価格上昇によって一息ついた格好となっているが、それが一旦行き過ぎて、再び市況が悪化する方向に動く際や、金融引き締めが起こった際は、資金繰り悪化に注意が必要だ。

## (3) 政府（中央・地方）及び企業の債務残高状況・予測

国際決済銀行（BIS）のデータによると、2015年末の中国の非金融部門の債務規模は、政府部門がGDPの44.4%（前年比2.9%ポイント増）、企業部門は同171.8%（前年比13.9%ポイント増）、家計部門は同39.5%（前年比2.6%ポイント増）となり、合計では同254.8%と前年比20.3%ポイント増となっている。中国の場合は、明らかに企業部門における債務の規模が突出し、足元でも増加している（図表6）。

図表 6



(出所: BIS)

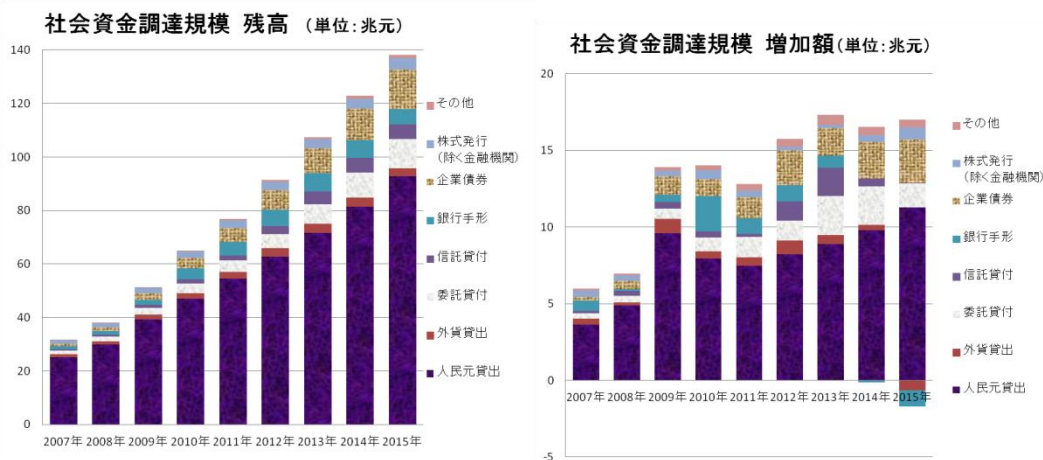
この背景には、社会主義的計画経済の中で培われた国有セクターの役割の伝統的な強さがある。BIS データではないが、企業部門の債務は民営企業より、国有企業が占める割合が高いはずだ。国有セクターは国有商業銀行からの借入れを受けやすいし、社債による資金調達も容易である。資金調達能力は、国や地方政府の隠然たる支援やそれに基づく信用力で強化されたものだ。そして、国有企業は調達した資金を、全て本業での投資に充てるわけではない。投資効率が低い場合は、資金を財テクに回す。大都市の不動産投資や委託貸付、理財商品を経由して関連会社やその他民営企業にも高利であるが資金は回される。

今般の供給側構造改革では、過剰レバレッジ削減が、5つの課題の一つになっている。しかし、これを進めるためには、上記のような国有企業を経由したファイナンスの実態を明かし、そこにメスを入れる必要がある。資金循環の状況が明らかになれば、課題も見えてくるであろう。金融機関が、直接民間企業に資金を貸す流れを太くするには、中小金融機関の融資審査能力の向上が必要だ。金融改革は時間がかかるが、一つひとつ着実に進めていくしかない。

今後、政府が潜在成長率以上の経済成長目標を掲げて金融を一つのツールとして活用し続けるなら、恐らく国有部門を経由した資金の流れは、今後も増えるであろう。これは供給側構造改革における過剰レバレッジ削減の施策と逆行するが、政策の問題である。2016年の第1四半期は、そのような動きが生じ、成長下支えが行われたといえよう。

図表 7 は社会資金調達規模の動向だが、6.5%以上と決めた成長目標が放棄できなければ、今後も社会資金調達規模は相応に高い伸びを示すことになる。

図表7 資金調達規模の拡大



#### (4) ゾンビ企業の淘汰、債務株式化、不良債権証券化、

中央直轄国有企業や地方政府傘下の国有企業は、これまで多くの雇用をもたらし、同時に政府からの手厚い保護を受けてきた。多くの企業は、業績が一時的に悪化しても政府補助金や金融機関の追加融資などを受けて、これまで生きながらえることができた。しかし、現在、それがゾンビ企業として問題視されている。供給側構造改革は今後、ある程度の時間をかけてゾンビ企業の退出を求めていくことになりそうだ。

改革の中でゾンビ企業が淘汰される流れが加速するなら、企業の債務、過剰レバレッジは少しずつ削減が進むであろう。コスト負担・分担を協議し、企業債務を AMC に移転できれば、不良債権は銀行バランスシートから切り離し処理することが可能になる。関係当局や債権者は、債務が膨らんだ理由や責任の所在を明らかにしつつ、リストラ詳細案を詰めていくことが必要となる。にも関わらず、もしも上からの強制力を使い、その場しのぎの負担押し付けが行われれば、モラルハザードや社会の反発を招き、結果、問題は先送りされるだけで根本的な改善はなく、将来に禍根を残すことになりかねない。

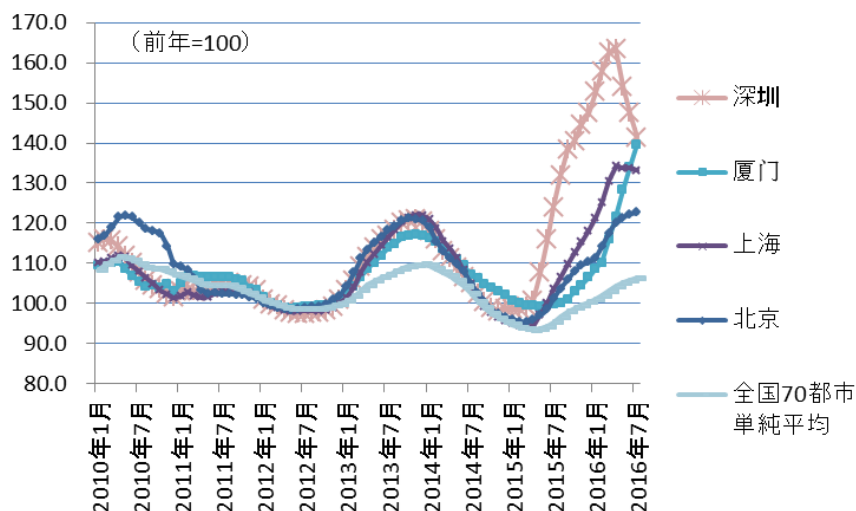
## 4. 住宅在庫の処理問題

### (1) 過剰住宅在庫の削減

供給側構造改革の課題のうち、過剰住宅在庫の削減が今後、どのように展開するかは、現在まだはっきり見えてこない。北京・上海・広州・深センなどの大都市圏では、昨年来(2015年来)、不動産価格の急上昇が見られる(図表8)。株価の暴落、資本規制の強化により中国内で高い運用利回りを求める資金は、再び不動産に向かっている。不動産には未だ固定資産税などのコストは生じておらず、現代中国人にとって貴重な資産保全ツールと

なっている。大都市圏では金融商品化が進んでいると見てよい。

図表 8



他方、3級4級都市といわれる地方小規模都市では、過剰住宅在庫問題は、今のところ大きな改善は見られていない。住宅価格は未だ回復の見込みが立たず、在庫が少しずつかはけない状態が続く。この問題の解決策として、地方政府が在庫を買い取って、それを低所得者層や農村から都市への移住者に低い賃料で賃貸するという案が出ている。これによって農村から都市への人口移動が促進され、都市サービス業が盛んになって地方都市の発展につながるとの目論みがなされた。しかし、この政策を実施するためには地方に新たな財源が必要であるが、残念ながらそれを捻出するのは容易ではない。これに加え、地方都市の雇用創出能力は大都市と比べて大きく見劣りがする。仮に、地方政府とデベロッパーとが取引を行うことになれば、バックマージンの授受など再び腐敗の温床が生まれる可能性もある。このように、地方政府による不動産の政府買取り政策にはいくつものハードルがあり、慎重な検討を要する。したがって、小規模都市の住宅在庫問題は、悪性の不動産バブルでも発生しない限り、解決が困難な問題として当面、塩漬けになる可能性がある。そうであれば関連デベロッパーの資金繰りの悪化を想定しておく必要がある。

これがどの程度の規模となり、金融機関等にどこまでの影響を与えるかを知るには、今後、ミクロレベルの詳細な調査を待つ必要があるが、中小規模の財務基盤が弱い金融機関にとっては大きな経営圧力に繋がる可能性がある。銀行に打撃が及ぶとなれば、地方政府は対応や支援策を打ち出す必要がある。大銀行による吸収合併の道を探るのか、銀行への資本注入を行うのかはわからないが、後者の場合、どのようなスキームでこれを行うのが問題になる。いずれにせよ、必死に解決の道を探ることになる。このようなプロセスが、

個別の数行で始まる分にはおそらく大きな問題にはならないのであろうが、もし、各地で雪崩を打つように始まると金融システム全体にリスクが波及する可能性がある。

中央政府は現在、鉄鋼と石炭の過剰生産設備の廃棄問題に注力している。DES もまだスキームが固まっていないが、リストラの方法の検討具合によっては、金融機関にも負担が生じる可能性がある。それがシステミックリスクに及ばないように管理する必要があり、慎重を要する面がある。したがって、過剰生産設備問題が一段落するまでは、地方不動産在庫にまつわる問題には、真剣に手をつけず、敢えて時間稼ぎもすることになるかもしれない。そして、2016年第1四半期に行われた金融緩和は、そのような方向の政策であったようにも思える。

## (2) 不動産市場のバブル崩壊について

3級4級都市の不動産の現在の状況は、既にバブルが破裂してしまったと見るのが妥当なのかもしれない。バブル崩壊で損失を被っているのは、先行きの見通しが甘かったデベロッパー、不動産購入者、そこに資金を供給した銀行および地方政府ということになる。

各地方では、不動産購入者が、政府役人とそれに癒着して暗躍したデベロッパーに対して怒りを爆発させ、デモや暴動に発展するケースが現に多発しているようである。ただし、その怒りの矛先は今のところ、中央政府には向きそうにない。目の前に憎悪の対象が具体的に存在しているからである。中央政府も、個別案件の損失を抱えた人々を積極的に救済しに行くことは考えていない。そこは、まずは地方政府の責任である。もし、怒りが中央政府に向くとすれば、それは不動産関係に起因するトラブルよりも、地方の国有企業に勤務する従業員リストラの方が、その確率は高いかもしれない。過剰生産設備の廃棄問題によって生じる社会的な負担の救済を中央政府が疎かにしていないように見えるのは、どのあたりが敏感な問題であるか、中央政府や省（市・区）レベルの政府は、おそらくよく理解していると思われる。

## 5. 想定シナリオ

以下は今後の中国経済の成長率の予想シナリオである。数量モデルや要素分析によるものではなく、政治情勢や経済政策（改革と安定成長政策）の違いにより、どのようなシナリオに分かれるかということで今後の中国経済の動向を考えたものである。



(1) 順調ケース (蓋然性：40%)

※ これに準ずる(2)のやや悪化(改善)ケースと合わせ、蓋然性は70%。

	実績	→予想					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
実質 GDP 成長率(%)	6.9	6.6	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8

項目	想定内容
概要説明	・IMFの4条協議(2016年)の想定に沿って改革と成長がバランス。
内政・経済	・2017年秋の党大会以降、第2期習近平体制は大過なくスタート。 ・供給側構造改革、国有企業改革が着実に進捗。 ・成長率の6.5%割れにつき政治的コンセンサスを獲得。
マクロ経済運営	・経済成長：目標範囲内で順調(以下、順調) ・就業状況：順調 ・インフレ：順調
金融	・システミックリスクを含め、大きな混乱を生じず。
外部環境	・新たな懸念材料は生じず。

上記(1)の順調ケースは、IMFの出している最新シナリオに沿うものである。

これを順調ケースとした理由は、昨今、IMFと中国政府とは極めて良好な関係にあり、相互信頼関係があり、良好なコミュニケーションが保たれているためである。2016年の4条協議も順調に終了し、IMFは中国経済の改革等の問題について前向きで有意義なアドバイスをしているように言える。そのような中で、IMFの予想シナリオは、中国政府の考えも踏まえたものとなっているため、このシナリオを蓋然性40%とおいた。

なお、IMFの最近のアドバイスの中に、中国にGDP成長目標を取り下げるように求めたものがあつた。成長目標を持てば、中央・地方政府はそれを強く意識し、その結果、経済運営が目標に強く縛られ、投資効率の極めて低いプロジェクトでも推進することになるなど、中長期的には脆弱性が高まる。下記(2)のシナリオ(蓋然性40%)はこれを想定したものである。(2)は、中国政府がGDP成長率目標をソフトにとらえ、より柔軟な経済運営が実現できたケースを想定しており、GDP成長率は(1)より低くなり「やや悪化ケース」としているが、実際の中身は(1)より好ましいことになる。IMFのシナリオをベースとしたケースとして、(1)と(2)を合わせ70%の蓋然性と考える。

(2) やや悪化ケース (実態的にはやや改善ケース) (蓋然性: 30%)

実績 → 予想

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
実質 GDP 成長率(%)	6.9	6.6	<u>6.6</u>	<u>5.5</u>	<u>5.0</u>	<u>4.5</u>	<u>4.5</u>

項目	想定内容
概要説明	・ <u>2017年の党大会に向けて景気下押し圧力が強まるも、安定成長を維持しようとする結果、2018年に入り経済成長がIMF予想より下ぶれる。</u>
内政・経済	・2017年秋の党大会以降、第2期習近平体制は大過なくスタート。 ・供給側構造改革、国有企業改革が着実に進捗。 ・成長率の6.5%割れにつき政治的コンセンサスを獲得。
マクロ経済運営	・経済成長： <u>順調だがやや下ぶれる</u> ・就業状況：順調 ・インフレ：順調
金融	・システミックリスクを含め、大きな混乱を生じず。
外部環境	・新たな懸念材料は生じず。

(3) 悪化ケース (蓋然性: 20%)

実績 → 予想

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
実質 GDP 成長率(%)	6.9	6.6	<u>6.6</u>	<u>6.5</u>	<u>6.5</u>	<u>6.4</u>	<u>3.0</u>

項目	想定内容
概要説明	・改革と成長のバランスを目指すのが、 <u>2020年に向けた安定成長確保に固執した結果、2021年より経済は急失速。</u>
内政・経済	・2017年秋の党大会以降、第2期習近平体制は大過なくスタート。 ・供給側構造改革、国有企業改革が着実に進捗。 ・ <u>成長率の6.5%割れにつき政治的コンセンサスが獲得できず、成長率の無理な底上げを試みる結果、2021年に至って経済が失速する。</u>
マクロ経済運営	・経済成長： <u>当面は極めて順調、ただし2021年に失速</u> ・就業状況：順調 ・インフレ：順調
金融	・システミックリスクを含め、大きな混乱を生じず。
外部環境	・新たな懸念材料は生じず。

この「悪化ケース」は、中国政府が安定成長と改革深化の両立を目指す中で、安定成長により重きを置いた結果、改革が先延ばしにされるケースである。この結果、経済は2021年以降、失速すると想定している。今後、経済の下押し圧力がさらに強まると予想される。

そのような中で無理矢理政策動員を行って成長率を引き上げると、構造改革は先送りになる。工業の不振を無理にクレジットで埋め合わせ、失業を財政で救い、不動産価格の乱高下を政策動員して支える、消費の不振も財政で補う、そのようなことをすれば、将来、失速を起こす確率が高まる。中国政府が2021年の党のメンツにこだわると、このような事態に陥る可能性がある。この蓋然性を予測することは難しいが、共産党がメンツに拘る可能性は無視できず、ここでは20%の蓋然性を考えておきたい。

(4) 最悪ケース (悪化ケース3) (蓋然性：10%)

	実績	→予想					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
実質 GDP 成長率(%)	6.9	6.6	<u>5.5</u>	<u>5.0</u>	<u>4.5</u>	<u>4.2</u>	<u>4.0</u>

項目	想定内容
概要説明	・改革がスムーズに進まず、成長率も低下、政治プロセスにやや困難が生じる。
内政・経済	・ <u>2016年末以降、改革の過程で困難が生じ、成長率も低下する。秋の党大会まで混乱気味の状況が続く。</u> ・ <u>供給側構造改革、国有企業改革でやや混乱。</u> ・成長率の6.5%割れにつき政治的コンセンサス獲得に難儀。
マクロ経済運営	・経済成長： <u>やや下ぶれる</u> ・就業状況： <u>企業リストラで困難な状況が生じる</u> ・インフレ：順調
金融	・ <u>システミックリスクは生じないが、やや混乱した状況も見られるようになる。</u>
外部環境	・新たな懸念材料は生じず。

「最悪ケース」は、2017年以降、経済運営に関する政治コンセンサスが取りづらくなり、経済政策がちぐはぐになり、改革深化を安定成長維持も中途半端に陥るケースを想定した。習近平主席の統治スタイルは反腐敗や言論統制などを武器にしており、左派への配慮も深く、反自由化傾向を有する。他方、李克強総理は経済・市場重視であり、リベラル傾向が見られるが、これが中国では弱点となる可能性がある。この2人のトップの特性や相性は、今後、摩擦やトラブルの原因になる可能性もあり、その蓋然性を10%程度と見る。

## 6. おわりに

中国は極めて難しい改革の時期を迎えている。ただ幸い中国政府はこの改革の難しさをよく理解しており、さらに中国には経済学を理解する多数の官僚や学者がいる。また、国外にも IMF スタッフをはじめ多くのエコノミストが中国の経済運営を観察しており、政府は彼らからいつでもアドバイスを受けることができる。これは中国にとって大きな強みである。

しかしながら、中国の改革はパイが大きくは拡大しない中で進めていかざるを得ない。そうなると関係者間の利益調整がうまくできるかどうかも重要になる。利害調整は本来、政治の役割でもある。現在の政治体制を前提にして、供給側構造改革、国有企業改革、金融改革がどのように進むのか、注意深く見ていく必要がある。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2017 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>