

中国経済は本当に底入れしたのか

株式会社日本総合研究所 副理事長 湯元健治

2016 年秋以降、中国経済の減速に歯止めがかかる兆候がみられる。2016 年 10～12 月期の実質経済成長率は 6.8%と前期(6.7%)からわずかながら改善した。その原動力は、国有企業の固定資産投資やインフラ投資など公共部門の投資拡大である。また、大幅な減速を続けてきた民間投資も下げ止まりから緩やかな持ち直しに転じているほか、輸出も 2016 年秋以降、底入れの兆しがみられる。2017 年 2 月の製造業 PMI(購買担当者景気指数)は 51.6 と前月の 51.3 から上昇し、3 カ振りの高水準となった。輸出受注が 53.8 と 2014 年 9 月以来の高水準に達していることが背景にある。工業部門の利潤総額も増益に転換しており、中国経済が底入れした可能性を示唆している。

もっとも、中国経済を巡っては様々なリスク・ファクターがあり、先行きを過度に楽観視することは禁物だ。実際、3 月 5 日から開催された全国人民代表大会(以下、全人代)において、2017 年の成長率目標を「6.5%前後」に設定し、昨年の「6.5～7%」から下方修正している。当局は一時的な 6.5%割れを容認し、構造改革を重視するスタンスを見せているが、現在の景気情勢は本当に底入れといえるのか、一時的な下げ止まりに過ぎない可能性はないのか。以下では、①民間投資や企業収益回復の持続性、②企業部門の過剰債務の調整圧力、③不動産バブルリスク、④人民元相場のコントロールビリティ、⑤米中貿易摩擦激化の可能性の 5 点に絞って、先行きのリスク要因を検証したい。

1. 民間投資や収益回復の持続性には疑問符も

筆者は、2 月末から 3 月上旬にかけて北京に赴き、政府当局者をはじめ、民間エコノミストや研究者、市場関係者らと意見交換する機会を持った。昨年秋口の時点では、この先経済がどこまで減速するのかが見えないといった悲観論が溢れていたが、今回はそうした見方が後退し、慎重ながらも明るさが増しているように感じられた。とはいえ、彼らは 2017 年の実質成長率見通しを 6.5～6.7%と昨年(6.7%)よりも低めの比較的穏やかな成長を見込んでい

る。まず、民間投資が大底を打ったとする要因については、彼らの多くは「景気の先行き不透明感の後退」が主因であると指摘する。その背景には、大幅なインフラ投資の拡大があることは間違いない。2016 年 12 月の中央経済工作会議では、「積極的な財政政策」という基本方針が示されたが、昨年初来続いている前年比 20%前後の高いインフラ投資の伸びを今年も本当に維持できるのか。最高指導者が入れ替わる 5 年に一度の共産党大会を秋に控え、経済運営は「安定」を最優先させる方針を示したが、2017 年の財政赤字目標は 2.38 元(39 兆円)と 2016 年から 2,000 億元の増加にとどめている。これは、歳出拡大よりも増値税率の引き下げなど企業減税に軸足を置くものだ。しかし、減税規模は 3,500 億元と 2016 年(5,700 億元)を下回る。過剰債務を抱えた民間部門の投資がこのまま一本調子で回復傾向を続けるのかどうか、予断は持てない。

企業収益回復の要因は、企業物価(PPI)の持ち直しによる価格効果が大きい。2月のPPIは前年比7.8%と2008年9月以来の上昇幅となった。この背景には、(1)国際商品市況の上昇、(2)インフラ投資の拡大、(3)鉄鋼、石炭等の分野における過剰生産能力の削減効果がある。実際、企業収益の回復は鉄鋼や石炭等の素材業種の業績回復によるところが大きい。しかし、2月の消費者物価(CPI)上昇率が前年比0.8%にとどまったことを考えると、川下分野での物価上昇圧力はさほど強くなく、素材分野を中心とするPPIの上昇はいずれ加工組立産業や非製造業のコスト上昇に跳ね返ってくるはずだ。数量の伸び(=実質成長率)がさほど高まらない中で仕入れ価格上昇は、企業収益の圧迫要因になるとみておく必要がある。

2. 企業部門の過剰債務の調整圧力が景気を抑制

中国経済の最大のリスク・ファクターは、企業部門の過剰債務とその裏側に潜む潜在的不良債権の大きさだ(詳しくは、湯元健治の視点「中国リスクをどうみるか」2016.9.14 参照)。これをどう見るべきかに関して重要なポイントは、企業債務残高対GDP比率が168%と日本のバブル期(140%弱)を上回る状況の中で、この高いレバレッジ比率の中心を占めるのが民間企業なのか、国有企業なのかという問題だ。残念ながら、官民の債務の割合を示す公式データはなく、「国有企業債務が70%と大半を占める」との見方から、「官民比率は50対50」と民間債務も大きいとの見方など様々な見方が交錯している。確かに、鉄鋼、石炭等、過剰生産能力の削減対象となっている業界は国有企業が多いが、固定資産投資全体に占める民間投資の比率は65%と過半を占めており、民間債務の大きさも無視できない。

国務院は昨年10月に「企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引き下げに関する意見」を発表し、企業債務の削減を(1)生産能力の削減、(2)過剰在庫の解消、(3)企業コストの引き下げ、(4)経済の弱みの補強と並ぶ、5大任務の一つに位置付けている。一般的に、デレバレッジ(企業の債務比率引き下げ)の手段としては、(1)過剰生産能力の削減、(2)企業の合併・再編など国有企業改革、(3)ゾンビ企業の整理・淘汰、(4)銀行貸出、シャドーバンキングの抑制、(5)債務の株式化(DES: Debt Equity Swap)などによる債務再編があるが、その推進ペースを誤ると、雇用の悪化や大幅な経済成長率の低下につながりかねないだけに、どうしても実行は慎重スタンスに傾きやすい。

まず、鉄鋼、石炭の過剰生産能力の削減は、2016年1年間の目標(各々6,500万トン、2.9億トン)が達成され、市況の回復など一定の成果につながった。しかし、今年は秋の共産党大会を控えて安定重視の年であり、目標は鉄鋼が5,000万トン、石炭が1.5億トンと昨年を下回る。また、鉄鋼、石炭以外の業種では目標が設定されておらず、不徹底感を拭えない。国有企業改革も、合併再編は一定程度進んでいるが、内実は国有企業を益々強くする改革となっている。改革の目玉である混合所有制の導入に関しては、当初の狙いだった民間企業の国有企業への出資という色彩が薄れ、国有企業の民間企業への出資に重点がシフトするなど、「国進民退」に拍車をかけかねない状況だ。国有資産監督管理委員会は、国有企業の傘下にある345社の「ゾンビ企業」を3年以内に整理・淘汰する方針を表明し、社債のデフォルトを容認する姿勢に転じているが、これは短期的には経済への調整圧力となって跳ね返る。銀行貸出やシャドーバンキングの抑制は劇薬であり、金融監督・規制の強化を通じて徐々に進めざるを得ない。また、李国強首相が提唱した1兆元とも言われる債務の株式

化は、契約ベースで 4,350 億元、実行ベースではわずか 400 億元にとどまっている。1999 年にも 4,050 億元の DES を実施したが、当時は国有の資産管理会社(AMC)を設立して国家主導で実施した。今回は企業や金融機関の自主性を尊重する「市場主導」での実行を打ち出しているが、損失を恐れる銀行が冷ややかなスタンスで臨むなど、その実効性は不透明だ。過剰債務の削減は中長期的には重要課題であり、進捗が遅れば遅れるほど、金融システムに潜在的リスクが蓄積する。他方で、短期的にはバランスシート調整圧力は景気の抑制要因として作用し続けることは間違いない。

3. 不動産バブルの抑制は成功するか

昨年の不動産価格は、大都市を中心に大幅に上昇した。北京、上海、深センなど沿海部のみならず、合肥や南京など内陸都市でも前年比 3 割を超える上昇を示し、不動産バブル懸念が高まっている。当局は、昨年 10 月以降、20 都市で住宅購入規制の強化や頭金比率の引き上げなどの投機抑制策に踏み切り、価格上昇に歯止めがかかる兆しもみられ始めた。専門家の間では、これ以上の価格上昇はないとの見方が有力視されているものの、不動産業者の間では、大都市圏では土地の供給が依然不足しており、価格はまだまだ上がるとの見方も根強い。不動産価格と相関性が高い M2 伸び率の 2017 年の目標値は 12%と昨年よりも 1%ポイント引き下げられたものの、依然として 2 桁の伸びを容認するものであり、金融面からの価格上昇圧力は根強い。仮に、不動産バブルのリスクが高まる場合には、不動産取引税の強化や固定資産税の導入など、税制面からの価格抑制措置が導入される可能性もある。しかし、こうした税制措置は劇薬であり、導入された場合、バブル崩壊の引き金を引きかねない。

金融政策についてはどうか。中央経済工作会議では「穏健かつ中立」との方針が示され、貸出基準金利や預金準備率の引き上げは想定されていない。しかし、現実には、(1)公開市場操作を行う際のリバース・レポ金利を 0.1%引き上げ、(2)銀行間市場における実質的な上限金利である常設貸出ファシリティ(SLF)金利の 0.1%引き上げ、(3)SHIBOR(上海銀行間取引金利)の高め誘導など引き締め気味の政策運営がなされている。その狙いは、(1)不動産バブルの抑制、(2)人民元安阻止、(3)物価ジリ高への対応、(4)銀行の過度なリスクテイク抑制など様々だが、この程度の引き締め措置で所期の効果が期待できるのか、疑問なしとしない。金融当局は不動産バブルを抑制しつつも、バブル崩壊の引き金を引くことを警戒しており、大幅な金融引き締めはしない方針だ。しかし、そうした微妙な舵取りでバブル抑制が可能なのか、政策運営は正念場に差しかかっているといえよう。

4. 人民元安阻止など為替相場のコントロールはいつまで可能か

人民元相場は、足下1ドル 6.91 元と 2015 年末の 1ドル 6.49 元から 6.5%の元安となっている。この背景には、(1)中国経済の減速に対する先行き不安、(2)米国利上げに伴う米中金利差拡大予想、(3)元安進行期待などにより、資本流出が加速したためだ。IMF(国際金融協会)によると、2016 年の資本流出額は過去最大の 7,250 億ドルに上り、前年対比で 500 億ドルもの増加となった。当局は、元買い介入の実施や資本流出規制の強化によって、これ以上の元安阻止の構えをみせており、年明け以降の人民元相場には安定化の兆しも見える。

しかし、介入によって外貨準備はピーク対比で 1 兆ドルも減少し、これが米国長期金利の上昇と相まって巨額の資本流出圧力になっている。このため、当局は銀行に対する行政指導、口頭指導によって人民元貸出の抑制や外貨送金の抑制などなりふり構わぬ規制強化を行っているが、こうした対応は金融・資本市場の自由化や人民元の国際化に逆行するものであり、持続性が乏しいとみておく必要がある。

この点に関し、ヒヤリングした某民間エコノミストから傾聴に値する話を聞いた。不動産価格の安定と人民元相場の安定の両立は持続可能ではないと。なぜならば、GDP 規模が米国の 6 割強に過ぎない中国の不動産時価総額が米国とほぼ同じであり、これは(1)中国の不動産価格が高すぎるのか、(2)人民元相場がなお高すぎるのかのいずれかだという。当局がバブル崩壊を恐れて不動産価格を引き下げられなければ、調整は一段の人民元安加速という形で起こらざるを得ないわけだ。

5. 米中貿易摩擦激化の可能性

米国トランプ大統領の誕生によって、米中間の貿易摩擦が一段と激化する可能性には警戒が必要だ。足下の輸出底入れも対米輸出の回復が寄与しており、今後、中国の対米黒字は一段と拡大することは間違いない。トランプ大統領は「中国製品に 45%の関税をかける」「中国を為替操作国に認定する」など保護主義的な発言を行っている。中国サイドの見方は、米中経済の相互依存関係は密接であり、米国側が相互の利益を損なうようなことはやってこないはずだと冷静な分析をしている。

しかし、米国サイドからみれば、米国の貿易赤字の 47%は中国が占めており、貿易不均衡の是正はトランプ大統領にとって最優先課題である。実際、主要閣僚の顔ぶれをみる限り、USTR 代表のロバート・ライトハイザー、新設の国家通商会議(NTC)議長にピーター・ナバロ、商務長官にウィルバー・ロスといずれも対中強硬派で名高い人物を登用しており、米国の本気度の高さがうかがわれる。3 月 1 日に USTR が議会に提出したトランプ政権の「通商政策報告書」では、WTO(世界貿易機関)の紛争解決手続きが米国の不利益になる場合には、「従うことはない」として国内法を優先するスタンスを強調している。それでは、米国は何をやってくるのか。45%の高率関税は難しいにしても、鉄鋼や化学製品に対するアンチダンピング課税や大統領権限を活用したセーフガード(緊急輸入制限措置)、輸出補助金国に対する関税引き上げなどは検討の俎上に上ってくるだろう。最も可能性の高いシナリオは、通商法 301 条(通称スーパー 301 条)を復活させ、中国に対して、市場開放やサービス分野における規制緩和、政府調達への米国企業への開放などを求めてくることが予想される。これは 1980 年代の日米摩擦激化時にやった手法で日本は大幅な譲歩を余儀なくされた。しかし、中国サイドは秋の共産党大会を控えて習近平主席の面目を失うような譲歩だけは絶対にできない。中国側は「報復措置には報復措置で臨む」というスタンスも示唆しており、現在、韓国企業に対して行っているような米国製品不買キャンペーンを実施する可能性も十分にある。米国企業の中国における売上高は 4,700 億ドルに上っており、そうなった場合の米中双方の打撃は計り知れない。

もう一つの「為替操作国」認定は、(1)年間 200 億ドル以上の対米黒字、(2)対 GDP 比 3%以上の経常黒字、(3)対 GDP 比 2%以上の為替介入の 3 条件が満たされる場合に指定が

可能となる。現在の中国は第 1 条件のみが当てはまっているに過ぎず、現行法に則る限り、指定は難しい。中国は、そのあたりも客観的に分析している。しかし、トランプ大統領が本気で中国を「為替操作国」に指定するつもりなら、上記第 1 条件を「米国貿易赤字の過半を占める国については 1 条件だけで認定可能」とすればよい。いずれにせよ、米中貿易摩擦激化の可能性は過小評価できない。報復合戦に発展した場合には、米中経済に打撃が及び世界経済の成長も脅かされないことを銘記すべきだろう。

6. おわりに

以上のようにみると、中国経済の政策運営は、構造改革を着実に進めつつ、金融システムリスクを未然に防止し、不動産市場や為替市場、株式市場の大幅な変動を回避し、6.5% 以下への景気減速を引き起こさないというまさに綱渡りの運営を強いられ続ける。景気減速に歯止めをかけるためのインフラ投資拡大は、過剰生産能力の削減と矛盾する側面がある一方、デレバレッジによる過剰債務の削減は、景気減速リスクを高める。市場の人為的なコントロールは、中国が先進国の仲間入りを目指す上で不可欠の自由化、国際化、市場化に逆行する。足下の景気指標の改善をみて、中国経済のリスクが低下したとみるのは早計であり、中国経済の先行きには今後とも警戒が怠れないだろう。

(2017.3.13)