



2015年10月26日

不安の高まる中国経済の現状と展望

公益財団法人 世界平和研究所
主任研究員 北浦修敏

今年の6月から8月にかけての中国株式市場の暴落と国際的な金融・資本市場の混乱に伴い、中国経済に関する悲観論が高まっている。また、中国政府の公表する成長率に疑いの目が向けられている。本稿は、中国経済の現状と展望に関して、海外のマクロ・エコノミストの論調を踏まえて、筆者の見解を整理したものである。詳細は、世界平和研究所・研究レポート「中国株式市場の暴落から始まった今夏の金融・資本市場の混乱と今後の中国経済の見通しについて」を参照されたい。

1. 中国経済が抱える3つの課題

まず、中国経済に関して理解しなければならないことは、中国経済が3つの課題を抱えていることである。第1に、90年代以降の新興市場国の急速なキャッチアップのデータを前提にしても、中国経済は、人口の減少に加えて、中進国の一人当たり所得水準に到達したことから、キャッチアップのペースが減速し、今後2030年までの成長率は5%から6%程度となるとOECDやIMFは見込んでいる。さらに、サマーズ・ハーバード大学教授は、より長期かつ広範な世界経済のデータを下に分析すると、中国経済の平均成長率はせいぜい4%程度、場合によっては世界の平均的な成長率2%程度まで屈折してもおかしくないとする。このように、中国の潜在成長率の減速は避けがたいと考えられている。

第2に、世界金融危機後に地方政府が主にオフバジェットで資金を調達して工業団地、道路、鉄道、住宅等の建設投資を推進し、これに民間が追随する形で、中国経済はGDP比でみて30%から50%程度の過剰債務を抱えているとみられる。過剰債務は償却する必要がある。

第3に、現在の中国の投資のGDP比は46%であるが、これは10%の成長を続ける経済にとっても過大である。過剰投資は、需要を伴わない無駄な生産能力を増加させることで、経済の持続可能性を損なう。このため、構造改革により出来るだけ早く投資のGDP比を35%程度まで低下させ、消費の割合を高める必要があるが、このリバランスは中国経済の失速を招く可能性が指摘されている。

このように、中国経済は、そもそも潜在成長率が低下している中で、過剰債務の償却とリバランス(消費主導の経済モデルへの転換)という難しい難問を抱え、それに対処することで経済成長へ下押し圧力がかかっている。

2. 今年の夏の市場の混乱の3つの背景

一方で、今夏の市場の混乱は、中国経済の減速の懸念の中で、世界経済が抱える3つの歪みが顕在化し、その部分的な修正・調整が行われたことによるものである。それは、①昨年から150%も上昇した中国株式市場の株価の必然的な調整、②先進国の金融緩和により生じた金融・資本市場の歪みの部分的な修正、③中国経済の構造変化・輸入の低迷が一時的なものでないことが明らかとなり、新興市場国(特に資源輸出国)の過剰投資・過剰債務の解消が必要となったこと、の3点である。

中国の株価の高騰は、経済状況の改善ではなく中国政府の政策運営の誤りによるものと考えられるが、現在の株価はピーク時より4割程度下落し、1年半前よりは約60%高く、株価収益率は過去の平均的な水準より15%程度高い水準となっている。2点目の金融・資本市場の歪みは、昨年よりIMFやBISから警告を受けてきたが、今年に入りさらに世界の株価は上昇し、今夏の調整の結果、米国の株価収益率は過去の平均的な水準より25%程度高い水準(昨年夏と同水準)で推移している。3点目の新興市場国の過剰投資・過剰債務の問題は、一次産品輸出国やエネルギー関連企業が中国経済の半恒久的な成長を期待して資源開発を進めてきたところ、中国経済の構造変化に伴い、中国の輸入が伸びなくなったことで顕在化した。新興市場国の過剰債務は、先進国の金融緩和の下での投資家の利回り追及の結果でもあり、低利のドル建債務として調達されてきた。今夏の市場の混乱は新興市場国からの資金流出を発生させ、新興市場国の債券利回りは欧米のジャンク債とともに100BP以上上昇し、ドル高と相まって新興市場国の資金調達は厳しくなっている。

3. 中国経済と世界経済の見通し

現在の中国経済は危機ではない。中国の統計に対する信頼は揺らいでいるが、消費を中心に少なくとも4%から5%の成長は続いているとみられる。また、必要であれば景気を浮揚するための財政・金融政策の余地は十分に残されている。外貨準備が潤沢であることや資本取引を制限していることから、一部で心配されている資本逃避も深刻なものではない。また、世界最大級の貿易黒字国、純債権国であることから、仮に変動相場制に移行したとしても、人民元はしかるべき水準に落ち着くであろう。

ただし、中国の輸入はもはや大幅に伸びないことが明らかになり、IMFは一次産品価格や新興市場国経済の調整局面は複数年続くとみている。IMFは欧米の先進国経済は底堅さを示しているが、世界経済の低成長は2016年も続くとする。とはいえ、新興市場国も経済運営や為替政策に関して過去の危機から学習しており、資本流出は海外からの融資残高の1割程度にとどまっているなど、輸出依存度の高い中国経済がハードランディングでもしない限りは、新興市場国の総崩れにならないと考えている。

一方で、中国経済は、中期的に厳しい政策運営を迫られる。GDPの46%を占める投資は経済上のバランスから持続可能ではなく、いずれ収益性の観点から行き詰る。最低GDP比で10%程度投資の水準を落とす必要があると考えられるが、過剰債務の償却を続けながら、消

費を GDP 比で 10%も伸ばすことは容易ではない。IMF は中期的な中国経済のハードランディングの可能性を 10%から 30%、Financial Times 誌の Martin Wolf 氏は 4 割程度とみている。

こうした見解は妥当であるが、筆者は、仮に中期的な混乱があったとしても、中国の民間企業の活力・創造力(中国の過去の成長を支えた立役者であり、都市労働者の 8 割を雇用)、人的資源の高さ(世界の大卒の 2 割、米国への留学生数 40 万人等)、一人当たり所得の伸び代の大きさ等から、長期的な中国経済のキャッチアップの進展に楽観的である。人口の減少に直面しても、今後 15 年間少なくとも 4%の成長は続けるとみている。

4. 優先して取り組むべき政策対応

最後に、世界経済の安定に向けて、中国政府がハードランディングを避けるために必要な政策対応について考えてみたい。

第 1 に、過剰債務の償却を積極的に進めることである。金融機関の過剰債務の処理を遅らせると、経済における資金配分の効率性を歪めて、長期的な経済の停滞につながりかねない。中国政府は、地方政府の債務の多くを商業的に見合うとの見解を示しているが、国有企業や不動産・建設関連企業に関して銀行の資産査定を厳格化し、金融機関の健全化と過剰債務の償却を進める必要がある。過去においては、名目経済成長率が高く、かつ銀行預金が高利であったことから、不良債権の償却は容易であった。しかしながら、名目成長率が低下しており、また、金利の自由化の進展や理財商品等の拡大に伴い、これまでのようなフィナンシャルリプレッションは困難である。

第 2 に、リバランス(消費の拡大、サービス化の推進)に向けて成長モデルの転換を迅速に進めることである。国有企業改革、社会保障改革、税制改革、戸籍改革、都市化政策、農村の生産性向上等、世界銀行や IMF が指摘してきた政策である。経済の持続可能性を維持するには、投資の GDP 比を 35%程度に引き下げることが不可欠であり、財政政策・金融政策のバッファーにも限りがあることから、リバランスに向けて迅速に構造改革を進める必要がある。

第 3 に、消費主導の経済モデルに移行するまでの間は、景気の減速に対して、主に税金で償還することを前提とした公債によるインフラ投資を活用することである。インフラ投資に商業的なリターンを期待すると、料金が高くなり、経済の活性化につながらない。収益性を全く無視することはできないが、消費を伸ばす構造改革の成果が出るまでの間は、ある程度公的債務の拡大を覚悟して、経済をソフトランディングさせるように努める必要がある。

第 4 に、適切な金融・資本市場の改革である。米国の金融市場関係者は、投資活動の実利につながる金融・資本市場の開放(特に資本取引の自由化)を求めている。金融・資本市場の自由化は、中国政府にとっても複雑な利害調整を必要としない。中国政府は、国家の威信を高めるための人民元の国際化を急ぎすぎているように見える。しかしながら、本来金融・資本市場の効率化を図るために優先的に取り組むべきことは、政府による国有銀行を仲介役とした国有企業に対する暗黙の保証を断ち切ること、国有銀行を分割・民営化して間接金

融市場に一層の競争を導入することである。また、変動相場制への移行は、中国政府の経済運営の柔軟性を高める上で大切である。資本取引の自由化はこれらの後に進めるべきであろう。

第 5 に、デフレを回避することである。地方政府や不動産・建設関連企業を中心にバランス・シートは痛んでおり、卸売物価は 5%を超える下落を示している。企業の債務負担を和らげ、労働市場の調整能力を維持するために、プラスのインフレ率は重要な役割を果たすことに留意すべきである。

第 6 に、労働市場の調整能力を高めることである。構造改革の成果が迅速に実を結ぶには労働市場の調整能力の向上が不可欠である。教育、訓練、セーフティネットの充実が期待される。

5. おわりに

中国経済は市場為替レートベースでも世界経済の 13%を占めるに至っており、中国経済のスムーズな 4%から 6%程度の安定成長への移行は世界経済にとって極めて重要な意味を持つ。今回の調整で悩ましい点は、改革が順調に進んでも停滞しても、輸入が減少することである。中国が消費主導の成長モデルに移行することは、国内の商品やサービスへの需要を高めて、海外からの商品や資源への需要(輸入)を低下させることが指摘されている。一次産品輸出国の低迷、中国関連企業や金融業者の業績の悪化は、統計への信頼性の低下と相まって、市場の不安を煽り、その結果、当面市場は不安定な動きを続けるとみられる。こうした中で、IMF や先進国政府は、中国のハードランディングへの備えを怠らずに、冷静に市場の動向をモニタリングしながら、各々が抱える経済危機の後遺症や構造問題を克服し、内需主導の成長経路を確立するよう努める必要がある。