

基礎研 レポート

中国経済の“新常态”とそれを揺るがす“4つの問題”

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1——中国経済は“新常态(ニューノーマル)”へ

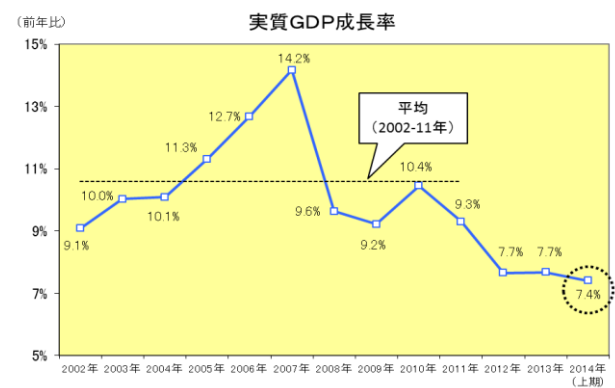
ここ2年半、中国では7%台という“中高速”の経済成長が続いている。それまで(2002-11年)の成長率が年平均10.6%だったのと比べると約3ポイント鈍化したことになる(図表-1)。

一方、雇用情勢に目立った悪化は見られない。図表-2に示した求人倍率(都市部)の推移を見ると、リーマンショック後に悪化した2008-09年を除き右肩上がりでも上昇してきており、成長率が7%台に低下した2012年以降もそのトレンドに大きな変化は見られない。

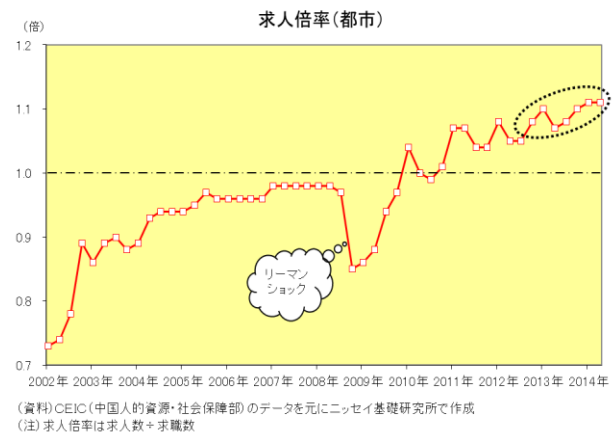
中国では、こうした経済成長率の鈍化を“新常态(ニューノーマル)”だとして、“高速”への回帰を目指すのではなく、経済の構造調整を進めて質的向上を図ることに重点を移している。習近平主席は「新たな常態に適応し、平常心を保て」と述べており、李克強首相も「新たな常態の下、構造調整など長期的問題により一層関心を払う」としている。

但し、成長率の鈍化を受入れるには条件があって、雇用の安定が下限となっているようだ。李克強首相は夏季ダボス会議で、「コントロールの下限は比較的十分な雇用」と述べており、雇用不安に陥るような成長率低下は阻止する構えを見せている。

(図表-1)



(図表-2)

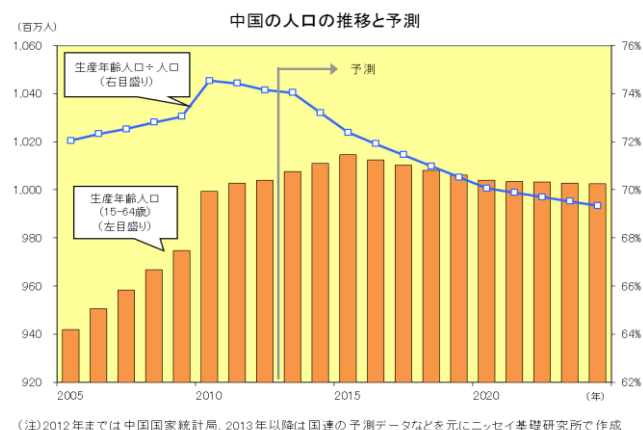


2——”新常态”へ移行した2つの背景

1 | 生産年齢人口の伸び鈍化がひとつの背景

中国経済が“新常态”に移行した背景には少子高齢化の進展がある。長らく一人っ子政策を続けてきた中国では、労働力となりうる生産年齢人口（15～64歳）の伸びが落ちてきており、図表-3 に示したように近々天井を迎えて減少に転じることから、中国経済はもはや“高速”で成長することができなくなったという面がある。また、見方を換えると、生産年齢人口の伸び鈍化は、新たに生み出さなければならない雇用が少なくして済むことを意味している。従って、生産年齢人口の伸びが鈍化したために、雇用を確保する上で最低限必要となる経済成長率が“高速”から“中高速”へと低下し、それが“新常态”へ移行したひとつの背景だと思われる。

(図表-3)



2 | もうひとつの背景に経済のバブル化

中国経済が“新常态”に移行したもうひとつの背景としては経済のバブル化が挙げられる。

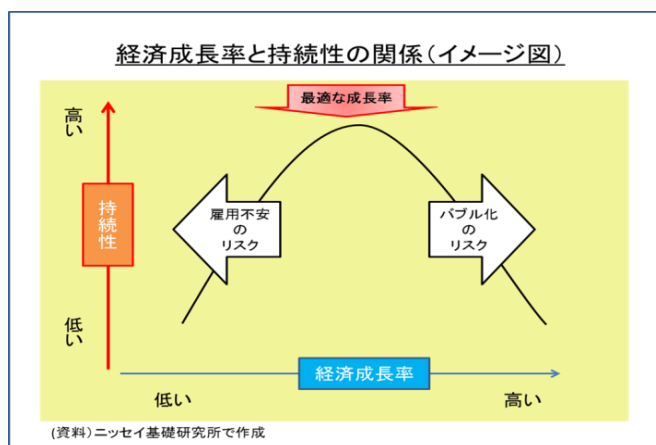
最近の中国経済を見ると、製造業は過剰生産設備を抱えるようになってきており、住宅価格は庶民の手に届かない高値に上昇、高速成長に大きく貢献してきた地方政府も債務が徐々に巨大化してきている。即ち、無理して“高速”成長を維持したことで、経済のバブル化が進むという副作用がでてきている。

そもそも経済成長率は高ければ高いほど良いとは限らない。その国の抱える「労働力」、

「資本ストック」、「技術革新などイノベーションを生み出す力」に見合った最適な成長率がある。それより低過ぎると雇用不安などの問題を引き起こす一方、無理して高くし過ぎても経済のバブル化という副作用がある。従って、経済成長の持続性を高める上では、身の丈にあった成長率を維持することが肝要で、雇用不安もバブル化もない最適な成長率を目指すのが“新常态”だと思われる（図表-4）。

以上のように、中国経済が“新常态”へ移行した背景には、生産年齢人口の伸び鈍化とバブル化した経済の健全化という2つの側面があり、持続性が高まるという点で望ましい方向性だと思われる。但し、生産年齢人口の伸びが鈍化する中で、バブル化した経済の健全化を進めつつ、経済を“中高速”で成長させて“新常态”を維持することは容易なことではない。その成否は、中国経済が抱える難題、即ち次章で説明する“4つの問題”を、中国政府が上手く処理できるか否かに懸かっている。

(図表-4)



3——“新常态”を揺るがす“4つの問題”

1 | 製造業の過剰設備問題

中国が“新常态”を維持する上で、第一に挙げられる難題が製造業の抱える過剰設備問題である。

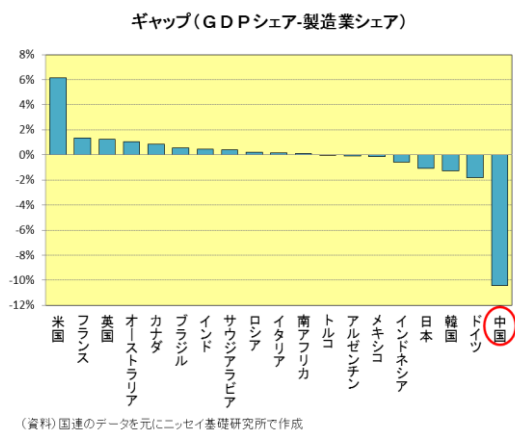
現在、世界のGDPに占める中国のシェアは約12%だが、世界の製造業に占める中国のシェアは約22%と、製造業のシェアがGDPのシェアを約10ポイント上回る状態にあり、世界でも群を抜いてギャップが大きい（図表-5）。これは製造した製品を国内だけでは消化しきれないことを示唆しており、海外へ輸出できれば良いが、そうでなければ生産設備が十分稼働せず、過剰設備問題が発生する。

文化大革命後、中国の経済発展を牽引してきたのは製造業である。外国資本の誘致を積極化して工業生産を伸ばし、その製品輸出で外貨を稼いだ。稼いだ外貨は主に生産効率改善に資するインフラ投資に回され、世界でも有数の生産環境を整えた。この優れた生産環境と安価な労働力を求めて、世界に分散していた工場は徐々に中国に集まり「世界の工場」と呼ばれるまでに発展してきた。ところが、中国では経済発展とともに賃金も上昇、同時に中国の通貨（人民元）も上昇したため、賃金上昇と人民元高で製造コストは急上昇していった。そして、経済発展が遅れた後発新興国が中国を追い上げるようになり、その安価な労働力を武器に外国資本の誘致を積極化、中国に集中していた工場は後発新興国へと再び分散し始め、中国では製造業の生産設備に過剰感がでてきた。

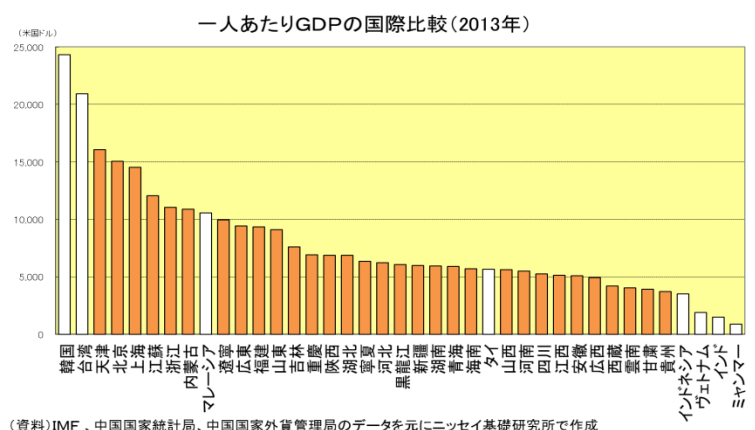
そして、この過剰設備問題を温存したままにすると、海外でリーマンショックのような経済危機が発生した場合、中国では海外への輸出が減り、設備が十分稼働しなくなり、労働力が余って雇用不安に陥る。また、経済危機が発生しなくても、経済発展が遅れた国々で製造業が盛んになると、工場が中国から海外へ一気に流出して、やはり雇用不安に陥って“新常态”は維持できなくなる。

従って、雇用不安もバブル化もない“新常态”を維持するためには、過剰設備問題を放置することはできず、着実に解消して行く必要がある。そして、賃金水準の高い沿海部から低い内陸部への工場移転を進めて海外への工場流出を遅らせたり、また韓国や台湾が活躍する高付加価値分野で新たな産業を育成して新たな雇用を創出したりすることで、過剰設備問題の解消に伴って生じる雇用へのマイナスのインパクトを出来る限り緩和・相殺することが必要となっている（図表-6）。

（図表-5）



（図表-6）



2 | 住宅バブルの問題

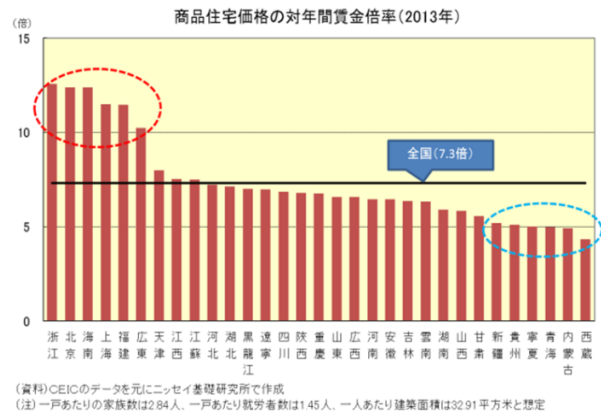
中国が“新常态”を維持する上で、第二に挙げられる難題が住宅バブルの問題である。

中国の住宅価格はバブルと言われて久しいが、どの程度高いのかは明らかでない。中国国家统计局が公表したデータを元に、当研究所で住宅価格と所得水準の関係を独自に計算してみたのが図表-7である。商品住宅価格は年間賃金の7.3倍の水準にあり、合理的水準とされる4~6倍よりも3割程度高いことから、中国の住宅価格はバブルといっても過言ではないと思われる。また、北京市や上海市などの大都市では10倍を大きく超えており、住宅価格のバブル度は高いと思われる。

その住宅価格が今年4月をピークに下落し始めた。住宅価格の行方を予想するのは難しいが、前2回(リーマンショック後と欧州債務危機時)のように微調整を経て再び上昇する“楽観シナリオ”と、住宅バブルが崩壊して合理的水準まで下落する“悲観シナリオ”が考えられる(図表-8)。“悲観シナリオ”では、2007年頃の水準まで下落することになり、その間に住宅を購入した人は含み損を抱えることになって消費意欲が減退するだろう。また、不動産デベロッパーの経営に打撃を与えると同時に、不良債権が増えて銀行経営にも影響が及ぶだろう。さらに、地価の下落にも波及するようだと土地所有権の譲渡収入に頼る地方政府財政は苦しくなり、“中高速”成長は保てないだろう。一方、“楽観シナリオ”のように微調整を経て再び上昇したとしても、住宅バブルはさらに膨張することになり、問題を先送りしただけで、いずれ“悲観シナリオ”のような問題が発生する恐れは残る。

従って、雇用不安もバブル化もない“新常态”を維持するためには、バブルを潰して“中高速”成長が保てなくなるのを回避し、同時にバブルを膨張させて将来に禍根を残すことも回避する必要がある。図表-9に矢印で示したように住宅バブルの度合いをゆっくりと引下げる、即ち住宅価格の上昇は許容するものの年間賃金上昇率よりは低位に抑制するという、難しい舵取りが求められる。

(図表-7)



3 | 地方政府の過剰債務問題

中国が“新常态”を維持する上で、第三に挙げられる難題が地方政府の過剰債務問題である。

中国の政府性債務残高は、中国国家審計署（日本の会計検査院に相当）が昨年12月に公表した資料によれば、政府保証債務や政府に一定の救済責任がある債務を単純に合算すると約30兆元（日本円換算では約500兆円）、GDP比では約53%と、現時点では国際的に見て過剰という程ではない

（図表-10）。但し、昨年11月の三中全会ではエコ文明や社会保障制度の建設を掲げており、大気汚染や水質汚染などの環境対策、年金・医療の制度を充実させるには大規模な財政負担がかかると見られることから、将来を見据えると財源に余裕は無く、政府性債務残高の伸びは低く抑えたいところである。

一方、地方政府は景気が悪化した時に重要な機能を果たしてきた。インフラ整備の前倒し執行などで景気を支える機能である。地方政府の債務残高の推移は正確にはわからないが、おおよその流れを掴むため当研究所で中国国家審計署の公表資料を元に推定したのが図表-11である。ここに示したようにリーマンショック以前の5年間（2004-08年）も年平均約26%で増加していたが、リーマンショック直後の2009年には3.4兆元と大きく増え前年比62%増となった。当時は4兆元の景気対策と言われたが、そこでは3.4兆元を新規調達した地方政府の役割が大きかった。そして、先進国が軒並みマイナス成長に落ち込む中で、中国は9%台の“高速”成長を維持することができた（図表-12）。

今後も中国経済が雇用不安もバブル化もない“新常态”を維持する上では、地方政府が担ってきた景気悪化時に景気を支える機能は依然として重要である。前述の過剰生産設備の解消や住宅バブルの調整を進めれば雇用不安が高まる場面が十分想定されるからだ。現在の債務残高の大きさから見て、“中高速”成長を支える程度ならば、地方政府はまだその機能を果たすことが可能と思われる。但し、リーマンショック後のように“高速”成長に戻すような大型景気対策はもう難しいだろう。

（図表-10）

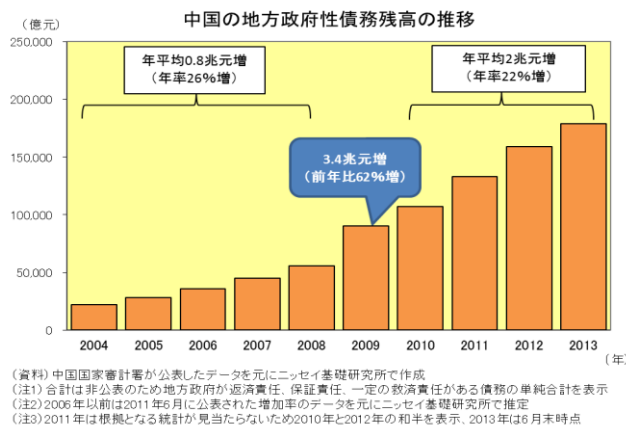
中国の政府性債務残高（2013年6月末時点）（億元）

	中央政府	地方政府	計
政府債務	98,129	108,859	206,989
政府の偶発債務	25,712	70,049	95,761
政府保証債務	2,601	26,656	29,256
政府に一定の救済責任がある債務	23,111	43,394	66,505
計	123,841	178,909	302,750

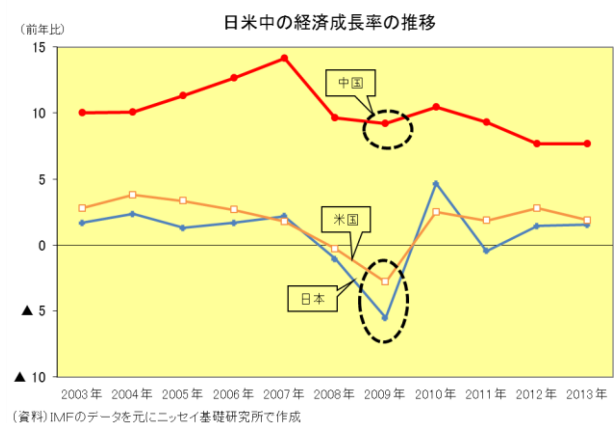
（資料）中国国家審計署のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

対GDP比53.2%
(GDP=568,845)

（図表-11）



（図表-12）



4 | シャドーバンキング問題

中国が“新常态”を維持する上で、第四に挙げられる難題がシャドーバンキング問題である。

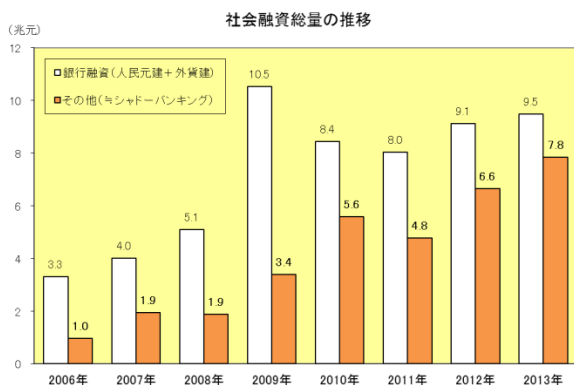
シャドーバンキング問題は昨年6月に短期金利（SHIBOR 翌日物）が一時13%台まで急上昇、“中国発の世界的金融危機か”と一躍注目されることとなった。シャドーバンキングの残高は正確にはわからないが、中国人民銀行が発表した社会融資総量を見ると新規純増の動きは掴める。シャドーバンキングは銀行システムを通さずに信用仲介機能を果たす活動とされていることから、社会融資総量を銀行融資（人民元建+外貨建）とその他（信託融資、委託融資、社債、銀行引受手形など）に分類してその推移を見ると、その他としたシャドーバンキングは右肩上がりが増えてきている（図表-13）。

中国の金融市場をモデル化したのが図表-14 である。市場参加者は資金提供者、金融仲介者、資金調達者の3つに分類できる。シャドーバンキングが増加する前は、金融仲介者の中核は銀行で、資金提供者は主に銀行へ預金、銀行は国有企業などに融資するという伝統的金融が主流だった。金融自由化が進むにつれて、金融仲介者は多様化、資金提供者の選択肢も増え、資金調達者の手段も多角化した。従って、シャドーバンキングの増加は金融自由化の結果であり、民間企業に資金が流れ難いという伝統的金融の弊害を打破して、資金配分の最適化を促し、実体経済に恩恵をもたらすはずのものだった。

一方、シャドーバンキングは問題も抱えていた。ひとつの問題は販売話法である。金融仲介者が資金提供者から資金を預かる際に、リスクに関する説明が不十分で、元本保証でないのに元本保証と勘違いする資金提供者が多かった。もうひとつの問題は統計整備（公表）の遅れである。預金で調達した資金を融資で運用する伝統的金融とは異なり、シャドーバンキングでは図表-14 の矢印で示したように資金の流れはより複雑になる。先立って金融自由化が進んだ国々でもままた見られた事象だが、自由化に統計の整備が追いつかず実態の把握（公表）が遅れたため、資金調達者が債務不履行に陥るような事態になると誰がどの位の損失を負担するのか判断できず、様々な憶測が市場を駆け巡った。このような問題を抱えていたため“中国発の世界的金融危機か”という無用な混乱を招いたのだろう。

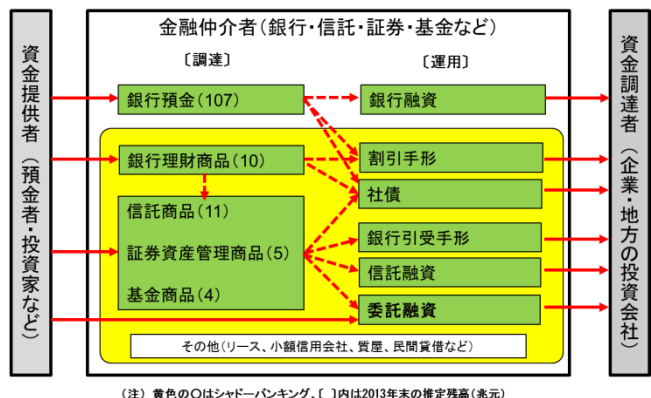
従って、雇用不安もバブル化もない“新常态”を維持するためには、金融自由化を進めてシャドーバンキングを増やし、資金配分の最適化を促し、実体経済の発展に資するように導くとともに、誤解を招かない販売話法の徹底と、金融監督当局による実態把握とその適切な公表が重要と思われる。

(図表-13)



(資料) CEIC (中国人民銀行) のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-14)



(注) 黄色の○はシャドーバンキング、〔〕内は2013年末の推定残高(兆元)
(資料) 「中国銀行業理財市場年度報告(2013年)」などを参考にニッセイ基礎研究所で作成

4—“4つの問題”の連動関係と今後の展望

以上のように、雇用不安もバブル化もない“新常态”を維持することは容易なことではなく、“4つの問題”を上手く処理する必要がある、しかもその4つ全てが難題ばかりである。

また、この“4つの問題”は連鎖反応を起こすと悪循環に陥るという特徴がある。図表-15に示したように、“①製造業の過剰設備問題”では、インドなど巨大な人口を抱える後発新興国へと中国から工場移転が起これば、製造企業の経営破綻が相次ぐことになり、裏付け資産の不良化で銀行融資が焦げ付くとともに“④シャドーバンキング問題”も深刻化する。同様に“②住宅バブルの問題”でも、住宅バブルが崩壊すると不動産業者の経営破綻が相次ぐことになり、裏付け資産の不良化で“④シャドーバンキング問題”も深刻化する。また、“②住宅バブルの問題”が地価にも波及するようだと土地所有権の譲渡収入に頼る地方政府に打撃を与え、“③地方政府の過剰債務問題”を深刻化させるとともに、景気が悪化した時には地方政府に景気を支える財源が十分に無く、また経営破綻しそうになった企業を救済することもできなくなる。そして、地方政府の支えを失えば、“①製造業の過剰設備問題”や“②住宅バブルの問題”に苦しむ企業の経営状態はさらに悪化することにもなりかねない。従って、“4つの問題”が連鎖反応を起こすと、中国経済が悪循環に陥ってしまう恐れがあると思われる。

このように、雇用不安もバブル化もない“新常态”を維持する上では、“4つの問題”を個々に上手く処理するとともに、4つが結び付いて悪循環を起こさないかにも留意する必要がある。時には4つ全ての問題を同時に処理しても、時にはある問題の処理だけに集中して他の問題は甘めに対応するなど、アメとムチを使い分けるような柔軟な対応が必要になる場面もでてきそうだ。中国政府には“4つの問題”の適切な処理に加えて、その悪循環にも留意した難しい舵取りが求められる。

(図表-15) “4つの問題”の連動関係

