

## 依然回復力が乏しい中国経済

### ～見えてきた金融緩和の障害～

王 雷 軒

#### 要旨

4、5 月分の経済指標が悪化するなど中国経済の下振れリスクが意識されているなか、追加金融緩和への期待が高まっている。しかし、非金融企業部門の債務は国際的に見ても高い水準にあるため、当局は追加金融緩和に踏み切ることには慎重であろう。

#### 景気下振れリスクが増大

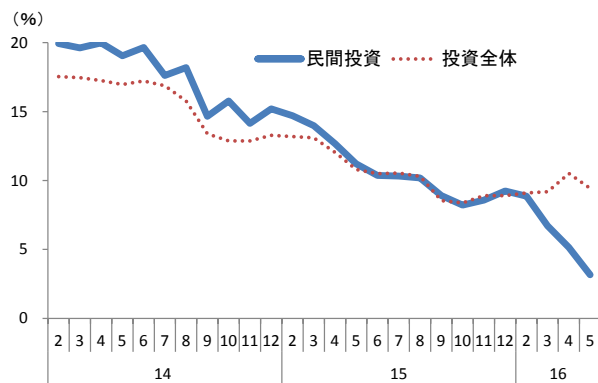
16 年 1～3 月期の経済成長率は前年比 6.7%と緩やかな減速基調が続いた。3 月には不動産開発投資やインフラ投資が持ち直すなど、景気底入れに向けた動きも見えたが、政権中枢が景気より構造調整を重視する姿勢に転じたこともあり、その後も景気は足踏み状態から抜け出せずにいる。

個別の経済指標をみると、これまで持ち直しの動きが見られた固定資産投資（投資全体）は下向きに転じており、景気の鈍さが再確認させられる内容であった。特に、投資全体の 6 割を占める民間投資の減速が目立っており、景気を押し下げる要因となっている（図表 1）。

また、輸出も世界経済の低調さを受けて 5 月には前年比▲6.2%と軟調な動きが続いたほか、堅調に推移してきた消費も産業構造の調整により家計の所得環境に陰りが見え始めていることで緩やかな減速を辿っている。このように、足元では、景気下振れリスクがむしろ増大していると思われる。

さて、景気の先行きについては、世界経済の成長低迷などに伴い、輸出が軟調さから抜け出せないほか、民間投資の回復もなかなか進まないと思われるため、4

図表1 足元の民間投資の鈍化が目立つ



(資料) CEICデータを作成、(注)前年同月比、3か月移動平均値を利用。

～6 月期も成長率の減速が続く可能性が高いだろう。

こうした状況の下、市場関係者からは積極的な財政政策だけでなく、預金準備率の引き下げや利下げなどを含む景気刺激策を求める声が浮上し、追加金融緩和期待は高まっている。しかしながら、当局は企業部門の膨大な債務を警戒し、容易に追加金融緩和に踏み切れないと見られている。

#### 追加金融緩和に踏み切れない背景

国際決済銀行 (BIS) によれば、15 年末の中国の非金融部門の債務残高は 26.56 兆ドル、内訳は家計（家計にサービスを提供する非営利組織である NPISH も含む）が 4.12 兆ドル、中央政府と地方政府を合わせた政府の総債務残高が 4.63

兆ドル、非金融企業（金融機関を除く企業部門）が17.81兆ドル（債務全体の67%を占める）、であった。また、家計・政府・非金融企業の債務残高の名目GDPに占める比率はそれぞれ39.5%、44.4%、170.8%となっている。とりわけ、非金融企業の債務は膨大な規模であることが見て取れる。

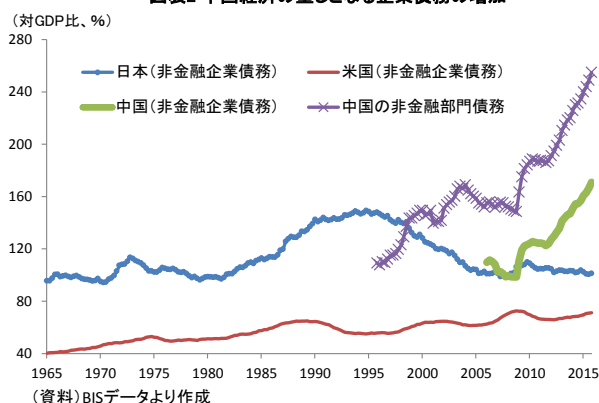
リーマンショック以前、非金融企業の債務残高対GDP比率は、経済が過熱気味だったことを受けて金融引き締めが実施されたため、やや低下した。しかしながら、リーマンショック後は、大胆な景気刺激策を受けて非金融企業の債務が著しく増加してきた。日本のバブル崩壊直後の非金融企業の債務残高は対GDP比で149.2%と高かったが、中国では既にそれを上回っている（図表2）。

中国の非金融企業の債務を詳しく見ると、債務は過剰な生産能力をもつ鉄鋼、石炭、造船、化学などの国有企業に集中していることが分かる。実際、民間企業に比べて国有企業は銀行から容易に資金調達ができるほか、調達コストも割安のため、非金融企業の債務残高の大半を占めるようになっている。

しかしながら、国有企業が必要以上に資金を調達した結果、現在の過剰な生産能力が生じたと言える。また、調達された資金は実物投資だけでなく、国有企業の財務公司（ファイナンス会社）などを通じた委託貸出のほか、理財商品や信託融資などのシャドーバンキング商品で運用されている。

最近、IMFなどが、中国の非金融企業の債務拡大に対して警告したこともあり、この問題に対する関心が高まっている。中国経済が減速しているなか、企業部門の収益率の低下を受けて、企業にとって

図表2 中国経済の重しとなる企業債務の増加



債務返済が大きな負担になっている。銀行の貸出平均金利（加重平均、2016年Q1）は5.3%と、中国の非金融企業の債務残高（15年末）から生じた支払利息額は対名目GDP比が9.1%と試算され、企業の利払い負担は大きい。こうした状況の下、実際、16年4月末までの社債の債務不履行は24件だったが、これが15年通年の件数に相当するものである。

このように、中国経済の高いレバレッジを引き下げる（去杠杆）ためには、国有企業の改革が求められる。しかし、早急にレバレッジの引き下げを行ってしまうと経済のハードランディングになりかねない。当然ながら、債務の処理が遅れることになる、また債務拡大に歯止めをかけなければ、借金返済のための借金が増えていき、中国経済はいずれ破たんする恐れもある。

まず大事なのはこれ以上企業の債務を増やさないことが求められる。これが、景気が減速しても追加金融緩和に踏み切れない主因であろう。中国社会科学院の国家金融与発展実験室によれば、当局も非金融企業債務の深刻な状況を認識しており、既に金融当局と中央省庁を合わせて問題解決委員会を創設するなどの動きが出ている。今後どのように企業の過剰債務が削減されていくのか注視したい。

（16.6.22 現在）