

個人消費は堅調だが、成長率は小幅鈍化へ

～加速する企業のデレバレッジへの取組み～

王 雷軒

要旨

一時的な天候要因に加え、環境保全活動が強化されていることなどをを受けて、足元の景気はやや鈍化したと判断される。先行きについても、個人消費の底堅さが景気を下支えすると見込まれるものの、成長率は小幅に鈍化すると予測する。

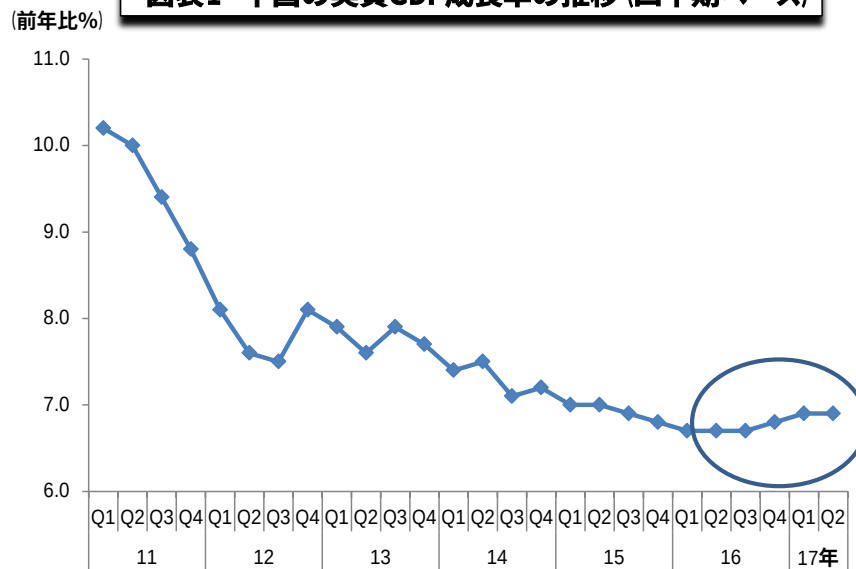
一方、政策重要課題の一つである過剰な企業債務を削減するため、国有企業の再編・統合や、ゾンビ企業の整理、企業債務の株式化が進められている。関連法の整備や体制づくりが行われたことから、年末にかけては企業のデレバレッジへの取組みが加速しよう。

これは、短期的に景気下押し圧力になる可能性があるが、将来的に中国経済の質の改善につながると期待される。今後もこの動きを注視する必要がある。

4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%

輸出の持ち直しが進んだほか、個人消費も堅調に推移したことをを受けて、17 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%と、1～3 月期から横ばいであった。このように、16 年後半からの成長率回復の動きは一旦止まったものの、減速は回避された（図表 1）。

図表 1 中国の実質 GDP 成長率の推移（四半期ベース）



（資料）中国国家统计局、CEICデータより作成

環境保全への取組み等を受けて景気はやや鈍化

8 月 14 日に発表された 7 月分の固定資産投資や鉱工業生産などの経済指標はいずれも 6 月から小幅ながら鈍化したことから、景気実勢はやや鈍い動きになったと見られる。

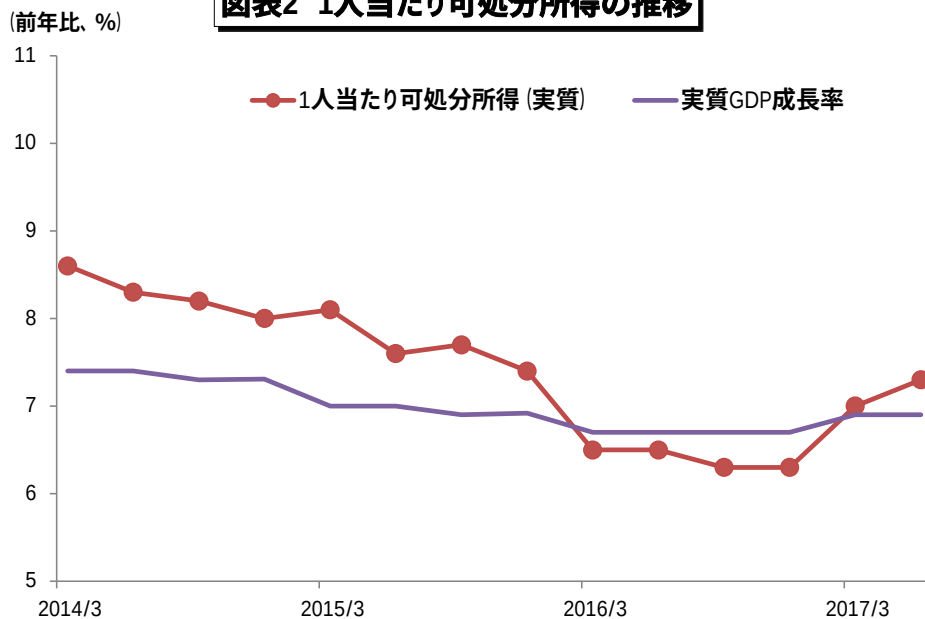
この背景には、7月が全国的な高温だったうえ、洪水などの自然災害が発生したことや、環境保全活動への監督検査の強まりに伴い、企業の操業停止が散見されたことなどがある。

16年1月に発足した中央環境保護督查組は、地方政府の大気汚染等を改善するための環境保全活動を監督検査しているが、これまで天津市・山西省・福建省・遼寧省・湖南省などの環境保全への取組み状況をチェックしたところ、4千人以上の幹部の責任が問われたという。

このような厳格なチェック体制下、一部の地方では、朝市やレストランなどが閉鎖され、自動車の洗車場や修理工場が強制的に操業停止となる事態まで発生している。

特に中小企業を対象にした環境規制を強めるなか、一部の地域では、操業停止や閉鎖に追い込まれるケースが増えている。これにより、雇用がすでに影響を受けているほか、地域経済の成長を抑制する圧力にもなっていると指摘されている。

図表2 1人当たり可処分所得の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成 (注) 四半期データ。

所得環境の改善もあり、個人消費は堅調に推移

一方、7月分の個人消費はやや鈍ったものの、堅調に拡大している。品目別の内訳をみると、自動車販売台数の伸び率が高まるなど、減税終了による反動減が一巡したほか、ネット通販の好調さも続いた。

個人消費が堅調に推移している背景には、所得環境の改善もある。一人当たりの可処分所得は17年に入ってから持ち直してお

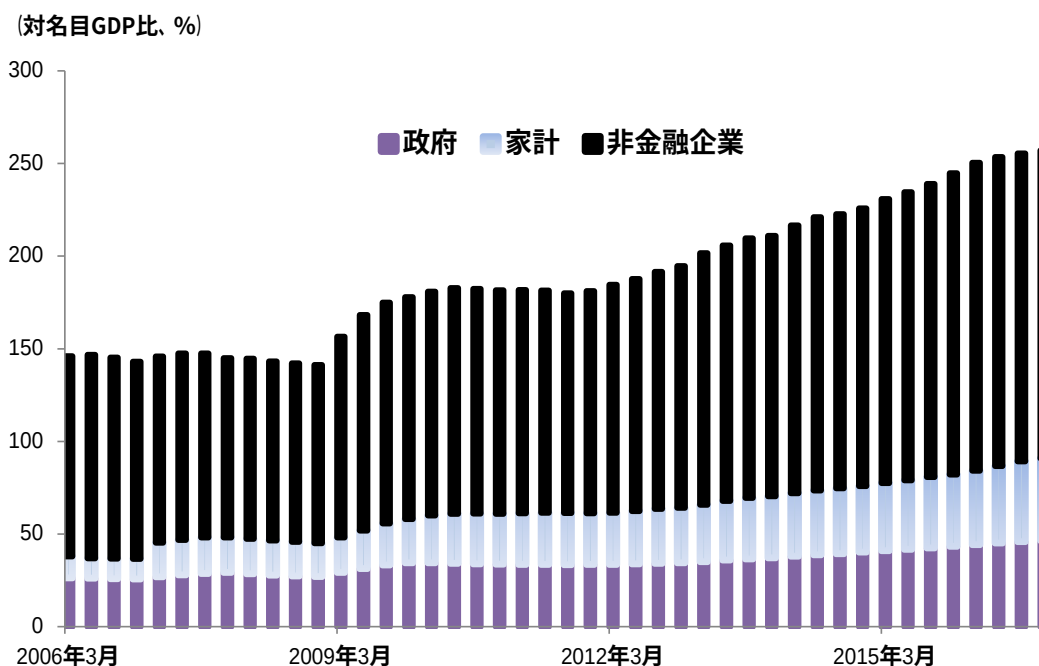
先行きの成長率は 小幅減速と予測

り、再び実質 GDP 成長率を上回って推移している（図表 2）。

先行きについては、個人消費の底堅さが景気を下支えすると見込まれるものの、成長率は小幅に鈍化すると予測する。

一方、中国を取り巻く外部環境の厳しさは増している。6 月中旬以降、インドとの国境地帯での両軍の対峙が続いている。さらに、8 月中旬に中国が米国の知的財産権を侵害している疑いがあるとして、米国は通商法 301 条に基づく調査を正式に開始している。仮に中国から輸入する製品に高い関税を課すなどの制裁措置を発動すれば、中国もそれなりの報復措置を打ち出し、双方に不利益な事態になりうる。これらの動向に留意が必要であろう。

図表3 中国の非金融部門の債務水準の推移



(資料) BISより作成、直近値は16年12月末。

非金融部門が抱える 債務の現状

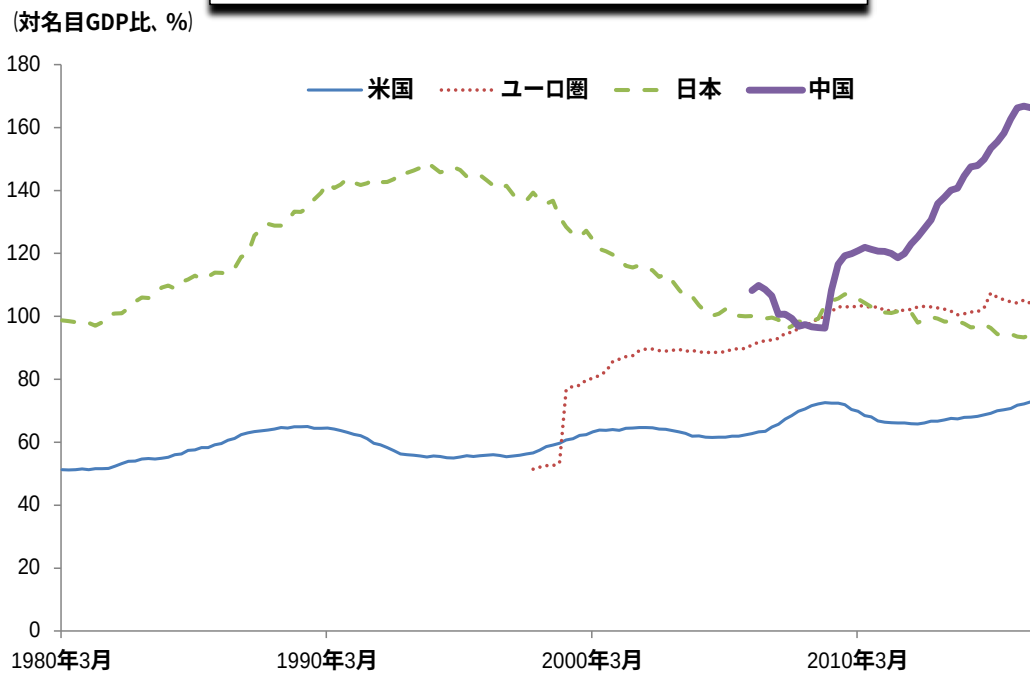
さて、このところ、企業のデレバレッジをめぐる動きが活発化している。以下では、中国の非金融企業が抱える債務の現状等を確認したうえで、非金融企業の債務水準を引き下げするための取り組み状況や課題を考えてみたい。

まず、非金融部門（政府＋家計＋非金融企業）が抱える債務の現状を把握しよう。国際決済銀行（BIS）によれば、中国の非金融部門の債務残高は 16 年 12 月末に 27.49 兆ドルで、内訳をみると、

政府向け、家計向け、非金融企業向けはそれぞれ 4.96 兆ドル、4.75 兆ドル、17.79 兆ドルとなっている。

それぞれの債務残高の対名目 GDP 比率の推移を確認すると、リーマンショック後に大きく増加しており、政府が 08 年 12 月末の 27.1% から 46.4%、家計が 17.9% から 44.4%、非金融企業が 96.3% から 166.3% へ拡大しており、非金融部門では 141.3% から 257.0% に達している（図表 3）。

図表4 国・地域別の非金融企業の債務水準の推移



(資料) BISより作成、直近値は16年12月末。

国際的に高い中国 の非金融企業の債務水準

国際的にみても、非金融企業の債務残高対名目 GDP 比率は日本や欧米を大きく上回っている（図表 4）。また、国有企業が非金融企業の債務残高の 7 割を占めていると指摘されている。これらのことから、中国の非金融企業、とりわけ国有企業の債務問題が内外からも関心を集めている。

08 年には、中国政府がリーマンショック後の景気悪化に対応するための 4 兆元の刺激策を打ち出し、国有企業による投資が急増した。しかし、国有企業は鉄鋼、セメント、電解アルミ、板ガラスなどへの過剰な投資で過剰な生産能力を生んでしまった。そのため、収益性が低下、経営不振に陥る国有企業が増えていたが、暗黙の政府保証で倒産することはなく、その後も銀行から資金を借り入れながら延命してきたことが、非金融企業の債務を急増さ

**非金融企業の債務
水準を引き下げる
ための政策や法整
備**

**経営不振の国有企
業の整理は必ずし
も順調に進んでい
るわけではない**

**企業債務の株式化
も順調とはいえな
い**

せた大きな背景であろう。

こうしたなか、15年に政府が構造改革を進めるため、過剰な生産能力の削減（去産能）、不動産在庫の処理（去在庫）、レバレッジの解消（去杠杆）、企業のコストダウン（降費用）、脆弱分野の補強（補短板）、いわゆる「三去一降一補」という政策を打ち出した。レバレッジの解消も重要な政策課題の一つとして位置づけられ、とりわけ国有企業が抱える過剰な債務の解消に向けた取り組みが進み始めている。

また、16年10月、国務院が「企業債務比率を積極的かつ穏当に引き下げることに關する意見」という通達を發表した。この通達では、地域や国有・民有の壁を取り払った合併の推進、遊休資産の売却、資産の証券化、債務の株式化（DES、Debt Equity Swaps）、破産整理、産業投資基金（投資ファンド）を利用した金融支援、税制上の優遇措置、といった方策を具体化している。

これらを受けて、鉄鋼や造船などの国有企業の破産手続が開始され、国有企業だから倒産しないという「神話」は崩れ始めつつある。

しかし、このような整理は必ずしも順調に進んでいるわけではない。経済専門紙である「経済参考報」（7月24日付）の記事によれば、例えば、広東省高級人民法院は破産裁判庁を設けて、16年には498社を整理したものの、5千社とも言われる管内全体の10分の1にすぎない。

破産処理に踏み切れない背景には、①破産手続きの煩わしさ、時間がかかること、処理費用が捻出できないこと、②地方政府と銀行がそれぞれ地域社会の雇用不安、不良債権の発生を警戒し、破産処理に慎重な姿勢をとっていること、③人民法院（裁判所）の人員不足で破産処理に時間や労力がかかることから、積極的に破産処理の案件を受理できない体制上の問題、が挙げられている。

企業が抱える債務を株式に転換するDESに関する制度づくりも進められている。国務院は16年10月に「市場原理に基づく銀行借入の株式化に関する指導意見」を公表し、DESの活用を推進する姿勢を明らかにした。

これを受けて、DESは進み始めているが、実行ベース（金額）を確認すると、契約ベースの1割程度に過ぎないと指摘されていることから、順調に進んでいるとは言えない。

企業の債務を株式に転換しても、実際には銀行は利益処分とし

て配当を受け取っているわけではなく、企業から利払いと同様に固定的収益を獲得し続けているのが実態である。つまり、表面上は株式となったが、実際はもとの債務と同じという仕組み、いわゆる「明股実債」問題が発生している。短期的に DES は銀行の不良債権の発生リスクを軽減するかもしれないが、将来的には、企業経営が改善されず、くず株になるなど、損失を出す可能性もあるため、今後、銀行が DES に後ろ向きになっても不思議ではない。

こうしたなか、7月14～15日に開催された第5次全国金融工作会议では、国有企業の過剰な債務問題を解消することが最重要課題であると改めて強調されている。銀監会は7月下旬に中国建設銀行、中国農業銀行が DES を業務とする資産管理会社の設立を承認するなど、DESをめぐる体制整備も行われた。

そのため、大手国有銀行が相次ぎ資産管理会社を設立し、国有企業と DES を行う契約を多数締結した。ちなみに国家発展改革委員会は8月に国有企業が抱える債務の株式化で合意した総額が1兆元超に達したと発表した。

さらに、政府が出資した産業投資基金の役割を強化することで DES を支援するとの発表もあり、年末にかけては DES の動きが強まってくると見られる。

企業のレバレッジの解消は、短期的には景気下押し圧力になる可能性があるものの、将来的に中国経済の質の改善につながると期待される。今後もこの動きを注視する必要があるだろう。

(17.8.23 現在)