中国経済にバランスシート調整圧力

景気の大幅下振れリスクも

日本総合研究所　調査部副主任研究員
関　辰一
せき・しんいち　中国上海市出身、08年日本総合研究所に入社。中国マクロ経済が専門。注力テーマは中国の過剰債務問題や構造調整、自動車産業。

中国では、景気の減速に歯止めがかからず、政府のマクロコントロールの影響力の弱まりが指摘されている。近年、中国経済にどのような変化があったのだろうか。2010年以降、過剰設備の問題は必ずしも深刻化しているわけではない。他方、企業は10年にかけて過剰設備の裏返しで債務を増やしたばかりでなく、その後も低金利下で積極的に資金を調達し続け、その資金を設備投資ではなく、かなりの額を財テクに投じてきた。こうした中、企業債務が急膨張し、企業は大きなバランスシート調整圧力を抱えるようになった。今後、1990年代の日本同様、中国でも企業が債務返済を優先せざるを得ない状況に陥り、設備投資の増勢鈍化に歯止めがかからず、景気が大きく下振れすることが懸念される。

弱まるマクロコントロールの影響力

中国で景気減速が続いている。実質GDP（国内総生産）成長率は10年をピークに低下し、15年4～6月期には前年同期比＋7.0％となった。景気の最も大きなブレーキ要因は、投資の増勢鈍化である。中国では固定資本形成の対GDP比は44％に達する（14年、日本は20％）。

1～8月の固定資産投資は前年同期比10.9％増に減速し、とりわけ15年入り後、民間固定資産投資が大きくスローダウンしている（図表1）。業種別に見ると、1～8月の民間鉄鋼業の固定資産投資は同▲12.9％、石炭採掘業は▲12.0％、鉄鉱石採掘業は▲19.5％に落ち込んだ。これらの結果、関連産業の生産販売活動は大きく縮小している。15年入り後、主要建機メーカーの油圧ショベルの販売台数は前年比4割減少し、2次産業の名目GDP成長率や鉄道貨物輸送量、電力消費量の伸び率も急低下した。

企業部門を中心に需要が弱まる中、工業生産者出荷価格は3年半にわたり下落し続け、足元では下落幅が一段と拡大している。また、1～3月期の全国の公的就業サービス機構における求人数は前年同期比▲15.7％、4～6月期も同▲5.4％と、労働需要は15年入り後に大きく減少している。例年、中国では農村部から都市部に1000万～2000万人の人口が流入するが、このところの都市部の労働需要の減少を受けて、流入の動きが大きく鈍化したとみられる。先行き、雇用情勢が一段と悪化すれば、都市戸籍者にも雇用調整の動きが及ぶだろう。

当局は事態を深刻に捉え、一連の景気てこ入れ策を打ち出している。14年11月から15年9月までに、政策金利を5回引き下げるなど、金融緩和を実施した。また、当局は投資プロジェクトの承認を進め、地方政府にインフラ投資の実行を要請してきたほか、総額2兆元のPPP

(Public-Private Partnership) プロジェクトを発表した。さらに、2軒目の住宅購入における最低頭金比率を引き下げるなど不動産市場のてこ入れにも動いている。

当局のてこ入れ策により、一部に持ち直しの動きも見られている。住宅販売床面積と住宅着工床面積は底打ち、住宅価格上昇の動きは全国に広がりつつあり、15年8月の70都市の住宅平均販売価格は4カ月連続で上昇した。また、資金原資別に固定資産投資を見ると、国家予算による投資は15年6月から急拡大し、1～8月では前年同期比21・1%増となった。

もっとも、企業の資金需要は悪化が続いており、景気回復のモメンタムは強まっていない。中国人民銀行は四半期に1度、全国約3100の銀行にアンケート調査を行い、企業の資金需要について質問している。前の四半期に比べて、企業の資金需要が「増加」と回答した銀行の割合から「減少」と回答した銀行の割合を引いた値が資金需要DIであり、企業の資金需要が「減少」との回答が増えれば、資金需要DIは低下する。この企業の資金需要DIが金融緩和を開始した14年秋以降も低下し続けていることが注目される（図表2）。これは、これまで観察されない現象である。08年のリーマン・ショック後、企業の資金需要は大きく落ち込んだものの、政府が政策金利を引き下げると、企業は資本コストの低下を好感し、その後の資金需要はV字形に回復した。また、12年も利下げの後、間もなく企業の資金需要は持ち直した。ところが、14年秋以降、政策金利が相次ぎ引き下げられたにもかかわらず、企業の資金需要は依然として減少の方向である。

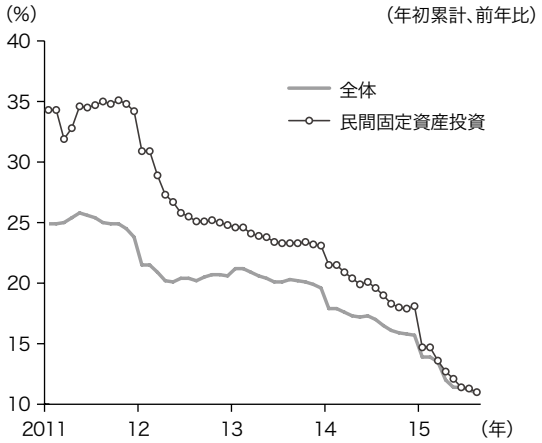
背景に過剰債務・過剰投資

なぜ、企業の資金需要は悪化し続けているのか。この背景には、企業の債務があまりに大きくなり、バランスシート調整を余儀なくされていることが指摘できる。近年、家計・企業・政府を合わせた中国の総債務が急ピッチで増加している。国際決済銀行（BIS）によると、14年末の中国における債務残高は、家計が22・9兆元、非金融企業（金融機関を除く企業部門、地方融資平台を含む）が99・7兆元であった。また、国際通貨基金（IMF）によると、中央と地方政府を合わせた政府総債務残高は同26・2兆元であった。従って、14年末の家計・企業・政府を合わせた総債務残高は148・8兆元と08年末からの6年間で3・2倍に増加し、同年の名目GDPの233・8%に達した。

とりわけ、企業の債務急拡大には大きな問題が潜んでいる。08年から14年にかけて、非金融企業債務残高は68・6兆元増加した。日本では80年代のバブル期に、非金融企業の債務残高の対GDP比が急上昇し、89年末には132・2%に達した（図表3）。中国の場合、14年末の同比率は156・7%と、すでに日本のバブル期を上回る。

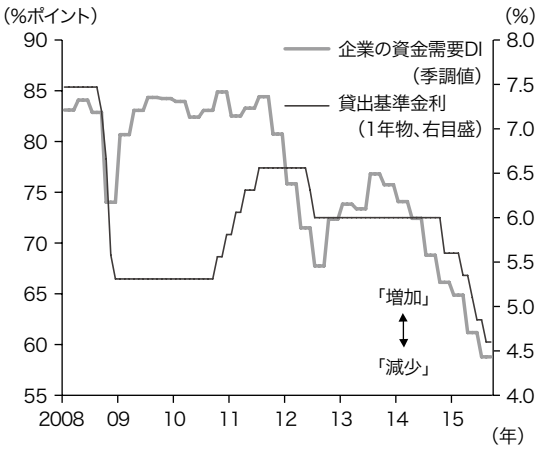
企業債務が急拡大した背景には、企業の過剰投資と財テクという二つの要因が指摘できる。リーマン・ショック後の4兆元の景気対策を受けて、地方政府が融資平台を通じて調

〈図表1〉固定資産投資



(注1)国家統計局は2011年1月から民間固定資産投資のデータ発表を開始
(注2)2014年の民間固定資産投資は32.2兆元と全体の64.1%
(出所)国家統計局

〈図表2〉企業の資金需要と政策金利

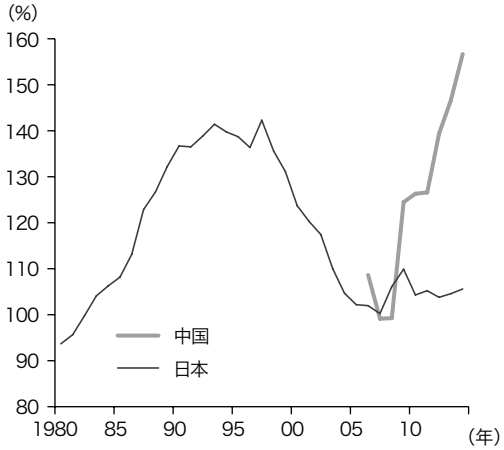


(注)資金需要DIは「資金需要増加」-「減少」+50、調査対象は全国約3,100の銀行、日本総研が季節調整
(出所)中国人民銀行

達した資金は非効率なインフラ建設や不動産開発投資に投じられた。また、鉄鋼やセメント、太陽光パネルなどの製造業セクターでは、過剰設備により収益性がすでに低い状況に陥っていたにもかかわらず、借り入れと新規設備を増加させた。このような実物投資の拡大は、企業債務が急膨張した要因の一つである。

もっとも、近年の企業債務拡大の主因は、中国企業の財テク拡大である。中国の国民経済計算における非金融企業の資本調達勘定（フロー）を見ると、08年から12年にかけて企業の資金調達総額（ネット）が年間6・8兆元から13・9兆元へ増加し、累計では55・3兆元となった。この頃から企業による実物投資以外への運用が増えており、運用面から見ると、金融資産純増は累計で40・3兆元と大幅に増加した。他方、実物投資に充当する資金は累計15・0兆元にとどまった。大手企業の負債利回りが金融資産収益率を下回るため、資金を右から左に流す財テクが拡大し、バブル期の日本と似た状況となっている。

〈図表3〉非金融企業債務残高の対GDP比



（出所）非金融企業債務残高はBISのtotal credit統計、GDPは国家統計局、内閣府「国民経済計算」を基に日本総研作成

代表的な財テクは、「委託融資」と呼ばれる銀行を経由した高利率の貸し出しである。主要経済新聞の一つである21世紀経済報道が13年5月3日に掲載した記事「120家上市公司306億元涉非関聯委託貸款」によれば、120社の上場企業が銀行を経由し、高利率で非関連企業に総額306億元を貸し付けている。その頃の銀行貸し出しの平均金利は6％台後半であったが、それらの貸付金利は大半が7～12％であり、10％を超える企業は53社。このうち9社は23％以上であり、最高金利が中原高速の25・95％であるという。

企業による投機的な動きは多岐にわたる。企業は委託融資のほか、理財商品や信託融資などのシャドーバンキング商品で資金を運用しているほか、銅や鉄鉱石、ニンニクや落花生などの商品市場、白酒やワイン、不動産市場やゴルフ会員権などでも投機的な動きが見られる。14年末の委託融資の残高は9・33兆元、銀行理財商品は15・02兆元、信託融資は13・04兆元である。これらを合計した狭義のシャドーバンキングの規模は37・39兆元と名目GDPの58・7％となる。

日本では、地価の高騰が社会問題化する中、1989年以降金融引き締めや総量規制を実施したが、それにより90年に入り株式や土地の価格が下落に転じると、投機的な需要の減退、手仕舞いの動きから、株式と土地の価格は下落し続けた。こうした中、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、バランスシート調整を余儀なくされ、その結果、債務返済を優先する一方、設備投資を抑制した。日銀は91年以降、金融緩和に転じたものの、設備投資を回復させることができず、日本は深刻な不況に陥った。

中国でも、企業が過剰な債務を抱えている中、バランスシート調整圧力は大きい。景気の悪化に伴い、委託融資などでデフォルト（債務不履行）が続くなど、中国企業の資産は目減りしているとみられる。他方、銀行融資や社債などで調達した大きな負債が残っている。先述のように、非金融企業は99・7兆元の債務残高を抱えている。金利を6％と想定し、向こう10年間に債務を返済すると仮定すれば、企業の債務の元利支払い負担は年間16・0兆元と試算され、企業の利払い負担は大きい。

さらに、企業の出荷価格は下落し続けており、企業は同じ数量の財・サービスを販売・提供しても、売り上げとキャッシュフローはその分減少することを勘案すると、債務返済を先送りすれば、負債の実質的負担は大きくなる。こうした中、企業は倒産・破綻を回避すべく、債務返済を優先し、新たな借り入れに慎重になっている。

90年代の日本を後追いか

今後を展望すると、住宅市場の底入れとインフラ投資の加速が景気を

下支えすると見込まれる。その結果、経済成長率は政府目標の7％を小幅に下回る水準にとどまると予想される。先述のように、不動産開発業者は、当局の不動産市場てこ入れ策を受けて、新たな開発を増やし、着工ベースの住宅着工床面積は持ち直している。先行き、建設が進むにつれ、進捗ベースの不動産開発投資統計に反映されるはずである。従って、不動産開発投資の増勢鈍化に早晩、歯止めがかかる見通しである。

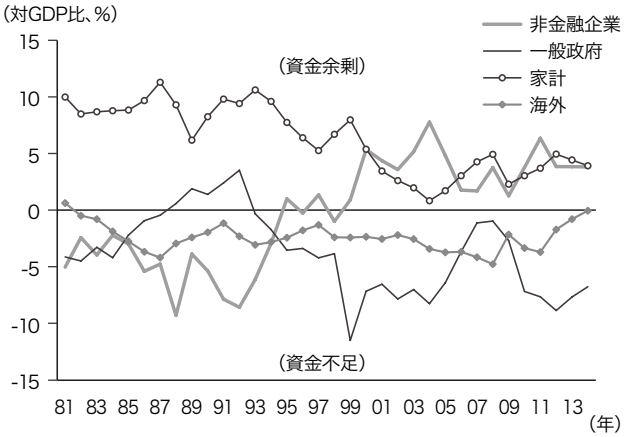
また、インフラ投資は加速する可能性が高い。金融緩和が効かない中、拡張的な財政政策に頼らざるを得ない状況にあり、実際、15年6月から中央政府直轄のインフラ投資が加速している。また、9月8日にも財政部が「更なる積極的な政策を講じ、経済の安定運営を促進する」との声明を発表した。同月14日には発展改革委員会が「投資促進のための八つの措置」を決定した。

ただし、過剰債務・過剰投資が重石となる中、バランスシートの短期間での調整を余儀なくされ、その結果、民間投資が大幅に下振れ、景気が失速するリスクもある。1990年代、日本企業は過剰債務の対応に追われた結果、その資金需要は急速に縮小し、日本経済は深刻な不況に陥った。日銀の「資金循環統計」からその状況が観察できる。90年代初頭まで、非金融企業は恒常的に資金不足主体であった（図表4）。すなわち、家計など他の部門での余剰資金を借り、設備投資などに充当していた。その資金不足の規模は対GDP比5～10％に上り、民間企業の設備投資が景気拡大を牽引した。ところが、資産価格の急落に伴い、債務の過剰感が強まると、企業の資金不足の対GDP比は、わずか2～3年でプラスマイナスゼロとなり、民間の設備投資はスローダウンした。

中国も同様のリスクに直面している。中国人民銀行の「資金循環統計」によると、中国では非金融企業は資金不足主体である。資金不足の規模は、かつての日本と同程度の対GDP比5～10％程度である（図表5）。その分、企業が他部門から資金を借り、需要を創造してきた。しかし、企業の債務拡大が限界に向かいつつある中、企業の資金需要は悪化している。先行き、企業の資金不足の対GDP比が急速にゼロに近づくことも十分に考えられる。

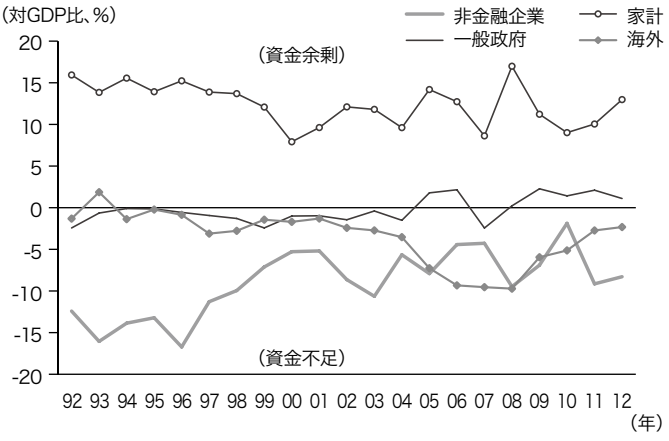
すなわち、固定資産投資の6割を占める民間投資が大幅に下振れするリスクもあり、この場合、経済成長率は急低下するだろう。日本では、90年代の不況により雇用情勢が悪化し、人々の政権与党に対する不満が強まった結果、55年体制が崩れ、政権が交代した。中国経済もこのようなリスクを抱える中、政府は消費拡大の促進のみならず、大規模な財政出動や海外需要の積極的な取り込みを通じて、景気失速の回避に注力すると見込まれる。先行き、短期間での大幅な調整になるのか、あるいは10～20年程度かけて漸進的に調整していくのか、いずれにしても中国経済は深刻なバランスシート調整に直面しているといえよう。

〈図表4〉日本の部門別の資金過不足



（出所）日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」を基に日本総研作成

〈図表5〉中国の部門別の資金過不足



（出所）中国人民銀行「資金循環統計」、国家統計局「国民経済計算」を基に日本総研作成