

(2) 中国の政策運営とコミュニケーション

中国の金融関連の政策変更に関する市場とのコミュニケーションが十分でないことが市場の変動要因になっているとの指摘もある。

前述の15年8月の人民元レートの基準値設定方法の変更以外にも、例えば、15年6月の上海株価指数の急落を受け、政府は上場企業の大株主に対して株式売却を半年間禁止するとの措置を同年7月8日に導入した。同措置が16年1月8日に解除日を迎えるに際し、大量の株が売りに出されるとの不安が高まり、16年初の1月4日の上海総合は大幅な下落で始まった。加えて、15年12月に導入が決定されたサーキットブレーカー（値幅制限）制度⁶がこの日から実施されており、対象指数⁷の下落率が値幅制限の7%を超えた時点で、株式・先物等すべての取引が終日停止された。同7日にも同様の措置が発動され、結局同8日には同措置自体が運用停止となり、中国証券監督管理委員会（証監会）は、「サーキットブレーカー制度のマイナス面の影響がプラス面を上回っている」とコメントした。

中国経済に対する懸念に起因する市場の変動を抑制するためには、上記のような問題に関する政策の改善やコミュニケーションの一層の強化を図ることが重要である。

3. 中国経済の構造調整と先行きに対する懸念

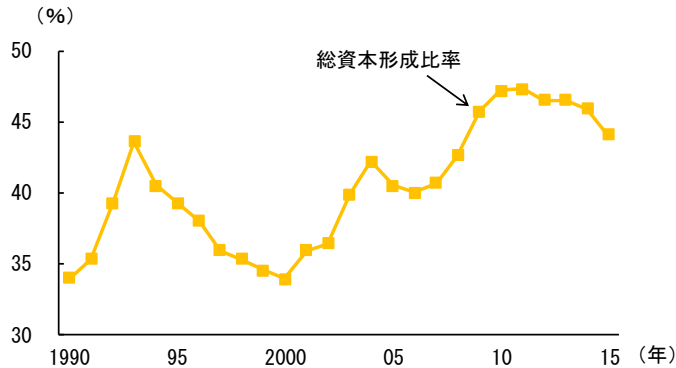
(1) 過剰設備・過剰生産問題

第1章で述べたとおり、中国では4兆元の景気対策により、GDPに占める投資の比率が大幅に上昇し、11年のピーク時には47.3%に達した。その後わずかに低下したものの、依然として高い水準にある（第2-1-6図）。中国経済の安定的な成長の実現のためには、投資から消費、製造業からサービス業への移行を円滑に進めていくことが重要である。

⁶ サーキットブレーカー制度とは、株式市場において相場が極端に変動した際に一時的に売買を停止する制度。取引を強制的に止めることによって投資家に冷静な判断能力を取り戻す時間を与えることを目的としている。ダウ平均が1日で20%以上下落した1987年10月のブラックマンデーをきっかけにニューヨーク証券取引所で最初に導入された（同取引所での現在の発動基準はS&P500指数が前日比20%下落で終日取引停止等）。

⁷ 上海及び深セン取引所に上場している株式300銘柄で構成されるCSI300指数。

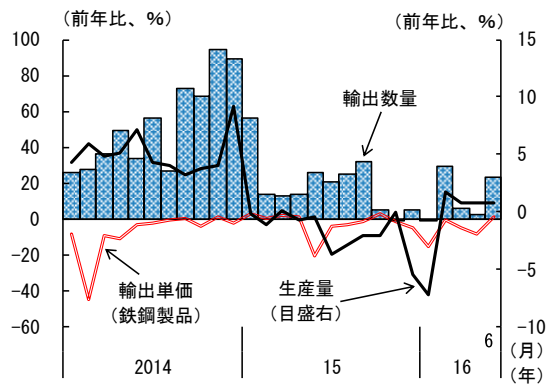
第 2-1-6 図 投資比率の推移



(備考) 1. 中国統計摘要より作成。
2. 総資本形成比率はGDPに占める総資本形成の割合。

特に鉄鋼と石炭については深刻な過剰生産能力を抱えていると言われている。このうち鉄鋼は、15年の生産能力が12億トンであるのに対し、生産は8億トンに止まった。中国政府は今後5年間で1～1.5億トンの生産能力の削減を進めるとしているが、足元では粗鋼生産及び輸出は前年比プラス（いずれも数量ベース）、輸出単価はマイナスで推移している（第2-1-7図）。こうした中、アメリカ商務省は16年5月、中国から輸入される耐食平鋼に210%のアンチダンピング課税を決定した。EUは15年8月より、中国製の冷延ステンレス鋼板・鋼帯に最大25.3%のアンチダンピング課税を行っている⁸。

第 2-1-7 図 鉄鋼生産と輸出



(備考) 1. 中国国家統計局、中国海関総署より作成。
2. 1～2月は合算値。

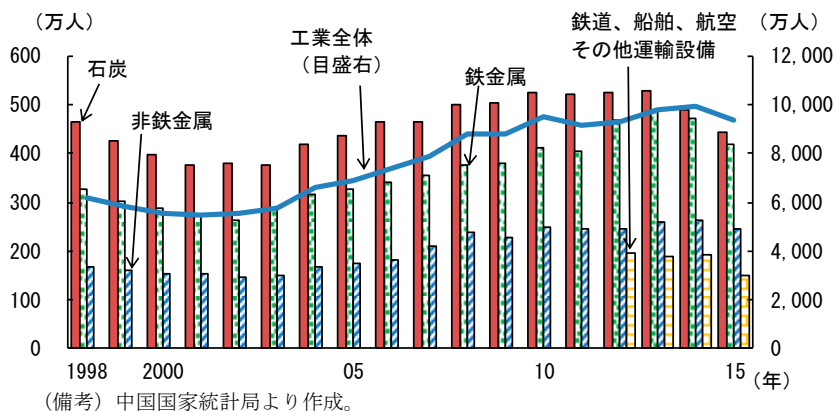
⁸ 01年に中国がWTOに加盟した際、各国が簡易な手続きでアンチダンピング関税を課することができる非市場経済国として認定され、その期間は15年間だったため、中国は16年末に「市場経済国」へ自動的に移行すると主張している。それに対し16年5月、欧州議会は中国の市場経済国認定に反対する決議を採択した。「市場経済国」へ認定すれば、中国製品に対しアンチダンピング関税を課することが難しくなるため、当面の間中国を特別なケースとして扱うべきとした。

16年3月に開催された全国人民代表大会では、「中高速成長」の実現と産業の高度化のため、より積極的な財政政策と柔軟かつ適切な金融政策を実施するとともに、過剰生産能力問題への対応を含む構造改革等を推進するとの方針が示された。また、鉄鋼・石炭等の過剰生産能力問題の解消に向け、合併・再編、債務再編、清算等により「ゾンビ（殭屍）企業」を積極的に処理するとともに、従業員の再就職等を支援することとされた。

2000年前後に国営企業改革が断行された際には、製造業における国有企業の雇用者数が97年の1,997万人から02年の979万人へと半減した。余剰人員は「一時帰休」という形を取り、企業内に設けられた再就職センターで最長3年にわたって生活費手当を受給しながら職業訓練を受けて再就職した。

過剰生産業種とされる石炭、鉄金属、非鉄金属、鉄道・船舶・航空その他運輸設備の雇用者数は15年時点で約1,260万人となっている（第2-1-8図）。中国人力資源及び社会保障部部長（閣僚）は、16年2月29日、過剰能力の削減に伴い、鉄鋼で50万人、石炭で130万人の失業者が出ると述べた。前述の国営企業改革時における人員整理と比べれば規模は小さいが、当時と比較すると経済成長率が低下していることに加え、産業構造転換の進展に伴いスキルのミスマッチが拡大し、雇用調整はむしろ困難さを増している可能性がある。政府は16年予算に雇用調整のための予算を計上しているものの、具体的な施策については明らかになっていない。雇用調整の進捗が過剰設備・過剰生産問題の解消の鍵を握っていると考えられることから、今後の雇用調整の道筋を早期に明らかにすることが市場の先行き懸念の払拭にもつながると考えられる。加えて、国有企業改革に当たっては、寡占・独占の強化を避け、開放的かつ競争促進的な市場環境を整備することが、価格の低下やサービスの向上を通じて、消費主導経済への移行にも資するものと考えられる。

第2-1-8図 過剰生産業種の雇用

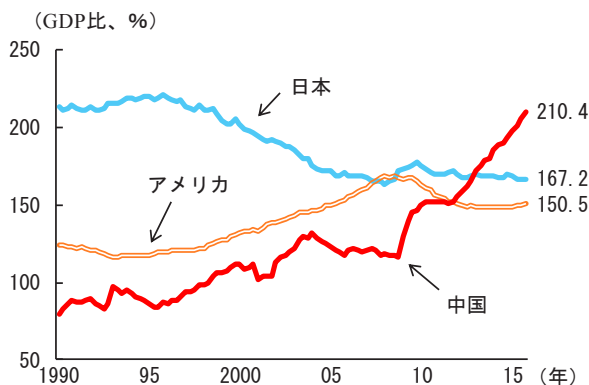


(2) 過剰債務問題

4兆元の景気対策はいわゆる過剰債務問題を引き起こしたが⁹、その後も民間部門の債務や銀行の不良債権が増加を続けるなど、金融面でのリスクはむしろ拡大している。

民間部門の債務残高のGDP比をみると、15年10～12月期時点で210.4%となっており、日本のバブル後のピーク（95年、221.0%）に近い水準となっている（第2-1-9図）。

第2-1-9図 民間債務残高のGDP比：中国は上昇傾向



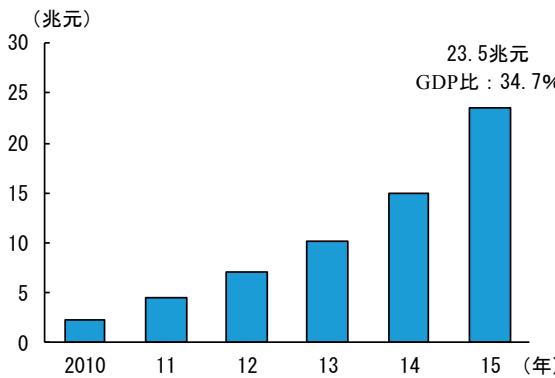
- (備考) 1. BIS"Long series on total credit to the non-financial sectors"より作成。
2. 資金の出し手は国内外の全金融機関。与信形態はローン、証券引受け等。
3. 15年は第4四半期末時点。

これと呼応するように、いわゆる理財商品¹⁰の残高が14年から15年にかけて急増している（第2-1-10図）。15年10月以前には銀行預金金利に上限規制があったため、銀行預金よりも利回りの高い理財商品に資金が流れる傾向にあった。15年10月の預金規制の撤廃以降、銀行は経営状態に応じて預金金利を設定することが可能となったため、消費者は高い利回りを求めて理財商品を購入するインセンティブは小さくなると考えられていた。しかし、14年11月以降の一連の金融緩和により預金金利が低下し、利子収入が減少する中、新たな投資先を求め高利回りの理財商品を購入する誘因がむしろ拡大したとみられる（第2-1-11図）。

⁹ 内閣府（2015）

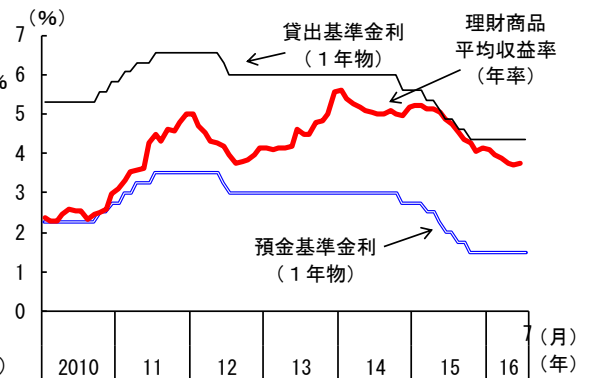
¹⁰ 銀行が組成・販売する集団投資スキームであり、銀行が事実上の元本保証を行い資金を集めている。

第 2-1-10 図 理財商品の残高：
残高は 15 年に急増



(備考) 中国銀行業協会、中国人民銀行、中国社会科学院より作成。

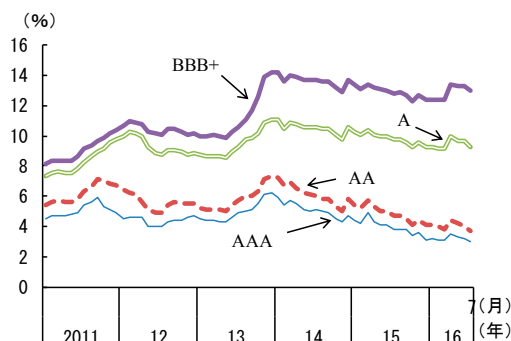
第 2-1-11 図 各種金利及び理財商品の
平均収益率：預金金利は低下が継続



理財商品は、大半が販売元の銀行でオフバランス扱いとなっており、集められた資金の多くは不動産開発やインフラ開発等の高リスクの投資に回っているとみられるものの、実態は不透明である¹¹。

一方、中国の企業が発行する社債利回りを格付別にみると、一般に信用力が高いとされる AA 格以上では 14 年以降利回りが低下傾向にあるものの、中堅企業以下とみられる A 格以下では利回りが横ばいとなっており、足元ではやや上昇している（第 2-1-12 図）。信用力の低下に伴い銀行からの借り入れが難しくなった企業が理財商品等のシャドーバンキングを通じた資金調達を拡大している可能性がある。このような資金の一部は既に不良債権化している可能性があるものの、資産劣化の程度は不透明である。

第 2-1-12 図 格付け別社債利回り：A 格以下の利回りがやや上昇



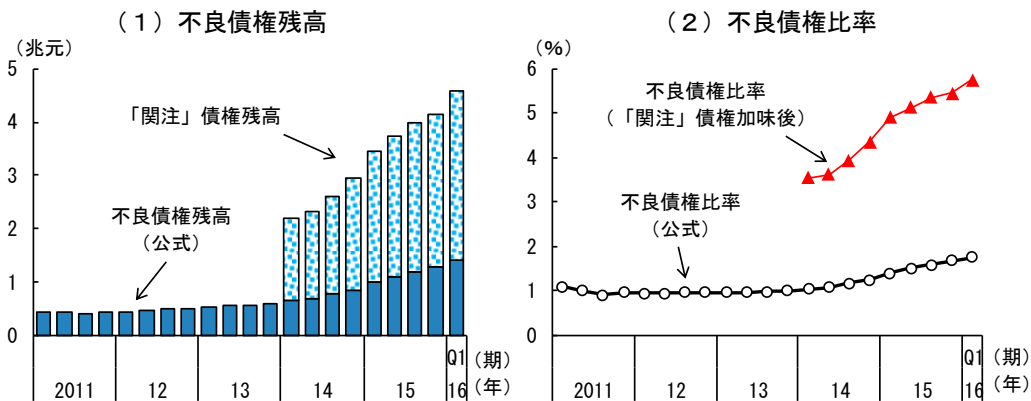
(備考) ブルームバーグより作成。

¹¹ 02 年前後に理財商品が発売された当初は、証券会社や信託会社が組成した運用プランが銀行の店頭で発売されているのみであった。その後、中国の経済成長や資本市場の整備が進むにつれ、銀行が信託会社に融資を行い、信託会社はその資金を企業融資に回すケースが多発（銀信合作）するとともに、その融資と協調する「銀新理財商品」も発展するなど、理財商品の積極活用が進んだ。

中国の商業銀行のオンバランスの不良債権残高は1.4兆元、全貸出に対する不良債権比率は1.7%に止まっているが（16年3月現在）、11年9月を底にいずれも上昇傾向にある。また、5つの債権区分のうち、下位3分類の不良債権に計上される一つ前の段階の要注意債権（「関注」債権）が急増している。不良債権と要注意債権の合計は、16年3月現在で4.6兆元、全貸出に対する比率は5.8%程度に上っている（第2-1-13図）。

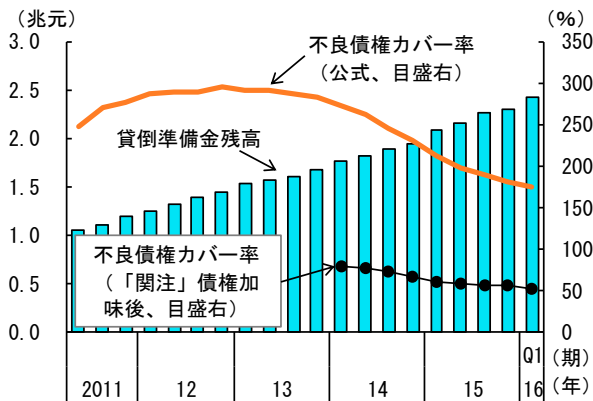
金融システムの安定性の観点からは、金融機関が不良債権に対してどれほどのバッファを積んでいるかも重要である。中国の銀行は16年3月時点で2.4兆元の貸倒準備金を計上しており、不良債権に対する比率は175%に上るが、不良債権に要注意債権を加えると同比率は53%に低下する。景気が減速する中、要注意債権の不良債権化に注意が必要である（第2-1-14図）。

第2-1-13図 不良債権比率：上昇傾向



(備考) 1. 中国銀行業監督管理委員会より作成。
 2. 中国では債権分類は、正常、関注 (especially)、次級 (substandard)、可疑 (doubtful)、損失 (loss) の5つがあり、次級以下3分類を不良債権として計上。日本では正常先、要注意先、破たん懸念先、実質破たん先、破たん先の5つに分類し、要注意先の一部から下の4分類を不良債権として計上。

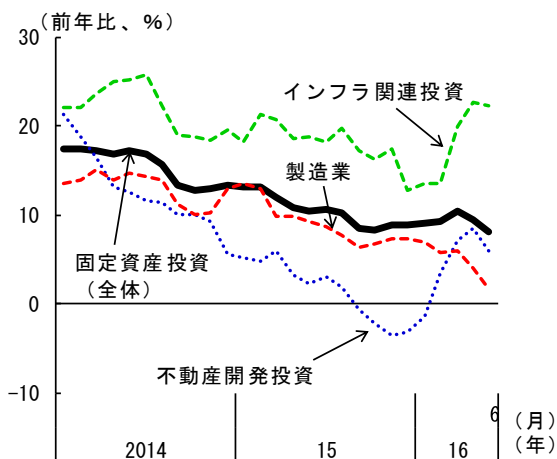
第2-1-14図 貸倒準備金比率：低下傾向



(備考) 中国銀行業監督管理委員会より作成。

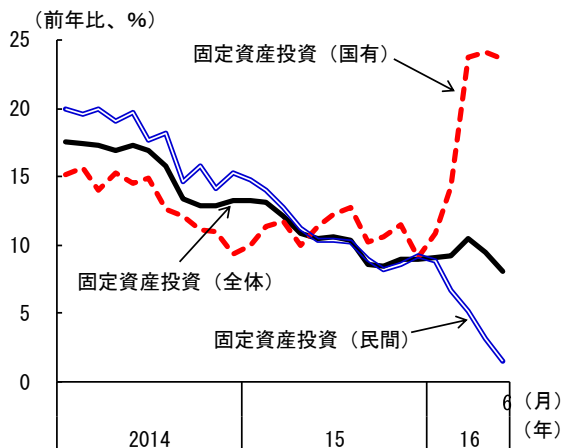
15 年来、政府は不動産市場の活性化策を導入していることに加え¹²、16 年初からは、政府主導のインフラ投資が再び活発化しているとみられる(第2-1-15図、第2-1-16図)。インフラ関連需要の拡大と並行して、鉄金属加工等の構造不況業種の生産、収益、生産者価格に下げ止まりないし持ち直しの兆しもみられる。しかしながら、政府主導の需要創出には、過剰設備や過剰生産問題の調整を遅らせるとともに、不良債権を一層拡大させるリスクがある。過剰設備や過剰債務問題の動向には引き続き注意が必要である。

第2-1-15図 固定資産投資(分野別): インフラ関連の伸びが拡大



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 3か月移動平均値の前年比。なお、1～2月は合算値。

第2-1-16図 固定資産投資(実施主体別): 国有が急増



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 3か月移動平均値の前年比。なお、1～2月は合算値。

¹² 15年3月と9月に最低頭金比率の引下げを内容とする不動産購入緩和策を実施した他、16年3月には北京、上海、広州、深センを除く都市を対象に不動産取得税等の不動産関連減税を実施。一方、16年3月には上海、深センで最低頭金比率の引上げ等の住宅購入制限強化が実施された。