

東京三菱レビュー

東京三菱銀行

投資に牽引された中国の成長加速とそのリスク

中国では 98 ~ 2002 年の間、通年の実質 GDP 成長率が 7 ~ 8% という極めて安定的な成長を持続してきた。さらに、2003 年に入ると、第 1 四半期に 9.9%、続く第 2 四半期は SARS の影響で 6.7% まで低下したものの、第 3 四半期には再び 9.1% とこれまでに比べ成長率が高まり、内需過熱のリスクを指摘する向きが出始めた。貿易面を見ても、2003 年 1 ~ 9 月で輸入が前年比 40.5% と輸出の 32.5% を大きく上回って伸び、貿易黒字幅が前年同期の半分以下にまで縮小している。

こうしたなかで、中国統計の正確性を疑う海外のチャイナ・ウォッチャーのなかには実際の実質 GDP 成長率は 11 ~ 12% にまで過熱しているという見方すらある。一方で、中国内では、政府の公表値を前提に持ち家、自動車に広がってきた消費レベルの向上により、新たな高成長サイクルに入ってきたという楽観論も根強い。政府も一部業種について過剰投資の兆候への警戒感を表明しつつ、景気過熱ではないとして、急ブレーキを避け、勢いを抑えるソフトランディングを図っている。

中国経済の成長の持続性とリスクは様々な角度から検討すべき問題であるが、本稿は、足許の景気動向を踏まえリスク要因のなかで過熱が危惧され始めた投資の面から分析してみたものである。

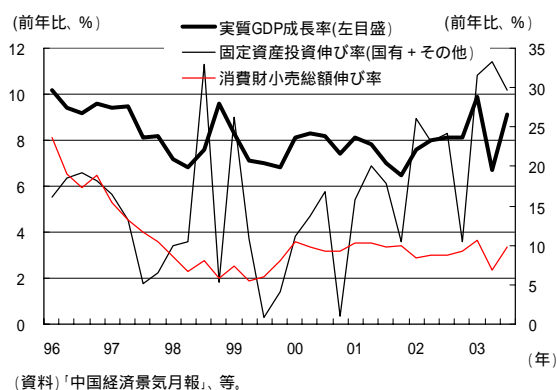
1. 牽引役となった設備投資

(1) 過熱傾向がみえる投資の現状

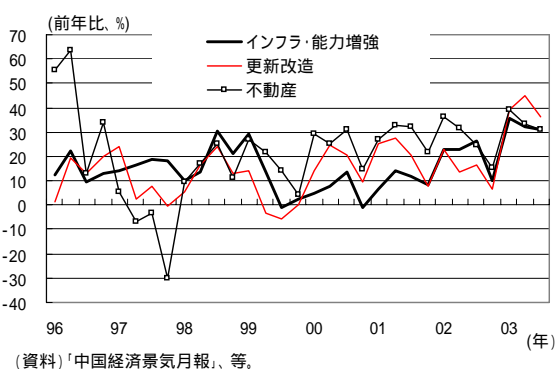
中国では、実質 GDP の需要項目の内訳は発表されないため、固定資産投資、消費財小売総額、輸出入額などから類推せざるを得ないが、足許の牽引役が投資であることは明白である。1 ~ 9 月の実質 GDP 成長率 8.5% に対し、固定資産投資は 30.5% 増と前年同期の 21.8% をはるかに上回る高率に達した (第 1 図)。企業から低家賃で提供される福祉住宅から持ち家へ切り替える住宅政策の変更 (98 年) を反映した不動産投資の堅調な拡大持続傾向に、

インフラ、製造業の能力増強投資、更新・技術改造投資の加速も加わった（第2図）。これに対し、消費は8.6%増と前年同期並みの水準にとどまっている。外需も、輸出を上回る輸入の伸びによりマイナス寄与になったと推測される。

第1図：成長、投資、消費の推移



第2図：投資(国有+その他)動向



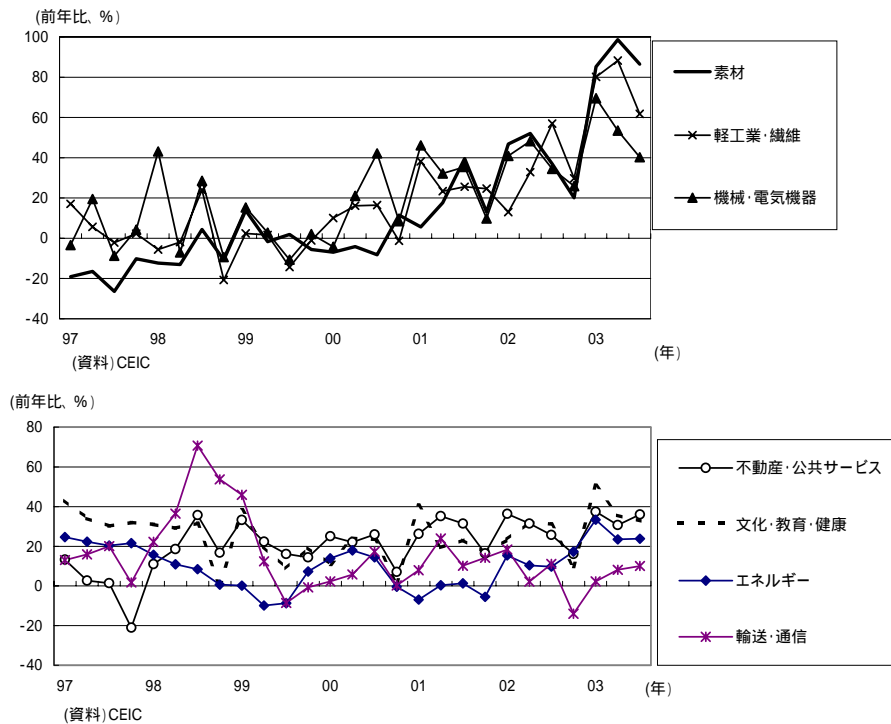
(注) 月次統計集では、固定資産投資全体のほぼ7割を占める「国有企業及びその他企業」による投資の数値のみが記載されているという統計の制約上、第1図、第2図は「国有企業及びその他企業」の数値を使用。

こうしたなか、牽引役となった投資については様々な面で過剰投資の兆候が指摘されつつある。第一に、生産設備面をみると、セメント、鉄鋼、繊維、自動車などでは従来から生産能力の余剰が指摘されていたにもかかわらず、投資が大幅増加している。統計で確認できる範囲では、第3図のとおり、1～9月で業種別投資額の前年比伸び率は素材91.0%、軽工業・繊維75.0%、機械・電気機器50.8%と高水準に達している。加えて、人民銀行(中央銀行)の第3四半期通貨政策実施報告では、電子情報、ソフト開発、新素材、バイオメディカルなどもニューエコノミーとして至るところでプロジェクト建設が進められているとしている。技術基盤が不十分ななかでニューエコノミーの名の下での資金調達、プロジェクト乱立の結果、不採算に終わる可能性が危惧される。

第二に、不動産投資においても、98年の住宅政策変更による持ち家志向の高まりに支えられて98～2002年に平均20.0%と好調に増加した上、2003年1～9月には32.8%まで加速したなかで、高級物件が過剰、中級以下は不足というミスマッチが指摘されている。

第三に、中央政府の都市化推進方針を逆手にとってか、90年代前半のバブル現象を想起させる開発区の乱立も目立ってきた。

第3図：業種別投資の伸び率



(2) 投資急拡大の背景

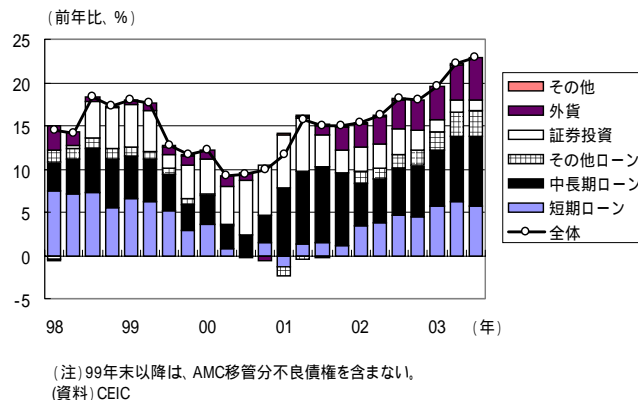
こうした投資急増の背景として政権交代の影響は大きいと考えられる。2002年11月の共産党大会(5年に1回開催される最重要会議)で共産党書記が江沢民から胡錦濤に交代、さらに2003年3月の全人代(年1度開催される重要会議)で首相が朱鎔基から温家宝へと交代した。

朱鎔基前首相は90年代半ばの景気過熱に伴うインフレ、90年代末の不良債権問題の顕在化などの難局に直面した経験を踏まえて、過剰投資と過剰融資に目を光らせてきた。これに対し、新政権は江沢民前総書記の影響力を払拭し政権基盤を固める必要があり、新政権に対して各省庁、地方政府が成長実績のアピールを図る動きを容認したとしても不思議はない。

こうした政権交代やそれに伴う当局のスタンスの変化は銀行の貸し出し姿勢にも変化をもたらした。

アジア危機以降、当局は危機意識を高め、銀行システムの中核を占める四大国有商業銀行の不良債権1.4兆元を新設した不良債権処理機構(資産管理公司、AMC)に移管する形で不良債権処理に着手した。その後も四大国有商業銀行の不良債権比率は25%と高く、健全化努力が求められたことから、各行は貸し出し姿勢を慎重化させて企業向け貸し出し(短期ローン)を抑え、替わる運用先として、国債を中心とした証券投資や地方政府が力を入れるプロジェクト・ローン、住宅ローン(中長期ローン)などを増やしてきた(第4図)。

第4図：金融機関の資金運用



しかし、2003年には第4図の通り、中長期ローンに加え、短期ローンも増加ペースを速め、貸し出し増加額はともに1～9月で2002年全体の増加額の1.23倍となった。これは、プロジェクト・ローン、住宅ローンに加え、企業ローンも持ち直してきたことを意味する。

こうした融資拡大の要因として、第一に、新政権に高成長をアピールしたい地方政府は銀行に対し、大型プロジェクトや地元企業に対する融資拡大への要請を一段と強めたことがあるとみられる。

第二に、政権交代に伴い、銀行監督機能が一時的とはいえ低下した面も指摘されよう。新政権は2003年3月の全人代の政府機構改革に伴い銀行改革の切り札として、人民銀行の銀行監督部門を独立させる形で銀行監督管理委員会の新設を打ち出したが、全国的な体制構築に時間がかかり、銀行監督に空白ができたうえ、人民銀行との間での役割分担も未だ不明確といわれる。

第三に、新政権が四大国有商業銀行を3～5年内の上場という目標を打ち出したために、不良債権比率の低下に一段と熱が入ったことも挙げられよう。上場は銀行にとって巨額の資本獲得を通じて自己資本比率を格段に高め、内外の信認も高めるもので、銀行幹部にとっても実績作りの絶好のチャンスである。四大銀行は政権交代以前から毎年不良債権比率を2～3%低下させ、2005年までに15%に低下させるという目標を課せられていたが、これに上場というインセンティブが加わったといえよう。銀行全体の不良債権比率は2003年9月末現在で21.4%である。不良債権比率引き下げには当然ながら不良債権額の減少か貸し出し全体の拡大という方法しかないが、前者は容易でなく、後者に拍車がかかったとみられている。

加えて、政権交代とは関係しないが、銀行にとって貸し出しを増やし易い条件が整ってきたこともある。AMCに債権を移管された企業のうち、デット・エクイティ・スワップ(注)の対象となった大型国有企業約600社の負債比率が低下し、貸し出し可能となったのである。

(注) AMCに債権を移管された企業のうち、製品が優秀で販路がある、設備が国際水準に適合し環境も害さない、経営管理がうまく行われ財務会計も透明、経営者が有能、現代企業制度の要求

を満たしリストラも実行されている という厳しい条件をクリアした企業に対し、デット・エクイティ・スワップが実施された。実際には大型国有企業の多くがその対象となり、バランスシートの改善により国内のみならず海外の株式市場にも上場しているといわれる。

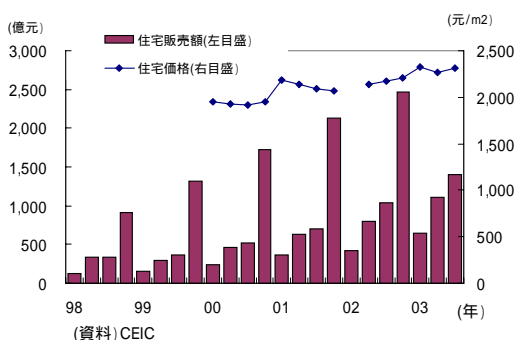
こうして銀行の貸し出し姿勢が緩和されると、元来、投資飢餓症とまでいわれる企業の投資が一気に盛り上がるのに時間はかからなかった。WTO 加盟に伴う市場開放により外国企業との競争が激化するなかで、大量生産によるコストダウンこそが生き残り策とみる中国企業が多いことも投資急増を支えていると考えられる。

2. 高額消費は拡大するも足許のハイペースからは減速の可能性

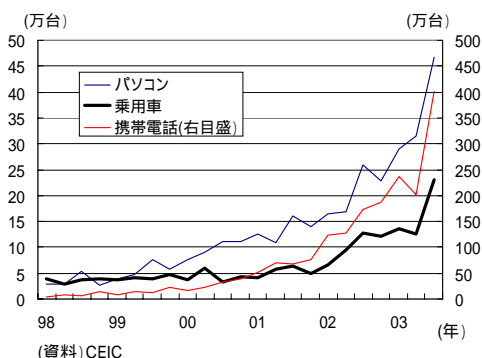
2003年1～9月に投資が前年同期を8.5%ポイントも上回る30%超の伸びでの経済成長を大きく牽引してきたのに対し、消費の伸びは前年同期並にとどまり、拡大した生産能力に見合うほどの需要が見込めるのか疑問が湧く。

むろん、長年の高成長の恩恵を受けた都市住民の所得拡大により、企業の投資意欲を刺激するような高額消費の盛り上がりが見られるのは事実である。住宅販売額増加率は99～2002年平均で28.7%と住宅制度改革に伴う持ち家志向から堅調に拡大してきたが、2003年1～9月には41.1%増と一段の高まりをみせている。同期間に乗用車70.5%、携帯電話98.1%、パソコン81.4%と販売台数増加率が急拡大している。

第5図：全国住宅販売動向



第6図：消費の推移

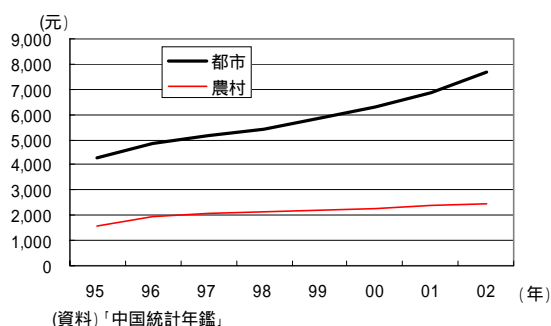


ただし、こうした高額商品が今後とも足許の前年比70～100%という高水準で伸びるとまでは期待しにくい。中国の所得水準からみれば、未だ、高額商品を購入可能な層は限定されているように見える。13億人と人口規模が大きいだけに上位所得層数%だけが購買層となっただけでもインパクトは大きく、モータリゼーションといえる状況に達しているが、乗用車価格が大衆車クラスで10～13万元であるのに対し、1人当りGDPは高所得の先進都市部こそ2002年時点で上海40,646元(人口1,625万人)、北京28,449元(人口1,423万人)、天津22,380元(人口1,007万人)であるものの、都市部全体の平均値は8,177元にとどまる。加えて、都市部でも失業者など貧困層が増えつつある。一方、農村部では都市

部との所得格差は 99 年以降一段と拡大傾向にあり、2002 年時点の平均年間可処分所得で農村部は都市部の 3 分の 1 にすぎない(第 7 図)。中国では都市化が進みつつあるとはいえ、人口規模としては、こうした低所得の農民層が 8.1 億人と都市住民層 4.6 億人を大きく上回っている。

国家・企業負担から個人負担へ移行した教育、医療、年金負担を考慮して貯蓄の必要性が高まっているという消費下押し圧力もあることを考慮すれば、今後とも高額消費の拡大は続くものの足許のような急激な勢いからは減速するとみるのが自然であろう。

第 7 図： 都市と農村の 1 人当り年間可処分所得

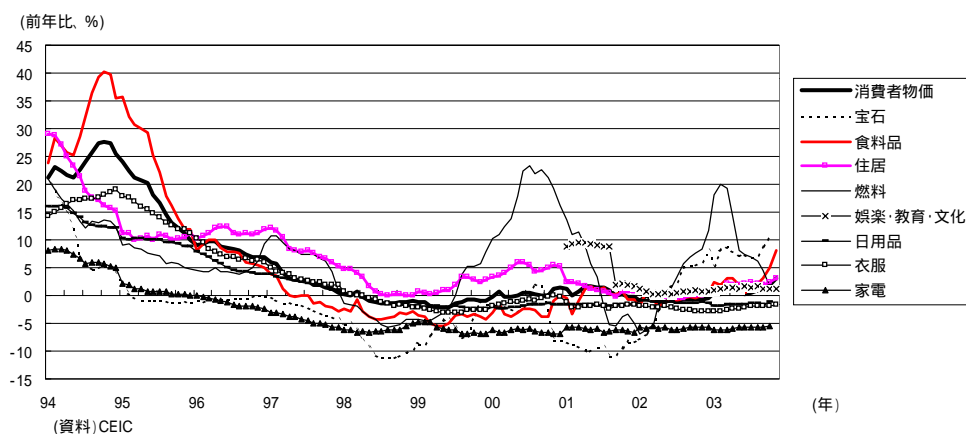


3 . 投資過熱のリスク

中国において住宅、乗用車、デジタル家電など高額商品ブームが広がり始めたとの認識が中国内外から一層の投資を呼び込んでいるものの、中長期的に需要を上回る余剰供給力を抱えてしまうのではないかと危惧する向きは少なくない。

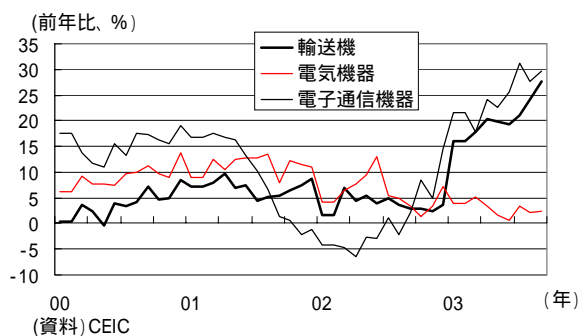
そうした危惧も根拠のないことではなかろう。第一に、現在も 90 年代後半以降の供給過剰状態が解消されず続いているとの認識があろう。確かに、足許の価格状況をみる限り、日用品、衣服、家電などの下落基調に変化がない。2003 年に入り消費者物価は上昇に転じ、11 月には 3.0% と 6 年振りの高水準に達したものの、主として、洪水など自然災害の影響で食料品価格上昇を反映したものである(第 8 図)。

第 8 図： 物価動向



在庫の伸びをみても、第9図のとおり、電気機器については落ち着いているが、輸送機、電子通信機器については急激に積み上がっていることがわかる。ちなみに携帯電話では年間需要6,000万台に対しメーカーが抱える端末在庫は2,000万台にも達する。

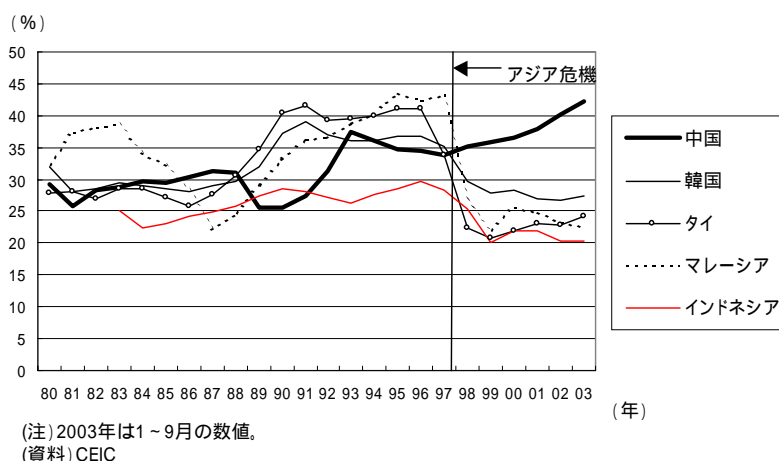
第9図：在庫の伸び率



また、乗用車においても、これまでに公表されている既存メーカーの新增設計画だけでも、生産能力は2007年には2002年の2.4倍に当たる596万台となり、加えて、中国企業の異業種参入も次々と発表されている。2002年時点で5割近いギャップを抱えていた需給バランスが大きく改善するとは考えにくいという指摘もある。

第二にアジア危機の経験則がある。足許の中国の投資率（総固定資本形成/GDP）は42%と過去の水準を大きく上回っているが、同様にアジア危機で大きな打撃を被った周辺諸国も危機前に投資率を大幅上昇させており、こうした過剰投資が危機の一因であったと指摘された（第10図）。

第10図：アジア諸国の投資率



第三に、中国企業が元来市場拡大に伴い設備拡張が相次ぎ、新規参入が殺到し、需要を上回る生産能力を抱え、激しい競争で収益率を低下させてしまうという過剰投資体質を抱えているとみなされていることもある。特に90年代前半に急増した投資のうち不採算に終わったものは少なくなく、それが今日の巨額の不良債権の主因となっている。

危惧通り現在の投資拡大が供給過剰を招いた場合、どのようなリスクが予想されるだろうか。

投資急増を反映して、すでに鉄鋼、非鉄金属を中心に原材料価格の上昇が目立っている一方、価格競争は激化、製品価格には転嫁できないとなれば、早晩、投資に回った資金は回収できなくなる。この結果、投資過熱の反動が景気の下押し要因となるが、これについては積極財政で、ある程度カバーされよう。むしろ、不良債権拡大の懸念の方が大きい。通常ならば供給過剰状態は企業の淘汰によって解消されるところであるが、中国では国有企業が経営不振に陥っても銀行融資の継続ゆえに市場退出が進まず不良債権拡大につながったという経験が繰り返される恐れがある。特に長期のプロジェクト・ローン、大企業向けローンなどは1件あたりの額も大きいだけに、銀行の上場後に期日を迎えて焦げ付きが表面化すれば株主の被害も甚大となり、国有商業銀行への信頼を根底から崩しかねない。

また、中国の生産能力拡大に伴う国際市場からの原材料調達により広範な一次産品価格にすでに上昇圧力がかかっており、一方、中国国内市場から溢れ出した安価な中国製品の輸出拡大により製品価格には下落圧力がかかる可能性が高い。この結果、中国内外を問わず多種多様なメーカーにとってマージン縮小につながりかねない。中国批判、人民元切り上げ要求も一段とエスカレートする恐れがある。

* * *

こうしたリスクの顕在化の可能性は軽視できない。だからこそ、人民銀行も2003年6月に不動産融資規制の強化、9月に預金準備率の引上げを行うなどの対応策に着手したのであろう。固定資産投資の伸びは6月の35.5%をピークに低下傾向にあったが、11月には再度加速し、依然として予断を許さない。人民銀行の独立性が制限されている中国において、政府が景気過熱を認めていないなかでは貸出金利の引上げなど本格引き締めは難しいとも考えられる。利上げは一段と海外からの資金流入を促すことを考慮すればなおのことである。

ただ、足許の投資拡大が不良債権拡大につながったとしても、国有銀行に対する国家の救済が期待でき、資本移動規制により急激な資本流出が抑制される現システムを前提とすれば、当面は大きく景気の足を引っ張るものではない。しかし、中国における金融改革・資本移動規制緩和が進展し、こうした前提が崩れていくにつれて顕在化の可能性は高まっていく。2008年オリンピックという一大イベントを控えて、内外の投資意欲が一段と膨らんでいるだけに、不良債権化のリスクを孕む過剰投資の兆候を今後とも慎重に見極める必要がある。

(1 . 9 萩原 陽子)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。