

# 経済レビュー

## 「社会主義市場経済国」ゆえの中国リスクの過大評価

### 【要旨】

- ◇ 減速を続ける中国経済はグローバルでみた主要なリスクファクターとして注目を浴びている。確かに、中国リスクの大きさは否定できないが、足元ですでにマイナス成長に陥っているというような極論まで出てくる背景には、「社会主義市場経済」という独自の体制の下で市場化改革を進める中国経済の実像が市場経済のロジックからは理解しづらいことがリスクの過大評価につながっている感がある。
- ◇ 習近平政権は市場化改革を掲げ、市場経済のロジックに則した行動をとるとの期待を高めたにもかかわらず、今年の株価急落局面では大規模かつ強硬な株価維持策（PKO）を展開し、株式市場の機能を損なった。このため、海外では、大規模かつ強硬な PKO を断行せざるをえないほどの実体経済の悪化が想起されたが、同政権なりの合理性に基づく行動であり、実際の実体経済はそこまで厳しい状況にあるわけではない。
- ◇ 一方、海外における中国経済への理解不足も中国リスクの過大評価につながっている。高成長期が終焉した中国は消費拡大を通じて過度の投資依存型経済を脱却するモデル転換を行う構造調整の最中にある。足元の減速は過剰投資の反動や不動産バブル崩壊が振幅を大きくしている面はあるものの、長期的にみると、そうした構造調整の必然的な帰結である点が理解されていない。
- ◇ 中国のような純然たる市場経済体制でない国が世界の経済成長に対し、ここまでの影響力を持つのは現代の世界経済において初めてであり、当面、この状況は継続しよう。今後、中国が「中所得国の罠」を抜け出し、さらなる発展を遂げるには真の市場化改革が不可欠であると思われるが、一朝一夕には実現しないことも確かである。それゆえ、当面は、中国の経済運営が先進国での市場経済ロジックからいかに逸脱しているかを指摘し、そのリスクを過度に強調するのはあまり建設的とはいえない。社会主義市場経済のロジックに対する理解を深め、等身大の中国経済把握に努めることが世界経済を見通す上でも必要とされているのではないかと考えられる。

減速を続ける中国経済はグローバルでみた主要なリスクファクターとして注目を浴びている。確かに、中国リスクの大きさは否定できないが、足元ですでにマイナス成長に陥っているというような極論まで出てくる背景には、「社会主義市場経済」という独自の体制の下で市場化改革を進める中国経済の実像が市場経済のロジックからは理解しづらいことがリスクの過大評価につながっている感がある。以下で詳しくみていきたい。

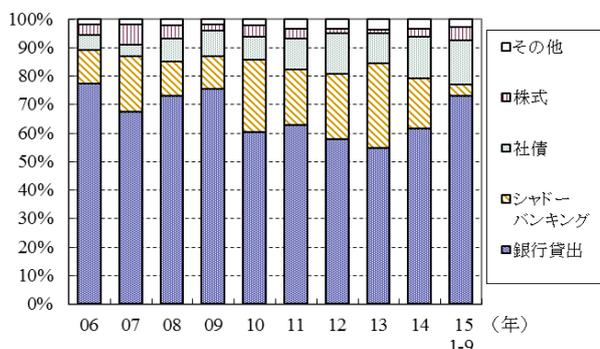
## 1. 市場化改革推進の下での大規模 PKO が招いた「誤解」

習近平政権は、2013年11月の三中全会で政治から経済・社会に至る広範な分野における構造改革のアウトライン（以下「三中全会の決定」）を示し、そのなかで市場が資源配分における「決定的な役割」を果たすと明示して市場化改革深化への内外の期待を喚起した。ただし、習政権の一連の政策をみると、その独自の合理性が海外の期待と食い違った構造が浮かび上がってくる。

その典型例を株式市場にみることができる。2015年央以降の株価大幅調整局面では株式市場に対し、大規模かつ強力な介入を行って市場機能を低下させ、海外に衝撃を与える結果を招いた。以下では一連の株式市場改革と株価の反応、および、株価大幅調整への金融当局の対応を少し詳しくみてみる。

習政権は「三中全会の決定」において、懸案であった間接金融への過度の依存による銀行システムへのリスク集中を是正し（第1図）、直接金融を強化する切り札として、株式発行制度の登録制への移行を明記した。これを受け、2009年以降の長期に亘る株式市場の低迷を放置できなくなった証券当局も本格改革を前に、対外取引や信用取引を含む規制緩和を進めた。こうした政府の株高支援スタンスが好感され、株価は2014年秋頃から急騰し、国有メディアによる株高期待を助長する論調も加わって上昇に拍車がかかった（第2図）。これは、中国の株式市場は洗練された機関投資家がファンダメンタルズに基づいて分析するような厚みに乏しく、依然、個人投資家の投機の間という色彩が強いため、結局、バブル懸念が拡大するなか、2015年6月、信用取引に対する規制導入を契機に急落に転じることとなった。

第1図：社会融資総量（フロー）



（注）社会融資総量とは、实体经济が金融システム（金融機関および証券市場）から獲得した全ての資金の合計。

（資料）中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：上海総合株価指数



（資料）上海証券取引所統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

これに対し、金融当局は第1表の通り、株価維持策（PKO）により株価下落に歯止めをかけようと試みた他、多数の上場会社株の売買停止容認や刑事罰を示唆する空売りの実質禁止措置など非市場的手法を繰り出して、株式市場の機能を損なった。これにより、習政権の市場化改革に期待していた海外では失望と警戒感が広がり、大規模かつ強硬な PKO を断行せざるをえないほど実体経済のリスクが大きいのではないかとこの疑念まで喚起する結果をもたらした。

第1表：主な株価維持策

①	利下げ
②	新規上場(IPO)停止
③	信用取引に対して追加証拠金を求めないなどの規制緩和
④	大規模な株式買い支え 証券会社21社が1,200億円を投じて上場投資信託(ETF)購入、政府系ファンドの中央匯金はETF購入、保険会社や各種ファンドは株式市場への投資拡大、国有企業は自社株買い
⑤	「悪意」のある空売りを禁止し、違反者に対して公安部が捜査
⑥	一時、全上場会社の半分以上が売買停止
⑦	保有比率5%以上の大株主等の株式売却を6カ月間停止
⑧	先物取引規制の強化

(資料)各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

習政権が市場化改革を掲げた以上、海外において、同政権が市場経済のロジックに則した行動をとるとの期待が高まるのは必然といえる。従って、第1図の通り、中国の金融システムにおける株式市場のプレゼンスはさほど大きくはないために株価下落の実体経済への影響力は限定的と考えられているなかで、政府が大規模 PKO に踏み切るのは異様に映る。

しかし、習政権が今回の PKO を通じて、政府の許容範囲を超えた市場の決定を政府の力で覆すスタンスを明示したのは政府の経済運営のロジックからすると、それほど驚くには当たらない。政府からすると、①取引の8割以上を占める個人投資家の不満が政府批判につながりかねないことを放置できない、②銀行の株式関連融資の不良債権化を避ける、③上場企業の自社株担保資金調達の見詰まりを防ぐ——というリスク回避の方が重要であり、加えて、株式市場が再度、長期低迷に陥り、「三中全会の決定」に基づく改革の頓挫を避けることも念頭にあったのではないかと推測される。中国経済においては依然として「市場の役割」は「政府の役割」を超えることは難しいことに留意する必要がある。

## 2. 海外における中国経済への理解不足によるリスクの過大評価

内外の認識の差が中国リスクの過大評価につながっている例は実体経済面でも多く見受けられる。

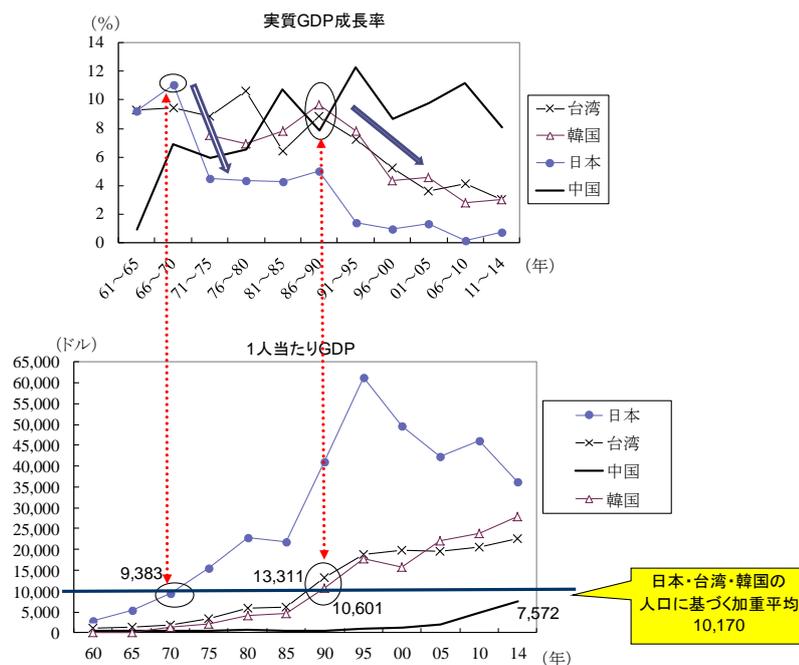
### (1) 見落とされる中国景気減速の複合要因

中国が高成長から減速した要因に4兆元対策（リーマンショック後の大型内需拡大策）に伴う過剰投資・過剰融資や株・不動産バブルの崩壊による深刻な後遺症があることは間違いない。それゆえ、先進国でのバブル崩壊の先例からの連想で破局的な景

気の落ち込みを想定する向きも少なくない。しかし、中国政府が「三期叠加（3つの時期の重なり）」と呼ぶように、今日の中国は「4兆元対策の調整期」以外に、「経済成長のステージ移行期」、「構造改革の陣痛期」でもある。足元の減速はこうした複合的な難局のなかでの構造調整の必然的な帰結であり、「予定された減速」でもある。

まず、経済成長のステージ移行期からみていく。「所得の収束」と呼ばれる成長理論に基づけば、所得水準が低い国ほど投下資本当りの限界生産性が高く、高成長が可能となるが、所得水準が上がるにつれて成長ペースは低下する。アジアにおいても、先行して発展した各国・地域は1人当たりGDPが一定水準に達した段階で成長率の下方屈折に直面した。その際の1人当たりGDPは、現在の貨幣価値で換算すると、日本で9,383ドル（70年）、韓国で10,601ドル（90年）、台湾で13,311ドル（90年）であり、各国・地域の人口で加重平均すると10,170ドルとなる（第3図）。中国はリーマンショック対応と巨大人口の負担もあり、2014年時点で7,572ドルと他国比低めながら、高成長期から中成長期への移行自体は驚くに値しない。

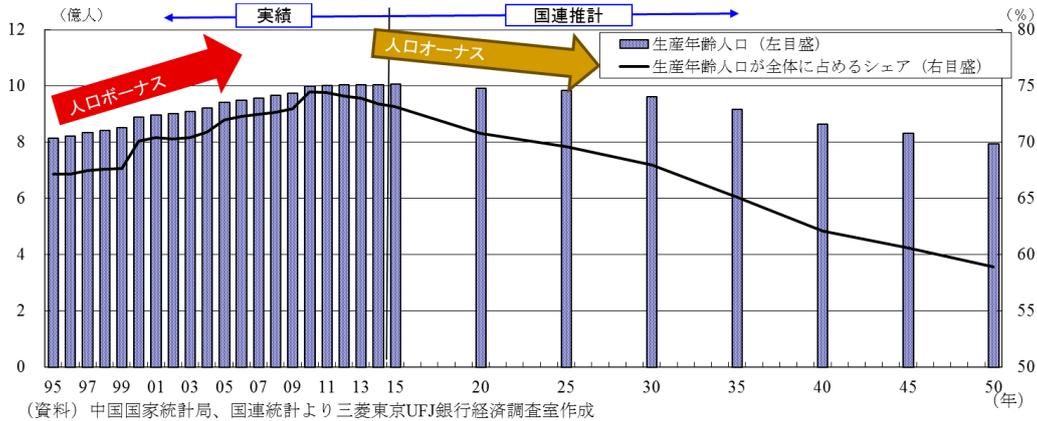
第3図：アジアの成長の推移



(注)時系列の比較のため、米国のGDPデフレーターに基づき2014年時点のドル価に換算。  
(資料)IMFおよび各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

加えて、人口動態の面でも、人口ボーナス期から人口オーナス期へ転換している。生産年齢人口（15～64歳）のピークは全人口に占めるシェアで2010年（74.5%）、人口規模自体で2013年（10億582万人）に到達済みである（第4図）。なお、この生産年齢人口の減少は「一人っ子政策」による人口抑制策を反映したものであるが、同政策は2013年の規制緩和を経て、2015年10月の中国共産党第18期中央委員会第5回総会（五中全会）で廃止が決定され、全面的に第2子出産が認められるようになった。仮にその効果が現れれば、2030年以降の生産年齢人口は第4図で示した国連の推計より上ぶれることになろう。

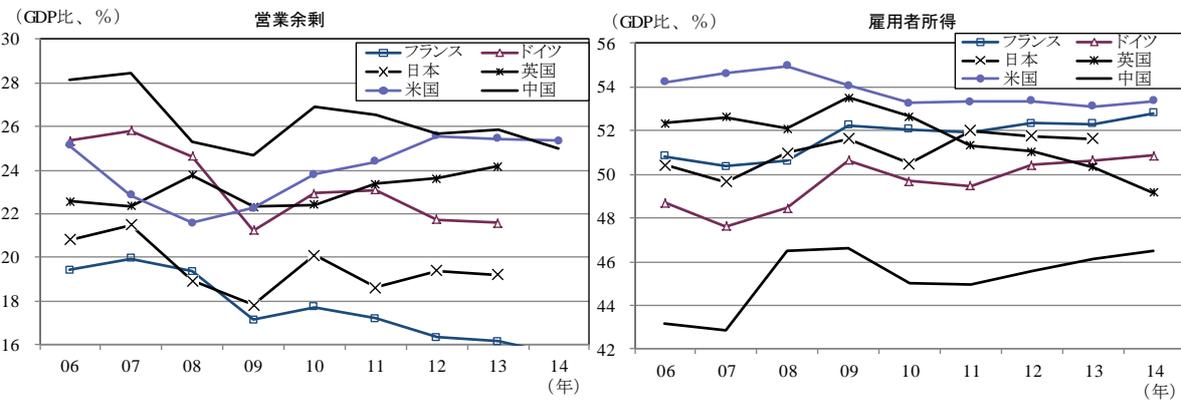
第4図：人口動態



次に、「構造改革の陣痛期」をみる。足元の企業利益の減少は、統計発表時に国内外の株価下落を引き起こすようなインパクトを持っているが、その要因には構造改革による必然という側面があることも見落とされる傾向にある。

改革開放後、先進工業国化を急ぐ中国政府は雇用者所得を抑制し、企業の営業余剰を含らませて投資資金に充当させるスタンスを取ってきた。第5図の通り、中国では、他国に比べ、所得分配が営業余剰に傾斜し、労働分配率が極端に低いことが明らかである。このスタンスが奏功して、中国は急速に生産能力を拡大し、投資と輸出に牽引された高成長を享受した。

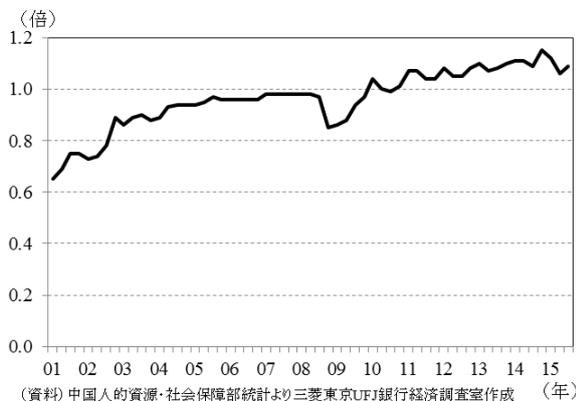
第5図：各国の所得分配



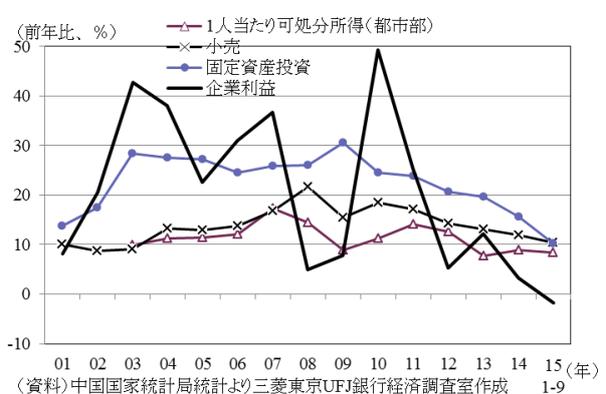
しかし、すでに前胡錦濤政権時代から投資と輸出に過度に依存した成長パターンは持続可能でないという認識が生まれていた。このため、政府は、その修正の意味で消費振興を志向し、最低賃金の引き上げや賃上げガイドラインを通じて、消費拡大の前提となる雇用者所得の引き上げを促すスタンスに切り替えた。これに労働人口の増加を上回る経済成長ペースによる労働需給のタイト化も加わり（第6図）、投資を促すために企業が享受してきた過剰な利益配分が修正され、雇用者所得がより多くの配分を受ける過程にある。それゆえ、企業利益減少の下でも、個人の所得は底堅い伸びを

続けており、消費も安定成長を維持している（第7図）。

第6図：求人倍率の推移



第7図：消費・投資と個人・企業所得



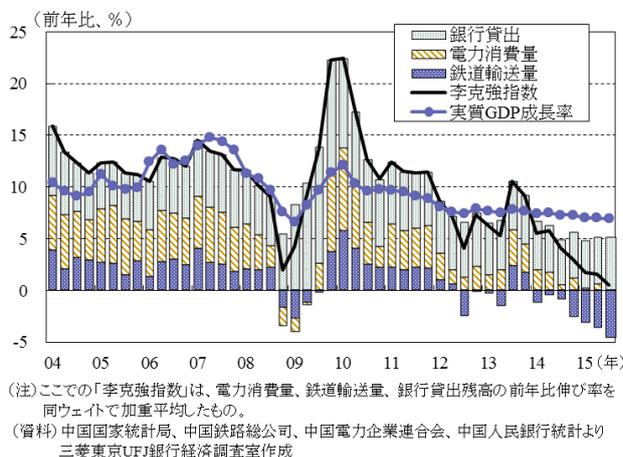
なお、海外では、人件費の上昇による競争力の低下が指摘されるが、中国政府が目指すところは、「中国製造 2025（2025年までの製造業高度化）」および「インターネット+（プラス；インターネットと製造業との融合）」といった成長戦略で明らかな通り、賃金上昇を合理的なものとし得る生産性向上であり、それこそ、「中所得国の罫」を乗り越える道筋が開ける。

## (2) 経済実態に不適合な統計の過信

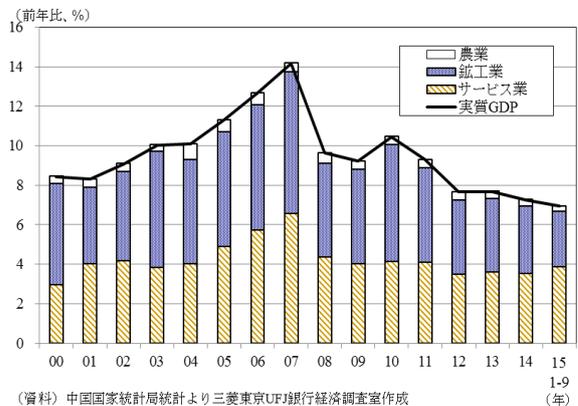
### ① 経済のサービス化を反映しない「李克強指数」

海外が中国の経済実態に不適合な統計を過信することも中国リスクを膨張させている。海外では、従来から中国統計に対する信頼度は低かったが、とくに足元のGDP公表値に対しては水増しとの見方が多い。その根拠として、しばしば挙げられるのが鉄道輸送量、電力消費量、銀行貸出残高から構成される「李克強指数」の低迷である（第8図）。「李克強指数」は、そもそも、李克強首相が遼寧省のトップであった2007年に米国大使に対して、同省の経済実態を把握するに当たって、GDP成長率の信頼は低く、これら3指標に着目していると述べたと内部告発サイト、ウィキリークスが2010年に公表したことが契機となった。

第8図：実質GDP成長率と李克強指数



第9図：実質GDP成長率の産業別内訳



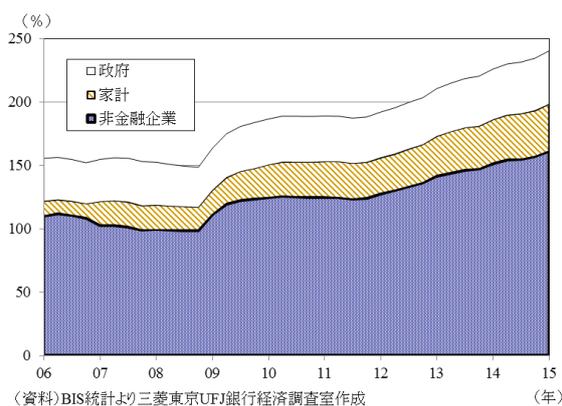
しかし、「李克強指数」は経済のサービス化という産業構造の変化の下で、成長を支えているサービス産業の動き（第9図）を捕捉するには不適合である。鉄道輸送量は石炭（55.3%）、石油・鉱物資源（18.8%）で4分の3を占め（2013年）、しかも、2015年1～9月では道路輸送量の10分の1程度にとどまる。また、2015年1～9月の電力消費のシェアは鉱工業が71.5%（前年比▲0.9%）、サービス業は13.1%（同+7.4%）となっている。なお、銀行貸出については、国有銀行主体の中国の銀行システムは国有企業向けに傾斜していることが知られている。チャイナウォッチャーからは徐々にこうした李克強指数の不備が指摘されるようになったが、依然として、中国リスクを喧伝するファクターとして取り上げられるケースが散見される。李首相は長く「李克強指数」に関するコメントを避けてきたが、こうした状況を憂慮して、ついに2015年11月に英エコノミスト誌に寄稿し、経済実績と鉄道輸送量、電力消費量、銀行貸出残高との関連性は薄れ、今日では、雇用、所得、環境改善を重視していると述べた。

なお、中国のGDP公表値については過大評価との見方が多いが、一部には、個人も企業も課税逃れのために所得の過少申告が常態化していることによる過小評価の可能性を指摘する声もある。

## ②誤解を生む BIS 統計の企業債務

単純な国際比較も中国経済のリスクを過大評価させる要因となる。例えば、国際決済銀行（BIS）の統計による中国の非金融企業債務残高のGDP比はリーマンショック前の2008年第2四半期には99.0%であったが、その後、急上昇し、直近2015年第1四半期には161.3%と日米欧をはるかに上回る高水準に達している（第10図、第2表）。このことだけを取れば、中国の企業債務の急増が危険視されるのは驚くべきことではない。

第10図：中国の非金融機関債務残高のGDP比 第2表：日米欧との債務残高比較（2015年3月末）



	(GDP比、%)			
	中国	日本	米国	ユーロ圏
非金融機関	240.4	389.7	239.1	276.0
民間非金融部門	198.3	169.5	146.6	166.6
企業	161.3	103.6	69.5	105.7
家計	37.0	65.9	77.1	60.9
政府	42.1	220.2	92.5	109.4

(資料) BIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

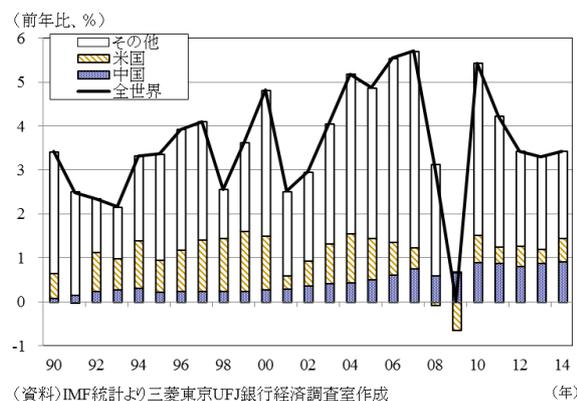
ただし、BIS統計は非金融部門の企業に関して、民間企業と国有企業を含んでおり、家計と合わせて、「民間非金融部門 (private non-financial sector)」との呼称を使用することは、中国においても民間企業が巨額の債務を抱えているかの誤解を与えかねない。過剰債務による過剰投資の深刻さは否定できないものの、中国では前述の通り、基本

的にほぼ国有独占となっている銀行部門が「暗黙の政府保証」を受けている国有企業向けに融資している部分が圧倒的に多い。国有企業における「ソフトな予算制約（政府保証があるため、非効率な経営が温存されること）」の問題は大きいですが、貸倒リスクとしては、ある意味、中国政府そのものに近いといえる点には注意が必要で、「不良債権問題深刻化」→「金融危機の可能性」といった連想は必ずしも適切ではない。

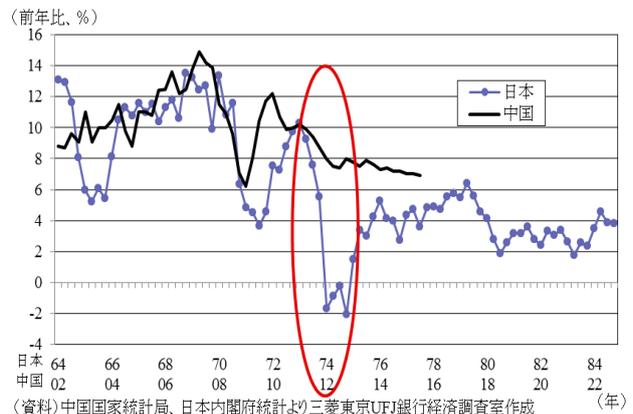
### 3. 中国の台頭に伴い求められる対中理解

2007年以降、世界の経済成長における寄与度は中国が米国を上回り、IMFが公表する2020年までの予測でもその状況は不変となっている（第11図）。純然たる市場経済体制でない国が世界の経済成長に対し、ここまでの影響力を持つのは現代の世界経済において初めてであり、当面、この状況は継続しよう。こうしたなかで世界的に中国リスクが注視される状況も続くと考えられる。

第11図：世界経済の成長における米中の寄与度



第12図：日中の成長ステージ移行



成長ステージ移行における日本の前例をみると、第1次石油ショックという世界的な経済ショックとともに高成長期は終焉を迎え、マイナス成長後、成長率は4%前後の中成長期にシフトした（第12図）。これに対し、中国では習近平政権が高成長期の終焉後も中高成長を維持すべく、構造改革に取り組む一方で、短期的な成長率達成目標についてもこだわり続けているとみられる。このため、足元の緩やかな成長率低下トレンドに対して、海外からは統計水増しにより数字を積み上げているとの疑念が長期化し、一部には深刻な景気低迷を想定する悲観論を招いている。

「社会主義市場経済」の中国は、これまでの世界を支配する市場経済の常識からは計り難い面が少なくない。中国が「中所得国の罠」を抜け出し、さらなる発展を遂げるには真の市場化改革が不可欠であり、習政権もそれを理解しているがゆえに「三中全会の決定」を提起したと思われるが、一朝一夕には実現しないことも確かである。こうしたなか、市場化進展に伴い必然となるボラティリティの高まりに対して、本年の株式市場の混乱のように非市場的な安定化策を強行し、諸外国や市場を混乱させてしまう局面が再発することも否定できない。中国政府にとって説明責任能力と政策の透明性の向上は重要な課題として受け止められているとみられるが、その達成もすぐ

には難しい。

以上を考え合わせれば、当面は、中国の経済運営が先進国での市場経済ロジックからいかに逸脱しているかを指摘し、そのリスクを過度に強調するのはあまり建設的とはいえず、社会主義市場経済のロジックに対する理解を深め、等身大の中国経済把握に努めることが世界経済を見通す上で必要とされているのではないかと考えられる。

以 上

(H27.12.14 萩原 陽子 youko\_hagiwara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

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、金融商品の売買や投資など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すよう、宜しくお願い申し上げます。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おります。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。