

経済レビュー

習近平政権の新たな構造改革「供給側改革」とは何か

【要旨】

- ◇ 2015 年 11 月、習近平総書記は新たな経済改革として「供給側改革」を打ち出した。①過剰生産能力の解消、②不動産在庫の解消、③過剰債務の解消、④企業コストの削減、⑤脆弱な部分の補強という 5 大タスクを掲げ、2016 年以降、経済政策の中核に据えている。これは、リーマン・ショック対策に伴う負の遺産である「生産能力、不動産在庫、債務の過剰」を解消する際に生じる景気下押し圧力を「企業コストの削減」等で緩和する政策パッケージと考えられる。
- ◇ 「過剰生産能力の解消」は「供給側改革」のなかでも最重要課題であり、2016 年から鉄鋼・石炭をモデルケースとして先行実施され、順調に目標を達成している。削減の信憑性に疑問を呈する報道もあるが、需給の引き締まり観測とともに、価格が上昇し、企業収益が改善するなど既に一定の構造調整効果が顕在化していることは事実である。
- ◇ 「不動産在庫の解消」については住宅購入関連の規制緩和の推進の結果、住宅の在庫面積は 2015 年末比約 2 割の減少となっている。ただし、大都市ではバブル懸念を醸成する一方、中小都市では依然、在庫が高水準で価格も低迷と二極化し、課題を残している。過大な建設中在庫も引き続き懸念材料である。
- ◇ 「過剰債務の解消（デレバレッジ）」については、政府が合併等の多様な手法で企業レバレッジ解消を促したが、メルクマールとした企業の資産負債比率（負債／総資産）の引き下げは 2016 年で▲0.4%ポイントの低下にとどまった。そもそも海外から主要な中国リスクとみなされているのは企業債務の規模自体で、これも 2016 年末時点で GDP 比 166.3%と日本のバブル期を越える高水準が続いている。
- ◇ 中国の企業の税・社会保障負担率は税前利益の 68.0%と高率で、「企業コストの削減」は従来から重要課題であった。税制改革や減税・費用削減措置を通じて、2016 年には約 1.1 兆元、2017 年にもすでに 1 兆元超の企業コストを引き下げ、企業の環境改善のファクターとして景気にプラス効果を発揮している。
- ◇ 「過剰生産能力の解消」と実体経済の安定は両立し得ているものの、それは債務拡大に支えられた面もあったといえる。当局は年初からようやく「デレバレッジ」に向けて舵を切り始めたが、ムーディーズが 28 年ぶりに国債格下げに踏み切るなど海外の目は厳しい。「デレバレッジ」の本格推進には、主として過剰債務を抱える国有企業の改革が不可欠であるだけに、今後、どこまで踏み込んだ対応をみせるかは習政権の改革意欲を測る重大な試金石となり得よう。

習近平氏は2012年11月に共産党総書記に就任したが、その1年後の2013年11月の中央委員会第三回全体会議（三中全会）で「改革の全面的な深化に関する若干の重大な問題に関する決定」（通称「三中全会の決定」）を発表し、政治・経済・社会を網羅する改革のアウトラインを示した。そのなかで経済面では市場化改革推進を掲げ、改革進展への期待を世界的に喚起した。ところが、その後、政治面では過去に例をみない激しい汚職腐敗摘発が進む一方、経済面における市場化のペースは遅く、失望する向きが少なくなかった。

三中全会から2年後の2015年11月、習総書記が財経領導小組会議で打ち出した新たな構造改革が「供給側改革」であり、2016年以降、「供給側改革」を中核に据えた経済政策運営が進められている。にもかかわらず、「三中全会の決定」のような包括的な文書が作成されていないこともあり、特に海外では「供給側改革」とは何かがわかりにくくなっている。政府の政策方針が実体経済を強く方向付ける中国において、習政権が掲げる「供給側改革」の全体像を理解することは先行きを展望するに当たり重要な意味を持つ。以下で、「供給側改革」の内容と進捗をみていきたい。

1. 「供給側改革」の内容を巡る紆余曲折

「三中全会の決定」は習総書記をリーダーとする文書起草グループの下で討議・修正を重ねた後、党内調整を含め7ヵ月をかけて策定された。これに対し、「供給側改革」は2015年11月の財経領導小組会議において、習総書記が「供給側改革」推進を強調したのに端を発し、後から内容を固めていくという流れとなったため、政権内で意見が異なり、内容が重要会議によって変化していった。

2015年12月の中央経済工作会議（翌年の経済政策方針を決定する重要会議）では2015年11月の習総書記の発言を踏まえ、「供給側改革」の5大タスクとして、①過剰生産能力の解消、②不動産在庫の解消、③過剰債務の解消、④企業コストの削減、⑤脆弱な部分の補強（「三去一降一補」と略称）を提示した。ところが、2016年の全国人民代表大会（全人代）では、国家発展改革委員会による経済・社会発展計画が「三去一降一補」を踏襲する一方、国務院による政府活動報告では、「不動産在庫および過剰債務の解消」が「供給側改革」からはずれたかわりに、「国有企業改革」と「非公有制経済の活性化」が加わり、「一降一補」の一部であった「行政改革」、「イノベーション」などがメインタスクへと格上げされた（第1表）。ここには、過剰の解消が前面に押し出されている「三去一降一補」よりも、イノベーション、規制緩和、企業改革の方が生産性向上に寄与し、本質的な意味での「供給側」の「改革」にふさわしいとの国務院の判断が窺われる。

最終的には、2016年5月の財経領導小組会議で、「三去一降一補」をメインタスクとする一方、国有企業改革、政府の機能転換、財税制・金融改革等を“本質的な属性（本質的に備わっている性質）”として両案をともに取り込んで調整された。

第1表:「供給側改革」の変遷

2015年12月 中央経済工作会議 「三去一降一補」	2016年3月全人代		2016年5月財経領導小組會議	
	政府活動報告 (国务院)	経済・社会発展計画 (国家発展改革委員会)	メインタスク 「三去一降一補」	本質的な属性
① 過剰生産能力の解消	① 行政改革	① 過剰生産能力の解消	① 過剰生産能力の解消	① 国有企業改革
② 不動産在庫の解消	② イノベーション	② 不動産在庫の解消	② 不動産在庫の解消	② 政府の機能転換
③ 過剰債務の解消	③ 過剰生産能力の解消と コスト削減	③ 過剰債務の解消	③ 過剰債務の解消	③ 価格・財政・税制・ 金融・社会保障等 の基礎的改革
④ 企業コストの削減	④ 財・サービス供給の改善	④ 企業コストの削減	④ 企業コストの削減	
⑤ 脆弱部分の補強	⑤ 国有企業改革	⑤ 脆弱部分の補強	⑤ 脆弱部分の補強	
	⑥ 非公有制経済の活性化			

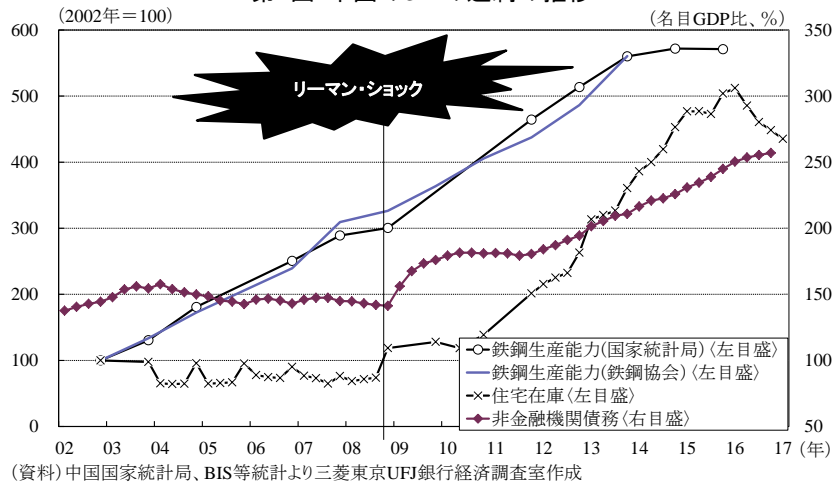
(資料) 中国政府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 「供給側改革」の中核をなす3つの過剰の解消（三去）

2016年5月の財経領導小組會議では、「供給側改革」は「三去一降一補」も国有企業改革なども内包するものとされたが、その後の経済政策運営から判断すると、「供給側改革」として進められているのは「三去一降一補」とみて良いだろう。

まず、「三去」すなわち3つの過剰の解消からみていく。その対象となっている生産能力、不動産在庫、債務はいずれも2008年のリーマン・ショック後に講じられた大型景気対策に伴って過大となった負の遺産といえる（第1図）。取り組みは遅いとはいえ、「過剰問題を先送りしても高成長により経済への重石が軽減する」という時代は終わったことを認識し、対応に本腰が入った点は評価に値しよう。

第1図: 中国の3つの過剰の推移



(1) 鉄鋼・石炭業をモデルに展開される過剰生産能力の解消

「三去」のなかでも最重要課題といえるのが「過剰生産能力の解消」である。中国では、リーマン・ショック前から生産能力の調整が進められていたが、老朽設備・小規模設備の廃棄による削減を高度新規設備の導入が上回り、生産能力全体に歯止めをかけることができなかった。さらにリーマン・ショックに伴い、景気対策として大規模な投資拡大が容認された結果、過剰生産能力に拍車がかかってしまった。

そこで、2016年から鉄鋼・石炭をモデルケースとして明確な数値目標を設定し、削減を促した。中央政府は余剰人員対策を主眼に1,000億元の構造調整補助金を設定したため、補助金を確保すべく各地方政府は競って生産能力の削減目標を提出し、その合計は瞬く間に中国全体の目標を大きく上回る水準に達した。もっとも、同年7月までの達成率は低調であったことから、8月の国務院常務会議は全国一斉査察を決定し、これが奏功した模様で、その後、削減は急加速した。

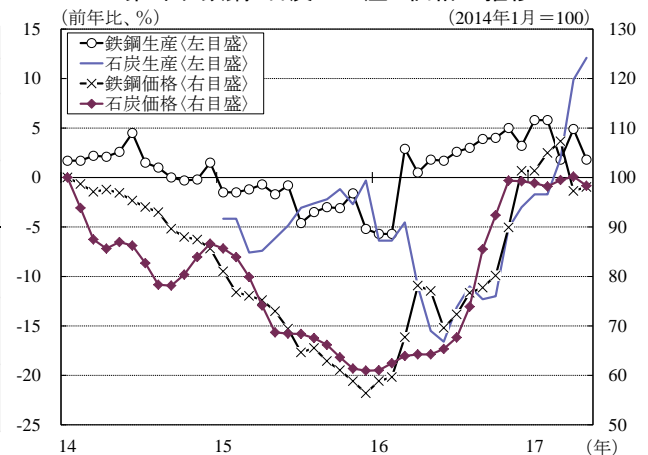
最終的に、2016年には、鉄鋼については目標の4,500万トンに対して6,500万トン、石炭については目標の2.5億トンに対して2.9億トンと大幅な超過達成が成し遂げられた(第2表)。続いて、2017年も5月末時点で既に鉄鋼で削減目標5,000万トンに対して達成率84.8%、石炭では削減目標1.5億トンに対して達成率65%に達している。ちなみに2017年の目標通りに削減できれば、鉄鋼は前年並みの生産量で早くも稼働率が約80%と政府が適正水準とみなすレベルに到達する。また、中国には統計に反映されない地条鋼(スクラップを原料とする粗悪な鉄鋼製品)が約1億トンの生産能力を有しているという問題もあるが、これについても政府は2017年6月までの全廃に向けて取り締まりを強化している。

第2表: 鉄鋼・石炭の生産能力削減状況

	鉄鋼			石炭		
	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017年
生産能力(A)	11.3億	10.6億	10.1億	57億	54.1億	52.6億
削減目標		4,500万	5,000万		2.5億	1.5億
達成率		144.4%	(5月末) 84.8%		116%	(5月末) 65%
生産量(B)	8億383万	8億837万	n.a.	37億4,654万	33億6,399万	n.a.
稼働率(B/A)	71%	76%	n.a.	66%	62%	n.a.

(注)『生産能力』の2016-17年の値は2015年値を元に削減実績・目標に基づき計算。
 (資料) 中国政府資料、中国国家统计局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 鉄鋼・石炭の生産と価格の推移



(資料) 中国国家统计局、中国鉄鋼工業協会等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

こうして順調な削減が進んでいるという政府発表の信憑性については疑問を呈する報道もある。地方政府と企業による補助金詐取の横行、さらには、削減に計上されたうち、「大半はすでに休眠状態であった」、または「設備廃棄ではなく、生産停止に過ぎないため、価格上昇に伴い、削減したはずの生産設備が復活した」というものである。それでも、既に一定の構造調整効果が現れていることは事実である。鉄鋼・石炭ともにインフラ投資拡大による需要喚起と相まって需給の引き締め観測が強まるとともに、価格も上昇している(第2図)。その結果、2017年1-5月の利益総額は鉄鋼業で前年比1.9倍、石炭業に至っては前年が低水準だったため、同35.2倍にも達している。

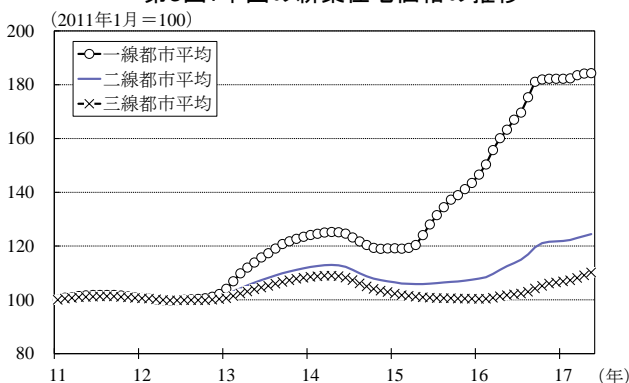
(2) 不動産在庫の解消は進むも、二極化に伴う課題は残存

「不動産在庫の解消」の基本方針は、2015年12月の中央経済工作会議に基づけば、農民工（都市部で働く農村戸籍保有者）の都市市民化による住宅取得推進であった。これを受けて、内陸部を中心に地方政府が住宅積立金制度の農民工への適用や、各種補助金、農民工のための住宅ローン商品の設計など農民工の住宅購入促進策を打ち出す動きが広がった。

2017年の全人代では、2016年について都市部における農民工の住宅購入支援などが奏功して、住宅の在庫面積が2015年末比▲11.0%に達したと報告された（直近5月には同▲19.4%まで減少）。確かに在庫減少は進展したが、それが政府方針通り、農民工の住宅購入によるものとは確言し難い。というのも、すでに大都市の受け入れ余地は限定されていることから農民工の主たる受け入れ先として企図されているのは中小都市であるが、ここでは、依然、在庫が高水準で、価格も伸び悩んでいたからである（第3図）。これに対して、販売好調で在庫が減り、バブル懸念が生じたのは専ら大都市であった。これは中央政府の不動産在庫解消という方針を受けて、大都市圏の地方政府が住宅ローン規制や購入制限の緩和を一段と推進した結果、投機的な動きを誘発したためと考えられている。

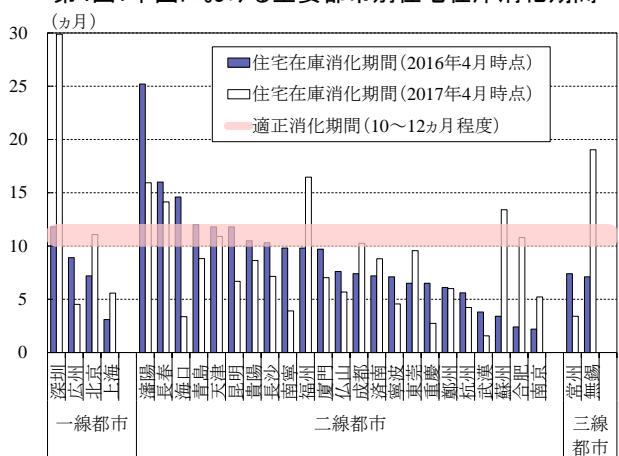
2016年秋以降、住宅価格が高騰した地域では、地方政府による規制再導入の動きが拡大した。大都市の規制強化により足元では需要が中小都市にシフトする兆しが指摘されるが、中央政府はバブル抑制の一方、不動産投資の低迷も望まず、2017年4月に在庫水準に応じた土地供給策を提示した（在庫面積が販売面積の①36ヵ月以上：供給停止、②18-36ヵ月：供給減、③6-12ヵ月：供給増、④6ヵ月以下：迅速に供給増）。不動産情報会社のデータによれば、大都市の多くは供給増の対象となっている（第4図）。このため、住宅需要は再び大都市に回帰し、中小都市では過大在庫長期化の恐れがある。原点に立ち返り、都市戸籍保有者と農民工の平等を確保する社会体制整備とも歩調を合わせた息の長い都市化推進を視野に入れる必要があるだろう。

第3図：中国の新築住宅価格の推移



(注) 1. 『一線都市』は、北京、上海、広州、深圳の4都市。
 2. 『二線都市』は、一線都市以外の直轄市、省都、副省級都市の31都市。
 3. 『三線都市』は、主要70都市から一、二線都市を除く35都市。
 (資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

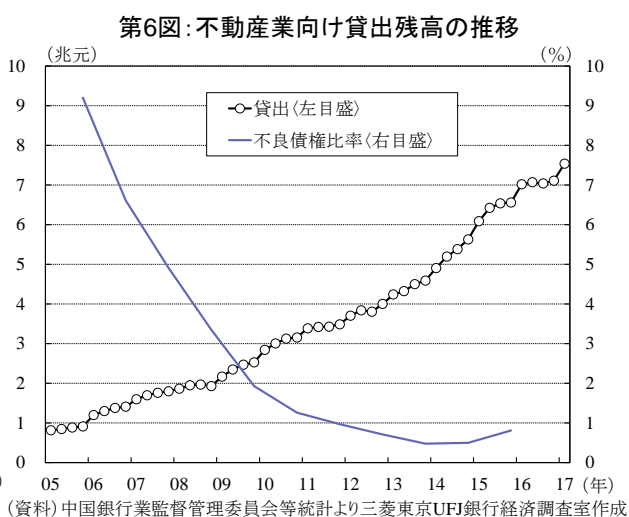
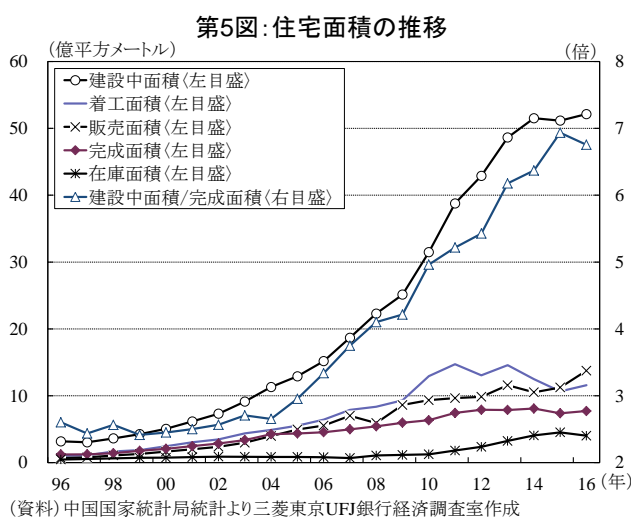
第4図：中国における主要都市別住宅在庫消化期間



(資料) 中国CRIC研究中心資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

なお、中国では統計上「建設中」とされる住宅面積が在庫面積の10倍以上にのぼっており、潜在的な在庫と警戒する向きもある。確かに「建設中面積」のなかには在庫を表面化させないために不動産業者が完成しているにもかかわらず「建設中」として計上しているものも含まれているが、2000年代前半までは「完成面積」の3倍程度であった「建設中面積」が、足元では約7倍にまで膨らんでいるのは不自然である（第5図）。2000年後半以降の住宅ブームのなかで「着工面積」が「完成面積」を大幅に上回るようになっており、「建設中面積」には市況や資金繰りの悪化などで途中で建設中止となったものが積み上がった結果ではないかと推測される。とすれば、膨大な「建設中面積」が突如、「完成面積」として市場に現れ、攪乱要因となるとは考えにくい。

むしろ、不動産業者は全体としては相当な不稼働資産を抱えていることになる。不動産業向け貸出の不良債権比率は統計上、2015年末時点で0.81%にとどまるが、この水準を大きく上回る恐れがある（第6図）。次項で述べる過剰債務がはらむリスクの一端を示すものとしては十分な警戒を要しよう。



(3) 容易でないデレバレッジ

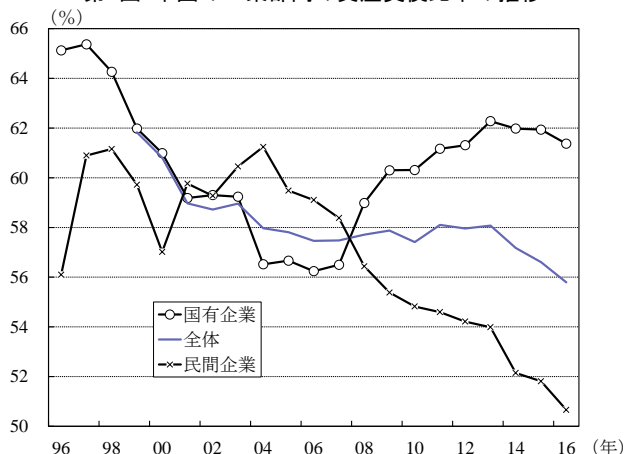
「三去」の一つとして「過剰債務の解消」すなわちデレバレッジが明記されたのは2015年の中央経済工作会議であったが、同会議やその後の全人代で示された内容は「金融リスクの防止・解消」のための管理体制整備が主体であった。

実際にデレバレッジが追求されるようになったのは、2016年10月、中央政府が「供給側改革」と国有企業改革深化をともに政策目的に掲げる「企業レバレッジ解消に関する意見」を公表後のことである。同意見では、デレバレッジに向けて、①合併、②コーポレートガバナンスの強化、③企業の休眠資産の再活用、④債務構造の見直し、⑤債務の株式化（DES；デット・エクイティ・スワップ）、⑥破産処理、⑦エクイティファイナンスの強化——の7つの手法が示されたが、なかでも注目されたのがDESであり、その実施のための新政策も同意見に付随する形で公表された。

2017年の全人代の経済・社会発展計画によれば、2016年には、20社のDESが成立し、

契約額は 2,500 億元を超えたほか、合併・再編、エクイティーファイナンスの活用などの総合的な政策を採ったが、工業部門の企業の資産負債比率（負債／総資産）は前年から▲0.4%ポイントの低下にとどまった（第7図）。この結果、「過剰債務の解消」の進捗に対する政府の評価は「初歩的な効果」（2017年全人代の経済・社会発展計画）と、過剰生産能力や過剰不動産在庫の解消に比べ、相当に控えめな表現とならざるを得なかった（第3表）。

第7図：中国の工業部門の資産負債比率の推移



(資料) 中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：2016年の「供給側改革」進捗の評価
(2017年3月全人代)

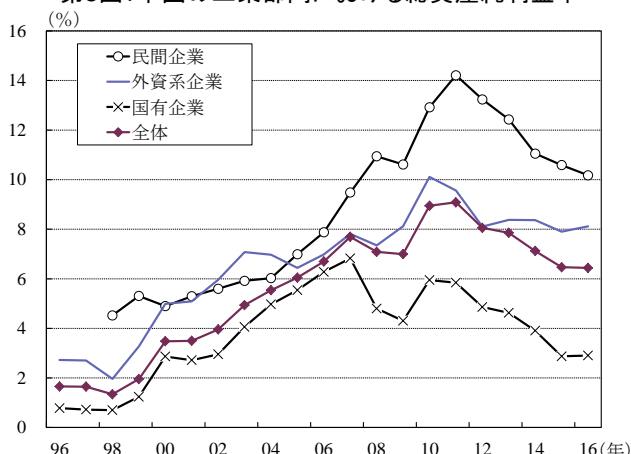
	政府活動報告 (国務院)	経済・社会発展計画 (国家発展改革委員会)
過剰生産能力の解消	鉄鋼・石炭の生産能力削減目標を超過達成	鉄鋼・石炭の生産能力削減目標を超過達成
不動産在庫の解消	不動産在庫の解消において積極的な成果	過剰在庫の消化促進を加速
過剰債務の解消	工業部門の資産負債比率を若干低下させた	過剰債務の圧縮の効果が初歩的に現われた
企業コストの削減	コスト削減促進のため、税・費用、社会保障負担引き下げ等を実施	コストの引き下げが著しい成果
脆弱部分の補強	一層注力し、一連の重要な取り組みを実行	脱貧困対策、災害復旧、イノベーション、新産業などに注力

(資料) 中国政府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図において、企業別の内訳をみると、リーマン・ショック後、急上昇した国有企業の資産負債比率は高止まりしたままであり、民間企業の同比率低下によるところが大きい。国有企業よりも収益率が高い民間企業が資金調達難という従来からの歪な構造に拍車がかかったともいえる（第8図）。

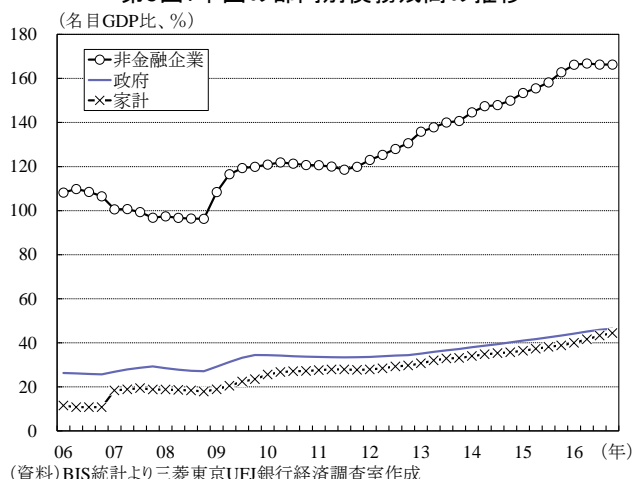
また、IMF、BIS を含め、海外から中国における主要な中国リスクとみなされているのは企業債務の規模自体であるが、BIS 統計（2016年12月末）で GDP 比 166.3%（非金融企業）と日本のバブル期（ピークは1993年末の同 148.9%）を超える高水準が続いていることに変わりないという点でも課題を残しているといえよう（第9図）。

第8図：中国の工業部門における総資産純利益率



(資料) 中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：中国の部門別債務残高の推移



(資料) BIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 「一降一補」の概要

本来のサプライサイド（供給側）経済学は減税や規制緩和、民間への市場開放などを通じて企業の投資意欲を高め、生産力の向上を図るものである。ここからすれば、「企業コストの削減（一降）」や「脆弱部分の補強（一補）」は「3つの過剰の解消（三去）」よりも本来の「供給側改革」に近いファクターであり、また、「三去」がもたらす景気下押し圧力を緩和する、成長にとってプラスに寄与するものといえる。

(1) 企業コストの削減（一降）

中国では法人税率は25%と低いが、その他の税・社会保障負担を含めた実質的な企業の負担率は世界銀行の統計で税前利益の68.0%と高率（世界平均40.6%）になっており、企業負担の軽減は従来から重要課題であった。

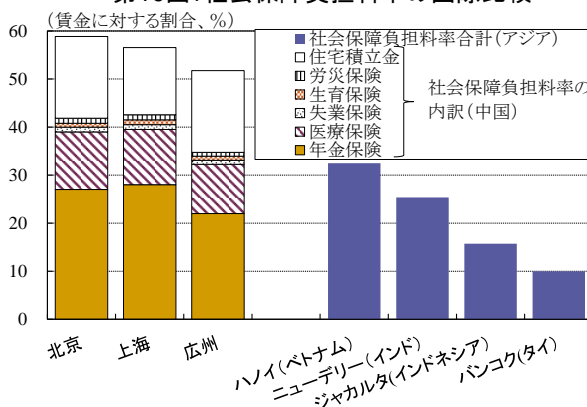
国家発展改革委員会が2017年の全人代で発表した経済・社会発展計画によれば、2016年に約1.1兆元の企業コストの削減が実現した（第4表）。そのうち、最大の削減項目は売上全体に課税する営業税から付加価値のみに課税する付加価値税へ移行する税制改革（営改増）によるものであった。営改増は2012年に始動し、2016年5月からは建築業、不動産業、金融業、生活サービス業を対象に加えた結果、2016年通年の減税効果は5,736億元とされた。次いで、エネルギーコストは2,000億元の削減となっており、内訳は市場メカニズムの導入を通じた価格引き下げなどにより、電気・天然ガスでそれぞれ1,000億元の削減となった。さらに、社会保障負担軽減による人件費削減効果（1,200億元）がこれに続く。

第4表：2016年における企業コストの削減

(億元)	
営業税から付加価値税への移行による減税効果	5,736
エネルギーコスト削減	2,000
うち 電力料金削減	1,000
天然ガス料金削減	1,000
人件費削減	1,200
うち 社会保障負担の削減	1,050
住宅積立金の企業負担削減	150
利払い費削減	741
各種費用の削減	560
検査・監督強化や徴収基準引き下げによる削減	460
銀行カード関連手数料引き下げ等による削減	100
保証金の整理・還付	497
物流コスト削減	365
合計	11,099

(資料) 中国国家発展改革委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：社会保障負担料率の国際比較



(注) 幅のあるものは中央値を使用(労働保険:上海・北京0.2-1.9%、広州:0.2-1.4%、住宅積立金:北京・広州:10-24%)。

(資料) 各国政府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中国の社会保障負担は、年金、医療、失業、労災、生育の5保険と住宅積立金（五险一金）で構成されている。国有企業改革に伴い、それまで国有企業が負担していた社会保障機能を分離するために社会保障制度が構築されたのは90年代後半のことである。歴史が浅いながらも高齢化社会に対応すべく、年金保険の保険料率が特に高い。2016年5月か

ら、人事社会保障部は2年間の時限措置として、企業の年金、失業保険料率の引き下げを実施、また、同月、住宅都市農村建設部も住宅積立金の原則24%以下という料率を地方政府に厳守させることとした。これらの措置を導入しても五険一金を合計すると、賃金に対する比率は北京51.0~66.7%、上海55.7~57.4%、広州44.2~59.35%とアジア諸国との格差は依然として大きい(第10図)。ただし、政府は国民に不安を与えないよう、企業負担を軽減しつつも、保険金給付は削減しないことを強調しており、年金にも住宅積立金にも一部地域で積み立て不足が深刻化している。こうした状況からすれば、いずれ財政負担を増やさない限り、社会保障負担軽減の余地は限定されることになる。

なお、2017年についても減税・費用削減措置は相次ぎ導入され、6月の国務院常務会議では7月から新たに実施される政策を発表、これを含めれば企業負担の削減額は1兆元以上との見込みが示されている。

(2) 脆弱な部分の補強(一補)

「脆弱な部分の補強」について、2017年全人代の政府活動報告では「経済・社会発展と民生改善の制約となっている問題の解決」という位置付けが示され、公共サービスインフラ、イノベーション、資源・環境などが挙げられている。そのなかで、強調されているのは脱貧困対策で、貧困対策特別資金を30%以上増額し、農村貧困人口を1,000万人減少させる目標が示された。共産党大会を前にした習政権の意向とも取れる。脱貧困以外では具体策はほとんど示されておらず、これ以外の分野は「供給側改革」とは異なる産業・イノベーション政策等に基づく枠組みで進められる可能性が高い。

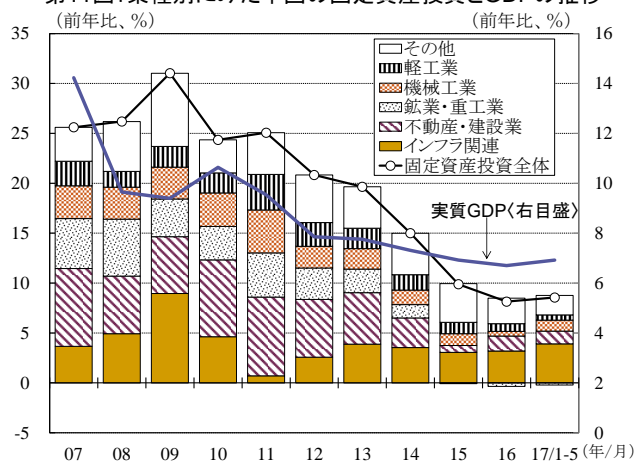
4. 「供給側改革」とマクロ経済・金融情勢

「供給側改革」は「三中全会の決定」における市場化改革と同様、習政権の構造改革という位置付けながら、両者の性質はかなり異なる。「三中全会の決定」の市場化改革は高成長期の終焉に伴い、安定成長を確保するために市場メカニズムを通じて生産性向上を目指す中長期的な政策綱領である。一方、「供給側改革」はリーマン・ショックに応じた景気対策に伴う負の遺産である過剰の解消という足元の課題を解決すると同時に、これに伴って生じる景気下押し圧力を緩和するために「企業コストの削減」等を組み合わせたものであり、バランスシート調整と安定的な経済成長の両立を目指す政策パッケージと考えられる。

「供給側改革」とマクロ経済の関係を具体的にみると、「過剰生産能力の解消」の推進に伴う鉱業・重工業向け投資の不振は避けられなかったが(第11図)、減税を含む「企業コスト削減」は企業の環境改善のファクターとなった。これはほぼ中央政府の想定通りの動きであろう。一方、「不動産在庫の解消」について大都市を中心にバブル的な住宅販売が盛り上がったのは必ずしも中央政府が意図したものではなかろうが、結果、不動産投資拡大につながり、景気下支えに寄与した。構造調整と安定成長の両立による恩恵は、

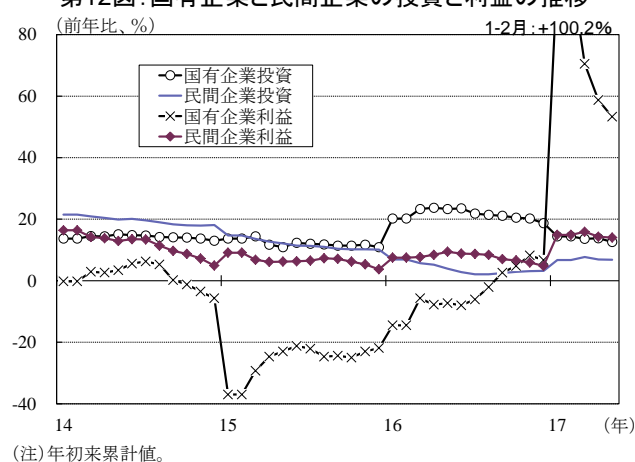
収益状況をみる限り、国有企業に傾斜（2017年1-5月の増益率は前年比+53.3%）している感は否めないが、民間企業も二桁増益（同+14.0%）に回帰し、民間投資も持ち直してきている（第12図）。

第11図：業種別にみた中国の固定資産投資とGDPの推移



(資料) 中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：国有企業と民間企業の投資と利益の推移



(注) 年初来累計値。

(資料) 中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

「供給側改革」の下でも相応のレベル感で経済成長が維持されている一方、それを支える企業債務の拡大は不可避となり、内外で金融ショック発生等のリスクへの危機感が高まった。これに対し、中国当局は2016年末以来、資本規制や為替相場管理の強化などを駆使して、資本流出・通貨安トレンドを抑え込み、さらに、2017年初からは市中金利の高め誘導やシャドバンキング規制強化に本腰を入れ、デレバレッジに向けて舵を切り始めた。しかし、5月には米格付け会社ムーディーズが中国全体の債務拡大と財政悪化への懸念を主因に28年ぶりに中国の長期国債格下げに踏み切るなど、海外からの視線は厳しい。

もっとも海外でも債務削減を求める論調ばかりではなく、債務削減による景気減速のリスクを警戒する見方もあり、中国当局の判断を一段と難しくしている。前掲第7図の通り、過剰債務を主として抱えているのは国有企業であることから、国有企業改革を推進しなければ本質的な解決には到達できない点でも難度は高い。2017年秋の共産党大会（5年に1度の最重要会議）までは安定成長が最優先されるが、同大会で最高指導部人事を決定した後は習政権が本格的な改革に打って出ると期待する向きも一部にはある。デレバレッジにどこまで踏み込んだ対応をみせるかは習政権の改革意欲を測る重大な試金石となり得よう。

以上

(平成29年7月5日 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、金融商品の販売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。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。