

2017年4月10日 全7頁

中国現地調査報告:4つの問題をヒアリング

景気、車両購入税半減終了の影響、利上げの可能性、デレバレッジ

金融調査部 研究員 矢作 大祐
経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 2017年3月下旬に中国北京市で政府系シンクタンクや政府機関、金融機関、企業等にヒアリングをする機会を得た。大和総研の関心事や問題意識は、①2017年の中国経済見通しと経済政策運営の重点、②車両購入税半減措置終了による乗用車販売への影響、③物価見通しと利上げの可能性、④地方政府債務問題と企業の債務レバレッジの引き下げ、の4つであり、これらについて重点的にヒアリングを行った。

2017年の中国経済見通しと経済政策運営の重点

【大和総研による現状認識】

2016年は過剰生産能力の削減などサプライサイドの構造改革¹を進める一方、乗用車と住宅の購入刺激策、国有企業が中核を担うインフラ投資を通じて需要を刺激することで、改革に伴う痛みを緩和し、底堅い景気推移を実現した。

不動産バブル抑制を目的の一つに、2017年の金融政策は従来の「穏健」から「穏健中立」へ変更された。住宅価格は既にピークアウトし、タイムラグを経て、今後不動産開発投資のモメンタムも低下していく見込みである。

今秋以降、中国共産党第19回党大会が開催される予定であり、当局は経済の安定化を重要視すると想定され、景気の下支え役として、インフラ投資への依存度が高まると考えられる。

【現地の見方】

2017年の中国経済は、上半期は比較的高い成長率となるが、下半期には鈍化するとの見方が多い。その理由として、「住宅価格抑制策の影響を受け、大都市の住宅販売が落ち込み、現在堅調である地方中級都市にもその影響が波及することで、不動産開発投資の伸びは下半期に鈍化する可能性がある。また、インフラ投資に関しては、当局による金融機関への規制・監督強化

¹ サプライサイドの構造改革は (1) 過剰生産能力の解消、(2) 過剰不動産在庫の削減、(3) デレバレッジ (負債率の引き下げ)、(4) 企業コストの引き下げ、(5) 不足の補充 (脱貧困やイノベーション重視など、中国経済が抱える問題点や弱点の改善、補強)、からなる。

によって、資金調達が難しくなり、「前高後低」（上半期は伸びが高いが、下半期は低い）になる。」（下線はヒアリング内容、以下同じ）といった点があげられた。

また、2017年の経済政策運営の重点について質問したところ、「上半期は金融リスクの防止、下半期は経済成長の安定化が重要視される。」との回答であった。「2016年はサプライサイドの構造改革に重点を置いた。特に、鉄鋼や石炭の過剰生産能力は、着実に削減されたことから、これらの価格が上昇し、関連企業の収益状況も改善した。2017年もサプライサイドの構造改革を進めていくが、昨年に一定程度の成果を上げたこともあり、力の入れ様は変わってくる。今年上半期は、現在懸念されている金融リスクの防止が最優先される。具体的には、企業の高レバレッジや住宅価格上昇への対応があげられる。特に、デレバレッジに関しては、デット・エクイティ・スワップ（以下、DES）や直接金融の増加が主要な方法である。ただし、中国共産党第19回党大会を控え、下半期は金融リスクの防止から経済の安定化へと重点が移る。」との説明があった。

他方で、経済の安定化を実現する上で、困難も残るようだ。「経済の安定化のために、金融政策の緩和や積極的な財政政策が必要であるが、過度な期待をするべきではない。金融政策の緩和は人民元安や資産バブルを発生させ得ることから、中立的な金融政策が維持される。財政政策に関しては、財政赤字を対GDP比3%以下に抑制するとの方針が示されている²。また、地方政府の重要な収入源である土地使用権売却収入も、不動産価格の下落により減少が見込まれるとともに、債券市場における債券利回りの上昇から、デットファイナンスのコストが上昇するなど、積極的な財政政策にもあまり多くは望めない。」との指摘があった。

車両購入税半減措置終了による乗用車販売への影響

【大和総研による現状認識】

2017年1～2月の実質小売売上は、8.1%増（以下、断りのない限り前年比）と2016年の9.6%増から一段と減速した。乗用車販売が2016年の14.9%増から2017年1月～2月は6.3%増へ鈍化したことが、消費減速の一因である。2015年10月1日～2016年12月末に実施されていた、排気量1.6L以下の乗用車の車両購入税半減措置（10%→5%）が終了し、2017年は7.5%の税率が適用されている。通常税率より低いとはいえ、昨年からは引き上げが行われたことになる。車両購入減税の反動は今後さらに本格化していく可能性が高い。

【現地の見方】

車両購入税半減措置終了の影響は想定範囲内で、2017年の乗用車販売は前年並みの台数を維持するとの声が聞かれた。「今回の車両購入税の調整は、2009年から2010年の車両購入税減税（2009年10%→5%、2010年5%→7.5%。2011年は通常税率の10%）の前例があったことから、市場は予想がしやすく、2016年末にかけて過度な駆け込みは見られなかった。また、販

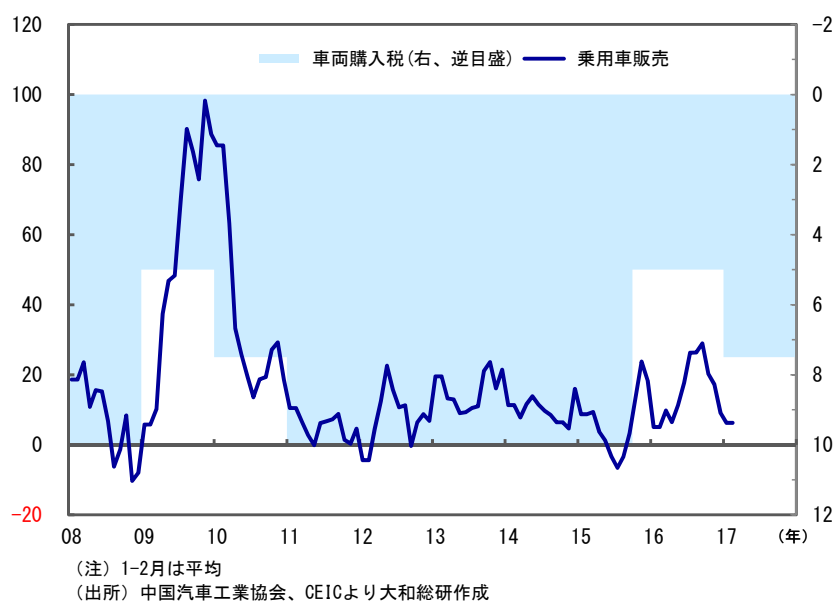
² 2016年も同3%以下が目標であり、多くのエコノミストは2017年に若干引き上げられると予想していた。

売代理店・メーカーは、車両購入税の減税幅縮小の影響を緩和するために、値引きをして販売促進を行っており、購入者の負担が大きく増加しているわけではないこともある。2017年に乗用車販売が大きく減少することは考えにくい。」とのことであった。

中国の乗用車購入需要は、依然として大きいとの指摘があった。「地方都市での所得増加に伴い、中規模都市での乗用車需要は堅調である。低価格帯の国産車は、地方都市でのニーズに合致している。また、北京や上海といった大都市においても需要は強いが、環境問題や交通渋滞を背景に自動車のナンバープレートを自由に取得できない需要抑制策が導入されている。例えば、北京はガソリン車のナンバープレートは抽選制であり、ナンバープレートを取得するために3年～5年ほど待つ人々も多い。ただし、北京市においても、当局が振興している電気自動車といった新エネルギー車を購入する場合は、ナンバープレートの取得制限はない。すぐに乗用車を利用したい人は電気自動車を購入する。」との話があった。

ただし、2018年以降の乗用車販売に関しては、楽観視できないとの見方もある。「車両購入税は2018年には通常税率の10%に戻ると予想され、2017年第4四半期には駆け込みが発生する。また、販売代理店・メーカーの収益に影響し得ることから、販売促進の長期化には限界がある。」との指摘である。前例を振り返ると、2009年、2010年の乗用車販売台数は、それぞれ52.3%増、33.3%増であったが、車両購入税が通常税率に戻った2011年は5.4%増と大きく鈍化した。前例との単純な比較には限界もあるが、2018年以降に減税終了の影響がより大きく発現する可能性があることには留意が必要であろう。

乗用車販売伸び率（前年同月比）と車両購入税の推移（%）

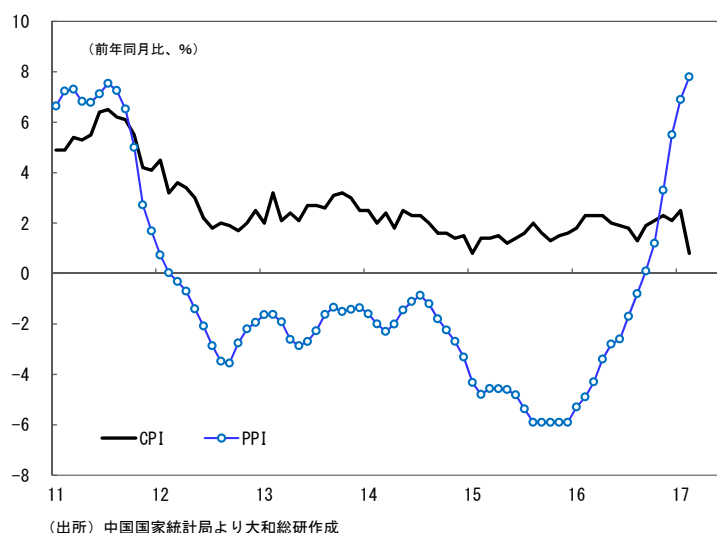


物価の見通しと利上げの可能性

【大和総研による現状認識】

2017年3月の全人代政府活動報告の中で、2017年の消費者物価（以下、CPI）上昇率の抑制目標は、2016年と同じ3.0%前後に設定された。ただし、2016年と2017年では物価をめぐる環境は大きく異なる。工業製品出荷価格上昇率（以下、PPI）は、2016年9月に55カ月ぶりにプラスに転じた後、上昇ピッチを速め、2017年2月には7.8%となった。CPI上昇率に関しては、2017年1月は2.5%、2月は0.8%となったが、これは食品価格が大きく上昇する旧正月の時期のずれによるところが大きい。今後のCPIの趨勢については、PPIの上昇がどの程度波及するかが注目される。金融政策が緩和から中立に変更された中、PPIの上昇がCPIへと波及し、CPIが目標値に近づいた場合、利上げ懸念も高まる。今後の物価動向には注意が必要だろう。

消費者物価(CPI)と工業製品出荷価格(PPI)



【現地の見方】

2017年のPPIの見通しに関して、これまでの急上昇が継続する見込みは低いとの見解が示された。「PPIが上昇した背景には、サプライサイドの構造改革の進展に伴う需給構造の改善、および昨年高騰した石油・石炭といったコモディティ価格の上昇や人民元安による輸入コスト増加が挙げられる。ただし、2017年は、コモディティ価格の上昇が持続しない可能性があるほか、サプライサイドの構造改革も優先度が落ちることから（既述の通り経済安定を最優先へ）、PPIは2017年第1四半期にピークを打ち、通年では3.5%程度に収まる。」とのことであった。

CPIの見通しについては、「①ウェイトの大きい食品の中でも、豚肉価格が上昇トレンドにないこと、②上述の通りPPIの上昇が継続する見込みは低いことから、PPIからCPIへの波及も限定的であること、③CPIと連動するM1に関して、伸び率が鈍化していること、等を理由に、CPI上昇率は年後半に鈍化し、通年では2.5%程度になる。」とされた。

このように、物価上昇に伴う利上げの蓋然性は低いとの見方が多い。「物価上昇が3%に達しないことに加え、年後半にかけて、経済成長も鈍化することから、政策金利の引き上げはしないだろう。一方で、債務レバレッジを抑制するために、インターバンク市場での調達金利はすでに引き上げ始めている。ただし、インターバンク市場の金利も過度に上昇する可能性は低い。中小金融機関の資金調達はインターバンクに依存しており、インターバンク市場の金利を上げすぎてしまえば、債務レバレッジを抑制するメリットよりも、中小金融機関の健全性の低下、というデメリットのほうが大きくなるからである。」とのことであった。

上海銀行間金利1ヵ月物（単位：％）



地方政府債務問題と企業の債務レバレッジの引き下げ

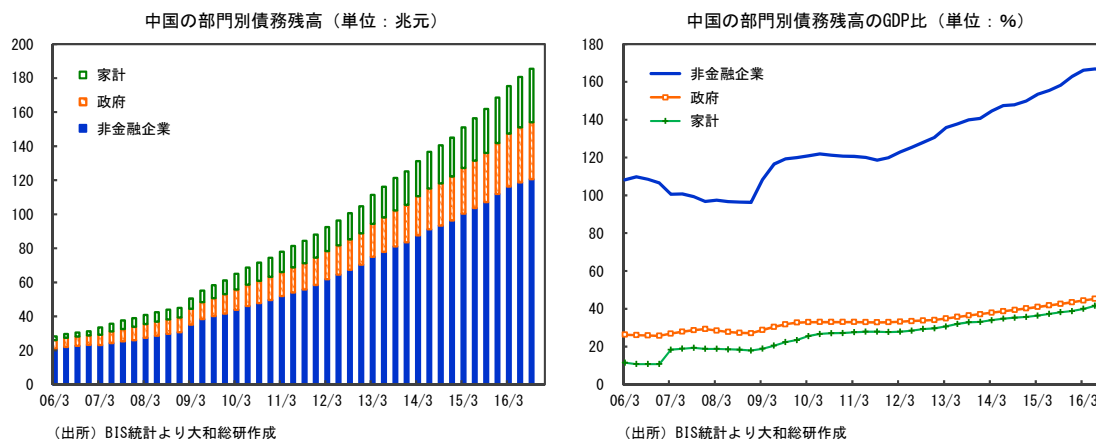
【大和総研による現状認識】

中国の債務問題には、地方政府債務をめぐる問題と、企業の債務レバレッジの高まりがある。地方政府債務には、銀行融資に加え、金利負担のより大きいシャドーバンキング経由の資金調達が多く存在しており、2015年～2018年に償還が予定される債務は約15兆元に上った。企業の債務レバレッジに関しては、国有企業等を中心に債務が積み上がり、BIS（国際決済銀行）の統計によれば、2016年9月時点の中国企業の債務残高（金融機関を除く）は、対名目GDP比で166.2%と高水準である。これらの債務問題は、経済成長の鈍化に伴い企業収益が低迷するような場合、銀行の不良債権問題への懸念を高める。銀行の不良債権比率は、2012年には1.0%以下であったものが、2016年12月には、1.7%に上昇している。

他方で、中国政府は手をこまねいているわけではない。地方政府債務に関しては、2015年以降、すでに8兆元程度の短期・高金利の債務が中長期・低金利である地方債に借り換えられた。企業の債務レバレッジは、DESによる債務の圧縮や、エクイティファイナンスを通じた債務レバレッジの引き下げが進められている。加えて、不良債権処理を専門的に行う資産管理会社の活

用、不良債権証券化を通じた銀行資産の健全化も推進されている。

急増する企業債務



【現地の見方】

債務問題のうち、地方政府債務問題の現状に関しては、「一部には債務償還能力の低い地方政府も存在するが、債務の借り換え能力は概ね良好である。経済成長が鈍化する中、債券市場への資金流入が増加し、地方政府の起債コストは低下している。また、金融機関にとっても、貸出対象が多くはない中で、地方政府に貸すインセンティブが高まっている。」との見方が示された。また、2017年の地方政府債務の借り換え予定に関しては、「(2017年に償還予定の債務に関しては)既に借り換えがほとんど完了している。」とのことであった。他方で、地方政府の資金調達環境の改善は、別の問題を引き起こす可能性が指摘されている。「地方政府が資金調達をしやすいになれば、不動産投資等、過剰投資の問題が一段と深刻化する可能性がある。中央政府は地方政府の予算執行に対する監督管理を強化する必要がある。」との声が聞かれた。2017年3月には、肖捷財政部長が「地方政府債務の借り換えを継続し、地方政府の資金需要を満たし、資金調達コストを引き下げる」とともに、「地方政府債務の上限と予算管理制度に関して厳格に運用する」とした。中国政府内でこうした危機意識は共有されているとみられる。

次に、企業の債務レバレッジの引き下げに関して、国内外からの注目度も高いDESの実施の規模は大きくないと指摘があった。具体的には、「中国銀行監督管理委員会によれば、DESの意向が示された債務規模は4,300億元程度であったが、実際に実施された金額は400億元程度にとどまっている。これは、DESの対象の多くを占める鉄鋼や石炭関連の国有企業の収益状況が足元で大きく改善し、DESのモメンタムが低下したことが背景にある。また、DESの対象は、過剰生産能力を持つが、倒産の心配のない一部の国有企業であるが、実際にこのような条件を満たす企業は多くはない。」とのことであった。

債務レバレッジの今後の見通しについて質問したところ、「中国企業の資金調達は、銀行借入れといった間接金融が中心である。また、直接金融においてもデットファイナンスがエクイ

ディファイナンスを上回っているのが現状であり、デレバレッジは容易ではない。債務レバレッジが上昇している国有企業を中心にデレバレッジを進めていくことになるが、まずは債務レバレッジの伸びを緩やかにすることが目標である。」という漸進的な取り組みが中心になるとの見解が示された。デレバレッジの具体的な方法については、「①収入増による債務償還能力の改善、②債務コストの引き上げ、③ゾンビ企業のデフォルト、④インフレ、といった方法を総合的に活用する。」とのことであった。具体的には、②債務コストの引き上げに関して、「必ずしも基準金利の引き上げを意味するのではなく、市場での調達金利の引き上げや、住宅ローンの優遇を縮小する。」ことなどが想定され、④インフレに関しては、「企業の債務残高（対名目 GDP 比）の分母である名目 GDP を増加させ、債務比率を引き下げる。」という意味合いであった。

以上を踏まえると、企業の債務レバレッジに関して、中国政府は債務残高を急速に減らそうとしているわけではないことがわかる。実際、昨年来、自動車・住宅の需要刺激策やインフラ投資の増加を通じて、企業収益を改善し、債務償還能力を高めることで、デレバレッジのソフトランディングが図られている。

企業債務問題の改善に、拙速は禁物であろう。中国が市場メカニズムに基づき企業の優勝劣敗を徹底するなどして、企業の債務レバレッジの引き下げを急激に進めれば、企業倒産・失業者の急増や信用収縮が発生し、経済に大きなダメージを与え得る。それを避けるのであれば、債務残高の増加ペースを抑えつつ、企業の収益構造を改善するなどして、デレバレッジを漸進的に進めるしかない。企業債務のデレバレッジは恐らく長期戦となろう。

以上