

米国の首都からみた中国経済

米国経済への影響には楽観的だが企業の認識は悪化

ニューヨーク事務所 エコノミスト

服部直樹

+1-212-282-3532

naoki.hattori@mizuhocbus.com

- ワシントンDCの識者は、中国経済の減速傾向が続くとの認識で概ね一致している。足元最大のリスクは過剰債務問題による金融危機の発生だが、米国経済に対する影響は限定的との見方が多い。
- 中国経済は、中長期的にも労働力人口の減少や生産性の伸び悩みにより、成長力の低下が避けられないとみられている。また、頻繁な政策変更による経済の不安定化のリスクも指摘されている。
- 企業レベルでは、中国の事業環境の悪化が意識されている。コスト上昇や競争激化によるマージン縮小に加え、政策の不透明感やサイバーセキュリティ問題などの政治リスクも懸念されている。

今夏の人民元切り下げやその後の中国株急落が、米国を含む世界的な株安につながったことで、米国においても中国経済の動向に大きな注目が集まっている。そうした中、筆者は10月下旬にワシントンDCへ出張し、同地のシンクタンクが開催した中国経済カンファレンスに出席したほか、複数の中国経済専門家へのヒアリングを行った。本稿では、その結果をもとに、中国経済の動向や米国経済への影響に関する識者の見方、また、中国の事業環境に対する米国企業の評価について紹介したい。

1. 中国経済に対する見方と米国経済への影響

(1) 足元の中国経済に対する見方

10月19日に発表された中国の2015年7～9月期の実質国内総生産（GDP）成長率は、前年比+6.9%と、前期の同+7.0%から小幅に減速した。中国の実質GDP成長率は、2000年代後半に発生した米国発のグローバル金融危機を受けて伸びが大きく鈍化した後、2010年には一時的に前年比+10%超まで持ち直したが、その後は減速傾向が続いている（図表1）。識者は概ね、今後も成長率の減速傾向が続き、以前のような+10%超の成長率に戻ることはない指摘していた。

そうしたなか、足元の中国経済をみるうえで最大のリスク要因としてあげられたのが、過剰債務問題である。中国の債務残高はGDP対比で230%を超えており、そのうち8割程度が民間部門の債務である（次頁図表2）。民間債務は残高が大きだけでなく、拡大ペースも非常に速く、持続性に

図表1 中国の実質 GDP 成長率



欠けるとの意見が多数であった。最悪の場合には、中国で信用バブルが崩壊して金融危機が生じるのではないかと、日本がバブル崩壊後に長期停滞局面へと陥ったように、中国も金融危機により失われた20年を経験するのではないかと、という懸念すら聞かれたほどである。

中国の過剰債務問題については、国際決済銀行（BIS）が9月に発表したBIS Quarterly Reviewにおいて、中国で金融危機が発生する可能性を警告している。同レポートでは、中国のクレジット/GDPギャップ（民間部門向け信用の対GDP比率が、長期的なトレンドからどの程度乖離しているかを表す指標）が+25%に達していることが示されている。これは、主要国の中で最も高い値である（図表3）。BISによれば、クレジット/GDPギャップが+10%を超えると、3年以内に3分の2の確率で「銀行部門の深刻な緊張（Serious Banking Strains）」が生じる傾向があるとされている。

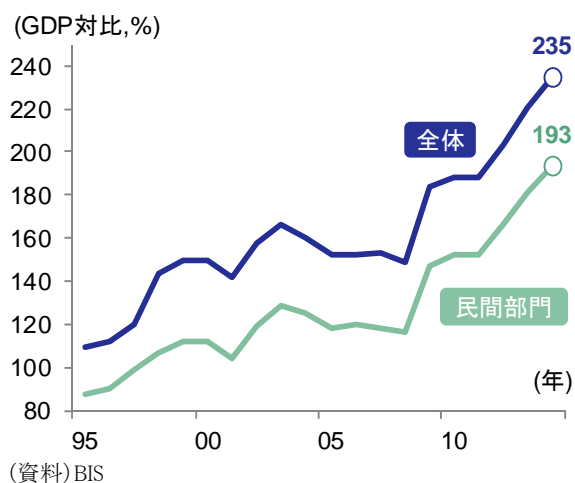
（2）中国経済の中長期見通し

中国経済の減速傾向は、一時的な現象ではなく、中長期的な問題であるとみられている。識者の多くは、少子高齢化の進展による労働力人口の減少という構造問題が主因となり、2020～30年頃には潜在成長率が5～6%程度まで低下すると予想していた。

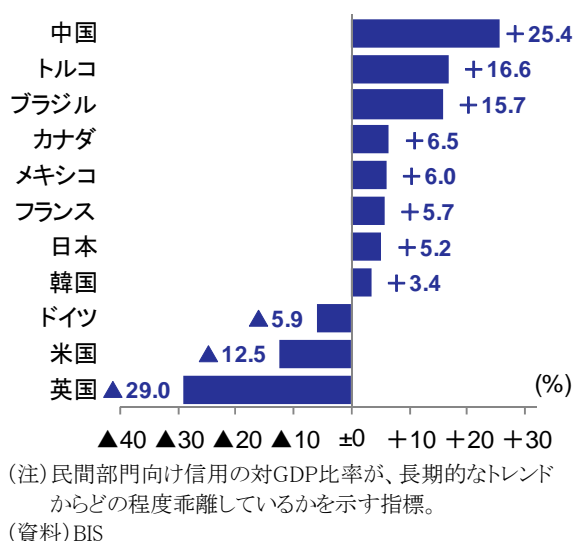
こうした人口構造上の問題を抱える中、中長期的な経済の成長力を見極めるうえで重要となるのが、生産性の動向である。生産性が継続的に上昇していけば、労働力人口の減少による成長力の低下圧力がある程度緩和することが可能となる。中国において、生産性上昇を実現するための一つの手段と考えられているのが、投資の非効率性などが目立つ国有企業の改革である（玉井（2015））。

ただ、国有企業改革の実現については懐疑的な見方が多い。中国政府は国有企業改革の方針を打ち出しているものの、企業の競争力向上と腐敗防止がセットで議論されており、単純に企業経営の効率化のみを目的としたものではないとの指摘があった。識者の評価は、「習近平政権は、そもそも国有企業の効率性を高めるために改革を行うわけではない」、「国有企業への政府関与の縮小については何ら言及されておらず、企業経営の効率化が進むとは思えない」と総じて低いものにとどまっている。現状では、国有企業の改革により、中国全体の生産性が継続的に上昇するほどのインパクトがあると

図表2 中国の債務残高



図表3 主要国のクレジット/GDP ギャップ



は見込みにくいと考えられている。

また、習近平政権の統治スタイルも、今後の中国経済を見通す上で懸念材料であると指摘された。習近平政権は中央集権的な性格があり、ごく僅かの人数で経済、外交、安全保障などあらゆる分野の政策方針を決定しているとされる。こうした統治スタイルには、その時々状況に応じた機動的な政策決定を可能にするというメリットがある一方で、「政策の効果を確認するための十分な期間がないまま、頻繁に政策が変更されるリスクがある」と考えられている。例えば、景気対策の効果発現が事前の想定に比べて遅れた場合に、途中で政策を打ち切ってしまうと、継続していれば現れるはずだった政策効果が十分に発揮できず、景気減速に上手く対処できないといったケースである。習近平国家主席が政権を維持する2023年までは、こうした頻繁な政策変更により経済が不安定化するリスクも念頭においておく必要があるとみられている。

（3）中国経済の減速による米国経済への影響

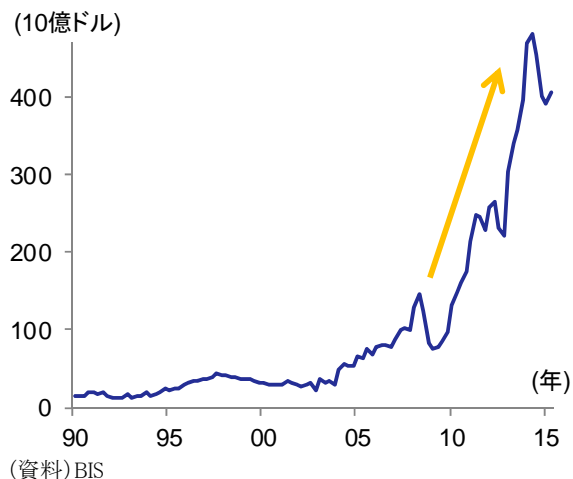
では、中国経済の減速は、米国経済にどのような影響を及ぼすだろうか。その波及経路としてまず考えられるのは、中国向け輸出の減少を通じた貿易面への影響である。ただ、米国の中国向け輸出は、GDP対比で1%程度に過ぎず、米国経済に対する貿易を通じた下押し効果は軽微であるとの見方が多数であった。個々の業種についてみると、中国向け輸出の比率が高く、かつ減速感が強いインフラ投資や建設に関連する資本財製造業などで、収益に相応の下押し効果が加わると考えられるが（大塚（2015））、米国経済全体では、中国経済減速の影響は小規模なものにとどまるとみられている。

貿易面以外に、中国経済の減速が波及する経路としては、「家計や企業のマインドの下押し」や、「中国向けの事業を行う企業の経営者や株主の将来期待の低下」などへの言及があった。しかし、何れも心理面での影響にとどまるとの見方であり、短期的に实体经济を大きく押し下げるほどのインパクトがあるとは想定されていない。

さらに、過剰債務問題による金融危機のリスクが現実のものとなったとしても、米国経済に対する影響は「限定的なものにとどまる」との見方が大勢であった。その理由として、中国における融資や債券発行のほとんどが、国内の金融機関によって実施されている点が指摘されている。実際、中国当局が発表した2015年6月末時点の対外債務残高は1兆6,800億ドルと、債務全体（約25兆ドル）の7%弱に過ぎない。

ただ、規模は小さいとはいえ、中国で米ドル建ての債券や融資による資金調達が増加してきたことも事実である¹。BISによれば、中国のドル建て債務残高は2015年6月末時点で4,055億ドルに達している（図表4）。ドル建て債務残高の規模は過去5年間で約5倍に拡大しており、同時期における全債務残高の増加率（3倍程度）を上回っている。超低金利政策によって米ドル建ての資金調達コストが低い水準にとどまり、人民元建

図表4 中国のドル建て債務残高



での資金調達コストを大きく下回ってきたことが背景にあるようだ。

こうしたドル建て債務は、人民元安の進展によって実質的な返済負担が高まっているとみられる。また、足元では中国当局が脆弱な企業の破綻を容認するようになってきているとみられ、実際、11月にはドル建て債券を発行していた中国のセメント企業がデフォルトしている²。今後、インフラ関連や建設などのセクターを中心に企業の破綻が増加する可能性もあることから、そうした企業のドル建て債務の状況や、米国金融市場の反応について引き続き注視する必要があるだろう。

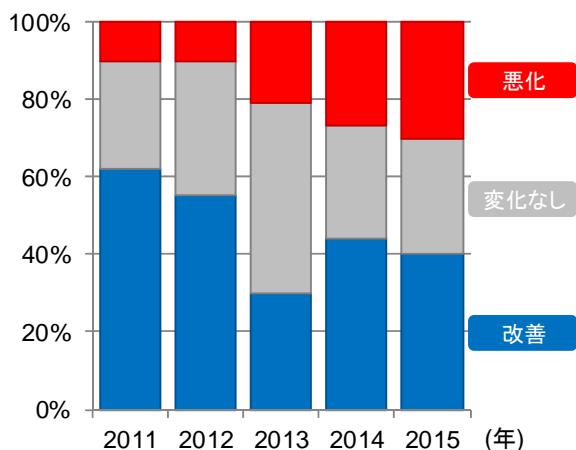
2. 中国の事業環境に対する米国企業の見方は悪化

ここまで、マクロ経済の観点から中国经济の動向や米国への影響に関する識者の意見を整理したが、次に、企業の視点から見た中国の事業環境について紹介しよう。ワシントンDCでは、The US-China Business Council (USCBC、米中経済協議会) が今年9月に実施した会員企業に対するアンケート調査の結果が注目を集めていた。USCBCは、中国向け事業を行っている約220社の米国企業で構成される団体であり、アンケート調査の結果から米国企業が中国の事業環境をどのように評価しているかを知ることができる。

同調査では、中国事業で「収益が上がっている (Profitable)」との回答が全体の85%にのぼった一方、コストの上昇や競争環境の激化により、マージンが縮小していることが課題として指摘された。実際、前年と比較した収益性の変化に関する質問では、「改善」との回答率が低下傾向にある一方、「悪化」との回答率が年々高まっている (図表5)。

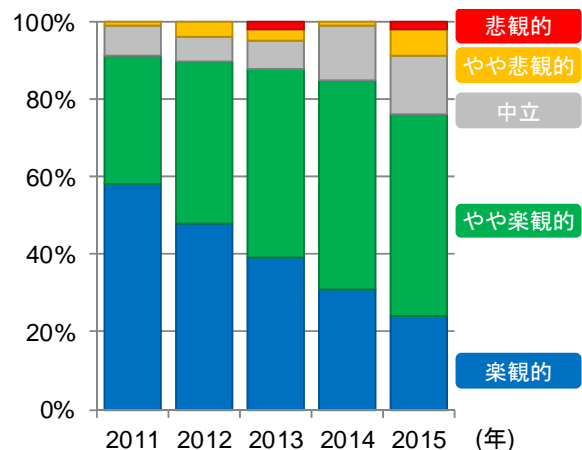
コスト上昇の内訳についてみると、人件費と回答した企業が91%と圧倒的であり、次に土地購入・レンタル費用、コンプライアンス費用、税負担との回答が30%前後で並んでいる。また競争環境では、米国をはじめとする外資系企業に加え、台頭する中国企業との競争も激化している。とりわけ、中国の国有企業 (State-Owned Enterprises、SOEs) は、政府系金融機関からの資金調達や、公共事業へのアクセス、事業認可・ライセンス発行、税負担など様々な面で優遇されているといわれ、競争上優位な立場にあるとみられることから、米国企業の不満の声は強い。

図表5 前年と比較した収益性の変化



(資料) The US-China Business Council

図表6 今後5年間の中国事業環境見通し



(資料) The US-China Business Council

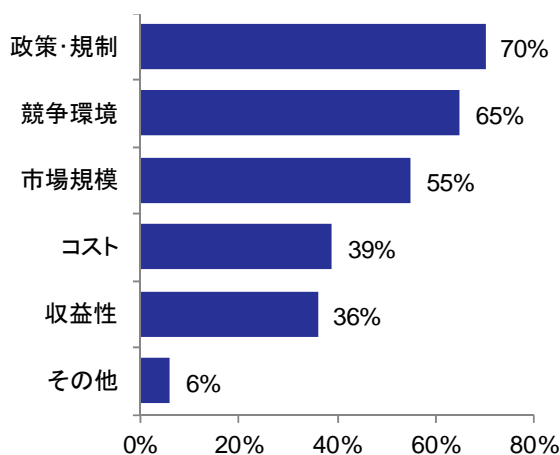
また、中国事業の今後5年間の見通しをみると、「楽観的 (Optimistic) 」との回答率が24% (2014年：31%)、「幾分楽観的 (Somewhat optimistic) 」との回答率が52% (2014年：54%) とそれぞれ低下し、過去10年間で最も低い結果となった (前頁図表6)。その最大の要因と指摘されているのが、政策・規制の不透明感である。事業環境見通しに影響する要因について尋ねた質問項目では、政策・規制が70%でトップとなった (図表7)。また、別の質問では、回答企業の8割が、中国の政策・規制環境が他の新興国と比べて同等ないし悪いと回答している。中国では、2013年に開催されたいわゆる「三中全会 (中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議)」で経済改革の方針が定められたが、中国で事業を行う企業にとって、現時点でその恩恵は限定的なものにとどまっているようだ。

加えて、サイバーセキュリティ問題も懸念材料とされている。米国では、中国が発信源とみられるサイバー攻撃の被害が民間企業³や政府機関⁴で多数報告されており、サイバーセキュリティに対する企業の関心は強い。USCBCのアンケート調査でも、ITに関する項目が今年から課題として設定され、中国からのサイバー攻撃につながりかねない米中の政治的対立や、知的財産の盗用などを懸念する声が紹介されている。米中両国は、9月の習近平国家主席の訪米に際して、企業情報を盗むサイバー攻撃の主導や支援を行わないことで合意した。ただ、その後も米国企業に対する中国からのサイバー攻撃は続いていると報道されており⁵、問題は収束の兆しを見せていない。

3. まとめ

本稿では、中国経済の動向や米国への影響に関するワシントンDCの識者の見方、中国の事業環境に関する米国企業の評価を紹介した。各論点に対する見方を整理したものが、図表8である。中国経済が今後も減速傾向を維持するとみられる点、また、中国経済減速の貿易を通じた直接的な影響が限定的であるとみられる点については、概ね事前の想定通りであった。他方、中国で金融危機が発生しても、米国経済に対する影響が小規模なものにとどまると指摘された点については、やや楽観的であるとの印象をもった。前述したように、中国ではドル建て債務を抱えて破綻する企業も出始めており、米国金融市場への影響を引き続き注視する必要がある。

図表7 中国事業の見通しに影響する要因



(資料) The US-China Business Council

図表8 中国経済に対する識者・企業の見方

論点	識者・米国企業の見方	
マクロ経済	中国経済の先行き	・中長期的に減速傾向が継続 ・労働力人口が減少する一方、生産性の大幅な改善は見込み難い
	リスク要因	・過剰債務問題の調整 ・信用バブルの崩壊による金融危機の発生
	米国経済への影響	・中国経済減速の貿易を通じた直接的な影響は限定的 ・中国で金融危機が発生しても米国への波及は大きくない
事業環境等	中国の事業環境	・コスト上昇や競争激化によりマージンが縮小し、収益性が悪化
	中国ビジネス見通し	・政策不透明感を背景に楽観度合いが低下
	その他	・米中の政治対立激化による中国からのサイバー攻撃増加を懸念

(資料) みずほ総合研究所

米国企業の視点からみると、中国の経済動向もさることながら、政治面での先行き不透明感が事業環境の見通しに大きな影響を及ぼしていることが確認された。今後、政治的な先行き不透明感が増大すれば、米国企業は中国における設備投資に二の足を踏み、中国経済の成長率を一段と押し下げる要因になりかねない。今夏の人民元切り下げや株価急落への対策を巡る混乱を受けて、中国の政策担当者に対する信頼が揺らぎつつあるだけに、こうした政治面の動向が経済に及ぼす影響についても十分注意が必要であると思われる。

【参考文献】

- Bank for International Settlements (2015) “BIS Quarterly Review”, September 13
- The US-China Business Council (2015) “2015 USCBC Member Survey Report - Growth Continues Amidst Economic Slowdown, Rising Competition, Policy Uncertainty”, September 10
- 大塚理恵子 (2015) 「米国主要企業の7～9月期決算動向」『みずほインサイト』みずほ総合研究所、11月6日
- 玉井芳野 (2015) 「2015年7～9月期の中国経済の評価と今後の展望」『みずほ金融市場ウィークリー』みずほ総合研究所、11月6日号

-
- 1 Michelle Chen (2015) “Demand for Hedging Dollar Debt Picks Up as Yuan Volatility Increases”, *Reuters*, January 18
 - 2 Umesh Desai (2015) “Cement Firm Default Shows China More Willing to Let Firms Fail”, *Reuters*, November 11
 - 3 Siobhan Gorman, Devlin Barrett and Danny Yadron (2013) “Chinese Hackers Hit U. S. Media”, *Wall Street Journal*, January 31
 - 4 Devlin Barrett, Danny Yadron and Damian Paletta (2015) “U. S. Suspects Hackers in China Breached About 4 Million People’s Records, Officials Say”, *Wall Street Journal*, June 5
 - 5 Chris Strohm (2015) “No Sign China Has Stopped Hacking U. S. Companies, Official Says”, *Bloomberg*, November 18

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。