

2019. 11 No.91

三井住友信託銀行

調査月報



時論

年金「財政検証」議論への違和感と民主主義の限界..... 1

経済の動き

労働市場に変化の兆し

～一部業種で雇用拡大姿勢は慎重化～..... 3

難度が増す中国の金融政策舵取り..... 10

時論

年金「財政検証」議論への違和感と民主主義の限界

8月下旬に公表された公的年金「財政検証」については、今に至るも様々な議論・解釈・試算・提言が喧しい。わが国の年金制度に対する関心が高まり、人々がそれぞれの事情に応じた老後の生活設計を考える契機になったとすれば喜ばしい。

だが、筆者は今回の財政検証に係る議論や関心の方向性は、年金制度に対する理解を真に深めるものになっていないのではないかと、少なからず近視眼的でピンボケではないかと、との違和感を覚えている。それは以下の3点についてである。

第1は、論点が所得代替率で代表される給付水準に偏り過ぎていることである。

自分がもらえる年金の金額はどのくらいか、所得代替率は公約通り 50%を維持できるのか、維持するためにどのような打ち手が必要か—といった点に国民の関心が集中するのは自然かつ当然であろう。

だが、現在の年金制度運営の起点となった 2004 年の年金改革の基本思想は「給付水準をいかに維持するか」ではなく、「将来世代への過大な負担を回避し、年金制度の持続性を確保するために、いかに給付を抑えるか」であったはずである。

そのために、①現役世代に求める負担に上限(厚生年金保険料率 18.3%)を設け、②基礎年金の国庫負担割合を3分の1から2分の1に引き上げ、③こうした原資の範囲内に収まるようにマクロ経済スライド等によって給付を抑制し、④将来的には、負担(収入)と給付(支出)を均衡させる—という「無い袖は振れない作戦」を採用した。これは、それまでのように、増加する給付を賄うのに必要な原資を現役世代の負担に求めるという「年貢米取立て方式」からの大幅な戦略転換であった。

ただ、「無い袖を振らない」ゆえに給付がどこまで下がるか不明なままでは、国民の反発を招く(選挙で勝てない?)と考えたのか、所得代替率は 50%を下限とするという「無い袖を振る」無理難題も加えた。

こうした経緯から見て、年金財政の健康診断たる財政検証は、①「無い袖は振れない作戦」は順調に進捗しているか、②将来、負担の範囲内に収まるように給付は適切に抑制されているか、③収支が均衡する時期が遅れることはないか(あまりに遅れると積立金が枯渇する)—が最も重要なチェックポイントとなるべきである。

所得代替率については、順調に?低下しているか、という観点から見べきものであり、今後も低下すること自体を必ずしもネガティブに捉えるべきではなく、「所得代替率 50%」は「収支均衡時期にそうなれば儲けもの」という程度に位置づけされるべきものであろう。

ところが、上記のように「無い袖は振れない作戦」に「無い袖を振る」ことが混入したため、財政検証を見る国民とメディアの視線は、専ら給付水準と所得代替率に向かってしまった。このため、2004 年の年金改革における基本思想、その戦略たる「無い袖は振れない作戦」、これに「無い袖を振る」を加えたことによって内包した無理・矛盾(=負担の上限と給付の下限の両方を約束する)—という、真に重要なことへの国民の理解が進まなくなっている。

第2は、現在、検討されている施策が、厚生年金の対象拡大、70 歳までの就業機会の確保、年金受給開始年齢の選択の延長など、年金の支え手を増やす観点からの施策に傾き、「無い袖は振れない作戦」

の中核たるマクロ経済スライドの扱われ方が後退していることである(オプション試算では「本章」ではなく「参考試算」として掲載されている)。

年金の支え手を増やすことは重要かつ有効な施策であることは確かであり、要件緩和によって厚生年金対象者が325万人増加した場合は、所得代替率は1%ポイント高まり、収支均衡時期は2年早まると試算されている。

しかし、前回(2014年)並びに今回の財政検証からは、「マクロ経済スライドの着実な発動こそ、給付(支出)を負担(収入)の範囲内に抑制し、年金制度の持続性を確保するためには、最も有効な施策である」というメッセージが読み取れる。

前回の財政検証において、マクロ経済スライドがフル発動された場合、収支均衡時期は22年も早まり、所得代替率も5.0%ポイント高まると試算されている(Gケース)。今回の財政検証でも、フル発動ではなくとも、キャリアオーバー(適用し切れなかったスライド調整分を後年に繰り越して適用するもの)だけでも、相応の効果があることが示されている。

それにもかかわらず、上述のように給付水準と所得代替率に議論と関心が向かってしまったため、給付水準を抑制するマクロ経済スライドは敬遠され、その機能と役割についての国民の理解が進んでいるとは言い難い。

第3は、「年金制度は、現在世代(現在の現役世代と引退世代)と将来世代(現在の年少者やまだ生まれていない世代)の痛みの分かち合いによって維持される」という認識が醸成されていないことである。

この認識は精神論ではなく現実論として重要である。「無い袖は振れない作戦」は、現在世代と将来世代間のゼロサムゲーム的側面があり、現在の引退世代の給付を抑制し(しない)、現在の現役世代に増税等の負担増を求める(求めない)ことは、将来の引退世代の給付水準を維持(削減)し、かつ将来の現役世代の負担を軽減(増大)することになるためである。

直近5年間、マクロ経済スライドの発動機会が少なく、所得代替率が想定ほど下がらなかったということは、現在世代が将来世代の同意を得ることなく、負担を押し付け、金を徴収していることを意味する。

以上の3点は、民主主義プロセスの限界と欠陥の表れとも言える。

すなわち、政権や政治家が有権者からの支持をつなぎとめるべく、長期的観点からはやるべきこと(年金制度あれば、マクロ経済スライドの着実な発動)であっても、痛みを伴うがゆえに先送りするという「民意への迎合」であり、そもそも民主主義のプロセスに物理的・時間的に参画できない将来世代に、現在世代が(悪意はなくても)負担を押し付けるという「共有地の悲劇」でもある。

このように考えると、年金制度の運営に当っては、「民主主義の限界と欠陥を制御する仕組みやルールを民主的に決め、一定の拘束力を持たせ、それがきちんと維持・運営されているかを民主的に監視する」という視点を入れる必要があるだろう。具体的には、国家財政運営において政治的中立かつ専門的な立場から監視・分析・助言を行う「独立財政機関」の年金版のようなものが検討されるべきだろう。

こうしたことが、年金制度の現状と諸課題に関する国民の理解を助け、現在の現役世代と引退世代間のみならず、現在世代と将来世代間の給付と負担のバランスも視野に入れた、建設的な議論と施策の実行につながっていくのではないかと。

(上席理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

労働市場に変化の兆し

～一部業種で雇用拡大姿勢は慎重化～

<要旨>

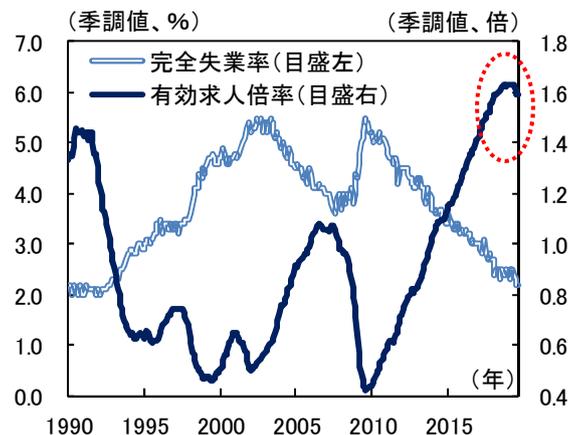
労働市場では、失業率が2.2%まで低下し需給逼迫の状況が続いているが、求人倍率は2019年4月にピークアウトし、ギャップが生じている。求人数の減少が求人倍率低下の主因であり、一部業種で雇用拡大姿勢が慎重化し始めた兆しがある。背景には、製造業を中心とした景況感の弱まりと、同一労働同一賃金の導入と最低賃金引上げという制度要因が労働需給逼迫と重なり、人件費負担が高まってきたことがあると見る。

今後は、景気減速が足元の状況で踏み止まり雇用者数の減少にまで至らなければ、これまで労働力人口を増加させてきた女性と高齢者の労働参加圧力も弱まり始めており、求人数が減少しても失業率は低水準に留まることになろう。

1. はじめに

労働市場は、失業率が2019年8月時点で2.2%と1992年10月以来の低水準にありながら、未だ下げ止まっておらず労働需給は極めて逼迫した状況が続いている(図表1)。しかしながら、有効求人倍率は、1.6倍前後の高い水準にあるものの、2019年4月にピークアウトして弱含む傾向にあり、失業率とのギャップが生じている。本稿では、有効求人倍率低下の背景を整理した上で、失業率の今後の趨勢について考察した。

図表1 失業率と有効求人倍率



(注)19年8月値まで。

(資料)総務省『労働力調査』

厚生労働省『職業安定業務統計』

2. 製造業中心に新規求人数が反転減少、景況感と制度変更要因が背景に

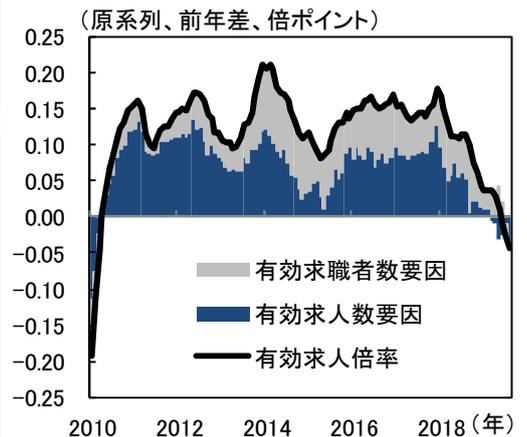
有効求人倍率に関する職業別・産業別の動向を確認したい。初めに職業別で見ると、2019年8月時点で前年と比較して上昇している職業は、駅前再開発や東京オリンピックに向けた開発、公共投資等の建設需要が旺盛な「建設・採掘」や高齢化ニーズに応える「介護関係」が挙げられる

(図表2)。それに対して、低下しているのは「販売」「保安」「農林漁業」「生産工程」などがある。職業計を見ると、有効求職者数が横這いであるのに対し、有効求人数の減少が大きくなっており、有効求人倍率が低下する業種の中でも特に「生産工程」「販売」の求人数減少の寄与が大きい。時系列での有効求人倍率の変化を要因分解¹すると、有効求人数のプラス寄与が2017年後半より徐々に縮小し、2019年初頭にマイナス寄与に転じたことが、有効求人倍率が低下した要因と確認できる(図表3)。

図表2 19年8月の職業別有効求人倍率

職業計	有効求人倍率(倍)		有効求人数 (前年比%、寄与 度%ポイント)	有効求職者数 (前年比%、寄与 度%ポイント)
		前年差 (倍ポイント)		
職業計	1.44	-0.02	-1.5	0.1
管理	1.60	0.12	0.0	0.0
専門・技術	2.14	-0.01	0.3	0.3
事務	0.48	-0.01	-0.2	-0.4
販売	2.26	-0.05	-0.7	-0.3
サービス	3.64	0.12	0.1	-0.3
保安	8.16	-0.10	0.0	0.0
農林漁業	1.58	-0.06	0.0	0.0
生産工程	1.70	-0.14	-1.0	-0.2
輸送・機械運転	2.62	0.09	0.1	0.0
建設・採掘	5.34	0.49	0.1	-0.1
運搬・清掃・包装等	0.77	-0.04	-0.2	0.4
※介護関係職種	4.31	0.34	0.4	-0.2

図表3 有効求人倍率変化の要因分解

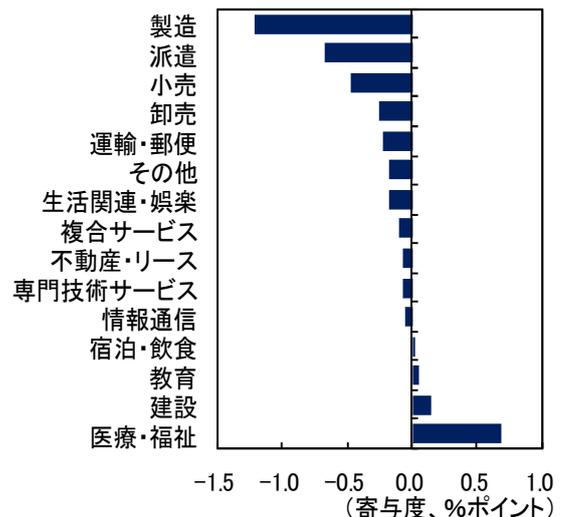


(注) 職業別(パートタイムを含む常用)の値。「介護関係職種」は、各分類に含まれる「福祉施設指導専門員」、「その他の社会福祉の専門的職業」、「家政婦(夫)、家事手伝い」、「介護サービスの職業」の合計。
(資料)厚生労働省『職業安定業務統計』

(注)新規学卒者を除きパートタイムを含み、19年8月値まで。
(資料)厚生労働省『職業安定業務統計』

次に産業別の動向について見る。新規求人数減少への産業別寄与度を見ると、「製造」を中心に「派遣」「小売」「卸売」「運輸・郵便」などでマイナス寄与が大きくなっている(図表4)。8月の景気ウォッチャー調査では求人数の弱さに関連して、製造業の弱さや消費税引上げ、インバウンド需要の鈍化などを要因に景況感の低下が影響していることが読み取れ、加えて同一労働同一賃金の導入や最低賃金引上げなどの制度変更の要因も企業の雇用拡大姿勢に影響していることが窺われる(次頁、図表5)。以下では、景況感、制度変更の労働市場への影響について見ていきたい。

図表4 新規求人数(19年6~8月平均) 前年同期比▲2.6%に対する産業別寄与度



(資料)厚生労働省『職業安定業務統計』

¹ 要因分解式は厚生労働省『労働市場分析レポート(第62号)』に従う(O:有効求人数、A:有効求職者数)。

$$\Delta \left(\frac{O}{A} \right) = \underbrace{\frac{1}{A + \Delta A} \cdot \Delta O}_{\text{有効求人数要因}} - \underbrace{\frac{O}{A(A + \Delta A)} \cdot \Delta A}_{\text{有効求職者数要因}}$$

図表5 景気ウォッチャー調査(9月) 求人数の弱さに関する主な現状判断理由

項目	内容	
景況感	製造業	求人をけん引する 製造業 で、受注の見通し不安が続 き、求人減が顕著となってきた(甲信越)。
	消費税	流通業を中心に 消費税 の引上げの様子見として採用 を控えているのか、多少回復していた求人件数が、 月末に近づくにつれて減少してきている(東北)。
	インバウンド	外国人観光客 相手の業界に陰りがみられる。先行投 資で店舗拡大を続けてきた大手ドラッグストアも販 売状況が見込みを下回っているとの話を聞く。これ らの影響により、新卒採用における動きの悪さも感 じられるようになってきている(北海道)。
制度変更	同一労働 同一賃金	消費税引上げと 同一労働同一賃金 の法施行により、 派遣人材の活用を各社が控える傾向がある(東海)。
	最低賃金	最低賃金 の上昇と、同一労働同一賃金の影響によっ て、派遣利用に対してネガティブな印象が強くなっ てきている(東京都)。

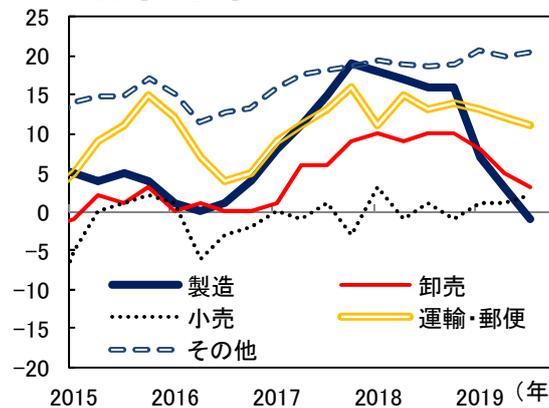
(資料)内閣府『景気ウォッチャー調査』

(1) 企業景況感の弱まりの影響

米中摩擦の悪化を主因とした世界的な貿易量の減少を背景に、2018 年末より日本の製造業の輸出・生産は低迷している。その結果、日本企業の景況感は「製造」で大きく低下しており、荷動きの面で関係の深い「卸売」や「運輸・郵便」などでも低下傾向にある(図表6)。「小売」は従来から他産業に比べて低い水準で横這い推移となっている。いずれも、これら以外の業種の DI(「その他」)が依然として底堅く推移しているのとは動きが異なっている。

図表6 業況判断 DI

(「良い」-「悪い」、%ポイント)

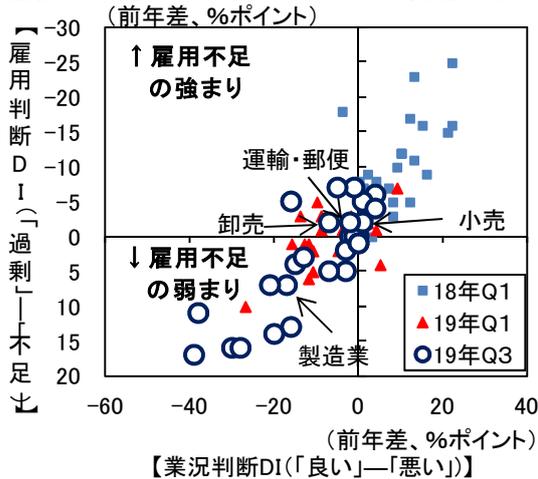


(注)「その他」は有効回答社数による加重平均値。

(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

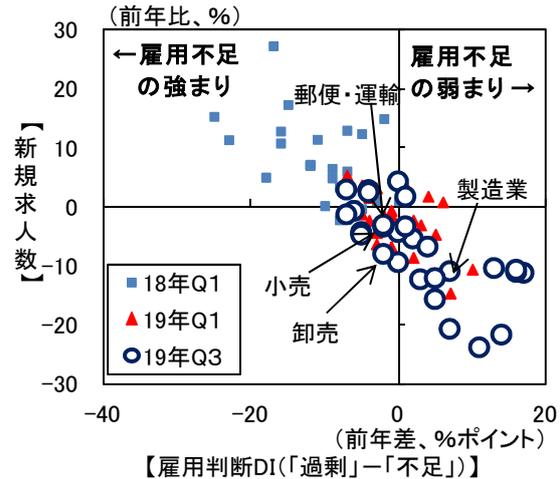
業況判断 DI と雇用判断 DI の変化の関係をプロットした次頁の図表7を見ると、2018 年 Q1 時点では右上の領域にいた産業群が、2019 年 Q1 から Q3 へと進むにつれ左下の領域へ移動しており、景況感が弱まるにつれて、雇用不足感も弱まっていることが分かる。同様に、次頁の図表8にて雇用判断 DI と新規求人数を比較すると、2018 年 Q1 時点で左上の領域にいた産業群が徐々に右下の領域へと移動しており、雇用不足感が弱まるにつれて、新規求人数も増加から減少へ転じたことが分かる。つまり景況感の弱まりが新規求人数の減少に繋がっている。

図表7 業況判断DIと雇用判断DIの変化の関係



(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

図表8 雇用判断DIと新規求人数の変化の関係



(注) 19年3Qの新規求人数は7～8月平均値。

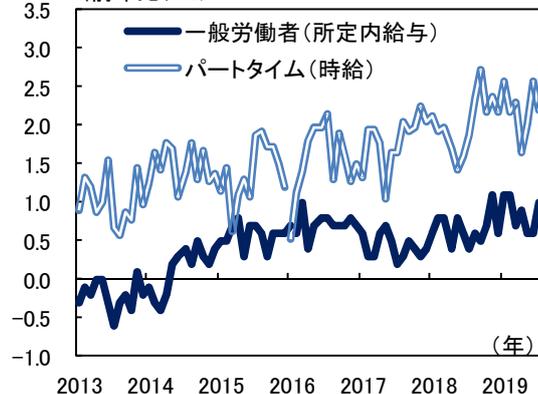
(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

厚生労働省『職業安定業務統計』

(2) パートタイムを中心とする人件費増加の影響

景況感が弱まる中で、一部業種では賃金上昇に負担を感じる企業が増えている可能性を指摘できよう。雇用形態別の賃金上昇率は、一般労働者が2014年半ばよりプラスに転じ、足元では前年比+0.5%～1.0%前後のレンジまで緩やかに高まってきた。それに対して、パートタイムの賃金上昇率は、一般労働者に先んじて上昇し、足元では前年比+2.0%～2.5%前後のレンジまで高まっている(図表9)。雇用形態に関わらず上昇しているものの、パートタイムの上昇率の高さが際立つ状況である。

図表9 雇用形態別の賃金上昇率



(注) 2015年までは全事業所ベース、2016年以降は共通事業所(前年と比較可能な共通サンプル)ベースの値。

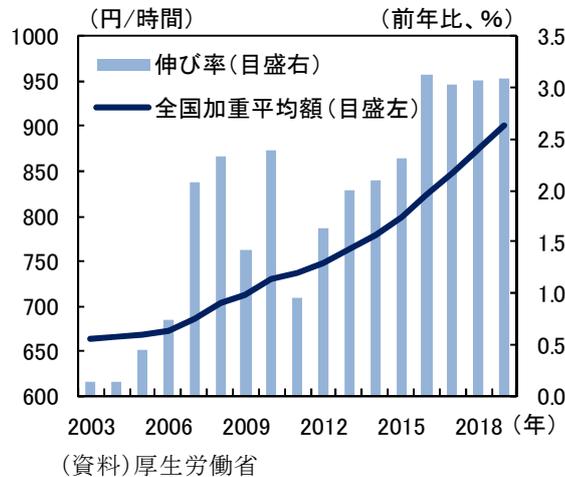
(資料) 厚生労働省『毎月勤労統計調査』

パートタイムの賃金上昇率の高まりには、労働需給の引き締まりの他に労働市場の制度変更の影響が出ていると見られる。2017年3月に政府の働き方改革実現会議にて決定された『働き方改革実行計画』に基づき、2018年6月に『働き方改革関連法』が成立し、最低賃金の引上げと同一労働同一賃金の導入が進められている。

最低賃金の引上げについては、2016年度に前年比+3.1%まで加速した後も、『働き方改革実行計画』で「年率3%程度を目途」として「全国加重平均が1000円になることを目指す」とされた内

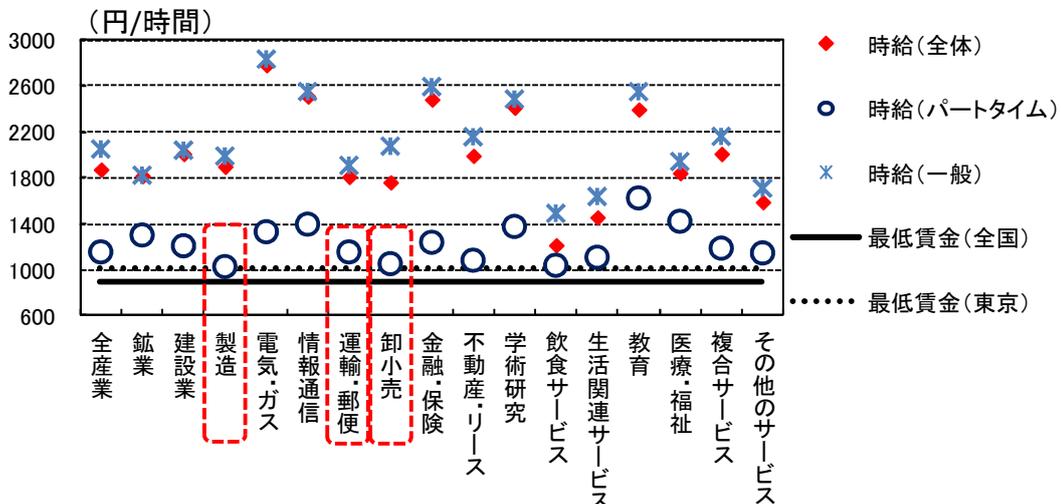
容に従い、2019年度まで4年連続で前年比+3.0%以上の引上げが続いた(図表 10)。2019年度は全国加重平均額 901 円、東京 1,013 円となっている。

図表 10 最低賃金の推移



最低賃金は、継続する引上げによってパートタイムの平均時給に接近しており、産業別に見ると特に「製造」「運輸・郵便」「卸小売」などでパートタイムの平均時給と最低賃金との乖離幅が小さくなっている(図表 11)。最低賃金の引上げは、生産性の改善や産業の新陳代謝を促すとの見方もあるが、最低賃金と平均時給の乖離幅の小さい産業を中心に人件費負担を増加させるため、雇用の拡大ペースを抑制する要因となりやすい。

図表 11 産業別の時給と最低賃金



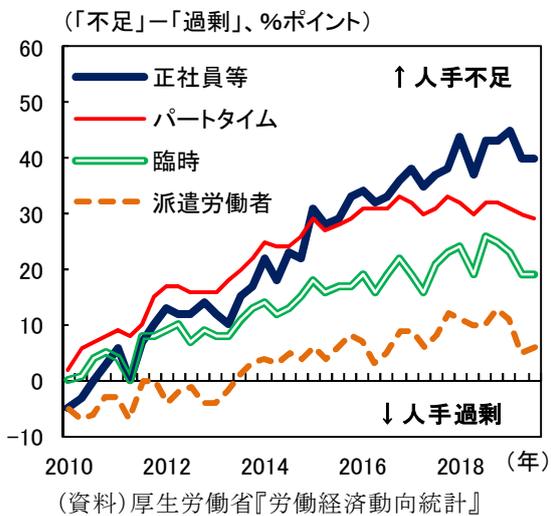
(注)共通事業所の値。時給は所定内給与を所定内労働時間で除して算出、2019年4～7月の平均値。最低賃金は2019年度の値。特定地域内の特定の産業毎に決められる特定最低賃金は加味していない。
(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

また同一労働同一賃金の導入は、正規雇用労働者(無期雇用フルタイム労働者)と非正規雇用労働者(有期雇用労働者、パートタイム労働者、派遣労働者)の間の不合理な待遇差の解消を目指すものである。『働き方改革関連法(パートタイム・有効雇用労働法、労働契約法、労働者派遣法)』の改正が、2020年4月1日に施行となり(中小企業は2021年4月1日)、基本給や賞与などの不合理な待遇差が禁止され、待遇に関する説明義務も強化される。労働者にとって機会の均

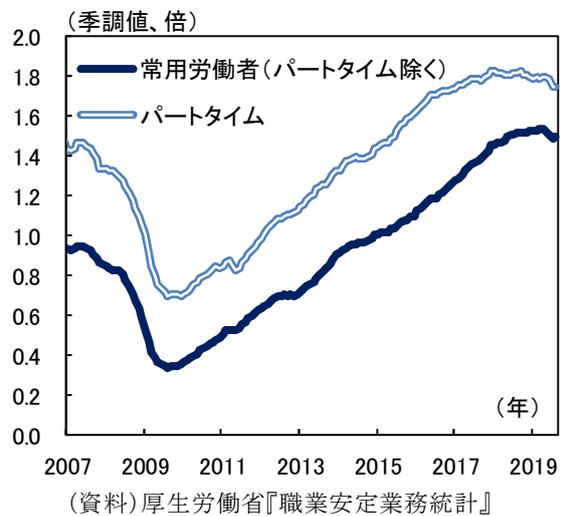
等が図られる一方で、企業側にとっては社内制度の整備や人件費負担の増加などコスト増となることから、2020年4月1日の施行を前にパートタイムや有期雇用労働者、派遣労働者の採用を抑制する要因になると考えられる。

雇用形態別の労働者不足の状況を見ると、「正社員等」に先んじて、まず「パートタイム」は2016年後半頃より横這いから低下傾向へと変化してきている(図表12)。それに続いて、2018年に入り「臨時」、「派遣労働者」の順にピークアウトしている。雇用形態別の有効求人倍率も、「常用労働者(パートタイム除く)」に先んじて、「パートタイム」が2016年頃より減速傾向を示し2017年末にはピークアウトして弱含み始めていた(図表13)。これには、最低賃金の引上げ率が2016年に3%前後まで高められたことや、2020年4月の同一労働同一賃金の導入への対応で、人件費が増えることが影響していると見られる。

図表12 雇用形態別の労働者過不足判断DI

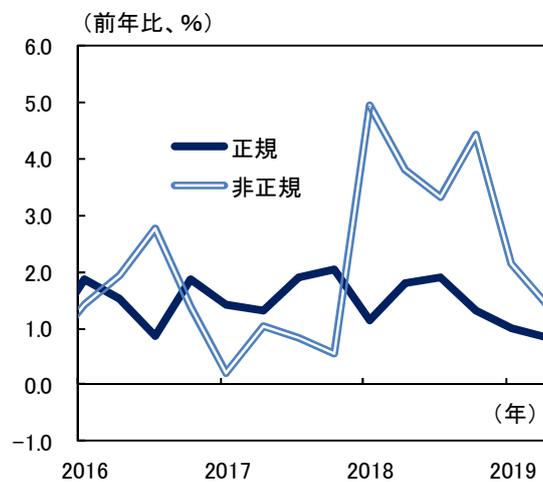


図表13 雇用形態別の有効求人倍率



パートタイムの人件費負担増加の影響は、雇用者数の伸び率にも表れている。雇用形態別の雇用者数の推移を見ると、2018年後半から非正規従業員数は、正規従業員数よりも大幅な減速傾向を示している(図表14)。非正規の人件費負担増加への影響が大きいことが背景にある。

図表14 雇用形態別の雇用者数



(注)非正規には、パート・アルバイト、派遣社員、契約社員、嘱託、その他が含まれる。
(資料)総務省『労働力調査(詳細集計)』

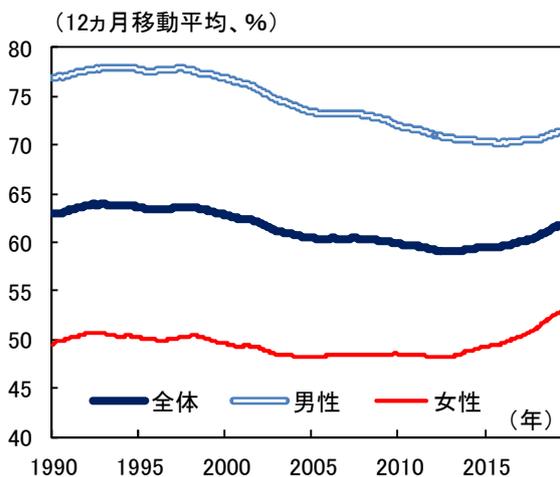
3. おわりに

以上で見てきたように、労働市場は堅調さを保ちながらも、変化の兆しが見え始めている。海外経済減速や消費税引上げなどの影響を受けた景況感の低下や、労働需給逼迫に同一労働同一賃金の導入と最低賃金の引上げなどの制度変更要因が重なったことによる人件費負担の増加が、一部の業種で企業の雇用拡大姿勢を慎重化させている。

今後の労働市場については、「製造業」「卸小売」「運輸・郵便」等の景況感の低下が他産業に波及すれば、求人数は更に減少して雇用者数も減少し、失業率は上昇する流れとなろう。

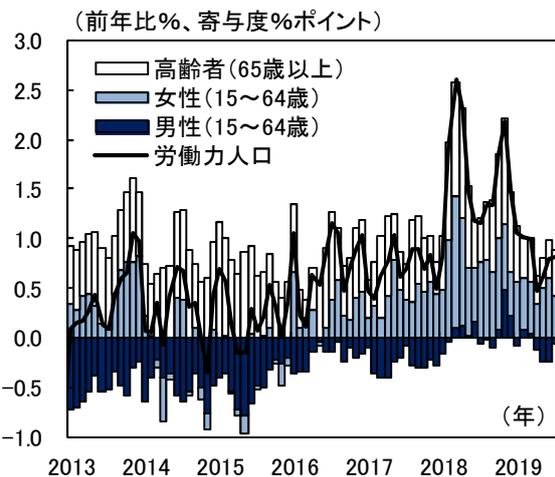
但し、景況感の悪化が一部の業種で踏み止まり、雇用者数が減少しない程度の景気減速で済めば、失業率の行方は労働力人口の動きが鍵となる。今までは労働参加率が高まることで、人口減少の影響を相殺してきた(図表 15)。労働力人口は、女性・高齢者を中心に増加してきたが、足元ではその伸び率は減速し始めている(図表 16)。女性・高齢者の労働参加率の高まりにも限界が訪れるため、このまま労働力人口の伸び率が減速を続ければ、求人数が下がっても失業率の上昇幅は限定的となろう。

図表 15 男女別の労働参加率



(資料)総務省『労働力調査』

図表 16 男女・高齢者別の労働力人口



(資料)総務省『労働力調査』

(調査部 経済調査チーム 岩橋 淳樹 : Iwahashi_Junki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

難度が増す中国の金融政策舵取り

<要旨>

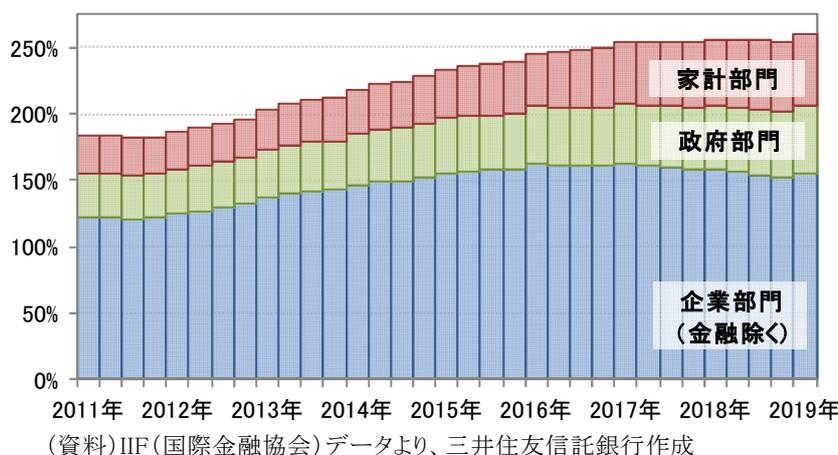
中国当局は巨額の企業債務に対処するため、規制強化と引き締め気味の金融政策運営を行い、債務規模のコントロールなど一定の成果を挙げたが、民間企業の資金調達難という副作用も顕在化した。近時では、民間企業を中心にデフォルトが増え、財務状況の弱い一部地銀の信用不安も高まった。生産者物価の低下などデフレ圧力の増大も加わり、より大胆な金融緩和を求める声が高まっている。当局はこれまで、金融緩和に動いているものの、債務問題への警戒を解けず、慎重な対策に留めている。

短期的な景気失速と中長期的な債務問題の双方のリスクを抱える中で、当局による金融政策の舵取りの難度が増している。この先、対米摩擦の激化等で景気下押し圧力が当局想定以上に強まりかねず、民間企業を中心に倒産が一段と拡大し、不良債権の増加、金融システムの動揺に発展するリスクがある。他方、当局が強力な緩和策を拙速に打ち出すリスクもあり、債務規模の膨張や潜在不良債権の増加など問題の深刻化につながる懸念される。当局の舵取りとその影響には当面、注意する必要がある。

1. 慎重ながらも変化が見られる中国の金融政策運営

中国当局は、規制強化と引き締め気味の金融政策運営により巨額の企業債務に対処し、GDP比で見た企業部門の債務規模は2017年ころからピークアウト(2017年初では160%を超えた同比率は2018年以降150%台に低下)させるなど、近年では一定の成果を挙げてきた。但し、直近2019年3月時点の債務対GDP比は2018年末の151.6%から154.7%に小幅ながら上昇しており、当局による金融政策運営の変化が注目されている(図表1)。

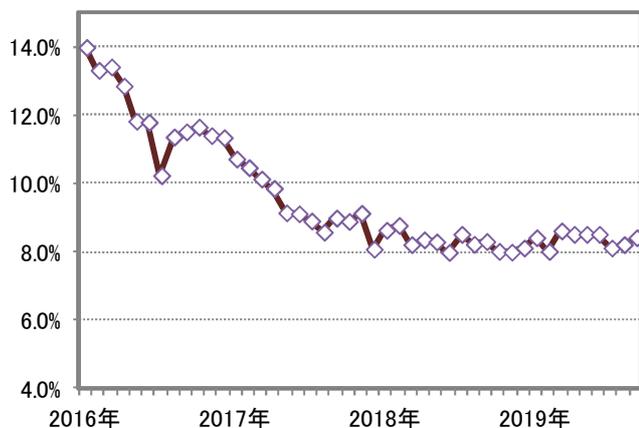
図表1 中国の債務(除く金融部門)対名目GDP比の推移(四半期)



2017年以降、当局はリスクの高いシャドーバンキングからの資金供給に対する規制強化を中心に、経済・金融システムに大きなリスクをもたらす債務問題への取り組みを加速した。その結果、マ

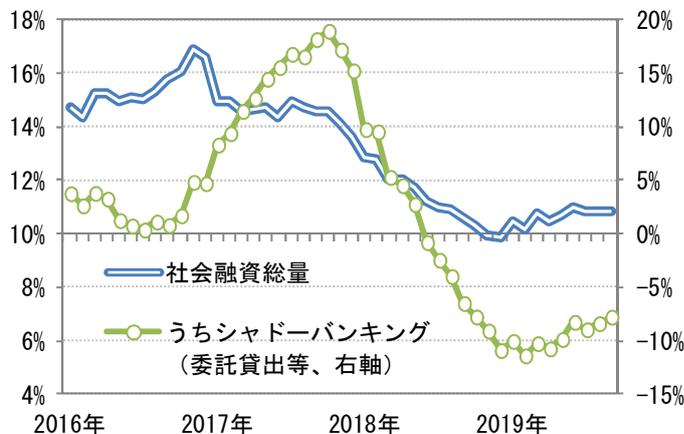
マネーサプライ(M2)と社会融資総量¹の伸び率は2018年末にかけて大きく低下した。中でも、シャドーバンキング²からの資金供給に急ブレーキが掛けられたことは印象的である(図表2、図表3)。

図表2 マネーサプライ(M2)の前年同月比伸び率



(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成

図表3 社会融資総量とシャドーバンキングの伸び率



(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成

企業債務の膨張に歯止めが掛かりつつあるものの、シャドーバンキングの急激な縮小により、当該部門からの資金に依存する民間企業の資金調達環境が悪化した。近時では、米中の追加関税合戦による景気下押し圧力も強まっている。かかる状況に対応するため、当局は2018年末より預金準備率の引下げや地方債発行に関する緩和等を発表した。社会融資総量の伸び率が緩やかに回復し、GDP成長率の低下と併せ、直近の債務対GDP比の小幅上昇につながった。しかしながら、社会融資総量の明確な加速はなく、シャドーバンキングからの資金供給も依然として大幅に減少していることから、金融緩和に関する当局の慎重姿勢は崩していないことが読み取れる。

2. 債務問題への取り組みの副作用として浮かび上がる民間企業の資金調達難

当局にとり、シャドーバンキングの縮小による民間企業の資金調達難は、債務問題に対する取り組みの副作用として、想定範囲内のことである。これまで、民間企業への資金供給ルートを確保するため、当局はシャドーバンキング規制を維持しながらも、銀行に対して民間企業向け融資の拡大を直接要請するなどの対策を講じてきた。しかし、なかなか改善が見られず、副作用の軽減には至っていない。以前の調査月報³でも取り上げたが、中国における民間企業の資金調達難の背景として、政府支援が受けられ、土地等資産担保を有する国有企業に比較し、信用面で劣後する民間企業への融資は、銀行にとってはリスクが高いと判断されるためである。その結果、企業債務の大半を国有企業が占め、その一部が経営効率の悪い国有企業の延命にも使われ、結果として民間企業の経営環境が圧迫されるという悪循環が生じている。

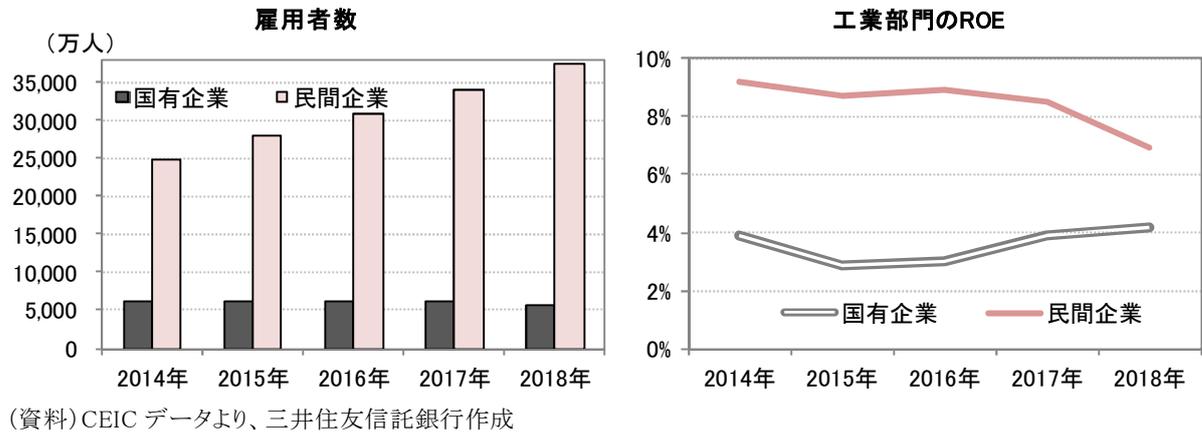
¹ 社会融資総量 (Total Social Financing) は、中国全体の非金融部門の資金調達量を示す統計指標である。社会融資総量には銀行貸出、社債発行、地方債発行、株式調達、委託貸出、信託貸出、割引手形などが含まれる。

² 本稿では、社会融資総量の内、委託貸出、信託貸出、割引手形を合わせて、シャドーバンキングと定義する。

³ 調査月報 2018年3月号 『中国の構造的な問題解決に影を落とす“暗黙の保証” ～安心が慢心を育み、慢心が安心を蝕む～』

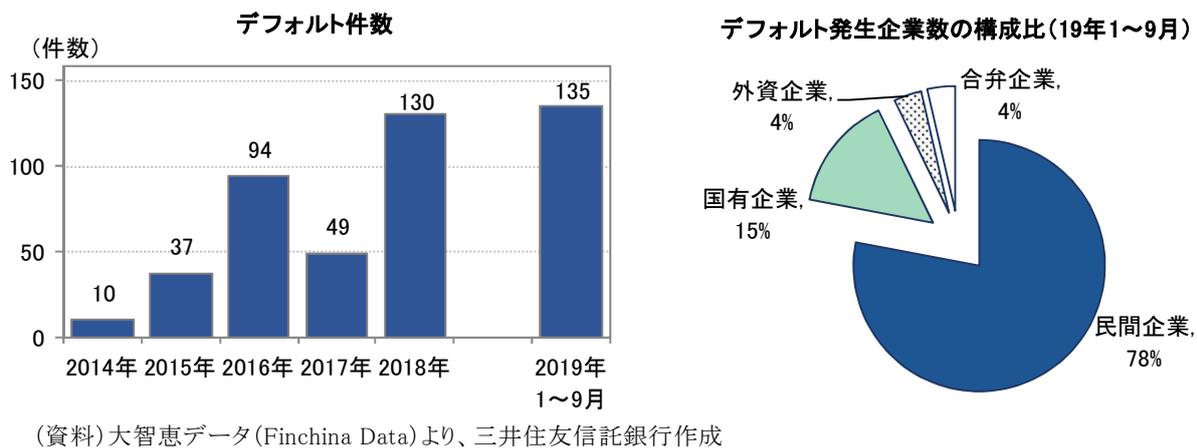
今日の中国においては、国有企業よりも民間企業がより多くの労働者を雇用するなど、国民経済における重要度が高く、経営効率についても近年の逆風で低下したとはいえ、依然として民間企業が国有企業を上回っている(図表4)。それにも拘らず、民間企業は資金調達難に直面し、いわゆる「ヘリコプターマネー」のような強力な金融緩和でも実施しない限り、ピラミッドの下層に位置する民間企業にまでは、緩和資金が充分に行き渡り難い。

図表4 中国の国有企業と民間企業の比較



図表5の通り、近時では民間企業のデフォルトが増加し、2019年初から9月までの社債デフォルト件数は既に2018年の年間実績を上回った。企業デフォルトの増加を背景として、財務健全性が低い一部の地方中小銀行の信用不安が高まり、一時的ながらもインターバンク市場が動揺する事態も発生している⁴。

図表5 中国の社債デフォルト状況

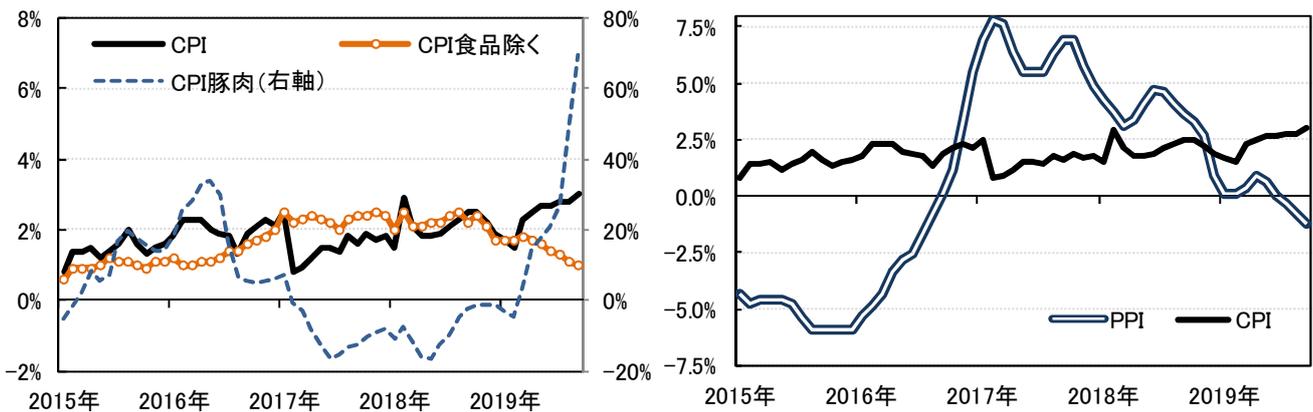


⁴ 2019年5月から8月にかけて、包商銀行(内モンゴル自治区)の国有化が発表されたほか、錦州銀行(遼寧省)や恒豊銀行(山東省)に対する政府系ファンドや大手国有銀行による資本支援が実施されている。但し、債務のヘアカットには至ったのは包商銀行のみである。包商銀行の国有化を受け、銀行間市場では中小銀行の資金調達コストが一時急騰する事態が発生したものの、資金放出や中小銀行向け資金供給の拡大を大手銀行に要請するなど当局のタイムリーな対応を受け、市場の動揺は一旦鎮静化している。

3. デフレ圧力の高まりも加わり、当局は難しい舵取りに直面

図表6の通り、近時では景気減速が続くなかでも、消費者物価指数(CPI)の上昇が加速しており、中国経済は景気悪化と物価上昇が同時進行する「スタグフレーション」にあるのではないかとの指摘がある。しかし、CPI上昇の最大要因は、アフリカ豚コレラの全国的な流行による食肉価格の急騰で、食品を除くCPIの上昇率はむしろ低下傾向にある。そして、中国経済の体温計とも言われる企業間での取引価格を示す生産者物価指数(PPI)の伸び率はマイナスに転じていることから、足元では企業部門を中心にデフレ圧力が強まっていることが読み取れる。

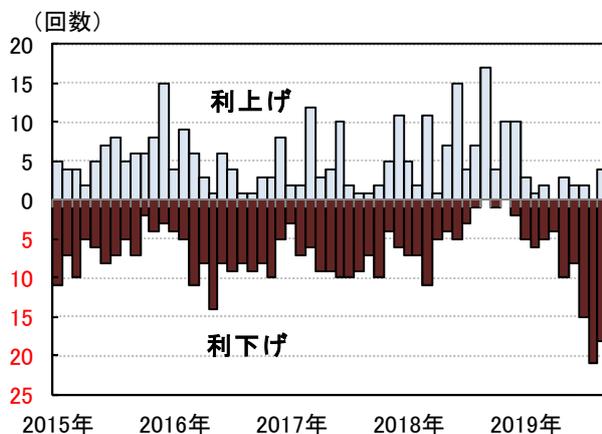
図表6 中国の物価指数の推移(前年同月比)



(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成

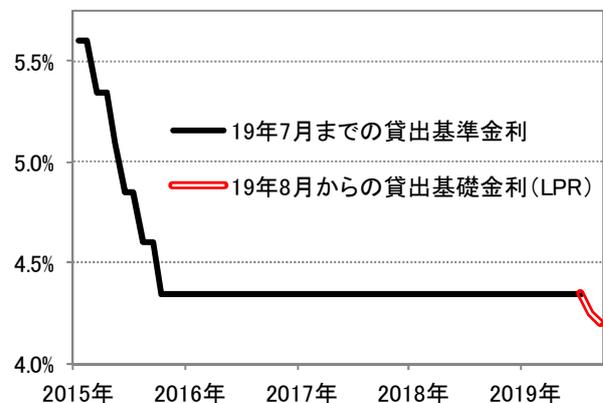
海外に目を向けると、2019年に入り、グローバル景気が踊り場に差し掛かっていることを背景に、既に2回の利下げを行った米国連銀(FRB)を始め、欧州中央銀行(ECB)や豪州中央銀行など主要先進国・地域の中央銀行は相次いで政策金利の引下げを行っている。また、インド、インドネシア、ブラジル、メキシコなど主要新興国の金融当局も国内景気の下支えを意図し利下げを複数回実施している(図表7)。デフレ圧力が強まるなか、中国でも政策金利の引下げなど、より大胆な金融緩和策を求める声が強まっている。

図表7 世界各国の利上げ、利下げの推移



(注) 同じ国が同月内に2回利上げすれば2回にカウント
(資料) 各国中銀発表データより、三井住友信託銀行作成

図表8 中国の政策金利(銀行貸出)の推移



(資料)CEIC データより、三井住友信託銀行作成

そうしたなかで、中央銀行である中国人民銀行は、2019年8月に貸出金利に関する規制変更を発表した。銀行貸出の基準となる政策金利が、8月20日以降は旧来の「貸出基準金利」から、市場金利に基づき変動する「貸出基礎金利」(ローンプライムレート、LPR)に変更され、銀行は新規の貸出を行う際、LPRを基準にすることが義務付けられた。規制変更と同じタイミングで8月のLPRが発表されたが、その水準は旧来の政策金利(貸出基準金利)より0.1%低い4.25%となった。そして、9月のLPRは8月より更に0.05%低い4.20%と発表された(前頁図表8)。

このように、中国でも実質的な政策金利の引下げが行われているが、▲0.25%～▲0.5%の利下げを複数回行う他国とは対照的に、中国当局は2回で合計▲0.15%の小幅な利下げを行うに留まっている。

強力な金融緩和には民間企業の資金調達環境を改善させるメリットがある一方、その副作用として国有企業等による非効率な投資を助長し、債務規模の一段の膨張、潜在不良債権の増加につながりかねない。当局は債務問題への警戒から、金融緩和の必要性を感じつつも、慎重な対応に留めている。

4. 今後の見通しと留意点

中国政府の債務問題に対する取り組みは一定の成果が上がったものの、債務の絶対水準は依然として高く、問題の本格解決には程遠い状況である。今後も、債務問題に対する警戒が欠かせない状況は続く見込みで、この観点からは当局による大胆な金融緩和策が講じられる余地は小さいと言わざるを得ない。その一方、2019年8月以降は米中間の関税上乘せ合戦が激化しており、今後、中国景気への下押し圧力が更に強まる見込みである。当局はある程度の成長率低下を容認しつつ、低下のスピードが過度に加速しないよう、引続き慎重な金融緩和策等を続けていく可能性が高い。経済成長率の低下に加えて、金融環境の顕著な改善が見込めない中においては、民間企業の資金調達難は長期化する可能性がある。

米中摩擦の激化等で景気への下押し圧力が一段と高まった際には、当局の景気対策が後手に回り、経済成長率が想定以上に低下するリスクはある。その場合、長引く資金調達難に深刻な景気悪化が加わることで、民間企業の倒産が一段と拡大する虞がある。不良債権が急増し、中小金融機関の信用不安につながりかねず、最悪の場合、金融システムの動揺にまで発展することが懸念される。

一方で、当局が経済成長率の維持を優先し、大幅利下げなど強力な金融緩和を拙速に打ち出すリスクもある。その場合、債務規模の一段の膨張や隠れた不良債権の拡大など、将来的な債務問題の深刻化につながる虞がある。

短期的な景気失速と中長期的な債務問題の双方のリスクを抱える中で、米中摩擦による景気下押し圧力の強まりなど、中国当局の金融政策舵取りは今後一層難しくなり、その動向と影響には当面、注意する必要がある。

シェン ショウイー

(調査部 海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。