

**議 題** 日中経済の情勢とリスク

**開催日時** 2016年6月24日<第1部9時00分~12時30分 第2部14時30分~18時00分>

**出席者**

<中国側講師・発言者>

余 永定氏 (中国社会科学院 高級研究員 元人民銀行貨幣政策委員)  
 魏 加寧氏 (中国國務院發展研究センター マクロ経済研究部巡視員)  
 高 善文氏 (安信証券株式会社 首席経済専門家)  
 管 濤氏 (中国金融四十人論壇 高級研究員)  
 張 斌氏 (中国金融四十人論壇 高級研究員)  
 王 海明氏 (中国金融四十人論壇 秘書長) <午前の部 モデレーター>

<日本側講師>

吉川 洋氏 (立正大学 経済学部 教授)  
 池尾和人氏 (慶應義塾大学 経済学部 教授)  
 翁 百合氏 (日本総合研究所 副理事長)  
 北村行伸氏 (一橋大学 経済研究所 所長)  
 神津多可思氏 (リコー経済社会研究所 所長)  
 須田美矢子氏 (キャノングローバル戦略研究所 特別顧問)

<日本側参加者>

岩崎俊博氏 (野村資本市場研究所 取締役社長)  
 江川由紀雄氏 (新生証券 調査部長)  
 大島 周氏 (みずほ銀行 常務執行役員)  
 岡嵯久実子氏 (キャノングローバル戦略研究所 研究主幹)  
 小原正達氏 (三菱東京UFJ銀行中国有限公司 副頭取)  
 加藤 出氏 (東短リサーチ 代表取締役社長・チーフエコノミスト)  
 関 志雄氏 (野村資本市場研究所 リサーチフェロー)  
 木下信行氏 (アメリカンファミリー生命保険会社 シニアアドバイザー)  
 高田 創氏 (みずほ総合研究所 常務執行役員・チーフエコノミスト)  
 高橋 亘氏 (大阪経済大学 経済学部 教授)  
 露口洋介氏 (信金中央信用金庫 上席審議役)  
 根本直子氏 (アジア開発銀行研究所 エコノミスト)  
 深尾光洋氏 (慶應義塾大学 商学部 教授)  
 前田茂樹氏 (日本貿易振興機構 理事)  
 柳川範之氏 (東京大学大学院経済学研究科 教授)  
 谷川史朗 (野村総合研究所 理事長)  
 井上哲也 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長) <午後の部 モデレーター>  
 神宮 健 (野村総合研究所 (北京) 金融システム研究部長)

**主な内容**

第1部:デフレーションの経験と対応

第2部:サプライサイド改革と産業構造の高度化

**議事概要**

**第1部:デフレーションの経験と対応**

**1. 講師によるリードコメント**

**(1) 余氏によるリードコメント**

・中国の潜在成長率が低下したことは国内の経済学者の間でほぼコンセンサスであり、いくつか理由が指摘されている。第一に、

長年に亘る高成長の結果、経済規模が大きくなったため、限界的な潜在成長力が弱まった。第二に、先進国との技術格差が縮小したため後発の優位性が低下した。第三に、人口ボーナスから人口オーナスへの移行と高齢化の進展が重なったため労働供給が減少しつつある。第四に、資源や環境問題といった経済成長による

“コスト”が大幅に増加した。第五に、成長を牽引してきた輸出産業や不動産に過度に生産資源が配分されたため、潜在成長力を大きく弱めてしまった。第六に、日進月歩の経済環境の変化に政府の経済運営能力が追いつかなくなった。加えて、現実の経済成長率が潜在成長率に達していない問題もある。公式統計をみれば中国の成長率は6.7%であり、6.5~7%とされる潜在成長率と同程度にみえる。ところが、物価指標や設備稼働率、輸入数量の落ち込みなどをみると、経済成長率は過大評価され、生産能力が過剰になっている可能性が高い。

・このため、中国は構造改革を進めて潜在成長率を回復させるとともに、過剰生産能力を是正する必要がある。過剰生産能力の典型例は鉄鋼業である。2004年当時、多くの方は4億トン未満の鉄鋼生産力を過剰だと指摘したが、現在では12億トンを超えた。また、GDPに占める不動産投資の割合が14%を超え、日本や韓国のピークと比較しても高い水準に達したこともあり、近年は投資の伸びを抑制する政策が採られている。その方向性は正しいが、短期的には経済への下押し圧力を伴うため、これを如何にして抑制するかが課題となる。

・こうした中で、財政政策と金融政策のどちらを需要刺激策として用いるべきかが論点になっている。私は、金融緩和の余地もあると思うが、現在のデフレ的な環境では財政政策、特にインフラ投資を拡大させるべきと考える。特に、日本が1970年代に行った大規模なインフラ整備は成功例だと認識しており、ここから学ぶべきである。財政の健全性への影響を懸念する向きもあるが、中国の公的債務（地方債を含む）はGDP比で41%前後に留まっており、国債発行による資金調達に余力はある。同時に国債市場が発達すれば、現在進められている金融制度改革にとっても追い風となろう。中国企業の過剰債務を解決するためにも、一般にはディレバレッジが対策となるが、現在のように経済成長率が潜在成長率を下回る状況では、経済成長率の引き上げによって債務問題を緩和する方が有効である。私は、中国経済の展望に総じて楽観的である。大きなミスを犯さなければ、今後10~20年の間、比較的高い成長率を維持できるだろう。

## (2) 魏氏によるリードコメント

・米国のGary Shillingは、政府・銀行・企業・家計の4部門の枠組みを構築し、デフレについて包括的分析を行った。我々はこれを拡張し、中央政府、中央銀行、金融機関、企業部門、家計部門、対外部門の資金フローから成る分析手法を構築した。

・これを用いて日本のデフレを分析した結果、次の点が明らかになった。①マクロ経済対策に依存し、強力な構造改革が実施されなかったことが、長期間デフレから抜け出せなかった主因である。②公共投資の制度が硬直的であったことが、財政政策の効果を減殺した。③不良債権を早期に処理しなかったことが、金融政策の効果を減殺した。④民間部門のバランスシート調整がデフレを加速した。⑤海外部門への大量の資金流出が金融政策の効果を減殺

した。⑥産業構造の高度化の遅れが持続的なデフレの深層にある。

・中国の学界ではデフレの定義に関する論争が行われ、「一要素論」はデフレをインフレの反対語と捉え、物価の全面的かつ持続的下落と理解する。「両要素論」はデフレを貨幣現象と捉え、金融引締め+物価下落と理解する。「三要素論」はデフレを金融引締め+物価下落+景気後退と捉える。このため、中国が既にデフレに陥ったか否かをめぐっても激しい論争になっている。

・中国経済は三つの大きな構造問題を抱えている。第一は構造的デフレである。PPIは51ヶ月連続で低下する一方、CPIは上昇している。1998年のデフレでは食品価格が非食品価格より低下したが今回は逆であり、低所得者層がより敏感になりやすい。第二は構造的失業である。東北地区や西北地区には大量のレイオフ（またはレイオフ待ち）が発生した。東北地区の人口流失は年間200万人以上に達し、受入れ側の一つである海南省三亜市は「黒龍江省三亜市」と呼ばれる。一方、東南沿海地区（広東、浙江等）では従業員の募集難が生じ、「機械換人」（人の代わりに先進的な機械を導入）というスローガンも見られる。国務院発展研究センターの「企業家調査システム」のアンケート結果によると、企業が直面する最大の課題は労働コスト上昇であり、回答の71.9%を占める。また、昨年の労働コストが前年比で「多少増加」または「顕著に増加」した企業の割合は各々57.8%と24.5%だった。因みに「機械換人」の意思のある経営者も65.9%を占めた。第三は構造的な需給のミスマッチである。特に、鉄鋼、セメント、石炭等の生産能力過剰が深刻であり、アンケートでもこれらの産業の生産能力過剰を「非常に深刻」または「比較的深刻」とする割合は2012年の67.1%から2015年の74.7%へ上昇した。もともと、医療、教育、介護、環境保護では供給不足が生じている。同じアンケートでは、13次5カ年計画の時期に最も有望な業界が介護との回答が50.3%を占めた。『北京晩報』は昨年、北京の住民が国営の介護施設に入居するには100年以上も待つ必要があるとの記事を掲載した。所得の上昇、人口の高齢化、医療保険制度の改善に伴い、医療への需要は急速に成長している。また、中国人の親は莫大な人力・財力・物力を尽くしても子供が質の高い教育を受けることを希望するが、質の高い学校は不足している。

・アジア金融危機に伴う中国初のデフレの際の政策について、呉敬璉先生の『当世中国経済の改革教程』に沿って振り返ると、総需要側では朱鎔基政権は積極的な財政政策を行った。1998年から2001年にかけて5100億円の国債を発行し、高速道路、大型水利、発電プロジェクト等に投入した。国有銀行は国債規模に相当する貸出を提供し、人民銀行は7回の利下げを行うとともに通貨供給量を増やした。加えて住宅制度の改革も行われた。私は社会科学学院にいた1983年に住宅売買が可能かどうかに関する専門家の意見を総括したが、結局、1998年に朱鎔基政権は果敢な住宅制度改革に踏み切り、住宅売買の合法化を通じて住宅需要の扉を開いた。また、中国はWTO加盟を通じて、需要側から国際市場の扉を開いた。

・朱鎔基政権は総供給側では、国有企業改革の推進と民営中小企業の支援を進めた。前者では、国有経済変革の milestone を調整し、数十万社の国有中小企業を民営化したほか、石油、通信、電力等の大型国有企業の企業化と上場を実現した。その際に生ずる余剰労働者の受け皿として民営中小企業を支援した。具体的には、中央政府では国家経済貿易委員会における中小企業司設立、地方政府では担保会社の設立と中小企業融資への保証提供、金融面では民営中小企業向け貸出の増加、輸出面では民営中小企業への輸出自主権付与などが実施された。

・現在の中国経済にとっては、「輸血」、「鎮痛」、「手術」のバランスをとることが重要である。中国では、「輸血」財政出動と金融緩和による経済刺激を提唱する意見や、「麻酔」つまり「新常态」への適応には改革は必要ないという意見や、「手術」つまり国有企業改革、財税改革、地方政府改革を加速すべきといった意見がみられる。私は、大動脈（国有企業、地方政府）から大量に出血している時に「輸血」しても「毛細血管」（实体经济と中小企業）には届かず、「心臓」（中央銀行のバランスシート）も耐えられなくなるリスクがあると思う。「盲腸炎」の場合に「鎮痛剤」を投与すると手遅れになるように、「麻酔」に頼るのも危険である。「輸血」や「麻酔」だけ行って「手術」をしなければ、中国経済は最終的に大きな問題に直面する。

・供給側改革ではゾンビ企業の問題を解決しなければならない。ゾンビ企業が退出できない原因は、地方政府にゾンビ企業を退出させた結果として生ずるレイオフに対応する資金がなく、商業銀行も結果として不良債権が明らかになるのを恐れているからである。現在、銀行の不良債権の残高も比率も上昇している。一方、総貸出も年率13%~15%ペースで伸びているが、昨年は固定資産投資向け貸出が前年比で減少した。そのギャップについては、年前半は好調な株式市場に回ったとしても、現在にかけては不良債権の穴埋めに回った可能性がある。

・供給側改革の焦点は、国有企業改革を共産党の指導強化によって行うか、民主的監督の強化によって行うかである。小林実先生は、1985年に「巴山輪会議」の席上で、ソ連のゴルバチョフが試行した党主導の国有企業の効率改善について、「この道は通れない」とした。実際、ゴルバチョフも後に民主的な改革に転じた。国有企業改革で最も重要なのは財務情報の公開である。国有企業の財務を13億人のステークホルダーに見えるようにすることは、少数者による指導より遥かに大きな効果を持つ。

・総需要側に関しては、私は余永定先生の指摘に賛成する。足元の経済成長率(7%以下)は潜在成長率(推計の平均は7.19%前後)より低いので、ボトルネックを拡張した上で需要の刺激を行うべきである。例えば、建設コストが低下しているうちに、PPP等の資金調達方法を利用し、「三峡ダム」のような大プロジェクトを立ち上げ、大型インフラへ民間投資を誘導すれば、経済発展の良好な基礎を築ける。

・需給双方を重視し改革と刺激の両輪で進む経済政策でなければ、中国は「L字」成長も実現できず、危機を招く可能性もあるが、産業構造の転換と高度化を加速させ、適切なマクロ刺激策を実施すれば、新たな成長を実現できる。中国が辿った改革サイクル(思想解放—改革開放—経済成長、詳細は『改革方法論・推進方式研究』を参照)の中では、改革開放の持続的な推進が重要である。

### (3) 菅氏によるリードコメント

・デンマークとスウェーデンは自国通貨高の阻止のため、他の中央銀行3行はインフレ目標の実現をサポートすることを目的に各々マイナス金利政策を導入した。マイナス金利は、金融政策のゼロ金利制約を克服し、潜在成長率と自然利子率の低下に適応することで景気刺激策として効果を持つとされるが、私はデフレへの効果は限定的と考える。通貨が中立的な下で通貨供給量の増加は一般物価の上昇を招くが、実質生産には影響を与えない。つまり、マイナス金利は通貨問題によるデフレを改善できても、生産能力過剰や人口高齢化等の構造問題によるデフレの改善にはあまり役立たない。

・マイナス金利政策には、信用チャネル、資産価格チャネル、ポートフォリオ・リバランス、リフレーション・チャネル、為替チャネルといった波及メカニズムがある。このうち信用チャネルは、市場金利を引下げ、企業の資金調達と銀行貸出を活性化するものであるが、既に市場金利低下の余地は少ない。デフレ環境で投資機会が少ない中では、銀行も貸出に積極的でなく、金利変動の影響を緩和するため長期国債に資金を向けやすい。資産価格チャネルも市場金利の引下げを通じて資産価格を上昇させ、投資と消費を刺激する。しかし、既に量的緩和で実現しただけに更なる効果は望みにくいし、低所得層に資産効果は生じにくいだけに、市場金利の低下は所得格差を拡大し消費の増加を抑制する。ポートフォリオ・リバランスも、市場金利の引下げによって高リスク資産への資産配分を促すが、これも既に量的緩和で実現した。実際、市場のリスク選好は抑制的で、マイナス金利の効果も限定的であろう。リフレーション・チャネルはマイナス金利によりインフレ期待を高めるものであるが、常識を覆すマイナス金利政策は、政策の失敗の結果と理解され、投資と消費を更に抑制しうる。仮にマイナス金利が投資を拡大できても、生産能力過剰が一層深刻化し物価上昇をむしろ抑制しうる。為替チャネルは、市場金利引下げを通じて海外との金利差拡大による自国通貨安によって輸出を拡大するが、これらも量的緩和の際に既に実現し、追加的な効果は弱い。

・マイナス金利には負の効果も大きい。まず、商業銀行はマイナス金利を顧客に転嫁することが難しいだけに、マイナス金利は銀行に対する課税となる。また、マイナス金利は金融抑圧を深刻化し、銀行の disintermediation を招く。その一つの影響はシャドー・バンキングの拡大である。ポスト金融危機のマクロプルーデンス監督は銀行主体であり、シャドー・バンキングの規制は不足している。加えて、物価目標を達成するためのマイナス金利政策



でも、結果的に自国通貨を切下げの効果を持つ。自国経済の調整コストを為替チャネルで外部に移転すれば、近隣窮乏化の懸念があるほか、保護貿易主義を激化するリスクが大きい。さらに、マイナス金利政策は財政ファイナンスの「進化版」であって、金融政策と財政政策の境界を曖昧にする。既に低下した金融政策の自主性はさらに低下し、政治化される。マイナス金利は金融資産の価格体系も破壊し、年金基金や保険等の長期投資家では収益減少が続く。人口高齢化の下でマイナス金利は社会保障の基礎を弱体化し、政府の財政負担を増加させるほか、低金利国債を保有する中央銀行の財務の脆弱化は最終的に財政負担に転化する。最後に金融政策の正常化にも影響する。非伝統的政策の推進と退出には非対称性があり、1990年代の日本のバブル崩壊も2007年の米国のサブプライムローン危機も各々正常化と関連している。超低金利の下では、限界的な金利変化もセンチメントと資産価値の大きな再評価を招き、金融市場の激動を引起す可能性が高い。

・現在の世界的なデフレ傾向は構造的要素との関係が深く、金融刺激は「隠身草（問題を隠す方法）」であり「救命符」ではない。構造問題は構造政策で解決すべきであり、金融政策と財政政策の境界を明確にした上で、双方の協調を強化すべきである。また、経済政策の限界利益は必ず逓減し、限界費用は逓増する。日欧のマイナス金利政策は量的緩和の後に実施されたが、期待される効果は既に実現済である。間接金融を主体とする金融システムでは、マイナス金利政策の銀行への影響に注意する必要があるし、資本市場が未発達な場合には株価の大きな変動にも繋がりうる。最後に、金融経済のグローバル化が進む中で、各国の金融政策による相互の影響も大きくなっている。協力強化はパレート改善を実現する可能性があるが、具体的に何をどのように協調すべきかは研究されるべき課題である。

#### (4) 池尾氏によるリードコメント

・東京大学の福田慎一氏は、1990年以降の日本経済を「失われた20年」とした上で、前半の10年と後半の10年で低迷の原因が違っていると指摘している。つまり、最初の10年は、バブル崩壊によって総需要が縮小し、大きなデフレギャップが発生したことを低迷の原因とする一方、2000年代以降は、新興国が国際競争力を向上させた裏側で日本企業の国際競争力が低下したことが低迷の原因であるとしている。また、後者の背景として、企業がコストカットに傾斜し、積極的な研究開発や設備投資が十分に行われなかったことを挙げている。

・私は、福田氏の整理に基本的に同意するが、一点ずつ補足すると、まず、90年代のバブル崩壊後の総需要低下のプロセスにおいては、企業部門のバランスシート調整による影響をより重視する必要があるとともに、2000年代以降の低迷については、日本の交易条件が急激に悪化したことで、国内需要が抑制されたことも影響しているように思う。日本が経験したデフレは、こうしたメカニズムの結果としてもたらされたのであって、デフレ自体が低迷の原因という捉え方は正しくない。実際、90年代の終わり頃から、

消費者物価は下落が始まっていたが、それを上回るテンポで名目賃金も下落した。つまり、実質賃金が低下したため、物価が下がっても生活はよくなるという認識が人々の間に広がったように思う。

・CPIとGDPデフレーターを比べると、90年代の終わり頃から後者の落ち込みが大きくなるが、これは輸入価格の上昇、言い換えれば交易条件が悪化したことを示す。この頃から安倍政権直前までの交易損失を累計すると、70年代の石油ショック時をはるかに上回る規模で日本経済にネガティブな影響を与えたことがわかる。

・実質賃金は労働生産性に労働分配率をかけたものだが、労働生産性を計算するときの物価はGDPデフレーター、実質賃金を計算するときの物価はCPIを用いる。通常であれば、CPIとGDPデフレーターの違いは無視できるが、90年代以降の実質賃金の推移を考える上では、両者の違いを考慮する必要がある。一橋大学の深尾京司氏の分析も、実質賃金が伸び悩んだ大きな原因として、交易条件の悪化が大きいとしている。

・日本、米国、ドイツ、韓国について2000年を基準に交易条件の推移をみると、日本と韓国は急激に悪化した。米国とドイツはそうではない。米国についてはシェールガスの影響などで説明可能だが、日本と経済構造が似ているドイツの交易条件が悪化していない点は興味深い。結局、日本や韓国の交易条件が悪化した理由は、電気機械産業等の国際競争力が極端に低下し、韓国と日本がお互いに価格競争で消耗した結果、輸出価格が上がらなかったからだとみられる。この意味で、日本が経験した経済低迷においては、企業の競争力低下といった実体経済の面が大きく、金融政策とは基本的にはあまり関係なかったものと理解している。

#### (5) 須田氏によるリードコメント

・私は2001年から10年間、日本銀行の審議委員として金融政策に関わり、試行錯誤をしながら政策目的の達成に向けて努力した。私の在任中にはデフレから完全に脱却することはできなかったが、この間の経験を踏まえて、金融政策のみではデフレを克服することは難しいこととお話したいと思う。

・デフレをどう捉えるかによって、対策の中身は異なる。浜田宏一氏が内閣府経済社会総合研究所の所長を務めておられたとき、2002年12月の経済財政諮問会議で次のように述べた。「デフレの弊害は、急激な株価や地価の下落、失業・倒産の増加、新たな不良債権の発生、設備投資意欲の停滞となって表れる。デフレはすぐれて貨幣的な現象であるから、デフレ対策の基本は金融緩和である。デフレさえ克服すれば、失業・倒産の減少、不良債権の縮小、投資意欲の向上をもたらす、財政収支も改善する。これらはまさに経済構造改革に伴う「痛み」を和らげるものである。」私は、このような「デフレは諸悪の根源である」という考え方が、過度な金融緩和に依存し、財政再建や痛みを伴う経済構造改革を先送りすることに繋がったと考えている。

・実際には、コア CPI の伸び率はリーマン・ショック直後を除けばゼロ近傍で推移しており、マイナスであったとしてもごく僅かだった。つまり、日本の場合は「デフレ」といっても非常にマイルドだったし、その弊害とされる実質債務負担の増加や実質金利の高止まりも、そこまで深刻にならなかった訳である。

・インフレ率の決定要因とされる需給ギャップと予想インフレ率を概観すると、需給ギャップは持続的に悪化し、物価を押し下げる方向に作用した。このうち供給サイドでは、少子高齢化、IT 化、新興国の台頭を受けた国際競争激化といった構造変化に対し、日本企業の対応の遅れと、不良債権処理に追われた金融機関の金融仲介機能の低下が相俟って、資本、労働、全要素生産性の全てに下押し圧力がかかった。また、需要サイドでも、バブルの後遺症で企業、金融機関ともに期待成長率が高まらない中で、設備投資が抑制された。また、企業のコーポレート・ガバナンス強化の流れも、収益重視ひいては賃金抑制の風潮を生み、ユニット・レーバークオストの低下が個人消費を抑制した。

・次に、予想インフレ率だが、みずほ証券金融市場調査部による 2005 年以降の市場参加者による予想インフレ率の推移を概観すると、凡そ 1% が天井となる下で、潜在成長率と相関している。従って潜在成長率の低下が予想インフレ率にもネガティブな影響を与え、デフレの背景となった可能性が高い。

・従って、潜在成長率を低下させている構造問題に着手しなければ、中長期的な成長期待や予想インフレ率の上昇につながらず、最終的なデフレ脱却には至らない。その意味でも、「アベノミクス」の「三本の矢」は、三つの矢が同時に放たれてこそ効果があるはずなのに、金融政策が先行している点は懸念される。金融政策による財政ファイナンスはあってはならず、経済活動の主役は民間に早期にバトンタッチしていく必要があるし、金融政策が効果を発揮するにも財政再建が非常に大切であることを強調したい。

#### (6) 神津氏によるリードコメント

・私は、前に日本銀行に勤務し、1997 年から 2000 年代にかけては、銀行の不良債権処理やリスク管理態勢の高度化を進める立場にあった。本日は、この経験を踏まえて、金融仲介機能とデフレに関して話をしたい。

・資金循環統計を用いて日米両国の金融仲介構造を比較すると、日本は銀行部門を介した金融仲介の割合が圧倒的に大きいことがわかる。先の世界的な金融危機の契機となったバブル崩壊は主として資本市場を通じた金融仲介において生じたのに対し、1990 年代の日本は銀行部門の金融仲介が機能不全に陥った。この結果、それまで年率 8~10% 程度で増加していた銀行貸出は、急激に伸びが低下した。日本のバブルの後始末は、90 年代初頭にバブルが崩壊してから 2003 年頃までかかってようやく収束したが、これほどの長期に亘ったのも、銀行を通じた金融仲介機能がバブル崩壊後に低下したことによる面も大きい。

・日本の株価は 1989 年 12 月に、地価は株価に遅れて 1~2 年後にピークをつけた。その後、銀行危機に陥ったのは 1997~98 年であり、2008 年の世界的な金融危機に比べて、日本はバブルの崩壊から危機の表面化までに長い期間を要した。その背後には一少なくとも 90 年代の前半には「日本経済はバブル前に戻りうる」という期待が強かったということがある。しかし、期待とは裏腹に潜在成長率が構造的に切り下がった事実を認識せざるを得なくなったのが、1997~98 年の銀行危機の頃である。このあたりから、企業が抱える不稼働資産の処分や不採算事業からの撤退といった調整が本格的に進み始め、2002~3 年頃まで不良債権処理が進められた。

・企業が不稼働資産を損失を出しながら処分すれば、銀行は貸出を回収できなくなったり、金利を約定通り受け取れなくなったりする。これらは銀行の「信用コスト」となる訳であるが、バブル崩壊後、年を追う毎にこの信用コストが増加し、1997~98 年頃には預貸業務で得られる利益を超える規模にまで膨らんだ。信用コストの増加は、銀行の自己資本を毀損するため、新規の与信能力をさらに制約した。銀行の自己資本額が増加に転じるのは 2003 年であり、逆に、資本としては質が劣る繰延税金資産はこの時期から減少し始めた。つまり、2002~3 年を境に日本の銀行は量・質の両面で自己資本を改善し、新たな与信拡大に向けた基盤を整備していった訳である。

・バブルの生成とその崩壊に対する反省や、世界的な規制強化の中で、銀行自身はリスク管理態勢の強化に注力してきた。その中で、銀行がとる様々なリスクー信用リスク、市場リスク、オペレーショナルリスクーの合計値を、自己資本の範囲に抑えて経営を行うスタンスが徹底された。結果的に、日本の銀行はリスクがちゃんと判別できない案件には融資しないようになったが、これが潜在成長率の低下にどう関係しているかは議論の余地もあろう。ただ、日銀の「貸出動向アンケート調査」によると、2000 年以降は、リーマン・ショック直前を除けば企業の資金需要は総じて強くなかったと銀行はみている。つまり、銀行の自己資本が充実し、リスク管理態勢が整っても、それだけで新しい資金需要が喚起されるわけではない。資金需要が低迷した背景には、既に指摘されている通り、日本企業が様々な分野でフロンティアを開拓する動きが弱まったということもあるかもしれない。ただ、銀行としては、資金需要さえ回復すれば、与信を拡大しうる態勢は整っている。

## 2. 自由討議

関氏:

・余永定さんは、現在の中国の成長率が潜在成長率をはるかに下回ると説明されたが、公表求人倍率は、リーマン・ショック時に 0.85 まで低下した後で 1.07 にまで高まっているだけに、労働市場では既に完全雇用が実現している。これは設備稼働率と異なるパターンの動きであるが、これらをどう理解すればよいか。また、余永定さんの今日のご主張は、「4兆元の経済刺激をもう一度やるべき」とも聞こえた。昨年春のこの会合では、私と同じくサプライサイド改革の重要性を強調しておられたように記憶するが、ご見解を変えられたのであれば理由を伺いたい。



**岡崎氏:**

・1990年代の中国では、商業銀行(当時は国有商業銀行)が貸出を行って国有企業改革をサポートし、成果を挙げたと評価された。もっとも、この時に増加した貸出が、結果的には2002~3年の不良債権増加につながったというのが2005年頃の総括だったと理解している。最近の国有企業改革に関しても、中央政府は、銀行に対して貸出を奨励しているようだ。金融が実体経済に貢献するという意味ではこうした方針は有意義なのだろうが、一部の指導者は、例えば、銀行に対して(企業にとっての)融資コストを絶対に上げないようにと指示しているとの報道もある。中国当局は、かつての政策的な金利抑制から転換し、金利自由化の下で商業銀行が独自の判断で貸出金利を設定できるようにしてきただけに、貸出金利の抑制を再び指示していることの意味をうかがいたい。また、金融システム安定のためのリスク管理の重要性について、政府全体でどの程度認識が共有されているのだろうか。

**高田氏:**

・余永定さんは、中国で企業のバランスシート調整が見られる中で、インフラ投資を進める上では債券市場の役割が重要になる、と指摘された。日本では、1970年代の石油危機の後に大規模な公共投資を行ったが、結果として国債残高が膨張したことが、80年代に国債市場を通じた金融自由化の進展に繋がった。中国でもそうした道筋が生ずると考えるべきか。また、日本では90年代に入り、不良債権処理の手段の一つとして、証券化による流動化が活用され、結果として、90年代後半から2000年代にかけて証券化市場が急速に拡大した。中国でも、不良債権処理での活用をきっかけに、証券化市場が発展していくのではないかと。

・魏加寧さんが説明された中で、経済構造改革に際して「麻醉」と「手術」を同時に行うべきという点は私も同感である。その上で「輸血」も同時に重要であるように思う。また、そうした「輸血」としては、財政出動と金融緩和に加えて為替レートによる人民元安政策も含まれるのか。

**余氏:**

・関さんによる雇用問題の提起はもっともであり、統計の引用も正確だが、中国の雇用統計はあまり信頼できない。同時に、中国の労働市場でも構造変化が生じており、例えば労働力人口も2012年以降に毎年300万人減少した。当局も、労働力人口と労働供給は同じ概念でないとしつつも、3~4年後に労働市場に深刻な影響を与えることを認めている。こうした構造変化に加えて、第三次産業が急速に発展したことで、デフレの下でも労働市場の深刻な悪化は回避されている。

・魏さんが指摘された設備稼働率に生産能力過剰の深刻さが明確に現れている。昨年の設備稼働率は67.8%であり、そのうち製造業は60.6%であり、日米の現状に比べても著しく低位であった。生産能力過剰にデフレが加わると悪循環を形成する可能性もあるので、政府は拡張的な財政政策を採る必要がある。中国のインフラ整備は

日本より20~30年遅れているとする関さんの主張に賛成であり、財政支出はインフラ投資に向けられるべきである。逆に言えば、適切なインフラ投資は経済構造を改善し、潜在成長率を引き上げる余地を有する。

・私は、構造改革により多くの注意を集中すべきであり、経済成長ばかりを追求すべきではないと一貫して主張してきた。しかし、2011年以降の景気の持続的下落に対する私の認識は不十分であったと認めざるを得ない。徐々に落ち着くと期待した経済成長率は今も低下し続け、生産能力過剰→債務の拡大→デフレの悪循環が既に形成されたのではないかと懸念している。こうした見方の変化は、昨年「日中金融円卓会合」の後であり、昨年第4四半期にマクロ経済と市場の信頼が急速に悪化したことで拍車がかかった。現在は、構造改革を堅持すると同時に、財政刺激の強化により経済成長の更なる低下を抑えるべきだと思っている。

・高田さんの指摘には賛成である。中国は日本の成功の経験と失敗の教訓を詳細に研究できるので、失敗のリスクを抑制できる。ただ、中国には完全なイーロードカーブは存在せず、政府はその構築の必要性を強調している。こうした状況で、金融商品の正確な価格付けを行い、金融市場の発展を推進する上で、国債市場の発展は非常に重要な契機となる。私は、中国政府が国債の発行を増加し、その資金でインフラ投資を推進することを希望する。経済成長の安定化のほか、経済構造の改善と金融改革の大幅な促進も実現でき、「一石三鳥」の効果をえられる。

**魏氏:**

・関さんの質問は中国のいわゆる『南北院の争い』(訳注 南院-國務院、北院-共産党中央)に関連する。現在、『南院』は改革を推進する一方、『北院』は経済の発展を推進しているという意味で、強調する点は異なる。先ほど説明した1998年のデフレ克服の際には、朱鎔基政権は体制改革と経済刺激の双方を推進した訳であり、私も両面とも非常に重要だと思う。

・岡崎さんの質問にもこうした枠組みから回答できる。私は中国の金融機関が実体経済に更なる貢献を果たすべきと考えており、それは行政的介入でなく、自主的な改革によって達成すべきだと思う。企業の資金調達コストの高止まりや資金調達の困難さも、過去と同様に行政が銀行に貸出を強制するのではなく、自主的な取り組みが必要である。この問題にとって重要なのは、国有企業が国家信用をバックに銀行から低利融資を受け、上乗せ金利で民営企業に転貸していることである。つまり、問題の焦点は所有制に基づく差別にあり、自主的な改革を通じてより多くの資源を効率性の高い民営企業に配分できれば、経済活動は活性化するであろう。つまり、潜在成長率の低下には、こうした改革の遅延が影響を与えているように思う。中国には資源配分の深刻なミスマッチがあり、国有企業により多くの資源が配分されていることは金融制度と関連している。国有銀行は既に株式制会社に転換したが、大部分の商業銀行では各級の政府が支配株主である。このため、各政府は株式保有と経営層に対するコ

ントロールを通して、指定されたプロジェクトに融資させることになる。

・中国では銀行貸出を緩和すると大量の資金が不動産市場と株式市場に流れ込み、実体経済に流れない。これに対し、政府が収益の確実なプロジェクトを特定できれば、PPP モデルも活用することで資金の適切な流れを形成でき、インフラ建設にも役立つ。肝心な点は、政府がインフラのボトルネックを見出し、早期の収益が期待できるプロジェクトを選択することである。もちろん、為替政策もデフレを解決する一つの方法であると思うが、中国のデフレは構造問題である。先に述べたように低所得層の生活が更に苦しくなることを防止する必要があり、その意味では財政措置が必要になる可能性がある。

#### 根本氏:

・中国の 13 次 5 カ年計画で想定されている潜在成長率は 7.2% であり、他の国に比べて高い印象を受けるが、中国側の出席者はどのような印象を持っておられるか。投資家や研究者の間では、実際の潜在成長率と比べて経済成長率の目標が高すぎるという見方もある。例えば、私が 4 月まで在籍した米国の格付け会社は、今年に入り中国国債のアウトルックをネガティブに変えた。理由の一つは、経済構造改革が不十分で潜在成長率が上がらない中で高過ぎる経済成長率の目標は、バブルを助長し、過剰な設備や借入れを増やす結果となるので、将来に大きな調整が生ずるリスクを高めるとの懸念である。こうした見方をどう考えるか。

#### 高橋氏:

・日本の経験を踏まえると、現在の潜在成長力も重要であるが、10 年後といった将来の潜在成長力を考慮し、これに即した経済計画を考えることがより重要である。実は、日本でも、2000 年代以降に潜在成長率が低下することは 1980 年代の時点で分かっていた。しかし、バブル期に読み間違えたので、公的年金の再設計などが後回しになった。

・管濤さんが指摘されたように、私も基本的にマイナス金利に批判的な立場だが、擁護すべき面もあるように思う。量的緩和は、テラー・ルールによって政策金利を例えばマイナス 3% に引き下げるべき時に、政策金利をそこまで引き下げられないために、いわば代替的に採られた政策である。その意味では、量的緩和の効果が限られることは自明であったが、世間では量的緩和の効果を過大に評価している。もしも、マイナス金利政策の実施によって、テラー・ルール通りのマイナスの政策金利を実現できれば、理論的には量的緩和より優れた効果を発揮する。ただし、現実には、政策金利をテラー・ルールが示唆するほどに深くマイナスに引き下げることができないし、イーールドカーブを「立てる」ことが難しいとか、実務的に現金および預金の金利をマイナスにできないため、銀行の貸出金利も大きくは下がりにくいといった制約もある。また、屢々、実質金利を自然利子率以下にすれば効果があると言われるが、金融政策は緩和と引締め効果は非対称的な面があり、私はこれを対称的に扱うような自然利子率の議論には懐疑的である。

#### 魏氏:

・国内外には潜在成長率の様々な推計があるが、第 6 次 5 カ年計画から第 9 次 5 カ年計画の平均は例外なく 9% を超えていた。しかし、第 12 次 5 カ年計画で 8.06% に低下し、第 13 次 5 カ年計画(訳注、2016~2020 年)では 7.19%、そして、第 14 次 5 カ年計画で 6.35% まで低下している。

・潜在成長率のこうした低下の一因は、過去 10 年における改革の弛緩である。人口問題も 10 数年前に蔡防等が提起したが、関連部門は却って彼らを批判した。数年前に国家発展改革委員会のある会議で雇用問題を議論した際、私は人口政策を全面的に転換しても、労働力になるまでに 16 年間かかると指摘した。ただ、人口問題はロボット開発でも解決できる。現在、労働力不足の深刻な広東、浙江等ではロボット開発に注力している。中国の民営企業は、労働法のために従業員をリストラしにくい、従業員の離職は容易に行われる問題に直面している。しかし、ロボットは簡単に離職せず、思想政治の浸透も不要であるので、多くの民営企業は「ロボット人」を実行し始めた。

・また、第 13 次 5 カ年計画の時期には資源配分の効率性が悪化した。貸出は効率の悪い国有企業に配分され、こうした企業は本業以外の収益に依存する。先に見たように、銀行からの融資を民営企業へ転貸して利益を得るほか、「地主」(建築用地を破格な値段で購入した企業)となり、土地価格を押し上げる。しかも、プロジェクトの完了後も長期にわたって民営企業に代金を支払わない。加えて、国営企業の多くは依然としてタバコ・酒・糖等の業界で独占的な地位を占めているほか、赤字になっても政府からの財政補助で赤字を埋めることができる。

#### 管氏:

・中国企業のレバレッジが高いことは、資本市場が発達していないことと大きく関係しているので、金融部門の供給側改革を推進すべきである。実際、中国の貯蓄率は高いので、マクロ的には高レバレッジを解決する能力が十分あるが、金融市場の構造が原因で貯蓄を投資へ有効に転換するのが難しく、企業は過度に間接金融に依存することになった。現在の中国にとって、金融商品や金融仲介の供給を増やすことはきわめて重要である。ただ、具体的な進め方には難しさもある。中国では、現在でも商業銀行が金融サービスの主要な供給者であり、政府も実体経済の発展のために銀行に依存せざるを得ない。また、中国政府は金融と経済を一体として考え、実体経済の発展がなければ金融は根のない木となるものとしている。このため、中国政府は一貫して商業銀行は実体経済の発展を支持すべきだと強調しており、レバレッジの上昇やリスクの集積を抑制することが重要である。一方、政府は直接金融をしっかりと発展させる目標を掲げたが、その進展は不明確である。昨年の株式市場の激動から得た一つの重要な教訓は、規制と発展の両方を同時に顧みるのは難しい、ということである。同様に、銀行のリスク管理を強調しながら、銀行の実体経済への貢献を強化し、中小企業の資金調達コストを減らすことも両立の難しい問題である。



・最適な為替政策は何かという問いには解答がなく、変動相場制にも固定相場制にも長所と短所がある。中国政府が、現段階で為替レートの安定を強調する理由は次のような点である。第一に海外経済が厳しい下で為替レートの輸出に対する効果は限られ、貿易面の報復措置や競争的通貨切下げとの批判を招く可能性がある一方で、金融市場への影響は大きい。人民元の供給を増やして金融システム問題を解決しようとしても、市場の期待の変化によって人民元が外貨に転換されると、人民元の流動性が小さくなり金融システム問題の対応に割ける時間と緩衝材としての役割が低下する。第二に中国では為替レート変動による心理的衝撃が比較的大きい。これまで人民元が一方的に増価することに慣れているため、国内と海外の市場参加者は為替レートの上下変動に過度に反応しやすい。第三に為替レートの柔軟性を強めれば金融政策の独立性にも余地が生まれる。しかし、金融政策が本当の意味でモデル転換を果たしていない中で、安定的な為替レートに代替するアンカーが必要であり、その引継ぎにも時間を要する。もちろん為替レートの安定維持にはコストがかかる。一つは為替レートの価格調節作用を放棄することであり、もう一つは外貨準備資産の消耗、あるいは資本フロー管理の強化である。

・マイナス金利政策についても便益とコストが存在し、高橋さんが指摘した便益には賛成する。しかし実際には、各国中央銀行はゼロ金利政策、量的緩和、マイナス金利政策という順で実行しており、高橋さんが指摘した便益はゼロ金利政策または量的緩和の時期から徐々に実現した。しかも、市場金利が既に低いため、マイナス金利政策の限界的な便益は限られ、消費と投資を刺激する効果は明らかでないし、非伝統的金融政策一般が持つ副作用も避けられない。これらを含めると、現在のマイナス金利政策には負の影響が大きいと感じる。

#### 須田氏:

・日本の金融政策を運営する上でも、政府と中央銀行との関係には非常に悩ましい問題がある。確かに、政府と日本銀行は「物価安定の下での持続的な成長」という目的を共有しているが、そのタイムスパンは異なっており、政府の方が相当に短い。このため、政府からは日銀の政策に対する批判がしばしば行われたが、こうした行為は対外的には、国のガバナンスに対する信頼を損なうことに繋がりがかねない。

・日銀の政策委員は選挙で選ばれないだけに、日本銀行法によって与えられたマンデートの中で責任を果たしていくことが重要となる。その点、最近流行している政府と日銀を一体として捉える議論—いわゆる統合政府論—では、政策運営に関する責任の所在が曖昧になるリスクがある。

・現在の日本銀行法では、中央銀行が自立的な政策を行うという原則の下で、政府による損失補填制度を廃止した。だが、将来に「量的・質的金融緩和」から exit する際には、日銀は多額の損失を被ることになる。その時に信託を維持できるかどうかについて、私は非常

に懸念している。また、現在の政策委員会による政策決定は、少数意見も含めて多様な観点に基づく議論が可能であるため、1人のリーダーが決定するのに比べて大きな誤りに陥り難いとされる。ところが、政策委員の任命が参議院と衆議院の両院の同意の下で内閣によって行われるだけに、政府の考えに沿った人ばかりが任命されるリスクがある。結果として集団的な政策決定の貴重なメリットが生かされない心配がある。

・黒田総裁の下での日銀については、「量的・質的金融緩和」という一つの政策戦略が長期化し、5年経過しても目標が達成されない可能性がある。しかも、日銀総裁の任期は5年であるだけに、任期中のexitが見込めないとすると、それに伴うコスト等を考えなくなるリスクもある。日本銀行法によって総裁の任期が規定されている中で、「長期戦」の性格を有する政策を行うことの問題も考える必要がある。

#### 北村氏:

・先ほど余永定さんは労働統計があまり信用できないと言われたが、私も同感である。日本では、アベノミクスの成功例として有効求人倍率が全国で1を超えた点が殊更強調されるが、有効求人倍率は求職者数と求人数の比率に過ぎないので、本当に望ましいマッチングが実現しているとは限らないことに注意する必要がある。その点を考慮せずに、有効求人倍率の上昇が政策効果であるとの議論には違和感を覚える。

#### 神津氏:

・マイナス金利が効果を発揮できない場合に、中央銀行はどのような手段を採り得るのかという点についての意見を管濤さんに伺いたい。日銀は政府とも議論するが、その政府の向こう側には国会が、さらにその向こう側には一般の人々や企業がいる。日銀は「金融政策としてできることは全てやり尽くした」と、一般の人々や企業を説得すべきなのか。あるいは、何か別の政策手段をとるべきなのか。そうだとすると、ゼロ金利政策や大規模な量的緩和を既に実行に移しているだけに、これら以外に採り得る選択肢はあるのか。

#### 深尾氏:

・私は、景気が非常に悪化し、デフレが深刻だった2000年頃にマイナス金利政策の導入を提唱したことがある。具体的には、シルビオ・ゲゼルの「ゲゼル・タックス」と呼ばれるもので、現金、預金、国債など政府が価値を保証している金融資産の残高に毎年2%程度の課税を行い、税収の大部分を家計に均等に配分するものである。日本では、家電量販店で顧客に使用期限付のポイントを付与することで商品の購入を促している。ゲゼル・タックスのメカニズムはこれと似たようなものであり、特にデフレ率が非常に高い場合には有効かつ強力な手段になり得る。

・これに対して、現在の日銀のマイナス金利政策は中途半端であり、景気を刺激する効果も期待しにくい。銀行が持っている日銀当座預金300兆円弱のうち、わずか10~20兆円に対してマイナス0.1%の金利を課しているだけであり、残りの大部分にはプラス0.1%の金利を払っている。このため、銀行部門としてはネットで金利を受け取



っている。この間、国債金利は、日銀による強力な買いオペによってマイナス金利になっている。現在、金融機関は、マイナス金利の国債に資金を運用し続ける気はなく、国債を日銀がより高い値段で買い上げてくれるという期待の下で、入札に参加している。

#### 菅氏:

・日銀の政策運営によって、財政と金融の刺激だけに依存し、構造調整を行わなければ、政策効果が現れにくいことが証明された。財政と金融の刺激に過度に依存すれば、金融市場に歪みが生じ、長期的には退出のコストを大きくする。マクロの刺激策の利用を控え、構造調整を実質的に推進することが一段と重要である。日本では、経済成長が既に天井に到達したとの見方が強いし、経済が成長しなくても国民は平穏に暮らし、企業も比較的高い利益を得ている。このような心理状態にあるなら、マイナス金利により消費と投資を刺激する政策には再考の必要がある。

#### 魏氏:

・余永定さんが指摘されたように、中国の就業や失業に関する公的統計は非常に不正確である。例えば、失業率は長年にわたって変化がないが、足元では大量の隠れ失業が存在する一方、隠れ就業も大量に存在する。あるインターネット企業のデータによると、この業界での隠れ就業人数は1,700万人を超える。他方で、東北には多数の国有企業社員が失業している。また、農村から都市への人口流入が継続すると考えられていたが、ある研究によると、現在農村に残っているのは殆どが老人と子供であり、都市に移っても消費者にしかねない。このように労働市場の実情は把握しにくく、専門家は実際に地方で調査するしかない。

#### 前田氏:

・前回の「日中金融円卓会合」では、「一帯一路」を中心とした中国の対外経済政策の課題の一つとして、対外直接投資の収益性の伸び悩みが指摘された。現在、こうした課題に対し、国としてどう対応する方針なのか、お伺いしたい。

#### 関氏:

・第一に農地や農村部の宅地取引の制約を緩和することで、土地の流動化を促進することはデフレ対策として有効と思われるが、どのように評価されるか。第二に大手の国有企業の改革はさらに進むと理解してよいか。第三に過去には経済の改善に先立って「思想の開放」があったというご説明があったが、現時点で開放するとしたらどのような「思想」なのか。

#### 露口氏:

・バーゼル規制は金融政策の効果を制約するか、という点を神津さんに伺いたい。日本はバブル崩壊後に銀行貸出が急減したが、これはバブル崩壊前の1988年からバーゼルⅠを適用していたことの影響も大きかったように思う。現在、中国はバーゼルⅢを世界に先行して適用しようとしているが、貸出が制約され、金融政策に影響する可能性はないか。

#### 神津氏:

・バーゼル委員会が予め目指してきたのは、銀行にリスクを適切に把握した上できちんと管理するよう促すことであり、この方向性自体は正しいと思う。政策金利がゼロでない経済にとっては、銀行のリスク管理のフレームワークが変わったとしても、それだけで銀行の貸出を通じた金融政策の波及に大きな制約が生ずるとは言えないのではないか。

#### 魏氏:

・関志雄さんが指摘されたように、農村の土地流動化と土地改革は加速しなければならない。東北地方の直面する難問に関しても、多くの専門家は土地を私有化すれば資本をすぐに引寄せられると指摘していた。

・中国政府は外需を重視し、「一帯一路」構想を打ち出した。中国からの資本の大量流出には注意する必要があるが、流出先は大きく二分されている。つまり、国有企業の場合はハイリスクの国または地区への投資が多いが、民営企業は欧米等のローリスクの国への投資が中心である。「一帯一路」の真の成功は、民営企業が主導的な力になれるかどうかにある。

・私も国内の多くの専門家と同じく、国有企業改革の展開を心配している。先に述べたように、中国が国有企業改革に関する内外の経験と教訓を受け入れなければ、経済の高成長は回復できない。

・今回の思想解放は既に始まっているものと認識している。その象徴として経済理論をめぐる討論が挙げられる。最初に、吳敬璉先生がケインズ主義のトロイカ(消費、投資、輸出)の枠組みに問題があると指摘した。続いて、林毅夫さんが「新構造経済学」、賈康さん等が「新供給経済学」を打ち出した。昨年11月に習近平総書記は「供給側改革」を打ち出し、暫く後に政治局は「中国特有のマルクス主義政治経済学」の構築を打ち出した。そこから一カ月経たないうちに、経済工作会議の表現も「中国特有の社会主義政治経済学」に変更された。様々な言い方が続々と創出されていることは、経済理論の革新について討論が展開されているためであり、良い兆候である。このように、先に思想の開放があって、次に改革開放が推進されることで、中国経済の高成長は回復可能である。

#### 池尾氏

・ご指摘のように、2000年以降をとると、労働生産性の伸びは米国よりも日本のほうが高い。ただ、人口1人当たりの経済成長率は日米で同程度であり、単純な経済成長率は米国の方が高い。これらの事実は、日本では人口以上に労働力人口が減少していることを示している。さらに、日本は石油や食料を海外から購入しているが、それらの価格が相対的に上昇したことによって労働生産性上昇の効果が打ち消されてしまった。交易損失が労働生産性の伸びを上回った結果として実質賃金が上がらなかったと理解できる。

## 第2部：サプライサイド改革と産業構造の高度化

### 1. 講師によるリードコメント

#### (1) 張氏によるリードコメント

・中国経済の構造変化に関して、まず、①中国は既に工業化の転換点を過ぎたか、②過去数年間に中国経済の構造転換においてどのような進展があったかを説明したい。

・海外の経験をもみても、貧困から裕福になる過程では例外なく工業化を経験し、そのピーク（GDPに占める工業部門付加価値の割合が40%前後）に達した後、経済全体に占める工業の割合は持続的に低下する。これは不可逆的で、経済発展における強力な法則でもある。その結果、殆どの工業社会は似たような所得水準（一人当たりGDPが8,000~9,000国際ドル（1990年不変価格））でサービス社会に移行する。第二次世界大戦後、米国とカナダが最初にこうした構造転換を見せ、次に西欧と日本、70年代末には南欧、80年代半ばから末期は東アジアのNIEsと続いた。

・中国に関しては、2010年の一人当たりGDPは8,032国際ドル（1990年不変価格）で、製造業からサービス業への移行基準に達した。工業と製造業の付加価値シェアに基づいた転換時期もそれぞれ2007年、2008年である。また、雇用シェアに基づく転換時期も2008（農民工データ）~2012年（第二次産業データ）の間であり、工業部門のシェアはその後低下している。このように、中国の工業がピークを過ぎたことは世界的な判断基準に合っている。中国が中所得の罠に陥るとの心配もあるが、そうした問題が深刻化したラテンアメリカ諸国に比べ、中国の工業化のピークは高い。なお、経済学では工業化のピークが生ずる理由について二つの仮説がある。つまり、工業部門とサービス業部門の生産性格差と、需要構造の変化である。後者は工業製品に対する需要の所得弾力性が所得の増価につれて低下することを指す。

・工業化のピークとともに多くの国に共通して生ずるのは、経済成長率の段階的低下である。この点も中国に該当する。実際、中国の経済成長率は、2008年以降に減速しており、2011年以降はそれが顕著になっている。私は、これが中国がサービス業主導の新たな発展段階に入ったことと関連すると見ている。だからといって、工業部門はもはや成長しないと言う訳ではなく、総量の伸び率が鈍化するだけである。工業部門における産業高度化もむしろ加速する可能性があり、サービス業主導の経済といっても、工業部門も経済成長の原動力である。同時に、すべてのサービス業が発展すると大雑把に捉えるべきではない。海外の先例をみても、人的資本集約型のサービス業が発展し、労働集約型サービス業のシェアは低下する。

・工業部門内の産業高度化を見る上では、輸出の付加価値率に着目するのが有用である。その上昇は、新製品の輸出と輸入中間財の代替によってもたらされる。それらを産業間の効果（生産できなかった製品が産業を跨ぐことで生産されることによる効果）と産業内の効果（国内で国外と同様の製品を生産することによる効

果）と呼び、金融危機以前（2000~2007年）と以降（2007~2014年）の時期に分けると、まず、全体の付加価値率は2007~2014年に7.6ポイント上昇したのに対し、2000~2007年の間は3.2ポイントの上昇であった。その上で、金融危機前には産業間効果はマイナスであったが、金融危機後にはプラスに転じた。当初、中国企業は中間財を輸入して輸出を増やすことを指向したが、金融危機以降は、経済危機を乗り越えるため企業の新製品開発のモチベーションが上昇し、より多くの製品を生産するようになった。中国は世界最大の消費国でもあり、規模の経済という優位性を持つため、企業にとって試行錯誤が可能である。

・このように工業部門の産業高度化も進捗しているが、経済成長の支えとしては不十分であり、先に見た人的資本集約型サービス業の成長が期待される。具体的には、①工業部門から生じたサービス業であり、分業を経て独立したサービス業となるものと、②所得水準の上昇に対し、ハイエンドのサービスを提供するサービス業である。中国でも、サービス業全体の需要の所得弾力性は高いだけでなく、すべての人的資本集約型サービス業の伸び率がGDP成長率より高い。

・もちろん、これらの事実だけをもって中国経済の転換が成功したと結論付けるのは早計である。技術・人的資本集約型サービス業の発展と需要の間には依然として大きなギャップがある。具体的には、医療、教育、文化・娯楽、公共管理・サービス、社会保障、環境保護、生活関連インフラといった領域である。これらの需給問題を改善するには、より大がかりな政府機能改革を推進し、インセンティブメカニズムと情報の非対称性といった問題を解決する必要がある。

#### (2) 高氏によるリードコメント

・過剰生産能力は活発に議論されているが、信頼性の高い経済指標を用いた定量的推計や分析は少ない。我々は、収益が良好な業界には過剰生産能力は存在しないはずと考え、収益率としてROAと粗利率の二つに着目した。その上で、2001~2015年の各々の長期平均値と、2013~2015年の各々の平均値を計算し、両者の乖離を計算した。これを多くの業界について計算した結果、石炭採掘・洗鉱業、鉄製錬・圧延加工業、非鉄金属製錬・圧延加工業、鉄採掘・選鉱業、非鉄金属採掘・選鉱業の5つが深刻な過剰生産能力を保有する可能性が浮かび上がった。これらは非鉄金属、鉄、石炭の産業チェーンの中上流に集中し、政府が過剰生産能力の解消の重点産業としている鉄鋼と石炭に合致する。これら5つの産業が、工業付加価値、雇用、納税、負債といった面で工業全体に占める割合は10~20%である。地理的には、これらの産業は主として中部地区、華北地区及び一部の東北地区に集中している一方、浙江省の過剰生産能力はそれほど深刻でなく、広東省と周辺地区では問題は更に軽微である。

・次に、ROAの乖離と国有資産が業界の資産全体に占める割合の関係をみると、国有資産が大きいほど業界の利益が抑制される関



係がみられた (R2 は 0.33)。さらに、ROA の乖離を業界に利益が出ていた時期に限定しても、ほぼ同様な結果が得られた。これらの分析からは、まず、過剰生産能力の問題がある程度は景気循環的な現象であることが示唆される。同時に、少なくとも一部の業界では国有資本の集中によって、市場の調整が遅延されたことも示唆される。

- ・ある業界での利益減少と過剰生産能力の発生、さらに企業の閉鎖は、景気循環による自立的調整でもあるが、国有企業が多数存在するところこうしたプロセスが阻害される可能性がある。その点をさらに考えるため、重化学産業の業界を、上記の5つの産業とそれ以外に分けて収益を検討した。その結果、粗利率と ROA の低下幅に顕著な違いがみられたほか、国有資産の割合も大きく異なる (51%対17%) ことがわかった。しかも、雇用、工業付加価値、納税等の面で工業全体に占める割合には大きな相違はなかった。個別の業界に着目しても、例えば化学の収益の減少は鉄や非鉄金属より軽微であるが、化学の国有資産の割合が19%にすぎない一方、鉄や非鉄金属の国有資産の割合は各々48%と41%であった。

- ・過剰生産能力は製品価格の抑制としても現れるはずである。工業製品価格の前月比変動について、在庫変動や政府の景気刺激策といった短期変動を除いてみると、最初の下落は2011年3月頃に始まり、2012年年央に最も厳しくなり、2013年前半まで続いた。その後、2013年前半から2014年後半にかけては全体的に落ち着き、企業収益や設備稼働率にも回復がみられた。しかし、2014年8月以降に再び暴落したあと、2015年8~10月に漸く落ち着いた。この下落は企業収益の深刻な悪化と設備稼働率の低下を伴っており、過剰生産能力を際立たせた。今回の下落に関しては、政府の政策が比較的大きく影響したことで需要が激減したことが重要な一因であることは疑いない。「腐敗」取締りが地方政府の経済発展に対する積極性にある程度影響し、財政部による地方資金調達プラットフォームの整理も広義の政府財政支出の大幅な減少を招いた。

- ・その後、今年2月には総需要の「パルスの動き」(訳注-短期間内の急な上昇と低下)が生じたが、昨年10月から今年2月までは、工業製品価格は基本的に落ち着いていた。この間には、民営企業のウエイトの高い業種で、一部の企業が需要ショックに対応できずに退出した。また、昨年11月以降、中央政府は国有資本が集中する業種の過剰生産能力を解消する強い決意を示した。こうした努力は、工業製品価格や商品先物価格に大きな刺激を与え、その影響は現在も続いている。こうした対応が進む中で政府は財政刺激を発表したため、需要に対する市場の楽観的な期待を刺激し在庫調整を促した。このような需要の好転と在庫調整の進展により、工業製品価格は最終的に急反発した。今回の上昇は2011年以来で最大である。恐らく、現在は一時的に良好な時期ということであろう。しかし、3~6ヶ月後には政府のインフラ建設が減少し、不動産市場も再度下降するにつれて、供給削減が続くとしても工業製品価格の下落と企業収益の悪化が再度現れるの

ではないか。

### (3) 吉川氏によるリードコメント

- ・私は、経済成長の源泉が構造改革にあり、その本質がプロダクト・イノベーションにあることを述べたい。日本は、1950年当時は農業を中心とした第1次産業が、付加価値で約4分の1を、就業者数では約2分の1を占めていたが、こうした特徴はその後大きく変化した。私は、帝京大学の松本和幸教授と成長と構造変化の関係に関する共同研究を行ったことがある。その際に、経済構造変化を示すために、日本標準産業分類(中分類)に基づいて各産業のシェアの変化を捉えた指標を作成し、同期間の平均経済成長率と並べてプロットしてみた。その結果、高度成長期以降はおおよそ右上がりの関係がみられた。もちろん、これだけから因果(causality)を導くことには問題があるが、少なくとも経済成長率と構造変化の間には密接な関係があると言える。

- ・移民増加の可能性をとりあえず除くと、日本の人口は今後100年で3分の1に減少すると推計される。こうした規模での人口減少が経済にとって大問題であること自体には全く異論はない。しかし、「人口が減るので、経済成長は殆どあり得ず、よくてゼロ成長であろう」という議論は正しくない。1870年から2000年までの日本の人口と実質GDPのレベルを基準化してプロットすると、両者の間に殆ど相関がないことは明らかである。ちなみに、中国で数年前まで続いた10%成長を、日本も1950~60年代の「高度成長」と呼ばれる期間に実現したが、その際の実質GDP成長率が平均で10%であったのに対し、労働力人口の伸び率は概ね大体1%であったことはあまり知られていない。これら両者のギャップを埋めたのは、資本装備率の上昇を含むイノベーションである。日本が経験したように経済成長は人口の伸びではなく、イノベーションによる1人当たり所得の上昇であるという事実は、今後の中国にも当てはまるように思う。

- ・中国経済の成長率は、かつての10%から6~7%成長に減速している。その理由として私が一番強調したいのは、需要の飽和(demand saturation)である。あらゆる財やサービスの需要は必ず天井を迎え鈍化することは事実である。このことを経済学の歴史で最初に確立したのは19世紀のドイツの統計学者エンゲルであり、『豊かな家庭の家計支出に占める食料品のシェアは下がっていく』という法則である。これは、ミクロだけでなくマクロでも成り立ち、例えば100年前と現在の日本を比較すると、エンゲル係数は実際に低下している。また、今日の中国は日本より平均所得水準が低い、エンゲル係数は中国のほうが高い。この議論の本質は、農産物や食料品に対する需要は必ず飽和することであり、それ以上の経済成長は農業以外の産業から生み出されることである。しかし、エンゲル法則は、農産物・食料品だけでなく、あらゆる既存の財やサービスで成り立つことを強調したい。

- ・例えば、1米国で様々な財に対する需要がどのような成長を遂げるかをフィッシャーとプライが1971年に調べた結果によれば、需要は財やサービスの導入初期には高成長を示すが、やがて鈍化し天井

を迎える、すなわち「ロジスティックカーブ(S字カーブ)」の形状となることが示されている。そこで、日本、米国、フランス、中国の1人当たりのセメント需要をプロットすると、需要量はかなり低い水準からスタートし、増加を続けた後に一定の水準で飽和している。経済成長のためには、イノベーションにより新しい財やサービスが出現し、古いものは消える必要があることを主張したのはシュンペーターである。シュンペーターは、資本主義経済で利子率を正にする究極の要因はイノベーションであり、イノベーションがゼロであれば利子率はゼロになると説明している。

・要するに、中国でも日本でも既存の財やサービスの価格引下げによる経済成長には限界がある。持続的な経済成長のためには、プロダクト・イノベーション、あるいはそれを支える新しい産業を生み出すことが重要である。

#### (4) 翁氏によるリードコメント

・私は「アベノミクス」の「第3の矢」、いわゆる成長戦略について説明する。成長戦略は、民間投資を喚起し、生産性を引き上げ、経済を力強い成長軌道に乗せて、そうした果実を広く国民が享受することを目的としている。

・例えば、2014年には日本企業のROEの低さが焦点となった。米国企業は20%台、欧州企業は約15%と高いROEを実現していた一方、日本企業の平均ROEは5%程度と低かった。そこでコーポレート・ガバナンスの強化のため、OECD諸国で広く採用されているコーポレートガバナンス・コードを日本に導入すべく、東京証券取引所と金融庁が中心になって日本版を取りまとめた。同時に、日本版のステewardシップ・コードが纏められ、機関投資家が長期的な企業価値引き上げを経営者に働きかける仕組みが政府主導で導入された。企業側の取り組みも進んでおり、上場企業の多くがコーポレートガバナンス・コードを念頭に経営を行う方向に変わってきている。次に、日本の法人税負担が米国と比較しても高いことに焦点が当たり、企業立地の競争力向上を目指して、政府は今年、法人実効税率を29%台にまで引き下げた。しかし財政事情を考慮すると、これ以上の税率引き下げはハードルが高い。

・規制改革の面では、農協改革に60年ぶりに取り組んだほか、農業生産法人に民間企業がより参入できるようにし、農地利用の最適化に必要な農業委員会の改革も行うなど、2014年には農林水産業の活性化に向けた取組みが進展した。医療分野でも、保険外併用療養費制度の拡大が実現したほか、再生医療への承認が迅速化したことに加え、健康を意識した人々への新しい市場として「機能性表示食品」も導入された。観光分野では、ビザ規制を大幅に緩和した結果、中国からの訪日客も顕著に増加するなど、観光産業の売上げやインバウンドの消費の大きな増加に繋がった。このように、経済構造改革—特に規制緩和—は過去に比べればかなり進捗した。もっとも、労働市場改革は「道半ば」である。つまり、労働者派遣法の改正などはあったが、ホワイトカラーエグゼンプション制度も実現していないなど、それ以外の分野では著

しく進捗が遅れている。

・今年の成長戦略では、「第4次産業革命」が重視され、「IoT」や「ビッグデータ」、「AI」の活用をどう進めていくか、それ関わる専門の人材をどう育成していくかが大きなテーマになっている。また、成長が見込まれるヘルスケアや環境関連の市場育成も課題である。特にヘルスケアの分野は今後の日本において非常に重要である。しかし、現在は生産性の低さに悩まされ、かつ官製市場のウエイトが高いため、なかなか改革が進まない。この分野でもIT化の促進が必須となっている。シェアリングエコノミーの拡大も重要である。この分野では中国の方が進んでいる一方、日本では「民泊」に対する旅館業法のように様々な時代に合わなくなった規制が残存している。シェアリングエコノミーやIoTの流れを踏まえて、関連する規制の見直しが必要である。

#### (5) 北村氏によるリードコメント

・私は、経済構造改革を実現していく上でのインセンティブやガバナンスの重要性と課題をお話したい。このトピックについては、昨年「日中金融円卓会合」に参加された青木昌彦先生が議論されている。青木先生は昨年7月に残念ながら逝去されたが、先生が晩年に力を注いで研究されたのは中国の改革であった。

・日本経済は、1990年代から長期にわたって低迷しており、特に1980年代後半までと2000年以降とは大きく様相が異なる。その大きな理由に、人口の高齢化、就業人口の減少、退職者の増加があると言われる。加えて、製造業でも金融業でも、大企業がバブル崩壊後のバランスシート調整等のために経営面で後ろ向きになったため、新しいイノベーションを先導できなかった。

・スタンフォード大学のエドワード・ラジャーなどがアントレプレナーシップと人口構成について行った国際比較によれば、人口が若い国の方が新規企業が多いという傾向が明らかになった。また、人口が若くない国でも—米国が典型例だが—、MicrosoftやAppleのように若い人がチャンスを活かして、世界的な企業に成長した例もある。日本でも、戦後間もない頃にはソニーやホンダなど若々しい会社が立ち上がったが、残念ながら過去30年間にはそういったイノベーションが起こらず、いわば企業も人口も高齢化している。

・日本社会は新しい芽を育てる意識が低く、必要な支援やベンチャーキャピタルも不足するなど、構造的な欠陥もあった。その反省が不十分なまま「イノベーションが大事だ」と繰り返し言っても何も起こらない。日本社会の意思決定は、下から積み上げるボトムアップによるか、組織の各段階における擦り合わせによるだけに、トップダウンで「政権が代わったから変えましょう」という形では機能しない。実際、1980年代まで日本経済の特徴といわれた年功序列、終身雇用、企業系列、メインバンクなどは、実質的には今も残存している。

・経済構造が実際に変化するためには、既存の構造が現実の経済環境に全く対応できず機能しないことを市場参加者が認めることが必要である。もう一つはやや楽観的かもしれないが、既存の経済構



造は依然として機能しているが、経済構造を変えた方が望ましいことを市場参加者が意識し、そこに移る強いインセンティブを多くの人を持つケースである。18世紀のヨーロッパにおける産業革命や、米国の独立戦争後などである。

・しかし日本では、このように市場メカニズムによって経済構造が内生的に変化することを期待するのは難しいように思う。つまり、日本の経済構造は黒船やGHQが進駐した時に大きく変わった訳である。旧制度(フランス語で言えば「ancient regime」)の人々が、説得的な対応策を提示できなかつただけでなく、既に多くの失敗を犯して国民の信任を失っていたために、古い世代の支配層が退いて新世代が台頭し、経済改革が平和裏に進んだわけである。・青木先生は、「企業経営とガバナンスの改革」が重要であり、そのために「経済の領域で如何に法の支配を実現するのか」、「混合所有制改革と補完的なコーポレート・ガバナンスの改革」をいかに成功させるかが鍵であると、昨年「日中金融円卓会合」で述べた。劇的なレジームチェンジを経験しなくても、市場参加者に経済構造改革を望ませる強いインセンティブを持たせ、かつ経済構造改革の結果が所得の大きな再分配をもたらさない場合は、経済構造改革を政治的にも比較的スムーズに実施できるかもしれない。その際には、経済構造改革の結果として損をする人と得をする人の調整が鍵になるし、短期的には損をする人にも経済構造改革によって長期的に多くの便益があることを説得する必要がある。「アベノミクス」における農業改革の場合、TPPに関連した議論も多かったし、消費者のベネフィットと農業生産者のコストのバランスも議論されるようになってきている。そうした議論の積み重ねの上で、経済構造を総合的に変えていくことが現実的である。

・翁さんが指摘されたように、日本でもコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードが導入された。これらは、経営者が企業価値を引き上げる仕組みという意味で評価されるべきである。しかし、この間にも多くの日本企業で不祥事などの問題が生じており、表に出せないことを隠蔽して、情報操作することが起こり得る。情報をうまく開示させ、「その方が、長期的には企業にも社会にも良い」という意識を定着させることが必要であり、かつ現時点では課題として残っている。

## 2. 自由討議

### 井上<モデレーター>:

・午前のセッションでは、マイナス金利が自然利子率との関係で正当化されるかどうかというのが一つの論点になった。吉川先生にご紹介いただいたシュンペーターの利子率論に即して考えると、マイナス金利が最適であるような経済ではいわばマイナスのイノベーションが進行していることになる。

### 吉川氏:

・シュンペーターは極めて興味深いことを言っている。イノベーションの生み出す力は、もちろんアントレプレナーシップ(起業家精神)である。そして、一国で起業家精神が衰えてきているかどうかを見る指

標が存在し、それは出生率の低下如何であると言っている。

### 木下氏:

・金融庁で金融機関の破綻処理や不良債権処理に携わってきた経験から申し上げると、企業の新陳代謝、とりわけ退出を促すことが重要だと感じている。中国では国有企業の過剰生産能力の削減策として、民営化が念頭に置かれているとの指摘があった。しかし、収益性が期待できない企業の株式を売却することは困難であるように思われるが、中国の実情をご教示いただきたい。

### 高田氏:

・過剰生産能力の問題について日本の経験を振り返ると、高度成長期には政府主導で調整されることが多かったが、バブル崩壊以降は金融機関の不良債権処理と一体で調整されるケースが増えたように思う。つまり、金融機関が企業に対して一種のガバナンスを発揮することを通じて進められたが、現在の中国の場合も同様なプロセスで調整されていくと考えてよいか。また、不良債権処理という「手術」を勧める以上、金融機関に対しても「輸血」に相当するサポートが必要であるように思うが、具体的にはどのような金融機関へのサポート手段が想定されるか。

・張さんは、中国の経済構造転換が技術進歩と労働集約型のサービスの発展によって進められるべきと言われたが、具体的にはどのようなイメージなのか。

### 関氏:

・吉川さんは、あらゆる物やサービスに対する需要は必ず飽和し、最終的に成長の制約になると言われた。実際、現在の中国では鉄鋼やセメント等のセクターで稼働率が低下している訳であるが、その処方箋として、余さんはマクロの財政・金融政策による需要喚起の必要性を、吉川さんはミクロの面から新規サービスに対する需要—インターネットや介護などを創出する必要性をそれぞれ強調された。そこでお二人が使われた「需要」という言葉の意味合いが微妙に異なる点が興味深かった。

・需要が飽和した結果、景気が拡大しても稼働率が上がらなくなった業種については、潜在成長率やGDPギャップの推計の際に除外する—つまり、こうした産業の過剰設備は廃棄されたものと仮定する—必要があるように思うが、アカデミックな世界ではこの点に関してどのような議論がなされているか。

### 高橋氏:

・第一に、中国で金融改革が必要であることに議論の余地はないが、改革を完遂させた場合に、現状オーバーバンキングが明らかな金融部門が全体としてどのようなイメージになるのか判然としない。日本も金融自由化以降、銀行の整理統合が進んだ。この点について、何かご意見があれば伺いたい。第二に、本日の論者は、構造改革として「国際化」への言及が少なかったが、国際化は構造改革にとって重要な要素である。日本の経験を踏まえれば、国際化が構造改革にとってどのようなメリット、デメリットがあるのか総括しておくことも

必要であろう。第三に、経済構造改革の進捗度合いはどのような指標で測るべきだろうか。私の研究では、経済構造改革が進展している国はGDPにおける産業構成も激しく変化したとの結論を得ているが、これは中国も妥当なのか。

**根本氏:**

・魏さんは、銀行貸出が増加する裏側で、設備投資でなく株式投資等に資金が振り向けられている可能性を指摘された。仮にそうだとすると、貸出の資産査定や不良債権の認識が適切になされていないことに繋がる。日本でも、バブル崩壊以降にこうした問題が顕在化したために、10年をかけて資産査定や債務者分類の基準を整備してきた。これらが明確になった結果、銀行が債権放棄等を通じて支援したり、生き残れない企業に退出を促したりすることで、経済構造改革が加速した面もあった。中国でも、同様な発想に立ち、過剰生産能力を有する国有企業に対して、金融面から撤退や事業転換を促す余地はあるのか。

・張さんから、サービス業の成長や製造業の高度化のために情報の非対称性の解消と政府の役割を見直す、との指摘があった。実際、日本の投資家からも中国企業に関する情報の透明性向上を求める声が聞かれる。会計や法制度の透明性について意見があれば聞かせて欲しい。

**小原氏:**

・「会社は全てのステークホルダーのためにある」という言葉に象徴されるように、日本では経営目標が曖昧になりがちであって、結果的に生産性の低い企業や業種が残る部分がある。今後、日本企業がイノベーションを実現していくために、ROEの重要性を経営者や他のステークホルダーに浸透させる必要があると思うが、この点に関する翁さんや高さんのご意見を伺いたい。

**須田氏:**

・中国の過剰生産能力は、中国国内だけでなく、世界経済にも大きなインパクトを与える。実際、日本では、中国の影響を受けて生産調整や構造改革を進めている企業もある。国際金融論における「小国」であれば、輸出の拡大によって過剰生産能力を吸収しうが、中国のような「大国」では難しい。こうした中で、中国は過剰生産能力の問題をあくまで国内問題と捉えているか、それとも世界経済に与える影響を考慮しながら解決を図っているのか。

**吉川氏:**

・マクロ的な物の見方も大切であるが、シュンペーターが『Business Cycles』の中で主張するように、マクロ経済のパフォーマンスをみる上でもミクロの視点は重要である。殆どのイノベーションはマイクロベースで生まれるだけに、ミクロあるいはインダストリーレベルで物事を捉えることも重要である。例えば、中国の過剰生産能力の問題も、ミクロの観点で見れば産業間の偏りが浮き上がる。この点に関しては翁さんにもご指摘いただいた訳である。

**井上<モデレーター>:**

・私たちは「金融市場パネル」の姉妹会合として、「国内金融の活性化に向けた研究会」も運営している。そこでは、高さんが指摘されたように、担保や個人保証を取らないと銀行は与信を供与できないことが新産業の育成に大きな制約となっているという指摘がみられる。こうした課題に対する解決の方向性として、例えば、企業の持つ無形資産や知的財産を外部機関が適切に評価するサービスを活用することで、資本市場も銀行も企業を適切に評価し、それに基づく資金供与が行われるようにするソリューションは考えられないか、といった議論を行っている。

**張氏:**

・工業に比べるとサービス業には多元性があるため、系統的な結論は現れていないので、暫定的な見解を述べたい。人的資源集約型サービスの大部分は市場で提供される(教育、医療、文化・エンタテインメント等)一方、公共財の性質を持ち、政府により提供されるもの(公共サービス管理、社会保障、環境保護等)もある。二種類のサービスが直面する問題は同じではない。前者のボトルネックは競争が不十分なことである。市場の発展において原始的で強大な原動力は企業間競争である。競争がなければイノベーションに対する投入は限られ、価格が高くなる可能性が高い。

・不合理な規制を減らし、公平で競争的な市場環境を作るには、主に三つの方法がある。第一に新技術の導入である。例えば、ここ数年に非常に流行している滴滴やウーバーに代表される配車アプリがある。交通は規制が厳格な業界であるが、インターネット技術の出現がそれを破った。配車アプリの大規模な利用は伝統的な市場に大きな衝撃を与え、強力な競争力となった。第二は政治家の遠謀である。積極的に変革を推進する政治家は不合理な規制を減らすことができる。これは中国だけでなく世界各国の改革の歴史に見られる。第三に経済開放と所得水準である。但し、これは私の理解が正しくないかもしれない。不合理な規制の存在は必ずしも常に政府の責任という訳ではない。特にサービス業では規制に対する強い需要があるかもしれない。こうした需要は、需給双方ともサービスの質に評価を与えることが難しい点に起因する。例えば、患者が病院に行く際、サービスのコストパフォーマンスが良いか否か分からない可能性がある。こうした特性によって、需給双方の間に不信が生じ、それが強い規制に対する需要を生み、多くの規制が現れる。しかし、経済開放と所得水準が上昇し続ければ、社会全体の信用度も上昇し、それに伴い規制への需要も減少すると思われる。

・一方、政府が提供する公共サービスについては、二つの問題を考える必要がある。第一に政府が公共サービスを提供する理由である。例えば、中国政府にとって、長らく主要な任務は経済発展であった。経済発展は多くの人々にとっても、政府が当然になすべきことと思われる。所得水準が低く、衣食の問題が未解決であった時期には自然に最重要任務とされ、経済発展が公共サービス提供より重要であった。第二に政府による公共サービスのニーズの把握である。これは地方政府または中央政府のある部分の予算をいかに確定するかに関連する。この問題は、民衆のニーズをどのように知るかと



という情報の問題と、それにどう答えるかというインセンティブの問題に関連する。これらを解決できる根本的な方法は、上級から下級、同級の間、社会大衆(メディアと個人含む)などの各方面を含む監督と問責である。

#### 翁氏:

・日本で ROE に対する意識を強める必要があるというご指摘には強く同意する。欧米日の企業の ROE を分解すると、日本企業は売上高収益率が低い点が特徴なので、生産性を改善し、収益性を高めていく必要がある。昨今の ROE 重視の風潮もあり、議決権行使助言機関の ISS(Institutional Shareholder Services Inc.)は、5年連続で ROE5%を達成していない企業の場合、経営トップの取締役選任の議案には反対すべきと助言をしている。こうした動きもあって、日本企業も少しずつ ROE を意識する方向に変化しているように感じる。

・日本のコーポレートガバナンス・コードは、株主重視になってきている。ただし、全てのステークホルダーに対して企業の状況を説明することが重要とも指摘している。つまり、日本的な要素も残しつつ、株主の期待により応える必要があるという内容になっている。

・短期の ROE だけでなく、長期の企業価値の向上が重要という流れが出てきていることにも留意すべきである。日本の機関投資家も、最近では ESG(Environment, Society, Governance)を意識するようになっており、長期的な企業価値を引き上げるために、社会や環境との関係に着目すべきという風潮も若干ながら出てきている。

#### 関氏:

・高さんは、中国で急成長しているのはインターネット関連企業であり、百度(バイドゥ)、阿里巴巴(アリババ)、騰訊(テンセント)がその代表格と指摘された。これらの企業の時価総額は、Google や Facebook、Amazon に匹敵するが、中国国内では上場せず、海外市場で株式を上場させている。なぜ、これらの企業は中国内の株式市場にとどまらなかったのか。

#### 魏氏:

・ゾンビ企業の問題を解決する上での「囚人のジレンマ」を打破するために、中央政府は資金(2年間で1000億元)を拠出し、レイオフの受け皿問題を解決するために「工業企業構造調整専用補助資金」を設立した。この資金は、現在、工業・情報化部に管理されているが、人力資源・社会保障部に委ね、社会保障制度の改善と繋げるべきであろう。しかし、これだけでは不十分であり、日本の専門家が指摘するように、金融部門も「アメとムチ」の措置を取るべきであろう。「ムチ」は厳格な貸出規律であり、満期になれば返済してもらい、繰り延べによる事実上のデフォルトを認めてはならない。監督当局も厳格な措置を採って、「ムチ」で貸出資金が流出した「穴」を塞がなければならない。これに対し、「アメ」は、ゾンビ企業の退出に協力する商業銀行に対し、貸倒れ償却の加速と税制面での優遇といった奨励を行うことである。

・関志雄さんが指摘した需要に関しては、伝統的な需要と新たな需要を区別する必要がある。まず、鉄鋼やセメント等の伝統的な需要に関しては、過剰生産能力を有するゾンビ企業の退出を促す一方で、朱鎔基首相が推進した大型インフラ建設のようなターゲットを決めた需要刺激が望まれる。過剰生産能力の削減と人口高齢化の後にこれらを実施するのは困難であり、価格低下によりプロジェクトのコストが低いうちに、こうした動きを進めるのが良い。一方、教育、医療、養老といった新たな需要に関しては、例えば PPP を導入し、政府の資金と民間資本を合わせるといった対応が望まれる。現在、PPP に対しては、国家発展改革委員会も財政部もかなり積極的であるが、担当部門は積極的ではない。

・金融改革のビジョンには、他の改革(特に財税改革)に比べて、方向性に関する共通認識が存在するという優位性がある。長年にわたる討論を経て、国内の専門家も政府の官僚も自由化という共通認識に達した。

・国営企業改革に関しては、「一部先の財務諸表を良くした後に売却する」との考えもあるが、黒字に転じたら売却のインセンティブが低下する心配もある。1996年に呉敬璉先生が私たちを率いて国有企業改革を研究した際、国有資本や株式を社会保障基金へ組み入れる、ないしは国有資産を現金化した後でそれを社会保障基金へ譲渡することにより、養老保険の資金不足問題を解決するとの案を打ち出し、中央政府も受け入れた。しかし、非常に残念なことにこの案が実行されないまま2003~2008年の高度成長期を逃した。私は次の危機が発生する前に国有資産を現金化すべきだと思う。危機が発生するとますます価値は減少する。

・産業高度化に関しては、第一に景気循環との関係を研究する必要がある。中国は改革開放以降に三つの大きな景気循環を経験し、異なる段階の需要問題を解決した。1980年代の第一サイクルは主に「衣」と「食」の問題を解決し、1990年代の第二サイクルの高度成長は主に「使用」(家電等)の問題を解決した。1998年の朱鎔基改革から2008年までの第三のサイクルの高度成長は「住」と「交通」の問題を解決した。不動産改革推進後の不動産業の大幅な発展や積極的な財政政策による高速道路建設とその結果としての自動車業の大幅な発展は、ともに経済成長を牽引した。現在は第四のサイクルのスタートラインにあり、教育、医療、養老といった国民生活に関連する公共サービスの問題を解決する必要がある。第二に、国際的視点から金融危機との関係を考える必要もあろう。中国が産業高度化に成功した後も、タイ等の東南アジア諸国における産業高度化は成功せず、資金は株式市場と不動産市場に流れ込んでバブルを形成し、その崩壊はアジア金融危機を招いた。2008年の国際金融危機前にも、中国の製造業が急速に発展する一方で、米国の産業高度化は成果を出せず、大量の資金が不動産市場と金融市場に流れ込み、最終的にサブプライムローン危機となった。この仮説が正しければ、中国経済の高度化が成功すれば、国際金融危機を引き起こす事態は避けられる。第三に様々な制度の高度化との関係を考える必要がある。産業高度化には金融を含む制度の高度化が必要で

ある。現在の金融制度は産業高度化のニーズを満たさず、大量の資金が効率の悪い国有企業に配分されている。現在の破産制度は、国有ゾンビ企業の退出問題だけでなく、民営企業経営者の「夜逃げ」問題も解決できない。民営企業の経営者は企業が破綻した場合に有限責任以外の資産にも影響が及び、生命も危険にさらされる。様々な制度を高度化するには理論の高度化も必要である。例えば、労働価値説が高度化せず、科学技術従業員の研究・開発の労働が認められないと、知能技術とロボットの発展にともなう商品の価値がどこから生じるか説明できない。あるいは、経営者の労働の価値を認めないと、いくら多くの労働力や生産要素があっても価値を生み出せない。

**木下氏:**

・日本の不良債権処理については、金融自由化が先行したため銀行の利益が薄く、倒産法制も未整備な状況の中で進められた点が大きな問題だった。魏さんは、金融改革と倒産法制の整備の重要性を指摘されたが、こうした改革をどういう順序で進めるかも重要だと思う。

\*\*\*