

議題

ポストコロナの経済成長に向けた政策対応

開催日時

2023年7月1日<16時10分～18時>（ハイブリッド形式で開催）

発言者

余 永定氏 CF40 学術顧問、上海浦山新金融発展基金会会長、中国社会科学院学部委員 <講師>
 高 善文氏 CF40 学術委員、安信証券株式会社首席エコノミスト <講師>
 岩田一政氏 日本経済研究センター理事長 <講師>
 福田慎一氏 東京大学大学院経済学研究科教授 <講師>
 河邑忠昭氏 在中国日本大使館公使
 中尾武彦氏 みずほリサーチアンドテクノロジー理事長（前アジア開発銀行総裁）
 中空麻奈氏 BNP パリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長、経済財政諮問会議議員
 柴田 聡氏 地域経済活性化支援機構常務取締役
 高橋 亘氏 大阪経済大学経済学部教授
 王 海明氏 CF40 秘書長 <モデレーター>

1. 第2部講演
2. 第2部質疑応答

1. 第2部講演

余永定氏（講演）:

○はじめに

・経済政策、特に財政政策に関する私の意見は、日本の経験の影響を少なからず受けている。1990年代に日本は財政問題の深刻化を懸念し、財政赤字と国の政府債務残高の対GDP比の増加を抑制するために一連の緊縮政策を採用した。しかし、マクロ経済状況が改善しなかっただけでなく、財政状況はむしろ悪化した。

○中国経済は低位なCPIインフレ率とPPIインフレ率の下落に直面

・中国の経済学者の間で最も関心の高い問題はデフレである。標準的な定義によれば、中国経済はまだデフレに入っていないかもしれないが、一連の統計が示すように、少なくともデフレの瀬戸際、あるいは「準デフレ」の状況にある。5月時点でCPIインフレ率は前月比でマイナス、前年同月比でも低い伸び率を示した一方、PPIインフレ率は前月比も前年同月比もマイナスとなった。さらに、この10年のうち半分以上の期間において、PPIインフレ率はマイナスであった。

・また、本年第1四半期の実質GDP成長率は4.5%であり、西側諸国からみれば高いが、中国にとっては低い。また、16～24歳の若者の失業率は5月時点で20.8%と前例のない高水準に達しており、強く警戒すべき状況にある。つまり、多様な経済統計からみて、経済成長は他国に比べて許容範囲内にあるが、中国では大多数の経済学者を失望させた。

・マクロ経済の足元の特徴は、先に挙げた低位なCPIインフレ率とPPIインフレ率の下落に集約される。最近、中国政府は経済が直面している大きな問題を総需要不足と定義したが、これは政府の正しい理解を反映している。中国経済の問題は西側経済と大きく異なる。つまり、西側経済は、全体として、景気後退を防ぐ必要がある一方、インフレも抑えなければならないというジレンマに陥り、後者へ

の対応を優先した。これに対し、中国経済にジレンマがなく、経済成長率の引き上げだけに専念すればよい。

・中国の経済成長率は2010年の約10%から2019年には約6%へと減速し続けた。四半期統計でみると低下傾向はより明確であり、成長率はほぼ半減している。この傾向を逆転させるため、中国政府は、安定成長と安定雇用という極めてシンプルな政策目標を設定すべきであり、政策に伴うインフレを過度に懸念する必要はない。

○拡張的な財政政策の実施が必要

・2023年の中国の財政赤字は2022年に比べて実質的にはむしろ減少している。確かに政府統計によれば財政赤字は若干増加しているが、中国の財政制度の特徴を反映して、歳入増の一部は前年度分である一方、歳出増の一部には次年度分が含まれる可能性がある。このため、実質的な財政赤字を対GDP比でみると、政府統計と異なり、財政政策は若干引き締まっている。

・2023年の国債残高は3兆1,600億元、地方政府の債務残高は7,200億元、地方政府特別債の残高は3兆8,000億元と見込まれ、合計で7兆6,800億元になる。GDPが成長目標を達成して127兆元に達するとすれば、財政赤字の対GDP比は6%となる。財政債務の増加率がGDPの成長率見通しを若干上回る点に懸念が示される可能性がある。しかし、経済成長率は低下傾向にあり、厳しい雇用情勢に直面しているだけに、財政刺激を一層強化し、経済情勢に合わせて財政赤字を適宜引き上げるべきである。財政赤字の対GDP比3%の上限をここで死守すべきではない。

・1996年に日本の旧大蔵省を訪問した際、財政赤字の対GDP比率は3%を超えるべきでなく、政府債務の対GDP比が100%に近づくことも望ましくないとの指摘を受けた。当時は正しい意見と理解していたが、今やこうした意見は正しくないと思う。

・金融市場は地方債務の問題をより懸念している。確かに地方債務

は大きな問題を抱えているが、根底では中央政府の財政政策とも関係している。つまり、中国のインフラ投資は、収益が低く、キャッシュフローが不足しがちで、公共財の性格が極めて強いにも関わらず、金融市場の高コスト資金に過度に依存している。このような資金調達構造の下で、地方政府の財政負担と債務リスクが増大した一方、中央政府の財政リスクが結果として軽減された面がある。

・実際、CF40 の推計に基づいて地方政府によるインフラ投資を見ると、2021 年には地方融資平台による資本市場からの資金調達が主な源泉であり、そのシェアは 55.7% に達した。これに対し中央予算の寄与は僅か 0.1% 程度に止まった。借入コストの高い資金が主として活用されたことが、地方政府債務の悪化の大きな要因である。もちろん、地方政府には、政治的実績をアピールするための工事や資金の無駄遣いなどの問題があるが、ここでは取り上げない。

・財政政策に関しては、インフラ投資を支援するための国債増発が経済成長の安定化に向けた鍵であることを強調したい。この問題は中国だけでなく日本でも以前から活発に議論されており、私の考えは、中国の経済学者、特に若年層には受け入れがたいかもしれないが、年を重ねるにつれ最良の選択だと感じている。

・財政政策は、マクロ政策で主導的な役割を果たすべきであり、拡張的な財政政策を講じなければ、経済成長の持続的な低下は反転しない。財政支出を増やすと財政赤字の対 GDP 比も上昇するが、全国人民代表大会は財政赤字の上限を対 GDP で 3% と定めたため、それを簡単に変更することはできない。このため、財政支出の内容を考える必要がある。

・中国の財政状況については以下の理由から過度に心配する必要はない。第一に国債残高の対 GDP 比は比較的低い。日本では、かつて国債残高の対 GDP 比が 100% に近付くことに懸念があったが、今やこの比率が 210% に達しても日本経済は崩壊していない。これに対し、中国の国債残高の対 GDP 比は政府統計では約 60% で、IMF 統計でも約 100% に過ぎず、殆どの先進国より低い。第二に、中国の高い貯蓄率は金融資産、特に国債への強い需要を意味する。高い貯蓄率に対応する借入がなければ、必然的に経済成長の低下をもたらす。

・第三に、中国では国債市場の規模が小さすぎ、リスクフリーのイーールドカーブが形成できず、資本市場の市場金利に対するベンチマークの役割を果たしていない。資本市場における国債のシェアが低いことは、資本市場の円滑な発展を制約する大きな要因である。第四に、中央銀行の資産に占める国債の割合が比較的小さい。現在、最大の資産は外貨準備であり、米国や日本と大きく異なる。一方、中央銀行による公開市場操作の主たる対象は優良債券である点も異なる。中央銀行の資産に占める国債の割合を増やすと、通貨供給の調節に寄与し、金融政策のより適切な運営が可能となる。

・第五に、中国は国債の増発による市場金利の上昇やクラウディングアウト効果を防ぐための様々な措置を採ることができる。例えば、中央銀行は緩和的な金融政策を通じて国債利回りを抑制できる。財

政資金の調達コストを下げるためにも、中央銀行は流通市場から国債を購入すべきであり、デフレ圧力がある場合や顕著なインフレリスクがない場合には、発行市場からの国債購入も検討することができる。

○緩和的な金融政策による拡張的な財政政策の補完

・中国人民銀行は、金融政策の運営を従来の「数量調節」から「金利調節」に移行することで、政策金利の調整を通じて、市場基準金利に影響を与え、さらに金利構造全体に影響を与えることで、実体経済に影響を波及させることを目指している。こうした金利調節のメカニズムは先進国と良く似ているが、なお改善の余地がある。例えば、米国と欧州はともに政策金利のコリドーを設定し、短期金利の一定の変動を認める。中国でも、「SLF」金利と超過準備金利からなる上限と下限の範囲内に市場基準金利(DR007)を誘導しようとしている。しかし、これまではその幅は米国の 10 倍の大きさに設定され、金利コリドーの実質的な意味は乏しい。

・中央銀行による政策金利の調整と政策効果の経済への波及は、世界的にも一般的な手法である。しかし、市場基準金利に影響を与える上で適切な政策金利や、適切な市場基準金利としての短期市場金利を特定することは容易ではない。中国の政策金利は 7 日物の資金供給オペ(リバースレポ)の金利(OMO)であり、市場基準金利(DR007)は金融債担保付きの 7 日物レポ金利である。しかし、中央銀行が OMO を引き下げることによって DR007 を低下させ、金利構造全体に影響を与え、最終的に実体経済に影響を与える効果には議論の余地がある。なぜなら、DR007 は長期にわたって OMO を下回っているからである。

・その一方で、中国人民銀行は、公開市場操作を通じて準備預金の量を調整したり、預金準備率を調整したりすることで、引続き広義のマネーの伸び率を調節している。人民銀行の資産においては、先に述べたように外貨準備が最も多く、「その他の預金取扱機関債権」が次に大きなシェアを占める。この資産は、預金金融機関に対するリバースレポや再貸出などによって生じ、実質的には中央銀行から預金金融機関への与信を意味する。

・これに対し、中国人民銀行の負債構成は西側諸国の中央銀行と似ており、準備預金が最大のシェアを占めるほか、現金や政府預金のシェアが大きい。準備預金は法定準備と超過準備金の双方からなる。経済成長の勢いが強く有効需要が不足していない状況では、超過準備の規模もウエイトも小さくなる。中国人民銀行も、こうした状況ではマネーサプライの増加を抑制するために預金準備率を引き上げることになる。

・これに対し、有効需要が不足している状況では商業銀行の貸出意欲が低下し、中国人民銀行に対して準備金を預託する傾向が強まるため、超過準備が結果的に大幅に増加する。現在の課題は、中国人民銀行が預金準備率を引き下げたにもかかわらず、超過準備が増加していることである。これは資金需要が弱く、銀行の貸出意欲も低いことを示す。中国人民銀行が「道徳的説得」を通じて商業銀行に

貸出増加率を維持させることができなければ、広義のマネーサプライの増加率は現在よりはるかに低下するであろう。

・広義のマネーサプライの減速は、商業銀行が国有企業への融資を選択的に指向していることではなく、総需要が不足しているために資金需要が全体として不足していることに起因する。中小企業の資金需要は比較的大きいかもしれないが、リスクが比較的高いため、銀行は貸出に慎重である。このためにも、政策金利を引き下げるとともに拡張的な財政政策を講じるポリシーミックスを発動する必要がある、それによって中国経済の力強い反転を促進できる。中国経済の成長潜在力はなお大きい、その実現の鍵を握るのはマクロ経済政策の適切なポリシーミックスである。

高善文氏(講演):

(公開不可)

岩田一政氏(講演):

OGDP ギャップはマイナス圏で推移

・コロナ禍の後、中国はマクロ的な需要不足に直面している。日本では、内閣府の推計によると、GDP ギャップは 2020 年第 4 四半期に -9%まで拡大したが、その後は回復傾向にある。しかし、手法の異なる日本銀行の推計であっても、足元で小幅な日本のマイナスが残存しており、マクロ的な需要不足の状況は解消していない。

・GDP ギャップの大きさからみて、日本経済がコロナ禍で受けた影響は 2008 年のサブプライム・ローン危機より大きい。感染拡大と同時に、ロシアのウクライナ侵攻によりエネルギー価格が高騰したことも、経済活動に大きな影響を与えた。

・より長い目で見ると、日本経済は高度成長期には年率 9%程度の成長を達成したが、最初の石油危機を機に潜在成長率は 5~7%へ低下し、次の石油危機以降に 3~5%に低下した後、金融危機後は極めて低い水準で推移してきた。成長率低下の原因としては人口動態の変化、90 年バブル前後とその後の円高が大きかったと理解している。

・近年では、気候変動対応が化石燃料の価格上昇をもたらし、潜在成長率に大きな影響を与えている点も懸念される。こうしたメカニズムによる経済成長への悪影響を防ぐことも重要な課題である。

・内閣府はデフレ脱却を 4 つの条件に整理し、そのうち 2 つは CPI、GDP デフレーターの上昇と単位労働費用の上昇率と GDP ギャップで後二者はいずれも現時点で実現されていない。また、日銀が基調的インフレの指標として公表する加重中央値の上昇率は足元で 1.4%である。

○政府による成長促進策が必要

・日本経済研究センター(JCER)は毎年、実質経済成長率の中期予測を発表している。コロナ禍の影響により、われわれは潜在成長率を下方修正した。現在の推計値 0.5%程度であるが、将来的には 0%にまで低下する可能性がある。

・このうち、全要素生産性の伸び率は 0.5%と横ばいと推計した。し

かし、労働投入は、女性や高齢者の労働参加がさらに増えたとしても、全体としては、生産年齢人口の急速な減少により将来的に規模を維持することが難しいと予想した。また、資本投入も大きな増加は期待できないと考えた。

・潜在成長率が 0%に低下するのは深刻な事態であり、政府は経済成長を促進するための政策を講じる必要がある。

・最も重要なのが全要素生産性の伸びの改善である。デジタルトランスフォーメーション(DX)によって効率性を向上するとともに、気候変動対応に伴う成長率低下を抑える必要がある。IMD が公表する経済活動の「適応度」ランキングで、日本は 20 位と非常に低い評価を受けており、適応能力と全要素生産性の伸びには正の相関関係があるとされる。DX の推進にはデジタル技術の一層の向上、データや AI の柔軟な活用が必要である。同時に人的資本への更なる投資も求められる。

・同時に無形資産のウエイトを高めることも重要である。日本の無形資産への投資の比率は低く、米国とは大きく異なる。無形資産への投資は、デジタル化のレベルを一層高めることに繋がり、潜在成長率を 0.5 ポイント押し上げることも期待できる。私も、中空さんが提示された成長戦略に同感だが、長期的な経済成長率 3%ではなく 1%程度が限界だと考えている。

○2%のインフレ目標に拘ることは不要

・日本経済が直面する重要な問題は物価上昇である。日銀は本年 4 月時点の見通しにより、2023~25 年度のコア CPI 上昇率を 1.8%→2%→1.6%と予想した。2023 年度に減速したインフレ率が 2024 年度に再び加速する理由は、政府によるガソリン等の価格抑制策の効果が剥落するからである。

・これに対し JCER は、2023~24 年度のコア CPI 上昇率を 3%→2.4%と予想した。植田総裁は 2024 年度について不確実性が高いと指摘したが、私自身は 2023 年度についての日銀予測は低すぎと思う。ただし、重要なのは 2025 年度のインフレ率である。なぜなら、再び 1%台に戻るようでは、金融政策の正常化が難しくなるからである。それでも、JCER の見通しに基づけば、コア CPI 上昇率は 2023~2024 年度に 2 年連続で 2%以上を維持できるだけに、金融緩和を何らかの形で修正する環境は整い得る。

・その上で私は、2%のインフレ目標は日本経済や日銀の金融政策に過度な負担になっており、CPI(除くエネルギー)の 1~2%の上昇を目指せばよいと考える。2%のインフレ目標を達成するために、長期金利を 0.5%に抑えることは望ましくなく、早いタイミングでの見直しが必要だ。

・因みに、気候変動対応の結果、化石燃料の価格は趨勢的に 0.5%ポイント程度の上昇圧力をもたらすと考えている。また、黒田総裁の在任期間を通じて、GDP デフレーターの上昇率は概ね 0%で推移したこともわかる。

・コロナ禍の下で交易条件は大幅に悪化し、実質所得は海外に流出

し、経済成長率も大幅なマイナスに落ち込んだ。その後に交易条件は改善し、経済成長率も回復している。足元では、GDP デフレーターの上昇率が 2%に達するなかで、名目の経済成長率も 3.9%に達している。海外投資家は、こうした交易条件の改善や名目経済成長率の回復に注目している。

○自然利子率への注目が必要

・自然利子率とは、ヴィクセルが提唱した概念であり、マクロ的に貯蓄と投資を均衡させる金利水準である。実質政策金利が自然利子率より高ければ金融政策は引き締めめであり、そうでなければ金融政策は緩和的であるという意味で、自然利子率は中立的な実質金利と考えることもできる。

・日銀は自然利子率の推計を公表したことがないため、JCER は DSGE モデルを用いた推計を試みた。結果は図 6 の青線であり、赤線は実質の政策金利(無担保コール翌日物金利から 5 年物フォワードインフレ率を引いたもの)を示す。JCER による自然利子率の推計値は足元で -0.5%である一方、実質の政策金利は -1%となっているので、金融政策は十分に緩和的な水準にある。

・IMF による自然利子率の長期見通しによれば、中国は現時点では比較的高い水準にあるが、今後は趨勢的に低下し、欧州諸国と同様な 0.5%程度の水準に収斂する。

・新古典派の経済理論では、自然利子率は時間選好率と一人当たり実質消費の成長率の和として表現される。従って、自然利子率がマイナス圏にある場合、一人当たり実質消費が減少する蓋然性は高くなる。この点は 1998 年にクルーグマンが最初に指摘し、日本の自然利子率がマイナスに転じたことを根拠に、今後はデフレに向かうことを予想した。

・自然利子率とインフレ率との関係には、フリードマン均衡とクルーグマン均衡の 2 つの状況がある。各均衡の図において、45 度線がフィッシャー曲線であり、もう一つの曲線がテイラー・ルールに基づく政策反応関数を示す。

・フリードマン均衡では、名目の政策金利がゼロに低下し、同時に一人当たり実質消費の成長率もゼロになると、時間選好率の非負制約の下でデフレになる一方、自然利子率は時間選好率と等しくなり、かつプラスを維持する。これに対し、クルーグマン均衡では、名目の政策金利も自然利子率もマイナスに低下すると、同じく時間選好率の非負制約の下で、上記のように一人当たり実質消費の成長率もマイナスに転じる。

・クルーグマン均衡に関しては、当初は名目の政策金利や自然利子率がマイナスになることの妥当性に疑問も示された。しかし、欧州や日本の中央銀行は実際にマイナス金利政策を採用したほか、先に見たように日本の自然利子率はマイナスで推移しており、その意味で私はクルーグマンの主張は相応に理にかなっていたと考える。なお、中国ではまだ名目の政策金利が 2%であり、クルーグマン均衡を心配する必要は乏しいように思う。

・日本の財政の持続可能性にはリスクがある。少子化対策の歳出は 3.5 兆円、防衛費は 5 兆円も増加したが、歳入の増加はこれらの 2 割をカバーするに過ぎない。防衛費の対 GDP 比は 2%へ引き上げられるほか、今後は気候変動対応の歳出も増加が見込まれ、炭素税等の財源にも不透明性が高い。

福田慎一氏(講演):

○はじめに

・日本経済は 1950~60 年代にかけて高い成長を達成した後、1970~80 年代も先進国の中で相対的に高い成長を維持した。1990 年代初頭に一人当たり GDP は世界のトップクラスに入り、米国をも上回った。しかし、1990 年代半ばから後半にかけて徐々に経済成長率が鈍化し、その後 30 年間に亘って主要国の中でも相対的に低い成長を続けた。現在、日本の一人当たり GDP は、為替相場の影響もあるが世界で 33 位まで低下し、この間に米国の順位は上昇した。

・長期に亘る低成長の背後で潜在成長率が顕著に低下したことが注目される。1980 年代には約 4%だったが、今では 1/10 となる約 0.4%に低下した。その背景には、少子高齢化による労働投入の減少、政府債務の増大、人材のスキルのミスマッチ、企業の新陳代謝の遅れ、地域経済の疲弊、DX や GX の遅滞といった構造問題を挙げることができる。

○現代版のサプライサイドエコノミクス

・日本経済を活性化するために、岸田政権は現代版のサプライサイドエコノミクス(MSSE)に基づく「新しい資本主義」を提唱している。「新しい資本主義」の特徴は、経済活動を市場メカニズムに完全に委ねるのでなく、一定の程度は政府の介入を認める点にある。実際、GX に関する多くのグローバルな問題は市場メカニズムだけでは解決できないし、DX のためのネットワークの構築も同じ問題に直面する。企業の参入と撤退の活性化やデジタル技術に関する人材の育成においても、政府が一定の役割を果たすべきとの立場を取っている。

・政府が一定の役割を発揮するといっても、財政資金を無制限に投入すべきではない。財政状況が既に厳しい状況にある中で、政府がどのような役割を果たすべきか考える必要がある。市場の競争は依然としてイノベーションの源泉であるだけに、政府の役割は「市場の失敗」の是正に限定すべきだ。

・グロスの一般政府債務の対 GDP 比は 250%に達し、資産を差し引いたネットでもギリシャやイタリアとほぼ同水準にある。そうした下では、政策目的を明確にした上で、効果が確認される支出のみを実行する一方、費用対効果が小さい支出を削減する「ワイズ・スペンディング」の考え方が重要だ。そのためには、政策の PDCA サイクル(計画→実行→評価→改善)を合わせて実施し、評価の結果、効果の乏しい政策は改善する必要がある。

・政府は、供給力を高めるための政策と需要を刺激するための政策の違いを十分に理解する必要がある。コロナや国際金融危機による不況の際には、需要不足を補うために一定の財政支出が必要だが、

それを常態化すべきではない。また、供給力を高めるための政策は、需要を刺激するための政策とは異なり、規模が大きければ良い訳ではない。例えば、脱炭素化のように、政府が補助金を供与すると同時に課税を強化することも有効となりうる。

・日本の人口動態は深刻な問題を提起している。かつて、日本の人口は戦後のベビーブーム期と第 2 次ベビーブーム期(1971~74 年)に急増した。しかし、前者の世代は既に労働市場から退出し、後者の世代も 10 年程度で定年を迎える。日本はその後に真の高齢化社会に突入し、労働力不足が深刻化する。加えて、過去数年には、コロナ禍の下で少子化は予想を超えるペースで進行した。最も深刻な局面が到来する前に、日本政府は、人口問題による労働力不足に対処するための抜本的な対策を講ずる必要がある。

○資金循環の活性化を通じて経済活動とイノベーションを促進

・日本経済の構造的課題である消費の低迷に対応するため、政府は毎年のように補正予算を組んで経済活動の活性化を図った。この結果、資金循環において政府が中心的な役割を担うようになった。こうした構造を変えることも経済成長の回復にとって重要な課題だ。

・高度成長期とその後の安定成長期には、家計の保有する豊富な資金が金融機関を通じて企業に供給され、経済成長を促進した。家計は現在でも多額の金融資産を金融機関に保有しているが、こうした資金の大部分は直接または日銀を通じて政府に供給されている。その裏側で、企業に対する直接の資金供給は抑制され、企業活動の発展を阻害している。

・日本では、政府が資金循環の主役となった理由は、企業の資金需要が低迷したことにあるとの見方も根強い。また、経済学における「クラウディングアウト」は、政府支出の拡大が市場金利の上昇を通じて民間投資を阻害することであるが、日本で実際に生じたことは財政支出が増大しても市場金利はむしろ低下する事態だった。

・このパラドックスをどう理解するかが重要である。企業部門をマクロ的に見れば資金余剰だが、全ての企業が資金余剰であった訳ではない。「市場の失敗」がなければ、資金は、高い収益を求めて資金不足の企業へ供給されるはずである。本当に資金を必要としている企業が資金を円滑に調達できるようにすることは大きな課題である。

・日本では、中国に比べてのスタートアップ企業の成長が鈍い。多くのスタートアップ企業が設立されているが、こうした企業に資金が供給されていないことが問題である。日本にも優れた技術を有する企業は数多く存在するが、米国のように最初から巨額の資金を調達して急速な発展を遂げることが難しい。マクロ的には企業の資金需要は依然として弱いとしても、スタートアップ企業により多くの資金を提供できれば、経済成長には好循環が生まれる。

・日銀は約 30 年に亘って金融緩和を維持してきた。日本経済がデフレから脱却する上で貢献した一方で、日銀は国債の最大の保有主体になった。金融緩和の当初の目的は企業の資金調達を容易にすることだったが、結果的には政府の資金調達を容易にした面がある。この間に政府債務は拡大を続けた一方、既にみたように成長力の

ある企業の資金調達を阻害した。実際、2013 年に異次元の金融緩和策が導入されて以降、潜在成長率や TFP の成長率は低下傾向を辿ってきた。

・資金の好循環を形成するには、財政政策や国債管理政策の見直しに加えて、金融市場の活性化も重要な課題だ。家計の豊富な金融資産を活かすことが経済成長の回復に不可欠だ。

2. 第 2 部質疑応答

○安定的な経済成長のための財政政策によるインフラ投資の拡大 河邑忠昭氏:

・ルイスの転換点を起算点とした場合、中国は日本よりも約 20 年も早く高齢化による人口減少を迎えたため、「未富先老(豊かになる前に老いる)」という問題に直面している点で、日本の 90 年代よりもむしろ深刻といえる。日本政府は、90 年代前半のバブル崩壊後に景気対策として巨額のインフラ投資を行ったが、2000 年代以降これを減らした一方、年金や福祉医療など社会保障支出を大幅に拡大せざるを得ない状況となった。中国もこれから財政支出の拡大を行うのだろうが、その支出先としては、新たな不良債権を作りかねない無駄なインフラ投資ではなく、社会のニーズの変化に応じ、年金や高齢者医療、介護といった社会保障面での支出を検討すべき。例えば、政府が高齢者向けの介護産業を支援すれば、若者の就業率を高める面でも有効な対応となるだろう。

・一つ日本が後悔している点としては、高齢者に対する支出のみならず、出生率を向上させるための子育て世代への支援を早くから行うべきであったという点。日本は、2010 年代以降、消費税を引き上げることによってようやく子育て世代への支援を拡大することになったが、遅きに失した感は否めない。人口減少に対してより迅速により良い投資を実施していれば、より高い経済成長を享受できたかもしれない。中国は日本の経験を踏まえて、財政余力があるうちに少子化問題に早急に対処すべきだ。

・日本は、1990 年代初頭にバブル崩壊に見舞われ、民間企業部門の過剰債務が生じた。これに対し、政府は大量の国債発行や減税、公共投資などにより有効需要を創出することを目指したが、結果として民間部門のデレバレッジが進んだ一方、政府部門の債務が膨らんだ。余さんは、中国の地方政府債務の悪化はインフラ投資の資金調達構造に起因しているとの理解を示し、問題の解決には中央政府による国債発行を通じた拡張的な財政政策が必要と指摘した。確かに、中国の財政状況は現在の日本よりはるかに良いだけに、国債発行の拡大も考えられる。一方で、先ほど述べたように、国債発行の増加により調達資金をいかにワイズ・スペンディングして社会に還元するかが重要。無駄なインフラ投資により、却って不良債権を作ることとなってはならず、この点で福田さんの意見に賛成する。

・張斌さんから、地政学的リスクが経済発展に悪影響を与えているという懸念について指摘があったが、その懸念を共有する。地政学的リスクをいかに減少させていくか、中国と日本はそれぞれ協力して取り組む余地があると思う。

中尾武彦氏:

・余さんは、中国政府が拡張的な財政政策を採り、インフラ投資の拡大等を通じて総需要を拡大すべきとの考えを示した。私は、対 GDP 比でみた中国の不動産やインフラなどに関する公共投資が過大であり、さらに投資を拡大すると民間の投資や消費に対するクラウドディングアウトが深刻化することを懸念している。公共投資は相対的に投資収益率が低いため、悪循環に陥るリスクがある。中国は日本のバブル後の経験も踏まえて、経済の発展を財政刺激でなく民間活力の刺激によって実現すべきだ。

余永定氏:

・第一に短期的な問題と中長期的な問題を分けて考えるべきである。私が説明したのは短期的なマクロ経済政策のことで、岩田さんは中長期的な構造調整のあり方を論じた。中長期の視点では私と岩田さんの意見は一致しているし、短期の視点でも、2015 年以前の私の意見は中尾さんと似ている。しかし、その後に私が認識したのは、拡張的な財政・金融政策を実施せず、民間活力を刺激する政策だけでは、10 年以上続く経済成長率低下に歯止めをかけられないことである。

・中国でも多くの学者が潜在成長率を推計しており、私も以前に試みたがその後に諦めた。データが不十分であるだけでなく、計量モデルも多くの問題を抱えているため、実際の潜在成長率は誰も推計できない。このため、経済成長を可能な限り高める政策を絶えず試みるしかないように思う。ある政策によってインフレや金融リスクが発生しなければ、その政策は適切であったことになり、そうでなければ、実際の成長率が潜在成長率を上回ったことと判断して政策を停止すればよい。鄧小平元主席の言葉を借りれば、マクロ政策も「石を探りながら川を渡る」ようにすればよい。

・第二にインフラ投資を再定義する必要がある。私が提唱しているのは、鉄道や橋、住宅の建設といった狭義のインフラ投資ではなく、教育や介護などを含む公共インフラという相広義の概念である。例えば、若者が保育園の費用が高いとして結婚を躊躇しているとすれば、財政面での対応は有効である。高齢化が進む中では、より多くの老人ホームの建設も必要だ。しかも、中国は狭義のインフラも完璧ではない。例えば、貧弱な下水道システムや北京での数多くの空中電線には対応が必要である。このように、インフラ投資は幅広い意味で急務であり、対応が遅延すれば将来のコストはますます増大する。

・第三に中国で「クラウドディングアウト」が生じていないのは、民間企業の投資意欲が低下しているためであり、その理由は複雑である。短期的には有効需要不足の問題が大きい。政府が、低収益だが必要不可欠な分野に率先して投資することで、「クラウドディングイン」を実現することが、民間投資の牽引に繋がる。その後一連の構造改革により、政府が徐々に退出し、企業の自立的な発展を支援することが有効である。

○中央銀行による物価安定の追求**中尾武彦氏:**

・岩田さんは、日本経済の潜在成長率が低いと、2%のインフレ目標は中央銀行と日本経済に大きな負担をかけているとの理解に基づき、インフレ目標を引き下げるべきと主張した。私は、インフレ目標はインフレを抑制するためには有効かもしれないが、デフレの下で中央銀行がインフレ目標の達成を目指し続けることは、財政規律の低下や国債市場の歪み、過剰な為替安などの副作用が大きく、デフレ下のインフレ目標という手法自体が適切なかどうかという基本的な疑問を持っている。いつまでも超緩和的な政策を続けることになっている。2 年とかに限ってならいいかもしれないが。

岩田一政氏:

・中尾さんはデフレ下ではインフレ目標は有効でなく副作用が大きいとの考えを示した。

・日本銀行の二つの使命のうち一つは、マクロ的な観点から物価の安定を実現することである。物価の安定を測る基準は、為替レートつまり対外的な価値と、国内のインフレ率の二つである。ドイツのブンデスバンクは通貨の内外価格安定を目指していたが、日銀法の改正に際してどちらを重視すべきか議論を重ねた結果、最終的に国内の物価安定の維持を優先することにし、日銀内でもコンセンサスとなった。しかし私は、為替レートの安定も諦めてはならず、そうでなければ国内物価の安定は実現し難い。例えば、スイスは日本と同じく深刻なデフレに見舞われ、インフレ目標を 1%に設定した。同時に、為替レートの安定を重視している、スイス国立銀行(SNB)は外貨準備を大量に保有しており、資産に占めるウエイトは中国人民銀行とほぼ同じである。

・日銀の目標を例えば名目 GDP 成長率に変更する場合、日本の GDP 統計は事後的な修正も比較的大きい。これらの点でも、日銀が物価の安定、つまりインフレ目標の達成を目指すことには意味がある。ただし、2%に執着する必要はないというのが私の意見である。

○中国の不動産と地方政府の債務リスクへの対応**中空麻奈氏:**

・現在、日本の投資家は、中国経済の回復を期待しつつ中国への投資を続けているが不動産市場の低迷や地方政府の債務問題にも懸念している。

柴田聡氏:

・中国経済の最大の問題は、地方政府による債務の肥大化と地方の金融システムの想定以上の悪化にある。これらは純粋に経済的な問題と言えない面もあり、ガバナンスを含む政治的な問題という性格もある。地方の金融経済が制御困難な状況に陥ると、中国の経済全体だけでなく、日本や世界の経済にも影響を及ぼしうる。

高橋亘氏:

・日本の経験を踏まえると、潜在成長率の見通しが低下するとこれが自己実現的な効果を持ちうる。金融緩和と財政刺激は循環的な経済の下支えには有効だが、長期的な成長率の引き上げに対する効

果に限界があるという張斌さんの意見に同意する。中国の政府債務はすでに大きいだけに、財政刺激の拡大が債務過剰の問題に繋がらないよう、慎重に対処する必要があるのではないかと。

余永定氏:

・高橋さんが指摘したように、中国でも期待成長率の低下が実際の成長率の低下に繋がるリスクに注意すべきだ。経済学の「期待の自己実現」と「ヒステリシス効果」によれば、潜在成長率の低下を想定した政策を講じると、実際の経済成長率も低下しうる。さらに、こうした状況が継続すると潜在成長率も低下しうる。

・中国の債務問題は深刻とされ、なかでも企業債務の大きさが懸念されている。実際、企業債務の対 GDP 比は主要国で最も高いが、政府債務の対 GDP 比は比較的低い。企業債務の比率の高さは、中国の金融構造の下で企業が銀行借入りに依存せざるを得ないからであり、資本市場の発達した米国とは異なる。実際、企業が外部資金の調達に依存する度合いは中国と米国であまり変わらない。中国の資本市場、特に株式市場が発展すれば、こうした問題は早期に解決できる。また、企業債務に関しては、潜在的な不良債権が金融安定を損なうのではないかと懸念もみられる。しかし、銀行の不良債権比率は現時点で 2%未満である。

・一方で、地方政府の債務問題は深刻であり、解決が必要である。多様な問題のうちでマクロ的な側面に注目すれば、インフラ投資における中央政府の貢献が不十分であるため、結果的に地方政府がそのための資金調達と返済の責任を過大に負担している点がある。この問題を解決するには、インフラ投資を通じた経済成長モデル自体を変える、あるいは中央政府の貢献を増やすという選択肢しかない。私は、中央政府の財政状況と金融政策にはまだ余裕があるため、地方政府の債務問題を解決し、不良債権が大量に発生する事態を防ぐことは可能であると考え。ただし、問題を先送りしたり、地方政府債の問題を解決してから拡張的な財政政策を実施したりすることは適切でない。経済成長率が実際に低下すれば、地方政府の債務問題は一層悪化しうる。
