

## 議 題

中国の景気後退と政策対応

## 開催日時

2015年10月29日&lt;9時30分~11時30分&gt;

## 出席者

魏 加寧 (国務院発展研究センターマクロ経済研究部 巡視員) <ゲストスピーカー>  
 内田和人 (三菱東京UFJ銀行 執行役員 融資企画部長) <欠席>  
 江川由紀雄 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト)  
 大島 周 (みずほ銀行常務執行役員 市場ユニット副担当)  
 翁 百合 (日本総合研究所 副理事長) <欠席>  
 加藤 出 (東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト)  
 北村行伸 (一橋大学 経済研究所 教授)  
 神津多可思 (リコー経済社会研究所 主席研究員)  
 須田美矢子 (キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問) <欠席>  
 高田 創 (みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト)  
 徳島勝幸 (ニッセイ基礎研究所 上席研究員)  
 根本直子 (スタンダード&プアーズ マネジング・ディレクター) <欠席>  
 福田慎一 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)  
 細野 薫 (学習院大学 経済学部 教授)  
 柳川範之 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)  
 渡部敏明 (一橋大学 経済研究所 教授) <欠席>  
 鶴飼博史 (一橋大学 国際・公共政策大学院 特任教授)  
 露口洋介 (信金中央金庫 上席審議役)  
 深尾光洋 (慶応義塾大学 商学部 教授)  
 関 志雄 (野村資本市場研究所 シニアフェロー)  
 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) <オーガナイザー>  
 神宮 健 (野村総合研究所 (北京) 金融システム研究部長)

## 主要論点

1. 魏氏によるプレゼンテーション
2. 自由討議

## 出席者による発言要旨

## 1. 魏氏によるプレゼンテーション

## 井上&lt;オーガナイザー&gt;:

・本日は当方が主催する「日中金融円卓会合」において、中国側の常任メンバーである国務院発展研究センターの魏加寧先生を講師としてお招きしている。魏先生はマクロ経済学を専門とされている他、地方債改革や預金保険制度創設に関しても具体的な提言活動をなさっている。本日は、冒頭に魏先生から中国の景気や物価動向に関するお話を頂いた上で、自由討議を行いたい。尚、今回は通常のパネリストの皆様に加え、中国の金融経済に関して造詣が深い鶴飼さん、露口さん、深尾さん、関さんにもご参加頂いている。

## 魏氏:

## ○中国経済の状況

・中国経済は、第3四半期の成長率が年率6.9%であり、7%を割り

込む結果となった。中国の一部の経済学者は、よく今回の景気減速を「新常态(new normal)」と解釈しているが、私はそれだけでは説明しきれないと考えている。以下では、現在の中国経済の減速について、長期・中期・短期の3つの視点から考察する。

## ○中長期の視点からみた経済成長

・長期的にみると、中国の潜在成長率は低下している。様々な機関と学者が潜在成長率を推計しているが、概ね第6次五ヵ年計画から11次五ヵ年計画にかけて9%~10%前後で推移し、12次五ヵ年計画の期間に8%まで低下した。今後の見通しとして、13次計画期間中が平均で7.19%程度、その先の14次、15次計画期間の予測値はそれぞれ6.35%、5.41%である。

・潜在成長率が趨勢的に低下した一部の原因は、前の政権で経済改革のペースが緩んだことにあると考えている。例えば、人口ボー

ナスの消滅とその影響については、10年も前から経済学者の蔡昉氏が警鐘を鳴らしていたが、当時の関連部門は蔡昉氏の主張を批判するばかりですぐに改革に踏み出さなかった。最近では政府も含めて幅広く認知されてはいるが、新たな人口政策や規制緩和を進めたとしても、これから生まれてくる子どもたちが労働力になるのは16年以上も先の話である。

・屢々指摘される循環として、中期の「改革のサイクル」と呼ばれるものもある。過去36年間の間、何度か経済危機を経験したが、その都度「思想の開放」が進んで改革開放が実行され、改革開放により新たな経済成長がもたらされる、という経験則がある。

### ○短期的な要因

・最近の景気動向を「三駕馬車(3頭立ての馬車)」という枠組で分析してみると、まず外需は世界景気の減速によって輸出が低迷している。消費のうち、政府消費は現政権による「反汚職」の流れを受けて弱い動きを示している。公費による飲食が抑制されほか、海外渡航費や車両購入、接待費などの経費も抑制されたためである。これを受け、消費全体の成長率も以前の12%前後から10%台まで低下している。

・投資のうち政府投資はどうか。近年、中央政府は地方政府の債務に対して監査を行っている。一昨年は審計署(監査局)が、昨年は財政部が監査を実施した。このような監査がある程度地方政府の投資を抑制したため、固定資産投資全体の伸び率は低下し、足元では11%である。強調されるべきは、反汚職、監査、地方債等の措置による政治上の正当性で経済への負の影響を否定してはならないし、経済への負の影響を理由に政治上の正当性を否定してはならないという点である。これらの措置を継続し、制度化しなければならない。

・そうであるならば、今の中国経済にとって唯一の道は改革を加速させ、民間消費で政府消費を代替し、民間投資で政府投資を代替することだ。中国では最近、「ギアチェンジ」という言葉がよく使われている。一般的には、これまでの高成長から中低成長への「変化(change)」を指すことが多いが、私としては、政府消費・政府投資を民間消費・民間投資にギアチェンジすることがもっと大事だと考えている。

### ○今後のシナリオとリスク要因

・今後のシナリオとしては、①改革が迅速に進められ、経済成長が回復する、②改革の遅延により低成長と高インフレが並存する、③改革への期待や信頼が失墜して株式市場が暴落し、さらには不動産バブルの崩壊と大規模な資本逃避が発生する、というものだろう。いずれにしろ、改革が進展するか否かが鍵だが、IMFも同様の見方をしている。

・足元の景気減速のリスクを考えてみると、第1に失業が増大する可能性がある。尤も、東北部や西北部といった古くからの重工業地域では失業問題が深刻化する一方で、広東省や浙江省といった東

南地域では逆に人手不足が深刻化するなど地域によって状況は区々である。

・第2に、不動産バブルが崩壊するリスクである。私は1997年に日本のバブル崩壊に関する報告を中央政府に提出し、2005年にも中国清華大学で不動産バブルについて問題提起を行ったが、残念ながら中国の不動産バブルは沈静化しなかった。北京や上海・広州といった大都市では、一定の堅い需要が見込めるため、不動産価格は大幅には低下しないだろう。しかしながら、三級・四級都市では不動産バブルの問題が既に深刻化している。例えば、内モンゴルのオールドスでは、アパートやマンションは建設されているものの、夜には照明が一切点灯しておらず、ゴースタウン化が進んでいる。仮に不動産バブルが崩壊すれば、過剰生産能力の問題は一層深刻なものになるだろう。

・第3のリスクとしては、不動産価格の下落に起因する地方政府の債務問題が表面化することである。不動産価格の下落は地方政府による土地売却収入の減少に直結するが、仮にそうなった場合地方政府債務がデフォルトする可能性も出てくる。

・第4に、金融システムが不安定化するリスクである。2014年入り後は、それまで減少傾向にあった銀行の不良債権残高と比率がともに上昇に転じた。また、2015年入り後は、銀行貸出全体の残高が増加する中で、固定資産投資に回る分は減少し始めた。銀行貸出の多くが株式市場に回っている可能性があり、当局関係部門は警戒感を強めている。もしそうであれば、株価が下落した際に大量の不良債権が発生する可能性が高い。

・第5に、景気が一層減速するリスクである。ただし、今の状況がただの景気後退なのか、ハードランディングが発生するのかが意見が分かっている。

・第6に、デフレのリスクが挙げられる。中国ではデフレを巡って様々な議論が展開されている。そもそも定義においても意見が分かっている。まず、消費者物価指数(CPI)は依然としてプラスだが、卸売物価指数(PPI)は過去40ヶ月連続で下落するなど、どの物価指数を使うかで見方が分かっている。物価変動の要因についても、貨幣流通量が減少したことにあるのか、貨幣以外の要因—例えば景気後退—にあるかで、意見が分かっている。

### ○政府による政策対応

・景気減速への対策として、次のような考え方があり。第1に、財政出動や金融緩和などにより、いわば経済に対して輸血やホルモン投与を行うものである。第2に、「新常态」を「麻醉」、「鎮痛剤」と勘違いし、何もせず我慢すれば良くなるという考えである。第3に、いち早く手術し、改革を加速させるべきという考え方である。私は、輸血や麻醉だけを行ったとしても、手術をしなければ中国経済は大きな問題に直面すると考えている。大動脈から大量に出血している時にいくら輸血しても「毛細血管」—中小企業も含めた実体経済の末端—までは届かない。したがって、急いで対応すべきは、国有企

業改革と財政改革を加速させて血を止めることである。「輸血」や「鎮痛剤」だけで「手術」をしなければ、「心臓」である中央銀行にまで問題が及んでしまう。

・現在、中央政府では PPP を積極的に推進しようとしているが、肝心の地方政府や民間企業の関心が薄いため、なかなか進まない。また、発展・改革委員会や財政部は熱心だが、各業界を担当する部局の関心は薄いなど、中央政府部門も一枚岩とは言い難いし、金融機関側も、国家開発銀行を除けば他の商業銀行はあまり積極的ではない。地域別にみても、東南地域では活発だが、西北部ではそうではない。とにかく、各参加者の態度が違っている。

## 2. 自由討議

### 深尾氏:

・中国では、総固定資本形成の GDP 比率が 45%と高水準にあるにも関わらず、成長率が鈍化している。高度成長期の日本では、総固定資本形成の GDP 比率が 30%程度で 10%近い成長を達成していたことを踏まえると、現在の中国では投資が十分回収できておらず、潜在的な不良債権が蓄積されていると危惧される。投資・GDP 比率を 30%前後にまで引き下げながら、政府部門も含めた消費を拡大させていく必要があると思われるが、そのためには、国有企業の内部留保を配当金や税金、賃金などの形でうまく活用できないだろうか。

### 魏氏:

・現在、1998 年のアジア金融危機対応と 2008 年の金融危機対応の比較研究を行っている。98 年の危機から脱却できた理由としては、国債発行によって公共投資を増加させたからという説と、国有企業改革や民間企業による輸出の奨励を進めたからという説が存在する。尤も、政府による投資に限れば、1998 年のアジア危機時と比較して、今は全般的に投資効率が低下している。

・尤も、中国の場合は既存の地方債務や銀行の不良債権問題を解決するのはそれほど難しいことではない。困難なのは、如何に新たな不良債権の発生を未然に防ぐかである。だからこそ、金利自由化や預金保険制度創設等を含む金融制度改革を進めている訳だが、これらの改革をほぼ完成した後は、改革の重点は商業銀行の民営化に移るだろう。この問題に対し、現在、国内では徐々にコンセンサスができつつあるように思える。

### 韓銅氏:

・先ほど、政府債務が問題と言われたが、私はむしろ民間部門の過剰債務を懸念している。BIS の統計によると、中国の非金融法人の債務残高は GDP 比 157%にも達しており、日本の資産バブルのピーク時を超えている。また、家計も加えた非金融民間部門の債務残高は少し前に GDP 比 178%とリーマンショック前のアメリカや債務危機時の欧州周縁国を上回った。BIS の Borio 氏らによる "financial cycle" の研究を留保条件付きで当てはめれば、中国の将来の金融面に対する深刻な問題が示唆されているとも言える。マクロの景気動向に配慮しつつも、民間部門に積みあがった債務

をどのように減らしていくかが大変重要な課題ではないか。

### 魏氏:

・リスクを顕在化させるべきという意見と、政府が肩代わりするなどしてリスクの顕在化を最小限に抑えるべきという意見がある。学者では前者の考えを持つ者が多く、経済社会の安定を重視する政府関係者では後者の考えを持つ者が多い。私としては前者に近いが、その場合もセーフティネットの整備は不可欠であろう。

・中国経済が抱えるリスクについて国内外で様々な見方がなされているが、主に次の3つに整理できる。第一に、改革をしないことによるリスクであり、第二に、改革に伴って顕在化するリスクである。後者の例としては、例えば預金保険制度を導入によって銀行間での急激な資金移動が起こるとか、地方政府に起債を認めることで地方債の発行に歯止めが利かなくなるというものだ。第三に、改革の方法が適切でない場合に顕在化するリスクである。例えば、預金保険制度が未整備のまま銀行を破産させたら、別の大きな問題を引き起こしてしまう。

### 大島氏:

・2 点お伺いしたい。第一に、IT 関連の起業が増加に対して必要な法制度の整備が追いついておらず、これが潜在成長率を押し上げていく上での一つの課題であると指摘されたが、具体的には、どのような方向で改革が進むと見ればよいか。第二に、日本の場合、割高だった生産要素の価格が諸外国と均等化する過程で、デフレ圧力に晒されてきた。中国も、労働コスト等が割高になりつつある中で、徐々に為替市場の自由化を進めているが、急激に進めるとショックも非常に大きいと思われる。この点のバランスはどう考えるべきか。

### 魏氏:

・最初のご質問については、改革の方向性としては民間投資を増やして投資効率を高める、創業・起業を促進するといったものが挙げられる。前者に関しては、国務院が PPP による民間資本の活用を進めている。ただし、PPP に関しては、国有企業が利潤率の高い分野を独占しがちのため、民間企業には利幅の薄い分野しか残されていないとの問題点も指摘されている。後者に関しては、IT に限らずベンチャー企業全般が奨励されており、李国強首相が特に力を入れている。ただし、ベンチャー企業自体が経済全体に対してどれだけインパクトを持ち得るかについては意見が分かれており、私としては、少なくとも短期の効果はあまり期待できないと考えている。尤も、中国の起業・創業の促進は、別の面から中国の制度改革の議論を惹起している。典型的には税制であり、特に地方税の体系については、地方の判断に委ねるべきではないかという議論が始めている。中国では、金融改革の方向に関しては概ねコンセンサスが形成されているが、財政・税制改革についてはコンセンサスどころか、議論も余りされていない。税制に関する議論を惹起したとことという意味で、起業・創業に関する制度改革は一定の役割を果たしたといえるのではないだろうか。

・2つ目のご質問については、私は為替市場の自由化を進めるよりも、金融機関の改革を進めるほうが重要だと考えている。大半の金融機関が国有で、かつ政府向けの貸出が多くを占める状況では、いくら金利や為替の自由化を進めたとしても実質的な成果は期待しにくいのではないかと。

**徳島氏:**

・人口ボーナスから人口オーナスへと移行していく中で、中国は今後高齢化の問題にどのように対応するのか。また、総人口を抑制する政策が転換された後は、食糧問題が顕在化したり、経済全体の生産性が低下したりする可能性もあるように思える。

**魏氏:**

・過去、中国政府は高齢化の問題を軽視してきたのは事実である。実際、中国のバランスシートを推計した研究では、養老年金で積立不足が発生していると報告されている。日本との違いとして、中国の少子化は日本よりもはるかに深刻である。また、日本は経済が成熟した後に高齢化を迎えたが、中国は豊かになる前に高齢化を迎えてしまった。対応策については意見が分かれているが、代表的なものとしては、財政的にまだ余裕のある中央政府で年金を一元管理させるという意見である。また、これは私の恩師である吳敬璉先生の意見でもあるが一部国有企業の株式をなるべく早急に年金資産に移管すべきであるという意見もある。私としては、経済が比較的良好で国有企業の資産価値が保たれている間に、なるべく早急に売却や移管を実行すべきと考えている。危機が発生した後に国有資産を売却したら、その価値が縮小してしまう。

**井上<オーガナイザー>:**

・魏先生には長時間にわたり広範囲な論点をカバーしていただき、大変ありがとうございました。

\*\*\*