

## 議題

中国経済の成長力と課題（地方財政と人口の視点）

## 開催日時

2023年3月27日&lt;18時00分~20時00分&gt;（テレビ会議形式で開催）

## 発言者

岡寄久実子氏（キヤノングローバル戦略研究所 研究主幹）&lt;講師&gt;

福本智之氏（大阪経済大学 経済学部教授）&lt;講師&gt;

大島周氏（海外通信・放送・郵便支援機構 代表取締役社長）

小池一徳氏（日本銀行 国際局）

神津多可思氏（日本証券アナリスト協会 専務理事）

下田知行氏（日本銀行 金融研究所シニアリサーチフェロー）

関志雄氏（野村資本市場研究所 シニアフェロー）

竹澤秀樹氏（日本証券アナリスト協会 事務局長）

藤嶋正信氏（在中国日本大使館 参事官）

井上哲也（野村総合研究所 金融デジタルビジネスリサーチ部シニア研究員）&lt;モデレーター&gt;

<編注> 各発言者の役職は会合開催時のものです。また、各発言者による発言のうち意見にわたる部分は、個人の見解として表明されたものであり、所属される組織の見解を代表するものではありません。

1. 岡寄久実子氏の講演と質疑応答
2. 福本智之氏の講演と質疑応答

## 1. 岡寄久実子氏の講演と質疑応答

## ○ 講演

・本日の私の話は地方財政に焦点を当てるが、その前提としてマクロ政策の運営を概観しておきたい。これまで中国政府は、主として金融政策を活用しながら、銀行システムを通じて経済成長に必要な資金の供給を図ってきた一方、財政政策は均衡重視の視点で運営してきた。しかし、近年は不動産バブルの崩壊に伴って銀行の不良債権が問題となったほか、経済成長も減速してきた下で、財政政策の役割が重視されるようになった。もっとも、中国は大きな国なので、地方政府の財政事情にもばらつきがあり、全体として効率的な運営を実現する上では様々な課題がある。

・中国経済が長期に亘って高成長を続けてきた結果、1人当たりGNIも2021年時点で世界銀行が定義する高所得国の水準（1万3千ドル）にかなり近づいている。この間、マクロの債務水準は、既に2015年頃に問題視されるようになったが、非金融企業部門のウエイトが大きく、ここには普通の民営企業や公営企業だけでなく、地方政府の融資プラットフォームの債務が含まれる。後者は、中央政府の指導に沿って地方政府の債券発行に置き換えられつつあるため、一般政府部門債務のウエイトが高まっている。ただし、中央政府による特別会計での債券発行は一般政府部門に計上されていない。

・銀行の不良債権比率は全体として2%以下に抑制されている。もっとも、2005年頃に不良債権の増加が問題になった際は、5大銀行が大きなウエイトを占めたので対応が容易であった面もあるが、今回は多様な業態の商業銀行に問題が分散している点が異なる。特に、都市商業銀行や農村商業銀行、新型の農村金融機関は、金融機関数が多い上に、一部の先が不良債権を抱えている。前回に比べて、

金融機関当たりの不良債権額は相対的に小さく、人民銀行や監督当局が適切な対応を講ずることは可能だろうが、初動対応を誤るとシステミックリスクの顕現化を招く恐れもある。また、これらの業態の金融機関は地方政府も出資者であるケースが多いため、具体的な対処の仕方によって地方政府の財政負担にも繋がりがうる。

・一般政府部門の赤字は、2020年のような時期を含めても対GDP比で概ね3%以内に抑制されてきた。もっとも、財政赤字を予算安定基金等によって補填してきた面もあり、歳入に対する歳出の規模は拡大傾向にある。実際、IMFの定義による財政赤字は、対GDP比で10%程度に達する。また、一般政府部門の内訳をみると、各地方政府で赤字のばらつきが大きい。なかでも、吉林省や黒竜江省のような東北地方の政府の財政赤字はGDP規模に比べて大きく、省内の下部の行政組織では運営が成り立たない例も生じている。

・政府予算を別な切り口から分類すると、主な会計勘定としては、一般会計、日本の特別会計に相当する政府性基金会計、そして国有資本経営会計がある。このうち、国有資本経営会計は基本的に毎年均衡するよう運営されているが、政府性基金会計は収益も生じており、2022年にはこのうち約9千億元が一般会計の赤字の補填に利用されたほか、2023年予算でも同様な対応が予定されている。地方政府にとって重要な財源であった土地使用権の売却収入は政府性基金会計に計上されているが、不動産バブルの崩壊に伴って増加が見込めない。2015年以降に発行が認められた特別目的債券は、政府基金収入の補填と位置付けられ、その運営は地方政府の財政状況に大きな影響を持つ。

・社会保障の運営も財政に大きな影響を持つ。例えば中国の年金保険は、賦課部分(基礎年金)と積立部分の2階構造からなるが、足元では前者の収入について約20%強の財政資金による補填が行われている。しかも、財政状況は地域によって大きく異なり、広東省のように若年層のウエイトが高い地域では財政に余裕があるが、黒竜江省のような東北地方では、高齢化の進展に伴って運営が困難化している。

・中国では、人民銀行も国務院の一部門と位置付けられるなど、財政政策と金融政策の一体性は強い。しかし、政府が目指す金融の市場化を達成する上では、金融政策が一定の自律性を有することが重要である。実際、人民銀行は農村の支援や経済の脱炭素、金融包摂などの幅広い領域で「構造的金融政策」を実施しているが、内容面では財政政策に近いだけに、見直しを進めた方が良いかもしれない。また、商業銀行法(第34条)には、商業銀行が国家産業政策の指導の下で貸出業務を行うという規定が存在するが、2020年に実施されたパブリックコメントの結果を踏まえて、当該条文が廃止されるかどうか注目している。

### ○ 質疑応答

#### 井上<モデレーター>:

・政府によるマクロ経済の運営では、これまで主として金融政策を活用してきたと説明されたが、高度成長の下では自律的な資金需要が強いので、状況に応じて資金需要を制御する「ストップ・アンド・ゴー」の手法が有用であったのか。また、その後の構造変化が、財政政策の役割を増しているという理解で良いか。

#### 岡崎氏<講師>:

・中国では、資金需要が強すぎた際には金融引締めが総じて有効に機能したが、資金需要を活性化するための金融緩和が過剰に作用した局面もあった。過去と現在のより大きな違いは、過去には金融機関数が少なかったため、金融当局が貸出を制御することが容易であった点にある。今や多様な業態の金融機関数が増えたため、当局による制御が難しくなっている。政府は、金融機関に適切なリスク管理を求めた上で、経済の脆弱な領域の支援には財政資金を充当する考えに転じていく必要がある。

#### 井上<モデレーター>:

・中国では中小金融機関にも一様な監督体制が運営されていると考えてよいか。この点は、かつての日本の金融危機だけでなく、今回の米国のSVB銀行の問題でも焦点となっている。

#### 岡崎氏<講師>:

・かつては、農村信用社は地方政府の金融弁公室の監督に服するケースもあったが、2000年代以降は全ての業態の金融機関が人民銀行と銀保監会の監督に服している。ただし、こうした監督当局の地方組織が十分な人材や専門性を有しておらず、適切な監督が行われていなかった可能性は残る。

#### 井上<モデレーター>:

・中国では国営企業の活動を通じて経済活動を刺激する政策も採用

されたように思うが、財源や手法は財政政策と位置付けてよいか。

#### 岡崎氏<講師>:

・政府による国営企業への指導は、雇用の維持が中心であった。もちろん、産業構造の転換や高度化を図る際には、国営企業に資金を供与して、民営企業の対応を先導させることもあるが、そのための資金源も財政よりも銀行を活用することが多い。つまり、銀行と国営企業が一体で政策を執行する訳である。

#### 井上<モデレーター>:

・昨年の年次会合のテーマでもあったが、国営企業と民営企業に対する政府のスタンスは局面によって変化してきたように感じられる。ここ数年は民営企業に厳しい姿勢を示した印象も受けるが、現在のバランスをどうみているか。

#### 岡崎氏<講師>:

・政府の主眼は、成長力の高かったハイテク産業や不動産の行き過ぎを是正することにあり、民営企業全般に厳しい姿勢で臨む意図はなかったように思う。しかし、結果として効果が強すぎて、民営企業全般を委縮させてしまった面がある。マクロ的に雇用の大半は民営企業によって支えられるだけに、必要な資金が行き渡らなくなり、活動が停滞したことは大きな問題である。今回の全国人民代表者会議でも民営企業の活性化が強調されたが、政府は制御のしやすさという理由で国営企業の活動を重視しているようにも感じられる。

#### 関氏:

・政府は2015年から、地方政府の融資プラットフォームの債務を特別目的債券の発行によって置き換えるよう促してきたのに、現在も融資プラットフォームの債務残高が大きい理由をどう理解すれば良いか。また、こうした債務はBISの統計でどこに分類されているのか。

#### 岡崎氏<講師>:

・総じてみれば、政府の指導はうまく行かなかったと理解している。「日中金融円卓会合」の2015年の年次会合における私の質問に対し、中国側の出席者は、BISの統計による非金融企業部門の債務の半分程度が融資プラットフォームによるものと説明した。政府は、それらのうち必要かつ償還可能性の高いものは、特別目的債券の発行で借り換えるよう指導したが、データを見る限り、一般政府部門が大きく増加した訳ではない。現在の融資プラットフォームの債務にも、水道や高速道路のように収益を生むインフラの構築費用も含まれるので、全てが問題であるとは言えないし、BISはGDP比で評価しているので、中国のGDP成長率が減速した影響も考慮すべきだ。それでも、地方政府の債務問題は基本的に残存している。今回の全国人民代表者会議でも、地方政府に対する財務監査の実施が打ち出されている。

#### 下田氏:

・「一帯一路」の現状をどう評価しているか。基本的には、政府間での譲許的なプロジェクトではなく、民間のビジネススペースの投融資に近いと理解しているが、場合によって外交面の介入もあるように見える。また、失敗事例の規模や失敗の理由、当事者間でのリスクの分担について教えてほしい。

**岡寄氏<講師>:**

・「一帯一路」による最近の投資事例を見る限り、基本的な枠組みは中国政府と相手方政府との覚書で設定されるが、具体的な投融資案件に関して政府や政府系金融機関が詳細な計画を有するケースは限定的であるように感じる。政府間の覚書は中国企業にとって投融資のゴーサインと理解され、資金の大半を国家開発銀行ないし大手商業銀行から調達しているのが実態とみられる。その際、こうした銀行が民間の投融資案件として高い金利を要求していることと、相手国側が国家間プロジェクトと理解し、甘い見通しに基づいて事業を推進していることが整合性を欠くという問題が生じている。

・例えば、中国の対外投資の残高で収益を割って収益率をみると、長期的に低下傾向にある。投資収益の内訳がわからないので、かなり大雑把な分析になるが、残高の構成が急激に変化しているようには見えず、「一帯一路」の関連でも不良化案件が生じているとの見方を裏付けている。2015年に習近平氏が構想を打ち出した際にも、中国国内ではまず実践に移すことが重要との雰囲気を感じられたし、人民元相場の先高観も強かったので相手国からも歓迎された。海外投融資のノウハウが十分蓄積されないままに投資活動が一気に加速したことで、結果として「債務の罠」を仕掛けたとの評価に繋がってしまった面が強いように感じる。

**井上<モデレーター>:**

・「日中金融円卓会合」の年次会合で「一帯一路」を取り上げた際も、中国側参加者の質問は、日本が1980年代にアジアへの直接投資を拡大した中で民間銀行が果たした役割に焦点が当たっていた。

**岡寄氏<講師>:**

・この問題に関しては、国家開発銀行の役割が曖昧になっていることにも注目する必要がある。当初は政策金融機関として設立されたが、2006年頃に民営化の方針が打ち出され、現在は他の政策金融機関2行とは異なる位置づけになっている。しかし、世界金融危機後に公的金融の重要性が再評価された結果、民営化の方針は撤回されたようである。このため、国家開発銀行の融資は、政策なのかビジネスなのか不透明になっている可能性がある。

**井上<モデレーター>:**

・政策金融機関に対する評価や位置づけが、金融危機を経て大きく変わる現象は、中国だけでなく多くの主要国にも同様にみられる。

**竹澤氏:**

・岡寄氏がデータを示しつつ説明されたことは大変参考になったが、中国の金融経済に関するデータの信頼性についてはどう考えればよいか。

**岡寄氏<講師>:**

・全面的に信頼しうるかどうかには難しい面も残るが、金融や財政のデータは会計監査に裏付けられている面もあり、連続性の面ではそれなりに信頼しうるほか、政府も連続性に变化が生じた際にはその理由かなりの程度説明している。

・政府は財政に関する情報をより多く開示する姿勢を見せているが、開示対象の範囲が限定的である場合は信頼性のチェックが難しい。それでも、政府にとっては、そもそも収集しえない情報であろうし、GDPのように推計がうまく行かないデータであろうが、意図をもって情報の改変を図る動きは感じられない。トレンドを把握する目的であれば、統計には一定の信頼を置けるように思う。

・金融面でも、例えば不良債権に関するデータでは、借り手が国営企業である場合は破綻リスクを深く考慮しない可能性がある。海外の格付機関等の活用が期待されたこともあったが、米中摩擦の激化等によってその実現は難しそうだ。それでも、政府からみれば、不良債権の定義は一貫しており、その意味で連続性のあるデータになっている。

**藤嶋氏:**

・中国の経済全体の対GDP比で見た債務残高が高いことが問題視されることが多いが、この指標を重視すべき理由は何か。日本では、一般政府部門の対GDP比の債務残高は200%を超え、かつ中国よりも経済成長率は低い。それに比べれば、中国の状況は深刻でないように見える。

・債務リスクを評価する上では、債務消化という視点をどう考えるべきか。中国では、国务院の機構改革で「地方の管理監督の深化」が表明されたが、地方金融機関が地方専項債の償還にリスクを認識するようになり、そうした債券への投資を抑制するようになれば、地方政府の債務消化も不確実となりうる。また、今回の財政報告において一部の市・県の債務償還能力が低く、債務リスクが高いと指摘されているように、マクロ的にはともかく、ミクロ的には債務管理が困難となる領域が生じうる。

**岡寄氏<講師>:**

・対GDPで見た経済全体の債務残高には、具体的に望ましい水準が存在する訳ではない。例えば、銀行中心の金融システムの下で銀行貸出が相対的に多い国と、資本市場からの資金調達が多い国で比率は異なりうる。ただし、同質な金融経済構造を有する国の間では一定の目安になりうる。例えば、EUでは政府の債務残高をGDP比で60%以下に収めることを目標としている。

・中国に限らず一般に問題視すべきことは、対GDPで見た債務残高自体よりもその変化である。例えば、中国では2008年以降の大規模な景気刺激によってこの比率が短期間に急上昇したが、こうした動きの背後ではバブルが生じていた可能性が高い。また、政府が与信の抑制を促しているのにこの比率が上昇を続けている場合も、政策の有効性に対する疑問を示唆する。

・中国については、関さんが指摘したように、非金融企業部門の債務に、地方政府の融資プラットフォームの債務のような事実上の財政債務が混入していることも、政府部門の最終的な負担を考える上で注意すべきである。藤嶋さんが取り上げた債務消化の持続性の面では、政府が民間を誘導して国債を保有させることが可能という意味では、政

府債務に振り替えた方が持続性が高まると考えることもできる。

・中国の現在の対 GDP でみた非金融企業部門の債務増加傾向は、日本のバブル期とほぼ同じである。日本で、バブル崩壊後には「バランスシート調整」によってこの比率が一気に低下し、経済活動を大きく阻害した。これに対し、経済活動の活性化を目指して政府が支出を増加させたことが、高齢化や少子高齢化の進捗に伴う社会保障費負担の増加とも相まって、対 GDP でみた政府部門の債務残高を上昇させた。仮に中国が日本と同様な問題に直面した場合、中国でも日本のように増大した国債を国内投資家が円滑に消化することは、市場規模や政府への信認の点で難しいとの見方が強い。

**神津氏：**

・一般論として言えば、対 GDP でみた債務残高が将来発散するリスクが意識された場合、誰も資金を貸してくれなくなるという意味で、発散のリスクを抑制することには意味がある。政府部門については、この比率の分母である名目 GDP は税収の代理変数と理解できるので、厳密には、将来に亘る税収の NPV を分母とし、将来に亘る債務の NPV を分子として比率を計算した場合にも、その比率が発散しないことが重要だ。政府にとって税収は返済不要だが、債務は返済する必要があるため、この比率は自己資本と負債の比率であるレバレッジ比率に相当する。もっとも、政府の最適なレバレッジ比率がどの程度かわからないので、この比率を具体的にどの程度の水準に収斂させるべきかは別の問題である。

**岡崎氏<講師>：**

・中国の専門家と議論する際も、この比率がどこまで上昇すれば発散のリスクが意識されるかが焦点となる。人々の主観が大きく左右する点で不透明であるだけでなく、日本より早い段階でそうしたリスクが意識されうとの意見が聞かれるだけに、政府による情報発信の仕方がポイントとなる。

**井上<モデレーター>：**

・神津さんは政府部門に焦点を当てて議論されたが、債務残高が部門間でシフトする点を考慮すると、部門間での資金調達利回りの違いも発散のリスクやタイミングに影響するように思う。日本では、岡崎さんが説明されたように、バブル後に民間非金融部門の債務が一般政府部門によって実質的に肩代わりされた。この結果、債務の利回りが低下したのであれば、その点自体はマクロの債務残高の発散リスクを低下させたともいえる。

**小池氏：**

・岡崎さんが説明されたように、地方政府は、不動産不況の中で土地所有権の売却収入の確保が困難となる中、融資平台等を通じた資金調達への依存を強めている。もっとも、融資平台による資金調達ができる地方政府はまだ良い方で、メディアで報道されることはないものの、経済の弱い地域では、業務を発注した業者（例えば、水道の敷設を依頼した建設業者など）に対して意図的に資金を支払わない、という古典的な手法で何とか資金繰りをつけているケースも増えている。

**岡崎氏<講師>：**

・財政部の報告には、地方政府が債務リスクを解消したとの表現があり、そこには債権者による債権放棄も含まれているとみられる。経済の弱い地域では、地方債の大半は地域金融機関が保有しているとみられるため、中央政府が地方政府による債務不履行を認めれば、こうした金融機関を流動性等の面から支える必要がある。小池さんが指摘されたように、個別事例に対する注目が高まらないよう注意しつつ、金融機関を支援しながら、少しずつ問題を処理することになるように思う。

## 2. 福本智之氏の講演と質疑応答

### ○講演

**福本氏<講師>：**

・私からは人口動態の特徴とそれが中長期的な経済成長に与えるインプリケーションについて、地域別の特徴や政府の対策も含めてお話ししたい。まず、中国の人口動態の特徴は、①少子化の想定以上の急激な進展、②総人口の減少への転化（2022 年）、③都市化の予想以上の進展、④地域間の人口移動における南北格差の鮮明化の 4 点に整理しうる。

・少子化は長期に亘る出生率の低下によって生じ、死亡率が安定する下で、2022 年には自然増加率がマイナスに転じた。政府は「1 人っ子政策」を 2016 年に停止し、出生率も一時的に上昇したが、その後には低下トレンドに戻った。さらに、政府は 2021 年に子供を 3 人まで容認する政策を打ち出したが、出生率の低下に歯止めはかかっていない。合計特殊出生率も 2020 年には 1.3 まで低下しており、民間調査機関は 2021 年には 1.1 へ低下したと推計した。

・少子化の最大の背景は、都市部を中心とする子育て費用の高騰にある。民間調査機関によれば、子供 1 人当たりの養育費は 1 人当たり GDP の 6.9 倍に達し、日本を含む主要国より顕著に高い。若年人口の減少や婚姻数の減少も少子化の背景である。初婚年齢が上昇しただけでなく、結婚適齢期の人口の男女間でのアンバランス（男性の方が 1 割程度多い）も影響している。少子化の急激な進展を踏まえて、国連も中国の長期人口予測を下方修正した。例えば、2019 年の予測では、2100 年時点の総人口を約 10.7 億人とみていたが、2022 年の予測では 7.7 億人とした。

・人口減少や少子高齢化が経済に与える影響は、供給面と需要面の各々から検討する必要がある。前者は、労働投入の減少に加えて、貯蓄率の低下に伴う投資の減少に現れる一方、後者は、消費や住宅投資の減少に主として現れると考えられる。

・供給面に関する日銀エコノミストの最近の分析は、中長期的な成長力にとって、労働投入の減少によるマイナス寄与は相対的に小さく、貯蓄率の低下による投資の減少が資本ストックのプラス寄与を引き下げる効果が大いだと推計した。実際、この分析は家計貯蓄率と総貯蓄率の双方が長期に亘って低下すると予測し、それを補う海外からの投資は私も期待できないと思う。一方、この推計は TFP のプラス寄与が横ばいしないし緩やかに拡大するとみているが、私はその

実現は難しいと考える。

・需要面については、人口学の第一人者である蔡昉氏が、個人消費への影響は 2025 年頃から顕在化すると分析を示している。高齢者は勤労所得が低水準であるため、消費を抑えるとの考え方である。実際、国連の人口予測によれば、生産年齢人口は男女ともに顕著に減少していく。私は住宅投資への影響にも注目しており、1 件目の住宅購入の主力層であった 25～34 歳の人口が 2017 年のピークから 2030 年にかけて 7000 万人も減少することの影響を懸念している。これらの点を踏まえると、需要面への影響により注意が必要である。

・岡崎さんが触れたように、少子高齢化については、社会保障費の増大に伴う財政面への影響も考慮する必要がある。社会科学院は、2035 年に社会保障基金が枯渇すると衝撃的な報告を 2019 年に公表した。この報告によれば、社会保障基金の残高は 2027 年まで増加するが、その後 2035 年に向けて急速に減少するとされた。このため、他の主要国と同じく、所得代替率の引下げや支給開始年齢の引上げといった対応が検討されている。

・政府は少子高齢化に歯止めをかけるため、2016 年に「1 人っ子政策」を停止した後、2021 年には子供 3 人まで容認する政策に転じたが、養育費に加え住居費の高さもあって、目立った効果を上げていない。労働供給の減少には、定年延長や高齢者雇用といった対策を推進しているが、中国では祖父母が子弟の養育に当たる慣習があり、効果を発揮しにくい。労働参加率を日本と比較すると、女性の労働参加率は長い目で見て上昇していないほか、男女ともに高齢層の参加率が顕著に低い。一方で、健康寿命は中国でも延びているので、定年延長は必要になる。ただし、中国におけるデジタル化やロボット化による労働代替は、産業用ロボットの設置台数等の面で他国に比べて顕著に進展しており、その効果は期待できる。

・政府は、需要の減退に対して、農民工に都市戸籍を付与することで、消費の主要な担い手である中間所得層（年収 10～50 万円）の拡大を図っている。農民工は公的教育や医療、社会保障を十分享受できないので、その市民化に意味はあるが、実現は必ずしも容易ではない。

・中国の都市人口比率は日本や米国に比べて顕著に低い。国連は、経済安全保障の制約等のため、2050 年にも 80%程度に達する程度とみている。ただし、既に 2020 年時点で約 64%と国連の推計よりやや高かったほか、ドローンやロボットを活用した農業の生産性の向上の可能性等を考慮すると、私は 2050 年に現在の日本（約 92%）と同様な水準に達することは可能とみている。

・政府は、大都市は様々な社会問題に直面しやすいとして、大都市への人口流入を抑制し、小都市を育成する方針を維持してきた。しかし、実際には人口 100 万人以上の都市数が増加傾向にあり、それらは全国で合計 20 のクラスターを形成している。これに対し、クラスターに属さない都市で不動産価格のリスクが上昇している。また、かつては沿海部と内陸部の経済格差が問題視されたが、現在では

南北格差がより顕著になった。南北間の GDP シェアの乖離は 2010 年代以降に拡大したほか、人口も南部は増加を続ける一方、北部は足元で純減となった。北部でも東北地域の GDP のシェアは 30 年間で約 6%ポイントも低下し、華北地域も小幅ながら低下した。2015～21 年の人口増減率も東北地域や華北地域でマイナスとなった一方、華南地域では大きくプラスとなった。

・南北格差の背景としては、①北京からの距離、②経済構造の変化、③一帯一路との関係が挙げられる。①は、南部では市場経済や民営企業の活動が活発である一方、北部では政府主導で国営企業のウエイトが高い点に現れている。②は、北部には重厚長大産業が集積し、過剰設備の削減という課題に直面した点を指す。また、③については、南部が ASEAN 諸国との経済関係の強化による恩恵を得た点を指す。なお、西北部や西南部の経済活動も活性化しているが、再生可能エネルギー（西北部は太陽光や風力、西南部は水力）の供給地として、企業の生産拠点の流入が進んでいることによる。

### ○質疑応答

井上<モデレーター>:

・少子高齢化の影響のうち、需要面をより懸念する理由は何か。例えば、日本では、平均余命が伸び続ける中で、年金を含む所得面の不安が高齢者の消費を抑制することの影響が大きいように見えるが、中国ではそうした懸念はどの程度該当するか。

福本氏<講師>:

・中国では、所得が相対的に低い高齢者が増加すると、その分だけ消費が減退する効果が重視されている。また、社会保障基金に枯渇のリスクがあるので、高齢者にとっては、平均余命が延びる中で、日将来支出を支えるための「自助」を日本以上に意識せざるを得ない。また、一件目の住宅購入の主力層であった 25～34 歳の人口が既に減少し始め、足元の不動産不況に対しても影響しているとみられる。中国でも基調的物価が上昇していないという点を踏まえても、日本と同じく需要面の影響をより重視すべきと考える。

井上<モデレーター>:

・日本の場合には、高齢者による金融資産の保有シェアが相対的に高い点も、少子高齢化の下での若年層による支出余力の点で問題視された面がある。この点に関する中国の実情はどうか。

福本氏<講師>:

・金融資産に関しては適切な統計がないが、中国の家計資産に占める住宅のウエイトが 2/3 程度を占めるので、住宅保有に着目して議論すべきであろう。20 年程度前の国営企業の雇用者は無償に近い形で住宅を取得しており、都市部の住宅であれば今や相当な価値を有することになる。

関氏:

・中長期の成長性を議論する上では供給面に着目せざるを得ない。労働投入だけでなく、貯蓄の減少を通じて資本投入も減少するという見方は合理的だが、TFP が横ばいしない緩やかに増加するという日銀エコノミストの分析はやや楽観的に見える。第一の理由は、中

国経済が先進国にキャッチアップする中で「後発の優位性」が失われつつある点にある。日本の高度成長が 1970 年代のオイルショックの頃に終了したのも、日本経済が先進国に追いついたからである。第二の理由は、米中摩擦の深刻化の下では、政府が「双循環」政策を標榜しても、外資の対内投資に伴う技術移転が困難となるからである。一方、需要面の動きは潜在成長率に直接に影響するわけではないが、需要が不足すれば経常黒字が増加するという整理でよいのか。

#### 福本氏<講師>:

・需要面に関しては、高齢化に伴って貯蓄が減れば、IS バランスの悪化によって経常赤字になるとの懸念も指摘されている。日本でこうした事態が生じないのは、所得収支の黒字が拡大しているからであるが、中国では所得収支が現状赤字であり、経常赤字になる懸念はある。一方、TFP については、私も長期的に停滞ないし低下するとみており、関さんが挙げた二つの要因による影響は大きい。私は、AI 技術の革新等を通じた「自力更生」のほか、西側とのデカップリングの抑制などを通じて TFP の顕著な低下を避けることは可能と考えるが、いずれにせよ今後の政策運営に依存する面は大きい。

#### 井上<モデレーター>:

・経常収支の展望は「一帯一路」政策との関係という視点もある。つまり、政府は、日本を含む先進国のように成熟した債権国をイメージして、所得収支の黒字化による経常収支の安定を展望しつつ「一帯一路」を運営しているのか。それとも、現在の重要課題である戦略物資の確保やサプライチェーンの強靱化の方をより意識しているのか。

#### 福本氏<講師>:

・2015 年頃までは、中国の専門家からも、投資収益の増加による所得収支の改善を目指して、対外証券投資と対外直接投資の双方を積極化すべきとの意見が聞かれた。しかし、その後の様々な事態に対応する中で、全体として徹底しえない状況にある。例えば、2016 年には大規模な資本流出が生じたため、その後は対内証券投資の促進に政策の重点が置かれ、対外証券投資は抑制気味になっている。しかも、米中摩擦が深刻化する下で金融制裁のリスクが意識され、米国債への投資積み増しにブレーキがかかっている。対外直接投資についても、政府は民営企業による事実上の資本逃避的案に厳しく対応したが、新興国向け案件については促進する姿勢にある。

#### 岡寄氏<講師>:

・中国の場合は、いったん政策で後押しすると民営企業が一斉に同じ方向に行動する傾向があるだけに、政府にとっては、合理的な範囲に上手く制御することに難しさがある。

#### 神津氏:

・福本さんは、中長期的な成長余力について供給面と需要面に分けて議論したが、実際の成長率は一般均衡的に多様な要素に依存するはずであり、どちらかの要素が支配的になる訳ではないように思う。また、中長期的には、需要と供給が一致するように物価が変動

するはずであり、仮に双方が減少しても、その相対的なペースによってインフレかデフレが生ずることになる。

・供給面に関しては、資本投入が減少する一方で TFP が横ばいないし緩やかに増加するという日銀エコノミストの分析には疑問が残る。一般的には、TFP の主たる要素である技術革新は資本装備率に依存する。この分析は労働投入の減少も示唆しているが、資本投入が減速すれば、資本装備率が上昇するとは考えにくい。

・需要面では、日本で代表的な家計の特性が急速に変化した点に注目すべきである。以前は 4 人家族が標準的モデルだったが、今や標準世帯は 1~2 名である。しかも、平均年齢も急速に上昇し、かつ常用雇用が一般的であったのが、今や非正規雇用の比率が大きく上昇した。このように、人口減少の影響を考える際は、同時に進行している属性の変化も考慮する必要がある。この点では、福本さんが指摘したように、中国で 1 件目の住宅購入の年齢層が減少していくことの影響に注目することは重要だ。

#### 大島氏:

・岡寄さんと福本さんがともに指摘された経済の地域間格差に対しては、どのような対策が考えられるか。「一帯一路」との関係もあって経済活力の高い南部へ若年層が移動するのを止めることは難しい。また、西部は再生エネルギーの供給地としての強みを生かし始めたとの指摘もあったほか、周辺国の経済成長に期待する面もある。加えて、地域間格差の改善には、民営企業の活用も重要なポイントではないか、福建省などは台湾との関係も視野に入る。

#### 福本氏<講師>:

・「日中金融円卓会合」の 2 月の特別会合でも、中国側の参加者から西部が再生可能エネルギーの強みを生かして企業誘致を図っていると指摘があり、GDP 成長率にも成果が表れている。一方、東北地域は、政府は 10 年以上に亘って振興に注力してきたが、目立った成果が得られていない。肥沃な農地や豊富な鉱物資源を有するだけに、人口が減れば生産性が上昇する可能性もあるほか、破綻する地方政府は中央政府が個別に救済するであろうが、重厚長大産業への依存という産業構造と、隣接国であるロシアや北朝鮮の経済の停滞の双方による影響は大きい。地域間の均衡ある発展は、「共同富裕」とか「格差是正」といったアジェンダに含まれるが、今の政権も有効な対策を有しているように見えず、習主席が重視する分配政策でも悩ましい課題となっている。

・習主席は「二つの些かの揺るぎもなく」という表現で、国営企業と民営企業の双方とも重視する姿勢を強調している。先般の中央経済工作会议でも、こうした姿勢への疑義があれば、正確な姿勢を示す必要があると指摘した。実際、政府は民営企業全体を締め付けた訳ではなく、プラットフォームや教育、不動産といった特定の産業に各々特有の理由に基づく対応を講じた。民営企業の 2022 年の設備投資を業種別にみると、サービス業や建築業は前年比マイナスであった一方、製造業は総じてプラスであるほか、EV 生産が好調な自動車や政府による IT 産業振興の恩恵を受ける電気機械・電子機器は大

幅なプラスとなった。プラットフォームでも、個人向けビジネスは政府の規制による影響を受けたが、工場のIoT化やドローンの生産など法人向けビジネスのための設備投資は伸びている。民営企業の活動は、政策の意図が正確に伝われば活性化する余地は存在するが、政府が民営企業の信認を得るには、政策の一貫性などの面での努力が必要だ。

**岡寄氏<講師>:**

・私はかつて香港と上海で勤務したが、南部の人からみると東北地域の人は思考に柔軟性がないという印象が強いように思う。現在、東北地域から南部に移住している人々の多くは南部でも仕事をできる人々であるのだろうが、東北地域に残る人への政策対応は重要である。東北地域には開拓団の遺産や伝統ある国営企業も残るが、意識改革にはリーダーを替えるとか教育から変更することも必要ではないか。福本さんが指摘されたように、産業構造や地政学の面で厳しい要因も多い一方、10年に亘って振興を標榜したのに成果が挙がらなかっただけに、中央政府の支援に頼るだけでは難しい。地方政府に任せるとにもリスクは残るが、東北地域の人にも今や危機感も醸成されているだろう。また、南部の民営企業による東北地域でのビジネスを促進することも対策の一つだが、地域の実情を十分に理解した上での奨励策を導入しなければ、新たな問題を引き起こすリスクもある。

**大島氏:**

・東北地域の出身者は、職務に忠実で、定着率が高いという特徴を有している印象があった。また、最近では周辺国だがモンゴルでITを活用して世界的なビジネス展開を目指すスタートアップ企業も生まれている。東北地域でも同様の展開がある可能性もあるのではないかな。

**福本氏<講師>:**

・「日中金融円卓会合」の年次会合では、本日議論した中国経済の成長力と地域格差や人口動態との関係を取り上げることに意味がある。加えて、不動産問題の展開や政策対応も、中国側の専門家の意見を聞く必要がある。短期的には、今年前半には住宅販売の前年比のマイナス幅が縮小したが、安定化の兆しと見てよいかというポイントがある。IMFは不動産業者の2割超が債務超過に陥っていると分析し、業者間での売買を含めて根本的な問題が解決されていない可能性がある。これらは今後数年の中国経済を展望する上で重要だ。長期的には、先に指摘した人口動態による影響も含めて、「不動産頼み」による経済成長モデルを維持していくのか否かというポイントがある。

**井上<モデレーター>:**

・不動産問題を取り上げるのであれば、实体经济への影響に焦点を置くことが有用であるように思うが、金融システムの安定自体との関係はどう考えれば良いかな。

**福本氏<講師>:**

・今回の全国人民代表大会会議でも、金融面の政策の中で不動産リス

クへの対応を明確に打ち出している。システミックリスクの顕在化を防ぐための対応や地方財政への影響や対応なども重要なポイントになる。つまり、不動産問題は経済、金融、財政に「一蓮托生」に関わっており、統合的な視点からの議論が有用である。

**岡寄氏<講師>:**

・不動産問題については、マクロの視点に加えて、経済力の脆弱な地域における財政への影響や不良債権の処理といったミクロの視点も重要になる。後者に関しては、単に流動性だけが手当てされ、不良債権がいわば「塩漬け」状態になっている恐れもある。

**井上<モデレーター>:**

・本日の議論を通じて皆様に提起していただいた問題は、いずれも「日中金融円卓会合」の年次会合で取り上げるべき重要性を有している。残念ながら、年次会合は半日のフォーマットなので、相対的に優先度の高いテーマを選択せざるを得ないが、昨年の7月や今年の2月のような特別会合を機動的に開催しうようになってきたので、それらの機会も活用しながら幅広いテーマに対応したい。これらの会合の企画や運営に際しては、引き続きご助言やご指導をいただくことをお願いしたい。講師の皆様をはじめ、参加者の皆様には多様な視点から活発な議論をいただいたことに深く御礼を申し上げます。

\*\*\*