



IIPS

Institute for  
International Policy Studies

▪ Tokyo ▪

不確実性を高める中国経済の現状と見通しについて  
—国際機関の分析や海外のエコノミストの論調を踏まえて—

・ 平和研レポート ・  
主任研究員 北浦修敏

*IIPS Policy Paper 353J*  
*January 2017*

公益財団法人  
世界平和研究所

© Institute for International Policy Studies 2017

Institute for International Policy Studies  
6<sup>th</sup> Floor, Toranomom 30 Mori Building,  
3-2-2 Toranomom, Minato-ku  
Tokyo, Japan 〒105-0001  
Telephone (03)5404-6651 Facsimile (03)5404--6650  
HP:<http://www.iips.org>

本稿での考えや意見は著者個人のもので、所属する団体ものではありません。

## 不確実性を高める中国経済の現状と見通しについて

### －国際機関の分析や海外のエコノミストの論調を踏まえて－

主任研究員 北浦修敏<sup>1</sup>

(要約)

本稿は、国際機関等の海外のエコノミストの論調を整理して、2016年の中国経済のファンダメンタルズに関して評価を行うとともに、中長期的な見通しについて論ずるものである。2015年夏の中国株式市場の暴落及び人民元の下落以降、中国経済について不安視する声を高まっている。確かに、中国は様々な構造問題に直面しており、中国経済の成長力は10%の高成長を遂げてきた2000年代に比べて低下しているが、中国の経済規模は世界の15%近くを占め、かつ長期的な潜在力は依然として高い。筆者は中国経済の先行きに関しては、警戒しつつも楽観的である。本稿の主な内容は以下の通りである。

2016年の中国経済を振り返ると、サービス業の高い伸び、公共プロジェクトや減税等の経済刺激策、自動車市場及び住宅市場の好調さに支えられて、6%台後半の高い成長を続けている。また、建設・不動産投資の拡大や老朽生産設備の廃棄・操業短縮等により中国における鉄鋼・石炭等の需給がタイトになり、資源価格が上昇し、卸売物価が4年半ぶりに上昇に転じるとともに、景況感も改善している。ただし、公共プロジェクトや住宅市場に牽引された成長は、既に高水準に達している中国経済の債務依存を一層深刻なものとしており、投資主導から消費主導への成長モデルの移行とそのための構造改革はさほど前進していない。このため、IMF等の国際機関は、債務の伸びや住宅価格の高騰の抑制を図り、民間企業主体・消費主導の経済構造に転換するための構造改革を進め、そのためには成長の減速を受け入れるべきとの政策転換を促している。

筆者は、貿易黒字・対外純資産・外貨準備は世界最大級であること、中国の貯蓄率は国際的に異常なまでに高く、日本経済と同様に、政府がさらに経済を支え続ける余地は大きいこと、経済を支える民間企業には一定の市場の規律が

---

<sup>1</sup> 本稿は、IMF、BIS、OECD、ADB等国際機関のレポートや英国エコノミスト誌、フィナンシャルタイムズ誌、日経新聞の記事から多くの引用を行っている。これらのレポートや記事は有益な内容を多く含んでおり、原著に当たられることを強くお勧めする。

働いていること等から、短期的に中国経済が危機的な状況に陥るとは考えていない。

一方で、以下のような課題に直面し、中国経済が中期的な不確実性が高まっていることは事実である。第1に、過剰債務、不良債権問題が深刻化していることであり、IMFやBISは、融資ギャップ（過去のトレンドより過大に伸びている融資のGDP比）が20%から30%となっていることを指摘し、債務に依存した成長の持続可能性に疑問を示している。第2に、国有企業改革、コーポレートガバナンス改革の遅れである。政府の国有企業改革は進んでおらず、短期的に収益性を改善しても市場の競争を抑制しかねない大型合併、さほど強い規律付けにつながらない部分的な上場、マクロ的な効果の期待できない株式・債務交換、企業の人事権の試行的な自由度拡大等にとどまっている。共産党の関与を強める方針も示されており、また、海外の企業や民間企業とのイコールフットディングも掛け声倒れになっている。第3に、金融・資本市場を通じた規律付けが機能せず、経済全体の収益性を低下させている。銀行部門の殆どは国有企業であり、利益相反がみられ、民間企業への融資がクラウドディングアウトにさらされているとの報道もある。第4に、経済格差が深刻化している。中国の所得格差や資産格差は国際的にも最悪の大きさとなっており、累進所得税、不動産保有税、相続税の導入、教育・年金・医療を通じた再分配といった、経済の底上げを図り、多くの人々の機会の平等につながる政策の導入が期待される。第5に、人民元の減価と資本流出である。実質実効為替レートでみると、人民元は基本的にファンダメンタルズに即した水準とみて良いが、2015年夏以降、アメリカドルに対しては減価しており、資本流出の懸念が高まっている。人民元の管理を続けることは、外貨準備の減少と資本流出懸念を引きずることにつながりかねず、安易な資本勘定取引の自由化を急ぐことなく、外貨準備の余裕のあるタイミングで変動相場制に移行することが望ましいと考えられる。第6に、住宅価格高騰の問題である。2015年から再び地価・住宅価格が高騰している。一部には住宅バブルの崩壊に伴う景気後退との指摘もあるが、深圳等の一部の地域を除くと、2010年以降の平均所得の伸びとさほどかい離しておらず、地価や住宅価格の上昇を抑制することが重要である。その際、住宅投資の減少に伴い、経済をけん引してきた自動車需要の頭打ちとともに、2017年の経済運営は難しさを増すとみられる。第7に、対外経済摩擦である。最近は、WTOの市場移行国問題、米国との貿易摩擦、中国国有企業の外国企業の買収等に関連して、中国政府の貿易・対外投資政策への批判が高まっている。中国経済は世界経済の1割を超える規模となり、中国企業の行動は世界経済に甚大な影響を与えるようになっており、ゼロサムゲーム的な貿易・対外投資政策ではなく、より調和的な対外経済政策を進めることが期待される。

このように中国が多様な構造問題に直面しており、その結果、中国政府の経済運営が難しさを増し、政策の選択の余地が狭まっているだけでなく、世界経済への波及効果に対する懸念も増している。IMF・WEOの示す分析結果では、中国のGDP1%の低下は、世界のGDPを0.2%から0.25%低下させるとしている。IMFは、中国経済の中期的なハードランディングの可能性を1割から3割程度としているが、仮に発生した場合には、世界の経済成長を1%程度下振れさせる効果を伴うことになりかねない。国際機関は、中国経済が消費主導の経済モデルにソフトランディングできるようアドバイスを続けるとともに、関係の深い国々は事態の進展を注視して、必要な備えを行うことが肝要である。

一方で、長期的には、中国経済には明るい側面が多く、筆者は2030年までの15年間に少なくとも4%程度の成長は可能であると考えている。中国経済の有利な側面として、①海外に毎年40万人もの留学生を送り出すなど、若く有能な労働力が膨大であり、高い国内貯蓄を活かす余地が大きいこと、②労働者一人当たりのGDPの水準がアメリカの2割程度で伸び代が大きいこと、③経済生産の8割を創出する民間企業や外資系企業はレバレッジが低く、収益性が高いこと、④海外で学んだ研究者に引っ張られる形でイノベーションが次々と起こっていること、を重視している。台湾、韓国の過去の経験を踏まえれば、6%の成長も可能とみられるが、中国は過剰債務の削減の必要性、投資主導から消費主導の成長モデルへの転換の困難さ、国有企業改革の遅れ、中国経済減速の他国経済への影響の大きさ等を踏まえると、中期的に債務問題の調整過程に入ることも見込んで、筆者は少なくとも4%程度の実質経済成長と考えている。

## (目 次)

1. はじめに：2015年の報告を振り返って
2. 最近の中国経済の動向について
  2. 1. 国際機関の最近のレポートの概要
  2. 2. 足元の経済状況
  2. 3. 政策運営と中期的な成長見通し
3. 中国経済の個々の論点について
  3. 1. 実質経済成長率の過大評価
  3. 2. 中国の経済ショックが与える世界経済への影響
  3. 3. 銀行の不良債権問題、企業の過剰債務問題、企業の破たん処理問題、  
(参考) 過剰生産能力の削減
  3. 4. 国有企業改革、コーポレートガバナンス改革の遅れ
  3. 5. 金融システムの問題
  3. 6. 経済格差と再分配の問題
  3. 7. 人民元の下落と変動為替制度への移行問題
  3. 8. 資本流出懸念と資本勘定取引の自由化問題
  3. 9. 地価バブル
  3. 10. 卸売物価デフレ
  3. 11. 対外貿易・投資関係
4. 中国経済の今後の見通し
  4. 1. 潜在成長率
  4. 2. 中国経済の明るい側面
  4. 3. 中国経済の見通しに関する筆者の見解

## 中国経済の現状と見通しについて

### －海外のマクロエコノミストの論調を踏まえて－

主任研究員 北浦修敏

#### 1. はじめに：2015年の報告を振り返って

中国経済の現状と見通しについてレポートを作成するのは、北浦（2014）、北浦（2015）に次いで3回目になる。今回の報告内容に入る前に、1年ほど前のレポートである北浦（2015）の概要を振り返ってみたい。

北浦（2015）では、（1）中国経済が抱える3つの課題、（2）2015年夏の市場の混乱の背景にある世界経済が抱える3つの歪み、（3）今後の中国経済を考える上での懸念材料と明るい材料、（4）中国経済と世界経済の見通し、（5）ハードランディングを避けるために中国政府が取り組むべき政策対応、について論じた。

第1の論点として、中国経済は、そもそも潜在成長率が低下している中で、デレバレッジ（過剰債務の償却）とリバランス（消費主導の経済モデルへの転換）という難しい難問を抱え、それに対処することで経済成長へ下押し圧力がかかっていることを指摘した。3つの課題をより詳細に述べると、①中国経済は、生産年齢人口の頭打ちに加えて、中所得国の所得水準に到達したことから、キャッチアップのペースが減速し、2030年までの実質経済成長率は4～6%程度に低下することが避けられないとみられること、②世界金融危機後に地方政府が建設・住宅投資を推進し、これに民間が追随する形で、中国経済はGDP比でみて30%から50%程度の過剰債務を抱えているみられ、過剰債務を償却することが必要であること、③現在の中国の投資のGDP比は46%であるが、これは10%の成長を続ける経済にとっても過大であり、構造改革により出来るだけ早く投資のGDP比を35%程度まで低下させ、消費の割合を高める必要があるが、このリバランスは中国経済の失速を招く可能性があること、である。

2つ目の論点として、2015年夏の市場の混乱は、中国経済の減速の懸念の中で、世界経済が抱える3つの歪みが顕在化し、その部分的な修正・調整が行われたことによるものであることを指摘した。3つの歪みの調整とは、①2014年春から2.5倍に上昇した中国の株価水準の必然的な調整、②先進国の量的緩和策により生じた金融・資本市場の歪みの部分的な修正、③中国経済の構造変

化・輸入の低迷が一時的なものでないことが明らかとなり、新興市場国（特に資源輸出国）の過剰投資の解消と経済の多角化が必要となったことである。ただし、この3つの歪みは、未だ解消されておらず、引き続き世界経済の足枷となっている。

3つ目の論点として、今後の中国経済を考える上での懸念材料と明るい材料を指摘した。懸念される事項としては、①中国政府が事態の深刻さを十分理解していない可能性があること、②過剰債務の償却と成長モデルの転換は想定していた以上に困難とみられること（成長モデルの転換は、投資の対名目GDP比を10%ポイント以上減少させ、その分消費を拡大する必要があるが、これは、過剰債務の償却とともに、経済の変動圧力や下押し圧力となっていること）、③国有企業改革等の構造改革が進展していないこと、④人民元の国際化や資本勘定取引の自由化等の安易な改革が中国経済の不安定性を高めかねないこと、である。一方で、明るい材料として、①民間企業の成長力は依然として極めて高いこと（民間企業は、最近10年間の都市の新規雇用の殆どを創出し、都市の雇用の8割を占め、中国の経済生産の3分の2を生み出すまでに到っていること）、②サービスを中心に国内の消費が力強いことを指摘した。

4つ目の論点として、中国経済の見通しについては、当時（2015年後半）の中国経済は危機ではないことを説明した。中国の統計に対する信頼は揺らいでいるが、消費を中心に少なくとも4%から5%の成長は続いているとみられること、必要であれば景気を浮揚するための財政・金融政策の余地は十分に残されていること、（外貨準備が潤沢であることや資本取引を制限していることから）一部で心配されている資本逃避も深刻なものではないことを指摘した。さらに、中国経済は3つの課題を抱えて中期的に厳しい政策運営を迫られること、それでも、筆者は長期的な中国経済の見通しに比較的楽観的であることを説明した。すなわち、仮に中期的な混乱があったとしても、中国の民間企業の活力・創造力（中国の過去の成長を支えた立役者であり、都市労働者の8割を雇用）、人的資源の高さ（世界の大卒の2割、米国への留学生数40万人等）、一人当たり所得の伸び代の大きさ等から、長期的な中国経済のキャッチアップの進展に楽観的であり、人口の減少に直面しても、今後15年間少なくとも4%の成長は続けるとみていることを報告した。

5つ目の論点である中国政府がハードランディングを避けるために必要な政策対応については、①デレバレッジ（過剰債務の償却）を積極的に進めること、②リバランス（消費の拡大、サービス化の推進）に向けて国有企業改革、社会保障改革、税制改革、戸籍改革、都市化政策、農村の生産性向上等に取り組み、成長モデルの転換を迅速に進めること、③消費主導の経済モデルに移行

するまでの間は、景気の減速に対して、主に税金で償還することを前提とした公債によるインフラ投資を活用すること、④金融機能が高まるよう適切な金融・資本市場の改革を進める必要があること（経済を不安定化させかねない資本勘定取引の自由化を急がないこと、国有銀行を分割・民営化して間接金融市場に一層の競争を導入すること）、⑤企業の債務負担を和らげ、労働市場の調整能力を維持するためにデフレを回避すること、⑥教育、訓練、セーフティネットの充実により労働市場の調整能力を高めること、を指摘した。

北浦（2015）で主張した5つの論点のうち、第1点目から第4点目までについて、筆者の見方はさほど変わっていない。一方で、中国政府の政策対応（最後の論点）が、筆者の推奨する政策とは逆向きの方向に舵が切られていたことが、現在の中国経済の脆弱性を高めていると考えている。政府は、企業の過剰債務の削減を先送りしつつ、公債や税金ではなく、信用の拡大とオフバジェットで公共プロジェクトを推進し、国有企業の債務残高を一層伸長させた。消費の伸びは堅調ではあるが、国民の底上げを行い、消費を伸ばすための再分配的な税制や社会保障負担の改革、弱者向けの社会給付の拡大は進んでいない。これまでの中国の成長を支えた民間設備投資の伸びは抑制され、不動産・建設投資を煽る形で国有企業の投資が伸びる等、成長と投資の構造は歪んだものとなっている。卸売物価のデフレは2016年9月に55か月ぶりに前年同月比0.1%のプラスに転じたが、鉄鋼や石炭の過剰生産能力の削減が進まないと再び下押し圧力が高まりかねない。さらに、市場の競争や規律を高める金融システムの改革は進まず、銀行の不良債権は増加し、また、政府の腐敗撲滅運動の余波で民間企業への融資はクラウドイングアウトされるなど、金融市場の脆弱性は拡大している。農村部から都市への労働者の移動は続いているが、国有企業を中心としたゾンビ企業の雇用の削減に向けた労働市場の施策に目立った動きはない。高い成長目標を実現するために経済刺激策に頼る一方で、全般的に構造改革が進まなかった1年間といえる。

本稿では、2015年秋から2016年11月までの中国経済の状況と様々な個別の論点や課題に関して、国際通貨基金（IMF）の対中国審査報告書・事務局ペーパー（2016年8月）、世界経済見通し（IMF・WEO、2016年10月）、世界金融安定化報告書（IMF・GFSR、2016年10月）等を中心に、英国エコノミスト誌、フィナンシャルタイムズ誌の論調等を踏まえて、報告を行う。第2章では、最近1年間の中国経済の動向について整理して、第3章では中国経済の個別の課題について順次論じていき、第4章では中国経済の見通しについて筆者の見解を述べる。

## 2. 最近の中国経済の動向について

本節では 2016 年の中国経済の現状を整理する。

### 2. 1. 国際機関の最近のレポートの概要

まず、2016 年 8 月の IMF、BIS、OECD 等の最近の国際機関による中国経済の評価をみる。下線は筆者が付したものである。

#### (1) 2016 年 8 月の IMF の対中国審査報告書の事務局ペーパー

2016 年 8 月に公表された IMF (2016) は、以下のように、中期の見通しに不確実性が増していることを警告している。

- 中国は持続的な成長経路への移行を続けている。製造業と投資からサービス業と消費への移行を中心に、リバランスは多くの面で進展しているが、信用の急速な伸びを抑制することは進んでいない。改革は幾つかの決定的に重要な面で遅れがみられ、持続的な成長への移行は、大きな経済的・金融的なボラティリティを伴って、難しさが明らかになりつつある。脆弱性は、危険な方向性に向けて依然として高まり続けており、財政や外貨準備の余力は、なおも十分ではあるが、毀損されつつある。
- 短期的な見通しは好意的にみて良い。しかしながら、資源の配分誤り、高水準の企業債務の増加、構造的な供給過剰、巨大で拡大する不透明な金融セクターの結び付き等により、中期の見通しには陰りがみられる。明白な改革を断固として実施する上での課題が明らかとなり、中国は、十分に経済の道筋を変更する前に、依然として巨大なバッファーを使いつくすかもしれないとの懸念が増している。
- スタッフのベースラインシナリオでは、経済成長は 2018 年までに 6%程度に、その後はさらに低下する。国有企業の企業債務とガバナンスに対処する相当な進展がないと、債務 GDP 比率は上昇を続け、混乱を伴う調整のリスクは増している。
- 企業債務問題に対処すべきである。企業債務は、まだ維持可能ではあるが、維持し続けるために断固とした取組みが必要である。1990 年代の中国を含めて、国際的な経験は、システミックな企業債務問題に対処するには、包括的なアプローチ（予算制約の厳格化、債務が過大な企業の選別と再建・清算、企業・銀行・その他債権者・政府の間の金銭的な損失の配分、特定の財源の下での解雇に伴う社会費用の緩和、活力ある民間企業の

参入の推進) とその断固たる遂行が必要であることを示している。パイロットプロジェクトとして、次の 2, 3 か月の内に、目立つ幾つかの弱い国有企業の再建・清算を開始すべきである。

- ・ マクロ経済政策は脆弱性を低下させることと整合的であるべきである。特に、信用の伸びと投資の水準は引き下げられるべきである。リバランスに向けた施策として、年金、社会扶助、教育、医療支出の引上げ、リストラファンドの提供、低所得者の社会保険負担の引下げ等が求められる。
- ・ 金融上の安定性を確保するために、多方面で更なる政策の進展が必要である。それは、銀行融資の損失の積極的な確定、資本基盤の強化、流動性リスクと資金調達の安定性リスクにかかる監督の強化、シャドーバンク商品リスクへの対処等である。

## (2) 2016 年 10 月の IMF の世界経済見通し

次に、10 月に発表された IMF・WEO (2016) は、中国経済に関して、以下のように報告している。

- ・ 中国経済は、2016 年は政策効果で 6.6%、2017 年は更なる刺激策はないものとして 6.2%と見込まれる。中期的な見通しは、ソーシャルセーフティネットを強化する改革とサービスセクターの規制緩和を前提に、経済が投資から消費、製造業からサービス業へリバランスを続けることを仮定している。しかしながら、非金融企業の債務は、持続不可能なペースで増加を続けており、誤った資源配分の拡大とともに、中期的な見通しに影を落としている。
- ・ インフレ率は、2016 年 2.1%、2017 年 3%と、中期的に産業セクターの余剰と財価格の下方圧力が減少していく中で、上昇すると見込まれる。
- ・ 中国の経常収支黒は、中期的に緩やかに減少していくものと見込まれる。
- ・ 人民元の実質実効為替レートは 2016 年 3 月から 4%超減価している。中国からの資本流出と外貨準備の減少は継続しているが、2015 年の下半期と 2016 年初めより、はるかに緩やかなものとなっている。
- ・ 中国の人口増加率は、過去 10 年間の $\frac{1}{2}\%$ から今後 5 年間は $\frac{1}{4}\%$ に低下する。より劇的であるのは、生産年齢人口が次の 5 年間で減少に転じるとみられることである。

### (3) BIS の Quarterly Review

国内銀行システムに関する早期警戒指標では、融資ギャップ（信用規模の対GDP比がトレンドからかい離している度合い）が30.1%であり、3年以内に危機が発生する可能性が3分の2という危険な状況になっていると警告している。また、金融システムの債務返済比率（元利払いの収益に対する比率）は、現在5.4倍、金利250BP上昇時には8.7倍となっており、これも警戒水準に入っているとしている。

### (4) OECD の Economic Outlook

2016年11月のOECD（2016）は、中国経済について以下のように報告している。

- ・ 経済成長は、景気刺激策により支えられているが、過剰生産能力と減少する民間企業投資は成長を抑制し、2018年には6.1%に低下していく。同時にリスクは高まっている。中国経済は幾つかの面で移行を進めている。民間投資はサービス産業で幾つかの参入障壁が撤廃され、再活性化されているが、重工業の調整で揺り戻しもある。住宅価格は大都市で再び急騰している一方で、より小規模の都市では在庫をさばくのに時間がかかるとみられる。消費は、所得の増加と都市化の進展で堅調である。過剰設備の削減は卸売物価の下方圧力を和らげる一方で、消費者物価は低水準にとどまるとみられる。輸入需要は国内代替で低下しているが、旅行等の消費需要は急速に伸びる。輸出は世界需要の弱さと競争力の低下で低迷するとみられる。
- ・ 財政政策は、政策金融機関を含めて、非常に拡張的であるが、構造改革は非常に緩慢である。金融政策は不均衡を悪化させないよう配慮が求められる。暗黙の政府保証を取り除き、救済をやめることが、リスクの価格付けをより適正かつより市場ベースなものとするにつながる。企業債務は相当高い水準にまで上昇しており、企業セクターはデレバレッジが必要である。過剰生産能力を削減するサプライサイドの改革は加速し、それによりゾンビ企業の破産を容易にする必要がある。レバレッジを効かせた投資は封じ込め、監視する必要がある。

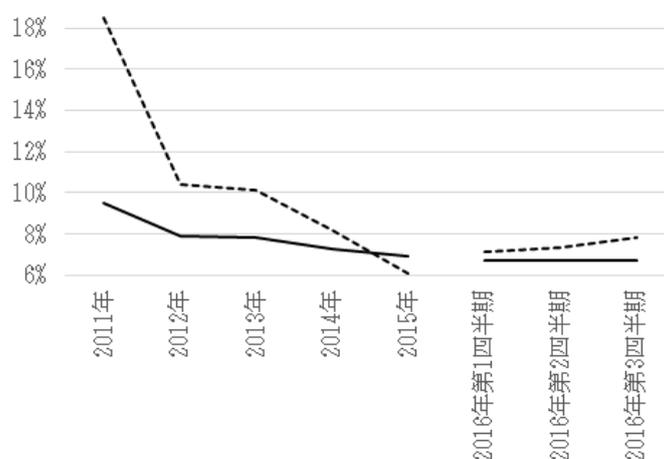
- ・ 政府の投資は、効率性を重視し、民間企業のクラウドファンディングアウトを回避すべきである。 不動産課税や累進的な個人所得課税等の新たな歳入源は、公共サービスや社会保障の高まる支出圧力を満たすように活用できる。政府階層間の財政構造は、地方の歳出義務を十分に満たすように、刷新されるべきである。

このように、中国経済は、刺激的な財政政策を中心に取らねず経済成長率は安定しているが、構造改革は進展しておらず、また、企業セクターの債務が持続不可能なペースで上昇していること、住宅価格が大都市で再び高騰していること等により、中期的な見通しに脆弱性が高まっていることが指摘されている。

## 2. 2. 足元の経済状況

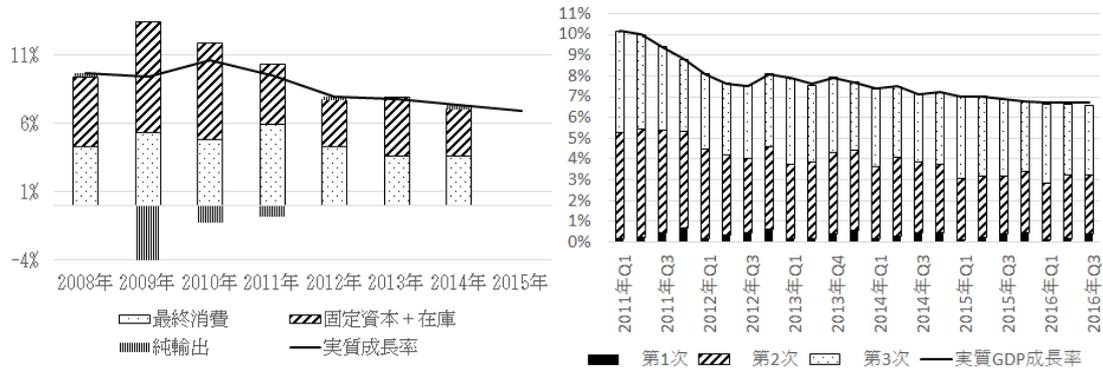
足元の中国経済は一応落ち着きを見せている。まず、GDP 経済成長率をみると、2016 年第 3 四半期は 3 期続けて 6.7% の成長となっており、中国政府の 2016 年の目標である 6.5% から 7% は達成できる見通しである（図 1）。成長の寄与の内訳をみると、投資と第 2 次産業の寄与が低下し、消費と第 3 次産業の寄与が相対的に高まっており（図 2）、投資から消費へのリバランスに進展がみられる。社会消費品小売総額は 9 月 10.7%、10 月 10.0% と 2 ケタの伸びを示している。2015 年末からの減税により消費をけん引してきた自動車販売に陰りがみられるが、海外旅行、耐久消費財販売、「独身の日」のインターネットセール等の好調さにみられるように、全体的には底堅い動きといえる。

図 1 名目 GDP 及び実質 GDP の伸び率（対前年比、実線：実質、破線：名目）



（出所）国家統計局のデータを下に筆者作成

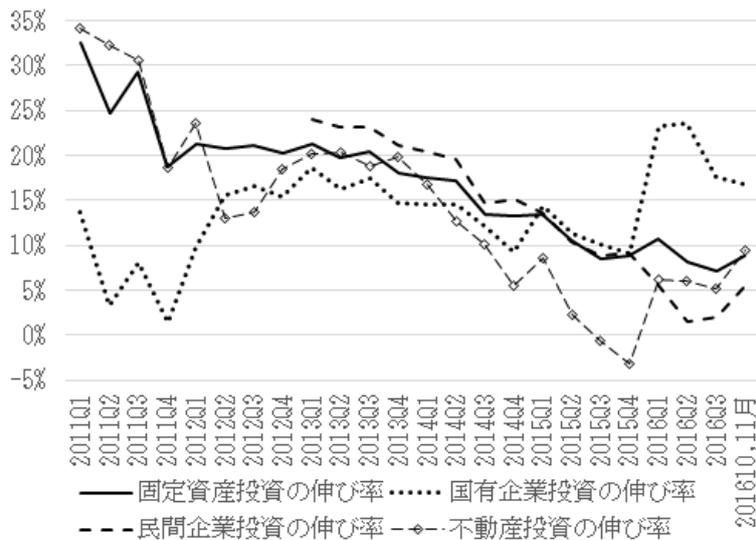
図2 実質GDP成長率への寄与度



(出所) 国家統計局のデータを下に筆者作成

問題は投資である。1～11月に対前年同期比8.3%（10月11月は対前年比8.8%増、図3の実線）伸びているが、内訳は国有企業が同20.2%増（10月11月は対前年比16.7%増、図3の点線）に対して、これまで中国経済をけん引してきた民間企業が同3.1%増（10月11月は対前年比5.4%増、図3の破線）にとどまっている。また、1～11月の不動産開発投資が同6.5%（10月11月は対前年比9.4%増、図3の○付破線）増加しており、後でみるように、地価バブルに関連した活動が依然高い水準で続いている。本来民間企業がけん引すべき固定資本投資は、政府系のインフラプロジェクトや不動産開発で支えられており、また、信用の伸びが増加を続けており、投資の質に疑問が生じている。

図3 名目投資額の対前年伸び率



(出所) 国家統計局のデータを下に筆者作成

輸出は減少が続いている（表 1）。ドル建ての輸出入額は 2012 年頃から伸び率が低下していたが、2015 年から下落に転じて、2016 年も第 3 四半期は輸出-6%、輸入-5%となっていた。ただし、11 月にはようやく輸出入ともに対前年同月比でプラスに転じた

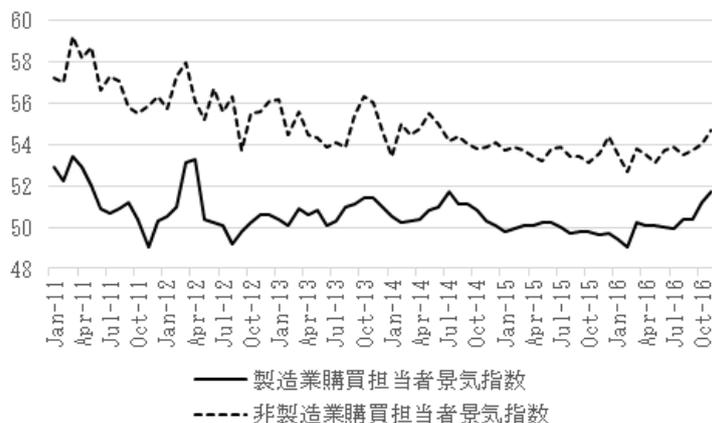
表 1 貿易額の推移と伸び率

(億ドル)				(前年比)		
	輸出	輸入	貿易収支		輸出	輸入
2010	15,778	13,963	1,815	2010	31%	39%
2011	18,984	17,435	1,549	2011	20%	25%
2012	20,488	18,174	2,314	2012	8%	4%
2013	22,105	19,506	2,600	2013	8%	7%
2014	23,430	19,621	3,809	2014	6%	1%
2015	22,837	16,806	6,030	2015	-3%	-14%
2016 I	4,641	3,382	1,259	2016 I	-10%	-13%
2016 II	5,342	3,775	1,567	2016 II	-4%	-10%
2016 III	5,598	4,134	1,464	2016 III	-6%	-5%
2016 Oct	1,781	1,291	491	2016 Oct	-7%	-1%
2016 Nov	1,968	1,521	447	2016 Nov	0.1%	6.7%

(出所) SER 社会経済リサーチのデータを下に筆者作成

製造業購買担当者景気指数（製造業 PMI、中国国家統計局・中国物流購入連合会発表。50 を超えると景気拡大、50 を下回ると景気悪化を示す）は、建設・不動産、スマートフォン、自動車等の好調さを反映して、10 月 51.2、11 月は 51.7 となり、4 か月連続で 50 を上回っている（図 4）。公共プロジェクト、自動車減税等の政策効果により落ち着きを取り戻している。また、非製造業者購買担当者景気指数（非製造業 PMI、同上）は、非製造業の好調さを示して、11 月は 54.7 と高い水準を記録している。

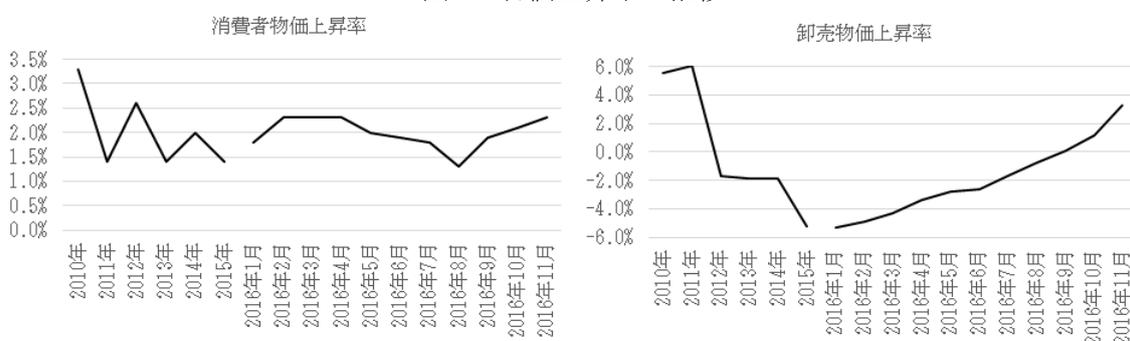
図 4 販売担当者景気指数の推移



(出所) 国家統計局のデータを下に筆者作成

中国の金融政策は、2015年に5回にわたり政策金利が引き下げられ、現在は4.35%と低い水準に据え置かれている。10月末にはマネーサプライの伸び率は対前年比11.6%増、社会融資総額は同12.5%増と大幅な伸びを示しており、金融政策は引き続き緩和基調が続いている。消費者物価上昇率（図5左図）は8月に対前年1.3%増に低下したものの、年間を通じて概ね2%前後で推移しているが、人民銀行の目標とする3%には届いていない。卸売物価上昇率（図5右図）は8月まで54か月間連続して対前年マイナスの伸びであったが、足元は鉄鋼・石炭価格の上昇もあり、9月に0.1%、10月に1.2%、11月に3.3%の上昇傾向に転じている。

図5 物価上昇率の推移



(出所) 国家統計局のデータを下に筆者作成

## 2. 3. 政策運営と短期・中期の成長見通し

### (1) 政策運営の状況・課題とIMF (2016) の政策運営に関する助言

中国政府は、2015年12月の中央経済工作会議で、2016年にサプライサイドの構造改革に注力することを明確にし、3月に開催された第12期全国人民代表大会は、経済のリバランスを中心に据えた新5か年計画（2016年から2020年）を採用した。新5か年計画は、消費の引き上げ、サービスセクターの拡大、環境の保護、経済の更なる解放、公共サービスの拡充、貧困の削減等を目的としている。また、中国政府は、国有企業改革の諸要素と石炭・鉄鋼産業の生産能力削減目標（今後3から5年間で現在の生産能力を10から15%削減）を発表し、これに伴い影響を受けることが予想される180万人の労働者の再雇用・再就職の支援に向けた1000億人民元のリストラファンドを設置した。

IMF スタッフは、8月のIMF (2016) の中で、政策の進展がみられた項目として、①金融政策のフレームワークの整備（金利自由化の公式的な完成、通貨

のカレンシーバスケット方式の導入等)、②財政のフレームワークの整備(地方政府の資金調達)の透明性と説明責任の強化を目的とする新財政法の施行、付加価値税のサービスへの拡張、世界最大規模の二酸化炭素排出権取引の2017年の全国展開、都市・農村部住民と公的・民間部門雇用者の年金諸制度を統合する社会保障改革案の公表、各政府レベルの歳入・歳出権限の検討)、③都市化政策(農村部の農地改革の推進、基礎教育支出の中央政府予算への移管、年金のポータビリティの改善、新しい戸籍制度の検討)、④企業のリストラクチャリング(継続不能な国有企業のゾンビ企業のリストラは、財政の状況と経済構造の多様性に有利性を持つ省で優先的に実施され、地方政府レベルで小さな規模で開始)、等を指摘している。

その上で、IMF(2016)は、戦略的に政策は正しい方向を向いているものの、様々な障害が政策の実現を阻んでいると指摘している。具体的には、第1に、中国政府は、伝統的な経済刺激策に依存し、IMFが持続的と考える成長率 $6\sim 6\frac{1}{2}\%$ より高い $6\frac{1}{2}\sim 7\%$ の成長を目指していること、第2に、足元の成長率を重視しすぎており、中期的な成長のための主要な改革の対応が遅れていること(特に、国有企業ガバナンスとハードバジェット制約の強化、過剰企業債務の処理、国有企業の独占するサービスセクターの開放が遅れており、その結果として資源配分の歪みが継続・拡大していること)、第3に、政策の透明性の欠如が認められること(政府の政策と公表内容は、改革と成長の優先順位で揺れているようにみえること)、を指摘している。昨年夏の株価暴落への対応でもみられたように、一貫性を欠いた政策運営の結果、改革へのコミットメントとともに、持続的な成長へのスムーズな移行を成し遂げる政府の能力に対して疑いを招いているとする。

こうした政策の結果、IMF(2016)は、脆弱性が増しているとする。具体的には、①生産能力の過剰を抱えた生産セクター及び地域が、様々な経済ショックからハードランディングしかねないこと、②企業のファンダメンタルズが悪化してきていること(利払いを収益でカバーできない企業の増加、支払いの遅延)、③建設不動産投資や融資に依存した古い成長モデルが継続し、信用の伸びが名目GDPの伸びの2倍で成長していること、④金融システムのレバレッジや不透明性が高まっていること、⑤不動産、株式、債券等の資産価格の高騰が繰り返し発生していること、⑥資本流出が(緩やかになっているものの)継続していること、等の脆弱性が観察されるとする。

今後の政策運営の方向性として、IMF(2016)は、第1に、企業の債務問題に取り組む必要があること(システム的な企業債務問題には、国際的に経験から、高いレベルの決断の下、社会的なコストを踏まえた総合的なアプロー

チで取り組む必要があること)を指摘している。同時に、資源配分を改善するために、同時に、民間企業の参入障壁を削減し、独占事業を削減することによって、資源配分を改善することを促している。第2に、マクロ政策は、脆弱性を引き下げる方策とそれが短期の成長を緩やかに減速させることと整合性をもって実施されるべきことを指摘する。具体的には、①より低い成長目標(2017年は6%程度)を受け入れること、②信用の伸びを非金融法人債務のGDP比が安定化するように抑制すること、③現状の金利水準は生産とインフレの過去の関係が示す以上に緩和的であり、インフレ予想が上昇するにつれて、中立的な水準に引き上げること、④財政については、公式統計では2016年GDP比3%程度の財政赤字となっているが、地方政府のオフバジェットを含んだ拡大財政収支のベースで10%近い借入超過の状態にあり、緩やかに7%程度に低下させるべきであること(2017年はIMFスタッフの見通しである6.2%の成長を大きく下回る場合にのみ、財政政策を活用すべきであり、その場合であっても、リバランスを促進する手法を活用すべきこと、等を推進するよう促している。第3に、金融安定上のリスクを封じ込めることである。具体的には、①銀行の融資を精査して潜在的な損失を認識し、資本比率を高めること、②銀行の流動性リスクやシャドバンク商品への依存を監視すること、③資本市場の秩序ある機能を確保するために、緊急流動性供与の枠組みを整備するとともに、引受やディスクロージャー基準の強化等を図ること、④不動産市場に関して地域に状況に即した政策で対応すること、⑤不均一又はシステミックな潜在的な危機的状況に十分な備えを確保すること、を指摘している。第4に、効率的な変動相場制への移行を促している。さらに、IMF(2016)は、2015年夏以降の市場の混乱は、経済に何が起きているか、中国政府の意図はどこにあるのか、について明確性が欠けていたとし、経済データの透明性と政策目的に関する市場とのコミュニケーションの改善を求めている。

## (2) 短期・中期の成長見通し

IMF(2016)は、中国経済の実質成長率について、2016年6.6%、2017年6.2%、2018年・2019年6.0%、2020年5.9%、2021年5.8%と見込んでいる(表2上段)。既にみたように、足元の投資の伸びは債務と公的な投資に深く依存しており、改革の進展の欠如はすでに存在する大きな脆弱性をさらに拡大させ、資源配分を悪化させている。IMF(2016)は、短期的な成長を高めるための政策の結果、中国経済はさらなる収益性の低下に直面することになり、ベースラインシナリオにおいて、成長率は、2018年に6%に減速し、中期的にさらに減速していくとする。さらに、ベースラインシナリオでも成長の信用への

依存度は緩やかにしか低下せず、非金融民間セクターの債務 GDP 比は継続的に増加し、このことは、他の国々の信用ブームが招いたように、銀行危機と成長の急速な低下といった破壊的な調整のリスクを高めていると警告する。

IMF (2016) は、短期的なリスクは、ダウンサイドに偏っているとする。主要なリスクは、投資家の信認の喪失、企業の無秩序な破たん、資産価格の急落、刺激策の効果の急速な減衰とする。企業は、高いレバレッジの下、とりわけ収益性の低下と借入コストの上昇に悪影響を受けやすい。外貨建て債務への依存度は低く、為替リスクにはそれほど影響を受けないが、レバレッジが高いことに伴うリスクとして、資本流出や為替レート下落の圧力が高まると、金融の引締め効果が働き、金融システムの中で増幅される可能性があるとする。ただし、短期的なリスクが発現する可能性は、2015 年、2014 年の対中国審査報告書と同様に Low (10%以下の確率) とする

次に、中期的な主要なリスクは、改革の進展の遅れ、政策刺激策と信用への過度な依存が、脆弱性を高め、資源配分の失敗を助長し、長期的な成長の低迷につながりかねないことと IMF (2016) は指摘する。短期的な成長率は刺激策により一時的に押し上げられるが、中期的な成長率は、改革が進まないシナリオの下で例示されるように継続的に低下するとする (表 2 中段)。非金融民間セクターの債務 GDP 比率は、改革が進まないシナリオの下では一層高まり、中期的なリスクの顕在化 (表 3 の下段：改革が進まないシナリオの下限) の可能性は、2015 年、2014 年の対中国審査報告書と同様に、Medium (10~30%程度の確率) とする。

表 2 IMF (2016) の 2 つのシナリオの成長率のイメージ

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
ベースラインシナリオ	基本	6.6%	6.2%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%
改革が進まないシナリオ	基本	6.8%程度	6.5%程度	6.3%程度	6.0%程度	5.5%程度	5.1%程度
	下限	5.6%程度	5.0%程度	4.7%程度	4.3%程度	3.5%程度	2.9%程度

(出所) IMF (2016) を下にな作成。改革が進まないシナリオは IMF (2016) のグラフから読み取ったもの。

IMF (2016) の見通しは、2014 年及び 2015 年の対中国審査報告書と同様に、短期を Low、中期を Medium としているが、2014 年の中国審査では改革不履行シナリオのリスクの顕在化する可能性を 5 年後 (2019 年頃) としていたが<sup>2</sup>、2016 年の中国審査では 2016 年から破壊的調整の可能性 (表 3 の下段：改革が進まないシナリオの下限) を示しており、2 年前に比べてはるかにリスクが高

<sup>2</sup> 2015 年の報告書では、改革が進まないシナリオは幅をもって示されていなかった。

まり、また、破壊的調整の可能性が近づいていることを示唆している。民間債務の GDP 比の見通しに関しても、2015 年の対中国審査報告書では、ベースラインシナリオ及び迅速改革シナリオで、民間債務の GDP 比の抑制・遞減が見込まれていたが、IMF (2016) では、そもそもの水準が高まっており、さらに、迅速改革シナリオでも 2021 年に水準の上昇を抑制するのが精一杯となっている。中国において信用の拡大を封じ込めることが、2015 年春に想定した以上に困難と認識されていることが伺われる。

### (3) 財政の現状と見通し

財政収支（利払費を含む）の対 GDP 比の推移は、公式統計上は若干の赤字で推移しており、2016 年は 3% 程度の赤字が見込まれている。IMF (2016) の拡大財政収支（地方政府のオフバジェットの収支を含んだもの）でみると、GDP 比で▼10% 程度の赤字となっている<sup>3</sup>。2015 年秋から景気刺激策として、各種の減税<sup>4</sup>や公共プロジェクトの追加が実施されており、財政赤字は公式ベース・拡大ベースともに拡大している。2015 年の新財政法の制定で地方政府のオフバジェット取引に一旦網がかかったが、2016 年の公共プロジェクトの拡大により、改めて地方政府の財務内容の悪化が懸念される状況となっている。

公的債務残高の対 GDP 比（表 3 ベースラインシナリオ）は、公式ベースでは、2016 年は 40% 程度であり、金利成長率格差がマイナスという良好なマクロ経済環境に支えられて、ベースラインシナリオの下では 2021 年にむけて概

---

<sup>3</sup> オフバジェットの取引きの中には収入と支出が見合う事業も含まれるため、拡大財政収支赤字の全てが税金で償還すべきものではない。しかしながら、地方政府の重要な収入にオフバジェットの土地売却収入があり、地方では住宅在庫が 2~3 年分になる等、公共部門を含めて不動産関連資産には不良在庫が相当程度積みあがっている可能性があり、地方の公共プロジェクトの収益性には大きな懸念が示されている。これらを踏まえると、IMF の拡大財政収支とこれに基づいた拡大公的債務残高は、政府の負債の上限として認識すべきものといえる。

<sup>4</sup> 2016 年 12 月 3 日付の日経新聞朝刊国際面の記事によると、付加価値税の導入に伴う減税規模は、2016 年通年で 4700 億元とされる。これは名目 GDP 比 0.7% に相当する。また、11 月 19 日付の日経新聞朝刊の記事によると、2015 年 10 月からの小型車減税は、1 台当たり 10 万円前後の値引き効果をもたらし、2016 年の新車販売台数は 2700 万台に近づく見込みであり、自動車販売台数の回復に貢献したとされる。なお、日本の 2015 年の販売台数は約 500 万台である。

ね横ばいで推移すると見込まれる。一方で、拡大財政収支ベースでは、2016年に60%程度の水準であるが、2021年には73.5%にまで上昇していく。IMFは、公式ベースの公的債務残高の水準は、他のEM諸国（債務残高の高い国の上位25%はGDP比65%程度、債務残高の低い国の低位25%はGDP比31%程度）と比べて中位の水準にあるが、拡大財政収支のベースでは高位になる。

さらに、不良債権問題が顕在化（銀行資産に相当な棄損が発生）して、政府が10%程度の公的資金を注入する必要性が生じた場合（表3の10%の銀行資産が毀損し国庫債務に振り替わるシナリオ）では<sup>5</sup>、IMF（2016）は、公的債務の対GDP比は2021年に公式ベース（拡大ベース）で65%（101%）程度にまで増加すると予測している。現状では余裕があるとされる財政構造にも脆弱性が高まっていることが指摘されている。

ただし、筆者は、中国の貯蓄率と貯蓄ストックの余剰（対外純資産、外貨準備）は膨大であり、日本の公的債務残高の水準と同様に、この程度の上昇は中国の破壊的な金融危機の引き金にはならないと考えている。

表3 IMF（2016）の財政シナリオのイメージ

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ベースラインシナリオ							
公的債務残高	38.3%	38.6%	39.1%	39.3%	39.3%	39.2%	39.0%
基礎的財政赤字	0.6%	0.9%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
拡大公的債務残高	55.8%	60.4%	64.5%	67.8%	70.4%	72.2%	73.5%
拡大基礎的財政赤字	6.7%	7.2%	6.8%	6.2%	5.7%	5.2%	4.6%
10%の銀行資産が毀損し国庫債務に振り替わるシナリオ							
公的債務残高	38.3%	38.6%	62%程度	64%程度	65%程度	65%程度	65%程度
基礎的財政赤字	0.6%	0.9%	22.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
拡大公的債務残高	55.8%	60.4%	88%程度	94%程度	98%程度	100%程度	101%程度
拡大基礎的財政赤字	6.7%	7.2%	27.8%	6.2%	5.7%	5.2%	4.6%

（出所）IMF（2016）を下に作成。代替シナリオの公的債務残高はIMF（2016）のグラフから読み取ったもの。

<sup>5</sup> GDP比10%の公的資金が必要となる根拠については後述する（第3.3節（2）参照）。

### 3. 中国経済の個々の論点について

本節では中国経済が直面する様々な課題について整理していく。

#### 3. 1. 実質経済成長率の過大評価

実質 GDP 成長率については、成長率が過大評価されていること、成長率の変動が小さいこと（スムーズすぎる）が指摘されている。前者に関しては、製造業の動向を反映しやすい李克強指数（鉄道貨物輸送量、銀行融資残高、電力消費の合成指数）が大幅に減速していることから、2015年夏の中国株式市場の混乱以降、しばしば指摘されている。当時の欧米のエコノミストのコンセンサス予測では、4～5%の成長率しか実現できていないとされていた。後者に関しては、IMF（2016）は、投入と産出を同じデフレーターで実質化するため、景気低迷期に投入物価の下落による GDP の過大評価が起これることを指摘している。

2016年9月3日付の The Economist 誌の記事は、①部分と全体に不整合があり、地域の GDP を足し合わせても、中国全体の GDP にならないこと、②サンフランシスコ連銀のエコノミストによる李克強指数による GDP の予測によると、2012年までは予測値は公式統計と一致していたが、最近では予測値は5%未満との成長率を示していること、を報告している。

IMF（2016）は、①中国製造業 PMI（購買担当者景気指数）と消費・投資の合成指数で実質 GDP 成長率を回帰した上で、足元の成長率に関して推計式による予測値と公式統計の比較を行い、その結果、IMF（2016）は、2015年以降の公式統計の過大評価は、せいぜい $1/4$ ～ $1/2$ %とであること、②過去に GDP と高い相関を示す変数での予測では、経済構造の変化（例えば金融サービス業の強さ等）を反映できないこと、を指摘している

中国と交易関係のある海外企業の多くは製造業や一次産品業者であることから、現在リバランスが進展する中国において、図6にみられるように、第2次産業の名目 GDP の伸びが低調であることも、中国経済への過度の不振を高める一因となっていると考えられる。

また、IMF（2016）は、中国においてサービス消費の統計が未整備であり、市場ベースのより小規模のサービス企業の動向を完全に把握できていないことから、中国の名目 GDP は公的な統計より大きい可能性があるとする。具体的には、Rhodium Group の研究は、政府の統計手法を再現しつつ、主要な問題点を改善すると、例えば、2008年の名目 GDP で13～16%程度過小評価されている

とし、また、他の幾つかの研究も、異なる手法を用いつつ、同様の結果を得ていると IMF（2016）は報告している。

中国の経済生産に占める民間企業の割合は 3 分の 2 程度とされているが<sup>6</sup>、民間サービスセクターの拡大を踏まえてのものと考えられる。このように、中国の経済成長率は、ある程度の過大評価はあるとみられるものの、民間中小企業やサービス業の力強い成長を踏まえて考えると、今のところ、中国経済の成長は底堅い動きが続いているとみられる。

図 6 名目 GDP の伸び率



(出所) 中国国家统计局資料を下に筆者作成

<sup>6</sup> 2015年9月12日付のThe Economist誌の記事は“The private sector, it turns out, is responsible for perhaps two-thirds of all economic output today”とする一方で、国有企業については、2016年6月13日付のFinancial Times誌の記事は“Mr Lipton highlighted the state-owned enterprises, which he said were responsible for 55 per cent of the corporate debt pile, despite representing 22 per cent of economic output and which “are essentially on life support””と、2016年7月4日付のFinancial Times誌は、“Overhauling SOEs, which account for about 20 per cent of economic output but are more indebted and less profitable than privately owned counterparts, is a central component of the government’s efforts to revamp an economy growing at its slowest pace in 25 years.”と、それぞれ報道している。

### 3. 2. 中国の経済ショックが与える世界経済への影響

既にみたように、中国経済については、潜在成長率が長期的に低下傾向にあるだけでなく、不良債権問題の顕在化に伴う破壊的な調整を被る可能性を否定できない。このような懸念を踏まえて、本節では中国の経済ショックが与える世界経済へ影響について触れる<sup>7</sup>。中国は世界の GDP や貿易に占める割合を高めている。IMF の統計では、2000 年における中国の世界の GDP と貿易に占める割合は 3%であったが、2015 年にはそれぞれ 13%と 10%に拡大しており（図 7）、また、市場為替レートでみた 2015 年の中国経済の世界の名目 GDP に占める割合は 15.2%となっている。さらに、現在中国で進んでいる投資から消費へのリバランス（図 8）は、中国の輸入性向を低下させることが指摘されている。中国は世界の資源生産量の半分近くを消費しており、中国経済の減速やリバランスは、世界の輸出や生産活動に大きな影響を与えることが伺われる。

図 7 世界の GDP 及び輸入に占める中国の割合

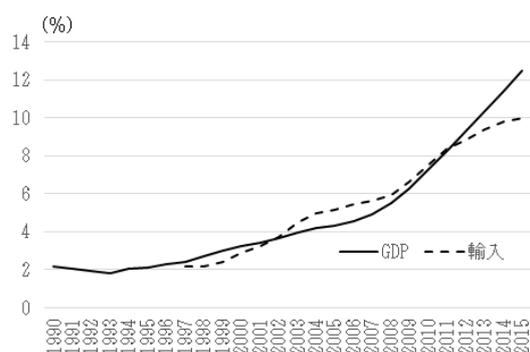
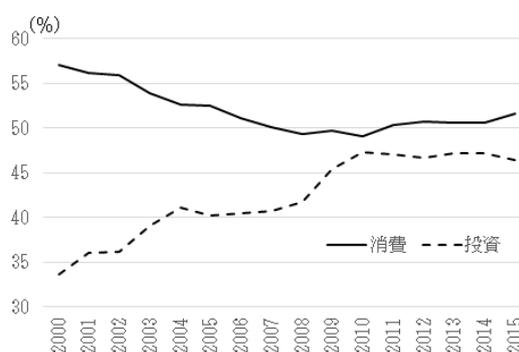


図 8 中国 GDP の消費と投資の割合



(出所) IMF・WEO のデータを下に筆者作成

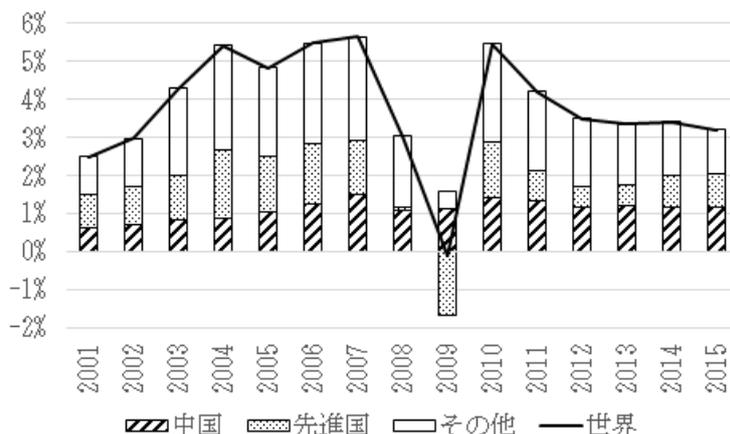
#### (1) 世界の経済成長への中国経済の寄与度

まず、IMF (2016) は、中国の経済成長率は 2000 年代の 10%から現在は 6.7%に低下しているが、世界経済への寄与度は 2000 年代以降概ね 1%程度であり、殆ど変化していないことを指摘している（図 9）。これは、中国の経済成長率が鈍化しているにも拘わらず、中国経済の世界経済に占める割合が上昇していることから、寄与度（＝中国経済の成長率×中国経済の世界経済に占める割合）が低下していないことを示している。2000 年代に 5%で成長していた世界経済は現在 3%程度（2015 年は 3.2%、IMF の 2016 年見通しは 3.1%）に低下しているが、寄与度だけをみると、中国は引き続き世界経済をけん引して

<sup>7</sup> 本節の議論は IMF (2016) と IMF・WEO (2016) から引用している。

おり、世界経済の減速は、主に、EM や途上国の経済の低迷（中国の高い成長率続くと期待して資源開発に過度に依存）と先進国の成長率の減速（世界金融危機の後遺症により投資や生産性の伸びが低迷）によるものといえる。

図9 世界の成長率の寄与度分解



(出所) IMF のデータを下に筆者作成。

## (2) 中国の輸入数量の伸びの低迷の原因

IMF (2016) は、中国の輸入数量の伸びが 2006 年第 1 四半期から 2013 年第 4 四半期の 12%程度から 2014 年第 1 四半期から 2015 年第 3 四半期の 4%程度に減速した要因を、輸出数量、国内投資、国内消費、輸入代替等の要因で分析し、40~50%程度は投資の減速、40%程度は輸出の減速によるものであることを示している。また、様々な指標で確実に進んでいる輸入代替は、この間の変化を説明する大きな要因とはなっていないとする。

この IMF (2016) の分析結果を踏まえると、投資から消費へのリバランスが進んでいることから、投資の減速に伴う 40~50%程度の輸出数量の伸びは戻らないとみられる。一方で、輸出の減少による伸び率の低下は、対外経済が回復すれば、もとに戻ると考えられる。ただし、現在の中国の輸出先の経済の不振は中国経済の成長の鈍化によるものであり、EM、途上国、欧州、日本の成長の低迷が長期化するとすると、中国の輸出数量の減少に伴う輸入数量の伸びの鈍化は長引く可能性が示唆される。なお、最近 2 か月間は輸入総額の減少幅は小さくなっているが、これは中国の建設・不動産投資の拡大と石炭の生産抑制に伴う輸入の増加等が影響を与えているとみられる。ただし、建設・不動産投資はいずれ調整されるとみられること、石炭の中国内の生産は 2017 年には再び増加するとみられることから、中国の輸入の回復は続かない可能性もある。

### (3) 中国の経済ショックの世界経済への波及度合い

IMF・WEO (2016) は、中国経済の世界経済への波及効果について分析している。中国経済の構造改革やリバランスがさらに進展すること、中国経済のハードランディングの可能性も否定できないことを踏まえて、中国経済が世界経済に及ぼす影響について定量的に整理したものと考えられる。

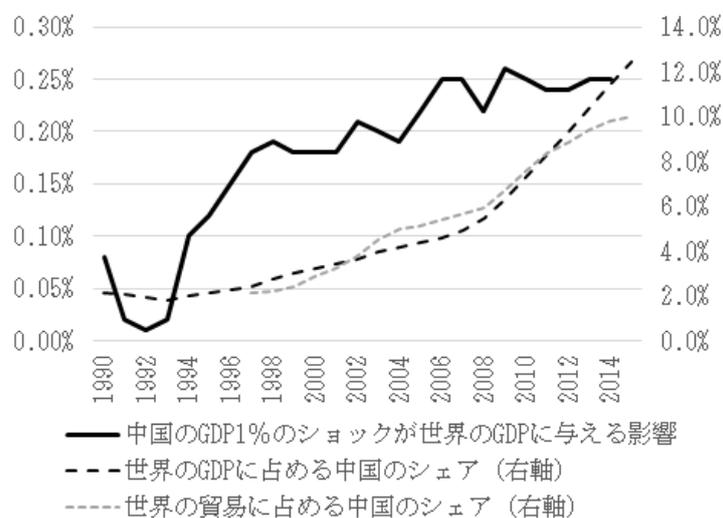
まず、IMF・WEO (2016) は、中国経済のリバランスに伴うメリットとして、中国の生産構造の進化は、他の発展途上国に経済的な好機を作りつつあることを指摘する。IMF スタッフの分析は、賃金の上昇に伴って、中国から幾つかのローエンドの労働集約的セクターが退出し始めており、この結果、他の発展途上国（特にアジアのカンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム）に、こうしたセクターの企業が参入し、中国で増大する消費需要を満たすべくビジネス機会が広がっているとする。中国経済の産業構造の転換が順調に進めば、量的な効果を伴って、低開発国に大きな経済的な好機を創出することになる。

その一方で、中国の構造改革と成長の減速は、マイナスの影響を与えうる。IMF・WEO (2016) は、3つの経路を通じて、世界経済に悪影響を与えるとする。第1に貿易を通じた波及効果、第2に一次産価格を通じた波及効果、第3に金融市場を通じた波及効果である。このうち、第3の経路を通じた悪影響（純粋な金融上の伝播）は現時点ではさほど大きくないが、中国の成長に関するニュースといった、経済の基礎的条件に関するショックの株価や為替への影響は、2015年以降、先進国・途上国双方との間で高まっていると IMF・WEO (2016) は報告している。また、IMF・WEO (2016) は、全体として中国経済の減速に最も深く影響を受ける国々は、第1と第2の経路を通じて影響を受ける国々、すなわちアジア地域のアプライチェーンの中にある国々と一次産品の輸出に依存した国々であるとする。

以上を前提に、IMF・WEO (2016) は、世界経済への波及効果の大きさに関して、一時的なショックと恒久的なショックの2つの分析例を紹介している。まず、Furceri, et al. (2016) の一時的なショックの分析結果である。中国のGDPに1%のショックが発生した時に、世界経済に約0.25%の影響を与えるとする（図10）。この分析結果はGDPや資源消費における中国経済の世界に占めるシェアが大きくなるにつれて大きくなっている。2015年のシェアは13%であるので、中国の経済ショックは、自らの減速で世界経済を0.13%程度低下さ

せ、他国への影響を通じてさらに世界経済を0.12%程度低下させることになる<sup>8</sup>。

図10 中国の一時的な経済ショックが世界経済へ与える影響



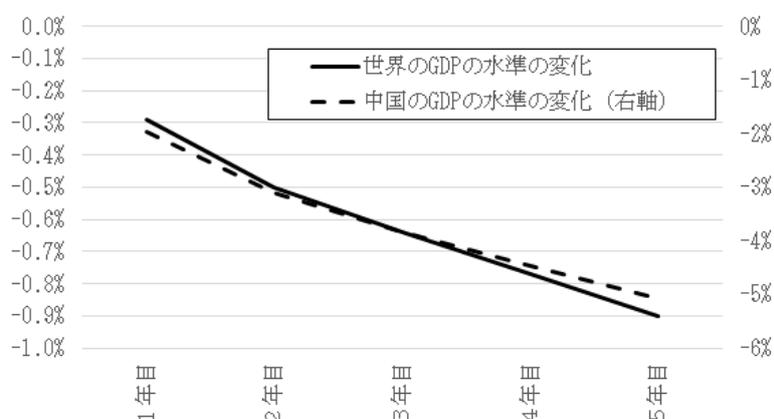
(出所) IMF・WEO (2016) のデータを下に筆者作成

次に、恒久的な経済ショックに関する Dizioli, et al. (2016) の分析をみる。中国のGDPの水準が5年間で5%低下した（中国の経済成長率が毎年1%ずつ低下した）とすると、その結果、世界のGDPは0.9%程度低下するとする（図11）。中国のシェアを13%とすると、中国のGDPの低下は0.65%程度世界のGDPを押し下げる。これに加えて、波及効果を通じて、0.25%程度他の国々の経済の水準を低下させることになる。IMF・WEO (2016) は、最も大きな影響を受けるのは原油輸出国で1.2%ポイント程度低下し、また、アジアEMは0.35%ポイント、日本は0.3%ポイント、ラテンアメリカ諸国は0.25%ポイント程度低下し、一方でアメリカは原油価格の下落の恩恵から0.05%程度GDPが拡大するとする。原油輸出国は、経済の多角化が進んでいないことから、中国の

<sup>8</sup> Blgrave and Vesperoni (2016) は、中国のGDPに1%の一時的な経済ショックが発生した時の各国の輸出（外需）への悪影響について、アジア諸国は0.9%ポイント、資源輸出国は0.75%ポイント、日米等は0.5%ポイント、欧州諸国等は0.15~0.2%ポイント程度、それぞれ輸出の伸びが減速するとする。また、Kolerus, et al. (2016) は、中国の製造業の生産に1%のショックが生じると、一次産品価格に有意にマイナスの影響が生じていることを確認している。このように輸出や一次産品価格へのマイナスの影響を通じて、中国経済の減速は他国経済に負の波及効果を及ぼすこととなる。

原油輸入の減少・世界経済の減速に伴う原油価格の下落を通じて、最も影響を受けることとなるとみられる。

図 11 恒久的な 5 年間で 5% の GDP の水準の低下の世界の GDP への影響



(出所) IMF・WEO (2016) のデータを下に筆者作成

いずれのケースも、中国の GDP への 1% の経済ショックは、世界の GDP に 0.2% 程度の影響を与えることが示されている。恒久的な影響は中国の潜在成長率の減速の各国への波及効果を考える上で有益であり、また、一時的な影響は中国のハードランディングへの備えとして重要な示唆を与えるものであり、波及経路の分析を含めて、さらに研究が進むものと考えられる。

### 3. 3. 銀行の不良債権問題、企業の過剰債務問題、企業の破たん処理問題

本節では、中国経済が抱える最大の懸念材料である、銀行の不良債権問題、企業の過剰債務問題、企業の破たん処理問題について取り扱う<sup>9</sup>。IMF (2016) 等の分析には公的セクターとしての国有企業の債務の大きさに過大評価の面はあるが、この問題に適切に対処できるか否かが、中期的に中国経済が破壊的な調整を回避できるか否かに関する決定的に重要なポイントとなる。

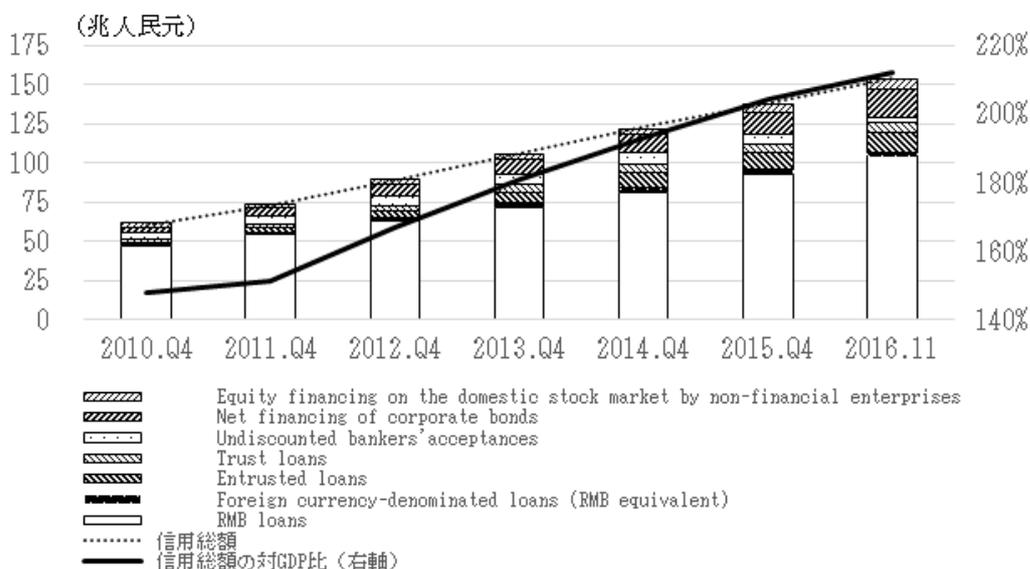
#### (1) 銀行の不良債権問題

信用の伸びは、高水準で、かつ信用の伸びは加速しており、名目 GDP の伸びの 2 倍となっている。その結果、既に高い非金融民間融資の GDP 比は急速に上昇しており (図 12)、これは主に企業向け債務の伸びによるものである。信用の伸びのトレンドからの乖離 (融資ギャップ) は、潜在的な危機の主要な指標

<sup>9</sup> 本節の議論は、主に IMF (2016) を下に整理している。

であるが、IMF（2016）の分析では GDP 比で 20～25% となり（図 13）、他国の経験からも高水準となっている。また、既にみたように、BIS（2016）は、融資ギャップの水準を 31% と報告している。成長率を上回る信用の拡大は、融資配分の効率性の悪化、ガバナンスの低下、支払い猶予の拡大、予算制約の緩みを反映している。急速かつ非効率な信用拡大の潜在的な損失は大きく、2016 年 4 月の IMF・GFSR（2016）は、銀行融資の潜在的な損失額を GDP の 7%、シャドールーピング等を含めると GDP の 10% と推計している（第（2）節参照）。

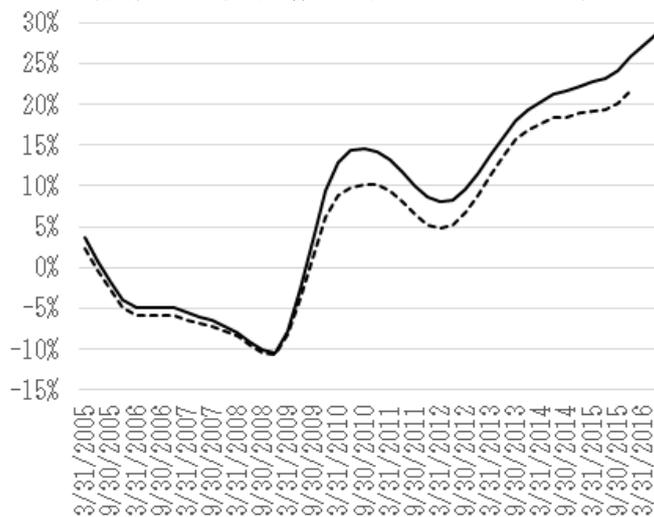
図 12 信用総額の絶対額及び対 GDP 比の推移（%）



所) 人民銀行 HP データを下に筆者作成

(出)

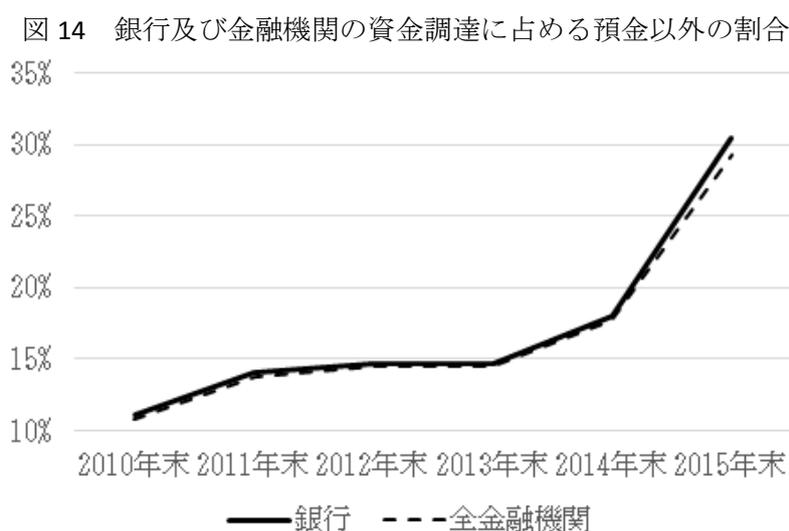
図 13 融資ギャップの水準 (GDP 比、%)  
(破線：地方政府金融プラットフォームを除く)



(出所) IMF・GFSR（2016）のデータを下に筆者作成

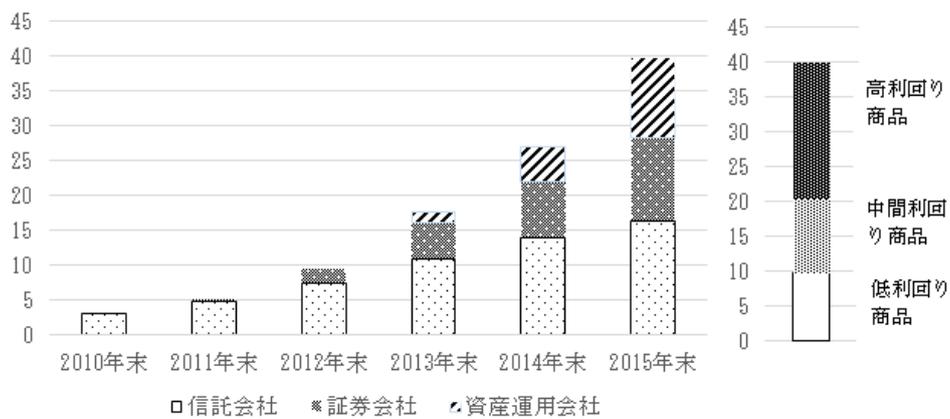
信用の伸びの拡大につれて、中国の金融システム自体も巨大なものとなり、増大を続けている（銀行資産は世界最大、株式市場は世界第2位、債券市場は世界第3位）。また、レバレッジ、連動性、不透明性を高めている。近年の急速な信用の伸びの背後には、複雑な銀行とノンバンクのネットワーク、投資商品の激増がある。IMF（2016）は、金融商品の革新は金融機能を向上させる一方で、規制の隙間も反映しており、監督者が発生しつつある脆弱性を付きとめることを困難にし、各市場を超えた悪影響の伝播の潜在的な可能性を高め、景気後退期における金融上のストレスを増幅しうるとする。

IMF（2016）及びIMF・GFSR（2016）は、各資産や仲介手段を超えた結びつきが高まりは、様々な経路を通じて観察されるとする。具体的には、①銀行バランスシートが急速に拡大し（2015年にGDP比22%ポイント上昇）、負債面で預金以外の資金調達手段への依存度が上昇している（図14）、②シャドバンク商品が急速に拡大しており、かつ、シャドバンク商品は高利回り商品が多い（図15）、③小規模の銀行は、販売等を通じて、よりシャドバンク商品への関与の度合いが高い（図16）、④銀行間市場の有担保レポ借入が急速に増加し、小規模銀行が資金の受け手になっており（図17）、銀行の資産のうち他の金融機関への債権がGDP比で2010年の5%から26%に拡大したことが確認されている。このように、とりわけ中小の銀行は、高利回りのシャドバンキング商品への関与に伴うオフバランス取引の増大でレバレッジを高め、インターバンク市場での借入を増やして調達・運用の期間のミスマッチを拡大させており、古典的な取付けにつながりかねない不安要因を蓄積している。



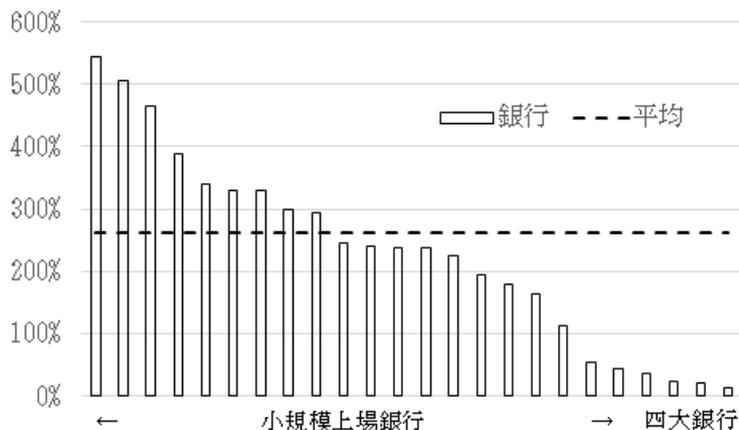
（出所）IMF・GFSR（2016）のデータを下に筆者作成

図 15 シャドールンク商品の推移（兆人民元）



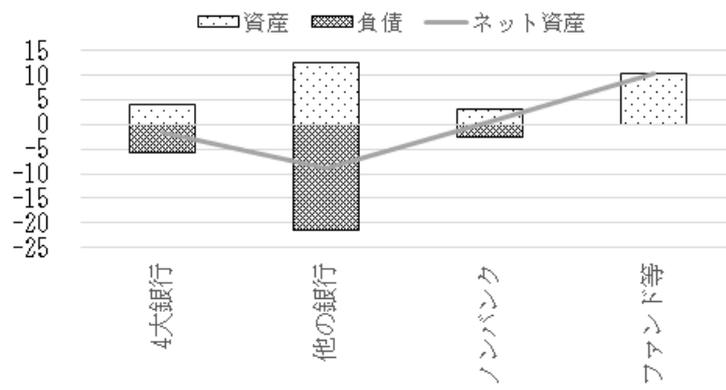
（出所）IMF・GFSR（2016）のデータを下に筆者作成

図 16 シャドールンク商品の資本バッファーに占めるシェア



（出所）IMF・GFSR（2016）のデータを下に筆者作成

図 17 銀行間の有担保レポ市場（兆人民元）



（出所）IMF・GFSR（2016）のデータを下に筆者作成

## (2) 企業の過剰債務問題

既にみたように、GDPを上回る信用の急速な拡大から、中国の銀行の融資ギャップの水準を、IMF (2016) は20~25%、BIS (2016) は31%としている。これに対して、企業のバランスシートから、中国全体の銀行の不良債権に伴う損失の水準を分析したのが、2016年4月のIMF・GFSR (2016, 2) である。IMF・GFSR (2016, 2) は、中国の上場企業等2871社に関して、利払い・税引き前の収益(EBITDA)が支払利息に満たない企業は590社に上っていること、この低収益の状況の連続性は高いことから、590社をリスクのある企業と仮定して、リスクのある借入のセクター別の割合を求めている(表4)。リスクのある企業の借入(不良債権)は、全セクターで上場企業等の2.775兆ドルのうち14.1%を占めている。

表4 上場企業等に占めるリスクのある借入の割合

	企業数	総借入 (十億ドル)	リスクのある 企業数	リスクのある 企業の総 借入 (十億ドル)	リスクのある 借入割合
全産業	2,871	2,775	590	392	14.1%
鉄鋼	72	115	28	45	39.3%
鉱山業	52	135	15	48	35.2%
流通	321	157	73	55	35.1%
建設資材	43	60	9	12	19.8%
輸送	104	152	10	28	18.1%
製造業	1,231	502	240	89	17.6%
不動産	407	851	100	96	11.3%

(出所) IMF・GFSR (2016) のデータを下に筆者作成

銀行はリスクの高いセクターにより多く融資している。このため、上場企業等のセクター別のリスクのある借入割合を、セクター別の銀行融資残高割合に置きなおして、銀行全体のリスクのある借入比率を求めると15.5%となる。IMF・GFSR (2016, 2) は、銀行の総融資8.1兆ドルに15.5%を乗じて、さらにロス率を6割と仮定して、7560億ドル(GDP比6.9%)が銀行の潜在的な損失額とし、さらに、政策金融機関やシャドバンキング商品を含めると、GDPの10.4%相当が潜在的な損失額とする。第2.3節(3)で不良債権問題が顕在化し

た場合の IMF（2016）の公的債務残高の見通しはこの数字を用いたものと考えられる。

中国の非金融企業部門は、公共事業を推進する公的セクターを構成すべき企業を含んでおり、債務残高の水準自体に過大評価の可能性があるが、それでも、第 3.4 節でみるように、国有企業は膨大な資産を有している一方で、収益性が劣っており、資源配分の歪みを生じさせていることは間違いない。早急な対応が必要である。

### （3）対応策

日本における経験を振り返っても、不良債権問題を放置して長引かせると、潜在的な自己資本の毀損を通じて融資が抑制され、金融機能が十分働かなくなりかねない。また、ゾンビ企業の存続を通じて資本や労働の効率的な配分が阻害される。資金、資本、労働力の非効率な配分により、萌芽状態にあるイノベーション技術も生かせなくなる。結果として、経済全体の生産性の伸びが抑制され、所得や消費の伸びも低迷することになりかねない。

IMF（2016）は、1990 年代の中国を含む国際的な経験は、企業債務の構造的な問題の取り組みには包括的なアプローチが必要であるとする。それを欠いては、現在の債務株式交換といった個々の取組みも失敗に終わるとする。マクロ的な不良債権問題への取組みは、個人、企業、都市、銀行、投資家、地域に広く横断的に影響を与えるものであり、まず、政治的に高いレベルでの決断を必要とし、十分なスタッフの下、政策形成と対話に関する明確な権限を持った高いレベルのグループを結成する必要があるとする。

IMF（2016）は、中国はこれまで破産制度を積極的に活用してこなかったが、今後は、政府の暗黙の保証や補助金を打ち切り、破産制度を通じて損失を企業や個人に注意深く配分することを通じて予算制約の厳格化を図り、投資家がより正確にリスクに価格付けを行い、時間をかけて信用配分を改善する方向に向けて改革を進めていくことを勧めている。

具体的な対応としては、持続可能な企業と持続不能な企業の選別を行うこと、持続不能な企業に関する損失の規模を確定させること、傷ついた資産に関する損失の配分を行うこと（必要な場合には政府資金を用意すること）、これまで実際には活用されてこなかった企業の破産法制を透明かつ公平に運用すること、ディストレス市場を育成して銀行等から切り離された不良債権を処理す

ること、リストラされた労働者への支援策と新規雇用に向けた国有企業に独占された事業分野の民間開放を推進すること等が必要となってくるとする。

IMF スタッフの分析では、不良債権の温床となっている過剰生産能力セクター（アルミ、セメント、石炭、建設、ガラス、鉄鋼）で 800 万人（総雇用者の 1%）近い雇用の潜在的損失が見込まれている。毎年 1000 万人以上の新規雇用が都市部で創出されていることにかんがみると、さほど大きな数字ではないようにみえる。しかしながら、過剰生産能力セクターを抱える地域は北東部や西部の省に偏っていること、これまで暗黙の保証を受けていた企業は国有企業とその周辺が多いとみられること（社会保障や福利厚生面を含めて優遇されてきた労働者が多いとみられること）、石炭産業等の労働者は他の産業への移行が容易ではないこと等から、過剰労働者支援策は、一定程度の混乱を伴うものと考えられる。

#### （参考）過剰生産能力の削減

中国の李克強首相は、2016 年 3 月の全国人民代表大会で「過剰生産能力の解消」を目指すと宣言し、鉄鋼生産能力（生産能力 12 億トン）は 2016 年から 5 年間で 1 億～1.5 億トン、石炭生産能力（生産能力 57 億トン）は 3 年から 5 年間で 5 億トン以上、それぞれ削減する目標を立てた。2016 年の目標は鉄鋼 4500 万トン、石炭 2.5 億トンとされる。過剰生産能力の削減に伴う 180 万人の失業者の発生を見込み、1000 億元の対策資金を準備している。

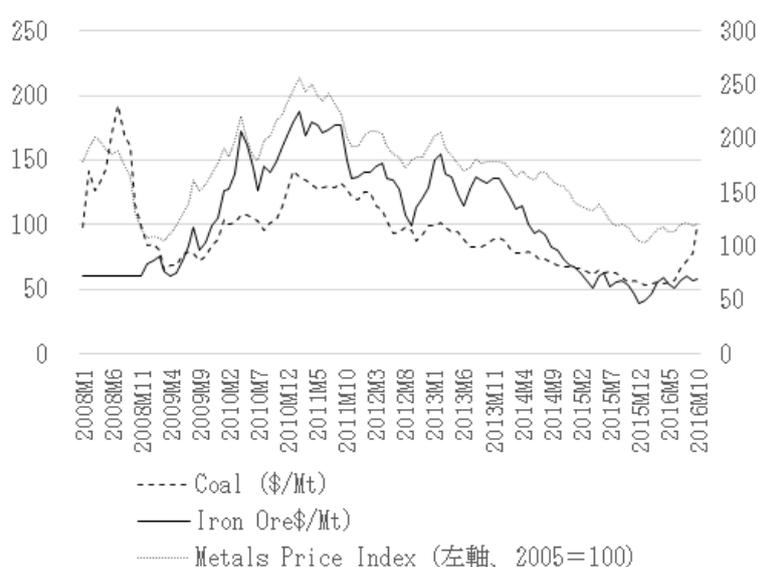
中国の過剰生産能力は、国内需要の低下から輸出に向かい、国際的な懸念を高めている。こうした国際的な懸念を踏まえて、2016 年 9 月の G20 では、鉄鋼生産に関する主要国が参加する鉄鋼フォーラムの設置を行い、世界的な鉄鋼過剰生産の過剰を話し合うこととした。中国政府は、10 月のパリの設立準備会合は欠席したものの、11 月には北京において設立準備会合を主催した。

中国政府は、IMF（2016）の中で、IMF の見解に対して、①政府は、石炭・鉄鋼産業に関する国有ゾンビ企業のリストは準備しており、生産能力削減はこれらの産業では進んでいること、②労働者の再就労を支援するリストラファンドについては、約 3 分の 1 の 300 億元は既に能力削減を約束した各省に配布されている等、支出は始まっていること、③プロセスは、数量の評価を困難なものとする複雑な企業構造（親会社、子会社、関連会社の間で、バランスシートや資産保有に重複がみられる等）のため、必然的にゆっくりとしたものとなること、について説明している。

鉄鋼と石炭の生産能力の削減は、一定程度進展があるとみられるが、生産量は不透明感が漂っている。

石炭については、最近の報道によると<sup>10</sup>、多くの企業が古い炭鉱の閉鎖に踏み切り、2016年の生産能力削減目標の8割を達成したとされる。年間の操業日数は削減されており、1から9月の石炭の生産量は前年同期比で1割減少した。一方で、輸入は15%増加し、発電用石炭の在庫は前年同期の半分程度まで落ち込み、需給が逼迫している。足元の価格は年初に比べ1.5倍以上の水準まで高騰しており（図18）、石炭を大量に消費する電力や鋼材の価格が上昇することが見込まれる。これに対して、政府は、物価の安定に配慮して、生産量の抑制を緩め始めた。10月から環境や安全対策などの条件を満たした炭鉱について、年間276日を上限とする操業制限を緩めるとともに、国内の石炭大手22社に早急な増産を命令した。物価の安定を狙って供給拡大につながる政策をとれば、中国経済の課題である生産能力の削減は進まない可能性が指摘されている。また、石炭価格の上昇が続くと、オーストラリア、インドネシア、カナダ、南アフリカの増産が予想され、再び供給過剰に戻る懸念もある。

図18 石炭価格、鉄鉱石価格、金属価格指数の推移



(出所) IMF のデータを下に筆者作成

<sup>10</sup> 日経新聞 10月26日国際面記事、FT誌 10月25日4面記事等参照。

鉄鋼については<sup>11</sup>、2016年2月以降の生産量は伸びている。また、関係22省のうち、生産の削減にむけて顕著な進展がみられるのは4つの省だけとされる。また、経営統合・再編策も表面を取り繕うようなものが多いとの指摘がみられる。さらに、北京や上海等の大都市での住宅着工需要が旺盛なステンレスは生産能力が増強されている。

このように、中国政府の過剰生産能力削減の動きは、老朽化設備の一定の削減は進んでいるものの、生産量の抑制には限界が認められる。中国の石炭の増産や建設投資の減速が進めば、ようやく上昇に転じた卸売物価上昇率に対しても下押し圧力が高まる可能性も否定できない。また、IMFの8月時点の石炭価格、鉄鉱石価格の推移の見通しは2017年に向けて弱含むとしており<sup>12</sup>、生産能力余剰問題の解決には時間がかかるものと考えられる。

### 3. 4. 国有企業改革、コーポレートガバナンス改革の遅れ

#### (1) コーポレートガバナンスが機能しないことの弊害

IMF・GFSR (2016) は、第3章で、「EM諸国におけるコーポレートガバナンス、投資家保護、金融安定」について、以下のように論じている。

- ・ コーポレートガバナンス（企業統治）の改善は、厚みのある流動性の高い資本市場を形成することを通じて、経済ショックを緩和する能力を高める。企業統治の向上は、株式市場の効率性を高め、外的なショックの株価への影響を抑制し、株価の暴落の可能性を低下させる。具体的には、EM諸国で企業統治の指標の数値が最低レベルと最高レベルのケースを比較すると、世界的なショックが個別企業に及ぼす影響が平均して5割低下する。
- ・ 企業統治と投資家保護が充実している国や地域では企業のバランスシートはより健全であり、特に、ガバナンスのしっかりしている企業では短期負債比率と破綻確率は総じて低く、より長期の借入を行うことが出来る。これにより、資金供給の枯渇を乗り切る力が高まり、金融システムの安定にもつながる。

---

<sup>11</sup> 日経新聞 10月14日朝刊記事、The Economist 誌 10月22日号 China 面記事参照。

<sup>12</sup> IMF ホームページの IMF Primary Commodity Prices の Price Forecast を参照。  
<http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>

- ・ 企業統治の向上のための政策提言として、①企業統治の強制力と実効性を高めるためにも、すべての新興市場国・地域は関連する法律、規制及び制度的な枠組みの改革を続けるべき、②大半の新興市場国・地域においては外部投資家、特に少数株主の権利の強化に引き続き努めるべき、③ディスクロージャーの要件を、国際的な最良慣行のレベルにまで引き上げることが多くの新興市場国・地域で必要であり、また、取締役会の独立性強化を推進することも有益である。

## (2) 中国国有企業の現状

中国の国有企業は、純然たる公的プロジェクトを実施している企業も含まれており、そうした企業は公的セクターとして切り分ける必要があると考えられるが、一方で、その収益性・効率性の低さと銀行融資の大きさから、銀行セクターの不良債権の半分以上を占めているとみられ、国有企業改革は、巨大な国有企業を市場の規律付けに服させ、経済全体の効率化を図る上で避けて通ることができない最も重大な構造改革の一つである。IMF や世界銀行等からの指摘を受けて、中国政府も国有企業改革を発表しているが、発表の内容に見合った改革の実施が重要である。予算制約を厳格化し、債務の大きな国有企業を再建し、国有企業が優位にあるセクターでの競争を強化することが焦点となる。

IMF・GFSR (2016) は、中国国有企業は、資源配分の誤りや金融安定リスクにつながるコーポレートガバナンスの課題に直面しているとする。中国の国有企業は、表5に示したように、他国に比べて、資産規模が大きく（GDPの176%）、市場価値も大きい（GDPの45%）。また、過剰債務が指摘される足元の状況をみると、資産規模の大きさに比べて純利益のGDP比は3%と小さく、他国の国有企業より収益性が劣っていることが確認できる。

表5 国有企業の主要指標の各国比較（GDP比）

国	売上収入	純利益	資産規模	市場価値	上記10社のシェア
中国	35	3	176	45	91
ブラジル	12	2	51	18	50
インド	16	4	75	22	59
インドネシア	3	0	19	12	69
ロシア	16	3	64	28	81
南アフリカ	2	2	3	1	2

(出所) IMF・GFSR (2016) を下に作成

国有企業は中国の経済生産の2割を生み出しているにすぎないが（脚注6参照）、企業部門の銀行融資及び総資産のそれぞれ5割、4割を占めている。中国企業の損失の5割は国有企業によるものである。政府から補助金が支給されており、実際の損失はさらに大きいものと考えられる。この結果、生産性はTFPでみて民間企業の4割程度となっている。

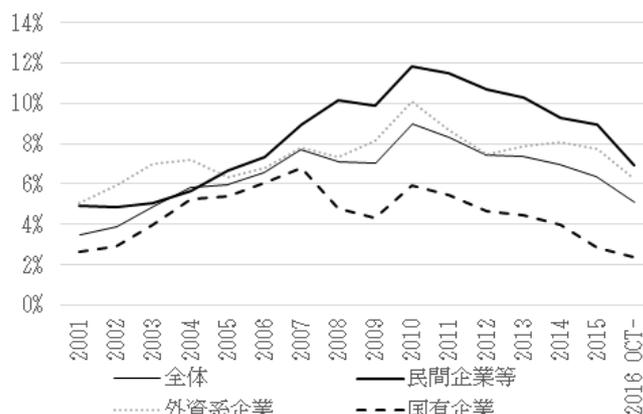
表6 中国の国有企業のシェアと収益性・効率性

銀行融資に占める割合	50%程度
企業総資産に占める割合	40%弱
企業損失に占める割合	50%程度
株価収益率（ROE）	10%弱
TFP（対民間企業比）	40%弱

（出所）IMF・GFSR（2016）より作成

国有企業は、民間企業や外資系企業に比べて総資産利益率が低く（図19）、かつレバレッジが高い（表7）。民間企業は、世界金融危機以降レバレッジを低下させてきたが、国有企業はレバレッジが上昇・横ばいとなっている。

図19 中国企業の総資産収益率の推移



（出所）国家統計局のデータを下に筆者作成

表7 中国の国有企業と民間企業のレバレッジの比較

中国企業のレバレッジ（借入÷自己資本）（2015年）

民間企業	100%弱
国有企業	170%程度

（出所）IMF・GFSR（2016）を下に作成

国有企業は、政府の規制や助成により買収や破たんを通じた規律付けが働かないとされる。倒産が頻繁に起きる民間企業と異なり、支払い不能に陥った国有企業の債務はこれまで救済が続けられている。この結果、中国の国有企業の株価は企業固有の情報より市場全体の動きと連動しており、政府の暗黙の保証はモラルハザードと過剰債務、ゾンビ企業の存続につながっているとされる。

### (3) 中国国有企業改革の状況と IMF の評価

2013 年 11 月の三中全会で、現在の中国政府の政策運営の基本方針としての三中全会の決定が示され、その中で、混合所有制は維持しつつも、市場に経済における決定的な役割を担わせるとの方針が示され、国有企業改革を含む経済構造改革の進展に期待が寄せられた。しかしながら、その後、改革の内容や方向性がなかなか示されないまま、IMF の 2015 年の対中国審査報告書では国有企業改革への取組みの遅れが指摘された。

2015 年夏の株式市場の混乱の後によく公表された 2015 年 9 月の国有企業改革の深化に関する指導意見では、国有企業を商業ベースのものと社会機能のものに分類分けすること、混合所有制の中で民間等の資本の参加を呼び込むこと、独占を排して競争を導入すること、取締役会の機能強化やプロの経営者の育成を進めること等が打ち出された。しかしながら、混合所有制の下で株式公開は限定的に実施されるにすぎないこと（実施しないよりは透明性は高まるが、市場の規律付けには程遠いこと）、国有企業に公的な役割を担わせる可能性を残したこと、地方政府所管の国有企業の改革が含まれていないこと、共産党の関与の強化が市場の役割と矛盾すること等の問題点が認められる。

2015 年末からは供給サイドの改革が打ち出され、過剰生産能力の削減とともに、国有企業の合併・再編、債務・株式交換、破産・清算、経営・人事改革等について順次新たな施策が検討・公表されている。

IMF (2016) は、コーポレートガバナンスに関して、経営者のインセンティブを多数及び少数の株主の利益に揃えること、経営者と取締役会の適切な距離を確保すること、社会的機能などのコアでない目標を取り除くことが重要であると。また、国有企業の主要な決定に関する国家の究極的な役割に関して曖昧さが残っていることに懸念を示し、国有企業に関する暗黙の保証を段階的に取り除き、予算制約を厳格化すること、債務の大きな企業を精査し、再生不

能なもの退出させること、国有企業が優先されているセクターで競争を強化することを求めている。

#### (4) 中国政府の国有企業改革に関する認識と報道からみた改革の遅れ

こうした IMF の指摘に対して、中国政府は、国有企業改革の進展を主張している。IMF (2016) の中で、中国政府は、①国有企業に対する暗黙の支援は段階的にほぼ取り外され、民間企業とイコールフットイングで競争するようになっている、②想定されている国有企業の混合所有制改革は、プロフェッショナルな経営を取り込み、コーポレートガバナンスを強化し、効率性を改善するために民間の参加を呼び込むこととしている、③新たな成長分野への資本強化の許可手続きを、3分の1程度削減することにより、参入を促進したい、とする。

しかしながら、最近の報道をみると、中国政府の国有企業改革の遅れは顕著である。多くのエコノミストは、市場に決定的な役割を担わせるとした三中全会の決定は反故にされたと失望している。一部には、共産党の人事と結びついた国有企業改革は極めて難しいとの指摘もある。

民間企業のイコールフットイングについては、11月19日付の *The Economist* 誌の記事は、中国の国有企業と民間企業間の金利差は、格付けをそろえて比較すると解消されているようにみえるが、それは表面的なものにすぎないと指摘する。国有企業は地方政府から多くの補助金や制度的な保護を受けている。仮にこうした暗黙の保証がないものとしてバランスシート面だけから国有企業を評価すると、格付けは低下する。この格付けの低下分だけ、国有企業の金融市場における調達金利は、民間企業のそれより優遇されていることとなる。*The Economist* 誌は、政府の暗黙の保証がなければ、国有企業の毎年の金利は、中国本土であれば5%が10%以上に、海外であれば2%が3.5%に跳ね上がるとする。

外国企業のイコールフットイングについては、10月1日付の *The Economist* 誌の記事は、中国政府の政策を批判している。2015年1月の世界経済フォーラムで李克強が海外の投資と中国企業を同等に扱おうと述べ、10月には新外国投資方法が施行され、表面上は許可から届出ベースに移行し、ネガティブリスト化も図られるものの、実際は殆ど変更はなく、合弁や技術移転を前提とし、利益の送還も制限されている。許可が残り、役人のムラっ気や汚職が続くとし、国内企業とのイコールフットイングは何もないと指摘している。このため、欧州

商工会議所は、中国の欧州への投資を規制すると警告している。The Economist 誌は、海外の多国籍企業は中国への投資に熱心ではなくなっており、中国の指導者の口約束は政策の方向性への不確実性を高め、信頼性を損なうとの中国専門家の見解を紹介している。

取締役会の機能強化とプロフェッショナル経営者の育成等の企業制度の改革に関しては、2016年7月に、国有資産管理行政委員会は、共産党人事局に代わって取締役会が国有企業の役員を任命するプロジェクトを拡大する方針を示した。しかしながら、7月4日付のFT誌の記事は、①今回の措置は国有資産管理行政委員会が監督する112の国有企業のうち数社のみにも適用なされるすぎず、市場アナリストは、市場に決定的な役割を担わせるとした2013年の三中全会の決定以降、改革のペースが遅いことに失望していること、②国有資産管理行政委員会は、国有企業の重要な決定は内部の共産党委員会の了解が必要となる旨発表しており、これらの政策は、企業のコーポレートガバナンスの強化に関して矛盾をはらんでいること、を指摘している。

国有企業が大きな割合を占める社債市場に関する格付けに関して、7月29日付のFT誌の記事は、社債の99.5%を投資適格債としている中国の格付会社の格付けは信用できず、投資ファンドは自らの格付けを作成し、活用していると報じている。その上で、中国企業の透明性の欠如と地方政府の債務不履行の懸念があること、中央政府から地方政府又はそのLGFVsへの暗黙の保証の有無への見解が割れていること、人民元がドルに対して減価していること等が、外国人投資家にとって中国への社債投資への足かせとなっているとする。

銀行セクター（国有の銀行が殆ど）の融資行動に関して、10月20日付の日本経済新聞朝刊社説は、『中国人民大学の聶輝華教授は「今、銀行は2分野にしかお金を貸さない。不動産プロジェクトと、国有企業を含む政府プロジェクトだ」と指摘する。習近平国家主席がすすめる「反腐敗」運動にともない、銀行は民間企業むけの融資で問題が起きれば規定違反や横領の疑いで調査を受けかねない状況にある。だが国有企業むけなら仮に焦げ付いても「国有経済の発展を支持する」と宣言すれば済むという』と報じており、成長の原動力となっている民間企業は、銀行融資においてクラウディングアウトされていることを指摘している。

このように、報道をみていくと、国有企業と民間企業・外国企業とのイコルフットイングは殆ど進展しておらず、国有企業への共産党の介入は維持され、金融・資本市場は国有企業に有利となるように歪められていることが確認できる。本来あるべき国有企業改革は、中央・地方政府の関与する企業セクタ

一を最低限まで絞り込み、残りは民営化を図り、金融・資本市場の規律付けに服させることが不可欠である。1990年代前半の朱鎔基首相の厳しい国有企業改革の時期に比べて、民間企業セクターの急速な発展に伴い、中国政府の危機意識は低いとみられる。共産党の強化という現政権の方針と相まって、少なくとも2017年秋の共産党の時期体制に関する人事が固まるまでは、国有企業改革の進展は期待できる状況にはないと考えられる。

### 3. 5. 金融システムの問題

不良債権が増加し、銀行融資の5割を占める国有企業のコーポレートガバナンスが機能していない中で、銀行市場及び金融・資本市場による規律付けが極めて重要であるが、残念ながら、共産党の強い関与の下、銀行運営や監督行政には収益性・効率性と共産党・公共性への配慮の間の利益相反がみられる。また、政府の国有企業への暗黙の保証により金融・資本市場に歪みが生じている。一部民間への銀行免許の付与は行われているが、全体として金融システム改革は進んでない。そうした中で、中小企業は、自らの収益の範囲内で事業の拡張を図るか、シャドバンクから高い金利で融資を受ける他なく、最近では民間企業への融資にクラウドファンディングアウトすら発生していると報じられている。The Economist 誌は、2016年5月7日の特集で中国の金融システムについて検証を行っている。その中の主な議論を拾ってみると、以下の通りである。

- ・ 銀行家は、銀行頭取であるとともに、共産党の書記でもあり、社会の安定性と市場の効率性がぶつかる局面では党の意向に従って前者を優先する。銀行家は共産党に従う政治的義務がある。また、銀行家と監督当局幹部は党官僚としての地位を維持しながら、銀行間・銀行監督当局間を行き来している。欧米でも利益相反の回避は部分的しか機能していないが、中国では全面的にエリートが融合され、国家の繁栄の実現という共通の目標に向けて監督当局と銀行家は共に働くものとされている。
- ・ しかしながら、共産党が管理していることは、物事が管理されていることを意味しない。企業を通じてシャドバンキングが拡大しており、規制当局との追いかっけこになっている。
- ・ 共産党の性格自体が問題であるとみるものもある。2015年の取り下げられた世銀のレポートは、3つの監督当局の機能（市場の健全な育成、銀行機関の監督、危機時の企業の救済）は共産党の介入によりずたずたにされていると指摘していた。レポートは共産党の介入は市場経済と並立しないとす

る。金融規制の修復は困難である。共産党は、銀行が適切に競争し、人民元の管理をやめ、企業を破産させることを認める必要がある。市場が機能することを認めることに他ならない。この移行は不安定化をともなうことは間違いない。多くの中国人は地方政府や国有企業が破たんすることはない、共産党が債務を借り換えさせ続けると信じている。

- ・ 破たんを認めることが唯一の解決策であるが、反動が大きい。2016年は小さな国有企業の返済不能が生じており、地方政府レベルの国有企業は救済を受けられるとは言えなくなっているが、大規模の国有企業の破たんが認められると信じている人はいない。共産党は依然として力を保持している。

前節でみたように、銀行（殆どは国有企業）の最近の貸出は公共事業プロジェクトや不動産事業に偏っているとされ、また、暗黙の保証により国有企業に高い格付けが与えられ、社債等の発行条件や株式上場が優遇されるなど、中国の金融システムは市場メカニズムの規律付けの機能を十分果たすことが困難な構造となっている。1990年代の日本や世界金融危機後の南欧諸国にみられるように、金融機能が十全に働かないことは、経済成長に極めて深刻な影響を与えかねない。

### 3. 6. 経済格差と再分配の問題

北浦（2015）は、中国経済が今後先進国の所得水準に向けてバランスのとれた成長を続けるには、経済格差を解消して、国民全体の底上げが必要であることを指摘した。本節では経済格差について論じる。

中国では、目覚ましい経済発展により絶対的貧困率（2011年の購買力平価でみて1日1.9ドル以下で生活する人口の割合）は急速に低下した一方で（図20）、農村部、都市部での所得格差はそれぞれ拡大した（図21）。中国全体のジニ係数は、2000年代半ば以降の農村部、都市部での格差拡大の頭打ち、地域間格差の縮小等により、若干ではあるが、公式統計では低下傾向にあるとされる（2013年47.3%、2014年46.9%、2015年46.2%）。一方で、Atkinson（2015）によると、中国の所得格差は、世界でも南アフリカ、インド等とともに最高（最悪）の水準にある。国連大学世界開発経済研究所（UNU-WIDER）の公表データをみると、統計の連続性はないが、ジニ係数は、1970年代の20から上昇続け、2012年には48という高い水準となっている（図22）。

図 20 絶対的貧困率

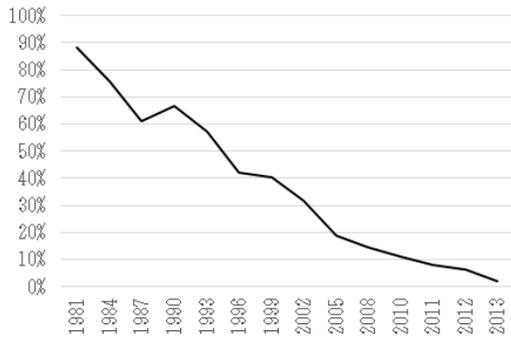
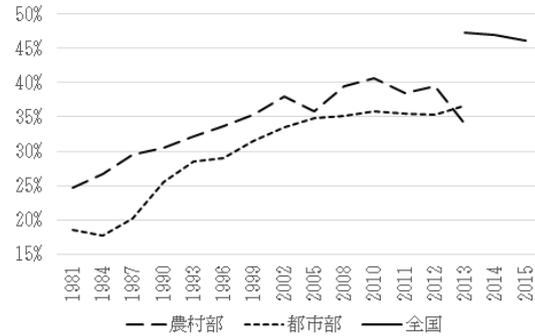
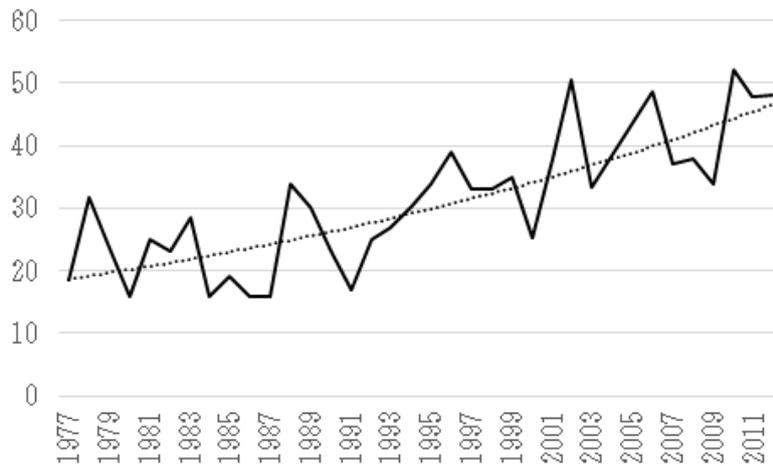


図 21 農村部・都市部の所得のジニ係数



(出所) World Bank PovcaslNet、中国国家统计局のデータを下に筆者作成

図 22 中国のジニ係数の推移 (点線はトレンド)

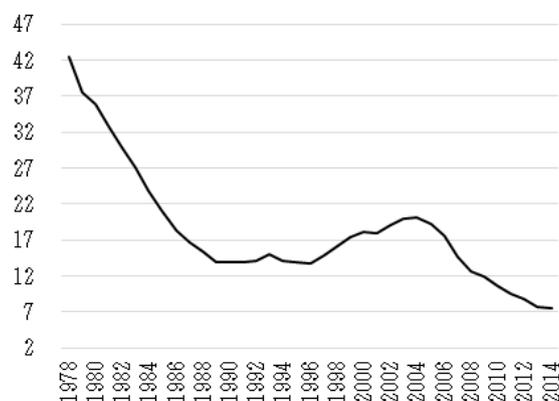


(出所) World Institute for Development Economics Research の HP データを下に筆者作成

また、10月1日のThe Economist誌は、中国の地域間の所得格差の縮小は停滞していることを指摘している。同誌は、図23に示されるように、①1970年代以降は、開放改革によりまず貧しかった湾岸部が発展することで地域間格差は縮小し、1990年代以降に地域間格差は横ばい又は若干拡大したが、最近では、資源開発や地方のインフラ開発で縮小してきたこと、②今後について、サービスへの移行で成長への楽観論はあるものの、内陸部の成長はより減速し、格差縮小は止まった可能性があること、③2007年は全ての省が上海との格差を縮めたが、2015年は3分の1だけとなっていること、④省直轄都市間の所得格差は依然として大きいこと(図24参照)、を報告している。また、The Economist誌は、こうした格差是正の低迷の理由として、①資源価格の下落、②政策の誤り(住宅ブームとその崩壊、投資の激増と無駄なインフラ整備)、③内陸部の生産のネットワーク効果の不足(重慶市、成都市は例外)を指摘し

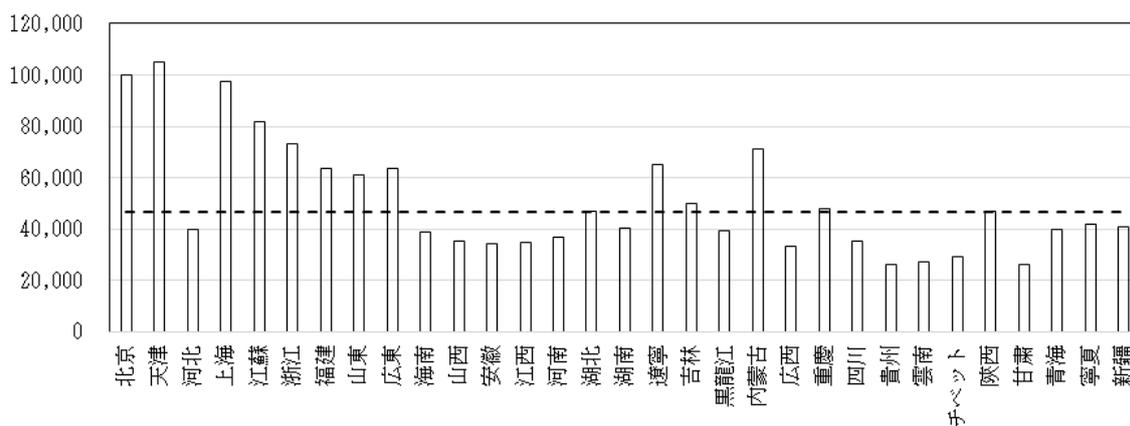
ている。裕福な都市は引き続き世界市場や海外の投資を活用するが、貧しい地域は中央政府への依存を高めるとしている。

図 23 省直轄市の中の平均一人当たり GDP の全国平均からの散らばり度合い



(出所) 国家統計局のデータを下に筆者作成

図 24 省直轄市の一人当たり GDP (2014 年、人民元)



(出所) 国家統計局のデータを下に筆者作成

さらに、深刻と考えられることは、資産格差が拡大していることである。Li (2014) は、2002 年の 0.537 から 2010 年には 0.758 に上昇しているとする。近年の不動産や株価の高騰や中国企業の国際化や上場に伴い、中国の富裕層が急速に資産を拡大させているとみられる。

筆者は、日本の戦後の高度成長のように中所得国が高所得国に移行していくには、多くの人々に機会の平等を整え、平均的な生活水準の底上げを図るとともに、努力が報われるよう適切なインセンティブメカニズムを導入することが必要不可欠だと考えている。中国政府は、これまで市場メカニズムの導入と対

外開放政策を順次実施することで、所得格差の是正を一定程度進めることができた。しかしながら、資産格差の水準は米国と同程度にまで拡大していることが指摘されるとともに、所得格差についても是正は停滞を示している。

IMF や世界銀行は、格差の是正に向けて、累進性の高い所得課税・社会保障負担への改革、社会保障制度のポータビリティを高める改革、財産税の導入、相続税の導入等を提言しているが、中国政府からは目立った改革の動きは見受けられない。格差是正の政策が進まないこと背景に、国有企業改革の足踏みと同様に、共産党支持基盤である共産党員という高額所得者への配慮があるとすると、中国経済の底上げは困難さを増すことが懸念される。

### 3. 7. 人民元の下落と変動為替制度への移行問題

IMF (2016) は、人民元の現在の水準は概ね基礎的条件と整合的であること、より柔軟な為替相場システムへの移行に向けて過去 1 年間で進展が見られたことを指摘している。

人民元の名目の対ドルレートは減価を続けており (図 25)、2010 年以來の低水準との指摘があるが、ドルの独歩高の影響を受けた面もある。人民銀行がターゲットにしているバスケット方式に近い名目実質実効為替レートでみると<sup>13</sup>、現在の水準は 2014 年 10 月頃の水準である (図 26 の点線)。また、人民元の基礎的な水準を示す物価上昇率を踏まえた実質実効為替レートでみると、2014 年 8 月頃の水準である (図 26 の実線)。2014 年秋以降、原油価格の下落とともに、多くの EM 諸国の為替の急落が始まった。中国 (経済構造の調整に伴い減速の途上) は、米国 (世界金融危機から正常化に向かう途上) とともに人民元が実質的に上昇することを避けたものとみられる。それでも、人民元は 2005 年の水準から実質的に 2 割程度増価しており、IMF が指摘するように、概ね基礎的条件と整合的であるとみられる。

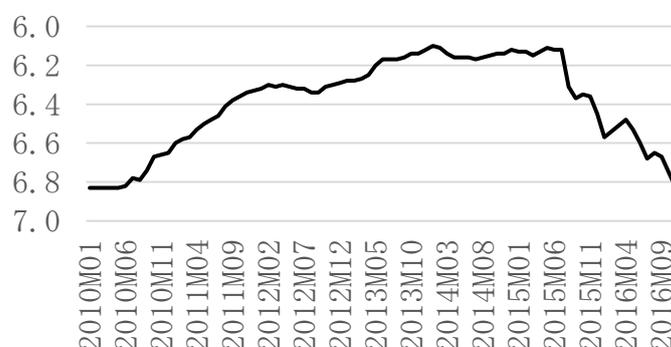
人民元は 2015 年末からバスケット方式に移行しているが、IMF (2016) は、理想的には 2018 年に変動相場制に移行することが望ましいとしている。資源配分に関して市場により決定的な役割を担わせるとともに、金融・資本市場の

---

<sup>13</sup> 2016 年 12 月 30 日付日経新聞朝刊国際面の記事によると、中国政府は通貨バスケットを見直し、現在のバスケットを構成する通貨の数を 12 から 24 に増やすとしており、今後さらに、人民元の動きは、名目実行為替レートを安定化させる方向で調整されるとみられる。ただし、ドルのウェイトが低下し、ドルに対してはさらに減価することが予想される。

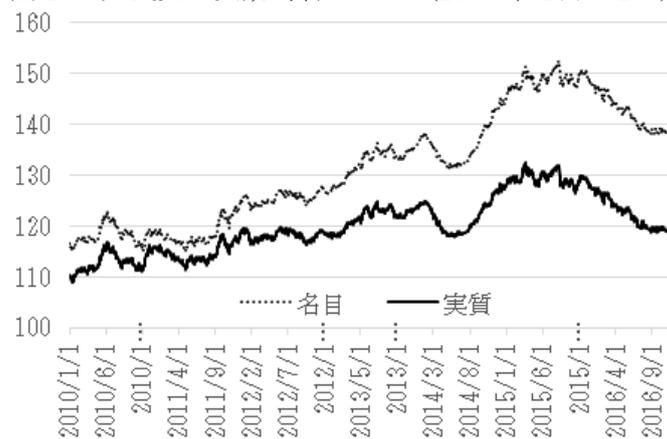
自由化を進める中で、金融政策の独立性を確保するためには、より柔軟で市場決定的な為替制度の導入は必要不可欠である。

図 25 人民元の対ドルレート (1ドル当たり人民元)



(出所) Principal Global Indicators のデータを用いて筆者作成

図 26 人民元の実効為替レート (2005年1月=100)



(出所) 経済産業研究所 HP のデータを下に筆者作成

変動相場制に移行した際の問題としては、①人民元がオーバーシュートして急落するリスクがあること、②人民元が大幅に下落した場合、EM 諸国の通貨切り下げ競争、外貨債務を有する中国の銀行や企業の経営不安・資本流出の拡大、世界の金融資本市場の混乱が生じる可能性があること、③人民元が長期にファンダメンタルズより低位で推移した場合、貿易黒字が拡大し、トランプ新政権との貿易摩擦が激化する可能性があること、等が考えられる。

とはいえ、中国は、抜け穴が指摘されつつも、まだ資本規制を厳しく管理している。また、世界最大の外貨準備保有国であり、世界最大級の貿易黒字国、対外純資産保有国であることから、仮に、変動相場制に移行したとしても、人民元の減価はしかるべき水準に落ち着くと考えられる。為替を自由化すること

で、為替に景気変動のクッションの役割を果たさせることも可能となる。また、過度に人民元を買い支えることで、外貨準備の減少を引き起こし、国際的な不安を繰り返し生じさせる現在の状況が継続することは望ましくない。経済に脆弱性を抱えていることから、為替の圧力を通じてマクロ経済環境を整える大切さを政府に認識させることにもつながる。

中国政府は、過度な経済統制から離れていく一步として、十分な外貨準備があるうちに、変動相場制への移行を決断することを期待したい。

### 3. 8. 資本流出懸念と資本勘定取引の自由化問題

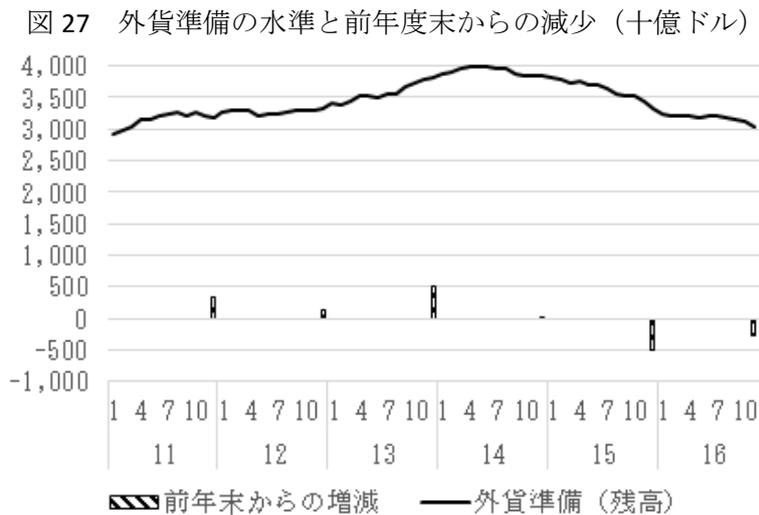
経常収支は年に 3000 億ドル前後の大幅な黒字にも拘わらず、2015 年と 2016 年初の資本流出は、経常収支の黒字を上回っており、外貨準備の相当な低下を引き起こした（図 27）。資本流出の背景としては、①中国の金利引下げ、人民元の下落、アメリカの金利引上げ観測等により人民元による運用利回りがドルでの運用利回りに比べて相対的に低下し、中国の居住者が 2014 年まで活発に行ってきたキャリートレード（ドルで資金を調達し、人民元で運用）の解消を図っていること、②同じく中国の居住者が高い収益を目指して人民元からドル（又は香港ドル）に金融資産を移していること、③中国の法人企業が中国内の過剰投資・過剰債務から収益の低下を予想して、対外投資を増やしていること、④中国経済見通しに対する懸念が高まり、海外の投資家が人民元建ての金融資産を売却してドル建ての資産に移していること、が考えられる。

2014 年のピーク時からの 2016 年第 1 四半期までの人民元の減少幅は約 8000 億ドルであり、また経常収支黒字は 5000 億ドル程度であり（図 28）、都合 1 兆 3000 億ドル程度の資本流出があったと考えられる。ただし、数千億ドル程度がユーロの減価等に伴う外貨準備の評価損とされており、実際の資本流出は 1 兆ドル程度とみられる<sup>14</sup>。そもそも海外の投資家は中国へのポートフォリオ投資をあまり実施していないため、上記④の海外の投資家からの資本流出はほぼ無視できる水準である<sup>15</sup>。キャリートレードの解消は、BIS（2016）による

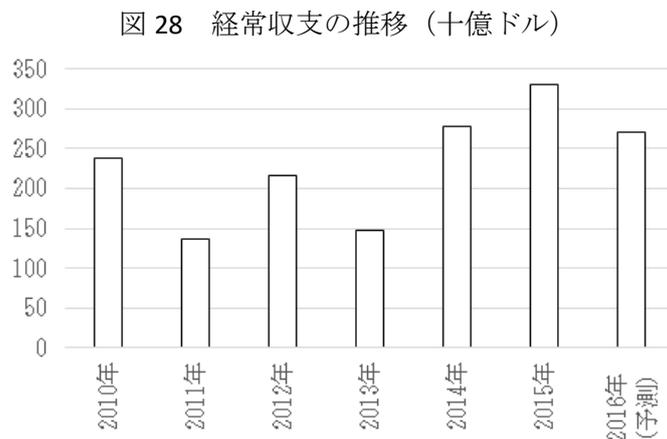
<sup>14</sup> IMF（2014）によると、2014 年第 2 四半期から 2015 年第 4 四半期まで 7 四半期連続して每期 1500 億ドル程度、居住者のネットの資金流出が確認される。

<sup>15</sup> IMF（2014）によると、外国人投資家・非居住者については、2014 年第 3、第 4、2015 年第 2 四半期はそれぞれ 750 億ドル程度の流入超、2015 年第 1、第 3、第 4 四半期は 250 億ドルから 780 億ドル程度の流出超であり、全体としては、流入超になっている。

と、海外からのドル建て融資の減少だけで 3670 億ドル程度減少している  
 (2016 年第 1 四半期の銀行部門の対外債務の残高は 6980 億ドル程度)<sup>16</sup>。企業の外貨建債券の償還とともに、こうした外貨債務取引きの解消(上記①)が相当な部分を占めていると IMF や OECD は指摘している。また、中国企業の海外への直接投資も拡大しており、2016 年だけでも 2000 億ドル近い対外直接投資が実施されている。これらを踏まえると、②の居住者の資金移転はさほど大きなものではないとみられる。



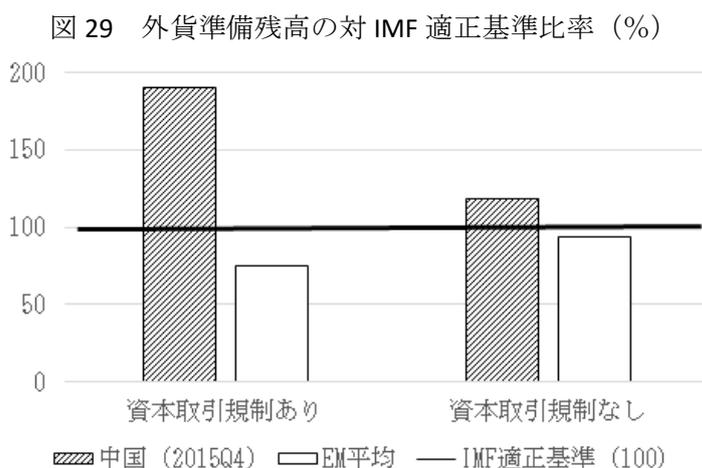
(出所) 報道等のデータから筆者作成



(出所) IMF/WEO のデータを用いて筆者作成

<sup>16</sup> 国家統計局によると、非金融部門への外貨融資残高は、2015 年第 2 四半期の 3.5 兆人民元から 2016 年 11 月には 2.7 兆人民元に、約 0.8 兆人民元(1200 億ドル)程度減少している。

2016年の第4四半期には、年末に向けて再び資本流出は増加傾向、外貨準備は減少傾向にある。資本取引の規制と執行は2015年夏より繰り返し厳格化されているが、アメリカの利上げと中国経済の減速で、人民元の対ドル相場は減価していくことが見込まれ、①外貨債務を有する金融機関や大企業は引き続き外貨債務の圧縮を続けるとみられ（まだ1兆ドル近い外貨建債務が残っているとみられる）、また、②投資ポートフォリオをバランス良いものとするための中国市民の海外資産の保有傾向が続くとみられる。しかしながら、IMFの基準で中国の外貨準備は資本規制を前提に190%の水準にあり（図29）、安易な資本勘定取引規制の緩和を行わない限り、問題はないと考えられる。ただし、そもそも平均的な一人当たりGDPが8500ドルしかない国で、毎年の外貨保有が一人当たり5万ドルも認められていることは異常である。これが年末年始の資本流出を引き起こしていると言われる。これも富裕層の優遇措置の一つとみられるが、マネーゲームを助長するこうした制度は、所得税の累進度の強化や相続税や土地保有税の導入とともに、厳格化（規制強化）した方が望ましいと筆者は考えている<sup>17</sup>。



（出所）IMF（2016）のデータを下に筆者作成

資本勘定取引の自由化については、2016年11月に深圳・香港間の資本取引が自由化されたが、現時点では低調のようである。そもそも深圳の株価はPERが32倍とされ、上海や香港の15倍、13倍に比べて割高である<sup>18</sup>。また、今の規則により、外国人投資家は1か月に投資額の2割までしか償還して外貨に換

<sup>17</sup> 2017年1月3日のFT誌では、監督当局の見解として、旅行や教育のための外貨取得は認めるが、投資運用のための外貨取得は厳しくするとの記事が掲載されている。

<sup>18</sup> 2016年12月6日付FT誌 Short Viewの記事参照。

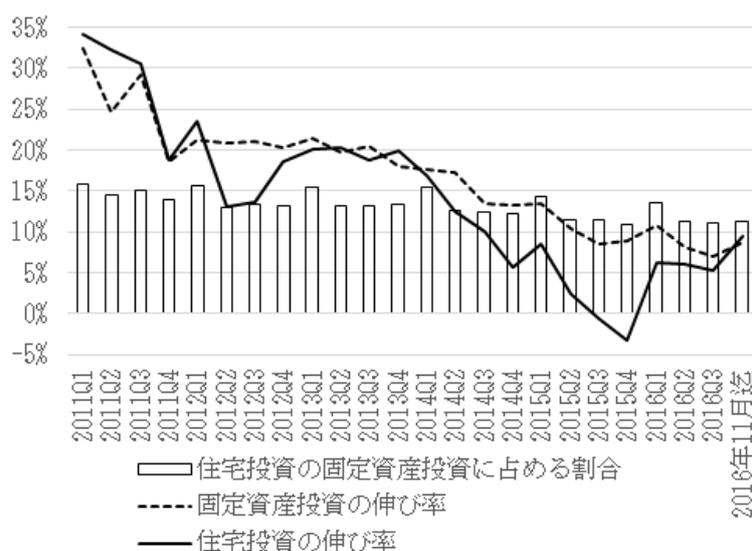
えられないため<sup>19</sup>、外国人投資家による中国の株式や社債の投資額が急速に増加するとは考えられにくい。北浦（2015）で示したように、筆者は、中国の経済変動を増幅しなかねない資本勘定取引の自由化には慎重であり、中国内の銀行システムの改革を先に進めることを優先すべきと考えている。

IMF（2016）も、今後の資本勘定取引の自由化は大変注意深く進められるべきであること、すなわち、資本勘定取引の自由化（及びより広範な金融自由化）は、金融システムの強化、企業セクターのガバナンスの向上、為替レートの一層の柔軟性によって支えられた場合にのみ、成功しており、資本取引の自由化はそれらの進展を待つことが望ましいことを指摘している。

### 3. 9. 地価バブル

2016年の春に大規模都市で、夏は大規模都市と中規模都市で、地価の高騰や上昇に関する報道がたびたびみられた。不動産の在庫水準は全国平均では年間販売量の2倍を超える高水準にあるが、2016年の春以降、地価の上昇は全国的な広がりを示しており、また、住宅投資の伸びも2015年対前年マイナスに転じていたものが、再び高い伸び率を示すようになってきている（図30の実線）。

図30 住宅投資の伸び率と固定資産投資に占める割合



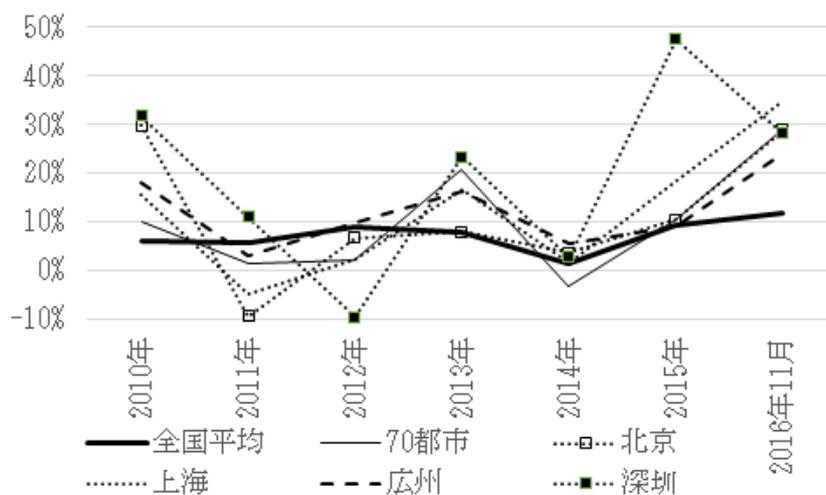
(出所) 国家統計局のデータを下に筆者作成

<sup>19</sup> 2016年6月16日付 FT 誌 Maket&Investment 面の記事参照。

中国は様々な資産（不動産、株式、債券）の価格高騰を繰り返し経験しているが、IMF（2016）は、巨大な貯蓄のストックを保有する人々がレバレッジを高め高利回りを追求して投資を行う一方で、張り巡らされた暗黙の保証が損失を限定的にしており、その結果、リスクを反映した資産価格の形成が歪められ、投機行き過ぎを助長しているとする。とりわけ、第1級都市（深圳、上海、北京等）では、銀行の住宅向け融資の急速な上昇とともに、不動産価格の急騰を招いている。

大都市を中心に2015年から地価が上昇を始め、2016年11月には4大都市（北京、上海、深圳、広州）は対前年比2割以上の伸びが続いている。大中規模の70都市では2015年10%、2016年30%程度の上昇となっている（図31）。

図31 住宅価格の対前年比伸び率

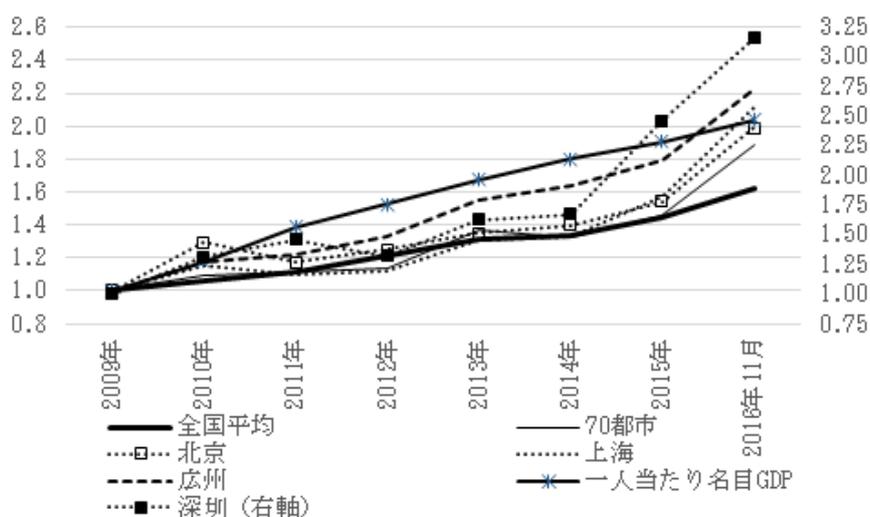


（出所）国家統計局のデータを下に筆者作成

地価の上昇に対して、20省程度の地方政府が、住宅購入のための頭金比率を引き上げたり、2つ目の住宅購入への融資を差し止めたりする等の施策を導入し、さらに、10月に入り、中央政府は、金融機関に不動産関連融資を抑制し、ディベロッパーの社債、株式等による資金調達を停止するように指示を出した。これにより、10月に入り、深圳の地価は対前月でマイナスの伸びとなり、北京、上海も伸び率が抑制されてきている。ただし、10月と11月の住宅投資の対前年比は上昇を続けている。一方で、金融政策は、12月に入り、資本流出の抑制懸念もあり、引締め気味の運営となっている。

一部の報道では、地価バブルの崩壊を懸念するものもみられる。2016年3月12日付のThe Economist誌の分析では、大規模都市では住宅価格の年収倍率が2015年に17倍近くに到達しており（その後の増加を踏まえると20倍近くに上昇しており）、強力に抑制を図る必要があるとみられる。ただし、同誌の分析では、大規模都市以外の都市や全国平均では8倍から9倍の範囲におさまっており、また、BIS（2016）の銀行システムに関する早期警戒指標の一つであるProperty Price Gap（不動産価格の歴史的なトレンドからのかい離）は-1.9%でほぼ均衡水準にある。このため、日本の1990年代のように、全国的な地価の下落を誘発するような状況にはない。筆者の分析（図32）でも、在庫水準が販売量の1年分となっていた2009年から2016年までに、全国平均では地価は1.62倍、70都市では1.88倍、北京、上海、広州等は2倍前後であり、同期間に、一人当たり名目GDPは2倍になっていることを踏まえると、3.16倍になっている深圳を除くとさほど深刻ではない。

図32 2010年を1とした住宅価格指数と一人当たり名目GDPの推移



（出所）国家統計局のデータを下に筆者作成

ただし、今の地価上昇率は名目GDP成長率程度に抑制する必要がある。一方で、住宅投資は、自動車販売とともに、中国経済の高い成長率の持続に大きく貢献しており、これに対する抑制策は、2017年前半の経済運営を難しいものとする懸念材料ではある。

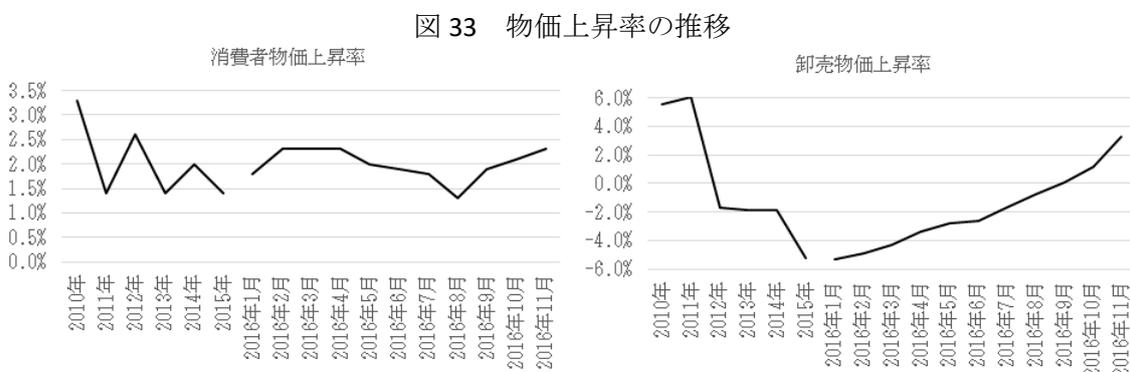
IMF（2016）は、地価の高騰に対して、地域に即した住宅政策が望ましいとする。特に、第1級都市では、マクロプルーデンシャル政策（セカンドホームの融資の担保価値比率を引き下げ、投機的需要を抑制する等）が適当である一方、複数年に及ぶ在庫過剰を抱える小都市には、新規着工を制限する措置（不

動産業者への融資に関する健全化措置を厳しくし、供給を抑制する等)が望ましいとする。10月26日付のFT誌の記事は、第1級都市の適切な対応策の例として、重慶市が巧みな住宅政策で9月に前月比3%の上昇、2015年の初めからは10%の伸びに抑制していることを報じている。重慶市は、活動に閑繁の激しいディベロッパーの免許を停止する等業者を適切に管理するとともに、地価の高騰の抑制に資する不動産保有課税や入札の適正化等を実施している。また、遊休地の販売システムを構築し、移民向けの社会住宅を充実する等、供給の不足を補う施策を展開している。

不動産バブルの発生は景気変動を過度に増幅する要因となりかねない。重慶市のように適切な住宅管理政策を推進することで、住宅価格の乱高下を抑制する試みが中国の幅広い省や都市で実施されることが、中国経済の健全な発展に極めて重要であると考えられる。可能な限り、こうしたマクロプルーデンシャルポリシーで対応しつつ、過度な不動産融資や不動産投資の伸びを抑制できない場合は、金融引締めも視野に入れるべきものと考えられる。

### 3. 10. 卸売物価デフレ

北浦(2015)では、中国はデフレを回避するように、緩和的な金融政策を維持する必要性を指摘した。中国政府は2015年に政策金利の引下げを5回にわたって実施し、2016年も4.35%に据え置いている。その結果、消費者物価上昇率(図33左図)は、2015年は対前年度+1.4%まで低下したが、2016年は+2%程度で安定的に推移している。卸売物価上昇率(図33右図)は、54か月連続してマイナスであったが、鉄鋼・石炭価格の上昇もあり、対前年比で9月に+0.1%、10月に+1.2%、11月に+3.3%の上昇に転じている。



(出所) 国家統計局のデータを下に筆者作成

デフレがマクロ経済に悪影響を与える効果については、Borio, et. Al (2016) は否定的な見解を示していたが、ADB (2016) は、データを卸売物価に広げて分析を行い、戦前から現在に至る長期の期間 (1870 年から 2014 年) と戦後の期間 (1947 年から 2014 年) の両方で、卸売物価の下落は、経済成長率に有意にマイナスの効果を与えていたとの分析結果を報告している。

デフレは企業の収入を損ない、実質金利を高めて、バランスシートを棄損し、投資の抑制につながりかねない。また、アジア諸国の卸売物価上昇率の相関は 0.7 から 0.9 と高く、中国のデフレはアジア経済全体に波及することも懸念される。

IMF (2016) は、現在の中国の金融政策がやや緩和気味すぎるとの指摘を行っている。ただし、長期的な卸売物価のデフレが継続することは企業経営の観点から望ましくなく、中国政府が地価や株価等の資産価格の高騰に対して適切なマクロブロードエンシヤル政策を行えるのであれば、金融緩和を継続しながら、消費者物価や卸売物価のマイルドなインフレを確保するよう努めることが適切であると筆者は考えている。一方で、前節でもみたように、中国政府は不動産投資の抑制を目指しており、2017 年は金融政策は引締め気味となることも想定される。

### 3. 1 1. 対外貿易・投資関係

中国は対外貿易・投資関係でも厳しい状況に直面しつつある。貿易面では、WTO に加盟した際に 15 年後の 2016 年末に市場経済国に認定され、ダンピング措置の簡易適応がなくなることが想定されていたが、最近の中国政府の国有企業への助成策やそれに伴う過剰生産物の輸出行為が先進国の警戒心を高めており、2016 年 11 月以降、アメリカ、欧州、日本は市場経済国への移行を認めないことを表明した。これに対して、中国は対抗措置を取ると表明し、12 月に WTO に提訴しており、貿易面での米国、欧州、日本との関係の悪化が懸念される。

また、最近では、先進国企業の中国での企業活動の制約の多さを指摘する声も増えている。2016 年 10 月 26 日付の FT 誌社説は、中国は経済協力開発機構 (OECD) の海外直接投資への解放度合いに関する調査で 59 カ国中、下から 2 番目となっていること、世界銀行がビジネスのしやすさを順位付けした「ビジネス環境ランキング」でも、中国はサウジアラビアやウクライナよりも低い 84 位となっていることを指摘している。さらに、第 3.4 節でもみたように、

中国政府は、外国企業と国有企業のイコールフットイングを図るとしつつ、外国企業に対して様々な不利な扱いを続けている。

一方で、近年は、中国企業の外国企業の買収が増加している。10月26日付のFT誌社説によると、年初からの9カ月間に発表された中国企業による海外企業の買収額は、総額1910億ドルに上り、これは同じ期間に中国に流入した海外資本のほぼ2倍となっているとする。国家統計局のデータでは、2014年の中国への外国企業の投資額は1196億ドルに対して、中国の対外直接投資は1231億ドルであり、最近では、外国企業の中国進出より中国の企業の海外進出がより活発化している。

中国企業の買収行為は、3分の2がうまく機能していないとの指摘（10月31日付のFT誌のOpinion面記事）もあるが、海外企業の買収により技術だけを取得し、中国本土に移転できれば良いとの判断も働いているとみられる。こうした買収行為は、買収に伴う高水準のプレミアムと相まって、決して効率的な経済行動とは言えない。それでもこうした買収行為が増加している背景には、中国金融・資本市場の金利を通じた規律付けが十分働いておらず、国内で収益機会が少なくなっていることが一因と考えられる。

中国の対外直接投資に関しては、2016年秋以降、アメリカ、欧州、オーストラリア等で、安全保障、高度技術の流出の観点から対抗措置を取る必要性が提起されたとの報道が増えてきている<sup>20</sup>。また、欧州からは、中国政府に直接投資に関するイコールフットイングを求める声も聞かれる<sup>21</sup>。ただし、先進国企業の中国市場への熱意は冷めたわけではない。12月30日付の人民日報の記事は、①中国への1～11月の全国の実行ベース外資導入額は7318億元（約12兆2951億円）に上り、前年同期比3.9%増加となっており、特に、米

---

<sup>20</sup> 2015年10月19日付のFT誌3面の記事は、オーストラリアの副首相が、中国企業のエネルギー産業と農業に対する大型投資案件2件を阻止したこと、今後の国有企業による今後の企業買収案件は厳しい精査を受けることを警告したことを報道している。10月25日付のFT誌1面の記事は、EUとドイツ政府が、中国企業の農業化学企業や半導体企業の買収に関連して、競争政策と安全保障の観点から表明していることを報道している。12月4日付の日経新聞朝刊は、アメリカ財務省が、軍事転用可能との安全保障上の理由から、中国企業のドイツ半導体企業の米国子会社の買収を禁止することを発表したと報じた。

<sup>21</sup> 2015年10月29日付のFT誌4面の記事は、ドイツの産業協会会長が、貿易障壁を高める代わりに、中国におけるドイツ企業の活動の相互主義を確保するよう政府に求めていると報じている。また、10月26日付のFT誌社説は、中国政府は相互主義についてもっと真剣に考える必要があること、EUとの相互投資協定の締結に尽力すべきであることについて論じている。

国の対中投資は 55.4%増加し、EU は 43.9%増加したこと、②1～11月の外国系企業の利益は、前年同期比 10.8%増加し、増加率はその他のタイプの企業を上回ったことを報道し、商務部報道官の発言として、海外企業は中国に根を下ろしていることを指摘している。

貿易や直接投資は、技術の移転を促進し、経済効率を高める重要な手段である。中国政府は、自らの市場をより開放することが、他国との経済面での共存の余地を広げることを理解して、より積極的な貿易・投資政策を推進することが期待される。トランプ新大統領は、不正確な経済理論と分析に基づき、アメリカの雇用を奪う中国からの輸入品に対して高率の関税をかけることを示唆しており、また、中国も対抗措置をちらつかせている。しかしながら、こうした行動はゼロサムゲームではなく、マイナスサムの政策であることをよく理解する必要がある。一方で、中国の国内産業育成策では国有企業の保護、国有企業の主要ポストを掌握する共産党の強化という問題が、自由貿易の推進の前に立ちかかっている。TPP のとん挫で RCEP は注目を高めてはいるが、中国は、国際貿易・投資の自由化とルール作りの牽引役というより、2017年の主要な攪乱要因となりかねないことが懸念される。

#### 4. 中国経済の今後の見通し

本節では、第3節では論じた様々な中国経済の課題（過剰債務・不良債権問題、国有企業・金融市場改革の停滞、対外経済関係の悪化等）を踏まえたうえで、今後の中国経済の見通しについて論じていく。まず、国際機関等の2030年までの潜在成長率の見通しをみる。次に、今後の中国経済に関して筆者は比較的楽観的であるが、その根拠である中国経済の明るい側面を確認する。最後に、中国経済の課題、今後15年間の潜在成長率、中国経済の明るい側面を併せて、中国経済の見通しに関する筆者の見解を述べたい。それは、簡単に述べると、基本的には北浦（2015）と同様に、短期的にはまずまずの成長を示し、中期的に浮き沈みがあるが、長期的には楽観的にみてよい、というものである。

##### 4. 1. 潜在成長率

まず、中国の潜在成長率について考える。中国の生産年齢人口は2016年から2020年の5年間で減少に転じるとされている。ただし、中国の定年年齢は男性で60歳、女性は50歳から55歳とされており、まだまだ生産年齢人口の就業率を引き上げることは可能である。このため、本節では、今後15年間の労働力人口は概ね横ばいで推移すると考えて、労働者一人当たりの生産性の伸びと潜在成長率はほぼ等しいとして議論を進める。

IMFやOECDは、過去の中所得国の高所得国へのキャッチアップの速度を踏まえて、今後15年間の潜在成長率を5%から6%とみている。そもそも中所得国から高所得国へ移行できた国は少ない。欧米や日本のような従前からの先進国を除くと、東欧諸国等の白人国家（キプロス、チェコ、エストニア、イスラエル、ラトビア、リトアニア、マルタ、スロベキア、スロバニア）とアジア諸国・地域（韓国、台湾、香港、シンガポール、マカオ）だけである。IMFやOECDは、中国の潜在成長率は、これらの全ての国のキャッチアップの経験を踏まえて考えると、5%程度（OECD（2014）やIMF（2014））、アジアのキャッチアップの経験で考えると6%程度（IMF（2014））としている。さらに、Pritchett and Summers（2014）は、広範かつ長期のデータを用いて、平均的な一人当たりの労働生産性の伸びを計算すると、過去の高い成長率を前提としても中国の2033年までの成長率はせいぜい3.9%としている。

表 8 中国の 2030 年頃までの成長見通し

		実質GDP成長率		
		2000-2007	2008-2013	2014-2030
OECD/EO (2014)		10.2%	9.2%	5.0%
Pritchett and Summers (2014)				2014-2023 5.0%
				2024-2033 3.3%
				2014-2033 3.9%
IMF (2014)	ASIA 高成長			2014-2025 6%
	世界巡航速 度			2014-2025 5%

キャッチアップは進展するほど伸び率が低下すると考えられていること、生産年齢人口の伸びが 2030 年に近づくほど低下することから、これらの分析は足元の 6.5%程度の潜在成長率からだんだんと低下していくとみていると考えられる。

#### 4. 2. 中国経済の明るい側面

第 3 節では、中国経済は様々な難題に直面しており、とりわけ過剰債務・不良債権問題は過去の多くの国々の経験に照らすと、持続困難な危険な状況と考えられる。一方で、中国の中長期的なファンダメンタルズを考える上で、非常に良好な側面も数多く指摘できる。本節ではそれらを紹介したい。

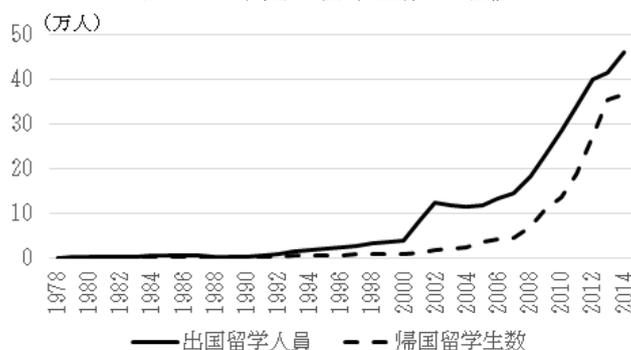
##### (1) 労働者の質の高さ

まず、最大の強みは労働者の質の高さである。世界の大学生の 2 割は中国人である<sup>22</sup>。中国の人口は 13.8 億人で世界の人口の 2 割弱であるが、中所得国に過ぎないにも拘わらず、人口割合に応じた大学生のシェアを確保している。さらに重要なことは、毎年 40 万人が海外に留学し、毎年 30 万人が帰国していることである。総数で海外の大学等で 80 万人（米国だけで 40 万人）が学んでいるとされ、留学生は、語学だけでなく、理数系科目を中心に海外の大学で高度な高等教育を受けて帰国している。国家統計局のデータで試算すると、2014 年までに 350 万人程度留学に行き、200 万人程度が帰国していることになる。多くの帰国子女が IT 系民間企業を立ち上げており、国家の支援を割り引いても、

<sup>22</sup> UNSCO の Global Education Digest 2011 によると、2009 年の世界の高等教育の登録者数は 1 億 6458 万人であり、うち中国人は 2930 万人で 18%を占める。

中国は高い競争力を有している。有能でかつアグレッシブな若者が多数存在し、労働者の質が向上していることが中国経済の最大の強みである。

図 34 中国の留学生数の推移



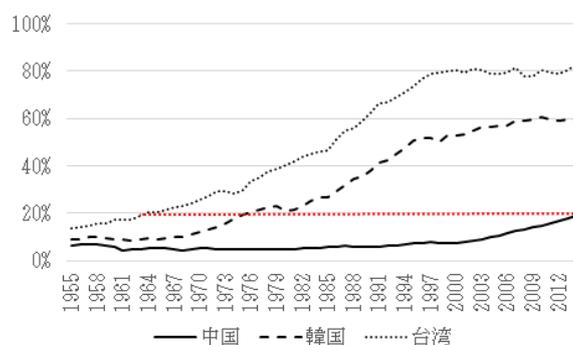
(出所) 国家統計局のデータを下に筆者作成

筆者は、マクロ経済が好循環を果たすためには、第1に労働市場、第2に金融・資本市場が、それぞれ高い調整機能を発揮することが大切であると考えている。金融・資本市場には懸念材料はあるものの、労働市場の強さは中国経済の高い成長力を約束するものと考えている。

## (2) 成長余力の高さ

第2に、成長余力の高さである。ペンシルバニア大学の World Economic Data で労働者一人当たりの GDP を購買力平価で見ると、中国 (21,394 ドル) は、アメリカ (112,517 ドル)、日本 (68,989 ドル) の 19%、31% にすぎない。天井が高いほどキャッチアップは容易である。中国と経済的なバックグラウンドを共有する台湾や韓国はアメリカの労働生産性の 19% であった時期は、1963 年と 1975 年であった。その後 15 年間に台湾と韓国はそれぞれ 6.5%、5.9% で成長している。

図 35 アメリカの労働者一人当たり GDP を 100 とした時の各国の水準



(出所) 国家ペンシルバニア大学の World Economic Data のデータを下に筆者作成

購買力平価に換算するタイミングによって天井となるアメリカの労働者一人当たり GDP との比較は異なってくる面があると考えられ、非常にアバウトな計算方法ではあるが、IMF（2014）の ASIA 高成長シナリオが示すように、中国の成長の余地は非常に高い。有能な労働力に支えられ、キャッチアップは順調に続くと考えられる。

### （3）民間経済の強さ

次に、民間企業の強さである。国有企業は、国家の暗黙の保証の下で十分な効率性を発揮できず、また、政府の経済政策は共産党の党员や支持層への配慮により相当程度歪められている。しかしながら、民間企業、サービスセクターの成長力は高い。多くの民間企業は破たんするが、有能な労働者が次々に起業してチャレンジが繰り返されている。

信用の 5 割近くは民間企業や外資系企業に流れており、また、中国の経済生産の 8 割は、非国有企業である民間企業や外資系企業により創出されているとされる。仮に、国有企業や不良債権問題が中国経済の足を引っ張ったとしても、高い貯蓄率に支えられ、何らかの仲介機能を経由して市場ベースの高いリスクプレミアムを課されつつも（むしろ課されるが故に）、中国の民間企業は市場ベースの効率性を確保しつつ、成長を続けると考えられる。

### （4）イノベーションの強さ

最後の中国の民間企業のイノベーションの力である。中国企業は、内需の大きさというメリットを生かして、スマートフォン、ドローン、バーチャルリアリティ、AI、自動車産業等の分野で実力を高めつつある。

スマートフォンでは、華為技術がサムソン、アップルに次いで世界第 3 位の販売台数シェアを占め、また、第 5 世代携帯電話ネットワーク技術の開発で国際的な競争力を高めるとともに、OPPO や VIVO 等の新興メーカーも中国内での販売シェアでファーウェイを脅かす存在になってきている。また、12 月 6 日付の日経新聞の記事は、テレビの出荷台数で中国が 2016 年に韓国を抜き、世界第 1 になる見込みであることを報じている。

ネット販売は急速に拡大しており、それを支える基盤としてネット決済技術も急速に普及している。11月24日付のFT誌は、アリババ、百度、テンセントといったインターネット企業が、政治的主張に対する政府の検閲を避けるようにうまく発展しており、ネット販売は中国の小売売上高の18%を占める勢いであると報じている。百度は人工知能の開発に向けてアメリカの研究者を招いて研究所を立ち上げ<sup>23</sup>、また、アリババやテンセントは世界的にも貴重なバーチャルリアリティの機械を購入して中国向けビジネスへの活用を開始していること<sup>24</sup>等が報道されている。

従来自動車産業は技術の蓄積が重要であり、後発国がキャッチアップ（主要な産業に）することは困難とされてきたが、中国企業は、巨大な国内市場（自動車販売台数は世界1位で、米国の2倍、日本の6倍）、安価な労働力、政府の支援を背景に、先進国企業の合併による技術供与や有能な技術者のスカウト等を通じて、小型乗用車、電気自動車等で着実にその地位を高めている<sup>25</sup>。

対内・対外直接投資は高い水準にあり、また、多くの大学院生や技術者は、欧米の技術や技能を獲得するとともに、欧米との共同研究を進めている。経済学的には、人口や市場が大きいほど、イノベーションは起きやすいとされており、今後も様々なイノベーションが中国において進展すると考えられる。

#### 4. 3. 中国経済の見通しに関する筆者の見解：短期 Benign、中期 Bumpy、長期 Cautiously Optimistic

前節でみた要因は、中国経済の長期的な成長力の高さを確認するものである。短期的には、IMF（2016）は経済状況は概ね良好（Benign）とするが、筆者も、国内貯蓄、対外金融純資産、外貨準備、貿易黒字が世界最大級であることを踏まえると、中国政府の後手後手の経済運営の下でも当面大きな問題は生じないと考えている。

一方で、中期的には、IMF（2016）の指摘するように、経済構造改革の先送りに伴い、中国経済は脆弱性を蓄積している。政府セクターが非金融法人企業部門に相当含まれているため、過剰債務問題はやや過大評価の面もあるが、このまま、企業部門の債務の増加が継続すると、民間企業への資金がクラウドイ

---

<sup>23</sup> 2016年12月9日付の日経新聞夕刊の記事参照。

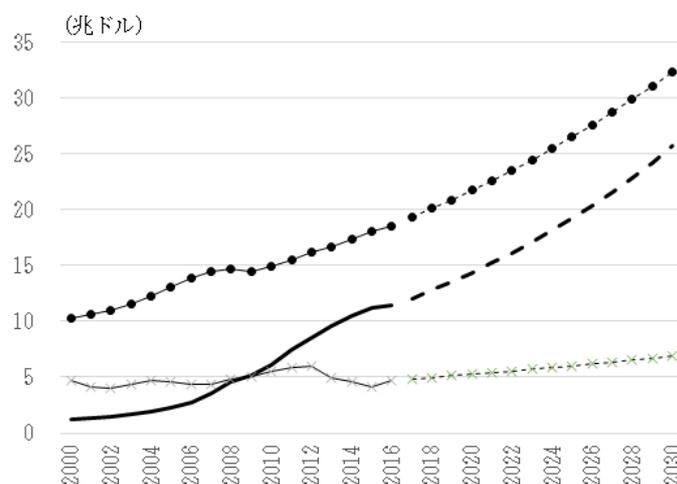
<sup>24</sup> 2016年10月15日付のThe Economist誌の記事参照。

<sup>25</sup> 2016年11月8日付のFT誌の記事、2016年11月26日付の日経新聞朝刊アジア Biz面の記事参照。

ングアウトされ、経済の効率性が根本的に損なわれかねない。破たん的な調整に突入すれば、成長率は2から3%まで低下する可能性も否定できない。また、1990年代以降の日本や世界金融危機後のイタリアやポルトガル等にみられるように、不良債権処理に手間取った場合、経済の低迷は長期化する可能性すらある。ただし、中国政府の経済を統制する力は強く、債務危機が本格的な状況を迎えた場合には、最終的にそれなりに対応はなされると筆者は考えている。過去の諸外国の経験から実施しなければならない政策は比較的明確である。

長期的には、筆者は今後15年間4%程度で成長するものと見込んでいる（図36）。これは中期的な債務再建に伴う調整過程を踏まえたものである。既に述べたように潜在的な成長余力は6%程度あると考えられるが、中期的な過剰債務・不良債権問題、国有企業と共産党の問題は中国经济の足を引っ張るものと考えられる。また、中国经济は過去に例のないほどの規模であり、自らの成長の減速は第3節でみたように諸外国に影響を与え、自らの成長の制約要因になる。それでも中国经济の人材の質の高さと民間経済の強さを踏まえて、筆者は北浦（2015）と同様に4%程度の成長と見込んでいる。

図36 中国のドル建てGDPの推移及び見通し  
 (実線及び破線。マーカー無：中国、●付：米国、×付：日本)



(出所) IMFの2016年までのデータを下に筆者作成

IMFのデータを見ると、中国经济は過去15年間においてドルベースで著しい名目成長率（15.3%。実質成長率で13.3%）を実現してきた（表9）。2016年の中国のGDPは11.4兆ドルで、アメリカの61%、日本の2.4倍に相当する。過去のドル建ての高い実質成長率は、自国通貨建ての実質成長率9.4%より高

く、バラッサ・サムエルソン効果による人民元の実質的な増価による効果が含まれている。今後もこの効果は働くものと考えられる。図 36 の将来推計では、バラッサ・サムエルソン効果を除いており、より高い成長も見込みうる。しかし、この効果を除いても、2030年の中国経済の規模は、現在の日本の2.4倍から4.1倍に、現在のアメリカの62%から81%に到達すると見込まれる<sup>26</sup>。

中国経済は巨大なものとなり、世界経済にとって無視できない規模になっている。中国の政治的な成熟と適切な経済運営が世界の発展にとって重要である。引き続き隣国として日本は見守っていくことが大切である。

表9 中国、アメリカ、日本の成長率の推移 (2016年はIMFの見直し)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ドル建て名目GDPの推移 (米ドル)																	
中国		1.3	1.5	1.7	2.0	2.3	2.8	3.6	4.6	5.1	6.1	7.5	8.6	9.6	10.6	11.2	11.4
アメリカ		10.6	11.0	11.5	12.3	13.1	13.9	14.5	14.7	14.4	15.0	15.5	16.2	16.7	17.4	18.0	18.6
日本		4.2	4.0	4.3	4.7	4.6	4.4	4.4	4.8	5.0	5.5	5.9	6.0	4.9	4.6	4.1	4.7
ドル建て名目GDP成長率の推移																	
中国		10.6%	9.9%	13.1%	17.7%	17.4%	20.2%	28.7%	28.9%	11.2%	18.4%	24.0%	13.9%	12.4%	9.6%	5.9%	1.9%
アメリカ		3.3%	3.3%	4.9%	6.6%	6.7%	5.8%	4.5%	1.7%	-2.0%	3.8%	3.7%	4.1%	3.3%	4.2%	3.7%	2.9%
日本		-12.0%	-4.3%	8.1%	8.2%	-1.8%	-4.7%	0.0%	11.3%	3.8%	9.2%	7.5%	0.8%	-17.6%	-6.4%	-10.3%	14.7%
ドル建て実質GDP成長率の推移 (アメリカGDPデフレーター上昇率で実質化)																	
中国		8.3%	8.4%	11.1%	14.8%	14.1%	17.0%	26.0%	27.0%	10.5%	17.2%	21.9%	12.1%	10.8%	7.7%	4.8%	0.5%
アメリカ		1.0%	1.8%	2.8%	3.8%	3.3%	2.7%	1.8%	-0.3%	-2.8%	2.5%	1.6%	2.2%	1.7%	2.4%	2.6%	1.6%
日本		-14.3%	-5.9%	6.1%	5.3%	-5.1%	-7.9%	-2.7%	9.4%	3.1%	8.0%	5.4%	-1.1%	-19.2%	-8.2%	-11.4%	13.4%
自国通貨建て実質GDP成長率の推移																	
中国		8.3%	9.1%	10.0%	10.1%	11.3%	12.7%	14.2%	9.6%	9.2%	10.6%	9.5%	7.9%	7.8%	7.3%	6.9%	6.6%
アメリカ		1.0%	1.8%	2.8%	3.8%	3.3%	2.7%	1.8%	-0.3%	-2.8%	2.5%	1.6%	2.2%	1.7%	2.4%	2.6%	1.6%
日本		0.4%	0.3%	1.7%	2.4%	1.3%	1.7%	2.2%	-1.0%	-5.5%	4.7%	-0.5%	1.7%	1.4%	0.0%	0.5%	0.7%

(出所) IMFのデータより筆者作成

<sup>26</sup> アメリカは実質2%、日本は実質1%で成長するとした。また、アメリカのGDPデフレーターは2%で上昇するとした。

## 5. おわりに

中国は、多くの経済的な構造問題と政治的な制約に直面している。ただし、それは、中国に限った話ではない。多くの EM 諸国はより深刻な経済の低迷や多角化の遅れ、政治的な混乱に直面している。欧州や日本は少子高齢化、デフレ・ゼロインフレ、生産性の伸びの低迷、硬直的な労働市場等に直面している。アメリカも投資や生産性の低下に悩まされ始めている。

とはいえ、中国は、これまでの投資主導の成長モデルが行き詰まり、非常に困難な課題に直面しており、かつ、中国の経済規模と世界経済への寄与から考えて、中国経済が混乱に陥ると、世界経済に多大なショックが伝播することになる。その意味で、国際機関等は中国経済のソフトランディングを実現するよう助言を続けることが重要であり、また、先進諸国は中国政治・社会の成熟化を促す努力を続けることが大切である。

筆者は経済の専門家であるが、中国経済の長期的見通しについては警戒しつつも楽観的である。中国はその巨大さから考えて、歴史的にみてむしろ驚くべき成長を続けている。その背景には、質の高い労働力、高い貯蓄率、伸び代の大きさ、民間企業の活力の強さ、イノベーションの力強さがある。中国経済の発展が、アジアのみならず、世界の調和のとれた進歩につながるよう期待したい。

### (参考文献)

ADB (2016) “Emergent producer price deflation,” in the first chapter of ASIAN DEVELOPMENT OUTLOOK 2016, ADB, March 2016

Atkinson, Anthony B. (2015) “Inequality: What can be done ?” Harvard University Press, May 2015 (邦題「21世紀の不平等」、山形浩生・森本正史訳、東洋経済新報社、2015年12月) BIS (2016), “BIS Quartely,” BIS, September 2016

Blagrove, Patrick, and Esteban Vesperoni. 2016. “China’s Slowdown: Implications for International Trade.” Spillover Note 4, International Monetary Fund, Washington.

Borio, C., M. Erdem, A. Filardo, and B. Hofmann. 2015. The Cost of Deflations: A Historical Perspective. BIS Quarterly Review. March.

Dizioli, Allan, Jaime Guajardo, Vladimir Klyuev, Rui Mano, and Mehdi Raissi. 2016. "Spillovers from China's Growth Slowdown and Rebalancing to the ASEAN-5 Economies." IMF Working Paper 16/170, International Monetary Fund, Washington.

Furceri, Davide, Joao Tovar Jalles, Aleksandra Zdzienicka. 2016. "China Spillovers: New Evidence from Time-Varying Estimates." Spillover Note 7, International Monetary Fund, Washington.

IMF (2016), "People's Republic of China, 2016 Article IV Consultation – Staff Report," IMF Country Report No. 16/270, August 2016

IMF (2015), "People's Republic of China, 2015 Article IV Consultation – Staff Report," IMF Country Report No.15/234, August 2015

IMF (2014), "People's Republic of China, 2014 Article IV Consultation – Staff Report," IMF Country Report No.14/235, July 2014

IMF • GFSR (2016), "Global Financial Stability Report," IMF, October 2016

IMF • GFSR (2016, 2), "Global Financial Stability Report," IMF, April 2016

Kolerus, Christina, Papa N'Diaye, and Christian Saborowski. 2016. "China's Footprint in Global Commodity Markets." Spillover Note 5, International Monetary Fund, Washington.

Li Shi (2014), "Rising Income and Wealth Inequality in China," <http://unsdsn.org/wp-content/uploads/2014/05/TG03-SI-Event-LI-Shi-income-inequality.pdf>, 2014

OECD (2014), "Economic Outlook," OECD, November 2016

Pritchett and Summers (2014), "Asia-phoria meet regression to the mean," NBER Working Paper 20573, October 2014

北浦修敏（2015）「中国株式市場の暴落から始まった今夏の金融・資本市場の混乱と今後の中国経済の見通しについて」、世界平和研究所研究レポート、2015年10月

北浦修敏（2014）「中国経済のマクロ経済分析に関する一考察－海外の国際機関等の分析から考えたこと－」、世界平和研究所研究レポート、2014年12月