



IIPS

Institute for
International Policy Studies

▪ Tokyo ▪

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
—海外のマクロ・エコノミストの見解を踏まえて—

・ 平和研レポート ・
主任研究員 北浦修敏

IIPS Policy Paper 349J
October 2015

公益財団法人
世界平和研究所

© Institute for International Policy Studies 2015

Institute for International Policy Studies
6th Floor, Toranomon 30 Mori Building,
3-2-2 Toranomon, 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。

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

ー 海外のマクロ・エコノミストの見解を踏まえて ー

北浦修敏¹

(要約)

本稿は、海外のマクロ・エコノミストの見解を踏まえて、中国株式市場の暴落から始まった今夏の国際金融・資本市場の混乱について整理を行うとともに、中国経済のファンダメンタルズをマクロ経済学的な視点から考察したものである。本稿の主な主張を要約すると、以下の通りである。

第1に、中国の株式市場の暴落から始まった今夏の市場の混乱は、世界経済が抱える3つの歪みが顕在化し、その一部が調整・修正されたものであるということが筆者の理解である。3つの歪みの調整・修正とは、①昨年4月から150%も上昇した中国株式市場の必然的な調整、②先進国の金融緩和により生じた金融・資本市場の歪み（債券スプレッドが過去の平均値よりも100BP以上低水準であること、株価収益率は過去の平均値よりも2割以上高水準であること等）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・過剰債務の解消が必要となったこと、である。今後については、世界経済は回復力を高めているが、中国経済の3つの課題という世界経済に対する最大のリスクが克服されるまで、国際金融・資本市場は、当分の間、不安定な動きを続けるとみられる。

第2に、中国経済は、現在3つの課題（潜在成長率の低下、過剰債務の累積、輸出・投資主導から消費主導の成長モデルへの転換）を抱えている。このため、中国経済は、そもそも成長トレンドが低下する中で、過剰債務の償却と成長モデルの転換により、経済に下押し圧力がかかっている。

第3に、今後の中国経済を考える上で、懸念される事項と明るい材料を整理した。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

¹ 世界平和研究所主任研究員。本稿の作成に当たっては、世界平和研究所、財務省財務総合政策研究所において報告の機会をいただき、貴重なご意見をいただいた。ここに記して感謝いたします。ただし、本稿に含まれる誤りは全て筆者の責に帰するものです。また、本稿は、IMF、Financial Times 誌、The Economist 誌等から多くの引用を行っている。読者は是非原典に当たられたい。

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る必要があり、これは、過剰債務の償却とともに、経済に大きな下押し圧力となる）、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金融・資本市場の改革が経済の不安定化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 GDP の約 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、がある。

第 4 に、今後の中国経済に関しては、まず、現在の中国経済は危機ではない。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。また、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。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。また、世界最大級の貿易黒字国、純債権国であることから、仮に変動相場制に移行したとしても、人民元はしかるべき水準に落ち着くであろう。

第 5 に、中期的に中国政府は厳しい政策運営を迫られるとみられる。GDP の 46% を占める投資は経済上のバランスから持続可能ではなく、いずれ収益性の観点から行き詰る。最低 GDP 比で 10% 程度投資の水準を落とす必要があると考えられるが、デレバレッジを続けながら、消費を GDP 比で 10% も伸ばすことは容易ではない。IMF は中期的な中国経済のハードランディングの可能性を 10% から 30%、Financial Times 誌の Martin Wolf 氏は 4 割程度とみており、これらの見解は妥当だと考えられる。

第 6 に、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、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は進展すると考える。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。

第 7 に、中国経済が中期的にハードランディングしないためには、中国政府は国内調整を伴う厳しい政策運営に取り組む必要がある。筆者が重要と考える政策対応は、①過剰債務の迅速な処理を進めること、②消費主導の成長モデルへの移行に向けて構造改革（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）を強力にかつ速やかに推進すること、③消費主導の成長モデルに移行するまでの間は、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で経済のソフトランディングを図ること、④適切な金融・資本市場改革を実施すること（政府による国有銀行を仲介役とした国有企業に対する暗黙の保証を断ち切ること、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過剰債務の償却と成長モデルの転換に伴う景気の下押し圧力に対して市場の調整機能を確保・向上させるべく、金融政策によりデフレーション（物価の下落）を回避しつつ、労働市場の柔軟性を高める施策に取り組むこと、である。

中国経済は市場為替レートベースでも世界経済の13%を占めるに至っており、中国経済のスムーズな4%から6%程度の安定成長への移行は世界経済にとって極めて重要な意味を持つ。今回の調整で悩ましい点は、改革が順調に進んでも停滞しても、輸入が減少することである。中国が消費主導の成長モデルに移行することは、国内の商品やサービスへの需要を高めて、海外からの商品や資源への需要（輸入）を低下させることが指摘されている。一次産品輸出国の低迷、中国関連企業や金融業者の業績の悪化は、統計への信頼性の低下と相まって、市場の不安を煽り、その結果、当面市場は不安定な動きを続けるとみられる。こうした中で、IMFや先進国政府は、中国のハードランディングへの備えを怠らずに、冷静に市場の動向をモニタリングしながら、各々が抱える経済危機の後遺症や構造問題を克服し、内需主導の成長経路を確立するよう努める必要がある。

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

－ 海外のマクロ・エコノミストの見解を踏まえて －

(目次)

1. 2015 年夏の国際金融・資本市場の混乱

1－1. 6 月から 9 月にかけての国際マーケットの混乱の経過

1－2. 市場の混乱の背景

- ・過去 1 年間で 150% も上昇した中国株式市場
- ・世界の金融・資本市場の歪み
- ・新興市場国（特に一次産品輸出国）の過剰投資と過剰債務の問題

1－3. 現状の評価と今後の見通し

- 1－3－1. 米国等先進国の株式市場の動向
- 1－3－2. 中国の株価の動向
- 1－3－3. 中国の為替と外貨準備の動向
- 1－3－4. 中国経済の成長率に対する疑念
- 1－3－5. 一次産品価格と新興市場国の低迷
- 1－3－6. 世界経済の見通し

2. 今後の中国経済の構造転換

2－1. 中国経済における 3 つの課題

- 2－1－1. 人口の減少とキャッチアップの進展の下での潜在成長力の低下
- 2－1－2. 不動産・建設業と地方政府の過剰債務の償却の必要性
- 2－1－3. 投資主導から消費主導への成長モデルの転換

2－2. 本年夏以降の状況を踏まえた中国経済への懸念と明るい材料

- 2－2－1. 懸念①：中国政府の認識の甘さ
- 2－2－2. 懸念②：過剰債務の償却と成長モデルの転換の困難さ
- 2－2－3. 懸念③：国有企業改革等の構造改革の迷走
- 2－2－4. 懸念④：安易な金融システムの改革
- 2－2－5. 明るい材料①：民間企業の力強さ
- 2－2－6. 明るい材料②：消費の力強い伸び

2－3. 中国経済の見通しと優先すべき政策対応

- 2－3－1. 中国経済の見通し（短期、中期、長期）
- 2－3－2. 優先すべき政策対応

3. おわりに

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

ー 海外のマクロ・エコノミストの見解を踏まえて ー

北浦修敏

本稿は、世界平和研究所・研究レポート「中国経済のマクロ経済分析に関する一考察ー海外の国際機関等の分析から考えたことー」（昨年 12 月公表）に続いて、海外のマクロ・エコノミストの見解を踏まえて、中国経済のファンダメンタルズをマクロ経済学的な視点から分析することを目的としている。ただし、本年の中国経済を分析する上で、中国株式市場の暴落から始まった今夏の国際的な金融・資本市場の混乱に関する整理を外すことはできない。このため、まず第 1 章において、今夏の市場の混乱について筆者の見解を述べる。その上で、第 2 章において中国経済のファンダメンタルズについてマクロ経済学的な視点から分析することとしたい。

1. 2015 年夏の国際金融・資本市場の混乱

本章では、中国株式の暴落に端を発した 2015 年夏の国際金融・資本市場を振り返り、市場の混乱の背景、現状の評価と今後の見通しについて簡単に概観する。筆者の見解を簡単に述べると、今夏の市場の混乱は、中国経済の減速が懸念される中で、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。今後については、世界経済は回復力を高めているが、第 2 章で論じる中国経済の 3 つの課題という世界経済に対する最大のリスクが克服されるまで、国際金融・資本市場は、当分の間、不安定な動きを続けるとみられる。

1-1. 6 月から 9 月にかけての国際マーケットの混乱の経過

本年 6 月から 9 月にかけての国際金融・資本市場の不安定な動きを簡単に整理する。国際市場の混乱は、中国の株式市場の暴落から始まった。中国の上海総合指数は 6 月 12 日の 5,166 をピークに 3 週間の間に 3 割の下落を示した（図 1）。その後、中国政府の乱暴ともいえる介入の効果もあり、7 月の中旬までに上海総合指数は 3,500 から 4,000 の間で一旦落ち着きをみせた。ただし、上下に激しい振幅を伴うものであった。

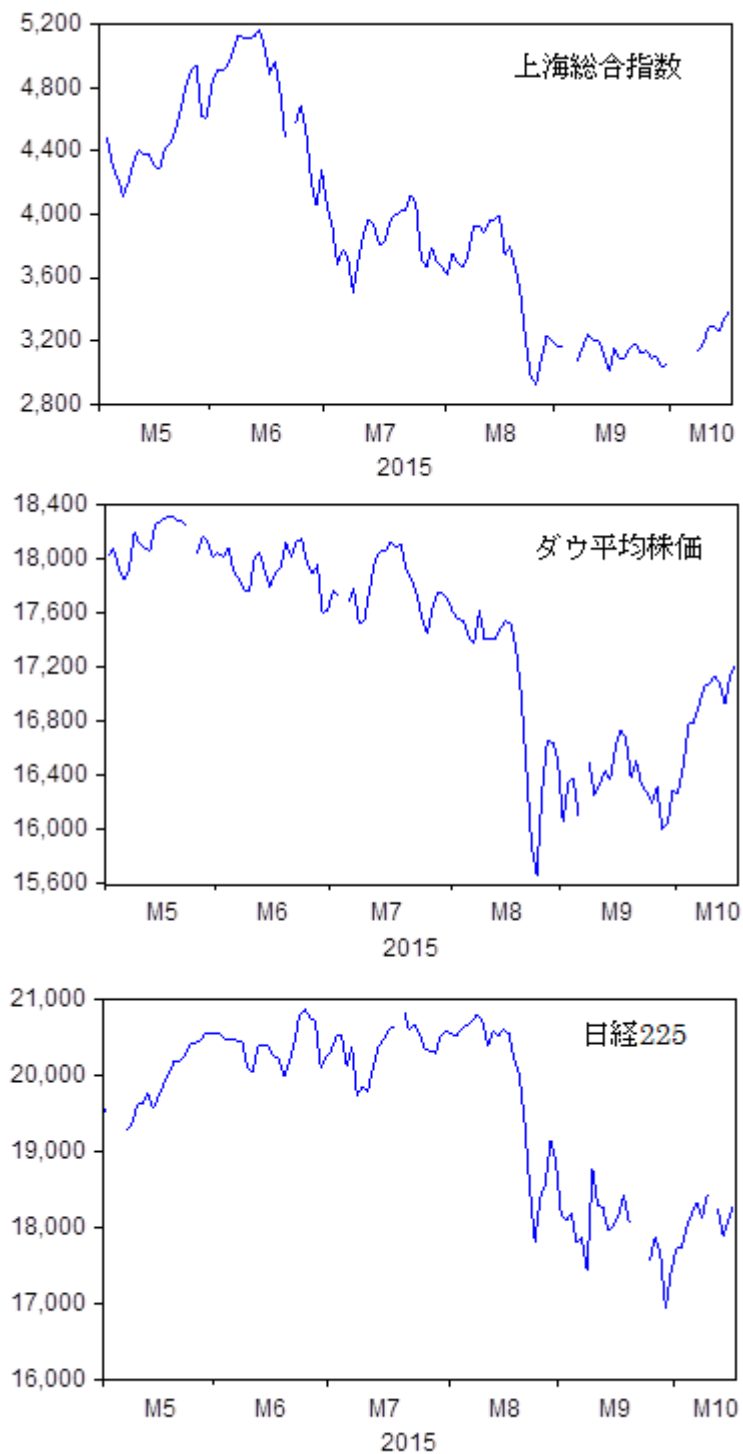
次に、中国人民銀行は 8 月 11 日からの 2 日間で人民元の対ドルレート of 基準値を約 3% 切り下げた。この切下げは、輸出額が対前年比で 8.3% の減少という 7 月の貿易統計の発表（8 日）の直後であったことから、輸出を喚起するための

為替の切下げ競争を中国が開始したとの観測を呼んで、周辺国の通貨の下落につながった。こうした中で、人民銀行は、13日に更なる下落を望まない旨の声明を出して、人民元買いの為替介入を行い、中国政府は人民元切下げを志向しているとの市場の観測を打ち消すことに努めた。その以降は、人民銀行による継続的な介入の効果により、人民元は概ね横ばいで推移している。

さらに、8月18日には上海株式市場において株価が6%を超す下落を示した。これは14日に証券監督当局が「日常的な介入をしない」と発言したことに端を発したものである。18日を契機に中国の株式市場は再び株価の調整を開始して、8月25日と26日に一旦3,000を切る水準にまで下落した。その後は変動を伴いつつ、3,000を若干上回る水準で推移した。米国、日本、欧州の株式市場も同様に8月18日から株価が下落したが、8月の最終週以降、株価水準は高いボラティリティを示しつつ、水準的には一旦落ち着いた。

その後の市場関係者の焦点は、9月17日に米国のFRBが世界金融危機後の初めての利上げを実施するか否かに移った。8月の前半は、中国の株式市場の変動や中国の輸入の減少が米国経済に与える影響が軽微とみられたことから、利上げに向けて落ち着いた雰囲気であったが、8月の半ば以降、資源輸出国を中心に世界経済への不安が高まり、最終的に利上げの延期の決定がなされるまで、世界の株価や債券価格は不安定な変動を続けた。9月の後半以降も、フォロクスワージェンの不正事件や、資源開発会社グレンコアの経営不安のニュースにより、世界の金融・資本市場は、大きな調整にいたらないまでも、不安定な動きを続けている。

図1 中国、米国、日本の株価指数の推移



(出所) Financial Times誌掲載データより作成

1－2．市場の混乱の背景

本節では、前節で述べた市場の混乱の背景について簡単に説明する。筆者の理

解では、この4か月にわたる混乱の背景には、世界経済が抱える3つの歪み、すなわち、①中国の2014年4月からの株式市場の高騰、②先進国の金融緩和により生じた世界の金融・資本市場の歪み、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になる中で顕在化した新興市場国の過剰投資と過剰債務問題、の3つがあったと考えている。

第1に、事前に発生した中国株式市場の高騰である。中国の株式市場は2014年4月までは2,000の水準で推移していたものが、その後急速に上昇を続け、2015年6月12日に5,100を超える水準にまで上昇した（図2）。下落後の10月12日の時点でも3,200を超える水準で推移しており、1年半前と比べると60%も上昇していることになる。株価の上昇は、個人投資家が急速に株式投資を活発化させたことによるものであるが（図3）、企業利益の増加を反映したファンダメンタルズの好転を反映したものではなく（図2の企業利益参照）、いずれ崩壊するものであった。

株価上昇の背景には、金融緩和（2014年11月、2015年3月、5月の3回の利下げと、2回の預金準備率の引下げ）、金融規制の緩和（信用取引融資の緩和、ミューチュアルファンドの自由化、複数の投資口座の開設の解禁等）、中国国営メディアによる株高を煽る報道等があったと考えられる²。

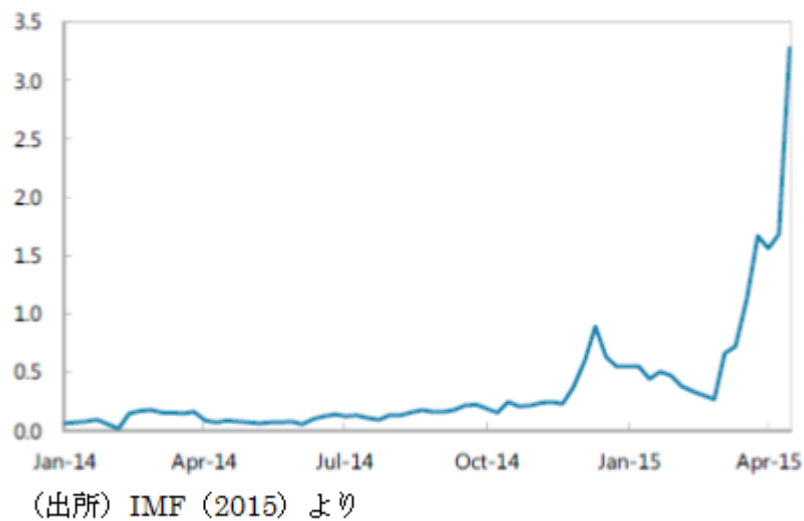
図2 株価と企業利益の推移（対前年比、%）



（出所）IMF（2015）より

² 中国国営メディアが株高を煽ったとの報道は複数みられる（7月7日付けブルンバーグ配信記事等）。国営メディアが株高を煽る報道をした目的としては、習政権の経済政策の成果を宣伝すること、債務過剰に苦しむ企業の資金調達を支援すること等があったと推察される。

図3 各週の新規株式口座開設数（百万口座）



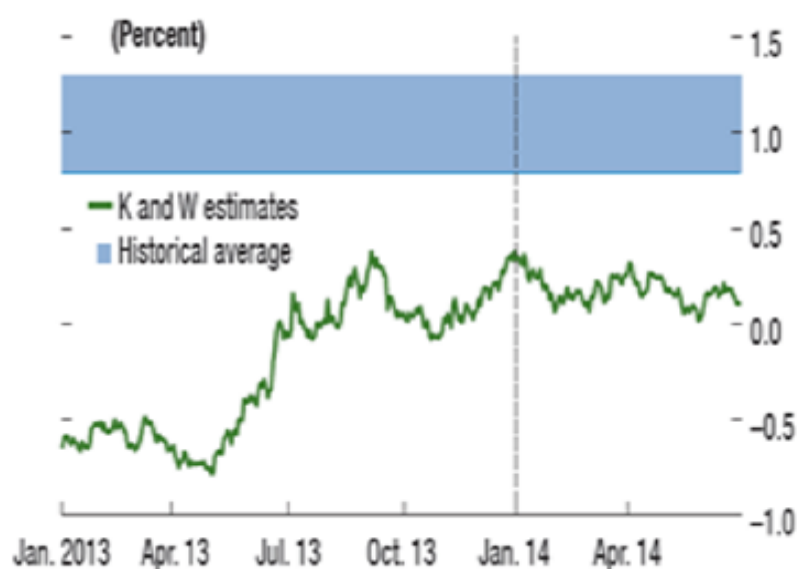
第2に、世界金融・資本市場の歪みが発生していることである³。すなわち、世界金融危機後の世界経済の長期的低迷、先進国の非伝統的金融緩和策、新興市場国の貯蓄余剰等により、均衡実質金利が低下する中で、金融・資本市場に歪みが生じているということである。代表的な市場の歪みとして、①本来100BP程度あるべき10年国債の期間プレミアムが近年0BPになっていること（図4）、②社債のリスクプレミアムが過度に低下していること（図5に示されるように、本来400BP程度であるべきB格付けの社債のスプレッドが300BPになっていること）、③株価のリスクプレミアムが低下して、2014年の夏の時点で既に米国の株価は2割以上過大な状態となっていたこと（図6に示されるように、S&P500をShiller P/Eで評価すると、過去の平均的な水準である20倍程度に対して、2014年夏の時点で25倍を上回る水準となっていること）等が指摘されている。これらの金融・資本市場の歪みについては、2014年以降、IMFやBISがたびたび警鐘を鳴らしている⁴。

8月の米国を始めとした先進国の株価の調整（図1）は、こうした金融・資本市場の歪みの一部が顕在化したものと筆者は理解している。

³ 詳細は筆者のレポート「世界経済の低迷、均衡実質金利の低下、金融・資本市場の歪みについて」の第3-2-2節を参照していただきたい。

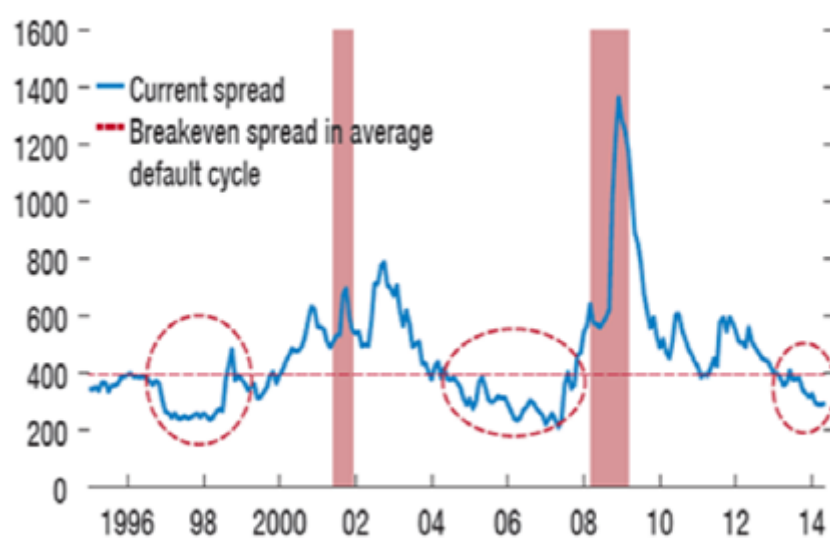
⁴ IMF・GFSR (2014)、BIS (2014) 等を参照されたい。

図4 10年債の期間プレミアム



(出所) IMF・GFSR (2014)

図5 Bの格付けの社債スプレッド



(出所) IMF・GFSR (2014)

図6 株式市場の株価収益率の推移



第3に、新興市場国（特に一次産品輸出国）の過剰投資と過剰債務問題である⁵。中国は、30年間10%近い経済成長を実現し、現在世界の銅や鉄鉱石の消費量の4割から6割を占めるまでになっている。このため、一次産品輸出国は中国経済の成長の継続を疑わずに投資を行い、生産能力を高めた。また、台湾、韓国、東南アジアなどの中国の周辺国も中国との貿易依存度を高め、中国への輸出拡大を期待して様々な貿易品の生産規模を拡大させた。

さらに、2000年代に入り、新興市場国は対外債務を拡大させていった。これは、量的緩和等に伴う貸出金利の低下や収益機会の減少に伴い、米国を中心に先進国の機関投資家が高い利回りを求めて、2000年頃まで殆ど発行されていなかったドル建ての新興市場国企業の社債を積極的に引き受けたことによる。本年2月16日のThe Financial Times誌のJonathan Wheatley氏の記事によると、BNPパリバの分析では、1994年の新興市場国企業の外貨建て債務は1994年の1070億ドルから2014年には2兆ドルを超える水準まで増加した。同様にBIS（2014）は、新興市場国のクロスボーダーの銀行融資の2014年6月に3.1兆ドル（主にドル建て）、新興市場国の経済主体により発行された債券は2.6兆ドル（その4分の3はドル建て）としている。これらの負債の多くはドル建てであり、BIS（2014）やIMF・GFSR（2015）は通貨ミスマッチ（発行体の収益が国

⁵ 詳細は筆者のレポート「世界経済の低迷、均衡実質金利の低下、金融・資本市場の歪みについて」の第3-2-1節を参照していただきたい。

内からのものである場合、米国の利上げやドル高の進行によりドル建ての元本・利息の返済が困難になること）を懸念している。

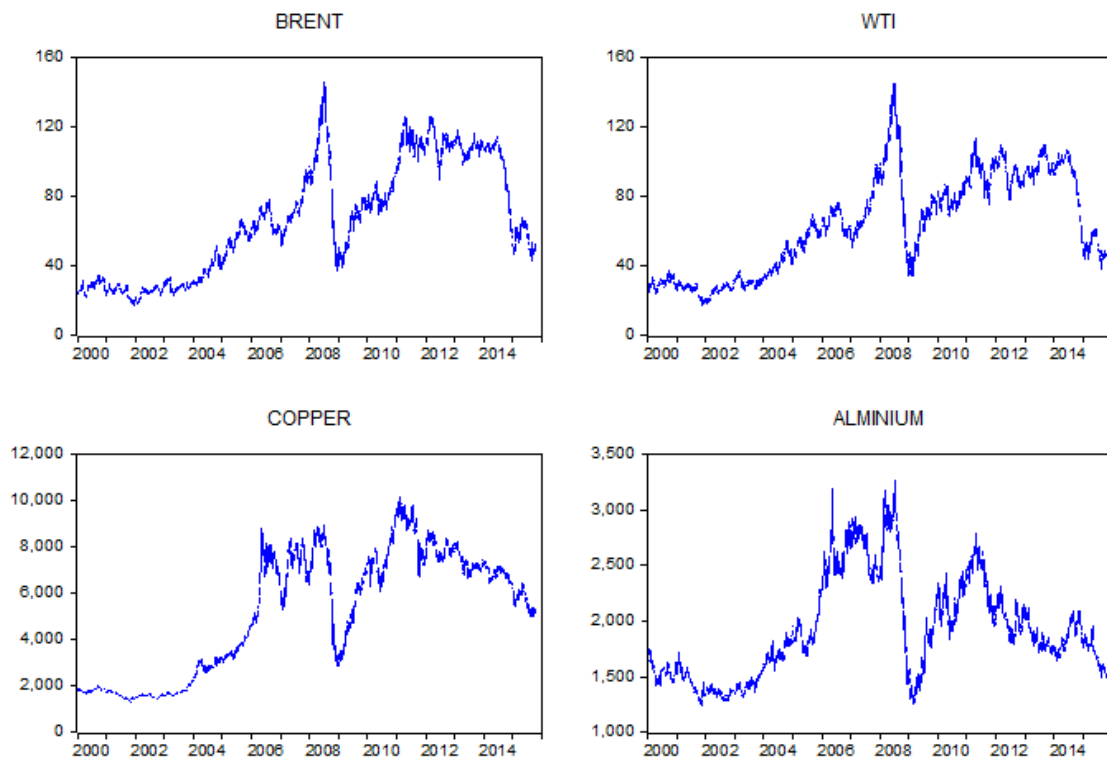
中国経済が減速するとともに、輸出・投資主導から消費主導の経済への移行を始めたことから、2014 年末から中国の輸入に急ブレーキがかかり（表 1）、一次産品輸出国や中国への貿易依存度の高い国々の過剰投資と過剰債務への懸念が顕在化したことが、今夏の新興市場国の市場の混乱の一因である。2012 年頃からの中国の輸入の減速とともに、一次産品価格については、既に数年前からそれぞれの価格の下落は始まっていた（図 7）。しかしながら、中国経済の減速と輸入の減少が一時的でないことが本年夏に明らかになる中で、これらの国々の為替や株価は更に下落し、新興市場国の債券利回りは上昇していった。

表1 中国輸出・輸入の推移

(億ドル)				(対前年比)			
	輸出	輸入	貿易収支		輸出	輸入	貿易収支
2009	12,016	10,059	1,957	2009	-16%	-11%	-34%
2010	15,778	13,963	1,815	2010	31%	39%	-7%
2011	18,984	17,435	1,549	2011	20%	25%	-15%
2012	20,488	18,174	2,314	2012	8%	4%	49%
2013	22,105	19,506	2,599	2013	8%	7%	12%
2014	23,430	19,621	3,831	2014	6%	1%	47%
2014 I	4,913	4,748	166	2014 I	-3%	2%	-61%
2014 II	5,710	4,847	863	2014 II	5%	1%	31%
2014 III	6,348	5,065	1,303	2014 III	13%	1%	112%
2014 IV	6,460	4,961	1,499	2014 IV	8%	-2%	66%
2015 I	5,141	3,903	1,237	2015 I	5%	-18%	646%
2015 II	5,590	4,189	1,402	2015 II	-2%	-14%	62%
2015 III	5,973	4,338	1,635	2015 III	-6%	-14%	25%

（出所）SER 社会経済リサーチ HP 掲載データより作成

図7 資源価格の推移



(出所) 日経新聞・景気指標欄掲載データより作成

1－3．現状の評価と今後の見通し

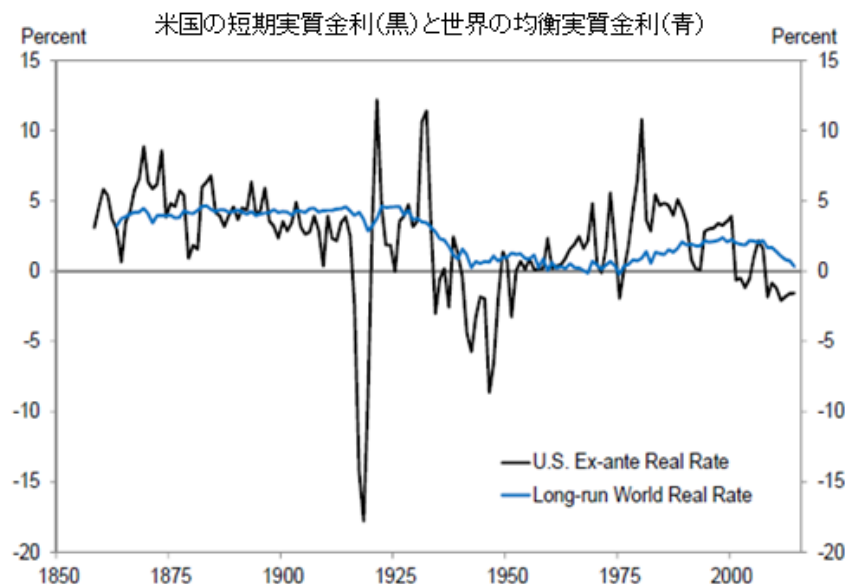
前節でみたように、筆者の理解は、今夏の市場の混乱の背景としては、中国経済の減速の懸念の中で、世界経済が抱える 3 つの歪み（短期間にかつファンダメンタルズの改善もなく急上昇した中国の株価、先進国の金融・資本市場の歪み、新興市場国の過剰投資及び過剰債務の問題）があると理解するものである。本節では、米国等先進国の株式市場、中国の株価・為替・経済成長、一次産品価格と新興市場国経済の順に、現状の評価と今後の見通しに関して筆者の見方を示した後で、当面の世界経済の見通しについて、IMF・WEO（2015）及び IMF・GFSR（2015）の見解を紹介する。

1－3－1．米国等先進国の株式市場の動向

米国の株価は、2014 年夏の時点で既に 2 割程度過大と IMF に評価されていたものが、その後さらに 8%程度上昇して、今年の 5 月にかけて最高値を更新した（図 1 及び図 8）。夏の市場の混乱後の 10 月 12 日の米国の株価は、ピーク時（5 月 19 日の 18,300）から約 6%程度下落した水準（17,130）にあり、概ね 2014 年夏の水準に戻った状態である。

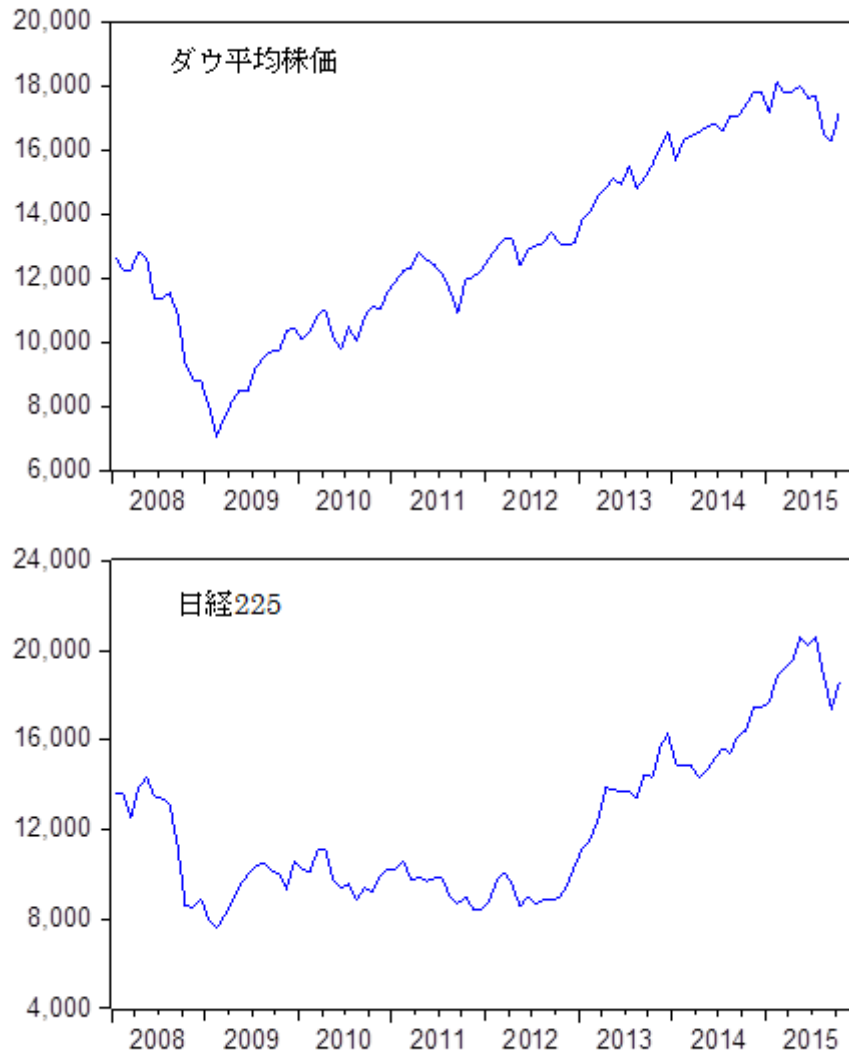
現在の水準は依然として、過去の平均的な水準からみると過大である。これは均衡実質金利の低下が影響を与えていると考えられ⁶、株価の均衡水準は明白ではないが、今後 **FRB** が短期金利を正常な水準に戻していく過程で、相当な下方への圧力が株価に働くものと考えられる。ただし、世界経済の不確実性の高まりの下で、利上げのタイミングやスピードに不透明感は増しており、投資家の利回り追求の動きからリスク資産への潜在的な需要も高く、現在の米国の株価は決め手を欠いている。米国の株価は当面横ばいの動きを示しつつ、不安定な動きを示し続けるものと考えられる⁷。

⁶ Hamilton, et al. (2015) の分析では、①世界の均衡実質金利は、戦後の 3% 程度の水準から 2000 年頃より低下を始め、世界経済の低迷、需要不足（貯蓄超過）、成長トレンドの低下等により、足元 0.5% 程度にまで低下していること（下図）、②足元のマイナス 1.5% 程度の米国の実質短期金利は 2017 年頃に向けて緩やかに足元の世界の均衡実質金利 0.5% に向けて上昇が見込まれること、等が指摘されている。詳細は、筆者の世界平和研究所・研究レポート「世界経済の低迷、均衡実質金利の低下、金融・資本市場の歪みについて」第 2-5 節を参照されたい。



⁷ 10月上旬のIMF・WEO (2015) とIMF・GFSR (2015) の公表、IMF 総会の開催の後には、米国の株価の上昇がみられるが（10月23日で17,563）、これについて、10月21日付けのFinancial Times誌の記事は、①世界経済の不透明感の高まりにより、年内利上げ実施に関する市場の観測が後退していること、②中国のハードランディングへの懸念がひとまず落ち着いていること、③米国企業の第3四半期の業績が予想より悪くないこと、によるとしている。

図8 米国及び日本の株価の推移



(出所) 日経新聞・景気指標欄掲載データより作成

1－3－2．中国の株価の動向

中国の株価は、既にみたように過去1年間の急騰を放置した誤りの修正であった。上海株式指数は、7月中旬までに、中国政府の極端なまでの介入により一旦3,500から4,000の間で変動を伴いつつ横ばいの動きをみせたが、この時点で、中国政府は2,000億ドルの資金を投じたとされており、大きな損失を被ったとの報道がなされた。

この後、8月18日から株価は再度調整を開始した。この2回目の株価の調整は、筆者はIMFの助言と整合的なものと理解している。すなわち、IMF

(2015) は 8 月 14 日に公表した協定第 4 条に基づく中国経済の健全性調査のスタッフペーパーの補論（作成日 7 月 17 日）の中で、「中国政府の株式市場への重度の介入は、市場の下限を政府が支えてくれるという市場の期待やモラルハザードを助長させるリスクを高めるとともに、システムや政策のマーケットオリエンテーションに関する疑念を生じさせたかもしれない。このように、今や中国政府の戦略は、特定の水準へ価格を押し上げるのではなく、秩序ある市場の状態とシステムの安定性の確保に焦点を合わせるべきである。このため、可能な限り早期に、株価水準へのインパクトにかかわらず、株価支持メカニズムから撤退し、株価を模索する機能と透明性を回復することを含んでいる」としている。これは明白に市場に適正価格を探らせるべく、早期に株価への介入をやめるように助言したものである。

中国政府の 8 月 13 日の日常的な介入をやめるとの方針は、IMF (2015) のアドバイスに従ったものか否かは定かではないが、株価は急速に低下し、8 月の最終週以降は 3,000 を上回る水準で推移している。8 月 28 日付けの Financial Times 誌の記事は、「株価収益率は現在 14.9 であり、依然として長期的な平均である 12.8 より高い。しかしながら、株式ははるかにリーズナブルな水準に到達しつつあり、底を探りつつある可能性がある」との投資家の発言を紹介している。また、8 月 29 日付けの Financial Times 誌の記事では、米国の株価収益率は現在 25 倍で、1880 年以降の平均（17 倍）より高い水準にあるとの記事を掲載している。両者は同様に過去の平均的な水準からみると過大評価であるが、中国の株価収益率がより低位であるのは、中国市場のリスクの高さを踏まえたものである。今後については、株価への上方圧力（世界的な貯蓄余剰・歴史的に低位な均衡実質金利の中での投資家の利回り追求）と、株価への下方圧力（米国の利上げ・緩やかな金利の正常化）がせめぎ合うとみられ、大きなニュースがない限り、当面は現在の水準で推移するのではないかとというのが筆者の見解である。

1-3-3. 中国の為替と外貨準備の動向

8 月 11 日の人民銀行による人民元レートの切下げは、7 月の輸出の大幅な減少の発表の直後でもあり、通貨の切下げ競争を招く動きとして、大きな波紋を呼んだ。中国経済の減速が 8 月の通貨の切下げの背後にあることは事実であるが、筆者の理解は、中国政府は、輸出による内需振興以上に、ドルに追随した人民元の更なる上昇を望んでいないというものである。輸出による内需振興が目的であれば、3 から 4% 程度の切下げは輸出に対して大きな影響を及ぼさない。中国の輸出業者が利益を十分に確保するには 1 割程度の人民元の切下げが必要である。

むしろ筆者が注目しているのは、(1) IMF (2015) が 5 月 26 日の中国派遣団の報告と 8 月 14 日の中国経済に関する健全性調査結果において「過去 1 年間の相当な実質実効為替相場の上昇の結果、人民元はもはや過小評価ではない」との指摘を行っていること、(2) 8 月の時点でエコノミストの多くが 9 月の米国 FRB の利上げを予測していたこと、の 2 点である。人民元は、2004 年末から 3 割も増価しているが、特に 2014 年夏以降は原油価格の下落に伴う原油輸出の為替の下落により、米ドルとともに 1 割以上上昇していた (図 9 及び図 10)。一方で、米ドルは量的緩和により 2014 年夏頃まで低位な水準で推移していたこと、今後米国とともに利上げを実施するのは英国だけとみられること等から、米ドルの実質為替レートは、今後利上げに伴い、上昇が見込まれていた。

中国政府は、変動相場制への移行の方針を固めたわけではないが⁸、中国経済の減速の中で、人民元の柔軟な変動を通じて、ドルに連動した人民元の上昇と、それに伴う景気への悪影響を回避したいとの意向を持っていると筆者は理解している。

次に、為替相場に関連して、中国の資本逃避について懸念する声が聴かれる。特に、市場の混乱の中で中国の外貨準備が 1,000 億ドル減少したことで、資本逃避により人民元が投げ売られることを懸念する報道がいくつかみられた。しかしながら、筆者はこうした指摘は杞憂であると考えている。

確かに中国の外貨準備は 2014 年 6 月の 3 兆 9,930 億ドルをピークに減少を続け、2015 年 8 月には 3 兆 5,570 億ドルにまで減少している (図 11)⁹。昨年 11 月の上海の資本市場とオフショアの香港市場を結ぶ取引が上限付きで自由化されたこと (上海・香港コネクト) に伴い、中国内の適格投資家が香港ドルを含む外貨の運用を増やすとともに、上海・香港コネクト等に参加していた外国人投資家が人民元での運用をやめて、人民元を売却していたことは事実と考えられる。このほか、ドル建て社債で資金調達を行った中国企業がドル高人民元安を見込んで社債の償還を急いでいる、中国の輸入業者がドルを早めにかつ大

⁸ 中国の為替制度に関して、IMF (2015) は、「中国は、2、3 年以内に効果的な変動相場制に移行することができ、また、すべきである」としている。また、8 月の中国政府の為替の切下げに伴う措置に関して、IMF (2015) は、「中央銀行によって公表された人民元の中央値を決定する新たなメカニズムは歓迎すべきステップであり、市場の力に為替レートを決定するより大きな役割を与えるべきである」との一定の評価を与えている。

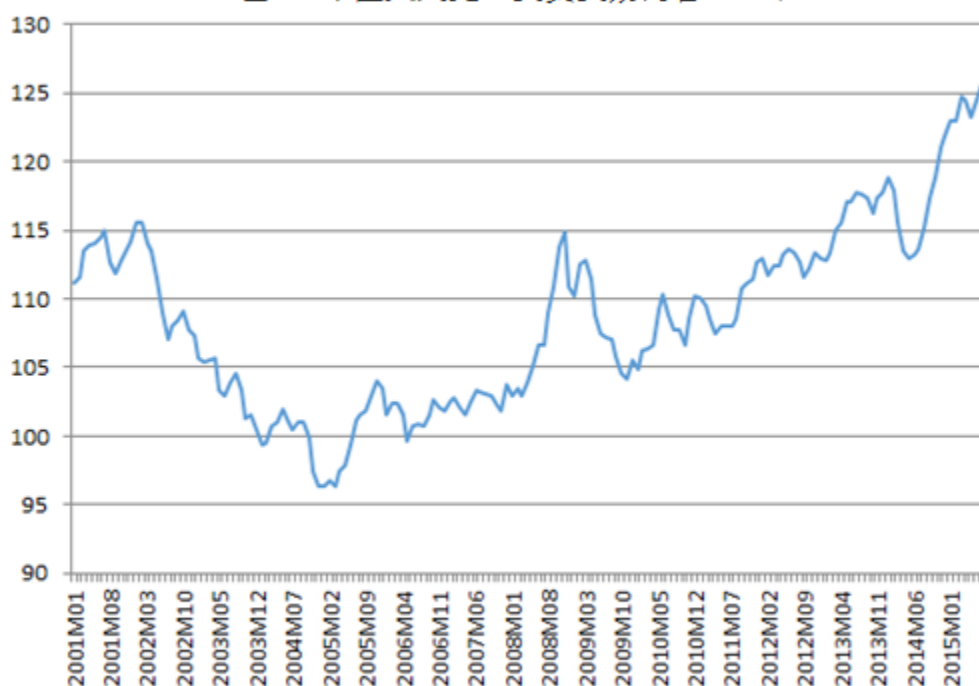
⁹ OECD の分析では、2015 年 6 月までの 3,000 億ドルの減少のうち、3 分の 2 はユーロの下落に伴う評価損とされている。

目に調達している、との報道もみられる。

しかしながら、人民元による資本勘定取引は厳しく制限されており、巨大な資本逃避につながるような、国際的に自由に動ける人民元の総量は限定的とみられる。様々な報道を追ってみると、オフショアの外国人投資家による中国本土の株式・社債の投資額は1,400億ドル（9月25日付け **Financial Times** 誌）、オフショアの人民元預金は4,000億ドル（10月3日付け **The Economist** 誌）、中国企業のドル建社債残高は1兆ドル程度（**BIS** 等）とされており、若干の抜け穴があるとしても、資本勘定取引を厳しく制限している現状において、3.5兆ドルの外貨準備は、今後の変動相場制への移行のためのバッファを考慮に入れても十分な水準と考えられる。また、中国は、世界最大級の貿易黒字国、対外純債権国、外貨準備保有国であり、中国の人民元の減価には限界がある。

実際に、10月9日付けの **Financial Times** 誌の報道では、9月の外貨準備の低下幅は、前月の1,000億ドルから430億ドルに低下したとされている。

図9 中国人民元の実質実効為替レート



（出所）経済産業省・経済産業研究所 HP 掲載データより作成

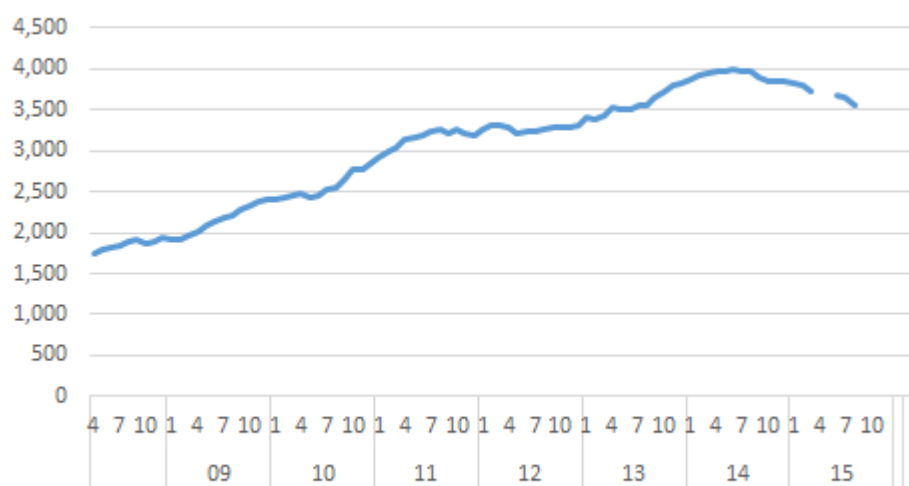
図 10 米国ドルの實質実効為替レート



(出所) 経済産業省・経済産業研究所HP掲載データより作成

(十億ドル)

図11 中国外貨準備の推移



(出所) SER 社会経済リサーチ HP 掲載データより作成

1－3－4．中国経済の成長率に対する疑念

6月以降の市場の混乱を受けて、中国の實質経済成長率に対して、様々な疑義が示されるようになってきている。李克強指数として注目を集めてきた電力発電量や鉄道貨物輸送量とともに、製造業の活動状況に昨年後半から弱い動きがみ

られること、GDP 統計に不自然な動きがみられること等によるものである。

10 月の IMF・WEO (2015) の公表時に IMF のオブズフェルド局長が説明しているように、建設・不動産等の投資から消費やサービスに経済の中心が移ってきている中で、電力発電量や鉄道貨物輸送量は、中国経済の動きを示す信頼できるデータではなくなっている。一方で、本年第 1 四半期、第 2 四半期の GDP 統計の不自然な動き（①デフレーター上昇率が消費者物価上昇率に比べて低水準になっており、デフレーター上昇率に 1%ポイント以上過少評価の可能性があること、産業別 GDP 寄与度において金融サービスが 1%ポイント近く上昇しており過大評価の可能性があること）から、実質 GDP 成長率が過大となっている可能性が示唆される。本年 8 月 19 日及び 26 日の Financial Times 誌は米国のエコノミストのコンセンサスとして今年の実質経済成長率を 4 から 5%程度とみていることを紹介している。一方で、IMF・WEO (2015) は 10 月 6 日の世界経済見通しの改定において、中国の本年の実質経済成長率を 6.8%に据え置いた。政治的配慮とともに、消費の堅調さと純輸出の強い伸びを考慮したと考えられる。いずれにしても、現時点で中国経済の動向を示す正しい数字の水準については確信を持ってない状況にある。今後、米国のエコノミスト等によるさらに突っ込んだ分析を待つ必要がある。

1－3－5．一次産品価格と新興市場国の低迷

先進国経済は、一次産品価格の低下に伴い実質的に所得が増加し、消費を中心に底堅さをみせている。一方で、世界経済の短期的な関心は新興市場国に集まっている。新興市場国は、①一次産品価格の下落、②世界貿易の低迷、③米国の利上げに関連した金融・資本市場の歪みの修正、という 3 つの圧力にさらされている。

第 1 に、原油、銅、亜鉛といった一次産品は、一次産品多消費型の投資主導成長モデルから中国が移行しつつあることが明確化するにつれて、構造的な過剰供給の状態が顕在化し、IMF・WEO (2015) に示されるように、当面価格は低水準で推移することが見込まれている。10 月 13 日付けの Financial Times 誌は、1 年前に比べて、銅価格は▼18.5%、亜鉛価格は▼23.5%、ニッケル価格は▼32.8%と、資源価格は総じて低下していることが報道されている。

第 2 に、9 月 19 日付けの The Economist 誌は、世界の貿易は、一次産品価格の低下や一時的要因だけでなく、構造的な要因（中国及び米国の貿易弾性値の低下等）により数量 (Volume) の伸びが低下しており（図 12）、貿易の伸びの低下とサプライチェーンの短縮・先細りは、製造業の育成が不十分な国々にとって深刻な影響を与える可能性がある」と指摘している。特に、ブラジル、ロ

シア等は、一次産品価格が好調な時に生産性を高める改革を実施する機会があったにもかかわらず、時間を浪費してしまい、政治的な足かせも相まって痛手を被ることとなっている。



最後に、新興市場国は、近年外貨による資金調達を増加させてきたが、一次産品価格の低迷に伴い、米国のエネルギー関連企業と同様に、資金調達が難しくなっている。既にみたように2014年夏の時点で高利回り社債のスプレッドは過去の平均的な水準よりも100BP程度過少になっていた。ところが、昨年夏以降の原油価格の下落に伴い、エネルギー関連企業を中心とした高利回り債のスプレッドの見直しが進むとともに¹⁰、新興市場国の財務状況の悪化に対する懸念から、新興市場国の債券の利回りの見直しも急速に進み、今夏の市場の混乱はスプレッドを一層上昇させた¹¹。これらのスプレッドの上昇は、行

¹⁰ 10月9日付けのFinancial Times誌では、米国及び欧州の高利回り債のスプレッドは、2011年後半に900～1000BPまで上昇した後、2014年前半には400BPを割っていたが、2014年後半、2015年夏以降に上昇し、現在は600BP程度になっている。

¹¹ 10月13日付けのFinancial Times誌では、ガーナは1年前は10年債を8.25%で調達できていたが、今年の発行は困難となっており、15年債を10.75%で発行する方向で調整を進めていること、アイボリーコーストの2024年満期の債券（発行回り5.625%）の流通利回りは、9月末には7.47%まで上昇し、現在

き過ぎたリスクテイクの修正や正常化の一環とも考えられるが、景気が悪化する局面では往々にして、オーバーシュートしてしまう。さらに、米国の利上げが見込まれる中で、ベースとなる基準金利の上昇が予想され、新興市場国の各経済主体の資金調達は今後困難を増していくことが見込まれる。

これらの現象は、最近の一次産品価格の高騰の中で聞かれなくなった資源の呪い（Resource Curse）の復活を予感させるものである。一次産品輸出国は、資源開発への過大投資の解消に努めるとともに、経済の多角化を図る必要性を痛感している。IMF・WEO（2015）は、「一次産品価格の見通しが弱まったことで、2015～2017年の一次産品輸出国の成長率は、2012～2014年と比較し年約1パーセントポイント低下する可能性がある」としている。

なお、こうした新興市場国の問題が、アジア通貨危機と同様の危機を招くかについては、筆者は懐疑的である。確かに、アジア通貨危機時との類似点もある。リスクの高まりに伴う資本の流出である。Institute for International Financeの推計では、今年の新興市場国からのネットの資本流出は5400億ドルに上るとされる。しかしながら、新興市場国は全体で6兆ドル近い資金を先進国から調達しており、流出額は未だ一部に過ぎない。また、多くの国々は過去の危機の経験から学んでいる。資本流出のバッファとして8兆ドルに上る外貨準備を蓄積しており、また、為替相場制度は、変動相場制への移行や適時の通貨切下げ等により柔軟性を高めている。為替の下落は、短期的にはインフレを高め、国内の消費者を苦しめるが、中長期的に国内産業の競争力を高め、外需の寄与度を増加させる。IMF・WEO（2015）は、「国あるいは地域の通貨が実質実効ベースで10%下落した場合、実質純輸出が平均して対GDP比で1.5%上昇する」としている。

もちろん厳しい国々もある。ブラジル、ロシア、マレーシア、トルコ、南アフリカ等は、内外の政治問題を抱えて脆弱性が指摘されている。しかしながら、新興市場国を横断的にみると、各国はそれぞれ奮闘しており、危機が伝播するアジア通貨危機の再来というより、一次産品価格の低迷が長期化する中で慢性的で複数年にわたる調整過程に、新興市場国が押し並べて入ったという理解が正しいものと考えている。

は6.83%となっていることが報道されている。

表 2 世界の為替・株価の推移

1月から9月25日までの騰落率(%)

為替		株価	
1 米国	10.2	1 イタリア	12.2
2 スイス	9.0	2 フランス	4.9
3 日本	7.1	3 ベトナム	4.5
4 英国	6.0	4 日本	2.5
5 サウジアラビア	5.9	5 南アフリカ	2.3
6 UAE	5.7	6 韓国	1.4
7 香港	4.8	7 ロシア	-0.3
8 中国	3.9	8 ドイッ	-1.2
9 インド	2.1	9 メキシコ	-1.7
10 シンガポール	1.0	10 フィリピン	-4.3
11 スウェーデン	0.9	11 中国	-4.4
12 台湾	0.9	12 スイス	-5.3
13 デンマーク	-0.9	13 豪州	-5.8
14 ユーロ	-2.0	14 インド	-6.0
15 韓国	-2.3	15 英国	-7.0
16 タイ	-3.2	16 タイ	-8.1
17 ロシア	-3.3	17 マレーシア	-8.3
18 ノルウェー	-5.9	18 米国	-8.5
19 インドネシア	-8.4	19 ポーランド	-9.7
20 豪州	-8.4	20 香港	-10.3
21 メキシコ	-9.5	21 ブラジル	-10.4
22 カナダ	-10.4	22 台湾	-12.6
23 ニュージーランド	-12.0	23 トルコ	-13.0
24 マレーシア	-15.3	24 シンガポール	-15.8
25 ブラジル	-29.8	25 インドネシア	-19.5

(出所) 9月28日及び29日付け日経新聞・夕刊

1-3-6. 世界経済の見通し

以上を踏まえて、IMF・WEO (2015) が世界の経済見通しをどのようにみているかを簡単に説明したい。

IMF・WEO (2015) は、2015年及び2016年の世界経済の実質成長率を、それぞれ3.1%、3.6%とみている(表3)。半年前に比べて、それぞれ0.4%、0.2%ずつ引き下げている。これは、第1四半期の中国の輸入の減少、夏の市場の混乱、米国の第1四半期の成長の低迷等を踏まえて、下方修正を行った結果である。IMF・WEO (2015) は「先進国・地域の短期的な経済成長の力強さはこれまでより増したように見えるが、一方で、新興市場及び途上国・地域では弱くなっている」としている。

表3 世界の成長率見通し

	Projections			Difference from April to October	
	2014	2015	2016	2015	2016
World Output	3.4	3.1	3.6	-0.4	-0.2
Advanced Economies	1.8	2.0	2.2	-0.4	-0.2
United States	2.4	2.6	2.8	-0.5	-0.3
Euro Area	0.9	1.5	1.6	0.0	0.0
Germany	1.6	1.5	1.6	-0.1	-0.1
France	0.2	1.2	1.5	0.0	0.0
Italy	-0.4	0.8	1.3	0.3	0.2
Spain	1.4	3.1	2.5	0.6	0.5
Japan	-0.1	0.6	1.0	-0.4	-0.2
United Kingdom	3.0	2.5	2.2	-0.2	-0.1
Canada	2.4	1.0	1.7	-1.2	-0.3
Other Advanced Economies	2.8	2.3	2.7	-0.5	-0.4
Emerging Market and Developing Economies	4.6	4.0	4.5	-0.3	-0.2
Commonwealth of Independent States	1.0	-2.7	0.5	-0.1	0.2
Russia	0.6	-3.8	-0.6	0.0	0.5
Excluding Russia	1.9	-0.1	2.8	-0.5	-0.4
Emerging and Developing Asia	6.8	6.5	6.4	-0.1	0.0
China	7.3	6.8	6.3	0.0	0.0
India	7.3	7.3	7.5	-0.2	0.0
ASEAN-54	4.6	4.6	4.9	-0.6	-0.4
Emerging and Developing Europe	2.8	3.0	3.0	0.1	-0.2
Latin America and the Caribbean	1.3	-0.3	0.8	-1.2	-1.2
Brazil	0.1	-3.0	-1.0	-2.0	-2.0
Mexico	2.1	2.3	2.8	-0.7	-0.5
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.7	2.5	3.9	-0.4	0.1
Saudi Arabia	3.5	3.4	2.2	0.4	-0.5
Sub-Saharan Africa	5.0	3.8	4.3	-0.7	-0.8
Nigeria	6.3	4.0	4.3	-0.8	-0.7
South Africa	1.5	1.4	1.3	-0.6	-0.8
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.7	2.5	3.0	-0.4	-0.2

(出所) IMF・WEO (2015) より

IMF・WEO (2015) は、上記のベースラインの経済成長見通しに対して、リスクは下方に偏っているとし、資産価格の暴落と金融市場の混乱、潜在成長力の低下、中国経済のハードランディング、一次産品価格の更なる下落、ドルの更なる大幅な増価、地政学的リスクの顕在化、経済の長期停滞等のリスクを上げている。その上で、90%の信頼区間で、2015年及び2016年の成長率の下限をそれぞれ2.3%、1.5%とみている（表4の Lower 90 percent interval の欄参照）。

表4 リスクを踏まえた世界の成長率見通しの上限と下限

World Output	2014	2015	2016
Upper 90 percent interval		3.3	4.7
Upper 70 percent interval		3.2	4.3
Upper 50 percent interval		3.2	4.0
WEO baseline	3.4	3.1	3.6
Lower 50 percent interval		2.8	2.7
Lower 70 percent interval		2.6	2.3
Lower 90 percent interval		2.3	1.5

(出所) IMF・WEO (2015) より

また、IMF・GFSR（2015）は、上記のリスクのうち、資産価格の暴落と金融市場の混乱について検討を行っている。そこでは、金融・資本市場で発生している歪みの修正を考慮して、2016年中に、①10年国債の期間プレミアムが50BP程度上昇する、②株式のリスクプレミアムの上昇により株価が20%程度下落する、③短期金利の信用スプレッドが25BPから100BP上昇する、等の事態が発生した場合、2017年の経済成長は2.4%程度低下するとしている。

このような経済的な混乱が発生する可能性は基本的には低く、IMFはせいぜい10%程度と考えているとみられる。ただし、こうした事態の発生する根源としては、中国経済のハードランディングが引き金となる可能性が高いと筆者は理解している。次節では、中国経済のファンダメンタルズについて検討を行う。

2. 今後の中国経済の構造転換

本章では、中国経済の現状と見通しについて報告を行う。まず、第2-1節では、中国経済を取り巻く3つの基本的な課題について説明する。第2-2節では、今夏の市場の混乱を踏まえて、中国経済に関する懸念と明るい材料について海外のエコノミストの見解を概観し、第2-3節では中国経済の見通しと必要と考えられる政策対応について筆者の考えを述べる。

最初に述べておきたいことは、中国経済は今直ちに危機に直面しているわけではないということである。第2-1節で述べる困難な3つの課題に直面し、経済の下押し圧力は強い。それでも、中国政府は財政政策・金融政策に余地を残しており、また、既にみたように外貨準備も潤沢である。中国の国内からみて危機というほどものではない。ただし、中国の構造転換により、輸入はこれまでのようには伸びなくなっており、中国の成長力に依存して経済を伸ばしてきた国々（日本も含まれる）にとっては、極めて厳しい状況といえる。

一方で、中国が構造転換に失敗すると、中期的に中国経済は2%程度の成長経路に落ち込む可能性も否定できない。その意味で、中国は第2-1節で述べる3つの課題を踏まえて、過剰債務の処理と成長モデルの転換に真摯に取り組むことが不可欠である。

2-1. 中国経済における3つの課題

ここ数年来指摘される中国経済の成長への不安には、大きく分けて、3つの論点がある。第1に、中国の潜在成長率の低下である。過去の途上国の経験をみると、所得水準が中進国の水準に追いついてくるにつれ、キャッチアップの速度は減速する。また、中国においては、既に生産年齢人口の減少が始まっており、この面からも成長の減速が示唆される。第2に、世界金融危機後の建設・不動産投資の急増に伴い、融資が過度に拡大し、バランス・シート面からの調整が必要になっていることである。すなわち過剰債務の償却が必要となっている。第3に、既存の成長パターンの限界である。中国経済は30年間にわたり、資源を大量に消費する製造業に依存した輸出主導型、投資主導型の経済成長を実現してきた。しかしながら、投資主導の経済が第2の問題点を作り出し、製造業に依存した輸出主導型の成長パターンも、世界経済のバランスを崩しかねず、限界にきている。このため、内需（消費）主導の成長モデルへ転換する必要がある。

本節ではまず、3つの課題について説明する。

2-1-1. 人口の減少とキャッチアップの進展の下での潜在成長力の低下

中国経済の1つ目の課題は、潜在成長率の低下である¹²。経済成長論に関しては、都市国家以外では、日本、韓国、台湾を除いて欧米の高い生活水準へキャッチアップに成功した国はなく、必ずしも頑健な理論があるわけではないが、一般的に条件付きの収束の理論（Conditional Convergence）が支持されている。すなわち、ある一定の条件が整えば、諸外国の一人当たり所得の水準は最も効率的な国（米国に代表されることが多い）の水準に追い付いていくというものである。この収束のモデルでは、他の条件が同じであれば、所得水準の低い国ほど速いスピードで成長する、すなわち、より所得水準の低い国ほど容易に経済発展の模倣が可能であると理解されている。

OECD（2014）とIMF（2014）は、こうした経済成長論の基本的な分析手法を活用して、マクロの生産関数から中国の経済成長率を推計している。OECD（2014）は、2014年から2030年にかけて中国は毎年平均5.0%で成長すると見込んでいる。その内訳は、労働力人口の伸び率▼0.1%、労働効率の改善3.7%、人的資本（教育水準）の伸び0.7%、資本係数の伸び0.7%としている。一方、IMF（2014）は、2014年から2025年の中国の経済成長に関して、労働生産性の改善に関して東アジアの高成長国のトレンドを当てはめると6%程度、世界の平均的な開発途上国のトレンドを当てはめると5%程度という結果を得ている。

これら2つの分析は、1990年代以降の比較的良好な開発途上国の成長のトレンドを活用した分析とみられる。これに対して、Pritchett and Summers（2014）は、より長期で広範な国々のデータ（1950年から2010年にかけての142か国）による経済成長の分析を行い、キャッチアップは広範には観察されず、所得の水準にかかわらず、各国の一人当たり実質GDPの伸び率は世界の平均値（2%程度）に回帰してしまうとの分析結果を示した。中国の今後の成長率に関しては、過去の高い成長率の余波を考慮しても、せいぜい2014年から2023年で5.01%、2024年から2033年で3.28%（2014年から2033年で3.89%）程度という試算結果を示している。

以上の議論を整理すると、構造改革に成功し順調なキャッチアップが続けば、今後15年間にわたり5から6%程度で成長することが見込まれる一方で、仮に世界の平均的な成長率に回帰してしまうとすると、中国経済は今後15年から20年の間にせいぜい4%程度の成長率（悪くすると2%成長）となるということになる（表5）。

¹² 詳細は筆者のレポート「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－」の第Ⅲ節を参照していただきたい

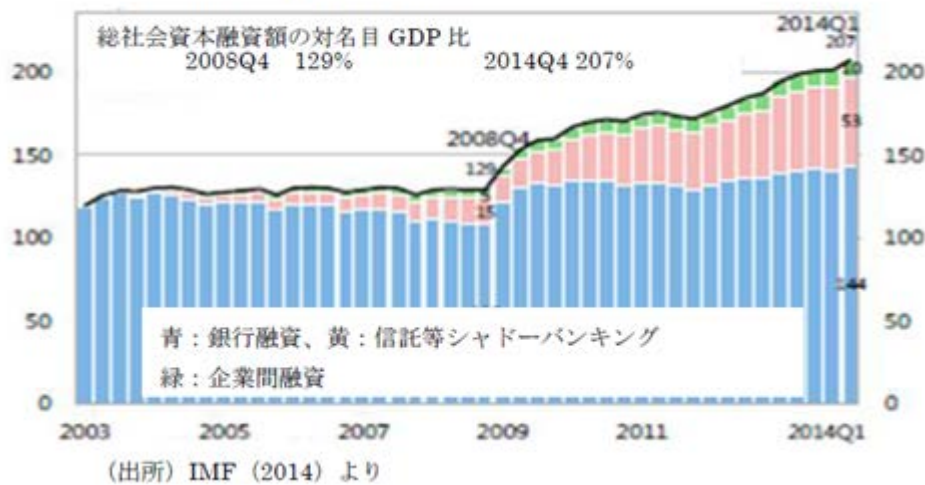
表 5 2030 年に向けての中国の経済成長の見通し

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

2-1-2. 不動産・建設業と地方政府の過剰債務の償却の必要性

中国経済は、世界金融危機後、4 兆元と言われる経済対策を実施して、地方政府が、主にオフバジェットで、シャドーバンキング（伝統的な銀行融資以外の投資信託や理財商品等を通じた金融仲介機能）を活用して資金調達を行い、工業団地、交通手段等のインフラ開発を強力に進めた。この結果、都市部の住宅不足・住宅投機熱と相まって、地方政府だけでなく、企業・家計セクターにおいても、不動産・建設産業を中心に信用供与が急速に拡大し、IMF（2014）によると、2008 年第 4 四半期に名目 GDP の 129%であった総社会資本融資額が 2014 年第 1 四半期には 207%まで約 78%ポイントも増加した（図 13）。融資の総量は通常は経済規模と同程度又は若干上回るペースで伸びるものであるが、わずか 5 年程度の間には融資が急速に拡大した結果、非効率的な投資が各地で累積し、住宅の供給過剰と相まって、中国の不動産・建設市場では昨年末より調整が始まっている。IMF（2014）は、過去の世界経済において 5 年程度のうちに経済規模に対して 3 割から 7 割の信用の拡大がみられたケースの約半数で銀行危機が発生したが、同規模の信用拡大が発生した中国経済に関しては、不動産市場の債務が一部の企業に集中していること、政府の経済を統制する力が強いこと、現在の公的債務残高の水準が比較的低いこと等を考慮すると、短期的に急激な調整につながることはないとしていた。

図13 総社会資本融資額の推移



最近の状況をみると、中国政府のシャドーバンキングの抑制策、地方政府のオフバジェットの借入の禁止等の施策が効果を発揮して、総社会資本融資額の伸びも2013年には2割を超していたものが、緩やかに低下して、2015年5月には12.4%の伸びにまで低下している。しかしながら、融資の伸びは名目GDPの伸びを超えており、総社会資本融資額の対名目GDP比は依然として上昇を続けている。

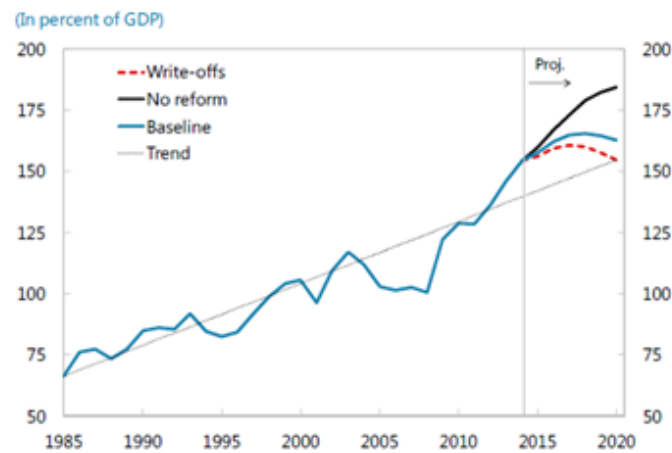
IMF (2015) は、企業セクターの債務の増加と収益性の低下を懸念している。2008年から2014年にかけて企業セクターの債務残高のGDP比は31.9%上昇し、地方政府のオフバジェットの債務残高(LGFV)の21%の増加とともに(表6)、過剰債務の規模は地方と企業セクター全体でGDP比30%から50%に上ると考えられる。こうした高水準の過剰債務は中国の成長と金融の安定の重荷になりかねない。成長を続けるには新たなプロジェクトのための資金調達是不可欠であり、また、将来的に投資が重要な成長の原動力であり続けるためには、とりわけ企業セクターに積みあがった不良債権を迅速に処理する必要がある。IMF (2015) のスタッフによる試算では、BIS基準の融資ギャップ(過去の融資の伸びを上回る過剰融資部分)を2020年までに削減するために、毎年現在の債務を最低1%ずつ(名目GDP比で1.5%ずつ)削減することが必要であるとしている(図14のBaselineやWrite-offのシナリオ)。これは非常に厳しい不良債権処理であり、次節で見る成長モデルの転換と相まって、マクロ経済には強い下押し圧力が生じることが見込まれる。

表6 総社会融資額の内訳（名目GDP比、％）

	2003	2008	2014	2008-2014
TSF	119.2	119.9	193.0	73.1
Equity	1.0	4.0	6.0	1.9
LGFV	11.5	16.1	37.1	21.0
Private Credit	106.7	99.8	150.0	50.2
Corporate	88.9	81.7	113.6	31.9
Household	17.8	18.0	36.4	18.4

（出所）IMF（2015）より

図14 融資ギャップの水準と債務削減のパス



（出所）IMF（2015）より

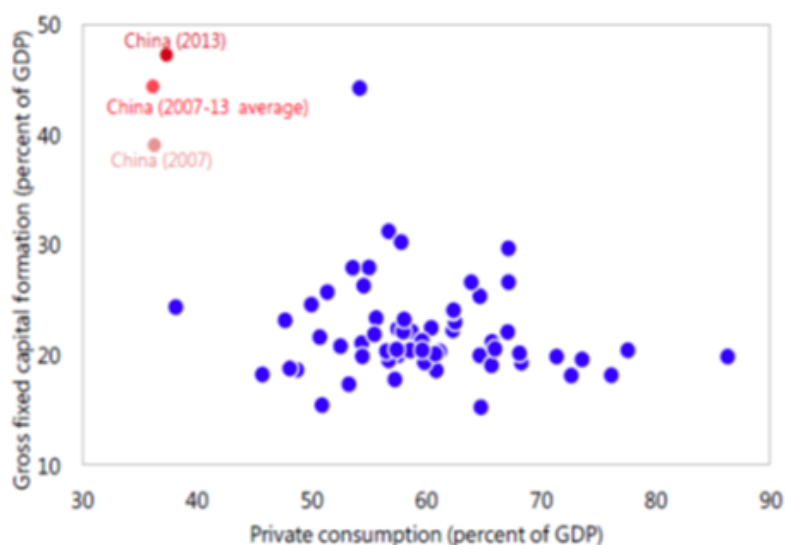
2-1-3. 投資主導から消費主導への成長モデルの転換

世界金融危機後の地方政府や不動産・建設関連の投資主導の経済は行き詰まりを示している。それでは世界金融危機前の輸出主導の成長のパターンは持続可能かと言え、それも困難である。世界金融危機前の10年間は、中国経済の10%を上回る高い経済成長の下での巨額の資源輸入と資本輸出が、国際的な貿易の拡大や実質金利の低下を誘発し、世界経済は急速な成長を遂げた。しかしながら、この間、中国経済は、購買力平価（PPP）ベースでみて世界経済の18%まで拡大し、所得水準も9,000ドルという中進国レベルまで上昇している。資源・環境問題に加えて、他の途上国の工業化や経済発展と競合する輸出主導の経済成長は限界に来ている。

IMF（2014）や世界銀行は、今後の中国の調和のとれた持続的な経済成長に向けて、内需（国内消費）主導の経済成長モデルに転換するように、様々な構造改革を提案している。具体的には、中国は、民間消費と投資の対GDP比を、現在

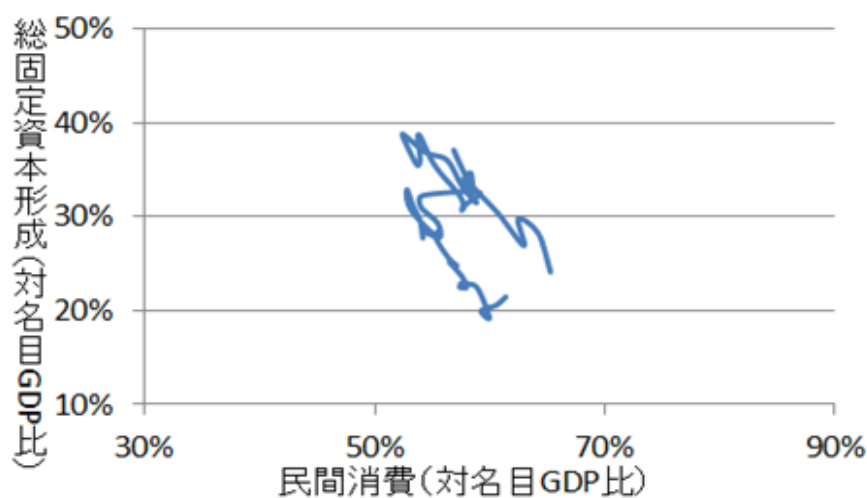
の35%と46%から他の国々と同水準（60%と30%程度）にまで調整する必要がある（図15）。日本の10%成長を実現した1960年代でも民間消費と投資の対GDP比は55%と35%程度のバランスであった（図16）。これまで繰り返されてきたバブルの崩壊にみられるように、過大な投資が長期間にわたると、需要を上回る生産能力の過剰を生み出し、それは資本収益率を悪化させ、経済の持続可能性を損なうのである。

図15 各国の民間消費の対名目GDP比（横軸）と投資の対名目GDP比（縦軸）



（出所）IMF（2014）より

図16 日本の1955年度から2013年度の民間消費と投資の対GDP比



（出所）内閣府・国民経済計算より筆者作成

投資主導から消費主導の成長モデルへの転換に向けた構造改革のうち、とりわけ重要と考えられるは、(1) 国有企業に限定された経済分野（特に労働集約的なサービス分野）に公正な競争を導入し、市場経済の下で融資や資源の配分がより効率的に行われるようにすること（都市化、サービス化を通じて労働所得と消費の上昇につながる）、(2) 医療、年金、教育等の社会保障制度を強化すること（これらは、戸籍制度や地方の土地制度の改革とともに、生活水準を引き上げ、労働市場を改善し、労働所得を増加させ、消費の拡大に寄与）、(3) 各種の税制改正により効率的で広範な人々を内包する成長を促進すること（逆進性の高い所得税・社会保険税の改革、不動産保有税の導入等）、(4) 金融セクターの改革を進めること（広範な暗黙の政府保証と金利規制は、リスク評価や貸出コストを歪め、融資の非効率な配分、非効率的な投資、市民の住宅や理財商品への投機を助長）等である。

IMF（2015）は、中国経済の成長モデルの転換の必要性に関して、

- ・ 世界金融危機以降、成長の主たるエンジンは融資で賄われた投資に依存してきたが、これが、財政、不動産、金融、企業の各セクターに巨大な脆弱性を作り出しており、脆弱性への対処が喫緊の課題となるまでに至っている、
- ・ 最近の進展として、融資や投資（特に重役不動産）の伸びは過去2、3年間で大幅に減速し、シャドバンキングは封じ込められているが、殆どの分野における進展は、脆弱性の上昇するペースを減速させることに成功したにすぎず、更なる進展が脆弱性を低下させるために必要である、

との厳しい評価を下している。その上で、さらに、都市化の推進、農村改革、不良債権処理、国有企業改革の推進、財政の枠組みの強化（地方と中央政府の関係の再整理、社会保障システムや税制の改革等）を推進することを強調している。

このように中国経済は、そもそも潜在成長率の低下に直面している上に、過剰債務の償却と消費主導の成長モデルへの構造転換という難しい課題に直面しているのである。

IMF（2015）は、過剰債務の圧縮と消費主導の成長モデルに向けた構造改革を推進することを中国政府に求めつつ、2015年から2017年の経済成長に関しては、6.8%、6.3%、6.0%をベースラインの成長率として示している（図17のBaselineシナリオ）。これは過剰債務の償却と構造改革による経済への下方圧力を考慮したものである。IMF（2015）は、今後の成長のパスについて、

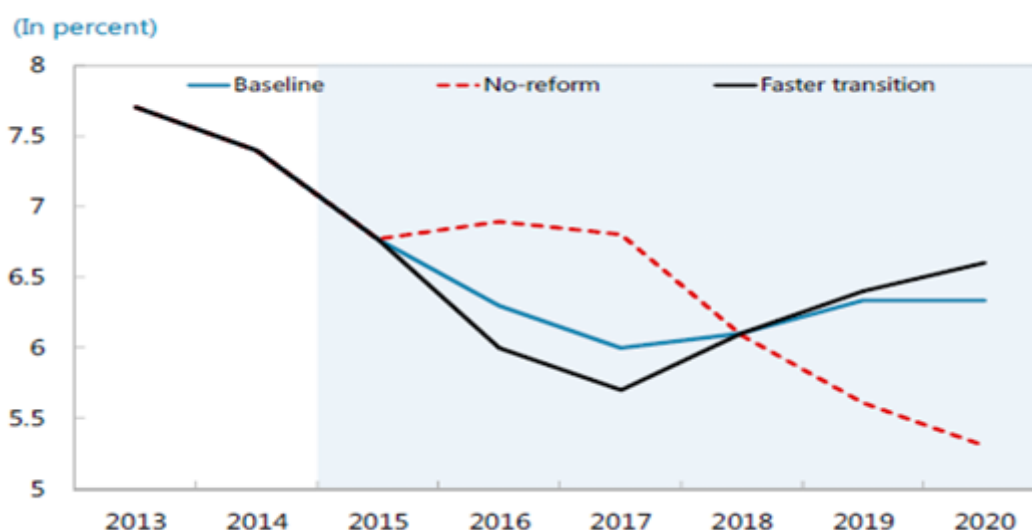
- ・ 中国経済が抱える巨大な脆弱性に対処することで成長の減速につながることは避けがたいこと、
- ・ この不愉快なトレードオフは、中期的に新たな成長の源泉を生み出す構造改革によってのみ改善することができる。進展が速ければ速いほど、成長は速

やかに底打ちをして持続的なパスに乗ると考えられること（図 17 の **Faster transition** シナリオ）、

- 最大のリスクは、脆弱性を封じ込め、構造改革を推進するための進展があまりに遅くなり、中国が古い成長のパスにあまりに長くどまりつづけることである。これは最終的に中国の大規模なスローダウンに終わることになり、世界経済に大規模なネガティブの波及効果を与える可能性があること（図 17 の **No-reform** シナリオ）、

等について指摘しつつ、短期的な急速な成長の減速の可能性は低い（Low、10%未満）が、中期的な成長の減速の可能性を中程度（Medium、10%から 30%）としている（表 7）。

図17 IMF（2015）の中国経済に関する3つのシナリオ



Source: IMF staff estimates and projections.

表 7 IMF（2015）の中国経済に関する短期的及び中期的ハードランディングのリスク

	発生確率	影響と政策対応
急速な成長の減速(2015～2016)	Low(10%未満)	(影響は大きい)
	成長が目標より相当程度低下。効果を相殺する刺激策が採用されない中で、住宅市場の深刻な悪化又はシャドーバンキングセクターからのショックによる。	ショックは、実体経済、銀行資産のクオリティ、貸付、地方政府借入の間に負の相互連鎖を生じさせる。 (政策対応) 短期的な成長があまりに急速に減速したら、リバランスを維持し、脆弱な層を保護することに資する方法で財政刺激策を用いるべき。
中期的な成長の減速(5年以内)	Medium(10%～30%)	(影響は大きい)
	不十分な改革の進展が脆弱性の蓄積につながり、中期的に相当な成長の減速につながる	資源配分の誤りを通じて、生産性の伸びの相当な低下と中期的な潜在成長率の低迷につながる。 (政策対応) よりバランスのとれた持続的な成長のパスへの移行を加速する構造改革を進めるべき。

2-2. 本年夏以降の状況を踏まえた中国経済への懸念と明るい材料

本節では、中国経済を取り巻く3つの課題と本年夏の市場の混乱を踏まえて、今後の中国経済を考える上で重要と筆者がみている4つの懸念と2つの明るい材料について説明する。

2-2-1. 懸念①：中国政府の認識の甘さ

中国経済の今後を考える上で最大の懸念は、中国政府の甘い現状認識である。それは、IMF（2015）の「中国政府の見解（Authorities' View）」の中にみとれる。

第1に、経済成長率に関する楽観的な見方である。中国政府は、「成長は、現在の水準に近いところでも、長期的な持続可能性を危険にさらすことない」、「中国に存在するバッファは十分に大きく、また、投資の効率性や潜在成長力に関してより楽観的な見方をしている」、「脆弱性に対処しつつ経済活動を支えるトレードオフは、スタッフのシナリオで示されるほど深刻ではない」とIMFに説明し、現在の成長モデルを転換しなければ、中国はハードランディングしかねないとのIMFの警告を真摯に受け止めていない。

第2に、過剰債務の償却に対する甘い認識である。まず、住宅在庫の過剰に関して、「（第2級以下の都市に関して住宅の在庫水準は複数年にわたって調整を必要とするという）スタッフの推計よりも過少と考えており、その結果、市場の調整はより短く、小さなものに留まると考えている」としており、不動産関連企業の過剰債務を指摘するIMFの懸念を軽く考えているようである¹³。また、地方政府のオフバジェットの債務に関しても、「多くの地方政府のプロジェクトは商業的に見合うものであり、大きな信用リスクを課すようなものではないので、資金調達の措置が銀行の過剰な重荷とならない」と楽観的な見方を示している。

第3に、消費主導の成長モデルへの転換を図る上で最も重要と考えられる国有企業改革に関する認識の甘さである。まず、「国有企業改革に関して、あまりに遅いというIMFの評価には同意できないと強調」し、「存続できない国有企業の退出に関しては、それが必要なことは同意するが、より適切なセーフティネットと国有企業の資金調達の強化により、1990年代後半に比べて、問題は大幅に小さい」とし、「国有企業の社会的機能を分離することに関連したコストを考慮する必要がある」とする。また、金融市場の改革に関連して、「政府による国

¹³ IMF・GFSR（2015）は、第3章で新興市場国のレバレッジの上昇について分析を行い、特に、建設・不動産関連企業のレバレッジが上昇していること、システム的な観点から重要な企業及びこれらの企業に密接に関連した銀行やセクターのモニタリングを強化することを重要性を指摘している。

有企業に対する暗黙の保証問題の解決は、金融市場の融資配分を改善することに同意するが、システミックリスクやマクロ経済上のリスクを生じさせかねない広範な債務不履行を回避するために、段階的に進める必要性がある」として、過剰債務の償却に関連した融資の適正化にも迅速な対応を図る姿勢を見せていない。

第4に、財政の改革の進展の遅さである。財政の改革に関しては、一定の進展がみられるのも事実である¹⁴。しかしながら、地方政府のオフバジェットの借入の禁止は地方の経済活動の抑制要因となるとともに、過去の債務の借換えだけでは抜本的な債務の整理につながらない。地方政府に関連した事業に関して、中国政府は商業的に見合っていると主張するが、建設・不動産業の収益性の低下を踏まえると、少なからず不良債権が含まれていると考えられ、不良債権の処理の進め方とその財源を明らかにする必要がある。また、省や都市を超えた社会保障制度のポータビリティを迅速に進めることは、都市化を促し、労働所得を増やして、消費やサービス業を活性化させるために不可欠である。投資から消費への経済構造の転換が喫緊の課題であるにもかかわらず、政府のスケジュール感は遅さを感じさせる。さらに、消費を拡大させるために、所得の再分配を進め、セーフティネットを強化する必要があるが、高額所得者への累進課税や地方政府の財源の強化については検討が進めている様子はいかたがう。

最後に、IMF が主張する改革の推進の一層の迅速化に対しては、「現在の移行のスピードは、脆弱性に対処しつつ成長を支えるための適度なバランスをとっている」、「資源配分の最適化は、改革の重要な目標であるが、それは三中全会の青写真における他のいくつかの政策イニシアティブ（例えば、国有企業の市場志向的な改革）を通じて推進され、あまり迅速に進めることは潜在的に不必要であり、かつコストがかかる」とし、迅速な改革の推進に前向きではない。

IMF への回答は政府の公式な見解であり、また、6月以降の株式市場の暴落の前の見解であることから、若干割り引いて考える必要があるが、深刻な課題を抱える政府の見解としては、極めて甘い認識と言わざるを得ない。

¹⁴ 例えば、①2014 年末に導入された新財政法において、地方政府のオフバジェットの借入を禁じて、金融機関からの借換えを含む、必要とされる借入のための枠組みを整備したこと、②税制に関して、VAT の改革、個人所得税の低所得層の負担の軽減、環境保護に資する資源税制の強化、国全体での財産税の導入等を検討していること、③社会保障に関して、2020 年までに皆保険制度を実現すること、ポータビリティを高めるべく、年金制度、医療保険について省を超えて記録の交換を容易にする情報システムを改善すること等を目指していること、等である。

2-2-2. 懸念②：過剰債務の償却と成長モデルの転換の困難さ

Financial Times 誌のコラムニストの Martin Wolf 氏と Citi のチーフエコノミストの William Buiter 氏は、中国が次の世界的な景気後退の引き金になりかねないとの議論を行っている¹⁵。その根拠は、第 2-1 節で述べた第 2 と第 3 の課題が非常に深刻であるというものである。

Martin Wolf 氏等は、既に中国経済の成長率は、4%程度にまで低下しており、成長率はさらに低下するかもしれないと論ずる。その理由として、第 1 に、投資の GDP に占める割合 46%は、4%はおろか、7%で成長する経済には過大であること、第 2 に、質の疑わしい債務の急激な増加が、この過剰投資に付随して起きたこと（このレベルの投資を維持することは借入の更なる増加を必要とすること）、第 3 に、国民所得に占める家計の割合と消費の GDP 比は、あまりに小さく、家計消費が投資の減速を相殺することはできない一方で、中央政府は、強固なバランス・シートの維持に取りつかれて、投資の減速を相殺することに躊躇するかもしれないこと、を指摘する。

これらは妥当な指摘である。特に、第 1 の論点はマクロ経済全体の持続可能性の観点から深刻な問題を含んでいる。すなわち、投資の GDP 比が中国のように極端に高い場合、資本ストックの成長率は GDP の成長率を上回り、資本係数は急上昇する。事態を放置すると、資本の収益率は急速に低下していき、経済の持続可能性は損なわれることになる。日本の経験では 10%成長を続けていた高度成長期ですら、投資の GDP に占める比率は 35%程度であった。現在の中国の投資には、企業セクターだけでなく税金で賄われるべき公共事業が含まれており、また、IT 投資等の除却率の高い投資が含まれているとしても、GDP 比で最低 35%程度にまで投資の水準を引き下げることが不可欠と考えられる。Martin Wolf 氏等は、収益性への影響を踏まえて、投資の GDP 比を迅速に 10%ポイント引き下げること考えた場合、他の需要項目で経済を支える必要があるが、家計や政府がその代わりを果たせないと考えており、成長率は急速に低下することを想定している。Martin Wolf 氏等は、中国の成長率がゼロ近くまで低下する可能性を 4 割と考えている。

筆者は、非常に狭い道であるが、Martin Wolf 氏等が指摘する 3 つのハードランディングの根拠を克服できれば、中国経済を消費主導の経済モデルにソフトランディングさせる政策運営の手段が残されていると考える。第 1 に、地方政

¹⁵ “A new Chinese export — recession risk,” The Financial Times, September 16th 2015 and “China risks an economic discontinuity,” The Financial Times, September 2nd 2015

府の資金調達機関（LGFV）や建設・不動産関連企業を中心に徹底した資産査定を行い、不良債権処理を迅速化させるとともに、国有企業の暗黙の保証を早急に解消して、企業の投資を真に商業ベースのものに移行させることである。その際、銀行への資本注入などは、モラルハザードに配慮しつつも中央政府の財源で対処すべきである。第 2 に、企業や地方政府の投資の減少による需要の低下を食い止めるために、当面の間は、基本的に税金を相当程度投入することを前提に、一帯一路で示されるインフラのように、真にサプライサイドを強化するものに限定して、インフラ投資を実施することである。第 3 に、民間消費を拡大させるための構造改革を積極的にかつ迅速に推進することである。こうした施策を推進することで、投資の伸び率を 0%から 2.5%程度に抑制し、消費の伸び率を 7%から 10%に維持できれば、筆者の計算では、中国経済は、民間消費・公的消費 60%、投資 36%程度となる経済構造を 5 年から 10 年で達成することができる可能性がある（表 8）。

表 8 投資の抑制・消費の活性化によるリバランスのイメージ（筆者作成）

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
水準	GDP	100	105	110	116	122	128
	投資	46	46	46	46	46	46
	消費	51	56	61	67	73	79
伸び率	GDP		5%	5%	5%	5%	5%
	投資		0%	0%	0%	0%	0%
	消費		10%	9%	9%	9%	8%
構成比	GDP	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	投資	46%	44%	42%	40%	38%	36%
	消費	51%	53%	56%	58%	60%	62%

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
水準	GDP	100	105	110	116	122	128	134	141	148	155
	投資	46	47	48	50	51	52	53	55	56	57
	消費	51	55	59	63	68	73	78	83	89	95
伸び率	GDP		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
	投資		2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
	消費		8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
構成比	GDP	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	投資	46%	45%	44%	43%	42%	41%	40%	39%	38%	37%
	消費	51%	52%	53%	55%	56%	57%	58%	59%	60%	61%

〈出所〉筆者作成

2-2-3. 懸念③：国有企業改革等の構造改革の迷走

懸念の第 3 点は、3 つの課題を克服するために、最も重要と考えられる国有企業の改革に関して、9 月 13 日に中国政府が示した改革案に低い評価しか与えられていないことである。その理由を示すと以下のようなものである。

第 1 に、5 つの競合する機関が改革案の発表に参加しており、改革の方向性は

使命の異なる 5 つの機関の妥協の産物と受け止められたことである。効率化を図り、国庫への貢献を増やしたい財務省は市場ベースの改革を進めたい意向のようであるが、国有企業への関与を失いたくない他の機関は、共産党のリーダーシップを強化するとともに、国家資産の喪失につながらないように配慮することを盛り込んでいる。

第 2 に、過剰生産設備の削減と国際社会での競争を意識したものと考えられるが、巨大な国家的独占企業を創出することを求めている。これは短期的にはプラスの効果を生むと考えられるが、長期的には独占の下での企業経営の非効率化につながりかねない。本当に必要なことは、むしろ巨大企業を分割民営化して、本当の意味での競争を促進して、市場の効率化を図ることである。

第 3 に、混合所有制の下での少数の株式の株式市場での公開・上場である。これについては、外部投資家が国有企業の透明性とコーポレートガバナンスの向上を要求することで市場の規律を注入しうると前向きに評価する論調もみられる。しかしながら、こうした措置は、カネ儲けのネタになるウォールストリートの投資家には歓迎されても、繰り返される破たん国有企業の救済にみられるように、本質的な解決にはなっていない。むしろ、過半数の株式を公開するとともに、暗黙の保証を明確に排して、企業の破たんや再建の道筋を明確化することが市場の規律を導入する上で大切なことである。

第 4 に、消費やサービス業を活性化させる上で、国家として関与すべき明確な理由もなく、地方政府が運営しているホテル、レストランを含むサービス業を民間企業に開放することが大切であるが、地方政府所管の国有企業の改革の方針が示されていない。

上海の経済特区に関しても、評価は極めて低調であり、中国政府が真に構造改革を進める意思があるのか、極めて疑問であると言わざるをえない状況である。

2-2-4. 懸念④：安易な金融システムの改革

中国政府は、他の改革に先行して、金融システムの改革を進めているようにみえる。預金金利の自由化に向けた預金保険制度の創設、人民元の変動幅の拡大、適格投資家制度の導入、上海・香港コネクトの開通、オフショア人民元債の解禁等である。これらの措置には、人民元の変動相場制への移行や預金金利の自由化等、市場メカニズムの導入という点で望ましい面もあるが、昨年 4 月以降の株式市場の高騰等をみると、中国政府の金融監督能力は金融の自由化の速度に追い付いていないようにみえる。

とりわけ資本取引の自由化は、上海・香港コネクト、適格個人投資家等のように、カネ儲けのネタになるウォールストリートの投資家や米国政府関係者に歓迎され、国内的な反対もなく、安易に進められがちである。また、習政権は人民

元を IMF の SDR (特別引出権通貨) にすることは中国政府の威信を高めることと考えているようである。しかしながら、資本取引の自由化は、資本の流出、資本逃避につながりかねず、当面の経済運営が困難を極めると考えられる中で、安易に進めることは危険であると筆者は考えている。

2-2-5. 明るい材料①：民間企業の力強さ

以上のように、現在の中国経済に関しては悲観的な側面が強い。一方で、明るい材料もある。その第 1 は、*The Economist* 誌の 9 月 10 日号の特集記事で示された中国民間企業の成長力である¹⁶。*The Economist* 誌は、多くの先行研究を下に中国の民間企業について分析を行い、中国の民間企業が成し遂げた奇跡は続くと結論づけている。

まず、*The Economist* 誌は、①中国の民間セクターが過去 10 年間の都市の近畿雇用のほとんどを創出し、都市労働者の 8 割を雇用するまでになっていること (9 月 19 日付け *Economist* 誌によると、国有企業の雇用者に占める割合は 2002 年の 45% 程度から 2012 年には 2 割程度に低下)、②民間セクターは GDP の 3 分の 2 を創出しているとみられること、③民間企業の総資産利益率は国有企業より大幅に高いこと (9 月 10 日付けの *Economist* 誌によると、2014 年の民間企業の総資産利益率は 9% 程度であるのに対し、国有企業のそれは 4% を下回っている)、④中国の製造業は、既に大半は民間企業に運営され、世界で有数の競争相手に成長していること (9 月 10 日付けの *Economist* 誌によると、2013 年の民間企業の固定資産投資に占める割合は 65% 程度となっている)、⑤2009 年の融資は全体の 4 分の 1 に過ぎなかったが、2013 年には約半分の融資を受けようになっていること、等を説明する。

その上で、*The Economist* 誌は、3 つの観点から今後さらに民間企業の役割は高まると説明している。第 1 に、消費産業・サービス主導の成長への移行が進められるが、消費産業は世界クラスの民間企業の得意分野であることである。例として、オンラインゲームやソーシャルメディアの **Tencent**、スマートフォンの草分けである **Xiaomi** をあげる。第 2 に、中国はより発明的になる必要があるが、中国の機転の利く企業家は、厳しい消費者の要求に応えて新たな製品やサービスを送り出すことに卓越しているとする。例として、中国企業は、急増する商業用ドローンの世界市場の半分を占めていること、中国企業はまた、効率性を高めるためのロボット化やオートメーション化等のビジネスプロセスイノベーションを得意としていることを説明している。第 3 に、民間企業がより中核となると考えるのは、民間企業は国有企業と異なり、資金調達に苦勞してきており、よ

¹⁶ “Special report: Business in China,” *The Economist*, September 10th 2015

り資金を効率的に活用する術を熟知していることである。国有企業の債務・株式比率は平均して約 1.6 であるのに対して、民間企業では 0.8 未満である。もし中国が迅速な成長を維持するとすれば、融資は国有のゾンビ企業から引き上げられ、隆盛する民間企業に向けられる必要があるとする。

もちろん民間企業の活力をさらに生かすには、中国政府は、大学や企業における学問の自由を一層尊重する必要があること、暗黙の保証で守られた国有企業に占有された産業分野を開放すること、商業契約や知的財産に係る法の支配をより公正なものとする等、様々な課題があると **The Economist** 誌は指摘する。しかしながら、これまでの 30 年にわたる中国の発展は、巨大な国有企業により国家主導で推進されたものではなく、既にみてきたように、むしろ民間企業が支えてきたものであり、それらはより市場メカニズムに基づいた効率的な運営がなされてきたものであった。とするならば、今後、民間企業の活力を生かしながら、過剰債務の償却を進め、内需（消費）主導型の成長モデルに移行していくことは、第 2-2-2 節において頭で考えた程には困難な道ではないのかもしれない。

2-2-6. 明るい材料②：消費の力強い伸び

中国経済に関する明るい材料の 2 点目は、消費の力強い伸びである。これは、9 月 26 日付けの **The Economist** 誌の記事や 10 月 14 日付けの **Financial Times** 誌の記事の中に確認できる¹⁷¹⁸。

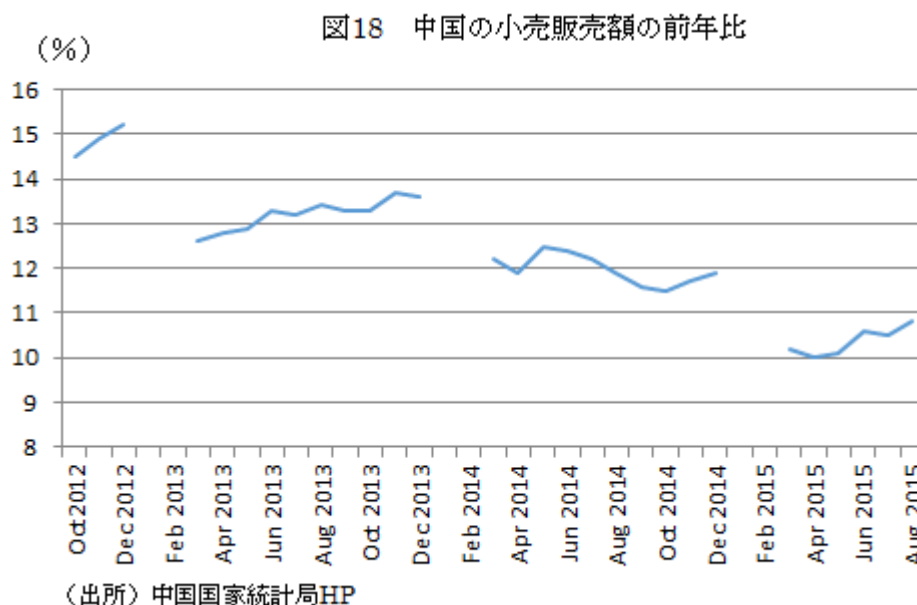
確かに弱い景気の動きを示すデータもある。9 月の輸入のデータは 20% も低下している。また、9 月の新車販売台数は対前年比 2.1% 増であるが、プラスは 6 か月ぶりである。しかしながら、小売販売額は 11% 近い伸びを続けている（図 18）。家具、家電製品、宝飾品、蒸留酒等の販売は大幅に増加している。また、国慶節の需要も高かったとされる（10 月 14 日付けの **Financial Times** 誌によると、海外旅行は対前年 200% 増、北京のオンライン電気製品売上は同 120% 増、映画興行成績は同 60% 増）。

なお、輸入に関しては、原油や鉄鉱石の輸入数量は横ばいであり、安定している（10 月 14 日付けの **Financial Times** 誌によると、2014 年の原油輸入数量は月額 2500 万トン程度、2015 年は 2700 万トン程度で推移している）。輸入の減少は、一次産品価格の下落、サービス化に伴う国産商品への需要の高まり、輸出

¹⁷ “China’s consumers, Doughty but not superhuman,” *The Economist*, September 26th 2015

¹⁸ “Stick to the plan,” *The Financial Times*, October 14th 2015

に占める輸入部品の割合の低下等が影響していると考えられる^{19,20}。



The Economist 誌は、消費の堅調さの背景として移民労働者の賃金の高い伸びを指摘する。今年の第2四半期は10%の伸びとなっている。足元の製造業者指数の弱い動きや不動産・建設関連企業や一次産品関連企業の雇用調整を中心に雇用に懸念材料もある。しかしながら、The Economist 誌は、労働集約的なサービス産業の雇用の増加とともに、人口構造の変化が雇用調整にプラスに働くとする。すなわち、生産年齢人口は減少に転じており、人手不足から、第2次産業の景気低迷に伴う雇用調整は和らげられ、賃金は比較的順調に伸びると考えている。また、需要サイドからも、20代、30代の層は新しい文化に触れて、高齢な世代に比べて、消費活動に積極的であり、それが近年の旅行業界の活況

¹⁹ 9月26日付けの The Economist 誌は、1兆元の投資から消費への移行は、1100億元の輸入の減少につながるとのゴールドマンサックスの試算を掲載している。

また、9月26日付けの The Economist 誌は、中国の輸出に占める輸入部品の割合は1990年代の60%から現在は35%に低下していること、輸出額に占める国内付加価値の割合は1990年代の2、3%から2014年には14%程度まで上昇していることを報告している。

²⁰ また、輸入の大幅な減少に比べると、9月輸出の減少は軽微であること（9月は前年比で4%にすぎないこと）にも留意が必要である。

（昨年度 19.5%増）につながっているとし、これらの世代が消費を引っ張る中で、サービス産業・消費主導の経済への移行は順調に進んでいるとする。

ただし、中国経済が消費主導の成長に移行することは、中国の需要の高成長に依存して成長してきた周辺国や一次産品輸出国にとって朗報ではない。既に記載したように、中国の輸入は再び強い増加基調に戻ることは考えにくい。サービス産業は外国企業に開放されておらず、また、消費の伸びの旺盛な第2級・第3級の都市に対して外国企業は十分な販路を有していない。このため、仮にサービス業や地方の消費活動が強い伸びを示したとしても、海外の一次産品関連企業や新興市場国関連企業の業績の向上にはつながりにくく、こうした企業の関係者やアナリストからは悲観的な見解が多くみられる。したがって、中国経済の成長モデルの転換の成否に関しては、慎重に情報を見極めながら判断していく必要があるものと考えている。

2-3. 中国経済の見通しと優先すべき政策対応

以上を踏まえて、本節では、中国経済の見通しと優先すべき政策対応について、筆者の考えを簡単に説明することとしたい。

2-3-1. 中国経済の見通し²¹

まず、短期的な見通しについて述べる。2014年4月からの株式市場の急騰を放置するようなよほどの失敗を中国政府がしない限りは、今後1年間、中国経済がゼロ成長、マイナス成長に落ち込むといった事態は考えにくいと考えている。すなわち、中国経済自体は危機にある訳ではなく、第2-1節で述べたように、潜在成長率が低下する中で、過剰債務の償却、成長モデルの転換を図りつつあり、経済の下押し圧力が働く中でも、少なくとも4から5%程度の成長は実現できるであろう。既にみてきたように、消費主導の経済への転換は少しずつ始まっている。

また、経済を下支えする政策上の余力も十分ある。公的債務残高の対名目GDP比は50%程度であり、財政政策を発動し、また、地方政府や民間の不良債権を処理する余力は残されている。中国人民銀行の主要政策金利である1年物貸出基準金利は10月26日現在で4.35%であり、金融政策の余地が残されている²²。

²¹ 筆者はエコノミストであることから、政治リスクは捨象している。純粋にエコノミストとしての見解である。

²² 中国では金利政策は有効ではないとの指摘がしばしばなされるが、卸売物価が下落する中で、実質金利は上昇しており、企業の資金調達の重荷を軽減する意味でも基準金利の引下げは効果があると考えている。また、金融緩和が株式市場

また、資本規制が厳しく、大規模な資本逃避はこれ以上起こりにくいと考える。外貨準備は潤沢であり、変動相場制に移行しても、介入により適正な水準を探る余裕はあり、また、世界最大級の貿易黒字、純債権国の中国の為替の減価には限りがあると考えられる。

このように中国経済自体が危機にある訳ではないが、一方で、世界経済の低成長は2,3年継続しかねない。中国経済の消費主導の経済モデルへの転換により、原油や鉄鉱石を始めとする一次産品への需要は横ばいとなり、また、輸出・投資主導から消費主導に経済構造が転換する過程で外国製品への需要（輸入）は低下すると見込まれている。先進国は原油価格の低下による消費の拡大や欧州の危機からの回復により底堅いが、新興市場国の中で特に資源輸出国からみると、中国向け輸出の減少は一種のハードランディングといえる。アジア通貨危機の再現とはならないが、資源価格の低迷は2年程度継続すると見込まれ、過剰な資源開発投資と産業の多角化の遅れのつけが尾を引くと考えられる。ただし、それでも新興市場国は、過去の経験から学んでおり、つらい調整を経つつも、総崩れという事態にはならないと考えている。

次に、5年程度の中期的には、中国経済の政策運営は相当難しい。活力ある民間企業を解き放ち、過剰債務の償却と消費主導の経済への移行を進める必要があるが、急激な経済調整を避けるには、政府の政策は、非常に困難で狭いパスを通り抜ける必要がある。しかしながら、中国政府からは改革への熱意や、事態の深刻さへの理解が感じられない。また、人民元の国際化への取組みとともに、金融・資本市場の開放や資本取引の自由化に関する欧米金融界からの要求に応えることは、経済の不安定化につながりかねず、また、今の中国の金融監督能力の低さからはリスクが大きい。IMFは中期的な中国経済のハードランディングの可能性をMediumu（10%から30%）、Financial Times 誌のMartin Wolf氏等は4割程度とみているが、筆者も、3割程度、中期的に経済成長率は世界の平均値（2%）程度まで落ち込む可能性も否定はできないとみている。また、仮に中国経済がこうしたハードランディングという事態になると、新興市場国への負の波及も相当深刻なものとなる可能性は否定できない。それでもMartin Wolf氏等の見通しは、世界経済の成長率が現在の3%から1%台に低下するというもの（低成長の深刻化）であり²³、世界経済はそれなりに回復力を備えていると考

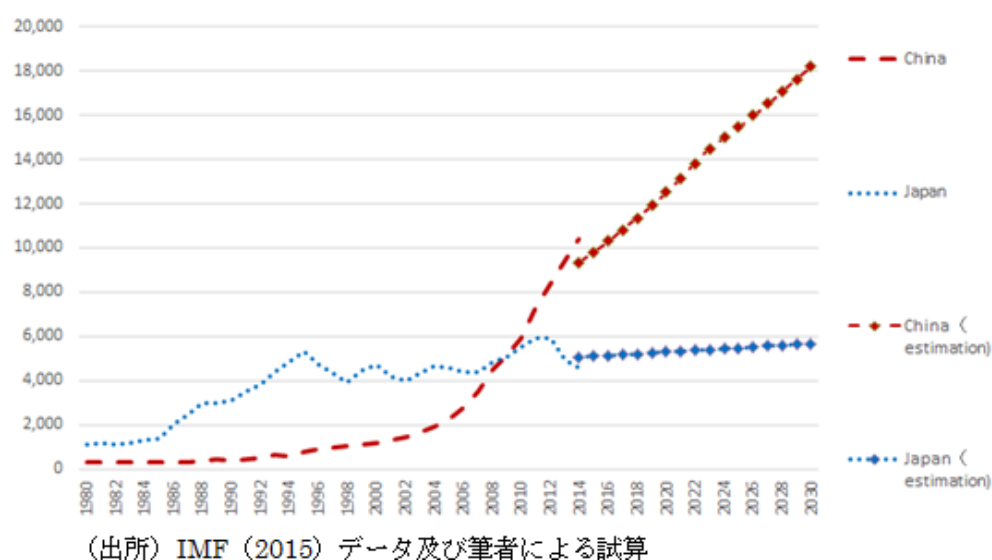
の高騰を招くことを危惧する見解があるが、今年5月までの株価の高騰は官製バブルの色彩があり、適切なマクロプルーデンシャルポリシーを実施することで回避することは十分可能であり、金融緩和を先に延ばすことは、1990年の日本のバブル崩壊以降と同様に事態を悪化させることも考えられる。

²³ 第1-3-6節でみたIMF・WEO（2015）及びIMF・GFSR（2015）のリス

えている点は勇気づけられる。

筆者は、中国の人的資源の高さ（世界の大卒の2割、米国への留学生数40万人等）、民間企業の強靱さ、一人当たり所得の伸び代のゆとり等から、長期的な中国経済のキャッチアップの進展には楽観的である。人口の減少に直面しても、今後15年間少なくとも4%の成長はつづけるのではないかとみている。仮に中国経済が4%で成長すると、図19のように、中国経済は2030年には日本経済の3倍以上の経済力となる²⁴。

図19 日本と中国のGDPの推移と見通し（ドル建）



クシナリオでも2016年、2017年の成長率は1%台にとどまっている。

²⁴ 図19は、2014年までは、市場為替レートで変換したドル建ての名目GDPの推移である（IMF・HPより取得）。2014年までの15年間において、中国の平均実質経済成長率は9.7%であったのに対して、ドルベースの平均名目経済成長率は16.2%であった。米国の同期間の平均インフレ率2.1%で調整すると、ドルベースで平均14.1%成長をしていたことになる。これは、製造業の生産性の上昇が急激であったことにより、バラッサ・サムエルソン効果で人民元が対ドルで毎年実質4%以上増価していたことを示している。

2015年以降の試算は、(1) 現在の人民元の過大評価及び円の過小評価の可能性を考慮して、発射台の2014年のドルベースの名目GDPを、日本は10%増加させ、また、中国は10%低下させて、(2) 2015年以降の成長率は、中国は4%、日本は0.7%（2015年のIMFの日本に対する健全性調査に記載された足元の日本の潜在成長率）を使用して延伸した。バラッサ・サムエルソン効果は含まず、中国に関しては保守的な推計といえる。

2-3-2. 優先すべき政策対応

本節では、第2-1節で指摘した3つの課題に対処するために、中国政府が優先的に取り組むべき政策対応について指摘することとしたい。

第1に、過剰債務の償却を積極的に進めることである。日本の失われた10年間は金融機関の不良債権処理を遅らせたことが、経済における資金配分の効率性を歪めて、長期的な停滞の要因の一つとなった。中国政府は、地方政府の債務の多くを商業的に見合うとの見解を示しているが、国有企業や不動産・建設関連企業とともに、より資産査定を厳格化させ、金融システムの麻痺につながらないように努める必要がある。また、過去において発生した過剰債務は、銀行預金が高金利であり、名目経済成長率が（実質経済成長率とインフレ率が共に）高い水準であったことから、償却が容易であった。しかしながら、今後は、預金金利の自由化が進むとともに、理財商品が増えており、これまでのように預金者に実質的な課税を行うフィナンシャルリプレッションは通用しない。また、実質成長率も低下してくることが見込まれ、また、インフレ率も低下してきており、不良債権の処理を進める上で、実質金利の高止まりも懸念材料である。

第2に、消費主導の成長モデルへの転換を迅速に進めることである。これは、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、農村の効率性を高める政策等、世界銀行やIMFがこれまで指摘してきた政策を進めることである。経済のバランスと持続可能性を回復するには、投資のGDP比を46%から35%程度に引き下げることが不可欠であり、財政政策・金融政策のバッファーにも限りがあることから、消費の拡大、サービス化の推進に向けて迅速に改革を進める必要がある。

第3に、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である。インフラ投資に商業的なリターンを期待すると、料金が高くなり、経済の活性化につながらない。収益性を全く無視することはできないが、消費を伸ばす構造改革の成果が出るまでの間は、ある程度公的債務の拡大を覚悟して、経済をソフトランディングさせるように努める必要がある。

第4に、適切な金融・資本市場の改革である。米国の金融市場関係者は、投資活動の実利につながる金融・資本市場の開放（特に資本取引の自由化）を求めている。金融・資本市場の自由化は、中国政府にとっても複雑な利害調整を必要としない。中国政府は、国家の威信を高めるための人民元の国際化を急ぎすぎているように見える。しかしながら、本来金融・資本市場の効率化を図るために優先的に取り組むべきことは、政府による国有銀行を仲介役とした国有企業に対する暗黙の保証を断ち切ること、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である。また、変動相場制への移行は、中国政府の経済運営の柔軟性を高める上で大切である。資本取引の自由化はこれらの後に進めるべきであろう。

第 5 に、デフレを回避することである。地方政府や不動産・建設関連企業を中心にバランス・シートは痛んでおり、卸売物価は 5% を超える下落を示している。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、プラスのインフレ率は重要な役割を果たすことに留意すべきである。

第 6 に、労働市場の調整能力を高めることである。構造改革の成果が迅速に実を結ぶには労働市場の調整能力の向上が不可欠である。教育、訓練、セーフティネットの充実が期待される。

これらの政策は非常に困難なものであるが、中国経済は市場為替レートベースでも世界経済の 13% を占めるに至っており、中国経済のスムーズな安定成長への移行は世界経済にとって極めて重要な意味を持つ。中国政府が本気で過剰債務の償却と成長モデルの転換に取り組むことを切に願っている。

3. 終わりに

本稿は、海外のマクロ・エコノミストの見解を踏まえて、中国株式市場の暴落から始まった今夏の国際金融・資本市場の混乱について整理を行うとともに、中国経済のファンダメンタルズをマクロ経済学的な視点から考察したものである。本稿の主な主張を要約すると、以下の通りである。

第 1 に、中国の株式市場の暴落から始まった今夏の市場の混乱は、世界経済が抱える 3 つの歪みが顕在化し、その一部が調整・修正されたものであるということが筆者の理解である。3 つの歪みの調整・修正とは、①昨年 4 月から 150% も上昇した中国株式市場の必然的な調整、②先進国の金融緩和により生じた金融・資本市場の歪み（債券スプレッドが過去の平均値よりも 100BP 以上低水準であること、株価収益率は過去の平均値よりも 2 割以上高水準であること等）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・過剰債務の解消が必要となったこと、である。今後については、世界経済は回復力を高めているが、中国経済の 3 つの課題という世界経済に対する最大のリスクが克服されるまで、国際金融・資本市場は、当分の間、不安定な動きを続けるとみられる。

第 2 に、中国経済は、現在 3 つの課題（潜在成長率の低下、過剰債務の累積、輸出・投資主導から消費主導の成長モデルへの転換）を抱えている。このため、中国経済は、そもそも成長トレンドが低下する中で、過剰債務の償却と成長モデルの転換により、経済に下押し圧力がかかっている。

第3に、今後の中国経済を考える上で、懸念される事項と明るい材料を整理した。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る必要があり、これは、過剰債務の償却とともに、経済に大きな下押し圧力となる）、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金融・資本市場の改革が経済の不安定化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GDPの約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、がある。

第4に、今後の中国経済に関しては、まず、現在の中国経済は危機ではない。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。また、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。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。また、世界最大級の貿易黒字国、純債権国であることから、仮に変動相場制に移行したとしても、人民元はしかるべき水準に落ち着くであろう。

第5に、中期的に中国政府は厳しい政策運営を迫られるとみられる。GDPの46%を占める投資は経済上のバランスから持続可能ではなく、いずれ収益性の観点から行き詰る。最低 GDP 比で10%程度投資の水準を落とす必要があると考えられるが、デレバレッジを続けながら、消費を GDP 比で10%も伸ばすことは容易ではない。IMF は中期的な中国経済のハードランディングの可能性を10%から30%、Financial Times 誌の Martin Wolf 氏は4割程度とみており、これらの見解は妥当だと考えられる。

第6に、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、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は進展すると考える。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。

第7に、中国経済が中期的にハードランディングしないためには、中国政府は国内調整を伴う厳しい政策運営に取り組む必要がある。筆者が重要と考える政策対応は、①過剰債務の迅速な処理を進めること、②消費主導の成長モデルへの移行に向けて構造改革（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)を強力にかつ速やかに推進すること、③消費主導の成長モデルに移行するまでの間は、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で経済のソフトランディングを図ること、④適切な金融・資本市場改革を実施すること(政府による国有銀行を仲介役とした国有企業に対する暗黙の保証を断ち切ること、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過剰債務の償却と成長モデルの転換に伴う景気の下押し圧力に対して市場の調整機能を確保・向上させるべく、金融政策によりデフレーション(物価の下落)を回避しつつ、労働市場の柔軟性を高める施策に取り組むこと、である。

中国経済は市場為替レートベースでも世界経済の13%を占めるに至っており、中国経済のスムーズな4%から6%程度の安定成長への移行は世界経済にとって極めて重要な意味を持つ。今回の調整で悩ましい点は、改革が順調に進んでも停滞しても、輸入が減少することである。中国が消費主導の成長モデルに移行することは、国内の商品やサービスへの需要を高めて、海外からの商品や資源への需要(輸入)を低下させることが指摘されている。一次産品輸出国の低迷、中国関連企業や金融業者の業績の悪化は、統計への信頼性の低下と相まって、市場の不安を煽り、その結果、当面市場は不安定な動きを続けるとみられる。こうした中で、IMFや先進国政府は、中国のハードランディングへの備えを怠らずに、冷静に市場の動向をモニタリングしながら、各々が抱える経済危機の後遺症や構造問題を克服し、内需主導の成長経路を確立するよう努める必要がある。

(参考文献)

北浦修敏(2015)、「世界経済の低迷、均衡実質金利の低下、金融・資本市場の歪みについて」、世界平和研究所研究レポート、2015年7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ー海外の国際機関等の分析から考えたことー」、世界平和研究所研究レポート、2014年12月

BIS(2014), “BIS Quarterly Review, December 2014,” Bank for International Settlements

Hamilton, D. James, Ethan S. Harris, Jan Hatzius, and Kenneth D. West (2015), “The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present and Future,” March 1 2015

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 (2015), Global Financial Stability Report, IMF, October 2015

IMF • GFSR (2014), Global Financial Stability Report, IMF, October 2014

IMF • WEO (2015), IMF World Economic Outlook, October 2015

OECD (2014), “Chapter.4, Growth Prospects and Fiscal Requirements over the Long Term,” OECD Economic Outlook 95, May 2014

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