



# 警戒すべき信用拡張に潜むリスク<sup>1</sup>

張 斌<sup>※</sup>

## 要約

1. 信用拡張を受けて、マクロ経済の変化はおおむね、①貨幣供給量の増加と資産価格の上昇、②資産バブルと実体経済の過熱、③インフレの加速、バブル崩壊と景気後退という三段階に分けられる。このパターンは2005年半ばからの中国の金融緩和期と1986年前半からの日本のバブル経済期においても見られた。
2. リーマン・ショック以降、再び金融緩和が実施されたのを受けて、中国のマクロ経済は同じ三段階を辿ろうとしているが、資産バブルと実体経済構造の悪化のリスクが高まるなど、前回より深刻な事態が予想される。その理由は、第一に、今回の金融緩和政策の規模は前回よりはるかに大きい。第二に、前回と比べ今回の金融緩和から引き締めへの転換がより困難である。第三に、世界経済の長期間にわたる低迷は、輸出に頼っている中国の経済には、大きな打撃を与えている。第四に、景気を回復させるために、政府はインフラ投資で民間投資の穴を埋めようとしているが、投資効率の低下が懸念される。
3. このような難局を乗り越えるために、当局は、信用拡張の規模を厳正にコントロールした上で、経済構造の改革を積極的に推進しなければならない。構造問題の改善のために、ある程度の経済成長率の低下を容認すべきである。

## 1. はじめに

リーマン・ショック以降、中国が採った拡張的金融政策の規模は、2005年半ばから始まった前回は遥かに上回っている。景気刺激策の実行によって構造問題がさらに悪化し、今後中国は、資産バブルと、実体経済のねじれ構造の悪化という深刻な二重のリスクに直面する可能性がある。バブルが崩壊した場合、中国経済は深刻な打撃を受けることになる。このような望ましくない局面を回避するため、当局は、ある程度の経済成長率の低下を容認しつつも、金融政策による信用拡張の規模を厳正にコントロールし、経済構造の改革を積極的に推進しなければならない。

本稿では、前回の信用拡張後の中国マクロ経済を三つの段階に分け、各段階の背景とその原因を分析した上、今回と前回の金融緩和を受けた中国の金融環境と実体経済環境との差異を比較する。これを踏まえて、直近のマクロ経済についても3期に分けて展望を示し、今後のマクロ経済

<sup>1</sup> 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所編『国際経済評論』2009年9-10月掲載の「信用拡張後の中国経済に潜むリスク」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

<sup>※</sup> 張 斌 中国社会科学院世界経済政治研究所 研究員

政策への提案としたい。

## Ⅱ、拡張的金融政策を受けたマクロ経済の三つの段階

中国における前回の金融緩和を受けたマクロ経済動向を振り返ると、貨幣、資産価格、経済成長および物価水準の変化の状況に基づいて、大まかに三段階に分けることができる（図表 1）。つまり、①貨幣供給量の増加と資産価格の上昇、②資産バブルと実体経済の過熱、③インフレの加速、バブル崩壊と景気後退、である。中国では前回の拡張期において、各段階が終息を迎えるまでにそれぞれ 1 年程度を要していた。

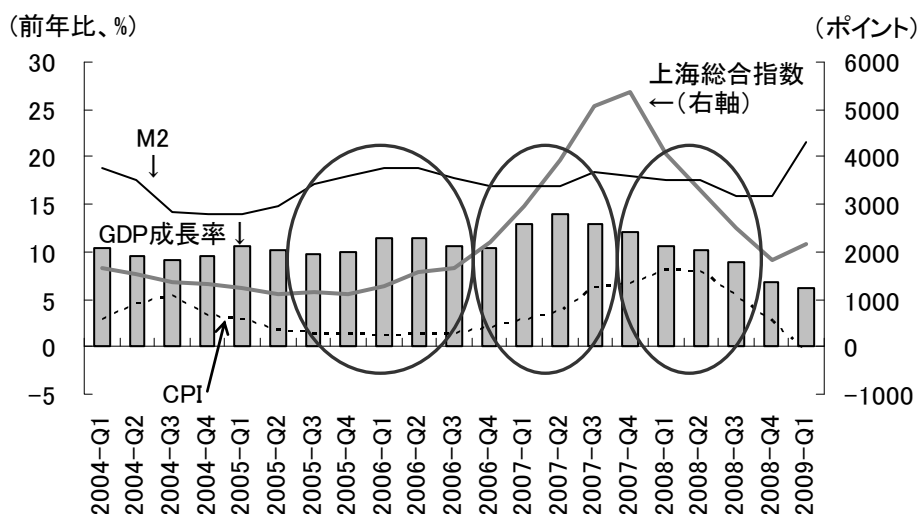
第一段階は、2005 年半ばから 2006 年末である。その特徴は、広義の貨幣供給（M2）増加率が高水準で推移したことと、資産価格の上昇がみられたことである。具体的には広義の貨幣供給が急伸（平均で 20% 超）し、株価も着実に上昇（1000 ポイントから 2600 ポイント近くへ）した一方で、GDP は潜在成長率と思われる 10% 前後で推移し、CPI は低率（平均 2%）にとどまっていた。

第二段階は 2007 年初頭から 2007 年末のことで、この時期には資産バブルと実体経済の過熱が見られた。具体的には、株価バブル（2600 ポイントから最高値 6000 ポイント超）が起り、実体経済の過熱（成長率 10% 超、最高 13%）やインフレ率の上昇が見られた。

第三段階は 2008 年初頭から 2008 年末のことで、インフレが起こる一方で資産バブルが崩壊し、実体経済が急失速した時期である。具体的には、インフレ率が 8.5% に達する一方で、GDP 成長率は 6.8% へと減速し、株価も 1800 ポイントに急落した。

中国のみならず、1980 年代後半から 1990 年代初頭の日本のバブル経済期にも、同じようなパターンが見られた（図表 2）。日本では、1986 年初頭から 1987 年初頭が上述した第一段階に当たる。この時期において、主として貨幣供給量の増加率が高率で推移し、株価は着実に上昇し、

図表 1 前回の拡張的金融政策を受けたマクロ経済の三つの段階



(出所) CEIC より作成

実体経済も堅調を保っていた。第二段階は1988年中期から1990年末であり、株価バブル、実体経済の過熱が起こった。第三段階は1991年初頭から1992年中期のことで、この時期にインフレ率が高まりバブル経済が崩壊した。貨幣供給、資産価格、実体経済、インフレ率などの重要なパラメータが変動していく順序は、日本でも中国でも概ね共通している。日本特有の状況としては、①インフレ圧力は終始大きくならなかった、②緩和的な金融政策が長く続いていたため、資産バブルが長期間にわたって続いた、③バブル崩壊によって日本の金融機関や企業の収支が著しく悪化し、日本経済はそれ以降長期的に衰退したことが挙げられる。

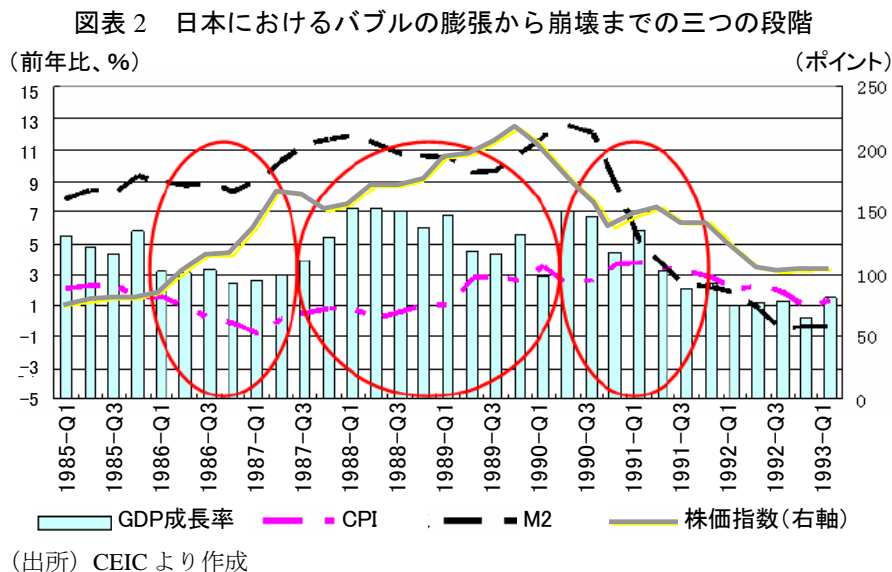
中国と日本の例では、貨幣供給量の高い伸び率→資産価格の急上昇→実体経済の過熱→インフレといった形で、マクロ経済の重要なパラメータが順を追って上昇した。これらの変動関係は、貨幣需要の関数から求められる。つまり、貨幣需要は、取引と投機という動機を反映して、所得水準、銀行預金金利、リスク資産価格、リスク資産予想収益、リスク選好率に依存する。

取引的動機に基づく貨幣需要は、(名目の)所得水準が高いほど高くなる。

投機的動機に基づく貨幣需要は、安全資産にあたる銀行預金とリスク資産にあたる株式や不動産という二種類の資産の投資利回りとリスク選好に左右される。銀行預金金利と人々のリスク回避度が高まり、リスク資産の収益率が低下すれば、銀行預金、ひいては貨幣に対する需要が高まる。これと逆になった場合、貨幣需要は減少する。

ここで貨幣供給が突発的に増えたとする。貨幣市場(同時にリスク資産市場)の均衡を回復するためには、貨幣需要を増やす必要がある。短期的には、貨幣供給の増加が総需要の増加、あるいは生産量や価格、ひいては所得の上昇に波及する可能性は低いため、取引的動機に基づく貨幣需要が短期間で上昇することは難しい。貨幣市場が均衡を取り戻すためには(銀行預金金利、リスク資産の予想利回り、リスク選好率が短期間のうちに変化しないと仮定した場合)、リスク資産価格を上昇させてリスク資産の利回りを下げることが唯一の手段となる。

時間が経つに従って、貨幣供給の増加により総需要の上昇が促され、実体経済における生産量や価格も上昇し、取引的動機に基づく貨幣需要も上昇する。このとき貨幣市場(同時にリスク資産市場)の均衡を取り戻すためには、リスク資産価格を下げて貨幣需要を減少させることで、取引目的の貨幣需要の増加を相殺する必要がある。



このように、一時的な貨幣の供給増というショックを受けて、マクロ経済は、①株式や不動産といったリスク資産価格の上昇、②経済成長の加速、③物価上昇とこれに伴うリスク資産価格の下落——という三段階の推移を見せる。貨幣供給が増加した後、貨幣市場やリスク資産市場の調整速度は実体経済の調整速度を上回るため、リスク資産の価格はオーバーシュートすることになる。

実際の状況は上述したモデルより複雑になる。まず、金融当局は貨幣供給の増加を一気に行うのではなく、貨幣の増加あるいは引き締め措置を連続的に行う可能性もある。また、金融市場が「根拠のない熱狂」状態となったり、金融詐欺行為が激増することで、リスク選好が変わったりするなどの可能性もある。さらに、為替レートの上昇観測や国外の投機資本の動向も攪乱要因になる。最後に、実体経済の構造の変化は、リスク資産の予想利回りを変える可能性もある。こうした新たな局面によって、上述した経済パラメータの変動幅が変わったり、各種パラメータ間の連動のサイクルや順序が入れ替わったりする可能性もある。

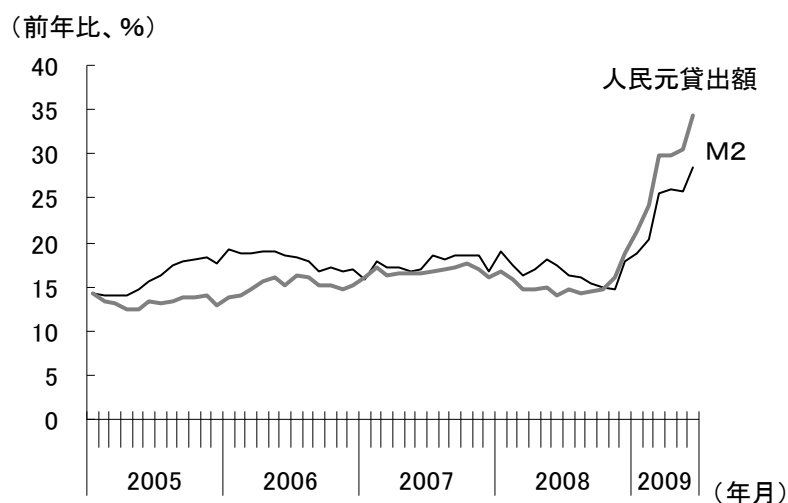
### Ⅲ、前回と今回の拡張的金融政策後のマクロ経済状況の相違点

中国経済では、リーマン・ショック以降、再び金融緩和策が採られ、それを受けて前回のような三段階の過程が再現されようとしているのだろうか。まず、現在と前回の貨幣や実体経済を取り巻く環境について比較した上で、今後の中国のマクロ経済動向を展望する。

#### 1. 金融政策を実施する環境の違い

中国における今回の金融緩和期では、前回のような人民元の一方向的な強含みの上昇観測や、これに伴う大規模な投機資本の流入は鮮明な形では見られず、為替介入に伴う貨幣供給の上昇圧力は前回ほどは大きくない。しかし、全体として見た場合、今回の金融緩和政策の規模は前回よりはるかに大きい。まず、2009年に入ってからマネーサプライと人民元の貸出は加速している（図表3）。

図表3 加速するM2と人民元貸出の伸び



(出所) 中国人民銀行より作成

銀行間市場の金利からも、現在の市場において流動性に余裕があることを見て取れる。2008年12月以降、銀行間市場の金利は急激に下落し、2009年上半期の銀行間取引金利（翌日物）は加重平均で1%を下回っている（図表4）。これほどに低い金利は、前回金融緩和期にも見られなかった。

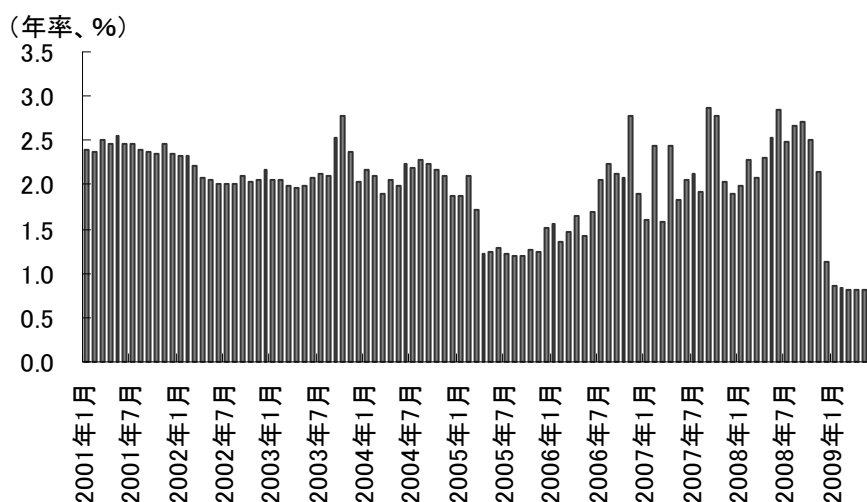
今回の拡張的金融政策が実施されてから、以下のような理由から、前回に比べて引き締めへの転換が難しいと予想される。

まず、今回の経済回復局面において労働集約型産業は回復傾向が弱かった。このことが経済におけるインフレ圧力を軽減することになる。経済の回復傾向は顕著であるものの、回復傾向を見せているのは主として資本集約型と資源集約型産業である。労働集約型企業は世界的な製造業の不振の影響で不景気が続いており、このことが（前回の人手不足とは対照的に）労働コストの上昇を抑えている。労働コストに対して非常に敏感であるのは食料品価格である。食料品価格は消費者物価指数（CPI）を左右する最大の要素であり、労働集約型産業の回復が弱ければ経済におけるインフレ圧力が減退する。資源価格上昇も、インフレを促すものではあるが、その圧力は大きくはない。われわれの推計によると、石油の輸入価格が20%上昇した場合、今後4四半期にわたりCPIが1%程度押し上げられるが、その後影響は次第になくなる。

次に、一般的に使われている前年同期比という比較方法では、インフレ圧力を低く見積もってしまいがちである。2008年は通年にわたって高いインフレ率が続いたため、2009年の物価を前年比の物差しに使った場合、インフレ圧力が低く見積もられてしまうことになる。逆に前月比（季節調整値）の場合、インフレ圧力の最新動向を知る上では適しているが、こうしたデータは公式に発表されておらず、社会的にも、金融当局の政策調整の根拠としてもまだ広く認知されていない。そのため、前年比のインフレ率の上昇を待って金融引き締め策を採ろうとすると、遅れてしまうことになる。

最後に、長期でレバレッジが大きくかつ政府に保証されている割合が高いという融資構造の下では、金融引き締めによるマイナス効果が大きいいため、迅速な引き締め措置の実施がより困難となる。今回の金融緩和の局面では、原材料、インフラ建設、不動産といった回収までの期間が長

図表4 銀行間取引金利（翌日物）の加重平均



(出所) CEIC より作成

く、レバレッジ率の高い企業に資金が集中したため、民間部門あるいは中小企業に回った融資の比率が低くなっている。金融引き締めの実施に伴って金利も上昇するため、企業の財務負担が急激に増すことになり、多くのプロジェクトが中断されることになる。そのため、企業と銀行のバランスシートが急激に悪化する中で、迅速な金融政策の引き締め措置を打ち出すことがより難しくなる。

## 2. 実体経済の環境の違い

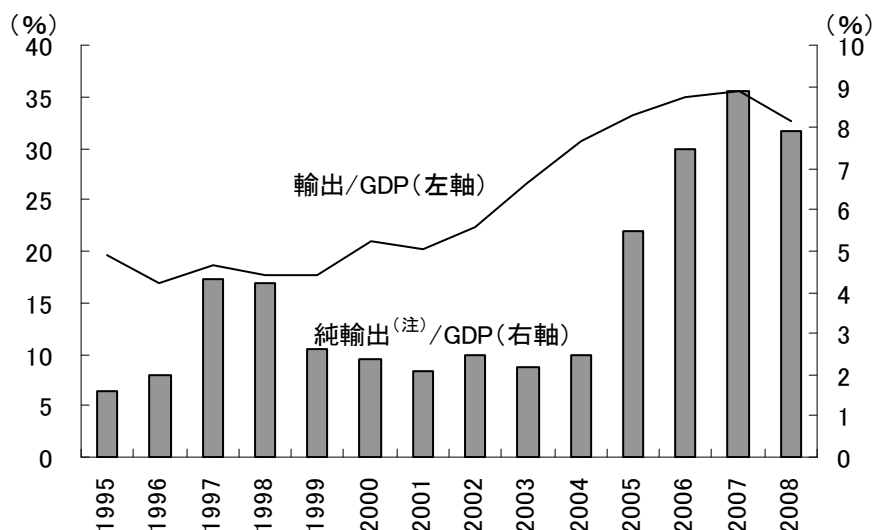
### 1) 外需：緩い制約vs.強い制約

前回見られた中国のマクロ経済の三段階の変化では、世界経済の不均衡が拡大し続け、輸出の拡大は経済成長に大きく寄与した。2002年から2007年にかけての外需（純輸出）の対GDP比は大幅に上がった（図表5）。輸出関連の様々な投資や、輸出がもたらす収入増、派生的に生じるニーズなどを考慮すると、輸出の経済成長への貢献度はさらに高くなると見られる。

金融危機以降、米国をはじめとする先進国は構造調整に入り、貯蓄率が上昇し始め、貿易赤字が縮小している。米国の消費や貿易赤字が減少する中で、中国国内では輸出向け製品の生産能力の過剰が激化し、中国の経済成長に悪影響を及ぼしている。現在、世界経済はいくらか回復しているものの、構造的な問題がまだ好転していない現状では、今後相当期間にわたり、低いレベルの成長にとどまるとみられる。経済学者の多くは、グローバル不均衡に基づく経済成長は持続困難である一方、新たな成長モデルがなお確立されておらず、世界経済は今後かなり長期間の構造調整期に入るとみている。

さらに不都合なことに、前回の輸出の急拡大を経て、輸出や外需の対GDP比は上昇しており、外需の冷え込みが中国経済にもたらす悪影響は以前よりも大きくなっている。

図表5 中国における輸出と外需の対GDP比



(注) 純輸出（サービスを含む）はGDPベースである  
 (出所) 『中国統計摘要』2009より作成

## 2) 内需：民間投資vs.公共投資

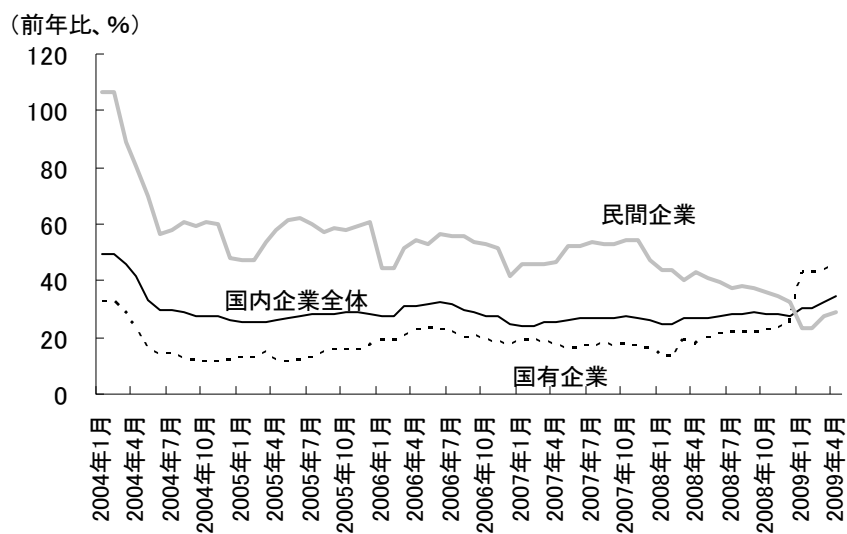
投資主体をみると、前回の信用拡張局面で経済成長を主導していたのは民間部門だった。2004～2007年の間、民間投資の増加率は企業投資全体を大きく上回り、一方で国有企業による投資の増加率は企業投資全体の伸び率を下回った。しかし、金融危機以降、国有企業の投資が急激に加速し、その増加率が企業投資全体の増加率を大きく上回る一方、民間投資の増加率は企業投資全体を下回った。図表6で注目すべき点は、民間投資の増加率が前回の急速な投資増を経て、急激に下降していることである。民間投資の増加率が下降した主な原因は、①外需が縮小した、②製造業分野では内需拡大の余地が非常に小さく、サービス業（市場参入が厳しく規制され、市場競争環境が民間企業にとって非常に不利な近代的サービス、例えば医療、教育、交通、通信、金融などが主体となっている）でも各種の政策による規制を受け、確たる収益見込みや投資機会を得ることが難しくなっていることが挙げられる。

産業別で見ると、2009年以降、第二次産業における投資の増加率が2004～2007年に比べ若干低下しており、第三次産業の投資の増加率は2004～2007年の期間における投資の増加率を大きく上回っている（図表7）。特に、前回の景気循環において投資の増加率が平均を大きく下回った銀行、保険、水利、環境保護、教育、衛生、文化・スポーツ・娯楽などの産業において、今回は投資が大幅に加速している。

## 3) 経済構造と成長の潜在力：緩やかな悪化vs.急激な悪化

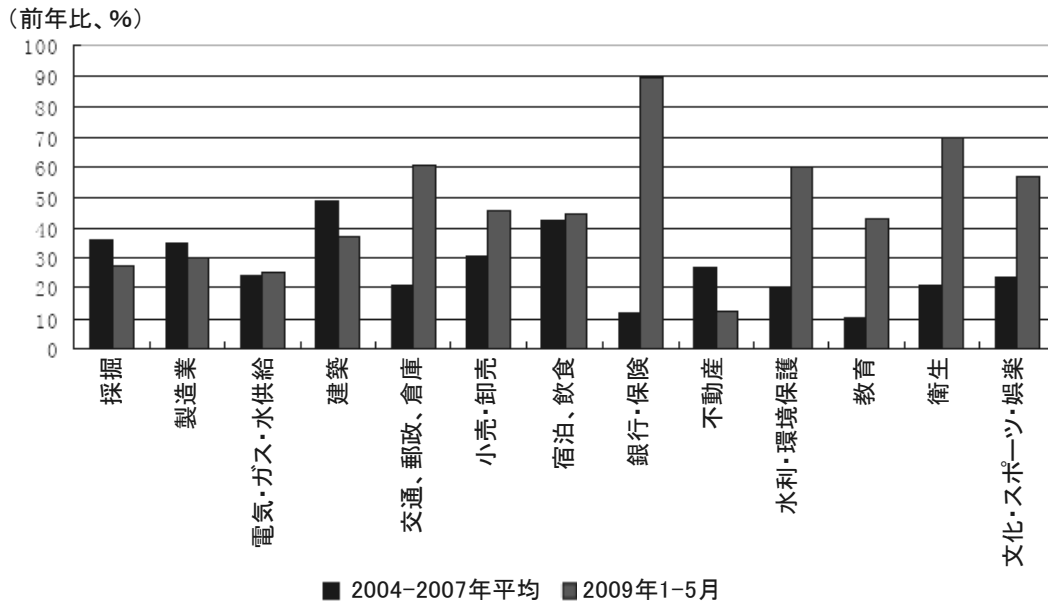
2004～2007年、中国における経済構造の悪化の原因は、政策のねじれによって資源が資本集約的な工業部門に過度に流入し、生産能力が国内では消化しきれないほどに膨張し、需給のバランスが失われたことにある。このような資源配分の結果は、①供給面では生産能力が過剰になった、②需要面では、労働所得が国民総所得に占める割合が低下し、給与の伸びが抑制され、新規雇用が減り、さらには所得分配の悪化がさらなる内需低下を招いた、③国民はGDP規

図表6 投資主体別の投資増加率



(出所) CEIC より作成

図表 7 産業別の投資の伸び



(出所) CEIC より作成

模の拡大の恩恵を十分受けておらず、所得分配の格差が拡大した<sup>2</sup>。このような経済構造の悪化は、経済の安定性や潜在力を損ない、最終的には金融危機を招いてしまった。

公共投資を用いて民間部門の投資の穴を埋めることは、短期的な需要不足を緩和する上で有力な手段であることは否めないが、その代価として経済構造のさらなる悪化を招く恐れもある。政府によるインフラ投資で民間投資の穴を埋めることの問題点としては、主に次の2つが挙げられる。まず、インフラ投資は、将来の利益回収を確保することが困難なことである。その一因としては、財政刺激策や金融緩和政策を受けて、地方政府が過剰な投資に走る恐れがあることが挙げられる。もう一つの問題としては、前回の投資の拡大は輸出志向型の製造業に集中したのに対して、今回の新たな投資の対象となるのは主としてエネルギー、金属、交通運輸設備など、資本集約度や独占性の高い業界であり、こうした業界で創出される雇用は前回の投資拡張によってもたらされた雇用に比べて少ないため、創出された収益が労働者の報酬に回る比率も下がる一方、総収益に占める利益、利息、賃貸料、税金などの比重が上昇する恐れがあることである。そうなれば、所得分配が一層悪化し、内需成長の潜在力が損なわれ、国内需給の不均衡が拡大することになる。

### 3. マクロ経済の今後のシナリオ

今後のマクロ経済動向は、金融緩和の状況と構造問題という二つの要因に大きく左右されるだろう。金融緩和が一般的水準かそれとも過剰か、また構造問題が一般的水準かそれとも深刻かを組み合わせると、4つのシナリオが考えられる(図表8)。先述した比較に基づいて、われわれは前回の状況は「金融緩和は一般的水準だが、構造問題は深刻である」というシナリオIIに該当

<sup>2</sup> 経済構造の悪化と所得分配との関係についての研究は、張斌、何帆による「貨幣暴論的後果——基於中国経済特徴事実的理論框架(為替レート上昇の結果——中国の経済的特徴の事実に即した理論の枠組み)」『経済研究』2006年第5号を参照のこと。



図表 8 マクロ経済のシナリオ

	構造問題：一般的水準	構造問題：深刻
金融緩和：一般的水準	I	II
金融緩和：過剰	III	IV

すると判断した。一方、今後の状況は、「金融緩和が過剰で、かつ構造問題が深刻である」というシナリオIVに該当すると考えている。もし、金融緩和政策が続き、地方の投資事業に対する監督が不十分なままであれば、今後発生する構造問題の深刻さは前回を上回るだろう。

IVの状況に陥れば、次のような問題が浮上するとみられる。

- ① 前回より深刻な資産バブルが生じる。これは主として流動性が過剰で、しかもその回収にはさまざまな困難が伴うためである。一方で、構造問題の影響で需要の不足が今後も続くため、民間部門の投資は不調で、取引を目的とする貨幣需要も高まらず、資金は株式・不動産などの分野に滞留されることが考えられる。
- ② 経済成長率はさほど高くはならず、インフレ圧力も大きくはならないとみられる。これは主として、実体経済の構造的な問題が原因である。
- ③ 拡張的な金融政策が再び採られることによって、深刻な資産バブルが起これば、これに伴う経済過熱やインフレなどの問題が浮上すれば、バブル崩壊後の中国経済は世界金融危機より厳しい調整局面に入る恐れもある。予想される事態としては、以下が挙げられる。
  - (a) 資産バブルの崩壊と利上げの結果、中央・地方政府の財政や金融機関、企業や家計の収支状況が著しく悪化し、途中で停止を余儀なくされるプロジェクトが続出する。
  - (b) 融資の拡大や資産バブルからインフレに至るまでの各段階は、大規模な富の再分配過程でもあり、中・低所得層と最上位所得層との格差が深刻化する恐れがある。
  - (c) ①、②の影響により、中国の都市化や産業構造の改善が進まず、経済成長が大幅に損なわれる。

## IV、マクロ経済対策のポリシー・ミックス

### 1. 金融政策

経済環境の急激な変化は、金融政策当局や経済学者の従来の知見に挑戦状を突きつけている。日本の1980年代のバブル危機、米国のサブプライム危機など一連の大きな金融危機の直前には、いずれも急激な貨幣供給の拡張が起きていた。当局が貨幣の拡張を容認したのはインフレ圧力が低かったからである。しかし、低いインフレ圧力が経済構造の大きな変化を反映している場合、金融当局はインフレ率のみをターゲットとすべきではない。しかし、残念なことに、経済環境の急激な変化という特殊な時期の金融政策のターゲットとして、インフレ率に代わる信頼できる指標はまだ見当たらない。

過去の歴史や諸外国の経験から見て、大規模な貨幣供給や融資の拡張に対し、当局はどれほど慎重になっても慎重すぎることはない。現在、中国は経済構造の転換期を迎えており、金融政策

の運用には特に慎重さが求められる。適度な金融緩和政策は、潤滑油の役割を果たし、構造転換の痛みを和らげることができるが、金融政策そのものが経済構造の転換の成功や将来の経済成長をもたらすことはない。特に注意すべき点として、改革を行う代わりに過度に金融政策を緩和すると、短期的には景気が改善するが、その代価として金融危機や長期的な経済不振を招くことになる。中国経済の持続的な回復や、新たな経済成長に続く鍵となるのは、経済構造の改善であり、これを当面のマクロ調整政策における最優先の課題とすべきである。

## 2. 経済構造を改善するポリシー・ミックス

### 1) 中国の経済構造問題に対する理解

構造問題は中国の政策決定者や経済学者がしばしば言及する問題であるが、構造問題に確たる定義はない。構造問題の存在を認める側に立つ陣営でも、構造問題を中国のサービス業と工業との発展の不均衡や消費と投資との不均衡と捉える場合もあれば、貿易黒字の GDP に占める割合が高すぎることに捉える場合もあり、あるいは所得分配の不均衡、地域間の発展の不均衡、環境とエネルギーによる制約などを指すこともある。構造問題の存在に異議を唱える陣営は、上述した経済構造問題はそれほど深刻ではないと考えている。また、中国のような急成長を遂げつつある巨大経済体にとって、比較可能な対象はそもそも存在しない。諸外国の経験と比べ、中国の経済構造における各種の「歪み」が適正範囲にあるのか、適正範囲を超えているのかについて、科学的な定義は存在しない。

そのため、中国の構造問題に対する研究を進めるためには、構造問題について明確な定義付けを行う必要がある。われわれはここで、構造問題の定義を「中国経済の持続可能な成長を妨げる経済構造上の根本的問題」とする。この定義に基づけば、上述した多くの構造問題のうち、最もふさわしい定義は「サービス業の発展が工業と比べて大幅に遅れていること」となる。その根拠としては次の二つを挙げることができる。

まず、中国のサービス業と工業の発展の不均衡は、他の一連の不均衡を引き起こす根源であり、この問題さえ解決すれば、他の不均衡も自ずと大きく緩和される。これについては、張斌、何帆の両氏が「貨幣昇値的後果——基於中国経済特徴事実的理論框架（為替レート上昇の結果——中国の経済的特徴の事実に即した理論の枠組み）」（『経済研究』2006年第5号）の中で、二部門モデルを用いて検証しているため、ここでは詳細を取り上げないが、極端な例を挙げて説明したい。中国で大躍進時代のような鉄鋼増産運動が再び起こったとしよう。その場合、大量の資源がすべて鉄鋼製造に振り向けられることによって、中国経済に何がもたらされるのか。

- ① 工業の GDP またはサービス業に対する比率が高くなる。
- ② 急激に増加した鉄鋼を国内市場では消化しきれず、海外市場への輸出を余儀なくされ、貿易不均衡が拡大する。
- ③ 鉄鋼への投資や輸出が GDP を押し上げるが、家計の鉄鋼に対する需要が増えないため、消費の投資または GDP に対する比率が下落する。
- ④ 国内のサービス業あるいは農業分野に比べ、鉄鋼産業は雇用創出効果が限られている一方、多くの資本を必要とする。サービス業や農業から鉄鋼工場への投資に、多くの資本が振り向けられる結果、サービス業や農業では一人当たりの資本（資本装備率）や賃金水準が低下し、資本の限界利益率が上昇する。社会の所得分配においては、より多くの

所得が資本に回され、労働に配分される所得がより少なくなり、所得分配の状況が悪化する。

⑤ 鉄鋼産業への投資は必然的に、水、電力、自然環境に深刻な負担をもたらす。

こうした例は極端ではあるが、資源が資本集約型の工業品分野に過度に流入した場合の経済不均衡を説明している。

また、中国のサービス業と工業との発展の不均衡が、経済の持続可能な成長に対する脅威になっていることも確かである。工業の比率が高すぎることは、工業製品が国内市場では十分に消化されず、輸出によって工業の生産能力を消化するしかないことを意味している。もし、海外の市場が大きければ、上述した一連の不均衡をもたらしながらも、所得はまだ増加する（ただし、経済は成長するが、国内消費の拡大と国民福祉の改善にはつながらず、富の蓄積の多くは外貨準備高の増加という形を取る）。一方、海外市場が国内で過度に蓄積された工業の生産能力を消化できない場合、所得の増加は続かない。2008年下半期の世界金融危機が中国の工業分野に大きな打撃を与えたことも、この点を十分に説明している。金融危機以降、先進国は資金を借り入れて消費を行うことを止め、各国は軒並み低成長期に入った。このことは、中国のサービス業と工業との発展の不均衡によって、国内の経済成長の潜在力が損なわれたことを意味している。

## 2) 構造問題の解決に向けた政策の手順

中国のサービス業と工業との発展の不均衡を解決するには、次の順で改革に取り組むべきである。

第一段階として、サービス業の市場化へ向けた改革をさらに進めるべきである。具体的には、①教育、医療、衛生、物流、交通、通信、エネルギー、金融、スポーツ、娯楽などの業界について、市場への参入規制を緩和し、民間資本による参入を積極的に奨励する、②より重要な点として、上述した各分野に対応する行政管理体制の改革を推進し、できる限り行政による介入を排除し、価格規制の撤廃、関連立法・法執行の強化、公平な競争のための市場環境作りを進めるべきである。これらの改革は、上述したサービス業への資本の導入を促し、サービス業の工業に対する比率を高めるほか、経済成長、雇用機会の創出、所得分配の改善、経済成長のエネルギー・環境に対する過度の依存の減少などにも役立つ。

第二段階として、為替レートやエネルギーなどの重要な価格について、市場化への改革を進めるべきである。為替レートは工業品（貿易財）とサービス（非貿易財）の相対価格を大まかに反映し、両部門間の資源配分に重要な役割を果たしていることを踏まえると、為替レートの市場化は経済構造の調整にとって重要な制度的裏付けとなる。

第三段階として、政府支出と収入の構造を調整するべきである。具体的な内容としては、①財政支出を輸出税還付やインフラ整備から、段階的に民生分野への支出、特に低所得層の医療、教育などの基本保障に振り向けるとともに、環境保護や減税にも投入する、②国有株の売却、国有企業の利益の徴収、資源税の導入、特別国債の発行などの形で財源を増やし、民生や社会保障に重点的に充てる、ことがある。こうした改革の意義は、外需から内需への転換、輸出税還付率の引き下げ、インフラ整備建設などから民生支出への移行を迅速に進めることにあり、サービス業の工業に対する比率の向上を促すものである。

政府の行政資源に対する制約（財政状況や、行政部門の時間・労力を含む）や、当面直面し

ている経済環境を前提に、上述した構造問題の対策のうち、主たるものと副次的なものを明確に分け、優先順位をつける必要がある。第一、第二段階の措置や、第三段階における輸出税還付やインフラ整備の抑制は、経済構造調整に対する作用が最も顕著である。一方、第三段階の措置のうち、他の政策は構造問題の是正効果がさほど期待できないものの、構造問題がもたらす所得分配の悪化や内需不足を緩和する上では大きな役割を果たすもので、今後の経済の持続的成長を支えていくだろう。

成長と構造調整の両方を考慮するという原則に立ち、われわれは上述した構造調整にかかる各政策について、以下のように優先順位をつけた（図表9）。

### 3) 最大の試練となる構造問題の解決

以上の通り、われわれは構造問題を、サービス業と工業の発展の不均衡に帰結させたが、これらの不均衡の背景には、政策決定者や学者の認識の誤りや、一部の政府部門や企業の利益集団といった阻害要因がある。輸出、投資、工業化、経済成長は経済の近代化において必須ではあるが、高成長は必ずしも国の福祉の改善を意味しない。無理して高成長を維持しようとする、構造問題の深刻化は避けられず、需給の不均衡が最終的には経済成長のエネルギーを欠乏させて持続性が得られなくなってしまう。構造問題は相対価格のねじれや、一部製品の供給不足を招いているが、これらは一部のグループには利益をもたらすため、構造改革に対する抵抗勢力を生むことにつながっている。

経済構造の調整は、次の理由から、人々にとって、ケインズ型の経済成長モデルほど魅力的ではない。まず、それに伴って、一部の企業が破綻し、失業者が生まれる一方で、新しい企業が誕生し、雇用機会が創出されるが、破綻した企業と失業者からは怨み節が上がることもあっても、新たに誕生した企業と新たに職に就いた人々が政府に感謝することはないだろう。また、経済構造の調整は、政府が従来の思考を変え、役割を転換し、一部の既得権益を有する行政部門に利益の放棄を求めるものであるが、懐疑や反対の意見が噴出することは必至である。さら

図表9 経済構造調整政策の内容と優先順位

	サービス業の市場化	為替レート、エネルギーなど価格の市場化	政府の支出構造の転換
具体的措置	1.市場参入規制の緩和*** 2.公平な市場競争環境づくり***	1.為替レートの価格決定メカニズムの市場化** 2.エネルギー価格決定メカニズムの市場化**	1.インフラ建設支出の適宜減少、輸出税還付の減少** 2.国有株放出、国有企業からの利益徴収、資源税導入、特別国債の発行などによる財政収入の拡大、社会保障支出の増加*** 3.減税**
主要な役割	構造改善、短期的な需要増加のみならず、中長期的な経済成長にもプラス	構造改善、長期的な経済成長に有利	構造改善、長期的な経済成長に有利

(注) \*\*\*短期のうちに着手すべき内容。短期的な経済成長のみならず、経済構造の改善にプラス。\*\*時期を待つべき内容。為替レート、輸出税還付などの政策の改革は、経済の安定化を待って導入すべきだが、長期的な先送りは好ましくない。

に、経済構造の調整は、一時的な経済減速や民衆の疑念・無理解を伴うかもしれない。このように、経済構造の調整は、当局に異常なまでの厳しい試練をもたらす。大いなる知恵と勇気、堅忍不拔の精神がなければ、目標達成は望めないだろう。

## 著者紹介

張 斌 (Zhang Bin)

中国社会科学院世界経済政治研究所 研究員

中国社会科学院大学院卒、経済学博士。2003年より中国社会科学院世界経済政治研究所にて研究に従事。ハーバード大学国際開発センター（CID）ビジティングフェローなどを経て現職。専門は為替レートと国際収支、地域通貨協力、中国マクロ経済。

- ・中国社会科学院世界経済政治研究所は、中国における世界経済と国際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的学術誌である『国際経済評論』を発行している。



Chinese Capital Markets Research