



# 2010年の中国マクロ経済の方向を 占う主なポイント<sup>1</sup>

巴 曙松\*

## 要約

2009年12月の中央経済工作会議や経済動向から、中国経済が2010年に構造転換や政策調整の正念場を迎えることが予想される。本論では、①非常時の景気刺激策から平常時のマクロ経済政策への回帰、②経済構造の調整、③グローバル化の視点を柱に据えて、2010年のマクロ経済政策を分析する。様々な要素を合わせて考えると、2010年のマクロ経済政策の基調は2009年と同様であるが、経済成長を背景に、緊急時の体制から平常時の体制へ徐々に戻っていくものと見られる。また、構造調整とグローバル化の進展が、中国の経済動向に新たなエネルギーをもたらすことになる。

## 1. はじめに

2008年末以降、世界各地で金融危機に対応すべく、非常時の景気刺激対策が相次いで打ち出された。1年余りが経過した2009年末、世界の金融市場は、リーマン・ショック以前の水準まで基本的に回復しており、その意味では、世界経済は「ポスト金融危機」時代に入ったと言える。現在の市場環境は危機の時期とは大きく異なり、必然的に経済の動きにも新たなトレンドや特徴が現れる。

中国は2008年末に打ち出した4兆元規模の景気刺激策等、非常時の景気刺激策を通じて世界金融危機への対応で顕著な成果を上げている。各方面の予測を総合すると、2010年は、中国経済が、金融危機ショックを経て底を打った後、新たな景気サイクルに入る起点となり、また、マクロ経済の状況が徐々に正常化するに伴ってマクロ経済政策も非常時の政策から平常時の政策へと回帰する一年になるだろう。

2010年の中国のマクロ経済情勢についての市場の予想は、目下のところ「穏やかな成長」との見方でほぼ一致している。多くの予測機関がGDP成長率を9~10%、消費者物価(CPI)上昇率を3%前後と予測している。これらが大きく外れないものとする、非常に穏やかな経済情勢が予想されることになる。経済成長のスピードから見ると、基本的に潜在成長率の水準まで回復することになり、2009年に重視された「成長率維持」の政策方針は、2010年には明白に転換さ

<sup>1</sup> 本稿は「2010年のマクロ経済の方向を占う主なポイント」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。

\* 巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所 副所长

れることになる。穏やかな経済回復という状況は、構造調整の推進に有利である。物価情勢は、CPIのみを見ると、2010年を通じて比較的穏やかに推移するものと見られる。CPI上昇率は昨年からの要因で1%ポイント前後、また各種公共サービスの価格調整により0.5%ポイント程度押し上げられる見通しである。さらに、国際市場における資源価格上昇のもたらず輸入インフレ圧力等、新たな上昇要因が現れる。ただし、総合的に考えると、CPIはなお比較的安定した水準で推移するものと見られる。また、昨年からの要因として、2009年第2四半期の物価水準が低かったベース効果により、前年同期比で見たCPI上昇率は年初と年末時点で相対的に低く、年央にやや高くなる見通しである。

四半期ベースの経済成長を見ると、前年同期比では、2009年のベース効果（2009年の実績が前半低く、後半に持ち直し）から、2010年前半が高く、後半が低くなると見られる。一方、前期比で見た成長率は各四半期とも安定的に推移するだろう。国家統計局は2010年から前期比成長率のデータを公表するとしており、これは、意思決定の重要な根拠または参考資料となるだろう。

金融危機のダメージが顕著だった2009年に対して、2010年は再び景気サイクルの起点となり、各経済指標も危機の時期から正常化すると見られる。客観的に見て、マクロ政策を「正常化」する必要も出てくる。同時に、危機対応のための大規模な景気刺激策により、中国経済にも新たなトレンドや特徴が現れつつある。2010年のマクロ経済動向を考察かつ理解するに当たっては、少なくとも、①金融危機に対応するために採られた非常時の景気刺激政策をいかにして平穩に終了させ、マクロ政策を正常化させるか、②より穏やかな成長期において、いかにして経済構造や成長モデルの調整を進めるか、③グローバル化やポスト金融危機時代の中で、いかに中国の経済発展を推し進めるか——といったポイントを理解しなければならない。

## Ⅱ、平常時のマクロ経済政策への回帰

世界経済か中国経済かを問わず、2010年のマクロ経済動向を占う重要な切り口が、マクロ経済政策の正常化、つまり大規模な景気刺激策からの脱却である。こうした「正常化」や「脱却」とは、適切な時機や政策的手段を選び、2009年における非常時の体制を脱し、正常なマクロ経済環境に見合った平常時のマクロ政策へ回帰していくことである。

今回の危機対応措置は、世界の主要な国・地域が同時に非常手段を用いて景気刺激策を講じた初の試みであり、大規模な景気刺激効果により、欧米や日本などは最も困難な時期を脱してプラス成長に転じた。これを受け、2010年には非常時の体制から脱却するための仕組み作りが必然的に重要な課題となる。また、世界の主要な国・地域が同時に景気刺激策を採るのは、かつてないことであったため、いかにして秩序立って脱却するかも、これまでになかった新たな課題である。つまり、各国・地域がどのような手法や時期を選ぶか、政策転換による金融市場や経済にどのような影響を及ぼすか？——これらが、2010年のマクロ経済を占うポイントになるだろう。

以下では、マクロ経済政策の正常化に関するいくつかの注目すべき点を挙げていくことにする。

### 1. 銀行貸出

#### 1) マクロ経済の正常化を測る重要な指標となる新規貸出

現在、中国では間接金融が主体であることから、銀行貸出がマクロ経済の正常化を測る重要

な指標の一つとなる。新規貸出は、積極的な財政政策と適度な金融緩和策が採られる中で、2009年の政策の目玉となり、金融市場に影響を与える最も顕著な変数となった。実際、株式市場で貸出額の多い月に買い入れ、少ない月に売却する戦略を採っていた場合、インデックスを大きく上回る収益率を実現できたであろう。

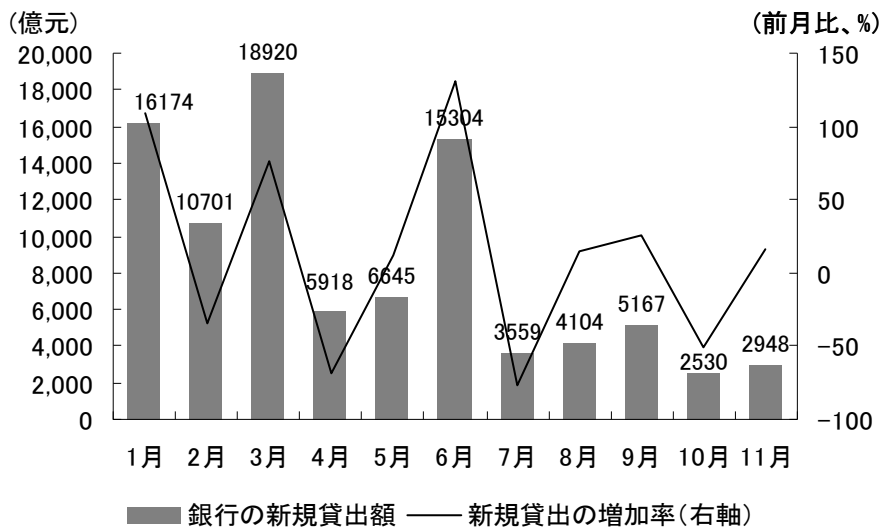
2009年の貸出増加は、中国経済の金融危機対応において大きな役割を果たした。しかし、このような新規貸出の急増を続けていくことは困難であり、マクロ経済が正常な状態に戻れば、マクロ政策の正常化の一環として銀行貸出が調整されることは間違いない。「適度な金融緩和」についてもその「度合い」がより強く問われることとなる。つまり、2009年の緊急対応時には、主に「金融緩和」が強調されたが、マクロ経済正常化の過程にある2010年には、必然的に「適度」がより強調されるだろう。

改革開放開始から30年間の貸出残高の増加率は年平均18.4%、名目GDPの成長率は同15.8%で、差は2.6ポイントに留まっている。2001年から2008年の間、貸出残高の平均増加率は15%、名目GDPの成長率は14.9%で、両者の差はわずか0.1ポイントであった。しかし、2009年11月末時点で、M2は前年同期比29.74%増となり、GDP成長率を約21%ポイント上回ったと推計される。また、貸出残高と名目GDPの差は過剰流動性を示す指標であり、過去の水準を大幅に上回ったことが分かる(図表1)。2009年の新規貸出額は9.59兆元に達したが、こうした急激な増加が今後も持続する可能性は低い。

マクロ経済運営が正常な時期であれば、通常「適度な金融緩和」と言った場合、貸出の増加率を、GDP成長率と物価上昇率の合計に若干の余裕を加えた水準で推移させることに重点が置かれる。経済成長に必要な貸出の増加幅は、GDPと物価の上昇幅に等しいと考えられているからである。

2010年の実質経済成長率を9~10%、CPI上昇率を3%とし、さらに3~5%程度の適度の緩和の余裕を加えれば、2010年の貸出残高の増加率は、17~18%程度になる。2010年の新規貸出額は7~8兆元となり、2009年を大幅に下回ることになるが、2009年と2010年の合計貸出

図表1 2009年の月別新規貸出と増加率



(出所) 中国人民銀行

額は歴史的にみてもなお高い水準を保つと見られる。

## 2) 2010年の金融市場は「マネー緩和・貸出安定」へ

銀行貸出に関する政策が平常時の路線に戻った後、2010年の金融市場では、「マネー（通貨供給量）緩和・貸出安定」が基調となるだろう。貸出の安定については、2009年と比べれば貸出額はやや下落するものの、2009年に始まったプロジェクトが2010年に建設期を迎えることから、比較的高い新規貸出水準を持続する必要がある。2010年の新規貸出額を7~8兆元とすれば、2009~2010年の平均新規貸出額は8.5兆億元程度で推移することになる。このように、全体的にみれば新規貸出額の減少は緩やかなものとなる。

新規貸出額が概ね安定する中、2010年は流動性に比較的余裕のある状態が続くだろう。2009年の膨大な流動性は、主に銀行貸出に支えられており、中央銀行が直接コントロールできるマネタリーベースは、2009年中、多くの月で中央銀行にネットで回収されていた。つまり、2009年の金融政策は、マネタリーベースに関しては考えられたほど緩和されておらず、過去の平均的な水準を維持したのみであり、流動性を左右した鍵は銀行の信用創造であった。2010年の市場流動性は、国内要因である銀行の信用創造に加えて、国際収支の改善に伴い外部流動性からも支えられることになろう。外部流動性（貿易黒字、外資の流入）は今後、流動性拡大の要因になる。

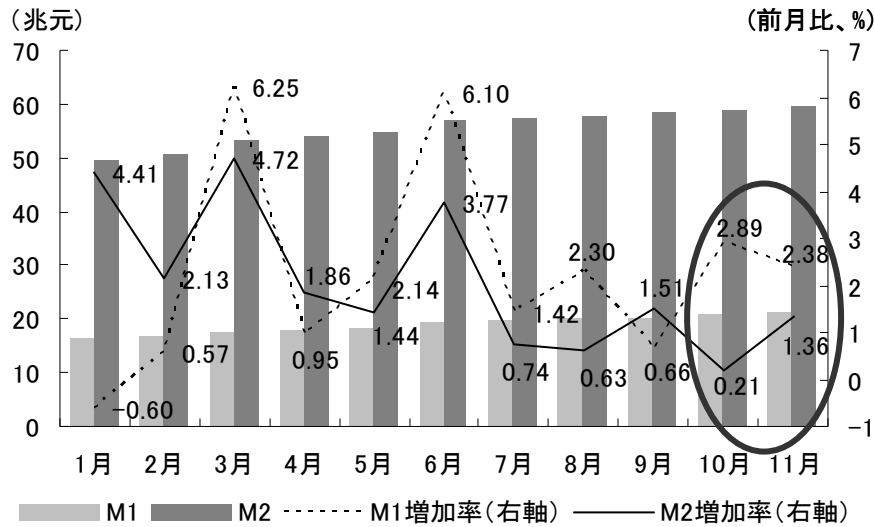
流動性に比較的余裕がある中、新規貸出拡大路線からの脱却には各種の障害があり、金融市場に様々な程度のショックをもたらす可能性がある。例えば、商業銀行システムにおける流動性が十分で、資本金も法定要件を満たしていれば、商業銀行には強い貸出意欲が生じる。明確な窓口指導により貸出抑制に乗り出せば、商業銀行は数値目標が比較的緩い第1四半期または上半期に駆け込みで貸出を増やし、その結果、月別あるいは四半期別の新規貸出額は大きく変動し、金融市場に影響を与えることになる。

銀行システム全体の状況を見ると、2009年に各行とも新規貸出は大規模になったものの、預貸比率はさほど上昇しなかった。つまり、貸出が急速に増える一方、流動性も急速に増加しており、高い貯蓄率と流動性を背景に、銀行は引続き貸出拡大が可能である。銀行貸出のもう一つの重要な制約要素は資本金である。様々な資金調達手段が導入されたことで資本の獲得が容易になっているのであれば、流動性が十分ある場合に、銀行貸出の抑制は難しくなる。資本市場における銀行の資金調達状況を見ると、主要行は資金調達の度に収益力や市場規模を伸ばしている。銀行にとって資金調達は困難とは言えず、流動性に余裕のある時期は特にその傾向が強い。

2010年の新規貸出額が平常時の水準に戻りつつあるとしても、2010年の流動性になお余裕が保たれる重要な原因として、2009年に投入された新規貸出の一定部分が2010年になってから実体経済に投入されることが挙げられる。この点は、多くの金融指標からも裏付けられている。例えば、2009年11月にM2増加率が加速し（図表2）、同時に企業の預金残高も大きく伸びている。2010年には2009年の危機対応時ほどの金融緩和策は採られないとの懸念から、2009年の貸出、特に地方の投融资機関や大型インフラプロジェクト向けの貸付けにおいて、あらかじめ必要以上の貸出が出て、それが企業預金になった可能性がある。

流動性の余裕を裏付けるもう一つの重要な指標として、中長期貸出の増加率とプロジェクトの着工規模の乖離がある。これまでのデータから見ると、企業が着工するプロジェクトには一

図表2 2009年におけるM1、M2の規模と増加率の月別推移



(出所) 中国人民銀行

部自己資金が含まれるものの、新規着工プロジェクトの規模は一貫して中長期融資の規模を上回ってきた。しかし、2009年の中長期貸出は新規着工プロジェクトの規模をはるかに上回った。こうしたことから推察すると、2010年の新規貸出額が7~8兆元程度に留まっても、企業が使用可能な資金の規模は9兆元を下回らないだろう。

マクロ政策の正常化は同様に、一連の構造問題や財政政策にも反映されるだろう。2010年も積極的な財政政策と適度な金融緩和策が基調として継続された場合、適度な財政赤字が生じることが予想される。財政赤字を通常安全水準とされる対GDP比3%以内に収めるとすれば、2010年の財政赤字は1兆元を突破する可能性があるが、これは、米国・日本等の高債務国より遥かに堅実な水準である。

新規貸出先の内訳も注目に値する。まず新規貸出額の大きな季節変動を防がねばならない。また、大企業や少数の特定業界への過度の集中を防ぐ必要もある。さもなければ、銀行システムの抱えるリスクが高まり、中小企業の発展の余地も損なわれる。大企業への集中的な貸出が危機対応の非常の措置であるならば、2010年には、さらに融通をきかせて貸出先のバランスを取るべきであろう。

## 2. インフレ期待への対応

マクロ政策の正常化を進める上では、インフレ期待への対応がもう一つの重要な観点となる。インフレ期待への対応については、研究者の間にも意見の相違がある。2010年の物価状況はあくまでインフレ期待にとどまり、CPI上昇率は概ね3%前後という見方がある。この3%予測は、1%分が前年からのキャリーオーバー効果で、さらに新規要因による物価上昇幅も加味している。この考え方によると、公共サービス価格の値上げがなければ、2010年のCPI上昇率は3%に届かず、インフレ期待への対応を過剰に前倒しすれば、逆に景気回復に水を差しかねない。

しかし、事実を見る限り、マクロ経済政策の決定についても、金融市場での投資決定についても、CPIやPPIはインフレ判断の指標として優れているとは言えず、経済動向の遅行指標となる

ケースも少なくない。例えば、前回の景気サイクルにおいて、GDP成長率は2007年第2四半期にピークを迎えた後、下降局面に入ったが、CPIはなお上昇し続けた。CPIが2008年2月ようやくピークを迎えた時も、企業家の間ではインフレ期待が強く、原材料を高値で購入しPPIの上昇を招いた。つまりCPIやPPIはGDPより1年ないし1年半遅れてピークを迎えたことになる。CPIやPPIは、マクロ経済政策の決定に対する参考指標としての価値は限定的と言えよう。

このため、2009年末の中央経済工作会議で打ち出された「インフレ期待への対応」においては、インフレはCPIやPPIに現れるのみならず、資産価格、特に不動産価格にしばしば現れるほか、CPI統計の対象外の商品にも反映されうることが明確に認識されている。

これまでの中国の経済運営の経緯をふまえると、顕著なインフレの形成には、しばしば3つの要素が関係していることがわかる。一つは、実体経済における需要（投資あるいは輸出）の大幅な伸び、二つ目は新規貸出の急速な伸び、三つ目は農産品価格の上昇である。現在、投資は既に大幅に伸び、新規貸出の伸びも非常に速いことから、2010年の物価水準は農産品価格の影響を大きく受けることになる。このため、インフレ期待への対応を政策の基調とすることは、インフレに対して先手を打つことを示すもので、同時にマクロ政策正常化プロセスにおける重要な視点と考えられる。

### 3. 民間需要の育成が鍵

マクロ政策の正常化に関しては、民間分野における需要の育成を通じて政府投資に対する過度の依存を低下させることも、注目すべき政策目標である。これは景気二番底の回避についても言えるだろう。1998年のアジア金融危機への対策においても、中国は大規模なインフラ建設を進め、政府投資主導の経済回復を図ったが、政府の投資能力には常に限界と制約がある。政府投資を徐々に縮小する段階に入っても、市場の需要が十分に伸びてこない場合、景気が二番底に陥りやすくなる。1999年、政策担当者は需要刺激のため、住宅制度改革などの重要な措置を打ち出した。

現在、中国経済は政府投資主導で回復しつつあるが、いかなる政策にも一定の副作用があり、政府の投資にも大きな制約がある。例えば、2009年に都市化の重要な推進者となったのは、地方政府の投融资機関である。概算によれば、2009年に地方政府の投融资機関の負債規模は、既に地方政府の年間財政収入を超えている。地方政府の投融资機関に依存し政府需要で経済成長を刺激する手法は、限界に直面していると言えよう。今後は都市化に向けた資金調達をいかに進めるかが問題となってくる。この問題は2010年には表面化しないかも知れないが、注目すべき問題である。

また、中央経済工作会議は、需要刺激に関して多くの分野で重要な措置を打ち出している。

第一は、民間企業による投資需要の刺激である。業界を独占する大企業が、一般分野において過度に拡張することを防止する。大企業を優遇し民間中小企業が不利となる不公平な法規を整理し、公平な競争環境作りを進める。参入規制の厳しい産業では規制を緩和し、独占的産業の参入基準を引き下げる。これらの措置により過剰流動性を振り向ける投資先を用意する。中国の不動産市場で資産バブルが生じやすい背景には、個人の投資先が少ないことが大きく関係している。医療、金融、通信などの社会投資分野の参入基準を引き下げることで、投資需要を刺激する。

第二は、消費の奨励である。危機対応の2009年において、中国の消費財小売総額の実質増加率は過去20年で最も高くなったと見られる。これは、中国における消費モデルの転換や、経済

成長に対する消費の寄与度の向上などが、重要な転換点を迎えていることを意味している。これには、労働者所得の向上や社会保障システムの完備のほか、都市化により形成された新たな市民層の消費能力や、急速に拡大する中間所得層の購買力等も含まれる。

消費の伸びを一層刺激するために、今後新たな措置が打ち出されると見られる。例えば、社会保障面では社会保険の省間移動を認める措置や税制優遇措置等がある。また、国民所得の一次分配における労働者所得の割合の引上げも考えられる。

### Ⅲ、構造調整の主なポイント

金融危機のショックによって、構造調整の圧力が明確になった。実際は、2007年に景気がピークを迎えた時点で、輸出は既に明らかな圧力に直面しており、金融危機は構造転換の圧力を先鋭化したに過ぎない。金融危機の中国経済に対するショックは表面上、経済成長率への影響という形で現れたが、実質的には、経済成長モデルに対するショックである。金融危機をグローバルな視点から見ると、従来の経済面での均衡が打ち破られ、新たな均衡点を模索するプロセスであると言えよう。つまり、欧米において貯蓄率が上昇し、消費が減少し、レバレッジの引き下げが進む中、中国では必然的に輸出への依存を減らし、消費増加や内需拡大へ移行し、輸出減少によるマイナス影響を埋めることが求められる。

経済構造の角度から見れば、中国経済は構造調整への転換点を迎えており、新たな経済成長構造へ移行しつつあると考えられる。この転換には時間が必要かも知れないが、既にスタート段階に入ったと言える。

経済構造のモデル転換は、概ね以下の三つの面に分けられる。①投資・輸出に過度に依存した成長モデルから、消費・投資・輸出のバランスが取れた成長モデルへの移行、②主に第二次産業に依存した経済成長から、第一次、第二次、第三次産業がバランスよく成長を支えるモデルへの転換、③資源消費への依存から、労働力の資質や企業のイノベーション力の向上に主に依存した発展への移行である。

これらの視点から見ると、中国の産業構造の調整には既にポジティブな変化が見られる。2009年には、内需が経済成長を牽引する一方、外需が足を引っ張る状態が続いた。2009年第1～3四半期におけるGDP成長に対する寄与度は、投資が7.3%ポイント、消費が4%ポイント、純輸出がマイナス3.6%ポイントであった(図表3)<sup>2</sup>。但し、内需の内訳はやや悪化し、投資依存がさらに進んでいる。このため、上の三つのアプローチから今後の中国経済の構造調整を考えると、いずれにも多くの新たな好機が存在していると言える。

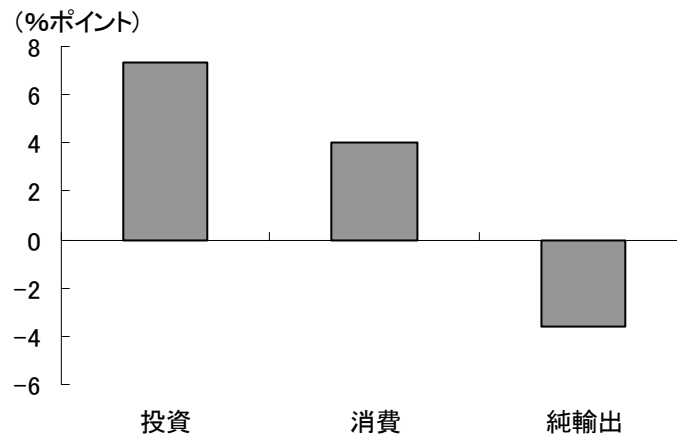
#### 1. 内需拡大の糸口——都市化の加速

危機対応の1年余りの経験から、都市化の加速が内需拡大の重要な糸口であり、拠り所であることが分かる。具体的には、中小規模の都市の戸籍制度の緩和により、都市化プロセスの加速が促されると見られる。

国際的な統計基準によれば、中国の都市化率は2008年末に45.7%に達した。この統計基準では、都市で半年以上にわたり居住・生活している人を都市人口とみなしている。しかし、実際には、

<sup>2</sup> (訳注) 2009年通年では、投資8.0%ポイント、消費4.6%ポイント、純輸出マイナス3.9%ポイントである。

図表3 2009年第1～3四半期のGDP成長に対する寄与度



(出所) 中国国家统计局

多くの農村からの出稼ぎ労働者が都市部に半年以上居住し就労している。彼らは都市人口とみなされているものの、都市に残ることは困難である。いずれにせよ、中国の都市化率は世界平均や先進国の水準より大幅に低く、都市化の推進は中国经济の今後の成長を促す重要なエンジンになるだろう。そして、中国の経済成長モデルの構造調整に対しても、プラスに働くと見込まれる。

例えば、人口が一定規模に満たない中小都市で戸籍制度の撤廃を徐々に進めれば、都市化推進に好ましい効果を与えると期待される。中小都市では、都市部と農村部の格差が比較的小さいため、都市化を推進する際の困難が比較的小さい。こうした戦略的な措置は、いずれも専門家の予想より大幅に早まっており、もし2010年にも方針が実施され波及していった場合、今後の中国の経済成長の新たなエンジンになるだろう。都市化によって促される消費需要や、サービス業拡大の比重等を見れば、都市化の重要性は明白である。例えば、経済成長に対する消費の寄与が高まる過程においては、都市部の新市民の潜在力が最大である。

都市化の推進は、中国の経済構造や発展動向を占う新たな判断材料であり、特に資源をめぐる判断材料となる。例を挙げると、一時は生産過剰とみられていた資源産業がある。短期的な景気サイクルの分析によれば、過剰状態が1、2年間現れる可能性がある。しかし、都市化というさらに大きな背景で捉えた場合、今後大きな資源需要が予想されることから、必ずしも過剰であるという結論になるとは限らなくなる。金融危機対応において目玉政策となった都市化の加速は、今後も経済成長モデルの構造転換や内需拡大の重要なエンジンとなる。中国は今後10～20年で高齢社会に突入する見通しであり、高齢化社会が到来する前に都市化を加速するという点で、この期間は中国の経済成長の最も重要な時期の一つになる。

過去1年間にわたる各地の都市化の実例を見ると、都市化による内需拡大というテーマには、従来の都市機能の整備・改善、これまでの行政区画を越えた都市群の整備、都市の規模拡大等の事業が含まれることが判る。しかし、中国がどのような都市化戦略や手段を講じていくかは、今も検討中の重要な課題である。大都市モデルを採るか、あるいは小規模都市のモデルを採るか、選択可能なそれぞれの路線には大きな差異があり、まだ明確な方向性は打ち出せていないのが現状である。



## 2. 消費拡大の変曲点

構造転換の一環としての消費拡大は重要な変曲点を迎えている。2009年の消費財小売総額の増加率は15%を超え、金融危機下にありながら、中国の消費がもつ巨大な潜在力が示された。

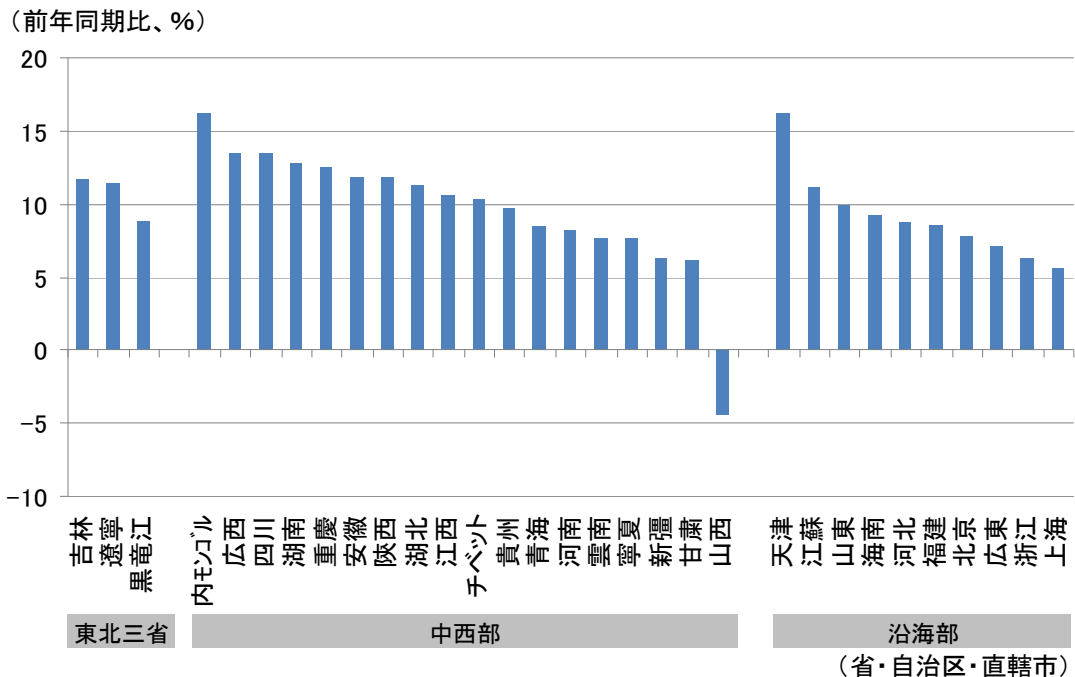
中国の消費の原動力は、現在の特定の発展段階や構造調整に起因するもので、都市化の加速がもたらす消費意欲のほか、新たに増加した都市人口や急速に拡大する中所得階級の購買力にも由来する。さらには、労働報酬の増加も消費能力を高めている。その他、重要な指標の一つとして、かつては好景気の時期にのみに見られていた出稼ぎ労働者不足が、今回は景気回復期にあたる現時点で早くも表面化している。つまり、中国は開発経済学でいう「ルイス転換点」を迎えている可能性がある。

短期的な危機対応のために需要の刺激を強調するのは当然であるものの、中期的な成長モデルの転換を考えると、供給面の育成がより重要である。いかにして内需の成長点を発掘・育成するかが、構造転換のカギを握っているのである。

## 3. 地域構造の調整：先行回復する中西部と外部流動性に支えられる沿海地域

地域構造は、中国の経済発展を観察する上で非常に重要である。金融危機対策を受けて、中国の地域別の経済成長の状況に意味深い分化が見られた。つまり、各地域の経済が多様化する傾向が見られており、これが中国経済の危機対応能力や衝撃吸収能力を強めている。実際、2009年の成長状況をみると、中西部地域の景気回復の速度は、沿海の先進地域を大きく上回っている（図表4）。図表4によれば、2009年上半期、資源の多い山西省などで資源価格の乱高下によるダメージが見られたことを除けば、大部分の中西部地域の省の経済成長率は沿海部地域の平均値

図表4 2009年上半期の省（自治区・直轄市）別 GDP 成長率



(出所) 中国国家统计局

より高い。これは、経済構造に占める外資・対外貿易の比重が大きい沿海地域が、構造転換と金融危機の圧力を受けたためである。一方、中西部地域ではこれまでインフラの整備が遅れていたことから、4兆元の景気刺激策の投資が多く振り向けられた。さらに、東部地域の企業の中西部移転も進みつつある。こうした動きに伴い、銀行貸出も中西部に供給された。この結果、相当数の中西部の省が、2009年の新規貸出先の省別ランキングトップ10に入っている。

趨勢としては、2009年に形成された中西部地域の成長力は維持されよう。特に、都市化の動きが中小都市で大きく進展し、2009年の新規プロジェクトが次々着工する見通しであり、中西部では良好な経済成長が続くと見られる。

しかし、2010年には国内要因による流動性が安定的に増加すると同時に、海外要因による流動性が増え始め、地域別の経済成長に新たな調整をもたらしかねない点は軽視できない。主に銀行の新規貸出が流動性拡大を支えている場合、銀行貸出の比較的多い地域には十分な流動性があり、大型インフラプロジェクトが増え続ける中西部は先手を取りやすい。但し、外部流動性が再び流動性供給の大きなチャネルとなった場合、外資・対外貿易の比重が大きい沿海先進地域が、再び流動性のサポートを得て、新たな成長の原動力を得ることになる。

#### 4. 戦略的新興産業

戦略的に重要な新興産業には、新エネルギー、新素材、ライフサイエンス、バイオ製薬、情報ネットワーク、宇宙海洋開発、地質調査等が含まれる。世界規模の金融危機の進展した過程をみると、金融危機が本当に終息したかどうかは、成長を牽引する新興産業が形成されたか否かが判断の目安とされる。米国などの先進国も、この点を充分認識しており、低炭素経済、バイオテクノロジー、物流ネットワーク等の分野で、大規模な投資や研究を始めている。戦略的新興産業への大規模な投資が徐々に進めば、中国経済の構造調整や経済全体の発展にも大きな影響をもたらすことになる。

#### 5. 構造調整に向けた改革措置

##### 1) 要素価格改革等による構造調整の推進

構造調整の進展に伴い、経済体制の改革が求められる。まず、市場メカニズムによる資源価格と要素価格決定に向けた改革が必要になる。これには公共サービス価格の調整、要素価格改革、排出権取引の試行等が含まれる。中国では、かつて低価格競争、実際には、過度に低く設定された資源・生産要素価格に依存した製品の競争が一部で生じ、資源の浪費に直結した。つまり、要素価格の改革の目的は、柔軟な市場メカニズムと価格シグナルによって資源・要素の真の需給関係を示し、市場の需給関係を調整することである。次に、国有企業や独占企業の改革が必要になる。この目的は、大型国有企業、中小企業、民営企業間の公平な競争環境を作り、経済構造モデルの改善をより効果的に推進することである。このほか、財政・税制度や金融体制の改革、国民所得分配の改革等、多くの改革が構造転換の重要な力点となる。

##### 2) ジレンマに陥る不動産業界

構造転換において、不動産業界は非常に重要な業界である。現在、不動産市場は大きな注目を集め、また議論の的にもなっている。実際、現在の景気回復期において、不動産業界は微妙な

局面にあり、政策担当者は非常に難しい選択を迫られている。

一つは、不動産市場の実体経済を牽引する作用をいかに発揮させるかである。不動産業界は経済成長に大きく役立ってきた。そして、マクロ経済政策が徐々に正常化する一方、新たな経済成長分野も現れない端境期において、不動産市場は経済成長を維持する役割を担っている。

その一方で、中国主要都市における不動産取引件数や価格水準は既に 2007 年のピークを超えている。不動産は、民生問題に関係し、また、資産バブル崩壊がもたらしかねない金融システムリスクの増大といった問題とも密接にかかわっている。1999 年の不動産制度改革から 2005 年までの間、中国の不動産は実用品の特性を備えていた。しかし、2005 年以降、特に 2009 年には、新規着工件数、価格、販売と銀行貸出等の金融指標との相関が強まった。つまり、不動産が典型的な金融資産の特質を持つようになり、住民にとって資産配分上の重要な選択肢の一つになっている。不動産の実用品・投資対象としての特性とそのまま影響をいかに把握し、また、中低所得層や賃金・給与所得層の住宅問題をいかに解決するかが、構造調整問題の一つになっている。

## Ⅳ、ポスト金融危機時代のグローバル化

中国経済の規模が急速に拡大する中、中国の政策決定者や企業家は中国経済を見通す上で、世界経済の動向にもより大きな注意を払う必要がある。また、中国経済の動向も、世界経済に対してこれまでよりも大きな影響を及ぼすようになるだろう。こうした点から、中国はポスト金融危機時代におけるグローバル化の進展に強い関心を払う必要がある。

### 1. ポスト金融危機時代は中国の資本形成・資源確保の好機

金融危機は世界経済に大きなショックを与えたが、中国経済は強力な景気刺激策や経済発展モデルの転換に後押しされて急速に回復している。投資規模や新規貸出等はいずれも非常に力強い伸びを示している。ここで、もしも先進国の景気が好調であれば、中国経済の急速な成長によって、世界の資源に対する需要も必然的に強まるため、多くの摩擦の火種となりかねない。しかし、実際には、金融危機時に中国は都市化推進のために資本形成を加速したものの、先進国の景気が低迷していたために大きな摩擦は生じず、中国経済にとっては資源確保の好機となった。むしろ、中国は都市化の加速によって内需を拡大し、世界の資源需要を刺激し、世界景気回復をもたらす一大要因となったのである。

2010 年以降も、世界経済は低迷状態が当面続き、資源価格も比較的低い水準で推移すると見られることから、中国が都市化を加速するには好機となる。最近、ジョージ・ソロス氏は香港での講演で、金融危機は米国に最も大きな損害を与え、中国に最も大きな利益を与えたと指摘している。確かに、金融危機が始まってから現在までの間に中国が受けた損害は比較的小さかったが、利益の大小の判断は、ポスト金融危機の時期にチャンスを十分に活かし、優れた布石を打てるかにかかっていることから、後の時代にゆだねるべきだろう。大まかに言えば、戦略的な展開は、以下に挙げるいくつかの方向から進めることができる。

- ① 資源の確保：中国で都市化を加速するためには、都市化の加速による需要に基づいて、世界の資源を確保して配置していく必要がある。
- ② 世界の産業連鎖やバリューチェーンにおける中国の地位向上：金融危機の時期に先進国の市

場から去った利益率の低い技術や企業、ブランド等を見ると、中国市場では依然として成長が望めるものも多い。グローバルな分業体制における産業連鎖の中で中国の地位を向上させる技術や製品は、中国市場においてもなお大きな潜在力が見込まれる。長い間、中国の企業は加工・製造段階の中間あるいはローエンドに集中してきたが、金融危機が落ち着いたこの時期こそ、製品、技術、ブランドおよび資源を整理統合する好機であり、また、世界の産業連鎖の中で中国企業の地位を向上させる好機でもある。

- ③ 新興産業の振興：金融危機後、中国はいくつかの新技术の領域で世界のトップクラスの仲間入りをする公算が大きい。中国の加工・製造能力は高いため、新エネルギー等の新興分野では、より優れた成果が見込める。同時に、新興産業重視の姿勢を取ることで、中国企業が海外の技術・企業を買収する際、世界の産業動向をよりの確に把握できるようになり、次の景気サイクルの中で淘汰されていく産業での買収を避けることができる。

## 2. 国際ルールの学習と適応、策定への参画機会の拡大

金融危機に際して、中国経済の好調が幅広い注目を集めているが、中国の政策担当者は現在の発展状況を冷静に見つめている。経済規模から言えば、中国経済はまもなく日本を抜いて世界第2位の経済大国になろうとしている。このため、今後、中国の企業家は世界市場や国際ルールをさらに重視する必要がある。また、中国の企業家はこれまでのように国際ルールに対して受け身で学習・適応するばかりでなく、ルールの策定により多く参画することも必要になっている。

## 3. 米国の貯蓄率上昇に対する過度の悲観は不要

経済政策の視点からみると、中国と米国では、金融危機に対して対照的な反応が見られた。例えば米国ではデレバレッジ、貯蓄率の向上、消費の減少等が進む一方、中国では再レバレッジ、貯蓄率の低下、消費の拡大、輸出依存度の低下等が進んだ。

この意味では、米国の貯蓄率の上昇幅は、中国の輸出が受けるダメージに直接影響する。米国民の貯蓄率が大幅に上昇し続ける場合、中国は輸出の大幅調整に対する備えが必要になる。これは、過剰な輸出品生産能力の移転または解消等の措置も含んでいる。しかし、趨勢を見ると、米国民の貯蓄率上昇について、過度の悲観的観測は不要である。2009年以降の米国民の貯蓄率の動向を見ると、米国景気が急速に悪化した2009年前半に一時7%に達し、グリーンズパン氏がFRB議長に就任した直前の8%前後に迫る勢いとなった。このため、2009年前半、中国の輸出は非常に困難な局面を迎えた。しかし、現況を見れば、消費者金融の発展が金融システムにとって一つの進歩となっており、もはや米国民の貯蓄率を10年余り前の水準に戻すのは難しいことがわかる。米国民の貯蓄率は2009年前半に7%に達した後、再び下降し、現在は4~5%の間で推移している。さらに、米国市場の主流の見方によれば、2010年に貯蓄率は3~3.3%まで低下する。米国の消費者が貯蓄の一部を切り崩して新たな消費に充てた場合、中国の輸出は予想外の回復を遂げる可能性もある。

以上の分析は、2010年の中国の経済成長が比較的穏やかであることを示唆している。マクロ政策は徐々に正常化していこう。一方、金融危機への対応過程において、中国経済には新たな動きが見え始めた。中でも都市化の加速を通じた内需拡大の政策路線が中国経済の成長構造に大きな影響を及ぼすことは間違いない。最後に、世界経済に対する中国経済の影響力の拡大が、中国経済に新たな成長の余地をもたらしたことも、充分認識しておくべきだろう。

## 著者紹介

### 巴 曙松 (Ba Shusong)

国務院發展研究センター金融研究所 副所長。

1999年中央財經大学博士号取得。中国銀行杭州市分行副行長、中国銀行香港有限公司リスク管理部総経理補、中国証券業協会發展戦略委員会主任などを歴任。2003年8月より現職。著書に『中国貨幣政策有効性の経済学分析』、『金融的江湖』などがある。

- ・ 国務院發展研究センター (DRC) は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、發展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会發展、市場流通、企業改革と發展、金融、国際経済などの分野で、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research