

【特集】中国のニューノーマル経済：問題と挑戦

## 中国経済はどこへ向かうのか？

張 軍

(村上 直樹訳)

彭先生は先ほどとてもすばらしい報告をしてくださいました。それは経済学者に非常に多くの思考の機会を与えてくれるものです。その中で教授が提起した問題の一つは中国は本当に運がよかったのかというものです。それは次のようなことです。過去5年間に人口ボーナスが消滅し、中国経済もちょうどこの時期に減速し始めたので、そんなに多くの労働力は必要なくなったのではないかという問題です。私の答えは、一定の関係はあるはずですが、それほど大きな関係はないというものです。

本日私は実際皆さんと一つの問題、すなわちなぜ2012年以降中国経済にはとてつもない転換が生じているのかという問題を共に考えようと思います。この変化は発生当初から多くの経済学者を困惑させてきました。現在は5、6年が経過していますが、我々は今になって徐々に一つの認識を持つようとしています。この経済の転換は実際相当程度政策の転換によるものです。2012年の中国共産党第18回党大会以降、政治的指導者たちはとても賢明なことに果敢に経済発展の方式と政策を調整しました。経済発展の方式について我々は20年に亘って論じてきました。呉敬璉教授がほとんど毎回発言するたびに、我々はこんなに長く議論しているのに、一向に変わらないと嘆いているのを思い出してください。現在、2013年に始まったようですが、状況に根本的変化が生じています。私は本日この方面の状況について皆さんと共に考えることにしたいと思います。話の全体は私が学生と共に進めている未完成の3つの研究に基づいています。私はそれらを整合的に結びつけて議論します。

本日の報告テーマの英語の題はジョセフ・スティグリッツ (Joseph E. Stiglitz) による一冊の本、非常に初期の一冊、「Whither Socialism」(「社会主義はどこへ向うのか」) からとっています。実際、これは非常に興味深い英文です。私は過去数年間、先ほど彭教授が講じたように、経済は不断に減速していると感じています。2012年以前の10年間、中国経済は年平均10.2%の実質経済成長を遂げてきました。しかし、2012年を過ぎて成長は鈍化し始めました。我々は石段を下りていると称しています。一段、一段と降りて、現在は基本的に6.5%前後です。

非常に興味深いことに、正に2012年というのは温家宝政府の最後の一年で、温総理は政府活動報告の中で中国経済の成長は8%を下回ることにはできないとまだ強調していました。8%は以前から中国政府の一つのレファレンスポイントでした。自転車で走るのに似て、安定して走るには最低速度が必要で、さもないと倒れてしまいます。ですから、当時我々は8%はかならず達成しなくてはならないと言い続けてきました。この8%が実際、実質GDPの成長率なのです。しかし、實際上2013年に新政権が誕生して以来、活動報告に8%という数字は現れなくなりました。李克強総理は成長区間という概念を提起し始めたのです。私は2013年に「克強経済学」という文章を書いて、この変化について述べたのを覚えています。現在基本的に3年連続で政府活動報告では成長目標を6.5%前後と定めています。

昨年末多くの記者が私に2018年の政府活動報告のGDPの成長目標はどのくらいになるか予

測してほしいと言ってきました。私は当時即座に6.5%でしょうと答えました。なぜなら基本的にここ数年の数字がそのようなものであったからです。しかし、皆さんを困惑させる問題は、なぜこのような変化が生じたかということでしょう。この変化があったため、我々は冗談で、現在第一線の経済学者は基本的に失業してしまいます。なぜなら毎年6.5%であって、予測は余計になったから、と言ってきました。目標が変わらないだけでなく、毎年なんとか達成されている。基本的に6.5%程度が毎年実現している。皆さんは他の指標も見てください。CPIの目標値は3%、3年連続で3%と定められました。実際にはおよそ2%で、目標より低い値です。つづけて、税収指標、M2の指標、信用貸付の指標を含む他の一連の指標も基本的に変化していません。そこで、ある時我々はいったいこれらの数字に問題があるのか、それとも現在は計画経済であるか?と論じてきました。一切のものごとがともうまくコントロールされているので、最終的に公表されるデータはその年の目標値に十分近いものになっています。

しかし、最近、少しずつ変化の兆候が表れ始めてきました。すなわち、これらの指標の中に達成できないものが出て来たのです。私は今日の朝プロジェクト・シンジケート (Project Syndicate) 上に発表した一篇の短い文章でこのことに言及しました。そこには上海の昨年の名目GDPの成長率が実際すでにマイナスに転じていることが含まれています。現在、我々の9つの省がマイナス成長です。こうした現象は数年前には想像もできないことでした。これまでの状況は中央政府が8%の目標を定めると、省レベルの目標は10%前後、市レベルではおよそさらに2%ほど高く設定されました。すなわちその時期には中央の成長目標は実際のところ最低ラインで、それはまた奨励効果を持っていました。地方が指標をさらに高めるのを奨励していたのです。最高の場合には6-7%ポイント高めることもできました。かつ実際に地方は目標を達成し、それを超過しました。したがっ

て中国における過去30年に亘る高度成長の背後には非常に興味深いメカニズム、おそらく上から下まで、中央による地方行政官に対する評価メカニズムが働いていたのです。それは政治上の選挙権大会と呼ぶことができます。

ですから、たとえ温家宝総理が何年も続けて8%と言っても、実質GDP成長率は平均して10%に達し、名目GDP成長率は15-16%であったと思われます。これが中国の高度成長の軌跡にはほかなりません。実際、それは各地方段階で中央政府の成長目標をさらに高めたことにより実現したのです。当然その過程では終始総需要による裏付けが必要です。そこで地方は中央政府の成長目標を超えるために、地方の需要水準を中央政府の目標を実現するだけでなく、彼ら自身の目標水準を超えるように高めなくてはなりません。このように、需要要因は中国の経済成長にとって非常に重要になりました。言い換えると地方が上級政府の設定した成長目標を超過達成したいと思うなら、地方は必ず成長を支える需要の源泉を見つけなくてはなりません。我々は皆、この需要は通常インフラ投資によって満たされるということを知っています。

現在、この地方の投資需要は政策によって抑制されていますから経済成長は当然緩慢になるでしょう。しかし、たとえ成長はすでに2段階低下しているとしても、皆さんがもし我々のその他のいくつかの指標 (たとえば一日当たりの登録企業数) を見るとそれらは依然とても速く成長しています。さらに、我々の最低賃金を見てください。毎年上昇しています。全体としての賃金水準も上昇しています。我々の失業率はとても低く、ここ何年間、基本的に上昇せず横ばいです。最近2年間我々の登録失業率と調査失業率は幾分下がっています。

我々は皆、マクロ経済学における一つの標準的モデル(我々がオークンの法則と呼ぶモデル)によると失業率とGDP成長率との間には非常に安定した統計的關係があることを知っています。オークンの法則に従うと、もし、GDPがこのように石段を下ったなら、失業率は上昇す

るはずですが。しかし我々は実際この数年そのような関係が現れていないことを知っています。

国家工商総局のデータによると2017年の第1四半期、新しく登記された企業数は継続して比較的速く伸びている。第1四半期の新登記企業は125.5万社で前年同期比18.0%増加し、一日平均新登記企業1.4万社を維持している。内資企業に比べて、外資企業の増加は穏やかである。ニュースとしてしばしば報道されているのはこうした数字であり、自営業についても同様である。産業を見ると第三次産業の登録企業数は最多で、90%を占める。これは国家統計局が公表したデータで、少し計算すると、以下のことが一層はっきりする。2010年以降、5年ごとに移動平均をとると、2011年-2014年の平均の変化は興味深い。もし皆さんがこの2つの時点を比べるなら、製造業とサービス業の就業者数の伸びがちょうど完全に逆転している。すなわち、この間、サービス業の就業者数の増加率が高くなっている。毎年平均4%を超えています。それ以前は製造業の就業者数の伸び率が最も高かった。つづいて、我々は就業弾力性を計算すると、2012年以降、サービス業の1%ポイントの産出増が吸収する就業者数は急速に上昇し、製造業については下降している。これは一つの非常に顕著な構造変化です。それでは、この現象をどう解釈できるのでしょうか。人口における変化はこの現象を説明できるでしょうか？できないはずですが。確かに、一つの一致が見られます。なぜなら我々の労働年齢人口は2012年前後に最高に達しているからです。しかし、これは因果関係を示すものではありません。就業構造の変化は政策と関係がある。李克強総理が就任してすぐ発表したその年の都市部の求人数の増加は900万人でした。現在すでに1300万人まで増加しています。今年の目標は1100万人、去年は1300万人でした。言い方を換えると、この数年経済の成長速度が落ちているため、我々の就業状況はやはり非常に厳しく、政府の就職機会創出の目標は高められている。この目標にはまだ都市の農民工が帰郷する部分は含ま

れていません。主に含まれているのは毎年労働市場に参加する大学生、あたらしく増加する農民工、企業から解雇されたり、一時帰休扱いになった労働力です。

当然、もし我々の労働年齢人口の増加速度が速いと、この就職状況はさらに厳しさを増します。ですから、オークンの法則が当てはまらないということに対する解釈の助けになるのは、サービス業がより多くの就業者を吸収しているということです。たしかに中国経済のこの数年の変化はサービス業の比率の上昇と関係があると言えそうです。唯一私を困惑させるのはこの構造変化がなぜこんなに急速に進んでいるかということです。

我々はサービス業による職業創出上の変化は緩慢というものではなく急激なものであることを知りました。この点は政府による就業促進政策と結びつけない限り、理解し難いことです。中国では、政府は就業の安定を確保するため、大量の就業促進政策を打ち出しており、この政策は短期間に非技能労働集約的なサービス業の比率を高めました。この結果、非正規就業部門が顕著に拡大しています。これが真相です。

それでは、なぜ、新しい指導者は従来の成長モデルを放棄したのでしょうか。ある人は過去の4兆元の景気刺激政策が中国経済に重大な問題を引き起こしたからと言います。それはまず債務を押し上げ、つづいてマクロ経済のレバレッジも引き上げました。しかしこれらは時間とともに解消されるものです。朱鎔基の時代にも比較的深刻な債務問題がありましたが、やがてこの問題は解決されたと思います。しかし、朱鎔基がこの問題を解決できたことの鍵は彼が幸運にも経済の持続的成長を支えるもう一つ別の需要の源泉を見つけることができたことにあります。それは住宅政策の改革と都市の住宅市場化の推進です。不動産市場の拡大が中国における10年の長さに及ぶ高度成長を支えていたのです。

実際、需要の繁栄はいつでも経済の繁栄の原因です。中国も例外ではありません。ハーバー

ド大学の経済学者、米国の前財務長官ラリー・サマーズ (Larry Summers) は講じています。不動産の繁栄が2003年から2006年までの米国の経済成長を支えていたと。不動産の繁栄によって、それ以前には経済の衰退を経験していた米国経済が再び繁栄期を迎えたのです。この前の衰退は IT バブルの崩壊によるものでした。言い換えると、この前の IT バブルが米国の当時の成長率を押し上げたのです。見てわかるように、経済の景気循環が出現するのは需要要因が非常に不安定だからです。需要の出現と終息、不動産かもしれないし、技術革新かもしれない、いつも1つの周期があるのです。しかし、中国の指導者は需要の抑制を通じて経済的繁栄期がもたらす問題を解決しようと決心したのです。我々の指導者は2013年に中国は今後新常态 (ニューノーマル) に入るという考えを提起しました。新常态とは過剰な投資需要と資産バブルを形成させないということに他なりません。経済成長の一層の加速を支える需要の源泉がないため、結果として現在はこのような局面に変わっている。毎年の成長率はほぼ同じで、基本的に6.5%前後です。

したがって、李克強総理は就任後口調を改めました。温家宝総理は8%と言っています。しかし李克強総理は「我々はもう大量の水を注ぎこむ景気刺激はしない」と言っています。この言葉は實際上、緩和的な貨幣信用政策に支えられた需要の拡大はもうできないということです。過去40年を回顧すると、私は需要が経済繁栄のけん引力であることを示していると感じます。これは我々の経済成長のパラダイムであります。中国もそのようであり、私は日本は更にそれが当てはまると思います。米国も例外ではありません。先ほど彭先生が述べた90年代の不動産バブルも速すぎる需要増加が生み出したものです。都市化の初期はやはり需要の拡大を伴います。オリンピックさえ一つの需要拡大と言えるでしょう。私はかつて冗談で次のように言いました。ソウルオリンピック後、韓国の経済は下降しました。東京オリンピック後、日本経済も

下降するでしょう。北京オリンピックは2008年に終わりました。我々の経済も下降しています。ですからオリンピックは1つの原因に見えます。たぶんそれには理由があります。オリンピックは1つの巨大な投資拡大を意味します。一旦巨額の債務を返済しなくてはならなくなると、需要はまた急速に縮小します。必ずそうなります。私は先進国でもそうなると思います。

国民が確かな需要拡大の機会を持っている時代、たとえば、国民の1人当たり GDP が低く、都市化率も低い時には大規模なインフラ建設をすることには大きな問題はありません。それはバブルを生み出すかもしれませんが、政府はそれをうまくコントロールすることはできませんので、市場はそれを増幅する反応を見せるでしょう。しかし、このバブルが取り払われた後、それはほんとうに経済の労働生産性を押し上げるでしょう。基本的なインフラ設備もそのようなものです。TFP、すなわち全要素生産性は上昇を続けるでしょう。たとえ、それは顕著に順周期的、すなわち、経済成長が速い時にはTFPの上昇率も高く、その逆も成り立つ、としても。これはマクロデータを用いた推計でそうであるのみならず、ミクロデータを用いた推計でもそうです。我々はそれはやはり景気循環が持つ特徴であることを知ります。人によってはTFPは逆算であるからという理由でTFPという概念を好みません。

経済が不調のとき、生産要素の投入の速度は生産の増加速度より速く、生産の減少は投入の減少より速い。企業は生産の減少に見合うような速度で従業員を解雇することができないからです。したがって、経済の下降局面でTFPを計算すると、ほとんど成長していないと計算されることとなります。

最近、多くの人々が先進国について改めて考えている。金融危機はなぜ2008年にまた起ったのか、彼らはこの問題を改めて考えているのです。多くの人、例えば英国のアデア・ターナー卿 (Lord Adair Turner) が出した『債務、さもなくば悪魔——ヘリコプターマネーは世界を救

うか？』（訳注：日本語版は高遠裕子訳、2016年、日経 BP 社刊）という本がこのことを取り上げています。最近 BIS（国際決済銀行）のような機関でも多くの論文がこれを議論しています。この面において彼らは一つの基本的結論に達しています。信用の長期的な成長は生産性を改善する反面、資源配分を歪めるリスクを発生させる。この両者は発展段階の違いと経済体の違いによって相対的重要性が多少異なります。

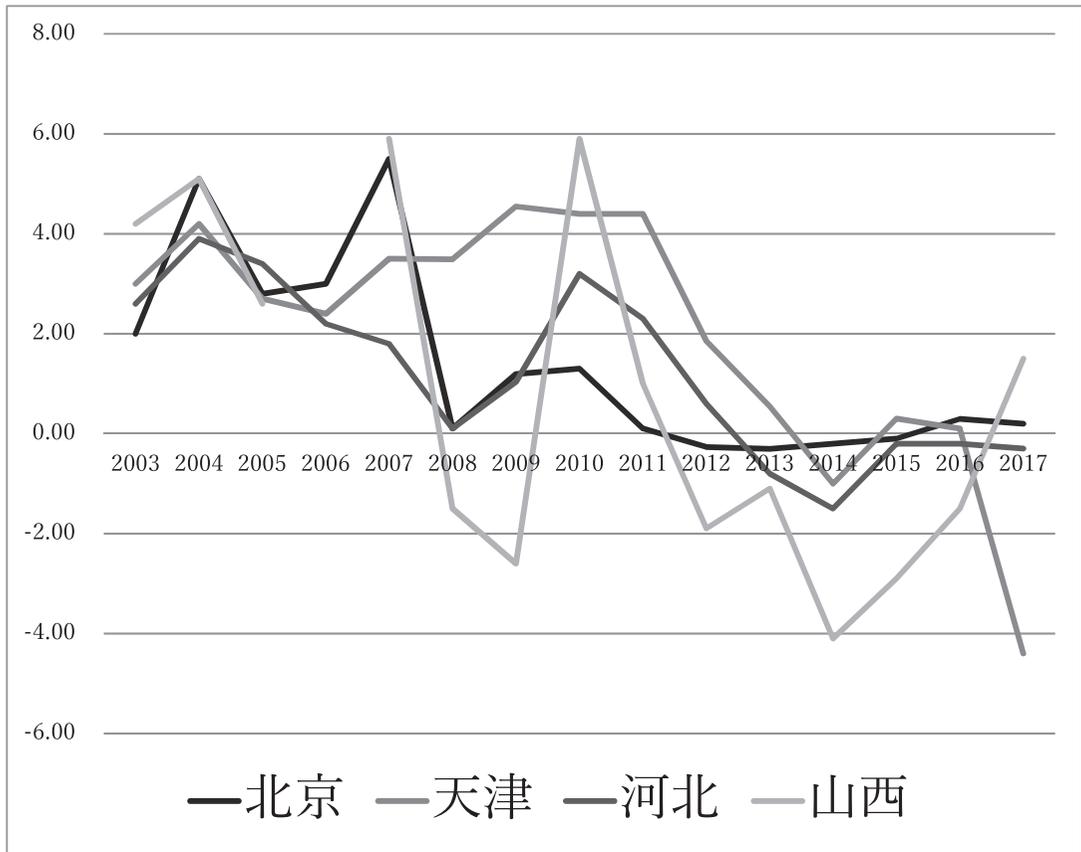
中国の現在の指導者および多くの経済学者はいま次のような共通認識を持っている。信用拡大は資産部門に資源を過大に配分し、短期的には経済繁栄をもたらすかもしれないが、長期的には生産性に対してマイナスに働くと。したがって彼らは一貫して我々はこのような方式と決別しなくてはならないと言っているのです。しかし、実際にはずっとそれができなかったのです。今回 4 兆元の政策の影響は非常に大きく、比較的大きな後遺症が見られるので、ようやく成長モデルを改変する決心をしたのです。2008年の政策は確かに尋常なものではありませんでした。中国経済は2002年から2007年までの間すでに過剰投資と経済の深刻な過熱状態にありました。ですからもし 4 兆元の刺激政策がなかったなら、中国経済は2007年以降実際下降するはずで、貨幣政策は引き締められ、経済成長は反落したはずで、2007年秋の米国のサブプライムローン危機があったため、2008年11月に国務院は 4 兆元の政策を打ち出して外需の反落を補おうとし、結果として本来縮小するはずであった経済が逆に一層拡大したのです。

2012年と2013年は中国の指導者の交代がありました。その後、政策の大きな変化が発生しました。それは以下の内容を含みます。第一に、ごくわずかな景気刺激、貨幣市場の中立性、需要を刺激しない政策である。第二に、地方行政官に対する奨励を変え、地方行政官に対する GDP 評価のプレッシャーを弱め、それに代わって地方の二酸化炭素排出と貧困脱出を評価項目に含める。私が先ほど述べたように、これまで中央政府の地方行政官に対する評価項目は経済

成長でした。それゆえ一つの増幅反応を導いたようです。つまり、中央政府の成長目標は省市といったレベルで常に増幅されたのです。現在こうした行政官に対して無理をさせるような奨励は弱めなくてはなりません。第三は金融の秩序回復です。金融の嵐は一貫して持続し現在に至っています。新しい資産管理条例および銀行に対する簿外業務の簿内化、シャドバンクと P2P に対する制限など、これはみなレバレッジを取り去り、信用の拡大と金融リスクの累積が過大となるのを抑制するものです。第四は資産部門の投資機会を抑制することに他なりません。家は住むためのものである、と習近平主席はすでに言っている。不動産を投機目的で転売してはならないと。実際、目下中国の資産部門で最大の項目は不動産である。家計の金融資産中、70%は住宅である。以上のような大きな変化は既存の成長方式に別れを告げることを示す比較的重要な風向計である。

この次頁の図表 1 についてお話することは最も興味深いと思います。これは我々が最近行った別の研究によるものです。実際我々は市レベルについて同様の図を作成することができますが、そのデータはまだ出ていませんので、今後作成します。しかし省のデータは出ています。この図の縦軸は各省・直轄市が年初に策定した経済成長目標と年末に達成した実際の GDP 成長率との差を示しています。すなわち、もし、実際の GDP 成長が成長目標を下回っていたとします。あなたが 8% と定めたのに、実際に達成できたのが 7% だったとします。目標を 1% ポイント下回ったのです。つまり、この線は 2 つの成長率の差を表します。見てください。2012 年以降、この差は 0 に十分接近しています。ある省においてはすでにマイナスの値となっている。つまり年初に設定した GDP の成長目標を達成できていない。こうした現象は以前には想像もできなかったことです。この新現象に対する最もありうべき解釈は 2012 年以降地方政府が成長を追求することに対する中央政府による奨励が大きく弱められたからというものです。

図表1 GDP成長率の目標値と実現値の差(%ポイント)



それ以前の増幅反応は徐々に消失しました。この増幅反応が一旦消失すると、中央政府が6.5%の成長目標を定めた場合、省レベルの成長の平均も6.5%前後となります。実際、2013年以降省レベルで見ると、そのGDP成長率はかれらが年初に設定した成長目標とすでに差がなくなっており、十分に0に接近しています。この変化の背後には新しい指導者がすでに地方行政官に対する単一任務の評価から多種の任務の評価への転換を開始したことがあります。

最近中央は明確に3つの内容を持つ陣地攻撃戦の概念を提起しました。第一は金融リスクの防止とコントロールで、リスクを産み出してはいけません。これはベースラインと呼ばれます。システミックリスクを発生させないというベースラインを守らなくてはなりません。これは地

方行政官の最優先目標となりました。第二は貧困救済目標、貧困人口の減少目標です。第三は環境保護目標です。この3つの目標がGDP成長目標に取って代わったのです。あるいは次のようにも言えます。地方政府の目標関数のうち少なくとも前二者のウェイトはすでにGDP成長目標のウェイトを上回っています。

この変化以外に、実際一つの傾向があります。それは省レベルと市レベルで、2013年以降、彼らの成長目標が一貫して下げられていることです。次のように言えます。地方政府は一方では彼らの成長目標を引き下げ、同時に彼らの実現した成長率はまた、彼らが引き下げた目標に十分接近しているのです。この目標を増幅することを望んでいません。大多数の省と市はこのような傾向にありますから、結果として皆さんは

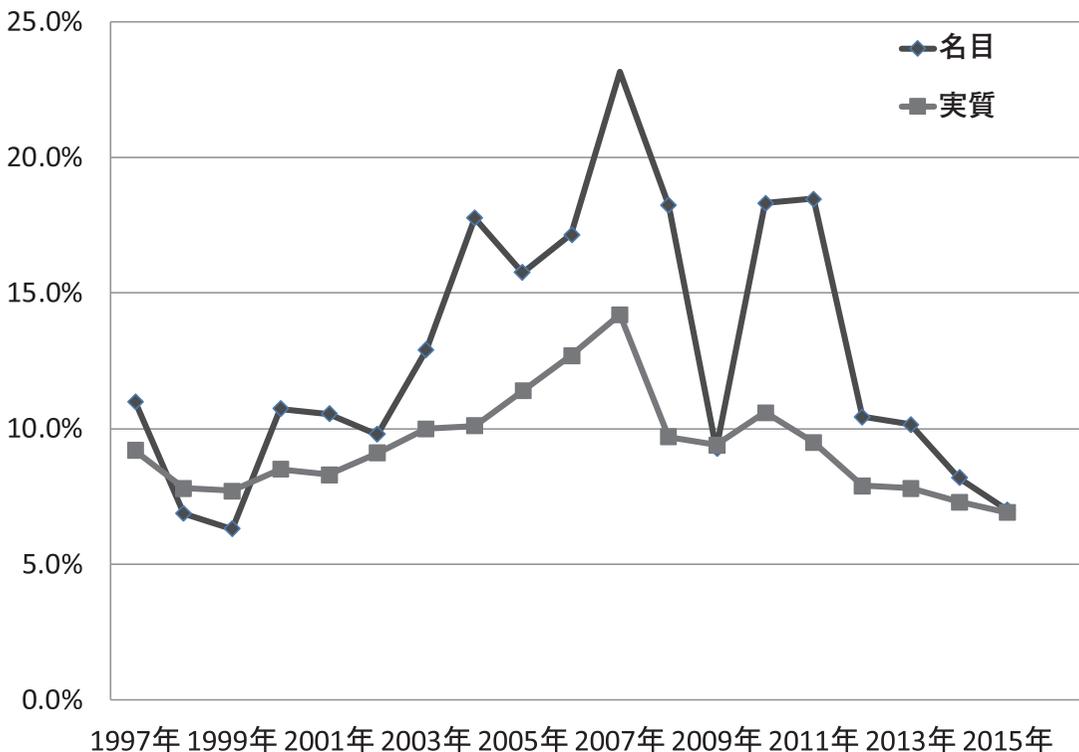
2013年以降中国の実質 GDP 成長率が明らかに下がっているのを発見するのです。

現在皆が議論しているのは中国の潜在成長率はいったいどの程度なのかということです。多くの人は中国の成長率はすでにその水準まで下がっていると考えています。潜在成長率に関して、我々はさらに進んだ推計方法を持っていません。我々は最近一篇の論文を発表しました。それは相対的収入の収斂仮説に依拠して中国の潜在成長率を推断しようというものです。我々は日本とアジアの四小龍（NIES）を参考として、彼らの1人当たり収入と米国のそれとの格差の縮小過程で成長が速まったことがわかります。このことから中国と東アジア経済を比較して、中国は今後も大きな成長空間があることを知る。これは一つの方法である。第二の方法として我々は生産関数を用いて推計した。ただし、これは数多くの仮定に基づいており、この方法が実際最も望ましいとは言えません。

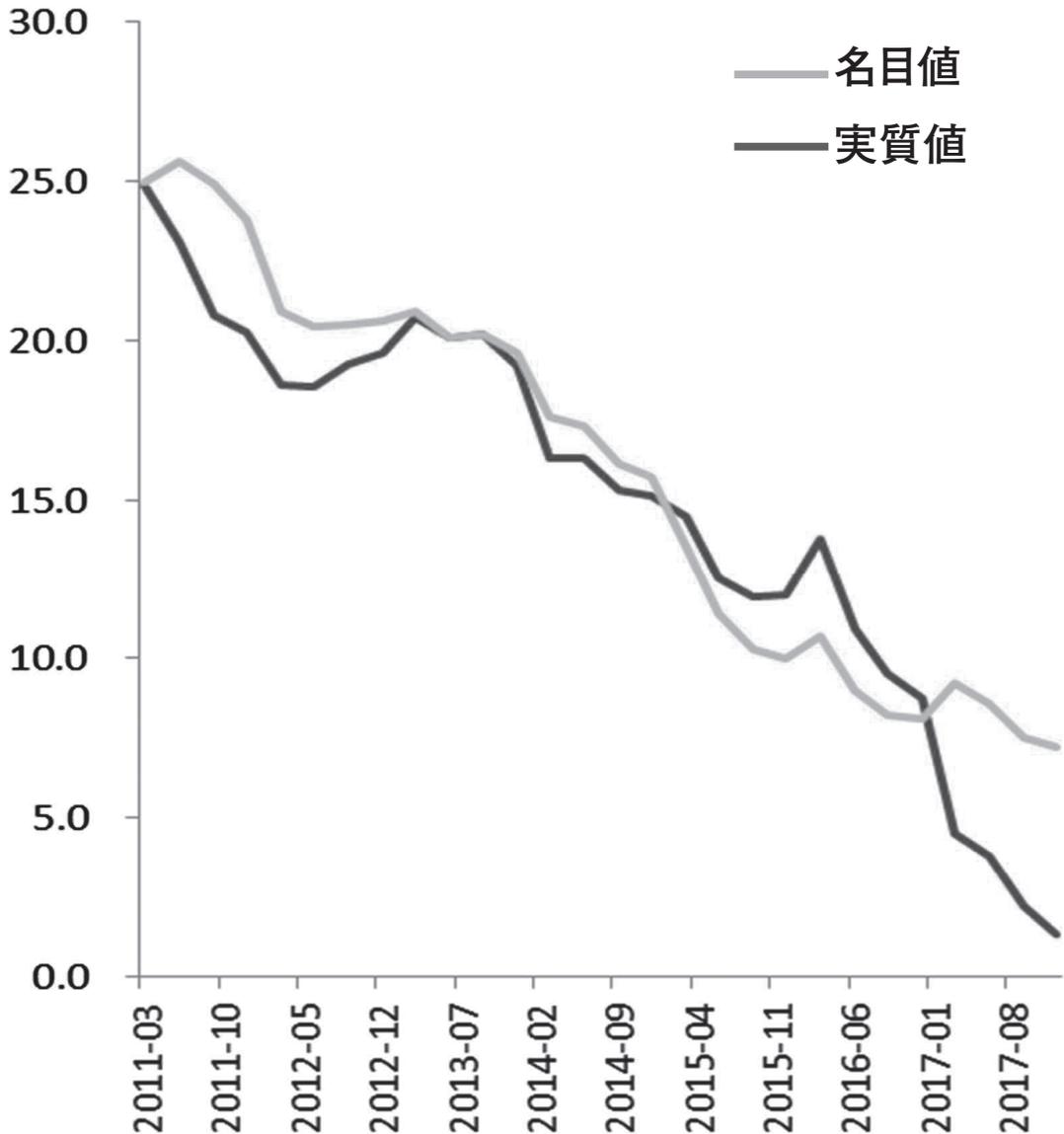
別に私が最も簡単で直観的な方法と感じるのは名目 GDP と実質 GDP の関係に注目するというものです。もし、名目 GDP 成長率をさらに引き上げてもインフレ率があらかじめ設定した目標を超えていないなら、潜在成長率も高まっていることになります。この時、潜在成長率は実質成長率に一致しています。中国は現在実質 GDP 成長率が持続的に低下して、二けたから8%に、その後8%を下回り、さらに6.5%まで低下している。ただし、このことは潜在成長率がすでにここまで低下していることを表しているわけでは決してありません。中国の名目 GDP 成長率が実質 GDP 成長率に比べてより急速に下降しています。これはインフレ水準が実際反落しており、高まってはいないということを説明しています。この理由により、私は中国の現段階の潜在成長率は現在の実質 GDP 成長率を上回っているはずだと考えています。

さらに見ると、ここ数年来中国の固定資本投

図表2 中国経済：名目及び実質 GDP 成長率（1997-2015）



図表3 固定資産投資累計（完成額、前年同期比）



資は非常に速く減少している。現在は一桁の成長率です。図表3の名目値、実質値とも趨勢は同様です。ですから、製造業分野において、デフレ現象は過去5、6年間、非常に顕著です。以前の温家宝政府あるいは朱鎔基政府のころ、こうした状況は容認されませんでした。ほとんどすぐに拡張的政策がとられ、投資を引き戻したのです。しかし、ここ数年はこのような現象を容認しています。そこで一つの問題が出てき

ます。もし政府がこの現象を容認するならば、政府は必ず新たな就職機会を見つけなくてはならない。なぜならこうした状態は経済が大量の労働力を放出することを意味するからです。もし中央政府がこの問題に関して任務を引き受けても行動を起こそうとしないならば、かならず何らかの方法によってこの就業問題を解決しなくてはならない。これは冒頭で述べた一つの現象に戻ることです。中国は実際上大量の就業創造

を奨励する政策を打ち出しています。基本的にサービス業に依存して転換過程で出現する失業人口および毎年新たに増加する就業人口を吸収しようとしているのです。

私は李克強総理が就任一年目に雇用増の目標を都市の新増加就業者900万人に定め、やがて1000万人に増加させ、さらに1300万人まで増やしたことを覚えています。これらは中央政府の活動報告で言及されている目標で、雇用増は優先順位の第一に置かれている。

現在我々の経済は基本的に三本の線がよく描くことができる。その線とは名目成長率、それに実質 GDP 成長率、第3番目の線としていわゆるマクロ経済のレバレッジ、すなわち M2 と GDP の比率である。この M2 と GDP の比率を見ることはとても興味深い。これは M2 が分子、名目 GDP が分母という比率ですから、名目 GDP 成長率が下降しても、M2 はそれほど減少しないなら、この比率は低下しない。したがってレバレッジを取り去る政策は分子の M2 を減速させるだけではだめで、M2 が分母である名目 GDP の成長率にどのような影響を及ぼすかに注目しなくてはならない。もし M2 を減少させても、それが名目 GDP をさらに速く減少させるとしたら、このレバレッジ率は低下しない。現在鍵となるのは M2 の成長がインフレをおだやかに進行させる、たとえば3%にすることができるかということである。そうすれば名目 GDP の成長は加速することになる。名目 GDP が M2 に比べて速く伸びてはじめて、レバレッジ率は低下する。2017年の状況はやはり相対的に悪くなかった。GDP は6.9%の実質成長率を実現した。輸出は比較的好調で、投資もある程度拡大し、レバレッジ率も低下の兆しが見え始めたからである。こうした理由から、昨年ある投資銀行のエコノミストが中国経済はついに循環を取り戻したと宣言した。おそらく新しい循環かもしれないが。

実質 GDP 成長率を7%近くに保ち、名目 GDP の成長率を10%を超える程度に保てば、信用貸出の成長率と接近する。この時期マクロ

のレバレッジ率は比較的安定するであろう。こうした状態が望ましいと私は考えており、こうした状態を実現するようなマクロ経済政策を採るべきだとの報告と提言を行った。名目 GDP の成長速度が M2 の成長速度を上回ってはじめて、改革を推進できる環境が整えられるのである。

皆さんご存じのとおり、改革は中国経済の長期的な活路です。しかし現在中国が提起している供給サイドの構造改革はやはり短期目標であり、主に生産能力の削減、在庫の圧縮、レバレッジの除去である。経済学者が提案する構造改革とはまったく違います。始まった当初、我々はみな供給サイドの構造改革とは何なのかよく理解できませんでした。私は当時呉敬璉先生が会議の席で供給サイドの構造改革に疑問を呈して、一部の経済学者はいつも新しい概念を創造して喜んでいると指弾したのを覚えています。先生は、改革は改革であって需要サイドと供給サイドの違いなどないと話されました。

それでは、中国は需要を抑制することで当面の問題を解決すべきなのでしょうか。私は中国経済の問題は需要の問題ではないと思います。あるいは投資の大きさの問題ではなく、投資の効率の問題だと思います。我々の基本的な特性は高い貯蓄率です。現在国内総需要を高めることはできない。輸出もまた課題に直面しています。これらに活路を見出すことはできません。實際上、ここで、もし資本が相対的に容易に流出するなら、我々にとって好都合です。資本勘定項目の開放は国内資本の誤った配分を矯正でき、私企業の融資コストを引き下げる助けとなり、投資効率を著しく改善できます。現在、国際収支の資本勘定は開放されていません。資本は海外へ出ることはできませんし、入って来ることもしません。資本の誤った配分はますます深刻になりつつあります。資本価格は歪みを被り、過大評価されています。資本価格はますます高く、誤った配分はますます深刻に、投資効率はますます低くなるという悪循環が形成されているのです。もし資本が開放されれば、

国内の住宅価格がこんなに高くなり、資本市場において投資家はますます理性的になり、P/E比も低下するでしょう。こうなってはじめて国内市場は投資価値と投資機会を備えるようになるのです。

現在、為替レートを維持するために、資本が流出しないようにまた投資が不動産に向かわないようにしており、これほど大量の資本がただ銀行に眠っていて経済全体が基本的に麻痺状態になっている。GDP 6.5%の成長を維持するために、中央は国有部門と政府インフラプロジェクトに対する投資をさらに拡大させている。これはすでにゆがんでいる投資と悪化した効率の問題を相乗的に深刻化させている。

私は日本の学生さんと友人の皆さんは誰もが中国政府が一带一路構想を推し進めていること知っていると思います。習主席は、我々はただ一つの国家戦略を持っている。それは一带一路戦略に他ならない、と述べています。彼はなぜ一带一路をこれほど重視しているのでしょうか。実際それは貯蓄の消化と関係があります。貯蓄は国内的には生産能力に他なりませんから、生産能力の輸出拡大は好都合ということになります。第二にそれは企業の海外投資を奨励することになります。そのうち半分は中国企業による先進国企業の買収であり、残りの半分は途上国経済への新投資です。海外投資もよいことです。少なくとも国内産業の高度化の助けとなります。

当然最も重要なのは金融開放、金融資本が国境を越えて流動することだと私は思います。それによってはじめて資本価格のゆがみを是正することができ、国内企業、とりわけ私企業に対してさらに多くの融資と投資機会をもたらすことができるのです。

最近私はいくつかの地方へ視察に行きました。皆がこぞって中国のここ数年のハイテク産業の発展はすばらしいと賞賛していました。例をあげると、華為以外にも、新しい科学技術に基づく経済を創るアリババがいます。つづいて我々は北京で会議に参加し、この問題を討論しました。米国人は今では次のようにも言います。ラ

リー・サマーズは会議で、歴史上、1人当たりGDPが米国のたった4分の1にすぎない国家が世界最先端の科学技術と科学技術型会社を保有できるということを見たことがないと言いました。

現在外国人は実際我々の技術的イノベーションを過大評価しています。実際、現在のアリババはすばらしい、その他のインターネット会社もすばらしい。これらはみな研究開発の周期が比較的短い、顧客に焦点をあてた(B2C)応用技術、あるいはインターネット技術による伝統的商業モデルの改良である。ハードな科学技術の方面、とりわけB2Bを対象とした分野において、中国の水準はまだ低く、先進国との間には大きな距離があります。我々はICチップを作ることはできません。航空機のエンジンもできません。設備製造業はまだだめです。我々はこのに来る前に上海自動車集団の一つの会議に参加しました。会議では中国の設備製造業はまだだめであるという議論になりました。自動車を製造する組立ラインの設備はすべて輸入です。これらは研究開発周期が非常に長い分野です。我々はまだだめです。現在比較的話題となっている分野は、みな需要が供給を超過している、研究開発周期が短い分野である。短期的な投資に依存しており、大規模な投資がそれをやり始める。あるときサマーズは次のように言いました。中国のエンジニアの人数は米国の5倍であり、毎年エンジニアが多く養成されており、さらに国内に膨大な顧客がいると。加えて我々の高貯蓄は行き場がない。いくつかの条件が重なって巨大な効果を産み出しています。しかし、それは他の分野におけるいくつかの欠点を覆い隠しているのです。

まとめると、私は中国共産党第18回大会以降に決定された政策は非常に大きな転換があったと感じています。中国の新しい指導者は既存の成長方式を変えたいと思っている。大規模な需要刺激をもって比較的早い成長を維持するという方法を放棄したい。そのために地方行政官に対する誘因方法を変えました。経済成長が不断

に増幅される政治的選手権大会の中で実現されるということを希望していません。続いて、供給サイドに注意を転じ始めました。金融資源を再び中央、体制内に集中し、中央が低効率の成長をコントロールしようとしています。しかし、問題の核心は資本価格のゆがみと資本の誤った配分であり、体制と金融資源を集中的に掌握することはこのゆがみと誤った配分を解決することには決してなりません。金融の開放と資本の

国境を越えた流動を緩和することの重要性を認識する必要があります。さもなければ、私は現在の方法がゆがみと誤った配分をさらに推し進めることになるかと心配しております。時間の関係で私のお話はここまでといたします。ありがとうございました。

(ちょう ぐん・復旦大学)