
【書評】

唐成著

**家計・企業の金融行動から見た中国経済
— 「高貯蓄率」と「過剰債務」の
メカニズムの解明**(有斐閣、2021年12月、211頁、
4,400円 + 税)**I 本書のアプローチ**

本書は2000年以後の中国経済の構造転換期における「過剰債務問題」と「高貯蓄率問題」という二つの課題について、その形成要因および経済構造の変化への影響を明らかにするために、中国の各経済主体の金融行動を定性・定量的に分析している。

中国の過剰債務問題とは、企業債務、地方政府債務および家計債務が継続して膨らむことであり、債務の膨張により金融の不安定性が高まり、金融リスクを管理しがたくなることが大きな課題である。また高貯蓄率問題とは、「高貯蓄・低消費」という構造的な問題で、家計貯蓄率が高い水準を維持している一方、消費が足りないことである。

この二つの課題について、従来中国経済は「投資と輸出」主導型の成長モデルであったため、超過投資が過剰債務問題の発生に繋がるとともに、投資に注力し過ぎて国内の内部需要が足りないため、高貯蓄率問題になっていたと著者は主張している。この視点から、中国経済の長期的な発展を維持するため、「投資」から「消費」へ、また「貯蓄」から「消費」へという「消費主導型」の成長モデルが処方箋として求められていると論じている。

本書は前記に述べた二つの課題を巡り、まずは家計の金融行動について、具体的には家計の貯蓄行動、家計の資産選択行動と家計の借入行動を中心に実証的に検証し、次に、銀行と企業（産業）の金融行動に関して検討している。その中で、産業における資金配分と銀行貸出、企

業の過剰投資行動、政策金融の三つの課題について、データ収集と実証分析を行なっている。そして、これらの分析結果を先行研究と比較し、中国経済の新しい特徴を踏まえながら政策提案を導いている。

II 本書の構造と内容

本書の中心内容は序章と終章に挟まれた2つの部に分けられている。序章はISバランスに着目して、中国経済のマクロ的視点から各経済主体の構造変化について検討している。第1部は家計の金融行動について分析し、第2部は銀行と企業の金融行動について分析を行っている。最後の終章では、中国のデジタル金融の実態と経済への影響を取り上げている。

構成は以下の通りである。

序章 中国経済におけるISバランスの変容
(各経済主体の構造変化について)

第I部 家計の金融行動

第1章 家計の貯蓄行動

第2章 家計の資産選択行動

第3章 家計の借入行動

第II部 銀行・産業の金融行動

第4章 産業における資金配分と銀行貸出

第5章 企業の過剰投資行動

第6章 政策金融

終章 持続的経済成長に向けての課題
(デジタル金融の発展について)

第1章では、中国の家計貯蓄率に関する全国規模のマイクロデータを用いて、家計貯蓄率が高い理由について検証している。検証した結果、高齢化、年金受給、遺産動機は貯蓄率に正の影響を与えることを確認している。そして、年金受給と遺産動機の分析においては、都市世代と農村世代の相違性が存在する。また遺産動機の実証分析について、資産規模の格差と子供の生活環境は高齢者世代の貯蓄率に影響を与えると論じている。これらの分析結果から、消費不足問題を解決するため、著者は「年金水準を向上

させる」、「農村年金水準を高める」、そして「遺産相続税の導入」などの政策提案を導いている。

第2章では、著者は独自に実施した中国山西省の446世帯の金融資産選択アンケート調査を用いて、家計資産の中で、株式、銀行理財商品などのリスク資産保有率が異なる理由について検証している。アンケート調査の分析結果から、まず年齢とリスク資産の保有関係は山型であると確認している（若年層は高く保有し、また高齢層では保有率が低くなる）。次に、住宅資産が多い世代においてリスク資産の保有率が高くなる傾向があると検証している。また、世代平均可処分所得が低い世代（株式、銀行理財商品などリスク資産に関する借入制約がある）においてこそ、リスク資産の保有率が高い傾向があることを明らかにしている。最後に、家計の資産運用ニーズの多様化によりリスク資産の保有率が高くなると確認している。アンケート調査の分析結果から、著者は「家計所得の増加」、「金融環境の改善」、および「金融リテラシーの普及」など金融・資本市場の改善案を論じている。

第3章では、著者は中国家計金融調査（China Household Finance Survey CHFSとも略称）のパネルデータを用いて、金融リテラシーは家計の借入行動への影響について検討している。パネルデータの分析結果より、まず、世帯主の金融リテラシーが高まるほど、家計に持つ債務が多い傾向があり、そして金融リテラシーの低い方が過剰債務を多く持つ可能性があるという結果が得られている。次に、世帯主の金融リテラシーの高さは住宅債務に影響を与えていない。最後に、消費者金融市場においては、世帯主の金融リテラシーの高さが消費債務に正の影響を及ぼす結論が得られている。これらの結果から、金融リテラシーの向上が消費市場を拡大する効果があると著者は主張している。

第4章では、マクロ金融システムの視点から、中国の金融システムの変化などについて分析している。具体的には、融資残高の推移から中国の金融システムは間接金融（銀行融資）が中心となっていることを示し、また銀行融資資金の

使用目的について、企業の設備投資用より企業の運営用資金の貸出割合が高いことを明らかにしている。さらに、商業銀行の融資資金の産業別貸出実態を考察した結果、工業よりサービス業の資金需要と配分金額が高まっていることを確認している。最後に、企業の借入行動と銀行の貸出行動における変化がシャドーバンキングの形成および拡大の一因となると著者は推測している。このように、金融市場における金融リスクが高まっていることへの対応策としては、金融規制の強化が求められる。また金融システムの改革により、間接金融に依存する金融システムから直接金融の発展を促進すべきとされている。

第5章では、企業の過剰投資行動について考察されている。本章はフリーキャッシュフロー仮説に基づいて企業の過剰投資問題について検証している。フリーキャッシュフローとは、会社が稼いだお金から必要な活動資金を差し引いた余剰資金である。またフリーキャッシュフロー仮説によると、企業の経営者は裁量的なフリーキャッシュフローが多い場合、予想外のプロジェクトに過剰投資する可能性が高くなる。この仮説によって、中国上場企業の過剰投資行為の特徴が分析されている。

著者は中国の上場企業（1990年～2019年）のデータを用いて、フリーキャッシュフローと過剰投資の関係について検証している。具体的には、2008年以前、2008年～2015年、2016年～2019年の三つの期間のそれぞれの時期の特徴について分析を行っている。被説明変数は過剰投資を用い、フリーキャッシュフローを重要な説明変数としている。そして、主に以下の分析結果が得られている。

まず、フリーキャッシュフローの増加により、企業が過剰投資を行う可能性が高くなる。そして収益率が高い企業、且つ規模が大きい企業ほど、過剰投資行為が起りやすい。その他、現金預金の保有比率が高い企業は過剰投資の発生が低くなる傾向がある。次に、時期別の分析結果から、2008年以前の期間においては、過剰投

資への影響が一番強いのは前期のフリーキャッシュフローであった。その後、2008年～2015年、2016年～2019年にはフリーキャッシュフローの推定係数が2008年以前の期間より低下した。著者はこの結果から、2016年以降に政府が実施した過剰投資（生産）抑制政策には効果があったと推定している。

前記に述べたデータの分析結果から、フリーキャッシュフローが増えれば企業の過剰投資問題が発生しやすいと言えるため、著者はフリーキャッシュフローを適切な量でコントロールすることの重要性を強調している。

第6章では、地方政府の債務問題と政策金融に関して、「蕪湖モデル」を通じて具体的に考察している。「蕪湖モデル」とは国家開発銀行と地方政府が提携して都市のインフラなどプロジェクトへの融資支援を行う新しい事例である。「蕪湖モデル」の一環として、資金調達用地方政府の融資プラットフォームである「蕪湖投資有限会社」が設立された。これは、国家開発銀行と地方政府が提携して、融資プラットフォームを通じて、都市開発用の資金調達を実現できる新しい手法であった。その後、このようなモデルが中国全土に広がり、融資プラットフォームおよび地方投資開発の融資規模が急拡大した。著者の調査によれば、2010年末に地方政府融資プラットフォームが全国で1万社を超えた。その結果、土地・不動産の価格が急騰する不動産バブルを引き起こし、さらに過剰に土地譲渡収益に依存した地方政府の債務拡大問題と繋がった。このモデルは急速に発展したものの、信用リスクへの対応と監督規制が不完備な状況であり、政策金融が地方政府の債務拡張の一因となっていると著者は指摘している。

本章が、もう一つ焦点を当てているのは政策金融の改革である。1994年から政策銀行が設立されたが、政策金融の主な目的は地方のインフラ整備、産業育成、貿易の発展などの面において経済成長を促進することであった。2010年以後、中国経済の発展構造が変わりつつあること

に伴い、政策金融の進化が求められる。具体的には、政策銀行は、商業銀行の代わりに果たして来た役目は商業銀行に任せ、時代の進化とともに新たな政策金融の役割を担うべきと著者は主張している。また政策金融の監督規制を強化し、融資機能と政策金融業務をスムーズに実施できるように確保すべきであるという。

終章では、デジタル金融の発展と経済の持続成長との関係について検討されている。デジタル金融とは、金融機関やIT企業がデジタル技術を用いて、新しい金融サービスの提供や金融分野へ参入することである。中国のデジタル金融はAlipayによるモバイル決済の提供を機に開始され、「余额宝」という金融サービスの提供が開始された2013年は「デジタル金融元年」と言われている。中国のデジタル金融の中でも、最も普及した金融サービスはモバイル決済であり、AlipayとWeChat payはその代表的な存在である。デジタル金融の発展は、中国におけるインターネット金融の普及およびスマートフォンの普及と緊密に繋がっている。一方、伝統的な金融機関は経済発展のニーズに対応しきれていない。そのため、中国における金融包摂への期待は、もっぱらデジタル金融によってかなえられつつある。

デジタル金融の発展が経済成長を促進する効果について、本書は次のようにまとめている。まずは、起業促進と所得税の増収効果である。また、デジタル金融の発展が農民層の起業を増加させ、低収入層の収入を増加させる効果もあると指摘されている。次に、消費拡大効果を期待できる。デジタル金融の発展は家計の消費行動にプラスの影響を与える。最後にデジタル金融の発展は伝統的金融機関の金融サービスの質を向上させる。伝統的金融機関は新しい金融技術の活用により、金融サービスの提供範囲を拡大し、金融サービスの多様化を推進している。

III 本書への評価と課題

本書は2000年代以後の中国経済の構造変化と問題点、特に「過剰債務問題」と「高貯蓄率問題」

という二つの深刻な課題の形成根拠および形成メカニズムについて、家計と企業の金融行動の視点から考察し、全国規模のマクロデータ、ミクロデータを用いて実証分析を行って、分析結果に基づく政策提案を導いている。本書の実証分析は、マクロ・ミクロデータを幅広く収集し、分析結果の頑健性を確保した豊かな分析であった。また、著者は実証分析の結果により、中国経済の研究に非常に価値があると考えられる結論および政策提案を導かれている。

本書が特に高い価値を持っているのは、経済の成長と貯蓄（高貯蓄率問題）、投資（過剰債務問題）の関係というマクロ的視点と、家計・企業・金融機関など経済主体の金融行動というミクロ的視点の結合である。具体的には家計の貯蓄行動、資産選択行動と買入行動が中国の高貯蓄率問題とどのように繋がっているかについて分析され、また、銀行と企業の金融行動が過剰債務問題の形成にどのように関係しているかについて考察されている。中国経済の成長に関する膨大なデータを蓄積するだけではなくて、各経済主体の金融行動に関する定性、定量的な分析を行い、明確な問題意識をもって豊富な分析手法と幅広いデータを利用して、信憑性の高い分析結果を導くための試みが種々行われている。

評者として、本書を通読して気になるところについて、何点が挙げておきたい。

本書は家計の金融行動、企業の金融行動、政策金融、デジタル金融などについて幅広く検討しているが、そのなかに必ずしも十分に論じられたとは言えない部分があると考えられる。

第5章では、フリーキャッシュフロー仮説を経由して企業の過剰投資行動について検証されている。フリーキャッシュフローと過剰投資の関係については、Jensen (1986) が、1970年代から1980年代初めの米国石油産業を例として、フリーキャッシュフローの存在が、つまり投資プロジェクトを実施するのに必要な資金を上回る資金の存在が過剰投資をもたらし、企業価値を低下させる可能性があることを指摘した。そ

して、自社株買いは、このフリーキャッシュフローを削減し、企業価値の低下を防ぐことができる。それに比べ、著者はHackel-Livnat法によって過剰投資を検出し、筆頭株主、株主支配度を説明変数として分析されている。この手法と、先行研究における自社株買い企業と非自社株買い企業を比較した分析方法の区別については、更に踏み込んで考察する余地があるだろうと考える。また、欧米および日本の企業のフリーキャッシュフロー仮説についての検証ではトービンのQを用いた検証が多いが（例えばNohel & Tarhan, 1998）、著者の分析手法とこれらの先行研究との相違点に関する比較も興味があるところである。

地方政府の債務問題から政策金融を考察する第6章では「蕪湖モデル」を通じて政策金融を紹介しているが、中国のマクロ金融政策の効果と家計、企業の金融行動への影響などについての分析が今後の研究に期待される。特に中国の金融政策の影響については、欧米、日本諸国と違う特色のあるところについて、マクロ金融面のデータ及び金融政策ダミーなどを入れて、政策金融の金融仲介効果への動学的実証分析を入れたら、面白いかもしれないと思う。

また、実証分析における中国経済の代表性について改善する余地があると考え。家計の資産選択行動についての分析する第2章では、著者が独自のアンケート調査を実施する際、調査実施地の経済構造の特徴、実施背景および実施地域の経済発展レベルなど他の地域との相違点も説明したら良いと思う。そして、中国地域経済の発展や実態変化が速いので、ぜひ今回の成果に留まらず、パネルデータの収集と分析研究をさらに掘り下げて続けてほしいと思う。

終章で詳しく紹介されているデジタル金融の発展の役割については、デジタル金融の発展の

問題点および政府の規制の視点から、中国金融市場の発展、金融リスクの抑制および今後経済発展への影響について論じるのも有益であろうと思う。

中国の宋朝の有名な詩人蘇軾(号は東坡居士)に「不識廬山真面目，只緣身在此山中」という有名な詩文がある。「廬山そのものの誠の姿がわからないのは、自分が廬山の中に身を置いているから」という意味である。中国の中にいると、中国の経済の発展と問題点がよく見えない場合がある。著者のように外部から、また日本と欧米諸国と比較しながら分析し、見解を述べることで、中国経済の問題点がよりはっきりと見えるようになったと感じた。

参考文献

[日本語文献]

- 巖善平 (2021) 『ミクロデータから見る現代中国の社会と経済』、勁草書房
唐成 (2005) 『中国の貯蓄と金融—家計・企業・政府の実証分析—』、慶應義塾大学出版会

[英語文献]

- Jensen, M. C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover," *American Economic Review*, 76 (2), pp. 323-329.
Nohel, T. and V. Tarhan (1998), "Share repurchase and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow," *Journal of Financial Economics*, 49 (2), pp. 187-222.

劉 亜静

(りゅう あせい・広島修道大学教授)