

## 【講演記録】

## 中国経済の「新常态」への移行に向けた展望と課題

福本 智之

【キーワード】 中国経済, 新常态, 潜在成長率, 経済改革

【JEL 分類番号】 O5, P2

## 1. はじめに

ご紹介いただきました日本銀行の福本と申します。私は学者ではなく、日本銀行に26年間勤めてきたわけですが、私と中国との関わりは、日本銀行から留学に出してもらった1995年から始まっています。以来20年間ほど中国との関わりをもってまいりました。この間、北京の大使館に3年滞在したり、ハーバード大学に客員研究員として派遣され、中国の金融を中心に勉強させていただいたりしてきました。その後2012年から15年8月まで日本銀行の北京事務所長として中国におりました。今回はおそらくこの経緯でお招きいただいたのだと思います。自分がこれまで勉強させていただいた多くの先生方の前でお話しするのは恥ずかしいところですが、活発な議論のきっかけになればと思います、まずお話をさせていただきます。

本日お話しさせていただく中で、一番時間をかけたいと思っていますのは、「経済の中長期トレンド」についてですが、これを語るのに欠かせないのが中国経済の「ハードランディングリスクの評価」と「経済改革の動向」です。そこでこれらについてもお話をしていきたいと思っています。

## 2. 中国政府の目指す経済「新常态」

経済の「新常态」とは

その前によくいわれる「新常态」という言葉の意味は何かについて、中国政府・共産党がどのように言っているかという観点からみておきたいと思います。

「新常态」, New Normal という言葉は、米国債券運用会社 PIMCO の最高経営責任者モハメド・エラリアンが2009年に投資家向けのレターのなかで言い始めた言葉です。世界経済はリーマンショックから経済が回復しても元の状態には戻らず、低成長と主要国から中国に率いられる重要な新興国へのシフトを伴いつつあるという特徴をもつ「新常态」に移ると予言したのです。

New Normal を中国の政権が初めてこの「新常态」という表現で使ったのは、2014年5月に習近平国家主席が河南省を視察した際です。習近平はこの時、「中国の発展は、まだ重要な戦略的チャンスのある時期にあり、自信を強め、…新常态に適応し、戦略上の平常心を保つ必要がある」と述べました。私の理解では、二桁の成長に慣れた中国の人々に向かって、経済成長の下振れに対して平常心を保つことの重要性を強調し、過度な悲観を排して、人々の成長期待を引き下げる狙いがあったものとみられます。

### 中国政府が目指す経済「新常态」

習近平が比較的まとまって「新常态」について述べたのは、2014年11月9日、APEC ビジネスリーダーサミットの開幕式でのスピーチにおいてです。そこでは中国経済の「新常态」には三つの特徴があると述べています。

第1に、高速成長から中高速成長への転換です。第2に、経済構造の改善とレベルアップで、その中身は、第三次産業、消費需要が主体となり、都市と農村の格差が縮小し、労働分配率が上昇し、発展の成果が広く大衆に普及するという事です。そして第3に、生産要素、投資が駆動する経済からイノベーションが駆動する経済へ移行していくということです。

同時に、「新常态」への移行に伴い、潜在的なリスクが水面上に徐々に浮上してきたことを認識する必要があるとも指摘していて、「新常态」に適応できるかどうか、ポイントは一層全面的に改革を深化させることであると述べていました。私は、このスピーチの内容が、中国の新常态に対する中国政府の理解をうまくまとめたものだと思っています。

### 3. 経済の中長期トレンドと短期動向

#### 習近平による「十三次五カ年計画建議」解説

2015年10月29日に共産党第18期5中全会が終了して、第13次5カ年計画の建議の詳細版が出版して、習近平が解説をしていました。習近平は、2020年にGDPと国民所得を2010年対比で倍増させるという目標を明言し、そのためには第13次5カ年計画の期間中最低でも平均6.5%を達成する必要があるとしました。GDP倍増は、2012年の18回党大会で決議されたことでもありますし、その後、習近平が掲げた「中国夢」について述べた際にも言及しており、それに改めてコミットしたということです。

習近平によると、「国内外の主要研究機関は、2016年～2020年の中国の潜在成長率を6～7%と考えているようで、今後7%前後の成長を保持することは可能ではあるものの、不確定要素も比較的多いので6.5%が最低ラインであるこ

とを明示した」とのことです。第13次5カ年計画期間中、中国政府はこの6.5%を意識した経済政策運営を行うとみられます。

#### 高成長から中高速成長へのギアチェンジ

私は、中国政府の中では「新常态」といいながら、意識する成長レベルは徐々に切り下げられてきた印象を持っています。2013年に中国政府の方と話をしていると、7.5～8%くらいを「新常态」と言っていました。ところが、だんだんラインが下がってきています。林毅夫などは、潜在成長率は今後20年以上8%の潜在成長率があると言っていました。さすがにそれはもう信じられなくて、どこが均衡点かはっきりしないまま、ラインが下がってきたというのが事実だろうと思います。

#### 成長減速の背景

成長減速の背景は、私の整理では二つあります。数年単位でのシクリカルな変動としては、2009年、10年あたりに大規模な投資拡大があり、その反動でストック調整が今来ているという部分があります。それと同時に潜在成長率の低下が同時に来ているということです。

#### 固定資産投資の減速

固定資産投資の伸び率の水準自体は、土地の価格の変化なども含まれているので、GDPベースとは異なり、水準そのものではありませんが、ピークだった2009年のピーク月には39%だったのが、今4分の1くらいまで落ちてきている。特に寄与度でみると不動産と製造業の調整がここへきてははっきり出ています。これは工場設備の能力過剰や不動産の供給過剰の調整があって、ストック調整は数年レベルでかかるだろうと思います。

ストック調整に関しては、『財経』という雑誌の2015年10月号に私は論文を載せているのですが、もともと中国は人為的低金利政策をとってきて、資本コストが期待収益率に比べて低すぎるために投資が過剰になったという部分があ

ると認識しています。清華大学の白重恩教授の推計では、資本収益率は近年ははっきり下がってきています。同教授推計でみた資本収益率と資本コストの代理変数である貸出約定平均金利との差がほとんどなくなってきました。つまり金利は割安ではなくなってきていて、それが投資の原則に作用しているのではないかと。これは生産要素価格の歪みがある程度是正されてきたことではないかと、理解しています。

### 輸出競争力の低下

もう一つは輸出競争力のなかで労働集約的な製品の競争力が低下してきたということです。以前は「ウォルマート効果」といって欧米の景気が良くも悪くも中国の輸出は2～3割伸びていました。いいときに伸びるのは当然ですが、悪いときには中国製の安い製品をウォルマートに買いに行っていたからです。今はそのような効果はなくなって、中国の輸出は急速に鈍化しているわけであります。特にモノを輸入して中国の安い労働力で組み立てて輸出する「加工貿易」が非常に弱くなっています。

### 経済のサービス化

それから顕著に表れていることとしては、経済のサービス化をあげることができます。一般的には、経済発展に伴い、経済は第1次産業から第2次産業、第3次産業へと産業高度化が進んでいきます。中国でも、特に最近2、3年、第3次産業の比率が上昇し、2015年1～9月では51%に達している一方で、第2次産業の比率が下がっています。

GDP伸び率でみると、2014年の第3四半期は第2次産業も第3次産業も7.6%伸びていたのですが、1年後の2015年第3四半期、第2次産業は6.0%に下がって第3次産業は8.4%と上がっているという変化があります。「中国経済の減速」と言われているのは、おそらくこの第2次産業の減速の部分が大きく作用していると思います。というのは、サービス産業は輸入誘発効果が低いからで、工業が伸びていれば輸入

誘発効果も大きく、諸外国からすれば中国にモノが売れるという部分があったのです。それゆえ中国の国内経済の減速以上に、世界は中国経済の減速を感じているのではないかと思います。中国向け輸出の依存度の高いNIES・ASEAN経済が弱くなっているのは、まさに中国の工業の減速の影響を受けているからであります。

### 環境問題深刻化による成長制約

潜在成長率を下げる次の条件に環境問題がありますが、私の北京赴任中に感じたのは、共産党に対する国民の信頼に関わるということで、中国政府はこの問題を相当深刻にみているということです。PM2.5の削減やGDP単位当たりのCO<sub>2</sub>削減などを地方幹部の人事考課と結びつけるようなこともやっています。それが一番はっきりと表れたのが、2015年1月から施行された「環境保護法」の第26条です。人事考課と結びつけたらすぐ実行されるかとは限りませんが、それでも地方政府や地方の日系企業を回って聞くと、政府の本気度はかなり上がってきていることを感じます。もちろんこのことは成長にとっては引き下げ要因として作用するものだと思います。

### 生産年齢人口のピークアウト

それから生産年齢人口のピークアウトは成長を引き下げる大きな要因の一つだと思います。すでに2011年に15～59歳の中国で言う生産年齢人口は天井を打ち、以後徐々に減少していく見込みです。ただし、15～64歳で生産年齢人口をとってみると、国連の推計では2030年くらいまで横ばいで推移するという事です。実際、企業でも定年延長が徐々に進んできていたり、また北京でみてもレストランで高年女性が働いていたりしています。60代の人雇用されるような状況が生まれてきていると思います。

### 中高速成長を比較的長く維持できる理由

そういった要素を考えてみると、2007年に14.2%伸びたGDPが7%くらいまで下がると

というのは、ある意味、当然のことかと思われる。私はそれでも、いろいろな条件が合えば、中国政府がいう「中高速」成長を比較的長く維持できる理由もあるのではないかと考えています。

個人的な考えでは、まず最も重要なのは、農業から非農業への労働の移動の余地がまだ大きいという点です。国家統計局の統計では、第1次産業の就業比率は2014年で31%です。もっとも、この数字には都市部で働く農民工も含まれていて、第2次産業に重複カウントされているという問題があります。

中国社会科学院の蔡昉副院長の部下である都陽研究員は、2011年に出版した農村緑皮書で、一人ひとりの農民が、1年のうちにどれだけの間農村にいるか、都市にいるかといった2009年の調査に基づき、実際の第1次産業就業人口を再推計しています。都陽研究員の手法を用いて、2014年の国家統計局のデータから推計すると、2014年の第1次産業就業比率は24%という数字になりました(表1)。ただ、2009年と2014年では農民が1年間にどれだけ都市と農村に滞在するか、比率が変わっていると思いますので、是非新たにサーベイし直してほしいと思っています。ただ、もし24%だとすると、それは日本でいえば1963年くらいの状況になります。

表1 中国の産業構造、就業構成、都市人口比率

	中国	日本で言えば…
第1次産業就業率	24% (2014年)	1963年 (24.4%)
第2次産業 GDP 比率	9.2% (2014年)	1964年 (9.9%)
都市人口比率	54.7% (2014年)	1950年 (53.4%)

(注) 第一次産業就業率比率は、社会科学院人口労働研究所のアンケート調査結果(2011)をもとに、中国統計年鑑計数を調整。都市人口比率は、中国統計年鑑、国連 World Urbanization Prospects より。

(出所) 講演資料。

ルイスの転換点をめぐっては日本でもいろいろ議論されていて、それについては、私は断定した意見を申し上げることはできません。私の理解では日本では1960年代にルイスの転換点を迎えたと言亮先生が明らかにされているわけ

ですが、その後石油危機が起こる前の1972年くらいまで、日本は二桁近い成長を続けていった。つまり、ルイスの転換点が到来しても、農村部の限界生産性の向上以上に工業やサービス業で限界生産性を上げていけば労働移動は進むという事例だと思っております。ですから中国で第1次産業の就業比率がまだ24%あるということであれば、依然比較的高い潜在成長率を維持可能だと思うのです。

また、都市人口比率54.7%というのは、日本でいえば1950年代前半くらいのイメージで、都市化の余地はまだ十分あると考えられます。中国では毛沢東がトップだった頃、農村と都市を分断していたために都市化がかなり遅れていた。したがって、中国の今まで都市化の大部分は日本の第2次大戦前の都市化のようなことをやっていたのではないかと、私は認識しています。

#### 労働移動促進のために必要な戸籍制度改革

都市人口比率のなかでも、5ヵ年計画の建議において強調されているのが、都市の戸籍人口比率についてです。2013年の統計では都市人口比率53%のうち、36%が都市戸籍をもち、17%は農民工等の都市戸籍を持たない人たちです。東大吉川教授などの研究でも日本が都市化で高度成長した背景には、供給面のほか、需要面で「三種の神器」を買ったりして貢献した部分がもっと指摘されています。ですから都市戸籍の部分が広がるのが、本当の意味で成長性に関わるのではないかと考えています。

この点、中国特有の農村と都市部の戸籍を峻別する制度の下、40歳を超えると農業就業比率が上がってくるのが問題です。農民工は、都市戸籍がないため、教育や医療といった都市部の公共サービスを十分受けられず、家族を形成する年齢になると、多くが農村に戻っていくという事実があります。したがって、戸籍制度改革とそれに紐付いた都市部での公共サービスの充実を図ることが都市化の順調な進捗の条件になると思います。



### 生産年齢人口減少の経済成長下押しは2030年代から

さきほど生産年齢人口を15歳から64歳までとすると、2030年くらいまで生産年齢人口は横ばいになると申しました。GDPの変化を就業者数の変化と労働生産性の変化の二つに分けてみると、生産年齢人口の減少がはっきりと経済成長を下押しするのは2030年代ということになります。ただし、以上の議論は高齢化による貯蓄率の低下等が成長率を下押しする影響までは考慮しておりませんから、実際の人口動態による経済成長の下押しはこれよりは大きいと思います。

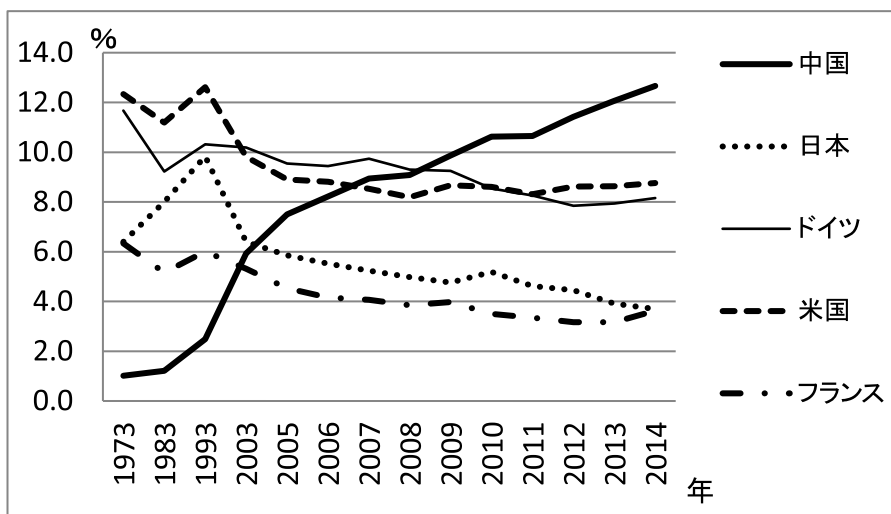
### 輸出競争力のある新たな製造業の台頭

中国の輸出競争力が下がってきたということについて、加工貿易や労働集約的な部分が弱くなってきたことは確かですが、WTOが2015年10月末くらいに発表した2014年の世界輸出に占める各国シェアをみると、中国のシェアは相変わらず上がり続けているのです（図1）。ここ数年世界の貿易額が増えていないなかで中国の貿易額は増えていて、シェアを拡大してきたのです。この数字からは、中国はまだ輸出競争力があるのではないかと思います。輸出競争力

についてみると、弱いのは加工貿易です。中国の輸出に占める加工貿易のシェアが下がっていて、他方、一般貿易のシェアが上がっている。地域的には、日韓を除くアジアやアフリカ、ラ米、大洋州など新興国のシェアが上がってきています。

2015年1～9月の統計でみると中国の加工貿易は前年比で8.7%減少していますが、一般貿易は2.7%伸びています。中国の輸出が今年ここまで弱い理由としては、こここのところ新興国向け輸出を伸ばしていたのが、新興国経済の減速の影響を受けていることがあるのではないかと思います。ただ、携帯電話などは第3四半期までの前年比では14%も伸びています。華為、LENOVOのほか、小米も新興国に携帯電話を売ろうとしています。中国の技術レベルは、世界的にみて一番高いところまではいっていませんが、コストパフォーマンスが新興国の人には大事なのではないかと思います。iPhoneを買うほどカネは出せないけれども、小米くらいならば性能もいい線いって価格も半分以下ならば、小米を買うよ、というとなのだと思います。

図1 世界の貿易額に占める各国のシェア推移



(原出所) WTO。  
(出所) 講演資料。

## 中国製造業の可能性

日本企業は、よい技術さえあれば製品は売れると発想しがちだと批判されることがありますが、中国の製造業は、いかに売れる製品をつくるかという意識を強く持っている点が特徴だと思います。フランスでは、携帯電話メーカーWIKOが急速にシェアを伸ばしており、すでに18%のシェアを持っていると、Forbs誌に紹介されました。同誌によると、WIKOは中国深圳の安物携帯メーカーのフランス子会社で、現地の数十人のマーケティング要員やデザイン要員を使って、現地に売れるような製品をつくった結果、販売シェアを伸ばしているのだそうです。

中国は「中所得国の罫」といったことが指摘されます。しかし、中国にとっては新興国向けに中級から中の上レベルの品質のモノを売っていけるというのが、結構強みになっていて、これがまだ数年は続くのではないかと個人的には思っています。今、私は小米のMi Bandという万歩計を着けているのですが、万歩計以外の機能として、夜着けていると何時間眠ったか、そのうちレム睡眠がどれだけでノンレム睡眠がどれだけだったかということも測れるもので、値段はたった75元です。スマホと連動して非常に使い勝手がいい。これが200元だというとあまり価値がないのですが、75元だということところが中国の強みがありそうです。

世界のスマホも新車の自動車も3割が中国で売れています。中国が消費地になっているから、地産地消でそこに生産が集まってくる。巨大なサプライヤーチェーンができてしまっています。さらにそれが地場の企業にも浸透してきていると感じます。日系企業が一部の部品、部材を日系から地場に切り換えている動きもあり、中国の技術レベルも徐々に上がっていくのではないかと思います。ですから私はどちらかといえば、「中国2025」のような上からの動きよりも、民間ベースでの動きに注目したいと思っています。

生産性向上に関しロボット普及の可能性について申し上げます。今夏深圳に行ったら、人手不足で産業用ロボットが続々と入っていました。

私が現在勤務する北九州の安川電機も、中国では人手不足を背景に産業用ロボットの堅調な需要があるとされておられました。同社津田社長は、中国におけるシステムエンジニアの豊富さが産業用ロボットの普及に貢献しているとされていました。産業用ロボットは、単に導入すれば工場が動くというのではなく、システムエンジニアがロボットを工場にどう入れていくか設計しなければならない。中国では大卒者が毎年700万人出ているなかでシステムエンジニアが確実に育っており、それが、中国の工場での産業用ロボット導入に役だっているとのこと。ところが日本では、システムエンジニアがかなり不足していて、産業用ロボット導入の需要に追いついていない、これは日本の生産性向上に対して由々しき事態だとおっしゃっていました。

## 中国経済成長の中長期展望

以上の考察を踏まえると、今後大きなショックがなく、経済改革が比較的スムーズにいけば、中国経済は緩やかに減速していくけれど、それなりに高い成長率を維持可能だと考えています。

実際にどの程度の成長軌道を描くがですが、世銀と国務院発展研究センターの共同研究であるChina2030が描く、2030年の5%くらいに向けて徐々に減速していくというシナリオよりは、もっと減速するのではと思われます(表2)。

というのは、China2030が想定していた投資と消費のウェイトは、2011~15年で投資42%、消費が56%くらいということでしたが、実際には投資のウェイトが相変わらず高く、2013年で47.8%となっています。足元ではもっと下がっているのですが、China2030が描くように2016~20年に38%まで落とすということであれば、相当投資を減速させなければならない。そうなると成長には相応の下振れが出てくるでしょうし、2030年に成長率5%で着地することはなく、私も詳しく分析したわけではありませんが、もう少し低い成長率、4%とか3.5%くらいになるのではないかと考えています。

表2 中国経済成長の中長期的展望

	清華大 (11年)	中国社会科学院 (14年)	北京大 ADB (12年)	China 2030 (12年)	Eichengreen 他 (11年)	OECD (12年)	Conference Board(14年)	
2010-2015	8.9	7.9(2013-18)	8.0	8.6	6.1-7.0	6.6	5.8	
2015-2020	8.5			7.0				
2020-2025	7.4	6.9(2019-2030)	6.0	5.9	5.0-6.2			3.9
2025-2030	6.9			5.0				

(原出所) 清華大学国情研究中心：“2030中国：邁向共同富裕”，中国社会科学院：“中国経済中長期増長の趨勢と前景”，北京大学国家發展研究院，アジア開發銀行：“Growing Beyond the Low Cost Advantage”，世界銀行，中国国务院發展研究中心：“China 2030”，Barry Eichengreen 他：“When Fast Growing Economies Slow Down”，OECD：“Looking to 2060:Long-term global Growth Prospects”，Conference Board：“The Long Soft Fall in Chinese Growth”

短期経済動向

以上中長期的トレンドの話をしていただきましたが、その前に、足元失速しないのだろうかという心配をよくされますので、3ヵ月前まで北京にいた者として、現在の景気動向について申し上げたいと思います。

2015年第3四半期のGDPは6.9%増という数字が出ました。表面の数字以上に中身を見ることが重要だと考えています。そこで中国の産業別GDP寄与度をみると(図2)、2014年は工業の寄与度は3.2%くらいありましたが、15年は2.6%くらいに減速しています。

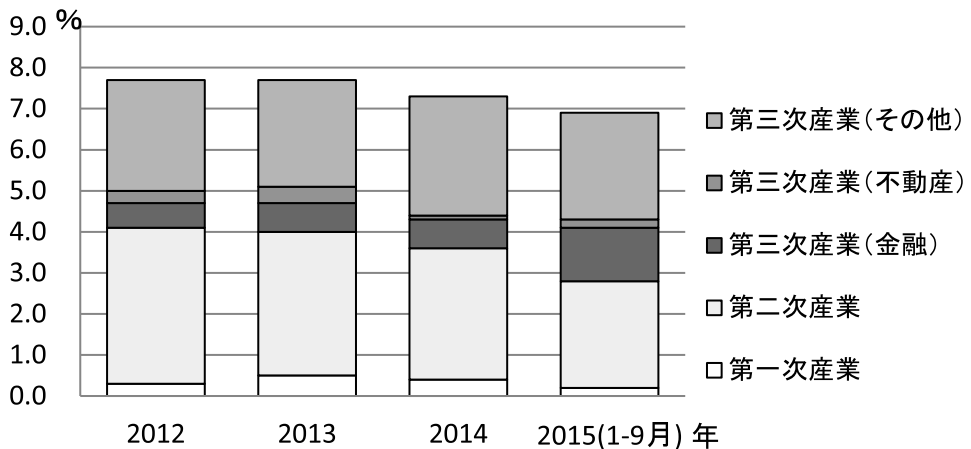
他方、サービス業の貢献度が上がってきているということですが、この中身が重要です。サービス業の成長率を押し上げたのは金融です。寄与度は大体1.3~1.4%くらい。2014年

はこれが0.6~0.7%で、金融だけで2015年は0.7ポイントくらい押し上げている形になります。株価が上がって株の取引が増えたため、証券関係の取引が増えてその付加価値が増えたのだと国家统计局は説明しています。こうみると2016年は証券の取引が落ち込むでしょうから、金融はGDPの伸びに対して押し下げのインパクトをもつのではないかと考えられます。

反腐敗と地方財政収縮の影響

この押し下げを工業の部分でどれだけカバーできるかが、GDPベースでみた景況感をみるうえでは大事なことです。そこで一番大事になってくるのは地方政府の財政支出です。2014年の前半から後半にかけて急速に収縮しました。大体15%くらい伸びていたものが第4四半期に

図2 GDP成長の産業別貢献



(出所) 講演資料。

マイナスになるくらい収縮しています。これは景気下振れに大きく影響しました。

この押し下げには二つ要因がありまして、一つは心理的な要因です。2014年6月に人民解放軍の元 No2 の徐才厚を失脚させ、同年7月に周永康を失脚させたことで、腐敗撲滅に対して地方政府に恐怖感があらわれました。固定資産投資を認めたら、また何か調べられるのではないかということでマインドが収縮した。また、財政収入の伸びが鈍化したり、地方政府の重要な財源である土地が売れなくなったりしたということがあります。それから広義の財政という意味では、2014年8月に予算法を改正してから、融資平台を使った資金調達をなるべくするという方針が出て、投資を計画してもカネがつかなくなったこともあります。

以上のことが成長を減速させた最大の要因で、それが投資を減速させ工業を減速させたのだと私はみています。

ここへきて、腐敗もいけないが成長を下支えしないのもいけないということで、国務院が「督察組」という査察グループを地方に派遣して景気安定対策を地方政府が真面目に執行しているかを調査しています。また財政支出を拡大させたほか、融資平台が抱えていた債務の一部を地方債に借り換えるということをやっています。それから国家開発銀行がここへきて貸出を急速に増やしています。また、腐敗撲滅ばかりに力を入れると景気に悪影響が及ぶということでしょうか、ここへきて腐敗摘発件数も減ってきているように思います。それで固定資産投資の新規着工の伸びは徐々に戻ってきている感じがあり、2016年の経済成長については、固定資産投資の伸びの戻りと金融の部分の GDP の剥落とどちらの効果が上回るかといったところですが、7%を若干下回るころになるのではないかと思います。

#### 4. ハードランディングリスクの評価

##### 高いマクロ・レバレッジ水準

前述のような中長期の推移のためには、ハー

ドランディングを避けなければなりません。私なりに想定されるハードランディングのシナリオを考えますと、大きく分けて二つあります。

第1に、過剰設備問題の深刻化、不動産価格の大幅な下落等により、金融システムにおける不良債権が大幅に増加、財政支援でもこれをカバーできなくなる場合です。第2に、資本取引が今より自由化されていき、資金の流出入が活発になって、特に資金が外に大量に流出する場合です。

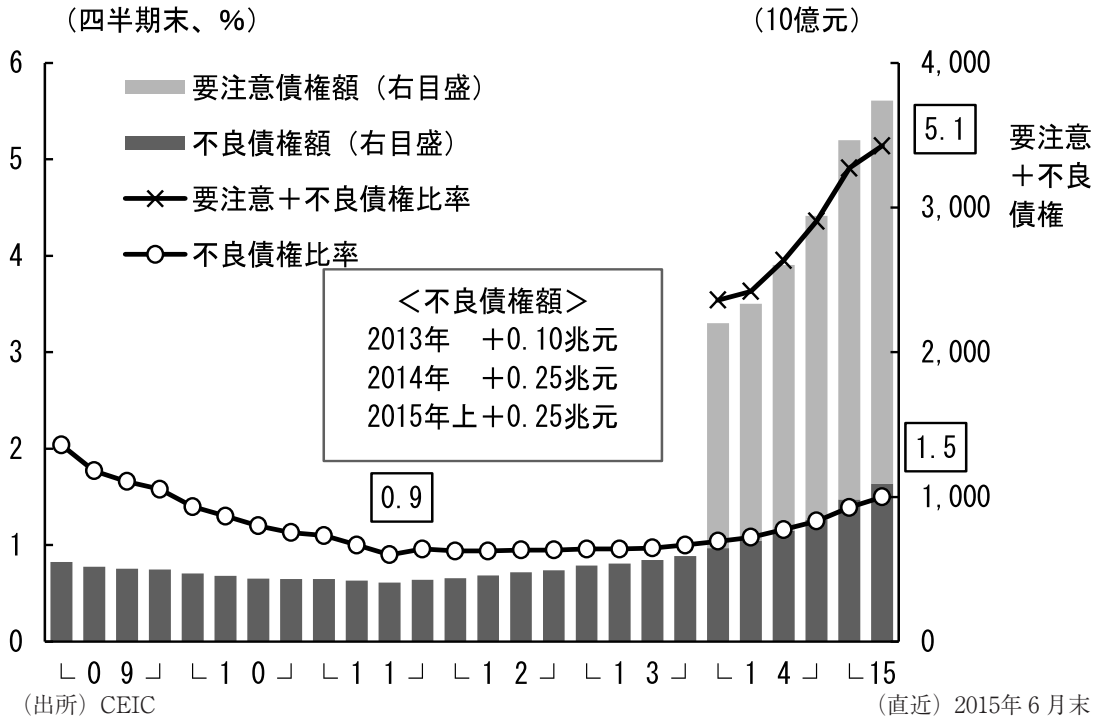
こういったことが起こるかどうかということに次にみていきたいと思います。注目は、習近平が第13次5ヵ年計画の解説のなかでも言っていたレバレッジが高すぎるという問題です。レバレッジを何で表すかは難しい問題ですが、社会融資総量のストックを名目 GDP で割った値でみると、2009年くらいまではほとんどこのレバレッジは上がっていない。この頃も貸し出しは伸びていましたが名目 GDP が伸びていたのでレバレッジは上がっていませんでした。世界金融危機を受けて2009年以降、4兆元の景気対策で信用創造が拡大したことで、レバレッジが急速に上がっています。足元ではクレジットの伸びは前ほど高くないのですが、名目 GDP の伸びが下がっているためレバレッジの上昇は止まっていないのです。この問題は中国政府も深刻にとらえているので、どこかでレバレッジを転換させなければならないと考えていると思われます。

##### 長引く景気減速で商業銀行の不良債権が増加

それではこのなかでどれだけ不良債権が出てくるかという点、不良債権比率は足元では1.5%です(図3)。ずっと1%を割る方針でやってきたのですが、1.5%になっています。これに加え不良債権予備軍の「要注意債権」も加えると2015年9月末で5.4%になります。この数字でみると、ここへきて不良債権は急速に増えてきているということで、今の景気減速や過剰設備問題の深刻化などが、いよいよ中国の銀行のバランスシートにも影響してきたという



図3 商業銀行の不良債権残高推移



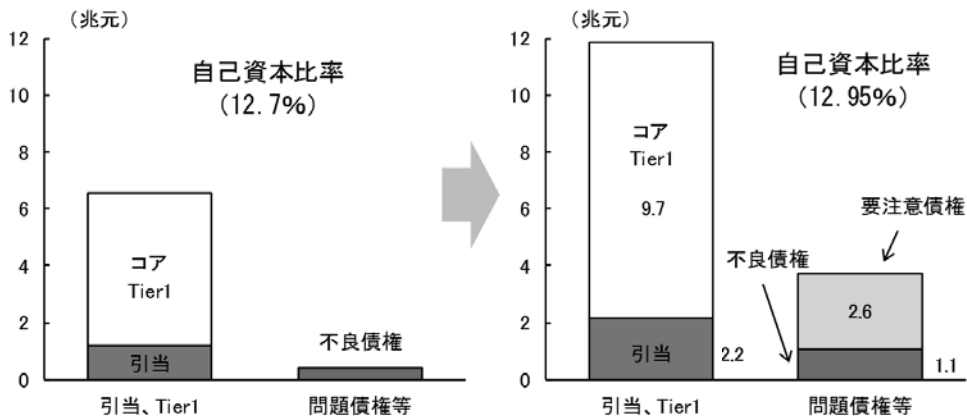
ことであります。

もっとも、2000年頃、中国の銀行の不良債権比率は25%とか30%あって、そのころに比べるとかなり低いです。過去の経験から、銀監会はなるべく多めに貸倒引当金を積むように銀行に指導しています。普通、貸倒引当金は不良債権

より少なくなるはずですが、銀監会は、不良債権より多く引当金を積むよう指導してきました。その結果、引当金が不良債権額の倍くらい積まれているのが現状です。貸倒引当金では、「要注意債権」まで含めるとカバーできないのですが、「コア Tier 1」という自己資本比率の中で

図4 引当・Tier 1 と問題債権等 (商業銀行)

(2011年末) (2015年6月末)



(注) 2011年末の要注意債権は非公表。

(出所) 銀覧会「商業銀行主要監管指標状況表 (季度)」

も質の良いものがたくさんあって(図4)、全体の自己資本比率が13%という基準なので、今の状況で銀行のバランスシートが一挙に毀損することはないと思います。

しかも中国の銀行の収益は、日本のメガバンクの数倍の規模があり、2014年まで増収増益を続けてきた。2015年はさすがに増収減益になる可能性はありますが、不良債権の問題が今すぐ金融システムに影響することはないでしょう。また、中国の政府部門のバランスシート——これは中国社会科学院が2012年末時点で推計したのですが——、日本と違うのは中国の政府部門はたくさん資産を持っているということで、土地と国有企業の株式を持っていて、ネットで87兆元の資産超過だとのこと(表3)。

表3 政府部門のバランスシート

資 産		負 債 等	
政府預金	2.3	中央政府国内債務	7.1
外貨準備	21	中央政府国外債務	2.9
国土資源関連の資産	52	地方政府債務(非融資平台)	6.1
行政機関の資産	8.8	地方政府債務(融資平台)	11.4
国有企業の株式	70.3	国有企業債務(非融資平台)	37.2
金融機関の株式	11.1	政策性銀行金融債	6.5
		国有銀行不良債権	0.4
		不良債権処理の債務	4.2
全国社会保障基金の資産	0.8	社会保障関連の隠れ債務	3.5
資産合計	166.3	負債合計	79.3
		ネット資産超	87

(原出所)「中国国家資産負債表2013」(中国社会科学院)

(出所) 講演資料。

私が希望しているのは、設備過剰などで不採算の国有企業を早く整理して、損失が出るのであれば、国有企業の株を民間に売却するという方法を採用ということです。そうすれば、「国進民退」の流れが「国退民進」になり、かつ懸案となっている過剰設備の問題なども解決できる。今、それだけの蓄えをもっているのです、今申したようなことをやればいいのではないかと思います。

### 不動産市場の動向

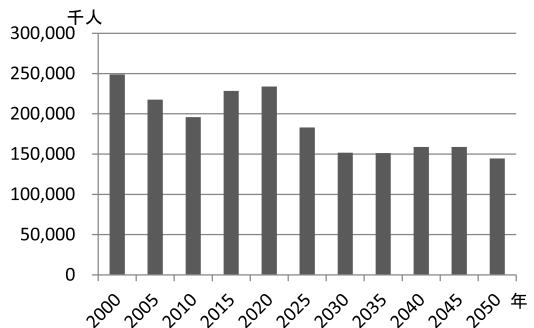
もう一つ、中国で不動産バブルが崩壊しているのではないかと話があります。2014年は

不動産市場は調整局面にありましたが、2015年になって不動産の販売面積は回復し、価格も戻ってきています。このような回復の背景には、もちろん政府の対策の奏功もありますが、最も重要なのは根強い実需が存在するという点です。さきほどの日本と比べた発展段階という視点からしても、中国の今の不動産の状況が日本の1980年代後半のバブルの状況だというのは言い過ぎで、むしろ70年代初頭の列島改造論のころに近い。土地の値段が一旦上がって、1973年の石油危機でちょっと調整され、1、2年してまた緩やかに上がっていったという、このフェイズのほうに近いのではないかという気がしています。中国はまだまだ若い成長段階にありますので、全体としてはそのようにみえています。

ただ、一つ気がかりなことがあります。

中国の住宅需要の6割から3分の2くらいは一軒目の住宅購入需要だと言われているのですが、その購入者の平均年齢が調査によると、結婚年齢と同じ27歳だということです。中国では結婚するときに男性は家も買わなくてはならず、家を買えなければ結婚できないという状況なので、両親や親せきからも資金を工面して何とか一軒目を買っています。人口動態で見ると、この25~34歳の年齢層が2020年までは増え続けます。ところが2020年代に入ると、この層が急速に減り始めます(図5)。

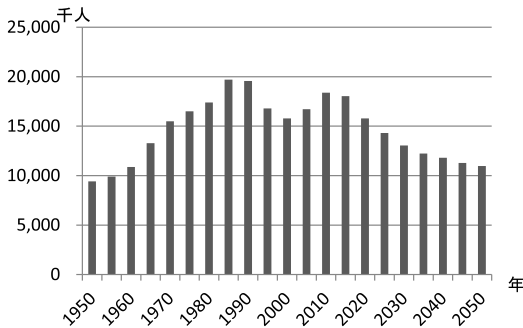
図5 中国住宅購入層(25~34歳)の人口推移見通し



(注) 中国(北京)の住宅購入平均年齢は27歳(2010年光大銀行・链家地産公司市場研究「中古住宅分析報告」)。

(出所) 国連 World Population Prospects 2015。

図6 日本住宅購入層（35～44歳）の人口推見通し



(注) 日本の住宅購入平均年齢は40.3歳 (国土交通省「平成24年度住宅市場動向調査報告書」)。  
(出所) 国連 World Population Prospects 2015。

日本では結婚した頃はまず社宅か借家に住んで、ある程度頭金を貯めて、35～44歳（平均40歳）で家を買うというのが一般的なパターンです。日本ではこの35～44歳の人口は1980年代後半にピークを打ってその後減り始めているのです。団塊の世代の方がちょうどこの時期に40歳くらいにかかっている、当時の日本の住宅需要を強くした。その後、団塊の世代の住宅需要が一巡したことも、1991年以後の住宅価格の下落に影響を与えているのではないかと思います(図6)。そうすると、中国の場合も人口動態からみて一軒目の住宅購入年齢層の減少が心配だと思えます。

こういうことは、中国の不動産会社もよく勉強していて、供給を減らしていけば大きなバブル崩壊にはならないと認識しているようですが、ただ人間のやることには惰性が働くので、毎年一定戸数売らなければならないということでどんどん造成していくと、どこかでバブル崩壊が来る恐れがあり、私としては2020年代以降を心配しています。

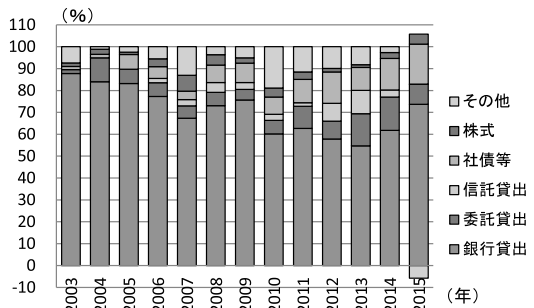
株式市場の動向

株のほうは大きく上がって、下がり、また若干上がってき始めたかというところですが、バブルがあったということは人民銀行行長の周小川も認めているところ。この背景には旺盛

な個人投資家の購入があったということで、2015年4月に株価指数が4000ポイントくらいになって相当過熱感があると思われた時期に『人民日報』が「才開始」(これからだ)と言ったところあたりから、新規個人口座が増えてきました。今までに損をしている人はやや慎重であったわけですが、株を買っている人に若い人が多い。

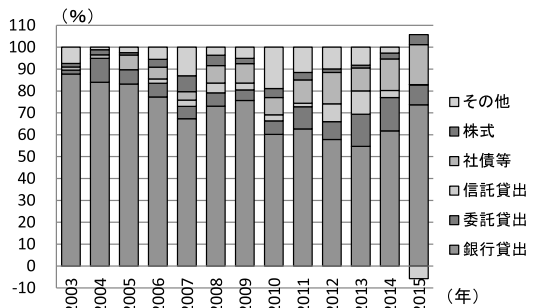
ゴールドマンサックスの2012年の推計では、全体としては家計の資産に占める株式の構成比は2%くらいということで、足元ではもう少し増えていると思いますが、いずれにしてもそれほど高くない(図7)。企業の資金調達に占める株式の比率も、中国人民銀行の社会融資総量の統計で見ると非常に低い(図8)。こうしたことからみると、株の変動がマクロ経済に大きく影響することはないかなと思います。

図7 家計資産構成比



(注) 中国・台湾は2012年、その他は2014年(2Q)。  
(原出所) ゴールドマン・サックス証券, ECB。  
(出所) 講演資料。

図8 企業の資金調達比率 (社会総量)



(出所) CEIC。

## 中国からの資本流出リスク

二つ目のシナリオの資本流出についてです。

外貨準備をみるとピークの3兆9000億ドルから3兆5400億ドルまで約3500億ドル減っています。このうちの3分の1くらいは、中国が持っているユーロや円の資産が対ドルベースで目減りしたためです。しかし、残りの3分の2は資本の流出です。個人的には、ヘッジファンドが資金を流出させたというよりは、中国の企業が、リーズ・アンド・ラグズ（国際間金利差や為替相場の変動を予想して、決済の時期を意図的に早めたり遅らせたりすること）を使ったり、対外直接投資に紛れ込ませたりしている動きが中心だろうと思います。

私は、人民元の国際化をあまり強く求めて自由な資本移動を早く行うことはリスクが高いと考えています。10月に預金金利の上限が撤廃されましたが、実際には国内金融市場の整備はまだ途上です。預金金利も貸出金利も、基準金利をベースにしていますし、まずは国内の金融改革を進めるべきだと考えます。

いずれにしても資本流出は、中国が現在のような比較的厳しい資本規制を続ける限りは大きな問題にはならないとみています。2020年まで、中国はまだそれなりに高い成長をする余力があります。この間に、過剰設備の問題や不動産の一部の過剰在庫といった現存の構造調整の圧力に対応しておく必要があります。構造調整を行って2020年を迎えられればよいのですが、この5年間、問題を先送りにしていくと、これらの問題と先述した2020年以降の課題とが同時に現れるとリスクが大きい。ですから2020年までの5年間は中国経済にとってカギとなる5年間になると認識しています。

## 5. 経済改革の動向

そうなるに経済改革が重要になってくるわけですが、これが最後のテーマです。2013年11月の第18期三中全会で経済改革案が示された時には、踏み込んだ改革案が出たと感じました。しかし、現状では、進んでいる分野もあるものの、

期待通りに進んでいない分野も少なくないと感じます。金融の部分は中国人民銀行行長の周小川、財政の部分は在世部長の楼继偉という、朱鎔基元総理のブレーンだった人が頑張っていてそれなりに進んでいるものの、国有企业改革が遅れている印象があります。

主な経済改革分野は八つありますが（国有企业改革、市場メカニズム改革、政府の役割転換、土地制度改革、金融改革、財政改革、農村・都市一体化改革、対外開放）、時間の関係で、絞ってお話ししたいと思います。

### 財政改革

まず財政改革に関して良かったことは、2014年8月末に予算法が改正されたことで（全人代常務委員会で批准）、これで地方財政の赤字発生が容認されました。かつて南巡講話後、広東省など地方政府が借金を重ね、投資を野放図に拡大していたが、それはいけないということで朱鎔基が主導して予算法を作って地方政府が借金できないようにしました。しかし、地方の開発資金の需要は旺盛で、融資平台による資金調達や土地依存といった歪んだ構造ができてしまいました。そうした意味では、地方財政の赤字を容認して地方債発行を可能化したことは、大きな意味があると言えます。

ただし、2014年9月以降、地方債務整理の動きを急速に進めたことが、足元の景気に悪い影響を与えてしまったため、改革が小休止しています。

私がより重要だと考えているのは、中央と地方の財源と役割のリバランスの問題です。今、中央と地方の財政収入バランスは大体50:50なのですが、支出でみると地方が85、中央が15で、中央から地方への移転支出でカバーしているという構造がいろいろな歪みをもたらしてきました。このリバランスを全人代政府活動報告では2015年にやるとしていましたが、具体的があまり出てこないことが気になっています。

また、地方政府が土地の売却収入に頼るという方法を変え、土地収用を制限する一方で、日



本でいう固定資産税である不動産税を導入しなければならないはずですが、不動産市場への影響を考慮してか、遅れている印象があります。

### 金融改革

金融についてはすでに申し上げましたとおりです。預金金利の上限が撤廃されたことをもって、金利が自由化されたと見る人がいます。しかし私は大分違うのではと思います。預金と貸出の基準金利は継続するというので、いろいろな銀行に聞くと、相変わらず基準金利をベースに貸出金利を決めると言っています。上海のマーケットの関係者に聞いても、期間別にShibor金利は提示されているが、期間が長くなると取引量が極めて少ないため、指標性のある金利として使用することはできないといっています。市場金利にスプレッドを乗せて貸出金利を決めるような形にまだなっていない。金融自由化で本当に大事なものは、このあたりをきちっとやることです。

金融自由化のスピード感の問題はSDRの問題と関わっていて、おそらく2015年11月中にIMFの理事会が開かれ、人民元をSDRの対象にする決定をしそうです（11月30日正式決定）。中国はSDR採用のためにいろいろな約束をして、金融の開放を行っていくのだらうと思います。その際、開放のシークエンスをしっかりやっていくことが重要ではないか。中国人民銀行は実はそのあたりよくわかっている、マクロ・プルーデンスのフレームワークを取り入れて適宜適切に対応するとしており、過度な資本移動は避ける方向に行くのではないかと考えます。このあたりは一つ大きなポイントになります。

### 農村・都市一体化改革、土地制度改革

2014年7月に戸籍制度改革案が発表されました。そこでは2020年までに1億人程度の農村戸籍者を都市戸籍に移すとか、都市戸籍をすぐに取得できない農民には居住証を付与するとかいったことを示しています。農村の土地制度改革については、北京の大興区で土地収用制度の

見直しや譲渡についての改革が試行されています。ただ、楼继伟財政部長は戸籍制度改革の進捗は順調でないと率直に言っていて——私もそう思います——、田舎のほうでは戸籍制度改革の実施要領などを出している一方、北京などの大都市では出さないという現状があります。大都市は就業機会も多く生活も便利なので農民もそこへ行きたいのだけれども、大都市では既に混雑や大気汚染などの問題でオーバーフローだということで、農民工への都市戸籍付与に慎重だと、楼継偉部長は言っています。

私がキーになると考えているのは都市クラスターという概念です。都市化を北京だけでなく、北京の周縁を含む都市クラスターで支えるという考え方です。日本でいうと東京だけでなく首都圏で都市クラスターを作るということで、国家発展改革委員会によれば、中国の新型都市化計画では、こういう都市クラスターが20くらいあるといっています。私は、河北省の固安県という、北京との境にある小都市を訪問したことがあります。現在急速に発展していて、ここに新規に住む人の6～7割は北京に通勤しているということです。今は高速バスで通勤しているのですが、大興区に新しい空港もできればそのうち鉄道もできるだろうということで発展してきています。このように省や市を跨いで都市群としてどのように交通網を整備するのか、というのが重要になると思います。

### 国有企業改革

最後に国有企業改革について申し上げますと、期待に比べ、動きが鈍いという感じを持っています。もちろん「混合所有制」という概念の下、中国石化や中国石油で一部民間資本を導入しようという動きがあったり、地方ベースでもいろいろな動きがあったりすることは事実です。また、2014年8月には、中央政府管轄の国有企業幹部の報酬を大幅に引き下げられることも決定されました。

また、国有企業改革の方向性を表した「国有企業改革の深化に関する指導意見」が2015年8

月24日付で公表されましたが、私自身は少々失望しました。そこでは、混合所有制を推進し、市場原理を重視するとしたことは言われているものの、読んでみると、内容は国有企業の民営化ではなく、国有企業を国有企業として、より強くする方針を示したものと言えます。第13次5ヵ年計画の建議においても、国有企業の競争力を強化すると述べています。先の「指導意見」では「党による国有企業の指導を堅持し、政治の方向性を堅持する」としていますし、商業類の国有企業についても、国有企業を撤退させて民間に任せるとは言うておらず、国有企業として活力を強化するとしています。また、国有資産売却にあたって国有資産流出を防止することを強調していますが、これを強調しすぎると、なかなか民営化は進みません。

金融改革が進んでも借り手のほうの国有企業改革が進まなければ、どうしてもおカネは国有企業にいつてしまうことになりますので、心配しているところです。

ご清聴ありがとうございました

#### 質疑応答

Q：「中所得国の罨」が中国経済に当てはまるか否か、お考えを伺いたいと思います。

A：「中所得国の罨」については、日本の場合、自力で生産性を高めてそれを超えていったという感じですが、中国の場合は外資導入のもたらす効果が地場にも波及していくというプロセスを経ていて、それが実際進んでいるという印象を私は持っています。中国は、「中所得国の罨」でかつてのブラジルや南アフリカのようになるという段階は、すでに過ぎているのではないかと考えています。

Q：IMF が仮に人民元の SDR の構成通貨入りを決定したとして、人民元の国際化によって、中国経済は今後どのような影響を受けるのでしょうか？

A：人民元が SDR の構成通貨に入ること、それ自体で、中国経済が急に大きく動くことはないと思います。ただ、長い目でみれば、二つの側面に注目する必要があると思います。

まず、人民元の SDR 採用を人民元の国際化のプロセスとしてみると、いい面では IMF の勧告に沿った地に足がついた金融改革が進むという面はあります。2015年8月に IMF が、人民元が SDR の構成通貨に入るためのテクニカルな条件に関するレポートを発表しました。そこでは中国は金融市場の整備をもっと進めなさい、市場となる金利をもっと明確にしなさい、為替レートをもっと市場メカニズムに近づけなさい、といったようなことを指摘しています。こうした方針に沿った地に足のついた改革が進むことが期待されます。

その一方、人民元の国際化を進めるために、資本取引の自由化を急ぎすぎることにならないか、には留意が必要でしょう。中国の国内金融市場が未整備で、金融システムにも脆弱性が残る状況で、仮に、資本取引の自由化が過度に進めば、資本流出の規模が大きくなりかねないという懸念があります。

\*本講演記録の内容は、講演者個人の見解にもとづくもので、所属機関を代表するものではありません。

(ふくもと ともゆき・

日本銀行北九州支店長・前北京事務所長)