

論文博士審査報告書

平成 29 年 12 月 16 日

申請学位： 博士（国際開発）

学位申請者 関 辰一

所属： (株) 日本総合研究所 調査部 副主任研究員

論文題目： 中国の経済成長の可能性とボトルネック

英文題目： The Possibility and Bottleneck of China's Economic Growth

審査委員会： 主査 国際学部教授 梶原 弘和
副査 国際学部教授 杜 進
副査 国際学部教授 徳原 悟
副査 学事顧問 渡辺 利夫

I 論文の要旨

本論文の目的は、中国の経済成長の可能性とボトルネックを明らかにすることにある。中国は、1978年の改革開放の開始を契機とした積極的外資導入や加工貿易の拡大などにより、目覚ましい経済成長を遂げることができた。ところが、人件費の上昇や外資政策の転換が加工貿易の重石となり、2008年にはリーマン・ショックが発生し、中国経済の風向きは大きく変わった。このため4兆元の景気対策が打ち出された後、中国経済のハードランディングは回避された一方、国進民退（公的部門の拡大、民間部門の停滞）やシャドーバンキングの拡大などの問題が浮上し、中国の経済成長は持続的なものかどうか、不透明感が急速に高まった。

こうしたなか、本論文では、すでに消費拡大が中国の経済成長を牽引しており、今後も成長の柱となり得ることを明らかにした。一方、金融面では過剰な企業債務が、持続的な経済成長の大きなボトルネックであることを主張する。

中国経済の持続的な成長には、消費拡大が欠かせない。一部では、大きな所得格差を勘案すると、今後、中国では持続的な消費拡大は望めないとの見方がある。確かに、鄧小平が提起した「先富論」に基づき、一部の地域が先に豊かになるなか、多くの地域は大きく後れを取る状況が続いた。その結果、全体で見ると中国経済は高成長を遂げたにもかかわらず、絶対的多数の内陸中小都市の人々はその恩恵を享受できずにいた。このため、先進地域の高成長が終わると、全国の消費拡大も一巡するという見方もあながち否定できない状況であった。

しかしながら、2000年代後半から、様相は大きく変化し、消費需要が急拡大するようになった。これは、投資と輸出が目立つ中国では目新しい重要な現象である。さらに、消費需要の底上げがみられる。すなわち、先進国並みの豊かさがみられる沿海部ではなく、開発途上の内陸部の消費が急拡大している。都市部と農村部に分けてみると、農村部の消費が都市部よりも速いペースで拡大している。都市内においても、低所得層や中間層の消費拡大が顕著である。

今後も消費拡大が中国の経済成長の柱となり得る。一般的な認識の通り、中国の所得格差は大きい。しかし、2000年代後半から格差は着実に縮小している。中国政府の指導の効果というより、市場の機能が格差是正と消費需要の底上げに寄与している。とりわけ、自動車産業は消費需要拡大にとって柱となるセクターであるため、リーマン・ショック直後の自動車市場の様相や政府の減税政策の効果など、細部に踏み込んで分析を行った。

他方、4兆元の景気対策の裏で、金融面とりわけ企業債務の急拡大に大きなリスクが潜んでいる。中国では、企業の債務が余りにも大きく、その拡大のペースも速い。2008年末から2016年末にかけて非金融企業債務は4倍に膨張している。その対GDP比は166%と、バブル期の日本を上回る。企業の債務は、貸し手の債権である。巨額な企業債務があるということは、金融機関が巨額な不良債権を抱えている可能性があるということに他ならないが、中国の不良債権の実態は不透明である。

中国国内では、2012年頃から中国人民銀行や社会科学院などが、企業債務急増の問題を研究し、過度に心配する必要はないと結論付けてきた。他方、IMFや国際決済銀行は、2016年からこの問題は金融危機につながるおそれもあるため、中国経済の大きな下振れリスクであると警鐘を鳴らし始めた。

本論文は、後者と同様な主張をする。もっとも、その際に独自に「潜在不良債権比率」と「潜在的な不良債権の規模」を推計した。さらに、金融危機が発生しなくとも、企業の財テクが過剰債務の大きな要因である点を勘案すれば、企業のバランスシート調整が中国経済のハードランディングにつながりうる点を新たに指摘した。中国の企業債務問題をマクロとミクロの両面からみたこと、問題の背景を企業・金融機関・政府という切り口で整理したこと、日本のバブル期との比較を行ったことも、本論文の特徴と言える。

II 論文の構成

序 章：本論文の目的と構成

論文の目的

各章の概要

第1章 底上げがみられる中国の消費需要、変わる消費構造

はじめに

1. 拡大する中国の消費需要

(1) 消費はすでに急激に成長

(2) 成長モデルに変化の兆し

2. 底上げがみられる消費需要

(1) 「内陸部消費」「農村消費」「低所得層消費」が急拡大

(2) 拡大持続が見込まれる内陸部消費

(3) 都市－農村の所得格差と都市内の所得格差も縮小

3. 変わる消費構造

(1) 急拡大した交通・自動車等関連費

(2) 「サービス」の時代が到来

おわりに

第2章 自動車産業からみた旺盛な中国の国内需要

はじめに

1. 拡大する自動車市場

(1) 世界に先駆けて回復した中国経済

(2) 金融危機後の自動車市場

(3) 中国自動車産業の黎明期

2. 高まる個人の購買力

(1) 国内需要を牽引し始めた個人部門

(2) 上昇する所得水準

(3) 旺盛な国内需要と世界一の自動車生産

3. “呼び水”の政策、“本流”の個人の購買力

おわりに

第3章 成長モデルの転換を求められる中国経済：壁に直面する加工貿易

はじめに

1. 中国の経済成長モデルの特徴

- (1) キーワードとなる加工貿易と不動産開発
 - (2) 低賃金と加工貿易
 - 2. 壁に直面するこれまでの発展モデル
 - (1) 上昇する賃金
 - (2) 低下する国際競争力
 - 3. 求められる成長モデルの転換
 - (1) 新興国向け一般貿易の拡大
 - (2) 内需関連産業の拡大
- おわりに

第4章 限界に向かう中国の企業債務拡大：バブル期の日本と似た様相

- はじめに
- 1. 拡大する中国の総債務
 - 2. 財テクに走る企業
 - (1) バブル期の日本と似た様相
 - (2) 中国では、銀行を経由した高利貸しが代表的な財テク
 - (3) 果てなき利益追求に没頭する国有企業
 - 3. 製品・サービスの質的向上を伴わない繁栄は持続性に疑問
- おわりに

第5章 中国のシャドーバンキング：そのリスクと政府対応力をどうみるか

- はじめに
- 1. これまでの経緯
 - (1) 急上昇する短期金利
 - (2) 狙いはシャドーバンキング是正に向けた断固たるスタンスを示すこと
 - 2. シャドーバンキングとは
 - (1) 先進国のシャドーバンキングの定義
 - (2) 中国におけるシャドーバンキング
 - 3. シャドーバンキングの潜在的リスク
 - (1) 景気の底割れ、ずさんなインフラ開発投資、不動産価格の下落
 - (2) 急進的なリスク回避行動
 - (3) 米国サブプライム・ローン問題との比較
 - 4. 政府の対応力をどうみるか
- おわりに

第6章 バランスシート不況の入口に立つ中国経済

はじめに

1. 景気は減速
 - (1) 景気の現状
 - (2) 政府の景気てこ入れ策とその効果
 2. 中国経済の重石となる過剰債務・過剰投資
 - (1) 急増する企業債務
 - (2) 背景には企業の過剰投資と財テク
 - (3) 始まった企業のバランスシート調整
 3. 先行き、景気が大幅に下振れるリスクも
- おわりに

第7章 中国で深刻化する過剰債務問題：潜在不良債権比率と不良債権規模の推計

はじめに

1. 深刻化する過剰債務問題
 - (1) 積極融資がもたらす債務膨張
 - (2) 不良債権の増加が銀行経営を圧迫
 2. 金融危機発生リスクも
 - (1) 潜在不良債権比率の推計
 - (2) 不良債権規模の推計
 - (3) 金融機関の破綻と政府によるミスハンドリングに留意
 3. 当面は危機回避可能も成長率低下局面は長期化
 - (1) 中国政府は信用収縮を警戒
 - (2) 遅れる資源配分の最適化
- おわりに

第8章 社債市場からみた中国のモラルハザード問題

はじめに

1. 市場メカニズムが機能しない社債市場
 - (1) 極めて低いデフォルト率
 - (2) 社債市場の概要
2. デフォルトさせないようにしてきた政府
 - (1) 政府保証の存在
 - (2) 抑制された資金調達コスト
 - (3) 様々な市場への政府介入
3. ジレンマに直面する政府
 - (1) 政府はデフォルト容認に転換

(2) デフォルト抑制姿勢に戻る可能性も
おわりに

終章 リスク・コントロールに向けての課題

はじめに

(1) 重荷を渡された習近平政権

(2) 求められる方向性

おわりに

III 論文の概要

第1章では、中国の消費拡大と消費需要の底上げに注目する。近年、経済水準の劣る内陸部・農村部・都市内の低中所得層の消費が急拡大している。この背景には、所得格差の縮小が指摘できる。2000年代半ば以降、中西部の賃金は企業の内陸部移転に伴い、一貫して東部を上回るペースで上昇している。農民の収入は企業の農村進出や出稼ぎ収入の増加、農業の生産性向上などを背景に、急ピッチで増加している。都市内では、工事現場など低賃金の職種の賃金上昇率が高い状況が続き、低所得層の上位所得層に対する所得倍率は低下傾向にある。今後を展望すると、企業の内陸シフトが見込まれるなか、内陸部では人手不足が続き、賃金は高い伸びを持続する可能性が高い。さらに、農民工の流入が続くと見込まれることも消費拡大に寄与する。

第2章では、リーマン・ショック後の自動車需要の拡大は政策による一時的なものではなく、個人の購買力向上に伴う中長期的なものであることを指摘する。中国経済は金融危機後の輸出不振により大幅に悪化するリスクに直面したものの、実際には旺盛な国内需要により、世界に先駆けて回復した。とりわけ、自動車市場の急拡大は他の産業の回復を牽引した。リーマン・ショック後の自動車市場の急拡大は、①所得水準の上昇、②自動車価格の低下、③政策効果、④2008年の買い控えによる反動の4点が背景であった。今後、中国の自動車市場は引き続き個人の購買力の高まりを背景に、堅調に拡大すると見込まれる。

第3章では、中国経済のボトルネックとなる要因として、人件費の上昇を取り上げる。近年、平均賃金は5年間で2倍のペースで上昇している。その結果、中国のアパレル・衣類の国際競争力はベトナムを下回るようになったように、中国の軽工業品の国際競争力は他の新興国に追い上げられ、追い越されるようになった。加工貿易に携わる企業は厳しい経営環境に直面し、加工貿易の輸出に占める割合は2005年以降低下傾向にある。このように、中国では人件費の大幅な上昇により、高成長を牽引してきた加工貿易はその役割を果たすことができなくなりつつある。

第4章では、企業債務拡大は限界に向かっており、中国経済の大きなリスク要因であると問題提起する。近年、中国では企業債務が急膨張しており、債務残高の対GDP比はバブル期の日本を上回る。企業が調達した資金は、非効率とはいえ設備投資やインフラ投資といった実物投資に投じているのか。かなりの部分が金融資産に投じられているところに大きな問題が潜んでいる。余剰マネーが市場にあふれるなか、大手企業がハイリスクの資産運用を拡大している状況は、バブル期の日本を彷彿させる。製品・サービスの質的向上を伴わない繁栄は持続性が問題である。

第5章では、代表的な資産運用先であるシャドーバンキングの範囲、背景、リスク、政府対応力について補足説明する。先進国では、銀行融資以外のルートで資金を供給する信用仲介機能をシャドーバンキングとみなしている。中国では、銀行の理財業務と委託融資、信託融資に最も注目しなければならない。この3つは規模が大きく、拡大ペースも速く、リスクも高いためである。

第6章では、2015年頃には、中国で「バランスシート不況」の兆しがみられたことを指摘する。日本では、1990年代に入り資産価格が下落し続けるなか、企業は過大な債務と資産の目減りへの対応から、債務返済を優先する一方、設備投資を大幅に抑制した。1991年以降、日本銀行は金融緩和を講じたものの、設備投資を回復させることができず、日本は深刻な不況に陥った。このような不況を、エコノミストのリチャード・クー氏は「バランスシート不況」と呼んだ。いまの中国も同様なリスクに直面している。2015年頃には、委託融資などの金融資産が目減りするなか、企業が過大な債務と資産の目減りへの対応から、固定資産投資を抑制するようになった。中国人民銀行は2014年11月から大幅に政策金利を引き下げたものの、その効果は著しく低下した。

第7章では、企業債務問題が金融危機の発生につながる恐れがあることを指摘する。企業の債務は、貸し手の債権である。巨額な企業債務があるということは、金融機関が巨額な不良債権を抱えている可能性があるということに他ならない。他方、中国の不良債権の実態は不透明である。そこで、中国の金融システムの安定性をみるために、「潜在不良債権比率」を推計する。その結果、2015年末時点で8.6%であった。さらに、潜在的な不良債権残高は12.5兆元と、公式統計の10倍の規模に達する。

第8章では、巨額な企業債務と不良債権が積みあがったのは企業側と金融機関側のみならず、政府の対応の失敗が影響していることを指摘する。国有企業に対する政府保証はモラルハザード問題を引き起こしている。実際、民間企業の経営効率が国有企業よりも高いにもかかわらず、政府保証を得られる国有企業の方が低いコストで資金を調達できている。これにより、国有企業は返済能力を上回る規模の債務を負いやすくなる一方、資金の出し手は企業経営に対するチェックが甘くなる。

終章では、リスク・コントロールに向けての課題をみていく。今後、中国政府は過剰債務の解消（デレバレッジ）を進めながら、景気失速を回避して安定成長を目指すという、難しいかじ取りを求められる。景気失速回避策は十分に打ち出されている一方、過剰債務

の解消は進んでいない。過剰債務の解消に向けて、「自己責任原則」の貫徹が求められる。国有企業に対する債務保証や補助金などの政府保証をやめなければならない。このほか、国有企業の民営化、金融監督の強化、情報開示の徹底、過度な低金利の見直しに取り組んでいく必要がある。

IV 論文の総合評価

1. 論文提出から審査までの経緯

申請者より平成 29 年 6 月 2 日に学位申請書類及び学位申請論文が提出された。研究科委員会は受理審査会を編成し、8 月 8 日に語学試験（英語、合格）を実施した。学位申請論文が受理に値することを 10 月 7 日の研究科委員会に報告し、これが承認されたのちに審査委員会が編成された。審査委員会の構成は、梶原弘和（国際学部）、杜進（国際学部）、徳原悟（国際学部）、渡辺利夫（学事顧問）の 4 名である。

4 名は複数回の会合を重ねた後、平成 29 年 11 月 28 日に口頭試験を行い、後述のように最終的に判定した。

2. 審査所見

中国経済は改革開放政策を実施して以来、著しく成長し、世界経済への影響力を高めた。ゆえに中国経済の動向は世界的に注目されてきた。しかし中国経済は減速し、今後の経済成長に疑念が生じてきた。本論文は、中国経済のさらなる成長は消費拡大が重要であるとみなし、そのボトルネックとなる金融面での過剰な企業債務要因を明らかにする、ことを目的としている。

中国経済の持続的な成長には、消費拡大が重要であるとみなす。大きな所得格差を勘案すると、今後、中国では持続的な消費拡大は望めないとの見方がある。確かに、鄧小平が提起した「先富論」に基づき、一部の地域が先に豊かになるなか、多くの地域は大きく後れを取る状況が続いた。その結果、全体で見ると中国経済は高成長を遂げたにもかかわらず、絶対的多数の内陸中小都市及び農村の人々はその恩恵を享受できずにいた。このため、先進地域の高成長が終わると、全国の消費拡大も一巡するという見方もあながち否定できない状況であった。

しかしながら、2000 年代後半から、様相は大きく変化し、消費需要が急拡大するようになった。これは、投資と輸出が目立つ中国では目新しい重要な現象である。さらに、消費需要の底上げがみられる。すなわち、先進国並みの豊かさがみられる沿海部ではなく、開発途上の内陸部の消費が急拡大している。都市部と農村部に分けてみると、農村部の消費が都市部よりも速いペースで拡大している。都市内においても、低所得層や中間層の消費拡大が顕著である。

今後も消費拡大が中国の経済成長の柱となり得る。中国の所得格差は大きい。しかし、2000年代後半から格差は着実に縮小している。中国政府の指導の効果というより、市場の機能が格差是正と消費需要の底上げに寄与している。とりわけ、自動車産業は消費需要拡大にとって柱となるセクターであるため、リーマン・ショック直後の自動車市場の様相や政府の減税政策の効果など、細部に踏み込んだ分析を行っている。

他方、金融面とりわけ企業債務の急拡大に大きなリスクが潜んでいる。中国では、企業の債務が余りにも大きく、その拡大のペースも速い。2008年末から2016年末にかけて非金融企業債務は4倍に膨張している。その対GDP比は166%と、バブル期の日本を上回る。企業の債務は、貸し手の債権である。巨額な企業債務があるということは、金融機関が巨額な不良債権を抱えている可能性があるということに他ならない。

中国国内では、2012年頃から中国人民銀行や社会科学院などが、企業債務急増の問題を研究し、過度に心配する必要はないと結論付けてきた。他方、IMFや国際決済銀行は、2016年からこの問題は金融危機につながるおそれもあるため、中国経済の大きな下振れリスクであると警鐘を鳴らし始めた。

本論文も、そのリスクを主張する。中国経済の成長可能性を追求するとともにそのボトルネックを明らかにし、中国経済の将来性を検討する。このため詳細に統計を収集して分析し、客観的な事実を積み上げて分析目的にアプローチしている。分析内容は説得的であり、中国経済の問題点を詳細に指摘し、ゆえに中国の成長可能性を明確に提示できている。

3. 審査委員会結論

学位論文審査委員会は、事前に提出された学位論文申請書、学位申請論文、研究業績、学位申請者略歴等をもとに、数回の会合を重ね厳重な審査を行った。最終的には、その内容とともに平成29年11月28日の審査委員会の口頭試験により、審査委員会は審査員全員一致で学位申請者に対し、提出論文が「博士（国際開発）」の学位授与に値することを認めた。