

(エ) 論文要旨

論 文 要 旨

申請者氏名：関 辰一

申請学位：博士

主論文題目：中国の経済成長の可能性とボトルネック

主論文要旨〔邦文は4,000字以内
外国語は2,000語以内〕

論文の目的：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るなか、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。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、全体でみ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、詳部に踏み込んで分析を行う。

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ていったこと、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、特徴と言えよう。

各章の概要：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・都市内の中低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年入り後に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。