

## 第Ⅱ部

### グローバル金融危機と経済構造改革



## 第5章

# グローバル金融危機と中国の政策対応

——過剰貯蓄の解消に向けた課題——

曾根 康雄

### 第1節 はじめに

グローバル金融危機に際して、中国はいち早く景気刺激策を発表・実行し、経済の減速を最小限に食い止め、世界経済の下支えに貢献した。中国の迅速な対応は、海外諸国からも一定の評価を得ている。もっとも、第11次5カ年計画期（2006～2010年）の半ばで発生したグローバル金融危機によって、中国政府が非常時の経済政策運営モードに転換したために、同5カ年計画で推進すべきであった構造改革が先送りとなり、さらには旧来の非効率な投資の膨張を招いてしまったことは否めない。また、グローバル金融危機の遠因であったとも指摘される中国の対外不均衡とその裏返しである過剰貯蓄構造の是正も足踏み状態となった。

本章では、中国の第11次5カ年計画期のマクロ経済政策運営に焦点を当て、2008年9月のリーマン・ショックを境とした政策の変化を考察する。つぎに、金融危機対応策が国内経済にもたらした「副作用」について検討を行う。さらに、過剰貯蓄の原因を探るとともに、その解消に向け第12次5カ年期中に中国政府が取り組むべき課題を提示する。

## 第2節 グローバル金融危機への対応策

### 1. 2006～2010年のマクロ経済運営の概要

中国政府は、第11次5カ年計画（以下、「十一五計画」と略）期の基本方針を「発展方式の転換」との標語に定め、主要な目標として、①投資・輸出主導の経済発展方式から消費主導の経済発展方式への転換、②産業構造・輸出構造の高度化、製造業の高付加価値化、③資源利用効率の向上・生態環境の改善、などが盛り込まれた。中国は、第9次5カ年計画期（96～2000年）において、「粗放型（要素投入型）成長」から「集約型（生産性向上型）成長」への移行を目標とする「成長方式の転換」を掲げていたが、アジア通貨危機の影響などもあって十分な成果は挙がっていなかった。「十一五計画」の基本方針は決して目新しいものではないが、標語の文言が「成長」から「発展」に置き換えられ、成長率の追求よりも成長の「質」を重視する姿勢がいつそう強調されることとなった。

こうした基本方針のもとに開始された「十一五計画」期の中国のマクロ経済政策運営は、以下の四つの時期に区分することができる。

- I. 北京オリンピックに向けた景気過熱（～2007年末）
- II. 景気のピークアウトとマクロ経済政策転換の模索（2008年上期）
- III. グローバル金融危機の発生と政策対応（2008年下期～2009年）
- IV. 景気の過熱と「出口戦略」模索（2010年）

「十一五計画」が始まったI期の2006年は、北京オリンピックに向けた建設ラッシュにより経済は過熱感を強めていた。中国のWTO加盟を契機とした国際分業体制の再編の加速とそれによって「世界の工場」と化した中国の経常収支黒字の増大と海外からの資金の流入、および人民元の上昇を抑えるための為替市場への介入によって、中国の国内には過剰流動性が滞留した。さらに、「非流通株」改革<sup>(1)</sup>にメドが立ったことで資本市場に大量の資金が

流入、06年以降株価が急騰した。中国政府は、経済の過熱抑制のため、04年以降利上げを継続してきた。

引き締め基調の経済政策運営が転換したのがⅡ期の2008年上期である。北京オリンピックに向けた建設ラッシュがピークを過ぎ、金融引き締め策の効果もあって、2008年に入りGDP成長率は第1四半期の前年同期比10.6%増から第2四半期は同10.1%増へと減速した。輸出も、05年以降の人民元為替レートの上昇や沿海地域の労働コスト上昇などの影響により、伸び率の鈍化が明白になった。金融政策について言えば、それまでの引き締め基調から中立・緩和基調への転換をめぐる議論が専門家の中で活発化し、政府指導者も7月に輸出産業の集中する沿海地域の都市を訪問し、現状把握に努めた<sup>2)</sup>。そして、9月ようやく金融緩和へと一步を踏み出したのであるが、偶然にもリーマン・ブラザーズ破綻とタイミングが重なることとなった。ここからⅢ期が本格的に始まることになる。

## 2. 金融危機への政策対応

グローバル金融危機に際し、中国政府は、国際経済・金融環境の自国経済へのマイナス影響を回避すべく、①財政・金融政策、②産業支援策、③消費支援策、④資産市場対策、など危機対応の政策を総動員した。

### (1) 財政・金融政策

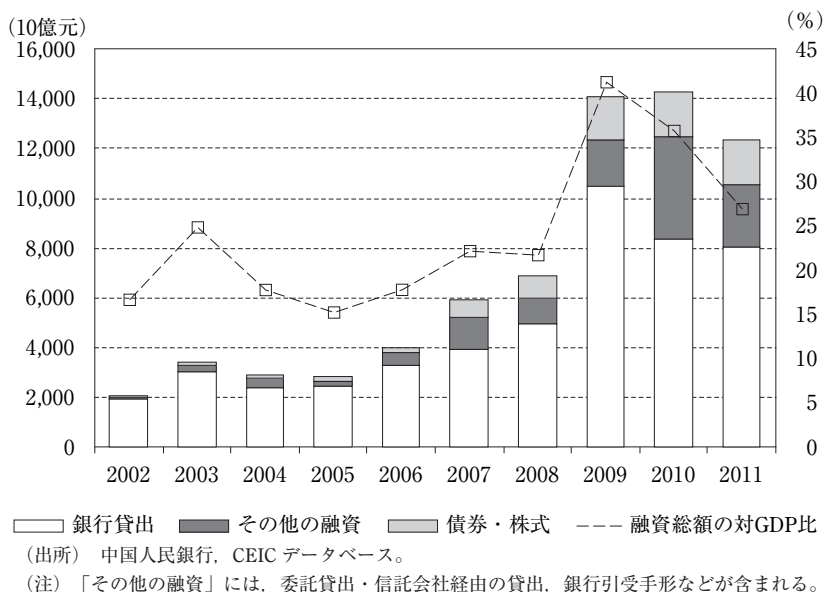
リーマン・ショックから2カ月も経たない11月10日、総額4兆元(約56兆円)に相当する景気対策が発表された。これには、庶民向け低価格住宅建設、水・電力など農村インフラ建設の加速、鉄道・道路・空港など高速輸送インフラプロジェクト、医療・衛生・教育の充実、研究開発、省エネ・環境保護、四川省大地震の復興支援などが含まれた。

この景気対策の期間は2008年11月から2010年までとされ、その期間に名目GDPの約12%(2009年)に相当する4兆元を投入するというものである。

「積極的な財政政策」が標語となったが、実際に中央政府が財政から支出する「真水」の部分は全体の3分の1弱ほどの1兆1800億元に過ぎず、残りは銀行融資、および地方政府、民営企業が負担するというものであった。また、投資額の約4割が交通・電力インフラなどの公共投資であるが、新規のプロジェクトは少なく、ほとんどが従来から計画されていたプロジェクトの前倒し実施という形をとった<sup>3)</sup>。一方、金融政策は「適度に緩和的な金融政策」という標語のもと、①金利引き下げ、②預金準備率引き下げ、③融資の総量規制の撤廃、といった手段でグローバル金融危機への対応が進められた。

前述したように、2008年上期から景気減速への懸念が強まり、夏場にかけて政策変更の議論が高まった。その帰結として9月16日に6年5カ月振りに貸出金利（1年物、以下同じ）が27ベースポイント（bp）引き下げられたが、それは偶然にもリーマン・ブラザーズ破綻のニュースが世界を駆け巡った翌日のことであった。そして、世界同時不況への警戒が強まるなかで、2008年

図1 社会融資総額



末にかけて計5回、合計216bpの利下げが一気に実行された。

預金準備率（大型預金受入機関）は、アジア通貨危機の後6.0%に引き下げられた後、景気過熱にともない2003年から徐々に引き上げられ、グローバル金融危機が発生した2008年9月には17.5%に達していた。リーマン・ショック以降、利下げと並行して準備率の引き下げも実行され、2008年末には15.5%となった。また、準備預金、超過準備預金に対する利子率も、2008年11月にそれぞれ1.62%、0.72%へと引き下げられた<sup>(4)</sup>。

預金準備率の引き下げとともに、従来最も効果的な金融引き締め手段であった銀行融資の総量規制も撤廃されることになった。「適度に緩和的な金融政策」という表現のもとに大幅な金融緩和を許容する環境が整い、国内の金融機関による融資は2008年から09年にかけて大幅に増加した（図1）。

## (2) 産業支援策

リーマン・ショック以前から中国の沿海地域の労働集約型輸出産業、とくに中小輸出企業の経営不振は深刻化していた。これは、①2004年以降顕在化した沿海地域の労働力不足による労働コスト上昇、②2008年1月施行の労働契約法にともなう社会保障関連の企業負担の増加、③世界的な資源・エネルギー価格高騰による原材料・部品調達コストの急騰、④国内の金融引き締めによる中小輸出企業の資金繰り圧迫、⑤輸出構造の高度化（高付加価値化）のための加工貿易に対する抑制策の実施、⑥人民元為替レートの切り上げ、といった要因による。経営環境の悪化により地場中小輸出企業はもちろん、外資系企業のなかにも倒産・撤退を迫られる企業も現れた。2008年7月に温家宝首相や王岐山副首相ら国家の最高指導者が沿海地域の都市を訪問したことで、これらの問題の深刻度が明らかになった。

グローバル金融危機を契機とした外需の収縮は、中国の輸出産業の窮状に追い打ちをかけることになった。この時点に至って、中国政府は、海外諸国との貿易摩擦を解消するために実施してきた輸出抑制的な政策を転換することになった。まず輸出生産に関連する付加価値税（増値税）の還付率の引き

上げである。94年に導入された付加価値税（税率17%）は、輸出振興のために輸出関連企業に対し税還付（当初17%）を行っていた。しかし、99年～2007年7月の間に過剰輸出を抑制するために還付率の引き下げが計15回行われ、2007年には通関品目全体の37%（2831品目）を対象として還付率引き下げや還付取り消しが行われた。しかし、2008年7月の最高指導者の地方視察の直後、紡績品や衣料品に対し輸出付加価値税の還付率引き上げが決定され、2009年6月までに計7回、対象品目を拡大した還付率引き上げの措置が講じられた。また、2006年以降に発表された「加工貿易禁止目録」、「加工貿易制限目録」<sup>(5)</sup>についても、グローバル金融危機以降、同目録から除外される品目が徐々に増大し、加工貿易の延命策が図られた。

輸出産業については、このほかにも、人民元為替レートの米ドル固定化といった形で支援策が実行された。2005年7月の人民元為替制度改革以来、米ドルに対し3年間で約2割上昇した人民元レートは、2008年夏場以降米ドルに対する変動がほとんどなくなり、実質的に2005年以前の米ドル固定レートが復活した。さらに、2009年5月には輸出企業負担軽減策が発表され、輸出信用保険制度の整備・拡充、貿易取引における人民元決済の試行<sup>(6)</sup>などが実施された。一部の地方政府では、企業の輸出に対し一定の補助金を支給するという措置も採られた。

### (3) 消費支援策

グローバル金融危機を受けた消費振興策は、製品では家電製品と自動車、地域的には農村部に重点が置かれた。

農村部では、家電販売の奨励策として「家電下郷」と称する政策が実行された。これは、農村部で家電製品を販売する際に、販売額の13%の補助金を購入者（農民）に直接支給するというもので、当初は冷蔵庫、エアコン、カラーテレビ、携帯電話の4品目が対象となり、その後対象品目は9品目にまで拡大した。もっとも、補助金の対象となるのは、総じて低価格品であり、単価の高い高級品や輸入品などは対象から除外された。



自動車に関しては、2009年1月から自動車購入時に課される購入税の税率が、排気量1600cc以下の小型乗用車について従来の10%から5%に軽減された。小型車に税制上の優遇を適用した背景には、環境保護のために排気量の小さい小型車の販売を促進させたいという意図もあった。また、農村部では、家電製品と同様に、自動車の販売に際して、購入者（農民）に販売額の10%の補助金を支給する措置（「汽車下郷」）も採られた。なお、家電製品と自動車の買い替えに対しては、都市部・農村部を問わず補助金が支給された。

#### (4) 資産市場対策

グローバル金融危機の中国における最大の「受益者」は中国の不動産業界と証券業界であったと言えるかも知れない。中国の資産市場は不動産市場・株式市場ともに2006～07年に価格の急騰を見たが、2007年下期にピークを付けた後は、政府による金融引き締め策の影響もあって2008年にかけて価格の下落が続いていた。不動産開発業者のなかには資金繰りに窮して営業停止や倒産に追い込まれるものもあった。一般的には、グローバル金融危機は、資産市場にとってはネガティブな材料である。しかし、中国は内外の資本取引を厳しく制限しているため、海外投資家が保有している国内資産は少なく、海外投資家のリスク許容度の低下が国内市場の資産価格に直接的な影響を与える可能性は小さい。むしろ、金融危機対応として金融政策が引き締めから緩和に転換し、不動産市場や株式市場の救済策が即座に採られたことで住宅価格や株価は上昇に転じ、両業界ともに息を吹き返したと言える。

不動産市場については、住宅購入者に対する優遇策として、住宅ローンの条件緩和、頭金比率の引き下げ、物件売買の取引税の軽減・免除などの措置が実施された。また、開発業者に対しては、融資の提供・斡旋、開発用地取得時の自己資本規制の緩和などの措置が実施された。

株式市場救済策としては、まず取引活性化のため株式売買に課される印紙税の税率が引き下げられた。また、市場の需給を調節し株価を下支えするために、新規上場（IPO）が一時的に停止された他、2006年以降進行していた

市場の歪みを是正するための「非流通株」（国家株、法人株）放出を一時停止するといった措置が採られた。

資産市場対策は政府のねらいどおりの成果を挙げ、資産価格の下落には歯止めがかけられた。もっとも、政府にとっては、後述するように、その後の住宅価格や株価の高騰の方がより深刻な問題となった。

### 第3節 金融危機対応策の問題点

#### 1. 過剰流動性と価格上昇

政策総動員の結果、2009年第1四半期を底に成長率は上昇に転じ、第2四半期以降は従来から最低ラインとしている前年比8%増を上回る成長率を回復した。また、通関ベースの輸出額は2008年11月以降前年同月比でマイナスに転じたが、輸出振興策・輸出企業支援策により輸出減少率は2009年5月を底に改善に向かい、2009年12月にはほぼ1年振りに前年比増加に転じた。

グローバル金融危機への対応策は、景気の下支えという点では成果があった。中国の高成長の回復・維持は、世界経済の下支え要因となり、迅速な景気対策の決定・実行は海外からも一定の評価を得た。しかし、国内的には、かねてから懸念されていた過剰流動性の問題がいつそう深刻化することになった。

世界同時不況の発生で、中国の輸出は確かに打撃を受けた。しかし、加工貿易が中心の中国の貿易構造により、輸出品生産のための原材料・部品の輸入も減少した結果、貿易収支の黒字の縮小はさほど大きなものではなかった。経常収支黒字は減少したとは言え依然として高水準を維持し、直接投資による資金流入も続いた。一方、人民元為替レートの安定化のため、金融当局は市場介入を継続し、大量のドル買い・元売り介入を行った。この結果、外貨準備の増大は続き、市中には大量の人民元が放出されることになり、過剰流

動性の問題が再燃した。潤沢な資金を背景に銀行融資が急増したが、余剰資金の多くが不動産市場や株式市場に流入することになった。

とりわけ深刻だったのが、資産価格とくに不動産価格の高騰である。「積極的な財政政策」と「適度に緩和的な金融政策」という標語のもと、大量の資金が供給され、企業経営やインフラ整備を支援したが、銀行融資の急増により余剰資金が株式市場や不動産市場にも流入した。とくに、既存の不動産開発業者だけではなく、潤沢な資金を有する中央企業（中央政府が所管する大手国有企業、約120社）や製造業の大手企業が不動産開発に新規参入し、余剰資金を不動産で運用するケースが増加した。新築住宅販売額は2009年1月から増加に転じ、通年では前年比75.5%増となった。また、不動産販売価格指数も、リーマン・ショックを境にして前年比マイナスに転じたが、取引高の回復を背景に2009年6月にはプラスに転じた。

なお、「4兆元」政策パッケージに盛り込まれた庶民向けの低価格住宅の建設は、完成率が当初の計画を大幅に下回ったと言われる。これは、地方政府、銀行、開発業者のいずれもが利益率の高い高級住宅物件の建設に走ったためである。このため、低価格住宅が供給不足に陥り、実需要因から価格が高騰した。

さらに、消費者物価指数についても上昇圧力が増大した。リーマン・ショックの後、消費者物価指数（CPI）は急落し2009年はデフレに陥ったが、2009年末にCPIが前年比プラスに転じると、2010年にかけてインフレ傾向が強まり前年比5%増の水準に達した。とくに食品価格の上昇率が高いが、これは過剰流動性を背景に商品市場において農産物の投機的な取引が横行したことが一因であり、それが生産者の売り惜しみを招いて価格の上昇に拍車をかけた。住宅価格の上昇とともに、食品を中心としたCPIの上昇は庶民生活の圧迫要因となった。

## 2. 経済・産業構造転換への副作用

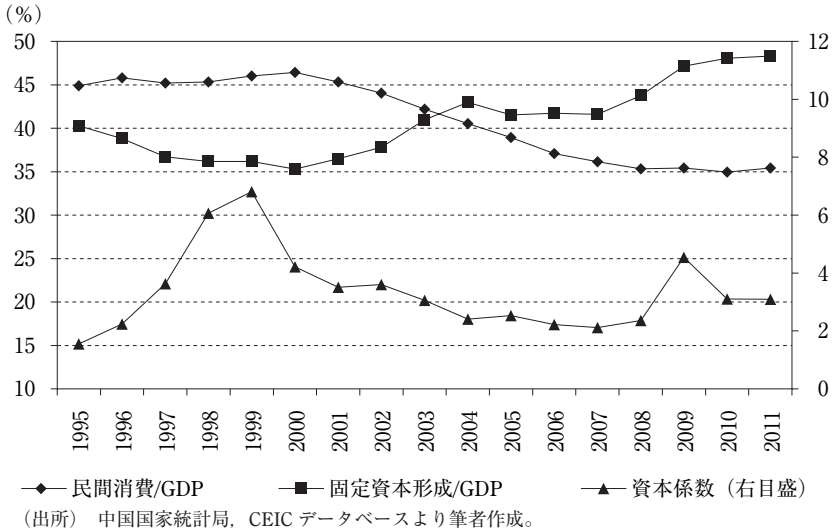
中国政府のグローバル金融危機への政策対応は、景気後退の回避という意味では成功したが、優先課題は成長率の維持と雇用機会の確保となり、「十一五計画」の基本方針である「発展方式の転換」に照らしてみれば、結果的にこれに逆行する投資主導の景気回復への回帰をもたらしたと言わざるを得ない。

前述の消費振興策は、局所的・一時的な効果にとどまった。家電製品と自動車については、販売額が急増したが、政策措置の対象以外の商品・サービスについては消費は振るわず、旅行業などのように逆に低迷する業種もあるなど全体として消費は盛り上がりを欠いた。GDPに占める投資・消費比率は、「十一五計画」の狙いとは反対の方向に進んでしまい、「投資・輸出主導の成長」から「投資・消費・輸出のバランスのとれた成長」への転換は遠のいた（図2）。

投資主導の景気回復過程において、過剰生産能力の問題も再燃することとなった<sup>(7)</sup>。地方プロジェクトのなかには、周到な計画なしに実行に移されたものも少なくない。これには、景気回復期に需要が急増する素材産業や環境保護・省エネの大義のもとに無計画に開始される新エネルギー関連プロジェクト（風力発電）なども含まれる。中央政府は過剰生産能力の解消のため、大手企業（おもに中央企業）に地方の中堅企業の買収を奨励したが、実際には、買収後に買収先の企業で新たな設備投資を行う例も多く、生産効率の向上に結び付かなかった。事実、2007年までは改善していた資本係数は、2008～2009年にかけて急速に悪化している（図2）。

さらに大きな問題となったのは、景気刺激策が国有銀行・企業を中心に進められたことで、国有企業が恩恵を受ける反面、民営企業が取り残される「国進民退」（国有企業が躍進し、民営企業が衰退する）と呼ばれる傾向が強まったことである。「十大産業振興策」<sup>(8)</sup>などの産業振興策では中央企業がとく

図2 投資率・消費率(%)と資本係数



に優遇された。また、各地の投資案件でも大手の国有企業に請け負わせるケースが多発した。地方政府は銀行から直接借入れを行うことが法律上できないため、自らが出資して設立した「地方融資平台」(地方融資プラットフォーム)と呼ばれる地方投資会社を通じて資金調達を行い、国有企業に地方プロジェクトを請け負わせるという形で、国有企業への利益誘導が行われた。一方で、民営企業とくに中小企業の資金難や経営難にはあまり改善がみられない。過剰設備問題への対応として、しばしば打ち出されてきた産業内の企業の統廃合(産業の合理化)も、結局のところ民営企業を大型国有企業に吸収するための方策と化している面がある<sup>(9)</sup>。

これらは、4兆元の景気刺激策が、おもに「政府—国有商業銀行—国有企業」という国有経済チャネルを通じて行われたことの弊害と言えよう。預金・貸出で約5割のシェアを占める4大国有商業銀行は株式会社化され海外上場も果たしたが、もともとは1980年代に国家の財政部門などから分離して設立されたものである。これらの国有商業銀行は政府の金融政策実行の重要

なツールとしての役割があると同時に、既存の国有企業のメインバンク的な存在である。国家のコントロールがしやすい国有経済チャネルの存在が、金融危機への対応策を迅速に実行することを可能にしたが、一方で民間企業のハンディはより増大している。こうした現象は、「市場経済化」の流れに逆行するものと言わざるを得ない。

なお、輸出支援策の実施により産業高度化も棚上げになった。前述したように「十一五計画」の輸出構造の高度化・輸出製品の高付加価値化の方針に基づき、2006～2008年に労働集約型・低付加価値製品の輸出を制限する措置が採られた。とくに2005年7月以降の人民元の対米ドル為替レートの上昇にともなう価格競争力の低下は、開発力・技術力に乏しい薄利多売の輸出品製造業者の整理・淘汰を促すとみられていた。しかし、海外景気が後退するなか、操業停止や倒産による失業者増大といった社会不安要因の拡大が懸念された。このため、中国政府は、人民元の対米ドル為替レートの固定化や輸出付加価値税の還付率引き上げなどの措置を講じ、利益率の低い低付加価値製品の製造業者・輸出業者の利益の確保と資金繰り悪化の防止を図った。これらの措置は、結果として労働集約型産業を保護・延命させることになり、産業高度化の政策措置は事実上中絶された。

### 3. 「出口戦略」の実行

グローバル金融危機の副作用が顕在化したのにもない、中国政府は、2009年半ばから早くも「出口戦略」(Ⅳ期)を探り始めた。

株式市場の過熱を警戒した金融当局は、2009年8月に「適度に緩和的な金融政策」を「微調整」とアナウンスし、株価急騰の抑制を図った。また、2009年12月には、不動産価格抑制策として、住宅購入・売却時の課税の減税幅の縮小、2軒目の住宅購入に際しての頭金比率の引き上げ、不動産開発業者の開発用地取得の規制強化、などの措置を実施した。

2010年に入ると、金融政策が徐々に転換された。1月には、預金準備率が

15ヶ月振りに15.5%から16.0%に引き上げられた。人民元レートについては、米国からの為替制度の柔軟化の圧力が強まったこともあり、為替レート形成メカニズムの「弾力化」措置として6月に約2年振りに人民元の管理フロート制が再開され米ドルに対して緩やかな上昇が始まった。10月には2年1ヶ月振りに金利を引き上げ、12月にも利上げが行われた。年末の全国経済工作会议では、金融政策が「適度に緩和的な金融政策」から「穏健な金融政策」の方針に改められ、中立～引き締め基調の金融政策への転換が正式にアナウンスされた<sup>10)</sup>。

金融政策の転換により、2011年の社会融資総額は7年振りに減少を見たが、対GDP比での規模はグローバル金融危機以前に比べ高水準にある(図1)。インフレ率が低下に転じた2011年下期には、不動産価格の下落に加え、欧州の政府債務危機問題の深刻化により外需の不透明感が強まり、早くも金融緩和期待が台頭した。金融政策方針に明示的な変更はないものの、2011年末には「微調整」として預金準備率が50bp引き下げられ、2012年6月には3年半振りの利下げも実行された。

## 第4節 金融危機対応策と過剰貯蓄問題

### 1. グローバル金融危機と中国国内の不均衡

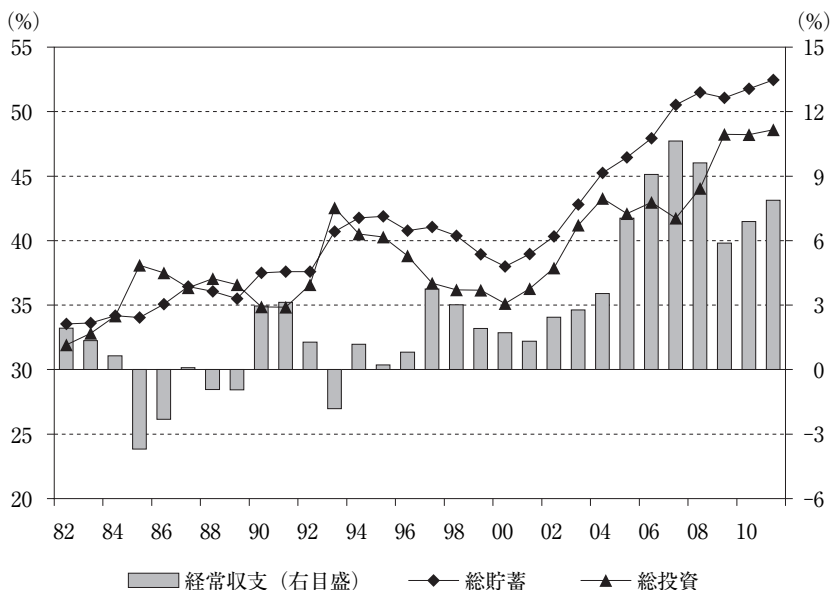
中国はグローバル金融危機に際して、いち早く景気刺激策を発動し、世界経済の回復を牽引したとされる。しかし、金融危機の原因とされるグローバル・インバランス(世界的な経常収支の不均衡)の是正という側面から見れば、経常収支黒字がやや縮小したとは言え、世界経済に対して十分な責任を果たしているとは言えない。「十一五計画」では、投資・輸出主導の経済発展方式から消費主導の発展方式が唱道されたが、グローバル金融危機への政策対応を優先させたがゆえに、「高貯蓄・低消費」解消のための所得分配構造の

調整は頓挫する形となった。対外的な不均衡の裏返しである国内の過剰貯蓄構造の是正よりも、景気下支えが優先されてしまった。

中国の総貯蓄の対 GDP 比は2000年代に入り一貫して上昇している。総投資率も上昇傾向にあるが、それを上回るペースで総貯蓄率が上昇しており、この貯蓄超過が経常収支黒字の拡大という形で現れている（図3）。貯蓄率（対 GDP 比）を部門別にみても、家計部門は1990年代から20%前後の水準で推移していたものが、2000年代に入りやや上昇傾向にあることがわかる。企業部門も、1990年代に10~15%であったものが、2000年以降明らかな上昇を示している。また、政府部門の貯蓄率も2000年以降、上昇傾向にある（図4）。2000年代に入り、家計部門、企業部門、政府部門のいずれもが、総貯蓄率の上昇に寄与したことが読みとれる。

以下では、まず企業部門と政府部門の貯蓄率上昇の原因を整理する。つき

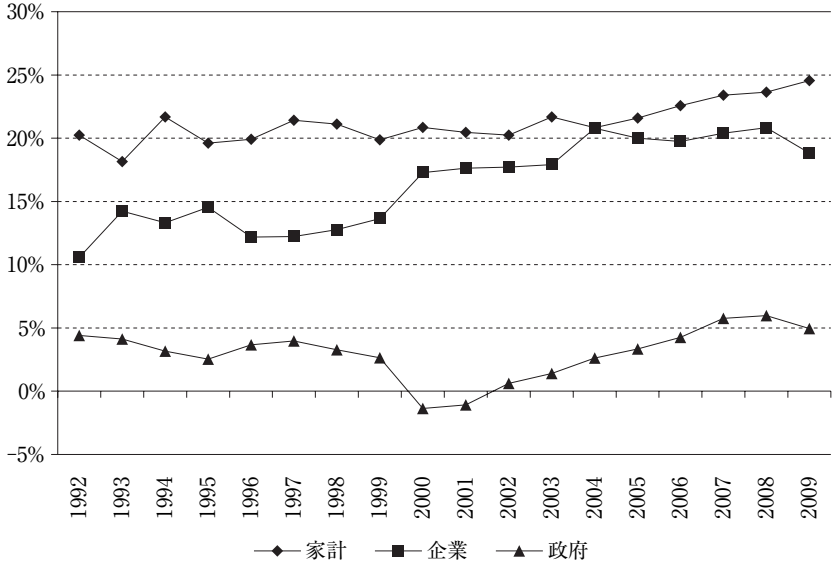
図3 投資・貯蓄バランス（対名目 GDP 比）



(出所) 中国国家统计局, CEIC データベースより筆者作成。



図4 部門別貯蓄率の推移（1992～2009年）（対 GDP 比）



（出所）「中国統計年鑑」2012年、CEIC データベースより筆者作成。

に、家計部門の貯蓄率のトレンドを展望し、今後の「高貯蓄・低消費」解消策を探ることとする。

## 2. 企業部門と政府部門の貯蓄率上昇要因

中国の高貯蓄については、大橋 [2008]、杜進 [2010]、Yang [2011] などで原因分析が行われている。総じて言えば、原因の多くは、中国の「市場経済」への移行過程のなかで先送りされてきた、あるいは取り残されてきた問題に関連しており、グローバル金融危機への政策対応のなかで、問題が深刻化したものも少なくない。

企業部門の貯蓄率が高水準であるのは、①低水準の生産要素価格に起因する企業部門の高収益率、②国有企業の利潤留保増大を可能にする低水準の配当、③未熟な資本市場と信用市場を背景とした民間企業の高い利潤留保率、

といった要因による。

生産要素価格の低さという点では、安価な労働力（低賃金）に示される低水準の労働分配率が指摘できる。また、資本価格（利子率）、土地使用価格、エネルギー価格、環境保護コストなどの面において、政府の生産優先策のもとで投入価格が著しく抑制され、こうした価格の歪みが企業の高い収益率をもたらしているとされる。賃金については、近年、沿海地域での労働力不足を背景に最低賃金の引き上げが図られているが、賃金伸び率が経済成長率を下回る傾向は続いている。一方、地方政府が農民などからの土地収用に際して十分な補償を行わない「失地農民」の問題も顕在化して久しい。環境保護コストについても、公害による住環境破壊に対し住民が地方政府・企業に抗議するという事件が頻発しているように、行政・企業側が十分なコストを支払っているとは言えない。土地問題にしても、環境問題にしても、リーマン・ショック以降の経済成長優先策のなかで、優先度が低下した問題であるといえる。

国有企業の低配当は、株主である政府が国有企業の利益優先に走っている結果である。とくに中央政府が所有者となっている約120社の中央企業は、その多くが資源、通信などの産業を独占し、高い利潤を得ているが、大株主である政府が企業利益に対する配当を要求しないため、これら大型国有企業は利益を貯め込むことができる。4兆元の景気対策で打ち出された大型プロジェクトの多くが大手国有企業に委託され、資金も優先的に供給されるなど「国進民退」の傾向が強まっていることは上述のとおりである。

そのあおりを受けている民間企業とりわけ中小企業は、4大国有商業銀行が過半のシェアを占める銀行システムから資金を調達することが難しい。一方で、直接金融も十分に発達していないために、大多数の民間・中小企業は自己資金の蓄積に依存せざるを得ない状況である。低利で国有企業および戦略産業に資金供給を行う「金融抑制」体制を敷いている金融制度に問題があるが、金融危機への対応を優先したがゆえに、金利の自由化など金融・資本市場の健全な発展に向けた改革の進捗は鈍化している<sup>(11)</sup>。

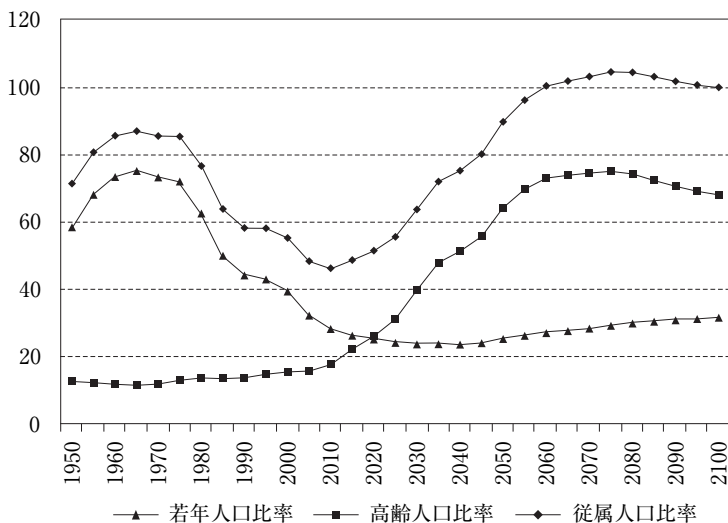
政府部門の貯蓄超過の背景には、財政収入の対 GDP 比の上昇がある。1994年の分税制の導入以降、中央政府・地方政府の税収が増加している。さらに、地方政府が土地譲渡から得た収入の財政収入（予算内収入と予算外収入の合計）に占める比率は、2008年の17%から2009年には22%に上昇している（杜進 [2010] : 261）<sup>12)</sup>。政府部門の土地譲渡収入が増加しているのは、中央政府の方針で景気刺激策が実行されるなか、財政収入の増大を図る地方政府と、地方政府が出資する投資会社（地方融資平台=プラットホーム）を通じて公共事業を請け負う国有企業の利害が一致した結果である<sup>13)</sup>。

### 3. 家計部門の高貯蓄率の背景

貯蓄率と人口の年齢構成の連関に焦点を当てた「ライフサイクル仮説」によれば、退職者（高齢者人口）および子供（若年人口）の人口に占める比率（従属人口比率）が高ければ家計部門の貯蓄率は低くなる。中国では80年代以降に一人っ子政策を実行してきたため、一貫して若年人口比率が低下し、それが高貯蓄率の一つの原因であると考えられる。国連の推計に基づけば、2000年代後半が従属人口比率の最も低い時期であったが、これから急速に高齢化社会に突入し、従属人口比率の上昇が見込まれる（図5）。したがって、人口構成の変化によって、家計部門の貯蓄率も低下していく可能性は高い。

もっとも、家計部門の高貯蓄には、人口構成のみならず、改革開放政策の実行過程における経済・社会制度の変化といった要因も考慮すべきである。Yang [2011] の年齢層別の貯蓄率の分析によると、1988～1990年のデータでは他の国々と同様に典型的なライフサイクルを反映し扶養家族である若年者と高齢者の貯蓄率が低くなっているが、2005～2007年のデータでは逆に若年者と高齢者で貯蓄率が高くなっている（Yang [2011] : 19-20）。この変化は、中国人の貯蓄に対する伝統的な考え方といった要因で説明できるものではない。むしろ90年代後半から本格化した国有企業改革にともなう各種の制度改革の結果、それまで企業によって負担されてきた住宅・医療・教育・年金な

図5 中国の人口の年齢構成 (%)



どの社会サービス・社会福祉コストが個人の負担となり、生産年齢人口の所得上昇がこれらの支出増大によって相殺されてしまったことによると考えるべきである。また、高所得者層および所得水準が相対的に高い地域において貯蓄率が高くなることが認められている (Yang [2011]: 17-18)。これらの分析から、貯蓄率の低下には、社会福祉制度の整備と所得の平準化が必要であるとの政策提言が導かれる。

#### 4. 「高貯蓄・低消費」是正の方策

以上の考察に基づくと、過剰貯蓄を解消し消費拡大を図るには、①企業部門（とくに国有企業）への過剰な優遇措置を改め家計部門への配分を高めること、②政府部門が社会福祉関連支出を増大させることによって所得再分配

を促進すること、が必要であると言えよう。そのためには、これまで過剰貯蓄を生み出してきた中国特有の「仕組み」にメスを入れていかなければならない。

第1に、生産要素価格の適正化である。労働コストについては、2008年から施行されている労働契約法や地方政府が進めている最低賃金の引き上げなどによって調整が始まっている。今後は、農民保有地の使用価格の引き上げや環境基準の厳格化による環境コストの引き上げなども進める必要がある。これらの措置は、企業利潤を圧縮することで企業部門の過剰貯蓄解消につながるだけでなく、農民の収入や資産の増大および住民の生活環境の改善をもたらし、それを通じて消費市場の裾野を広げる効果があると思われる。

第2に、国有企業については、政府への配当を増やすことである。これは、企業部門の過剰貯蓄解消に寄与すると同時に、財政収入の増加分により国民生活向上の原資を拡充できるメリットもともなう。

第3に、金融・資本市場の健全な発展である。銀行システムは4大国有商業銀行が預金・貸出の約5割を占めているが、安全性を優先させるため与信先は国有企業・大企業偏重となり、民営企業・中小企業は銀行融資へのアクセスに大きなハンディをとまなう。その結果、民営企業・中小企業は、自己資金の増強が不可欠となり、過剰貯蓄構造が定着している。民営企業・中小企業の資金難の解消には、①競争的な銀行システムの構築、②直接金融（資本市場）の発展、が課題となろう。①については、現在の国有商業銀行による寡占を解消し、民営・中小企業向けの間接金融を拡充することが望まれる<sup>14)</sup>。また、金利の自由化を進めることで、国有銀行のリスク管理能力も向上し、ハイリスク・ハイリターンの中企業向け融資や個人向け住宅ローンなど、融資先も多様化すると期待される<sup>15)</sup>。さらに、金利が自由化されれば、銀行間の預金獲得競争も活発化し、預金金利の上昇も見込まれるが、これは家計の資産形成にも有利に作用し、消費拡大にも寄与と思われる。一方、②については、株式市場の拡大や債券市場の発展によって民営企業・中小企業の資金調達のチャンネルを広げることが、こうした企業の貯蓄過剰を解消す

ることに繋がろう。

第4に、財政を通じた余剰資金の家計部門への還元である。近年の政府部門の貯蓄増加の原因とみられる土地譲渡収入については、土地収用の際の住民・農民への補償額引き上げや社会サービス支出の増大などを通して家計部門への還元を図ることが望まれる。また、個人所得税の減税など、税制を通じた所得再分配により、家計部門の可処分所得の増大も求められる。

## 第5節 おわりに

本章で考察した「高貯蓄・低消費」解消の方策は、別の角度からみれば、中国国内の所得・資産格差の解消および「国進民退」傾向の是正の方策であり、国内の格差解消の方策に他ならない。すなわち、国内の不均衡を解消することが、対外不均衡を是正する方策ということになる。胡錦涛国家主席が提唱した「和諧社会（調和のとれた社会）の建設」というスローガンは、こうした不均衡の是正をめざすものであったが、グローバル金融危機への政策対応は、成長率の維持を優先したばかりに、国内の不均衡を助長してしまった。2011年からスタートしている第12次5カ年計画では、国民所得の分配の調整などの政策を盛り込んでおり、過剰貯蓄の解消と消費拡大を目標として掲げている。もっとも、世界経済の不透明感が払拭されないかぎり、リスク予防の観点から国内で大胆な改革に着手することは難しい。中国の国内の不均衡の是正、それによる対外不均衡の是正の行方は、欧州政府債務問題などの外部要因の制約を受けざるを得ないであろう。

〔注〕

- (1) 非流通株改革とは、国有企業の株式市場への上場の際に、国家（政府）または他の国有企業が保有したまま市場で取引されない株式（国家株、法人株）の市場への放出を促す制度改革のことを指す。当初は発行済み株式の3分の2に達した非流通株の存在が、株式市場の発展や株価形成を歪めていた。2005年以降、既存の流通株主の利

- 益・権利を保証する形で改革が大きく前進した。
- (2) 2008年7月初めに、温家宝首相が江蘇省、上海市、広東省に、王岐山副首相が山東省に、習近平国家副主席が広東省に、李克強副首相が浙江省に、7月20日には胡錦濤国家主席が山東省を訪問した。
  - (3) なお、4兆元景気対策は、投入総額は変わらないまま、2009年3月の全国人民代表会議（全人代）全体会議（国会に相当）において、その内訳の支出額が修正された。同修正では、庶民向け住宅建設、医療・教育などの社会事業、研究開発の分野が当初計画に比べ増額となり、交通・電力インフラと省エネ・環境保護の分野が減額された。この修正により、景気対策における民生重視の方針が示された。
  - (4) 1996年時点では準備預金金利、超過準備預金金利ともに8.82%と異常に高い水準にあったが、銀行改革の進展に伴い10年あまりをかけて徐々に引き下げられてきた。
  - (5) 2006年11月に発表された「禁止目録」では低技術・低付加価値の804品目の加工貿易が禁止され、2007年8月に実施された「制限目録」では同様に1853品目が輸出制限の対象となった。
  - (6) 同試行の範囲はその後拡大され、香港を通過する貿易取引を中心に人民元決済が増加している。これにより、2010年7月には香港に人民元オフショア市場も創設された。
  - (7) 2000年代に入ってから、素材産業を中心とした生産能力過剰が問題となり、「十一五計画」でも産業内での企業再編・生産規模の合理化が課題となっていた。
  - (8) 2009年1月に策定され、鉄鋼、自動車、装置（プラント）、繊維、造船、電子・情報、軽工業、石油化学、非鉄金属、物流といった主要産業の企業に対し減税や資金支援を行い、また産業内の統廃合が促進された。
  - (9) 2009年11月には、国家発展改革委員会が6産業（鉄鋼、セメント、板ガラス、石化、多結晶シリコン、風力発電）に対し過剰分野への投資・融資を禁止する措置を決定した。もっとも、赤字の国有企業が黒字の民営企業を買収する事例もある。
  - (10) 財政政策については、2011年も「積極的な財政政策」の方針が据え置かれた。
  - (11) 2012年1月に開催された全国金融工作会議では、リスク予防に重点が置かれ、金利の自由化など市場メカニズムが機能するような制度建設に関わる改革は先送りされることとなった。2010年9月に発表された「金融業の発展と改革に関する第12次5カ年計画」においても、金利の自由化（市場化）改革は「穏歩推進」という表現にとどまっている。
  - (12) なお、地方政府の土地関連収入の実態については、正確なデータを得るのは難しい。任哲〔2009〕は、北京市を例にとって地方政府の不動産関連税への依存度を推計している。
  - (13) 地方政府は、安い補償金で住民から土地を収用し、開発業者や地方融資平台に高値で譲渡した。慢性的な財源不足に悩む地方政府にとって、土地譲渡収入は貴重な収入源となった。
  - (14) 中小・零細企業支援策として、2011年10月の国务院常务会议では、これら企業への貸出の伸び率を全企業向け貸出の平均伸び率以上とすることなどが提案された。
  - (15) 現在の中国の金利体系は、少しずつ自由化に向かってはいるが基本的には規制金利であり、国有商業銀行の利益を確保するために、預貸利鞘（スプレッド）は約300bp

と異常に厚い。

### 〔参考文献〕

#### <日本語文献>

- 大橋英夫 [2008] 「構造化する経常黒字・収支不均衡問題」(日本経済研究センター編『中国は先進国か』勁草書房 141-170ページ)。
- 関志雄 [2010] 「警戒すべき地方政府融資プラットフォーム会社の債務リスク」(『季刊中国資本市場研究』第4巻第3号2010年秋 53-57ページ)。
- 杜進 [2010] 「グローバル・インバランスと中国の成長モデル」(朱炎編『国際金融危機後の中国経済——内需拡大と構造調整に向けて——』勁草書房 244-272ページ)。
- 任哲 [2009] 「中国不動産業界における政府関与のジレンマ——中央・地方関係の視点から——」(『アジア研究』第55巻第1号 2009年1月 1-18ページ)。

#### <外国語文献>

- Bayoumi, Tamin, Hui Tong, and Shang-Jin Wei [2010] “The Chinese Corporate Savings Puzzle: A Firm-Level Cross-Country Perspective,” *NBER Working paper* No. 16432, Oct.
- Chamon, Marcos, and Eswar Prasad [2008] “Why are Saving Rates of Urban Households in China Rising?” *NBER Working Paper*, No. 14546, Dec.
- Yang, Dennis Tao, Junsen Zhang and Shaojie Zhou [2011] “Why are Saving Rates so High in China?,” *NBER Working Paper* No. 16771, Feb.