

ポスト金融危機の中国経済のゆくえと課題

富士通総研経済研究所 主席研究員 柯隆

さる9月10日、温家宝首相は第3回（大連）夏季ダボス会議でのスピーチのなかで、年初に掲げた8%成長の目標について自信をみせているが、確信はしておらず、今後の政策運営について「現在実施している積極的な財政政策と適度な金融緩和政策を堅持する」ことを強調している。

世界経済が金融危機に見舞われるなかで、中国経済だけは先駆けて景気回復に向かっている。しかし、中国経済はこのまま成長し世界経済のエンジンになるかどうかについて注目を集めている。

振り返れば、中国にとり2008年は五輪の年であり、金融危機がなければ、間違いなく二桁成長が実現できたはずだった。晴天の霹靂ともいべきサブプライムローン問題は金融システム全体に影響し、米投資銀行の老舗のリーマンブラザーズを倒産させてしまった。経済のグローバル化が進むなかで、金融危機のツナミは米国に止まらず、中国にも影響が及んでいる。08年の経済成長率（実質GDP伸び率）は07年の13%から9%に大きく鈍化してしまった。

09年の中国経済は政府が掲げる8%の成長目標が達成できると思われるが、08年の成長率に及ばず、8.5%前後になるとみられている。見方によっては、この8.5%前後の成長に関する評価は大きく分かれる。一つは金融危機に見舞われるなかで8.5%の成長が実現できただけで評価すべ

きというポジティブな見方である。何よりも、この成長水準は世界最高のレベルである。それに対して、中国経済の潜在成長力からみれば、最低でも9%成長しなければならないのに、経済運営が失敗したというネガティブな見方もできる。

中国経済は世界で先駆けて回復基調に戻っているが、今後の展望についてこのままV字型のように回復するとみる専門家がいる一方、この先、二番底があるのではないかと、W字型のような回復になるとの見方が少なくない。

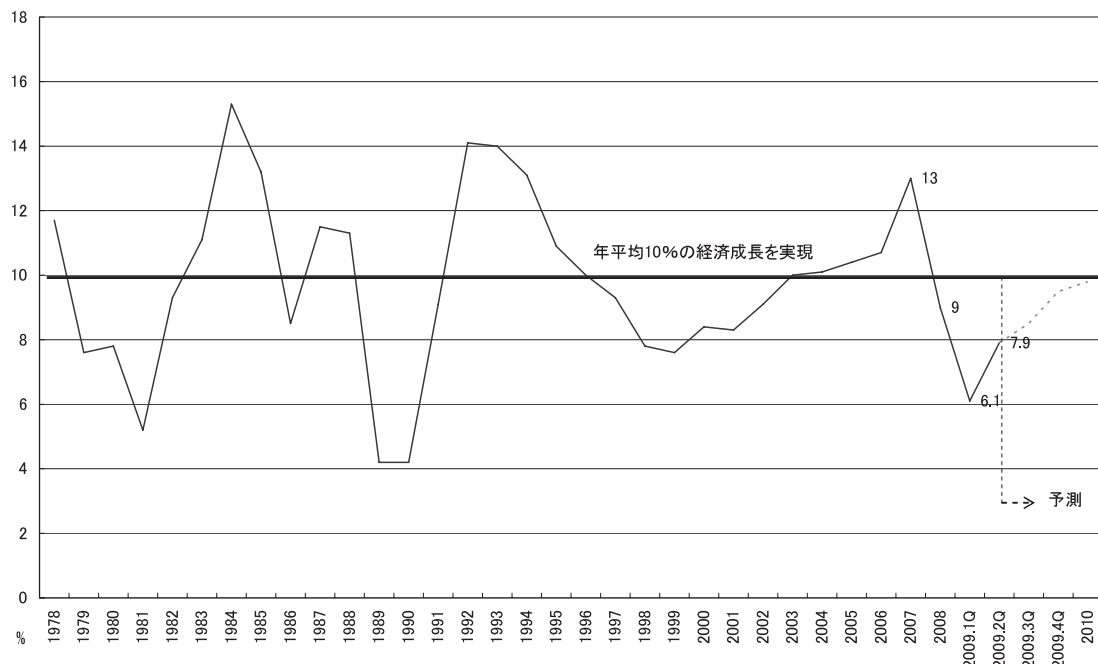
しかし、中国の景気回復の軌跡をV字型かW字型のように単純化することはほとんど意味はなく、ここで、中国経済を取り巻く環境と中国経済の内実を明らかにしたうえで、今後の政策運営のあり方を展望することが重要である。

◇景気減速をもたらした政策のミス

中国経済の成長率（実質GDP伸び率）は2007年の13%をピークに、08年9%、09年上期7.1%と低下している（図1参照）。景気が減速する背景について、米国発の金融危機の影響によるものとの見方があるが、実際は、その主な原因は間違った経済政策によるものと思われる。

08年の輸出は1兆4,286億ドルで前年比17.2%伸びた。それに対して、輸入は1兆1,331億ドルで前年比18.5%増えた。

図1 経済成長率（実質GDP伸び率）の推移（1978-2009年第2四半期）



出所：中国国家統計局

その結果、貿易黒字は2,955億ドルで前年比12.7%増加した。少なくとも08年の国際貿易の実績からみれば、輸出と貿易黒字のいずれも減少していない。

それよりも、07年下期からのインフレ再燃を受けて、中国人民銀行（中央銀行）は神経質となり、慌てて金融引締政策を実施した。とくに、07年11月に金利政策などオーソドックスな金融政策に加え、商業銀行に対して貸出総量規制を導入し、その結果、金融市場では流動性不足が起き、中小企業の多くは資金難に陥った。

マクロ的に、52%もの高い貯蓄率に加え、国際収支の黒字と対内直接投資および投機的なホットマネーの流入を背景に、中国経済が流動性不足に陥る理由はない。結果的に、行き過ぎた金融引締政策により、中小企業の倒産が相次ぎ、景気後退局面に突入した。

中国にとって経済成長が雇用対策の一環であり、8%成長の維持は雇用創出を目的とする一面がある。具体的に8%成長を守るために、08年11月に政府国務院は金融緩和策に加え、積極的な財政政策を発表した。もし政府は何もしなければ、09年の経済成長率は7%以下になる可能性がある。商業銀行の貸出総量規制の解除（08年10月30日）と思いついた財政出動により09年は8.5%前後の経済成長が実現されると思われる。

問題は失業の深刻化にある。すなわち、8%以上の経済成長が維持されたとしても、雇用の確保は依然厳しい状況にある。経済の高成長が続いているにもかかわらず、雇用情勢が厳しいのはなぜだろうか。

それは経済成長のパターンに起因する問題である。現在の中国経済は投資主導と輸出依存の経済成長である。設備投資が経済成長をけん引する状況下で、労働の資本装備率は上昇する。すなわち、機械化が進み、労働生産性が上昇する。その結果、単位あたりの付加価値（GDP）を創る

のに必要とされる労働の量が減少する。要するに、経済成長の雇用創出効果は大きく低下しているということである。

結論を先取りすれば、雇用を創出するためには、投資依存から消費依存にモデルチェンジする必要がある。そのために、流通、金融と情報を中心とするサービス産業の育成に取り組まなければならない。

ここで、改めて中国の景気回復の背景をみてみよう。

それはひとえに大胆な積極財政政策と思いついた金融緩和策の結果といえる。08年11月、景気減速を食い止めるために、国務院は急遽4兆元（56兆円）の財政出動の計画を発表した（表参照）。

4兆元の財政出動は単なる公共工事に4兆元を投じるだけでなく、投資拡大の呼び水の効果がほうが大きい。とくに、国有商業銀行の融資について担保主義が採られている。担保も取らずに融資を行うと、その融資が焦げ付いた場合、融資担当者の責任が問われる。その結果、国有商業銀行は中小民営企業への融資を慎重に行わざるを得ないという事情がある。それに対して、財政資金が投入されている公共プロジェクトには国有商業銀行は安心して融資を行うことができる。

現状において、家計の高い貯蓄率と潤沢な財政資金を背景に、当面は財政出動と銀行融資についていずれも余力がある。問題はもっぱら財政出動と銀行融資の増加による経済成長は持続不可能ということにある。

実は、積極的な財政政策と行き過ぎた金融緩和策の弊害がすでに現れている。企業の投資マインドが改善されていないなかで、銀行融資が急増している（図2参照）。借り手企業はここで生産ラインの増強に投資するよりも、株式や不動産の投資などの財テクに走っている。これは今年に入ってから上海株式市場の株価が急騰する背景である。上場企業の経営業績が改善されないなかで、株価の急騰は

表 4兆元（約56兆円）の財政出動

（単位：億元）

	2008年11月の原案	2009年3月全人代修正案
交通インフラと送電網	18,000	15,000
農村民生インフラ	3,700	3,700
低所得層向け住宅建設	2,800	4,000
構造調整	1,600	3,700
震災復興	10,000	10,000
環境保全	3,500	2,100
医療衛生と文教関係	400	1,500

注：2008年11月の案に比べ、2009年3月全人代の修正案では、インフラ整備などの公共工事が減額され、経済構造の調整と医療衛生・文教関係の支出が増額されている。

資料：国家発展改革委員会の発表に基づき筆者作成

市場の不安定化を意味する。同時に、行き過ぎた金融緩和は不動産価格の急騰をもたらしている。これは政策的に作られた資産バブルほかならない。

◇見えない出口政策

このまま行くと、資産バブルはさらに膨張するだろうが、それが炸裂したときの衝撃も想像以上に大きいはずである。景気がすでに回復基調に戻っている現状を踏まえ、そろそろ出口政策を取ることを考える必要があるかもしれない。すなわち、大規模の財政出動と金融緩和政策を改めることである。

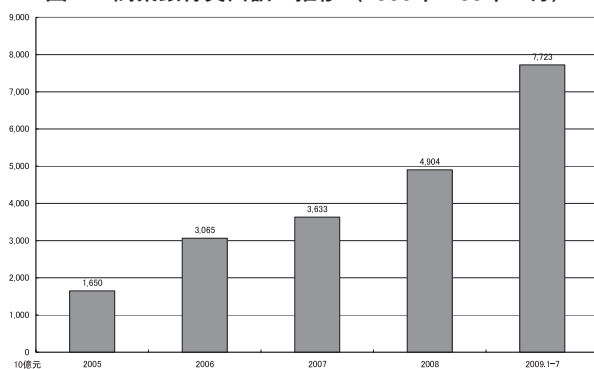
しかし、出口政策の採り方は決して簡単なことではない。すなわち、ここでいきなりハンドルを引締めの方に切ると、景気がクラッシュする恐れがある。何よりも、現行の景気刺激の緩和政策は過剰流動性をもたらし、資産バブルの原因になっているが、消費が伸び悩んでいるため、家電などの消費財価格指数（CPI）は依然マイナスであり、デフレが続いている。

政策当局がまさに進むのも後退するのも棘の道という「進退両難」の状況に陥っている。第1に、8%成長を維持する必要がある。第2に、雇用機会を創出しなければならない。第3に、09年に入って輸出が減少しており、それを補うために、国内消費を刺激しなければならない。したがって、これらの政策目標から考えれば、ここで、景気刺激策を方向転換させるべきではないと思われている。

それに対して、株と不動産の資産市場はバブルが崩壊する危険性を孕んでいる。株と不動産価格の暴落はその負の所得効果によって消費低迷をもたらすことになる。資産バブルの崩壊を避けるために、政策当局は短期的にはこれまでの景気刺激策を継続せざるを得ない。

何よりも、第3四半期以降の景気回復が持続していけるという確信がないなかで、これまでの景気刺激策の継続に加え、場合によっては追加的な財政出動も検討されている

図2 商業銀行貸出額の推移（2005年～09年7月）



出所：中国人民銀行の統計による筆者作成

といわれている。3月に開かれた全人代（国会）の記者会見で、温家宝首相は「追加的な財政出動を用意している」ことを示唆した。第3四半期の景気動向如何により、経済政策の取り方は大きく異なってくる。

ただし、仮に追加的な経済政策が実施されるとしても、それはこれまでの4兆元の財政出動と異なるものになる。4兆元の財政出動はハコモノの公共工事を中心とするケンジャン型政策だった。追加的な財政出動が実施されるならば、安心社会作りを目標とする雇用創出と社会保障制度の整備が柱となる。

結論的にいえば、09年の中国経済にとり、8%成長目標の実現はもはや問題ではない。問題は、8%前後の成長を今後も続けていけるかどうかにある。単年度の景気浮揚を目的に、思い切った景気刺激策はそれなりの効果を発揮できるだろうが、その経済成長を持続するには、市場経済に適する経済制度改革が求められている。

第1に、「国進民退」（国有企業が前進し、民間企業が後退する）に代わり、「民進国退」を本格化する民営化の制度改革を急ぐ必要がある。第2に、さらなる市場開放を促進することである。市場開放が進めば、国際競争力のある企業が勝ち抜き、ずさんな経営を行う企業は退場させられる。第3に、古くて若い中国経済にとり、インフラ基盤を整備する必要があるが、その入札プロセスを透明化する必要がある。

「改革・開放」政策はすでに30年間経過し、年平均10%もの経済成長を成し遂げた。それはひとえに経済の自由化を進めた結果である。これからの経済運営については、自由化だけでは不十分であり、ルール化が求められる。すべての市場プレーヤーと政策当局はルールに違反した場合、責任が問われなければならない。この点はこれから安定した成長を目指す重要なポイントとなる。

そして、雇用対策も強化しなければならない。これまでの財政出動と金融緩和策は8%成長の維持に重点を置いているが、出稼ぎ労働者の失業と大学・高校卒業生の就職難の問題は日々深刻化している。今後、雇用の創出がなければ、社会の不安がますます増幅する恐れがある。

◇不安定な経済成長の背景

これまでの30年間、中国経済の年平均成長率は10%に達しているが、そのボラティリティ（変動率）が高く不安定な展開になっている。経済成長が安定しない背景について、次の諸点を指摘することができる。

第1に、経済成長はもっぱら投資に依存し、民間消費の経済成長への寄与度は下がる一方である。これまでの20年

間、家計の消費性向は10ポイント以上も低下した。政府は高成長を目指すために、投資を促進しているが、過剰設備をもたらす原因になっている。

第2に、金融仲介を担当する国有商業銀行の融資行動は金利の弾力性が低く、リスク管理も不十分である。その結果、金融緩和局面において融資が急増する。これは経済がバブル化し、インフレーションが再燃する原因になっている。それに対して、政府は景気引締めに乗出すと、国有商業銀行はすぐさま融資を引き上げ、景気後退に突入する。

第3に、過剰投資と過小消費が輸出依存の体質をもたらしている。企業が作った製品は国内で十分に消費されないため、輸出に向けざるを得ない。その結果、中国経済の対外依存度は年々高まっており、貿易不均衡も急拡大している。

したがって、如何にして経済成長を安定化させるかについては、その処方箋はすでに明らかになっている。一つは投資主導の経済から消費（内需）主導の経済に転換することである。もう一つは国有銀行を民営化し、金融仲介の効率性を高めることである。それに加え、投資と消費の均衡を図ることにより、貿易収支の均衡を目指す。

では、どのようにすれば、内需が振興されるのだろうか。

現状では、家計の消費が弱いため、政策当局は投資の促進によって内需を振興しようとしている。この考え方は投資と消費の因果関係を完全に誤解している。すなわち、公共工事や企業の設備投資が家計の消費（需要）を刺激するのではなく、家計の消費を拡大させることによって投資がけん引される。

したがって、もっぱら投資の促進で経済成長をけん引しようとしても、その効果は長続きしない。ここの焦点はいかにして家計の消費を刺激するかにある。

一般的に、家計の消費が拡大しない原因について、社会保障制度の未整備があげられている。この指摘は間違っていないが、13億人の中国で社会保障制度を整備するには少なくとも20年はかかるだろう。したがって、社会保障制度の整備は家計の消費を刺激する即効薬とはならない。

ここでは、巷の「常識」に捉われず、消費刺激に関する経済学の原点に立ち戻る必要がある。それは家計の所得を増やす方法を考案することである。家計の所得構成をみると、富裕層の所得には、資産所得と事業所得のウェイトが大きい。勤労者家族の所得に賃金所得が大きなシェアを占めている。しかし、中国では労働組合は実質的に機能していないため、労働者賃金のベースアップは経済成長率を大きく下回っている。中国社会の労働分配率（人件費の合計÷GNI）を日米と比較してみると、アメリカの79%（2007年）と日本の62%（2007年）に対して、中国はわずか43%

（2008年）しかない。労働分配率が低く抑えられた結果、勤労者所得が抑えられ、消費も伸びない。結論的に消費を刺激するために、労働分配率を大きく上げる必要がある。

◇金融危機をチャンスと捉えるために

実は、金融危機は中国経済の構造調整にとりすべて悪いことばかりではない。たとえば、金融危機以降、中小企業の倒産が相次いでいる。これは肥大化しすぎた輸出製造業の非効率な部分をスリム化させるきっかけである。国際競争力を失った企業が市場から退場させられることは長期的にみてマクロ経済の効率化に寄与することができる。長年に亘る投資主導の経済成長は過剰な設備投資を生み出す体質を作り上げ、マクロ経済の効率も悪い。

では、金融危機をチャンスと捉えるために、どのような改革を行うべきだろうか。それについて次の諸点を指摘することができる。

まずは、非効率な経済部門、とくに国有経済セクターを大掃除することである。これまでの成長一辺倒の政策に便乗し、国有企業の多くは資本コストを無視して国有商業銀行から大量の資金を借り入れ、過剰投資に走っている。経済が順調に成長しているときは、経済の非効率性が高い成長率に隠れてしまいがちだが、金融危機をきっかけに経済構造上の歪みと非効率性が一気に浮上している。

そして、産業構造の高度化を促進することである。もっぱら廉価な労働力に頼る従来の開発モデルはすでに限界にきている。地場の輸出メーカーの多くは研究開発能力が低く、外国企業から技術を習得することに止まっている。

さらに、金融仲介を担当する金融制度の改革を急ぐ必要がある。金融システムの役割は財源配分を効率化し、生産的な産業セクターに必要な流動性を安定して供給するとともに、市場の需給に関する情報を生産し提供することである。しかし、国有商業銀行は財源配分の非効率性をもたらす原因になっている。

一方、08年末から経済成長率を持ち上げるための財政出動が実施されているが、公共工事を受注しているのは国有企業がほとんどである。実はこのような、「国進民退」は設備投資に限らず、国有銀行の融資にも同じ動きが顕著に現れている。国有銀行は民営企業への融資についてリスク管理ができないことを口実に、民営企業への融資を拒んでいる。国有企業が国有資産管理委員会の管轄下に置かれ、経営難に陥ったとしても国有資産管理委員会が救済に乗り出すだろうと期待されている。それゆえ、国有銀行は安心して国有企業に融資している。

現状では、財政も金融もすべて国有企業に傾斜している。

中国経済の効率性はますます悪化するものと思われる。非効率な国有セクターを温存することこそ、ポスト金融危機の安定成長を妨げることになる。

しかし、これまでの経済運営についてミスがあったにせよ、積極的な財政政策と金融緩和政策によって経済成長が回復に向かっているのは事実である。問題は2010年の中国経済がどのようなことになるかである。

仮に、09年の中国経済は谷だとすれば、10年はまた山になると予想される。一つは上海万国博覧会と広州アジア大会といった国際イベントの景気浮揚効果が考えられる。国際イベントは単なる関連の公共工事だけでなく、ヒトとモノの移動により消費が活性化するのも重要な要因である。もう一つは現在実施されている4兆元の財政出動のうち、半分の2兆元は10年に実施されるため、その効果は依然残っている。

◇2010年の中国経済のゆくえ

去る11月に開かれた共産党中央政治局会議および12月に開かれた経済工作会議では、10年の経済政策の基調は積極的な財政政策と金融緩和政策を継続することといわれている。恐らく10年の経済運営はそれほど大きく方針転換しないだろうと推察される。

マクロ的にみると、中国経済の成長率についてそれほど大きな不確実性はない。問題なのは経済成長を持ち上げるための景気刺激策が過剰流動性をもたらし、資産と一部の消費財についてインフレーションが再燃し、経済そのものはバブル化することである。

まず、不動産と株の資産バブルが心配される。中国政府のスポークスマンは資産バブルがまだ確認されないとしながらも、警戒すべきと明言している。しかし、住宅価格（平均値）と勤労者家庭の平均年収との倍率を計算すると、一般的に安全なレベルとされる6倍を遥かに超えて、20倍近くに達している。このまま行けば、不動産を購入した勤労者家庭は将来的に住宅ローンを返済できなくなる恐れがあり、商業銀行のバランスシートに巨額の不良債権が現れる。

そして、食品を中心にインフレ気味になりつつあるのも事実である。国家統計局が発表するマクロ経済統計では、消費者物価指数(CPI)は依然0%かマイナス近辺で推移しているが、食品価格指数はすでに大きく上昇に転じている。

したがって、10年の政策課題は資産バブルの退治に重点を置かなければならない。それに加え、もう一つの政策課題は雇用拡大への取り組みである。金融危機から立ち直りつつある中国経済だが、企業経営の実態を考察すると、それは雇用の削減、すなわち、人件費の節約によって実現し

たものである。言い換えれば、景気が多少上向いているが、ここで企業が雇用を増やすビヘイビアを取る動きはまだみられない。

繰り返しになるが、景気が多少よくなるようにみえても、雇用が改善されないため、消費、すなわち、内需は急に拡大するとは考えにくい。半面、米国の景気動向について依然不透明な要因が多いため、中国にとっての外需は金融危機の前のレベルにまで回復しないと思われる。結論的にいえば、10年の中国経済は山に向かうとはいえ、決して油断のできない状況にある。こういう意味では、経済工作会議で決められている経済政策の連続性を維持することは正しい選択といえる。それに加えて、金融危機以来、先送りされている種々の経済制度改革は10年に本格化していく必要がある。

中国経済の景気回復は実像と虚像の両面を抱えている。一つは実質GDPの拡大によるマクロ統計の改善である。マクロ経済の数字をみると、GDPや投資と消費などほとんどは改善されている。この変化はひとえに景気浮揚策の結果といえる。それに対して、経済構造の転換が遅れ、資産バブルが起きている。したがって、このような成長がいつまで続けられるかは依然明らかではない。

最後に、こうした背景のなかで、中国の景気回復と日本経済への影響について考えてみよう。今年の第2四半期から日本の大企業の中国ビジネスが少しずつ改善されているといわれている。それは主に、中国の資産バブルを背景に、鉄鋼製品などの建材の出荷が増えたためである。また、中国政府が実施しているテレビと車の販売促進政策により、日本から半導体部品の出荷が増えている。

しかし、中国の特需に完全に頼ってしまうのはリスクとして大きい。現在の中国では、一般国民も専門家も不動産価格は上がるがあっても下がることはない。なぜならば、家計の需要が強いからといわれる。これについて20年前の日本を思い起こせば、不動産価格は長期に亘って上がり続けることが不可能である、ということが明らかである。

中国の過剰流動性はすでに香港にまで影響が及んでいる。11月に香港のある不動産物件（マンション）は単位平米あたりの価格が世界最高記録を更新した。したがって、中国発の資産バブルは中国のみならず、世界にも影響を及ぼす恐れがある。したがって、10年の日本経済は中国特需の恩恵を享受すると同時に、日本国内の内需振興が緊急な課題として進められるべきである。

日中経済の相互依存が強化されるなかで、日本企業は中国経済への期待を強めている。日本企業が4兆元の景気刺激策の恩恵を受けられるかについてその答えはイエスと

ノーの両方である。4兆元の景気刺激策により中国の景気が回復すれば、日本経済と日本企業も間接的にその恩恵を受けることができる。しかし、公共工事を直接受注する可能性がそれほど高くない。

ここで日本企業にとり4兆元の公共工事をどれだけ受注できるかを考えるよりも、もっと広い視野で日中の経済関係を捉える必要がある。近年、中国政府は毎年のように欧米諸国へ大規模の買付けミッションを派遣しているが、日

本にはほとんど来たことがない。それは不安定な日中の政治関係によるところもあれば、互いにライバル視していることも原因の一つである。

誕生したばかりの民主党政権は中国よりの政策を取るだろうとみられている。これからグローバルのレベルで日中は競合する場面があるだろうが、東アジア域内の繁栄を促進するために、日中は本気に協力していかなければならない。

Direction and Issues of the Economy in Post Financial Crisis China

KE, Long

Senior Fellow, Economic Research Center, Fujitsu Research Institute (FRI)

Summary

- China's economy is heading for recovery from the global financial crisis ahead of the other economies. The focus of attention is whether China's economy will continue growing to become the engine of the global economy.
- China's economy in 2009 is likely to achieve the 8 percent growth target the Chinese government has set. The rate, however, is expected to be about 8.5 percent, which is lower than the rate of growth in 2008. China's economic growth rate in 2010 is expected to be higher still.
- From the macroeconomic viewpoint, there is no significant uncertainty in the growth rate of the Chinese economy. The possible problem is that the economic stimulus package to increase the economic growth will cause excessive liquidity, which in turn will cause a resurgence of inflation of part of the assets and consumer goods' prices, creating a bubble economy.
- Policy concerns for the year 2010 should focus on the elimination of the asset bubble. Moreover, another policy concern is the increase of employment. At present, employment is not improving even though the economic climate seems to be improving, and it is unlikely that consumption, or domestic demand, will increase all of a sudden.
- The basic direction of the economic policy in 2010 discussed at the meeting of the Central Politburo of the Communist Party of China held in November and that of the Central Economic Work Conference in December 2009 is said to be the maintenance of positive fiscal policy and easy monetary policy.
- The maintenance of the continuity of the economic policy decided at the Central Economic Work Conference is the right choice. It is necessary, however, to implement, in a fully-fledged manner, the reform of various economic systems, which have been postponed since the financial crisis.
- It is said that the Chinese business of major Japanese companies is gradually improving, starting from the second quarter of 2009 against the background of the recovery of China's economy. This is mainly because of the increased shipment of building materials, including steel products, based on the asset bubble in China.
- The new Japanese Democratic Party government is expected to pursue a pro-China policy. It is necessary for Japan and China to seriously cooperate to promote the prosperity of the East Asian region, even if there will be cases where Japan and China compete with each other on a global basis in the future.