

# 高度成長期の終焉を迎える中国経済の現状と課題

## —市場化改革で難局に挑む習近平政権



野村資本市場研究所 シニアフェロー

関 志雄

### はじめに

中国では、生産年齢人口の低下と農村部における余剰労働力の解消を背景に、労働力が過剰から不足に転じている。その結果、潜在成長率は大幅に低下する一方、賃金と物価の上昇圧力が高まっている。無理してそれを上回る高成長を、拡張的マクロ経済政策で目指そうとすると、経済が不安定化してしまう恐れがある。住宅価格の高騰、地方政府債務の

急増、シャドーバンキングの膨張など、このような兆候がすでに見られている。

難局を打開するために、習近平・李克強を中心とする指導部は、市場化を軸とする構造改革を進めている。その内容は、2013年11月に開催された中国共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）で明らかになり、市場の支持を得ている。しかし、実行の段階において、既得権益集団の抵抗が予想され、改革の前途は依然として多難である。

### 目次

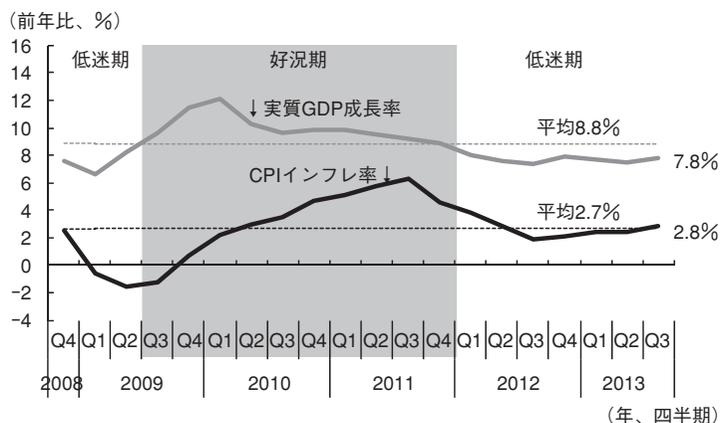
はじめに

1. 低成長下の景気過熱
2. 7%程度に低下してきたと見られる潜在成長率
3. 予想される金融引き締めへの転換
4. 懸念されるチャイナリスク
5. 改革の青写真を示した三中全会

### 1. 低成長下の景気過熱

中国では、経済成長率が低下してきたにもかかわらず、インフレ率と住宅価格が高騰するなど、過熱色が強まっている。このことは、労働力の供給などに制約されて潜在成長率が従来と比べて大幅に低下していることを示唆している。景気過熱を抑えるべく、当局は、金融政策をはじめ、マクロ経済政策のスタン

(図表1) リーマン・ショック以降の経済成長率とインフレ率の推移



(出所) CEICデータベースより野村資本市場研究所作成

スを緩和から引き締めに変換させると予想される。これを受けて、2014年の中国経済は減速するだろう。

中国の2013年第3四半期の実質GDP成長率（経済成長率）は3四半期ぶりに上向いたが、それでも7.8%にとどまっている。一方、第3四半期のインフレ率（消費者物価指数の前年比）は第2四半期の2.4%を上回る2.8%（10月には3.2%、11月には3.0%）となり、2012年第2四半期以来の高水準となった。住宅価格の急騰も加わり、景気の過熱色は鮮明になってきた。「低成長下の景気過熱」という現状は、労働力の供給などに制約されて潜在成長率が従来と比べて大幅に低下していることを示唆している。

リーマン・ショック以降（2008年第4四半期～2013年第3四半期）、中国の経済成長率の平均値は8.8%となっている。これを基準にすれば、中国経済は、2008年第4四半期か

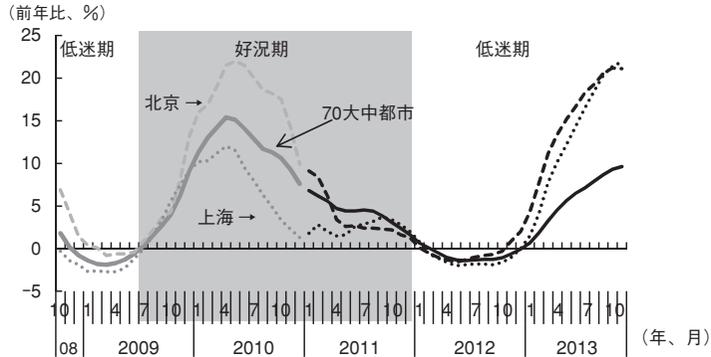
ら2009年第2四半期までの低迷期（平均経済成長率は7.5%）から、2009年第3四半期から2011年第4四半期までの好況期（同10.0%）を経て、2012年第1四半期以降、再び低迷期（同7.7%）に入っている（図表1）。

前回と比べて、今回の低迷期には次の特徴が見られる。

まず、景気過熱の兆候が見られる。両期間の経済成長率には大差がないのに、インフレ率は前回の平均が0.1%であるのに対して、今回は2.6%と高くなっている。インフレ率にとどまらず、住宅価格も上昇している。2013年11月の70大中都市の新築商品住宅販売価格指数は、前年比9.6%上昇し、上海と北京に至っては、同20%以上急騰している（図表2）。これは、住宅価格が下落した前回の状況と大きく異なっている。

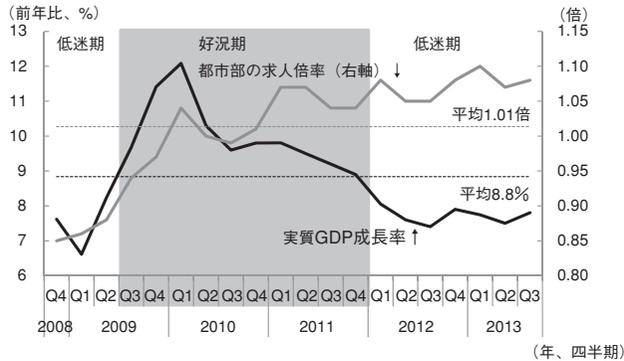
また、雇用問題が深刻化していない。前回は、リーマン・ショックを受けて、多くの出

(図表 2) 新築住宅販売価格の推移



(注) 2010年12月までは新築住宅販売価格指数。2011年1月からは新築商品住宅販売価格指数、70大中都市は各都市の単純平均。  
 (出所) CEICデータベースより野村資本市場研究所作成

(図表 3) 経済成長率が低下しても高水準を維持する都市部の求人倍率



(注) 中国の都市部の求人倍率は、約100都市の公共就業サービス機構に登録されている求人数/求職者数によって計算される。  
 (出所) 中国国家统计局、人力資源・社会保障部より野村資本市場研究所作成

稼ぎ労働者が職を失い、都市部から農村部に戻らなければならなかった。これを反映して、都市部の求人倍率（求人数/求職者数）は2008年第4四半期には0.85まで低下した。しかし、今回の低迷期において、求人倍率は一貫して1を超えており、求人数が求職者数を上回っているという状態が続いている（図表3）。

さらに、大規模な景気対策が行われていない。それゆえに、4兆元に上る内需拡大策が実施されたことを受けて経済がV字型回復を遂げた前回とは対照的に、今回は回復のペースが緩やかであり、低迷期が長引いている。

## ■ 2. 7%程度に低下してきたと見られる潜在成長率

これらの特徴には、共通した背景がある。すなわち、中国において、生産年齢人口の減少と農村部での余剰労働力の解消（いわゆる「ルイス転換点」の到来）を受けて、労働力が過剰から不足に転換した結果、潜在成長率が大幅に低下していることである。

中国では、1980年に導入された一人っ子政策のツケが回ってくるという形で、生産年齢人口（15歳～59歳）は2012年に初めて減少に転じ、その一方で高齢化も加速している。また、これまで農村部が抱えていた余剰労働力も、急速な工業化と都市化によってほぼ解消され、発展の過程における完全雇用の達成を意味する「ルイス転換点」はすでに到来していると見られる。

生産年齢人口が減少し始めることは、人口ボーナスが人口オーナス、つまり重荷に変わることを意味する。これまで、生産年齢人口が増え続けてきただけでなく、若い人が中心の社会であったため貯蓄率も高かった。生産年齢人口の増加は、労働供給量の拡大をもたらし、また、貯蓄が投資の資金源になるため、高貯蓄率は資本投入量の拡大につながったのである。これに対して、生産年齢人口の減少と高齢化の進行は、労働供給量の減少と貯蓄率の低下を通じて、潜在成長率を抑えるのである。

一方、ルイス転換点の到来も成長の制約と

なる。これまで無限と言われた労働力の供給は、次のルートを通じて、中国の経済成長を支えてきた。まず、農業部門における余剰労働力が工業部門とサービス部門に吸収されることは、直接GDPの拡大に貢献している。また、生産性の低い農業部門から生産性の高い工業とサービス部門への労働力の移動は、経済全体の生産性の上昇をもたらしている。さらに、余剰労働力により賃金が低水準に維持されることは、所得分配の面において、資本収入の多い高所得層に有利に働き、ひいては高貯蓄と高投資につながっている。しかし、完全雇用の達成は、これらの優位性が失われることを意味し、潜在成長率は低下せざるを得ない。

一般的に、生産年齢人口が増加から減少へと転換する時期と、不完全雇用から完全雇用へと転換する時期は異なる。たとえば、日本の場合、完全雇用の達成したのは1960年代の初めと見られる（南亮進『日本経済の転換点：労働の過剰から不足へ』、創文社、1970年）が、生産年齢人口が減り始めたのは1995年前後であった（国際連合、*World Population Prospects: The 2012 Revision*）。

これに対して、中国の場合、この二つの転換点がほぼ同時に到来したため、労働力不足の度合いとそれに伴う経済へのインパクトは、他の国と比べて大きいと思われる。「低成長下の景気過熱」という現状から判断して、中国の潜在成長率は、1979年から2012年の経済成長率の平均値である9.8%はもとより、リーマン・ショック以降の平均値である8.8%にも及ば

ず、すでに足元の実績値である7.8%を下回る7%程度まで下がってきたと見られる。

### ■ 3. 予想される金融引き締めへの転換

現在の潜在成長率が従来と変わらないのであれば、7.8%の経済成長率は景気の低迷を意味する。その場合、雇用問題が深刻化し、インフレ率と住宅価格が低下し、政府も景気回復を目指すべく積極的に拡張政策に取り組むはずである。しかし、潜在成長率がすでに7%程度に低下しているとすれば、同じ7.8%という経済成長率はむしろ好景気を意味する。その場合、失業よりも、景気過熱が懸念され、政府のマクロ経済政策のスタンスも慎重にならざるを得ない。今の状況はまさにそれに当たる。

このように、経済成長率の実績値に加え、潜在成長率も、マクロ経済政策を策定する際の重要な参考指標となる。経済成長率の実績値が潜在成長率を下回れば、経済が冷え込み、その対策として緩和策が採られ、逆の場合、経済が過熱し、その対策として引き締め政策が採られる。無理して拡張的マクロ経済政策を以て潜在成長率を上回る高成長を追求すれば、バブルの膨脹を招いてしまう恐れがある。

中国では、金融当局は景気回復を促すべく、2011年12月、2012年2月と5月の三回にわたって預金準備率を引き下げたのに続き、2012年6月と7月の2回にわたって利下げを実施した。その際、経済成長率の実績値は潜在成長

率を下回っていたという判断があっただろう。しかし、その後、経済成長率がほぼ横ばいで推移しているのに、景気の過熱色がますます強まる中で、当局も、潜在成長率の低下、ひいては引き締めの必要性を認識するようになった。すでに、インフレを抑えるために、当局は人民元の対ドル上昇を容認し始めている。インフレが今後さらに上昇すると予想されることから、人民元の対ドル上昇のペースが速まるだろう。また、預金準備率の引き上げと利上げも視野に入りつつある。インフレ対策の本格的実施は、景気減速のきっかけとなるだろう。

### ■ 4. 懸念されるチャイナリスク

潜在成長率の低下とともに、シャドーバンキングによる融資の拡大や、それに伴う住宅バブルの膨脹、地方政府が設立した融資プラットフォーム会社の債務の増加など、マクロ経済の不安定化も懸念され始めている。

まず、中国におけるシャドーバンキングとは、正規の銀行システムの外で、流動性と信用転換機能を持っている、システムミック・リスクや規制回避を引き起こす可能性のある機関や業務によって構成された信用仲介システムである。銀行が販売する「理財商品」と信託会社が販売する「信託商品」がそのコアとなる。両者を合わせた規模は、2013年3月末には、16.9兆元に達していると推計され（中国銀行業監督管理委員会、中国信託業協会）、これはGDPの36%に相当する。

シャドーバンキングは、金融機関にとって金融イノベーションを通じて監督管理の規制を回避する手段である。当局は金利規制と高めの預金準備率（現在、大手銀行の場合20.0%）を設けており、また預貸比率（75%）と窓口規制などを通じて銀行の貸出を制限している。市場競争が激しさを増す中で、銀行は規制を回避するために、従来の貸出に代わる融資の手法として、シャドーバンキングを活用するようになったのである。しかし、シャドーバンキングが効果的な監督管理下に置かれなければ、リスクは高まる恐れがある。特に、急拡大しているシャドーバンキングを通じた融資は、直接的に、または融資プラットフォーム会社を経由して、不動産市場に流れ、住宅価格の高騰に拍車をかけている。

次に、リーマン・ショック以降の金融緩和を受けて、不動産市場は、主要都市の住宅販売価格が急騰するなど、バブルの様相を呈した。これに対して、2010年以降、中国政府は一連の対策を発表・実施した。需要抑制策としては融資規制、購入制限、不動産関連税制の強化、供給拡大策としては保障性住宅の建設の加速がその主な内容となっている。これを受けて、70大中都市の新築商品住宅販売価格の前年同月比上昇率は、2012年3月から10ヵ月連続してマイナスで推移していた。しかし、その後の金融緩和を受けて、2013年1月から再び上昇に転じている。住宅バブルが一層膨張すれば、それが崩壊する時に銀行部門やマクロ経済が大きな打撃を受けることも懸

念されている。

そして、シャドーバンキングと住宅バブルの膨張に加え、地方政府債務、中でも融資プラットフォーム会社が抱えている債務も、マクロ経済を不安定化させる要因として問題視されている。ここでいう融資プラットフォーム会社とは、地方政府およびその機関が、財政資金や土地、株式などを出資して設立した、政府の投資プロジェクトの資金調達機能を担う、独立した法人格を持つ経済主体のことである。現在の財政制度の下では、地方政府は、恒常的に財源の不足に悩まされている上、自ら債券を発行することが禁止されている。このような制約の下で、インフラ投資の資金を調達するために、各地の地方政府は、多くの融資プラットフォーム会社を設立したのである。特に、2008年9月のリーマン・ショックを受けて実施された4兆元の景気刺激策の財源を賄うために、政府は、融資プラットフォーム会社による資金調達を容認するようになった。金融緩和の実施も加わり、全国の融資プラットフォーム会社の数と債務は急増した。従来の銀行融資に加え、シャドーバンキングも融資プラットフォーム会社に多くの資金を提供している。

審計署（日本の会計検査院に相当）によると、2010年末における全国の地方政府債務残高は10.72兆元（GDPの26.7%）に上り、その約6割は2008年以降に形成されたものである。借入の主体別でみると、融資プラットフォーム会社は4.97兆元（債務残高の46.4%）と、地方政府部門・機関の2.50兆元（同23.3%）

を上回っている（審計結果公告2011年第35号「全国地方政府性債務審査結果」、2011年6月27日）。それ以降、同統計が当局によってアップデートされていないが、2013年4月のボアオ・アジア・フォーラムでの項懐誠・元財政部長の発言によれば、2012年末の地方政府債務はすでに20兆元を超えた可能性がある。経済が低迷している中で、融資プラットフォーム会社の債務を中心に、不履行のリスクに対する懸念が高まっている。

## ■ 5. 改革の青写真を示した三中全会

難局を打開するために、習近平・李克強を中心とする指導部は、市場化を軸とする構造改革を進めようとしている。その内容は、2013年11月に開催された三中全会において審議・採択された「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」（以下「決定」）で明らかになり、好評を得ている。

「決定」では、市場化を軸に経済改革の方針について、次のように述べている。

「経済体制改革は改革の全面的深化の重点であり、核心的な問題は政府と市場の関係をうまく処理し、市場に資源配分における決定的役割を担わせ、政府の機能を一層発揮させることにある。市場による資源配分の決定は、市場経済の一般法則であり、社会主義市場経済体制を整備するには、この法則に従い、市場システムの不備、政府の過剰介入、監督管

理の不行き届きという問題を重点的に解決しなければならない。」

この方針に沿って「決定」には、新自由主義の政策綱領とされる「ワシントン・コンセンサス」を思わせる内容が多く盛り込まれており、市場化改革を推進しようとする指導部の決意がうかがわれる。「ワシントン・コンセンサス」は、米ピーターソン国際経済研究所のジョン・ウィリアムソン・シニアフェローによって次の10カ条にまとめられている（Williamson, 1990）。

- ①財産権に対する保護
- ②企業の参入と退出に対する規制緩和
- ③国有企業の民営化
- ④直接投資の自由化
- ⑤貿易の自由化
- ⑥金利の自由化
- ⑦競争力のある為替レートの維持
- ⑧規律的な財政運営
- ⑨純粋な所得再分配支出の抑制と公共サービス支出の増加
- ⑩タックスベースの拡大

その中で、特に①財産権に対する保護、②企業の参入と退出に対する規制緩和、③国有企業の民営化に取り組むことは、市場経済を目指す中国にとって避けて通れない道である。今回の三中全会の「決定」において、これらの分野について次の方針が打ち出されている。

まず、財産権の保護については、「財産権は所有制の核心である。帰属がはっきりし、権利・責任が明確で、保護が厳格で、流通が円滑

な近代的財産権制度を整備する」、「農民により多くの財産権を付与する。農民集団経済組織メンバーの権利を保障し、農民の株式合作を積極的に発展させ、農民に集団資産持ち分の占有、収益、有償脱退権や抵当、担保、相続権を付与する。」、「知的財産権の運用と保護を強化し、技術イノベーションの激励メカニズムを整え、知的財産権裁判所の設立を模索する」。

次に、企業の参入と退出に対する規制緩和については、「公平性、開放性、透明性のある市場ルールを作る」、「非公有制経済の健全な発展を支持する」、「国有資本の投資プロジェクトへの、非国有資本の資本参加を認める」、「金融業の対内对外开放を拡大し、監督管理の強化を前提に、条件を満たした民間資本が法に基づいて中小型銀行などの金融機関を設立することを認める」、「預金保険制度を確立し、金融機関の市場原理に基づいた退出メカニズムを整える」。

そして、国有企業の民営化については、直接の言及がないが、「混合所有制経済を積極的に発展させる」ことと、「国有企業の機能を正確に区分する」ことを通じて、国有企業のウェイトの低下を促す。

具体的には、「国有資本、集団資本、非公有資本が株を持ち合い、相互に融合し合う混合所有制経済は、基本的経済制度の重要な実現形式であり、国有資本の機能拡大、価値の維持・増加、競争力の向上に有利であり、各種所有制の資本が長短相補い、互いに促進し、共に発展するのに有利である。より多くの国

有経済とその他の所有制経済が混合所有制経済へと発展することを認める」。

また、「国有資本は公益性企業への投入を増やし、公共サービスの提供により大きく貢献できるようにする」。

今回の三中全会の「決定」は、それを受けた中国の株式相場の大幅上昇に象徴されるように、高い評価を得ている。しかし、立派な改革案が策定されても、実施の段階になって骨抜きにされ、途中で挫折してしまうケースが過去にはしばしば見られた。清華大学研究グループ（2012）は、中国における市場化改革の停滞の原因を既得権益集団の抵抗に求め、中国が「体制移行の罌」に陥っているという仮説を提示している。「体制移行の罌」を克服するためには強いリーダーシップが求められるが、今回の「決定」において指導部による改革に向けたグランドデザインを貫くための「改革全面深化指導グループ」の設置が決められており、それに大きな期待が寄せられている。

#### 〔参考文献〕

- ・Williamson, J. (1990) "What Washington Means by Policy Reform," In J. Williamson ed., *Latin American Adjustment: how much has happened?* (pp. 5-20). Washington DC: Institute of International Economics.
- ・清華大学研究グループ（2012）『『中所得国の罌』それとも『体制移行の罌』』『開放時代』第3期。

