

## 岐路に立つ中国経済

・激動の金融情勢と今後の課題・

### はじめに

1978年に始まった中国経済は今岐路に立っている。経済成長の要因は変化しているからである。これまで中国経済成長の要因を四つに整理することができる。人口ボーナス、都市化の進行、政府の強力なリーダーシップと金融システムのサポートである。この中で、最も重要な要因とも言える人口ボーナスは、いま、消失し、人口オーナスに変化しつつある。人口ボーナスの消失に伴い、人件費が上昇する。これまで中国経済成長を支えてきた世界の工場である中国の製造業は重大な変化の局面に面している。産業構造の高度化、粗放型成長モデルから節約型モデルへの転換が求められている。

政府の強力なリーダーシップは輸出主導成長と投資リード成長として現れた。リーマンショックや欧州債務危機のように、アメリカ経済やヨーロッパ経済の不振は輸出を中心とする中国経済成長要因の変化を意味する。輸出の低下を補うために積極的に投資を行われたが、二つの問題を残した。過剰生産能力の形成と政府債務の累積である。政府の強力なリーダーシップによる経済成長はもう限界に来ている。

金融システムのサポートがあって、中国漸進的な改革は始めて可能になるが、金融システムは、いつまでもこの漸進的な改革を支えることができるわけではない。金融システムのサポートは問題の先送りしかできないからである。実体経済が成長すれば、先送りされた問題は次第に緩和され、解消されていくが、実体経済の成長が低下したにもかかわらず、無理をして問題を先送りするようであれば、金融システム自身の崩壊を招きかねない。

このように、都市化の進行を除いて、他の三つの要因は変化し、中国経済は新たな局面に面している。持続成長を実現するのに、方向転換と新たな改革が不可欠である。人口ボーナスの消失と輸出・投資主導成長の行き詰まりは節約型、内需主導、消費主導型成長への方向転換を要求するが、高度成長の条件変化は、金融改革を要求する。都市化の進行は依然として、高度成長の要因として働くが、相応する制度の修正と改革も必要である。

### 一、人口ボーナスから人口オーナスへ

1978年から始まった中国経済高度成長の最大の要因は人口ボーナスである。しかし、この人口ボーナスは消えつつある。2010年に中国政府は第6次人口センサスを行った<sup>1</sup>。2000年に行った第5回人口センサスと比べ、0～14歳人口は28,979万人から22,246万人へ、約6,700万人減少し、総人口に占める比率も22.84%から16.60%へ下がった。65歳以上人口は8,811万人から11,883万人へ増加し、総人口に占める比率は6.96%から8.87%へ2.93%上昇した。人口年齢構成の少子高齢化が確実に進んでいることが明らかになった。

高校や大学への進学状況など中国の実態を考え、0～19歳人口を非生産の年少人口とし、中国の年金受給年齢（男性は60歳、女性は50歳もしくは55歳）の状況を考え、60歳以上人口を非生産の高齢人口とし、20～59歳の人口を生産人口とすれば、2010年以降20年間生産人口の増減を示したのは図表1である。

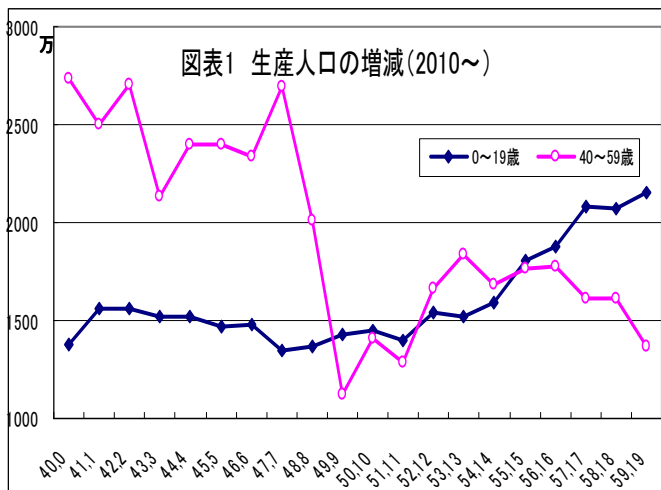
図表1が示したように、2010年現在の人口とその年齢構成を不変とすれば、今後5年間、新規生産人口として加わる15～19歳の人口は生産人口から非生産人口へ退出していく55～59歳の人口を上回る。つまり、2011年からの5年間では、病気や死亡などの原因による生産人口の変化を考慮しない単純計算で新規生産人口は新規非生産人口を上回り、生産人口は純増する。しかし、2016年から2018年までの3年間、生産人口は純減少に転じ、その後、2019～2021年は一旦純生産人口の増加に戻るが、2022年以降、生産人口の純減少に定着する。単純計算で2023年から2030年までの間、生産人口の純減少は年間約1千万人に上る。

生産人口の減少は労働力の需給に影響する。多くの報道に見られたように、一部の地域では、労働力の募集

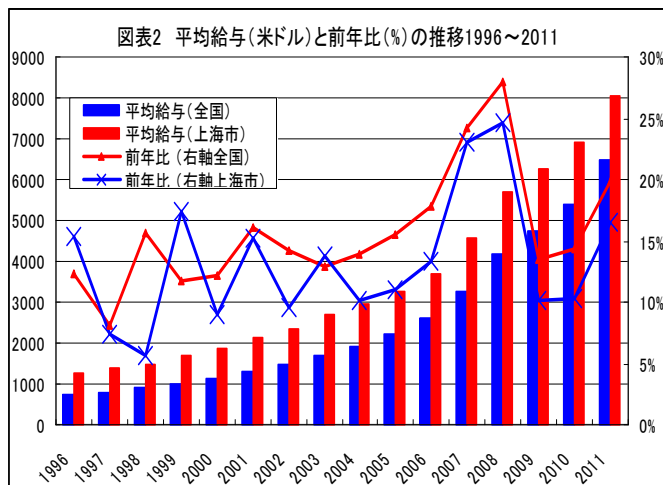
が困難、労働力不足の現象が起こった。無尽蔵の安い労働力を求める労働集約型産業の中国進出には支障が出る事が発生している。

生産人口減少による労働力の需給変化は一般的には人件費の上昇をもたらすが、中国の場合、いまだに大量失業人口が存在するため、生産人口の減少は直ちに人件費の上昇につながるかは断定できない。しかし、中国経済の成長に伴い、給与の上昇による人件費の上昇は確実に起きている。1995年から2011年までの間、1997年を除いて、米ドルで表示した就業者の平均年間給与の年平均成長率は10%以上に達した。その結果、人民元対米ドル相場の上昇効果も含めて、全国就業者の平均年間給与は1995年の640米ドルから2011年に、10倍の6,471米ドルに上昇した(図表2を参照)。これに伴い、この統計に含まれない農村からの出稼ぎ労働者の給与も増加した。中国国家統計局の調査によれば、全国の出稼ぎ労働者の平均月給は2008年の1,340元<sup>2</sup>から2011年に2,049元<sup>3</sup>まで上昇した。これだけでなく、2003年以降、全国各地で最低賃金ガイドラインを公布するようになった。例えば、広東省広州市の最低月給は2003年には510元であったが、2012年には2,290元に上昇した。

このように、“世界の工場”と称する安い労働力を利用して、労働集約産業を中心とする経済成長戦略の限界はもう見えてきた。中国政府も内需拡大を中心に戦略の調整を始めた。しかし、この内需拡大は投資を重点に行われた。特にアメリカで発生したリーマンショック以降、この傾向が顕著となった。しかし、この投資リード型成長は今大きな課題を抱えている。



出所: 中国国家統計局ウェブ・サイト(第6次人口センサス)。



出所: 中国国家統計局『中国統計年鑑』、上海市統計局『上海市統計年鑑』。

## 二、政府主導成長の限界

改革開放の時期が人口ボーナスと重なったこれまで中国の経済成長は消費不足の特徴を持っている。その主な原因は消費行動の“慣性効果”である。このため、長い間、経済成長は輸出に依存してきた。経済規模の拡大に伴い、輸出依存成長に影が現れてきた。輸出に代わり、2000年代から投資の重要性は高まった。特に、2008年リーマンショック以後、投資は輸出に代わり、成長を引っ張る主力となった。2009年、支出GDPにおける投資比率は47.2%に達した。2011年現在、その比率は48.3%となった。

中国経済成長における投資の役割について、中国の経済学界では意見が分かれている。消費こそ持続可能な経済成長を引っ張る力であり、投資主導から消費主導へ早く転換しなければならないという主流意見に対して、北京大学林毅夫国家発展研究院名誉院長は、現段階の中国では、経済の持続成長を引っ張るのは消費ではなく、引き続き投資であるという意見を発表した<sup>4</sup>。この論争はともかくとして、中国における投資リード成長は二つの問題を生み出した。過剰生産能力の問題と地方政府債務の問題である。

過剰生産能力は久しい問題であるが、近年になって特に深刻化した。改革開放以降、幹部の評価は“政治がすべて”から“経済がすべて”に変わり、“経済成長率”と“雇用”は至上命題となった。計画経済から市場経済に転換しつつあるが、経済周期変動に遭遇し、経済成長率が落ちる度に、投資を増やし、対処してきた。特に経済活動において政府の強いリーダーシップと国有商業銀行を中心とする間接金融システムが存在する中国ではこの対処方法はよく利用され、且有効である。その結果、経済周期変動により淘汰されるべき生産性の低い生産能力と設備はそのまま残され、新しく増加した生産能力と設備と共存し、過剰生産能力が形成された。

今年（2013年）7月25日に中国政府工業と情報産業省は再度「淘汰生産能力過剰企業リスト」を発表した<sup>5</sup>。これまで、工業と情報産業省と中国社会科学院工業経済研究所は毎年のように過剰生産能力を調査し、報告書を発表したにもかかわらず、過剰生産能力問題はますます深刻化した。「淘汰生産能力過剰企業リスト」によれば、鉄鋼、アルミ、セメント、板ガラス、船舶製造産業の過剰生産能力は特に深刻で、それぞれの稼働率は72%、71.9%、73.7%、73.1%、75%となっている。

いま一つは地方政府債務の問題である。“経済がすべて”という評価基準は特に地方政府の幹部評価に使われるので、地方政府は常に投資プロジェクトを許認可し、管轄地域のGDP成長率と雇用拡大を追及し、業績を上げるインセンティブを持っている。しかし、中央政府は窓口指導を通じて、常に投資プロジェクト許認可を抑制する方向で規制を行っていたが、2008年に世界同時不況を避けるために、リーマンショック後に中国政府は直ちに4兆元の投資計画を発表した。この中、中央政府財政による投資額は1.18兆円で、地方政府財政による投資額は1.25兆元であった。

それでも、中国の「予算法」では“地方政府が予算編成において、収入に基づき、支出を定めなければならない。赤字予算を編成してはならない。・・・法律と国务院の他の規定がある場合を除いて、地方政府は地方政府債を発行してはならない”（第28条）と定められているため、地方政府は投資意欲があっても財源を持たないため、投資にブレーキがかかっていた。しかし、1990年代後半から、土地使用権売買の制度改革は地方政府に財源をもたらした。同じ時期に住宅分配制度の改革は不動産ブームを迎え、土地使用権売却収入はますます潤沢になった<sup>6</sup>。そして、中国政府国务院は2009年から2011年までの3年間に、毎年総額2,000億元の地方政府債の発行枠を特別認可した。これらの条件変化は地方政府の投資行動に拍車をかけた。さらに、上記の財源以外に、特にリーマンショック後の4兆元投資計画に便乗して、地方政府は開発会社（いわゆる融資プラットフォーム）を設立して投資資金を調達する手法を大々的に利用するようになった。とうとう、地方政府の債務問題はクローズアップした。2010年に中国政府審計署（会計検査院に相当）は、地方政府の融資プラットフォームを含め、地方政府の債務残高は10.7兆元に上ったという調査報告書を発表した。2013年に審計署は36の地方政府の債務について審計を行った。この審計結果から推測して、地方政府全体の債務残高は約12兆元に達したと言われている。また、今年の7月末、審計署は国务院の指示を受けて地方政府債務問題の全面調査を始めた報道がある。これは、地方政府債務問題は相当深刻であり、中国政府当局も認識したと物語っている。

以上のように、過剰生産能力の問題と地方政府債務の問題を抱える投資リード成長を見直さなければならないのである。しかし、中国経済はまだ都市化進行の段階にあり、投資は引き続き経済成長の重要な要因として働くと思うが、投資の意思決定システムや財政制度、土地制度などの改革も必要である。

### 三、金融改革の課題

中国漸進的な改革を可能にしたのは国有商業銀行を中心とする間接金融システムの存在である。この間接金融システムを支えたのは低金利政策である。低金利政策により、間接金融システムに潤沢で安い資金源が確保され、国有商業銀行を中心とする間接金融機関は高成長のマクロ政策にサポートすることができた。しかし、金融資産の累積と中国経済の国際化に伴い、低金利政策の弊害はますます高まっている。また、低金利政策と並行して経済成長を支えてきた対外均衡を優先とする金融政策の矛盾も露呈し、是正される必要性が高まって

いる。

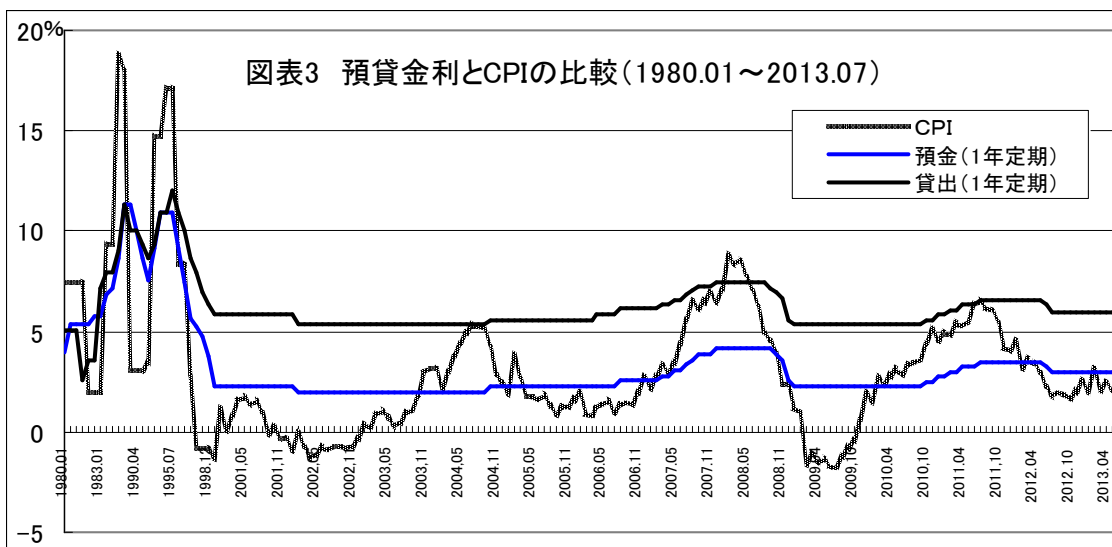
### 1、低金利政策の弊害 1—金利政策の失効

中国では、2013年7月に銀行貸出金利の下限規制撤廃まで銀行預金金利に対して基準金利を設けて、上限規制、貸出金利に対して下限規制が行われている。図表は改革開放以後1980年から直近までの銀行の預貸基準金利とCPIの比較を示している。

図表3から二つの事実が確認できた。一つは多くの年では、実質預金金利（預金金利-CPI）はマイナスの状態にあることである。これは市場の需給により決定された結果ではなく、金利規制の結果であり、いわゆる人為的低金利政策である。

今一つは、1998年頃から銀行預金金利と貸出金利との間の利ざやが約3%であるのに安定していることである。

この二つの事実は、銀行貸出の借り手である企業の経営を配慮して、貸出金利を低く抑え、そして、銀行経営を配慮して、一定の利ざやを保持するために、預金金利を抑えたと説明できる。



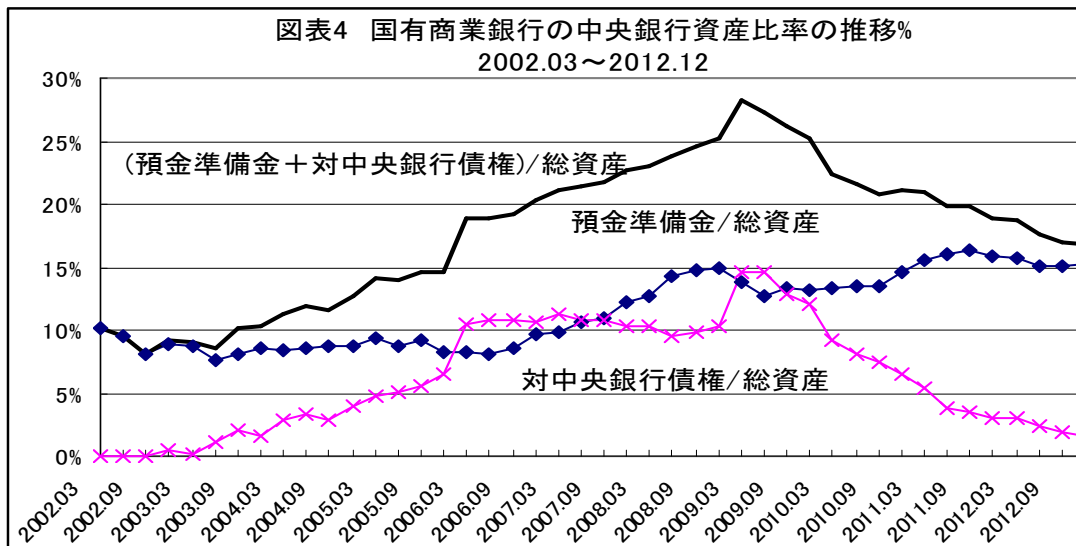
〔出所〕金利は中国金融学会『中国金融年鑑』歴年版と中国人民銀行ウェブサイト：

<http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/631/index.html>；CPIは中国国家统计局『中国統計年鑑』歴年版と中国国家统计局ウェブサイト：<http://www.stats.gov.cn/tjsj/>。

（注）2001年以後、金利は月次データ、CPIは対前年同月比；その以前は金利変更の時のデータ、CPIは前年比である。

このように形成された銀行預貸金利は市場の需給を無視し、効率を基準とする資金配分機能を持たないため、金融市場において、金利政策が資金需給に影響して、資金の流れを変える機能は有効に働かなくなってしまう結果となった。

1998年以前、（国有）商業銀行は預金準備金を中央銀行に預けると同時に、中央銀行から預金準備金を上回る大量の借り入れ（中央銀行融資）を受けることにより、資金は（国有商業）銀行貸出を通じて国有企業を中心に分配されていた。しかし、1998年以降、中央銀行融資が廃止され、商業銀行に対する中央銀行からの融資はほとんど見られなくなった。これを中央銀行融資は商業銀行貸出を通じた資金配分メカニズムが中止したと考えてよい。これに代わって、この年（1998年）に預金準備金制度を改革し、比較的の高い預金準備率を実行するようになり、預金準備金は金融政策目標の実現に有効な手段となった。2002年以後、商業銀行の対中央銀行債権は急増した。海外資金流入の急増に対して、中国人民銀行は外貨買い介入をする一方、不胎化操作のために中央銀行手形を大量発行するようになった。対中央銀行債権（＝中央銀行手形）も金融政策手段となった。



〔出所〕中国金融学会『中国金融年鑑』各年版、中国人民銀行ウェブサイト。

注:2009年以前は国有商業銀行(中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行と中国銀行)であるが、2010年以後は大型商業銀行(上記の国有商業銀行以外に国家開発銀行、交通銀行と中国郵政貯蓄銀行も含まれる)である。

図表4を参照されたい。2002年以前、国有商業銀行(2010年から大型商業銀行)を一つのカテゴリーとしての総資産データが発表されていないため、図表4は2002年3月以降、国有商業銀行の総資産に対する預金準備金及び対中央銀行債権の比率を示している。2002年から2012年まで、国有商業銀行の中央銀行資産比率〔(預金準備金+対中央銀行債権)/総資産〕は約10%から28%までの範囲内で推移していた。総資産に対して、預金準備金比率は10%の前後で推移しているが、最も高い時は14.9%(2008年12月)であった。その後、リーマンショックを受けて、金融は緩和に転じ、多少下がったが、その後インフレーションの行進に伴い、金融が引き締められ、預金準備金比率は再び高まった。預金準備金比率の重要な決定要因は政策手段としての預金準備率である。2008年12月当時、大型商業銀行<sup>7</sup>の預金準備率は15.5%であったが、その後、引下げと引上げが繰り返され、2012年5月18日から20%が実行されている。

対中央銀行債権比率も、中国人民銀行の外貨買い介入の不胎化操作に伴い、高まっている。最も高い時は総資産の14.5%(2009年6月)に達した。その後、金融緩和により、中央銀行手形の発行は減少し、対中央銀行債権比率も低下した。太い線は預金準備金比率と対中央銀行債権比率の合計を示したものである。両者の合計で最も高い時は総資産の28.3%(2009年3月)に達した。2006年からはずっと20%を超えていることが図表4から分かる。

預金準備金比率と対中央銀行債権比率の変動は一致しないことは、不胎化操作の度合いによって、国有商業銀行の対中央銀行債権比率が変動し、これに合わせて、預金準備金比率も変化し、預金準備金比率と対中央銀行債権比率の組み合わせによって、市中の資金量を調整することを示した。つまり、(国有商業銀行を中心とする)商業銀行に高い銀行預貸金利の利ざやを設けて、商業銀行に収益を確保させた上、その預金準備金と対中央銀行債権を通じて、資金を集中し、(外為市場を含めた)金融市場を通じて、調節するようになった。預金準備金と対中央銀行債権の量を調整して、マネーサプライをコントロールし、政策目標を実現するようになったのである。言い方を変えれば、実質マイナス金利の下、金利は政策手段としての機能が低下し、代わって、預金準備金率と外貨買い介入およびその不胎化操作は政策手段としての機能が重要になった。

また、リーマンショック対策後の経済過熱を抑えるため、まず行使した金融政策手段は預金準備金率の引上げであった。2010年1月18日から2011年6月20日まで連続12回行った。(銀行預貸基準)金利の引上げは、預金準備率を3回引き上げた後の2010年10月20日に初めて実施した。2011年7月7日まで5回行った。2011

年 12 月 5 日に金融政策スタンスが緩和に転じた後、まず実施したのも預金準備率の引下げであった。

金利政策の失効は価格メカニズムの失効とも言える。(あまり例の見られない高い) 預金準備率 (現行 20%) と (特殊の金融機関を相手とする) 中央銀行手形操作による政策目標の実現は価格メカニズムを基本とする市場経済とは言えない。低金利政策の是正はこれから効率性を目指す金融改革の課題である。

## 2、ディスインターミディエーション

図表 3 のように、銀行の 1 年定期預金金利は現在、3%だが、この 6 月の対前年比 CPI は 2.7%で、食品の物価上昇率は 4.9%である。食品価格で計算した実質金利はマイナスである。2001 年 1 月から直近の今年 7 月までの 151 ヶ月の間に、実質金利マイナスの月は実に 54 ヶ月にも達した。特に、2010 年の 2 月から 2012 年 1 月まで丸 2 年間、マイナス金利の状態が続いた。

銀行預金金利が実勢から離れて低位に規制された状態の下では、金利政策の失効だけでなく、低金利の銀行預金から少しでも利回りの高い商品へ逃げ出す動きは常に存在する。2005 年、上場企業の国有株流通化改革をきっかけに、わずか 27 ヶ月で株価は約 5 倍暴騰したことはその端的例である。資源価格の上昇に続いて、不動産も資産運用の対象として利用された。その後、株価は暴落したが、マンションの価格は下がらない神話はいまだに続いている。

最近になって、家計資産運用の中心は“資金信託プログラム収益”や“顧客理財資金”と称する金融理財商品に移り変わった。これらの商品には収益保障型、元本保証・収益変動型と元本収益変動型の 3 種類が含まれる。運用期間は半年と 90 日間の短期ものが中心で、運用リターンはふつうおおよそ 4~5%であるが、顧客獲得競争に晒され、5%を超える商品もある。短期間運用なので、家計の長期貯蓄運用には再契約など手続きが煩雑であるにもかかわらず、主に都市住民の主婦たちはこれらの商品に熱中している。

中国銀行業監督管理委員会が発表した資料によれば、2012 年末、“理財金融商品”の残高は 7.1 兆元に上る。このうち、家計部門所有の比率は 62%を占めた<sup>8</sup>。その金額は 4.42 兆元になる。家計部門の銀行貯蓄預金残高は約 40.4 兆元であるので、理財金融商品の金額は貯蓄預金の 11%強になる。また、中国信託業協会の資料によれば、2012 年第二四半期末、投資信託資産の残高は 94,548.16 億元で、このうち、金銭信託残高は 89,067.70 億元に達した<sup>9</sup>。

このように、中国激動の歴史からも、今後突入していく高齢化社会への備えからも、見守りの鎧とする自分の財産に常に神経をとがらすことはその社会的な背景である。中国政府も低金利の弊害がもちろん分かっている。周小川中国人民銀行総裁も金利自由化の必要性を繰り返した。しかし、銀行預金金利規制を緩和して、少なくとも低金利を解消するには、預貸金利の利ざや縮小による銀行経営の問題や預金準備金制度に依存する金融政策の効果など多くの難題を抱えているため、結局、中国当局が踏み出したのは、金利自由化に預金金利と貸出金利の両面作戦であった。2007 年から、預金に対して、家計向け金融商品の規制を明確化し、金融業の業際規制を緩和して金融商品の多様化を図った。これまで存在した、法的な位置づけがはっきりしなかった金融理財商品を整理整頓して、銀行を主体とする“顧客理財資金”と信託会社を主体とする“資金信託プログラム収益”に分類し、ルール化した作戦を実行した。一方、銀行貸出金利に対して、2012 年 6 月 8 日に貸出金利下限規制を基準貸出金利の 0.9 倍から 0.8 倍に拡大した。2013 年 7 月 20 日について下限規制を撤廃して自由化を実現した。

ところが、人為的低金利政策の下で、非合法の闇金融や金融機関による違法金融商品の販売などのシャドーバンキング問題はもともと存在しているが、金融商品のルール化と多様化はシャドーバンキング問題の解消につながらなかった。かえって、金融理財商品の名の下で堂々と“銀信合作”(銀行と信託会社の共同開発商品)、“信政合作”(信託会社と政府の共同開発商品)を通じて、銀行仲介から離れて運用され、その規模は急拡大し、問題を深刻させた。中国銀行業監督監視委員会 2012 年年報では、2012 年末に理財金融商品の運用先残高は、34%は債券と短期金融市場、21%は銀行預金、30%は信託商品、11%はエクイティ商品、1%はデリバティブ商品の構成

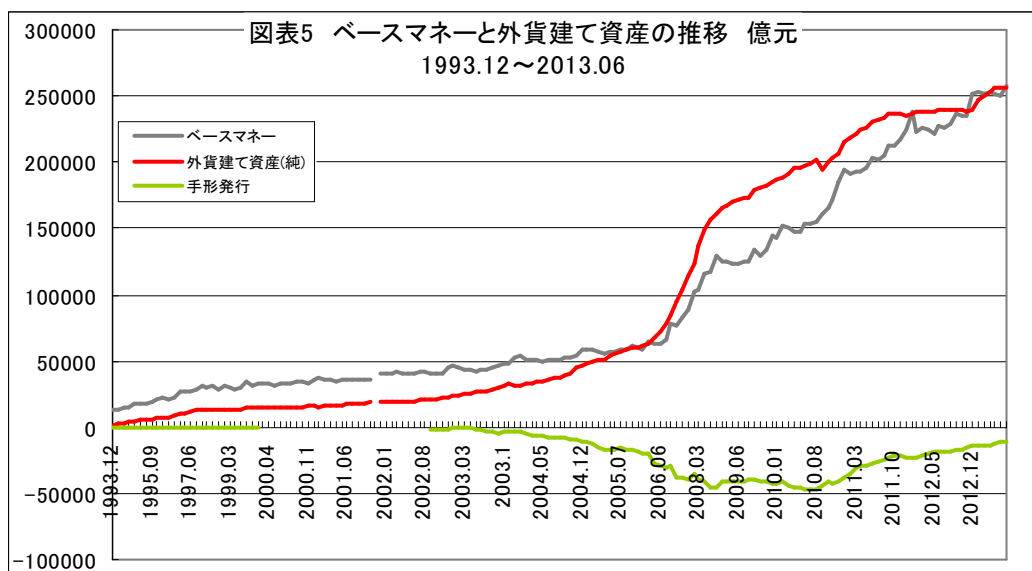
となっている<sup>10</sup>。中国信託業協会の資料では、信託商品で集めた資金運用の内訳は、貸出は47%、短期投資は9%、長期債券投資は17%、コールローン8%、長期エクイティは9%と、構成されている<sup>11</sup>。この二つの資料だけで中国シャドーバンキングの真相を究明することは困難である。例えば、貸出や長期債券投資の多くは地方政府の融資プラットフォームや信用力の乏しい企業に向けられたと言われている。

人為的低金利政策の下で家計貯蓄預金のディスインターミディエーションを招き、シャドーバンキングを通じてその資金は運用されることは必然的な結果であると言える。シャドーバンキングの取り締まりが厳しくなるたびに、金融市場の不安と乱高下を招き、経済の安定成長には決してよいことではない。この金融市場の不安を取り除くために、シャドーバンキングの原因である人為的低金利政策を無くさなければならない。銀行貸出金利の下限規制撤廃はこの一步であるが、預金金利の自由化はこれからの課題である。

### 3、人民元相場安定化政策のディレンマ

金融改革のもう一つの課題は対外均衡を優先とする金融政策の是正である。改革開放以降、輸出主導型成長の下、1994年から経常収支の黒字が続いている。そして、外資導入政策の下、1984、1984、1992と1998年を除いて1982年から資本収支もずっと黒字の状態にある。これで、国際収支“双子の黒字”の下、人民元相場には常に切上げの圧力がかかっている。この人民元相場の安定を維持するために、実質人民元の米ドルペッグ制を施行し、国際収支の黒字による外貨の流入を中国人民銀行は買い介入を続けた。中国人民銀行の外貨買い介入による流動性の供給はマネーサプライの重要な要因になっている。

しかし、この人民元相場安定化政策は大きな問題を含んでいる。図表5は1993年12月から直近まで中国人民銀行が発行したベースマネーと中国人民銀行が所有する外貨建て資産の残高を示したものである。この図表から、2002年9月から中国人民銀行が手形を発行するようになり、その手形発行残高は次第に増加したことが確認できる。つまり、1993年12月から中国人民銀行は外貨建て資産を買い介入し、人民元相場の安定を維持した。しかし、中国国際収支の不均衡(黒字)の拡大に伴い、外貨買い介入の度合いを拡大し、これによるマネーサプライの増加は金融政策の対内均衡目標と衝突する可能性が高まった。国内経済の過熱を抑えるために、2002年9月から中央銀行手形を発行して、貨幣流動性の一部を回収し、いわゆる不胎化操作を行うようになった。そして、2005年10月に外貨建て資産残高はついにベースマネーを上回るようになった。



〔出所〕中国金融学会『中国金融年鑑』各年版、中国人民銀行ウェブサイト。

〔注〕1999年以前は四半期データ、2000年以降は月次データ。

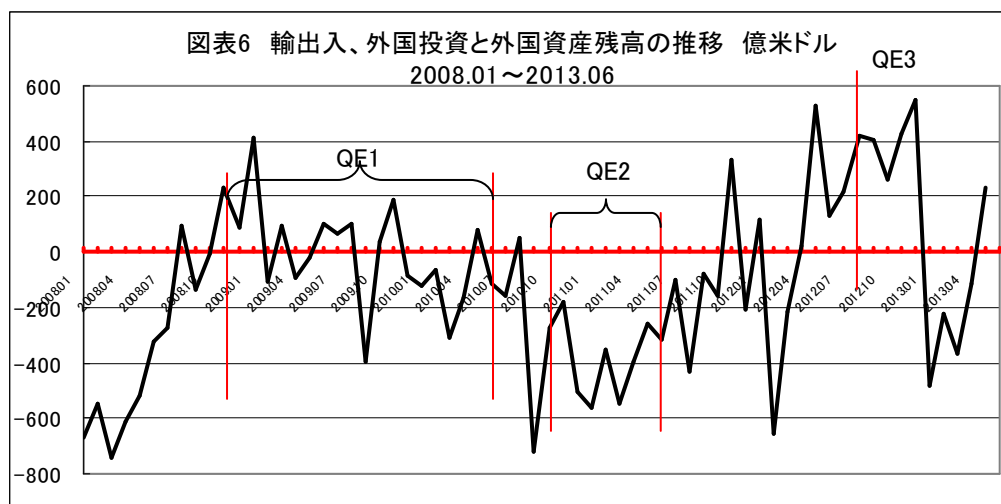
これは、外貨買い介入でベースマネー発行を全部賄うことができることになる。言い方を変えれば、マネーサプライは国

内均衡ではなく、対外均衡を政策目標とする金融政策に基づくものである。2002年9月から中央銀行手形発行して国内均衡を配慮したにもかかわらず、対外均衡を優先とする金融政策はおのずと国内均衡をおろそかにすることがある。2003年以降のインフレーション、資源価格と不動産価格の持続上昇、株価の乱高下、低金利と金融商品の好調はこの外貨買い介入によるマネーサプライと関連すると思われる。言い方を変えれば、不胎化操作を行っても、対外均衡を優先とする金融政策は国内均衡を犠牲にし、独立した金融政策の放棄となる。

にもかかわらず、対外均衡を優先とする金融政策の持続は困難である。理由は三つある。まずは、外貨建て資産の持続買い介入の結果、2013年6月現在、中国人民銀行が所有する外貨建て準備資産残高は34,966.86億米ドル（2013年4月は35,344.82億米ドル）、不胎化操作のために発行した中央銀行手形発行残高は10,381.79億元（最高の2010年7月には47,491.02億元であった）に上った。外貨買い介入を続ければ、外貨建て準備資産を増加することになる。外貨建て準備資産をこれ以上に増加することができるかは非常に疑問であるが、人民元相場安定維持の弊害は利益を上回ることは明らかである。

第二は政策コストの問題である。外貨建て準備資産をこれ以上に増加することができるかはともかくとして、外貨建て準備資産を持つコストと中央銀行手形発行に中国人民銀行が払わなければならない金利コストのことを考えれば、人民元相場安定維持のコストはあまりにも大きいので、対外均衡を優先とする金融政策を考え直す時期が来ていると思う。

第三は中央銀行手形発行による金融政策の持続の問題である。外貨建て資産を買い介入して人民元相場の安定を維持するのに、国有商業銀行を中心とする商業銀行による中央銀行手形購入が不可欠である。2002年9月から中国人民銀行は中央銀行手形を発行するようになり、中央銀行手形の主要買い手は商業銀行である。特に資金が潤沢な国有商業銀行である。2006年3月にほとんど中央銀行手形で構成される対中央銀行債権は預金準備金を上回り、対中央銀行最大な債権項目となった。2009年6月に対中央銀行債権は54,253.39億元に達した。その後、中央銀行手形発行のスピードが緩められ、発行規模が縮小し、国有商業銀行の所有する対中央銀行債権も11,466.81億元まで減少した（2012年12月現在）。つまり、人民元相場の安定を維持しながら、国内均衡を配慮した不胎化操作の金融政策には国有商業銀行のサポートが必要である。金融政策にサポートできたのは、国有商業銀行は経営的に余力があるからである。しかし、金利自由化が進めば、国有商業銀行を中心とする商業銀行には引き続きその余力を持つであろうかは疑問である。貸出金利の下限規制はもう既に撤廃され、更に預金金利自由化が進めば、普通、預貸金利利ざやが縮小することになる。預貸金利利ざやは営業利益の90%以上を占める商業銀行経営には大きなマイナス要因になる。引き続き、金融政策にサポートすることも困難になると考えられる。



出所：輸出入と外国投資は中国商務省ウェブ・サイト、外国資産残高は中国人民銀行ウェブ・サイト。



外貨買い介入をして資本移動を規制する対外均衡を優先とする金融政策のもう一つの問題点はそもそも国内外金融市場を完全に遮断することが果たしてできるであろうか。筆者は中国政府商務省の輸出入（税関ベース）と実質外国直接投資の月次データを使用して、中国人民銀行が発表した中国人民銀行を含んだ預金性金融機関の外国資産残高の変化と比較して、資金流出入を試算してみたのは図表6である。

1994年に実行された外貨集中制度が、2008年には相当緩和されたが、図表6は、輸出から輸入を差し引いた輸出入差額を引き続き全額資金流入とする。当然、経常収支には商品の輸出入だけでなく、サービス輸出入、所得収支と移転収支もあるが、月次データの入手などの事情を考え、簡素化するために、図表6では、輸出入以外の項目を省略した。資本収支も簡素化のために外国投資だけを対象とした。この結果、図表6は（輸出－輸入＋外国投資－外国資産純増）だけを示したものになる。精緻な研究にはならないが、おおよそのことを判断することができる。

輸出－輸入＋外国投資－外国資産純増の結果、プラスであれば、（輸出－輸入＋外国投資）>外国資産純増で、式で説明できない資金の流出が発生することになる。マイナスであれば、（輸出－輸入＋外国投資）<外国資産純増で、式で説明できない資金の流入が発生することになる。

図表6のように、2008年1月から2013年6月までの間に、式で説明できない資金の流入と流出が交差したので、全期間、必ずしもホットマネーが流入、或いは流出したと断言できない。また、資金流出入はアメリカのQEと一致しないので、よく言われたアメリカの量的緩和政策により、ホットマネーが中国に流入した状況は、少なくとも全期間では見られなかった。しかし、一定期間に、式で説明できない資金の流入、或いは流出が発生したことは確かである。例えば、2008年8月以前、2010年8月から2011年10月まではマイナスで、資金の流入が発生した。2012年4月から2013年1月まではプラスで、資金の流出が発生した。

このように、経済規模が小さく、海外市場との連携があまり緊密でない時、資本移動規制はある程度の効果があったが、経済規模が大きくなり、海外市場との連携が緊密化した時、資本移動規制の費用は高まり、あまり効果的でなくなると言えるのではないか。内需主導の経済成長に転換すれば、金融政策の重点も国内均衡に移さなければならない。当然、中国のような規模の大きい経済体は方向転換も漸進的でなければならないが、今はもう始めるべきときです。

### 結びに変えて

計画経済から市場経済に漸進的に移行しながら、高度の経済成長を実現してきた中国の経済改革は大きな成功を収めたと言えるが、高度成長がめぐり合わせた国内外の情勢は大きく変化している今は新たな改革が求められる。その焦点が金融改革に当てられている。これまでの漸進的な改革から堆積した移行経済の矛盾は常に金融システムによって、糊塗されてきたが、経済成長率の鈍化に伴い、粗放型成長から節約型成長に転換し、効率は一段と追求されるからである。これは1970年代後半から90年代にかけて、日本の経験からも示唆される。しかし、金融システムの効率性は経済の領域を超えて社会全体にかかる複雑な社会問題になる。この意味で、今は岐路に立つ中国経済だけでなく、岐路に立つ中国と言えるかもしれない。

終わり。

童適平  
獨協大学経済学部教授

注：

- 1 1949 年以後、中国政府は 1953、1964、1982、1990、2000 と 2010 年に 6 回の人口センサスを行った。
- 2 中国国家统计局「2009 年農民工観測調査報告」。
- 3 中国国家统计局「2011 年農民工観測調査報告」。
- 4 人民日報海外版 2013 年 7 月 27 日。
- 5 中国工業と情報産業ウェブサイト  
<http://www.miit.gov.cn/n11293472/n11293832/n12845605/n13916898/15535018.html>。
- 6 中国国土資源省の資料によれば、土地使用権譲渡収入は以下の通りである。

年	譲渡収入 (億元)
2001	1,295.89
2002	2,416.79
2003	5,421.00
2004	5,894.14
2005	5,505.15
2006	7,676.89
2007	11,947.95
2008	9,600.00
2009	15,910.20
2010	27,100.00
2011	31,500.00
2012	26,900.00

- 7 定義は図表 4 の注を参照。
- 8 中国銀行業監督管理委員会『中国銀行業監督管理委員会 2012 年年報』37 ページ。このほか、2013 年 6 月、銀行業金融機関が扱う理財商品の残高は 9.85 兆元に達した  
<http://bank.stockstar.com/SS2013071900001010.shtml>）報道もある。
- 9 <http://www.trustee.org.cn/sjtj/16924.html>。
- 10 中国銀行業監督管理委員会『中国銀行業監督管理委員会 2012 年年報』37 ページ。
- 11 中国信託業協会は発表した 2013 年第二四半期信託業の主要業務内容は図のようになっている。

