



RIETI Policy Discussion Paper Series 10-P-029

中国にとって適切なポリシーミックス

THORBECKE, Willem
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

中国にとって適切なポリシーミックス*

ウィレム・ソーベック（アジア開発銀行研究所[†]／経済産業研究所）

要旨

本論文は、経済危機以降における中国にとって適切なポリシーミックスを論じたものである。よく知られているように、中国の場合、輸出主導型の成長戦略を用いて過去30年間にわたり目覚ましい経済成長率を実現してきた。この戦略を実行するため、中国当局は自国通貨と米ドルを連動させるとともに、一般労働者や中小企業を犠牲にする形で大企業や富裕層を優遇してきた。しかしながら、このような戦略はもはや適切なものではない。発展を継続するため中国が行うべきなのは、これまでよりも柔軟性の高い通貨体制の導入、国営企業の過剰な利益を原資とする形での医療や年金、教育への投資、金融システムの自由化である。中期的には、このポリシーミックスが、世界的規模の不均衡を是正し中国の奇跡の果実を何億もの農村部貧困層や困窮下にある都市移住者へと広めていく上で一助になると思われる。

キーワード - グローバル・リバランシング、中国

JEL分類 - F32、F41

RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパーは、RIETI の研究に関連して作成され、政策をめぐる議論にタイムリーに貢献することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

* 本稿は、英文で作成された 10-P-028 について、RIETI の責任で翻訳したものである。

[†] 所在地 - 〒100-6008 東京都千代田区霞が関 3-2-5 霞ヶ関ビル 8 階
電話 - 03-3593-5500 Fax - 03-3593-4270
電子メール - wthorbecke@adbi.org

I. 序

中国の経済発展は驚異的なものである。1970年代における閉鎖経済から、2010年には世界最大の輸出大国へと変貌している。また、2010年には世界第2位の経済大国になり、2008年～2010年の危機的な時期でも年平均9%を上回る経済成長を達成している。

このような明るい実績に負の側面があるとすれば、中国の成長では、一般労働者や中小企業を犠牲にする形で大企業や富裕層が恩恵を受けているという点である (Zoellick and Lin, 2009)。Pettis [2010]によれば、中国の消費は対GDP比で31%～36%であり、主要国としては最も低い水準と考えられるという。また、所得分配についても、公式データよりも大幅に歪んだものになっているという。Rajan [2010]の場合、この状況を是正するため、中国は一般世帯に配慮すべきとの議論を行っている。

本論文では、どのようにすれば中国の政策をこの方向に進めることができるか検討する。まず、中国の貿易黒字とそれに伴う大幅な為替介入は好ましくないということを議論する。米国国債などの対外資産への投資よりも国内経済に投資した方が、民間や社会の収益率が大幅に高くなると考えられる。また、中国の厳格なペッグ制によって、国内的にはインフレ圧力が発生し米国のような債務国ではデフレ圧力が発生している。これにより、域内生産ネットワークを介して連動しているアジア諸国間で為替の乱高下が発生するとともに、中国のマクロ経済運営が複雑なものになっている。これらの理由により、中国の場合、それなりに広い幅を持たせる形で複数通貨バスケット方式の基準レートの特徴とする制度を導入するという自国の目標に向けて引き続き進んでいくべきである。

その上で、本論文では、2003年以降における法人貯蓄の増大を主因とする形で貯蓄投資バランスが崩れたため、貿易黒字が発生したことを論証する。この種の利益が生じた理由としては、国営企業が多く業種で独占状態にあり、土地、労働、資本、エネルギーなどの生産要素価格が人為的に低くなっている点が挙げられる。国営企業が政府補助金を受けて多額の利益を上げる一方で、これらの企業の真の持ち主（政府と国民）は恩恵を受けていない。そのため、国営企業の利益に対して課税を行うべきであり、医療や年金、教育などの項目に支出する原資として活用すべきである。

教育への支出は、中国にとって重要課題の一つとすべきである。そうすることにより、中国の価値連鎖の上の部分に到達し、単なる組立作業から脱却して高付加価値で知識集約型の活動に参画できるようになる。この教育ニーズは、高校を修了する生徒の割合が4人に1人しかいない農村部において緊急性が高い。

また、本論文では、金融システムについて、一般預金者や中小企業を犠牲にする形で国営企業や国営銀行に助成が行われていることも論じる。銀行預金は、中国の預金者が持つことができる数少ない資産の一つであり、銀行預金に対する金利は、インフ

レ率よりも低い水準に政府によって設定されている。貸出金利も低水準に維持されており、大企業から見れば低コストで資金を利用できる。他方、中国の労働者の大半を雇用している中小企業の場合、資金を得られないケースが多い。そのため、一般労働者の給料を引き上げたり雇用を拡大する能力が制約されている。

したがって、中国は自国の金融システムの自由化、為替レート制度の改革を行うとともに、生産要素の価格設定を適切に行い教育に投資すべきである。この種の抜本的な変革は、適切な順序で注意深く実施して、アジアにおける危機の再発を回避しなければならない。しかし、中期的には、中国の奇跡の恩恵を大企業や都市部富裕層の枠を超え、農村部の低所得者層や困難な状況で都市部に移り住んできた者にも波及させることが可能となる。

次節では、中国の為替ペッグ制の問題点を概説する。第 3 節では、2003 年以降における法人貯蓄の増大がどのような形で中国の大幅黒字に寄与していったかという点が明らかにされる。第 4 節では、中国、特に農村部における教育投資の必要性を議論し、第 5 節では、金融セクターを改革していく方法について検討する。第 6 節は結語である。

II. 中国の対欧米貿易黒字は持続不可能

中国の貿易黒字を理解するには、中国税関統計(CCS)のデータが役に立つ。中国税関統計では、加工貿易に関係する輸出入と、通常の輸出入とが区別されている¹。加工目的の輸入は、中国に持ち込まれた財貨であって加工を経て再輸出されるものである。加工輸出とは、中国税関当局の分類によれば、このような形で生産された財貨をいう。加工用輸入は関税非課税で輸入されており、この種の輸入投入物や、この種の輸入品を用いて生産された最終財のいずれも、中国の国内市場に出回ることはない。対照的に、一般輸入とは、非課税で輸入されていない財貨であり、一般輸出は、主に現地の投入物を用いて生産された財貨のことである。Feenstra and Wei [2009]によれば、中国の加工輸出のうち外資系企業が生産しているものの割合は 84%であるという。

図 1 を見ると、2008 年までの中国の貿易収支の大部分、そして、2008 年以降の中国の貿易収支の全体が加工貿易によるものであることが分かる。表 1 を見ると、加工用輸入に占める東アジア製品の割合は 3 分の 2 であるが、欧米からの割合は 5%にとどまっていることが分かる。また、この表からは、加工用輸出については、東アジア向け、米国向け、ヨーロッパ向け、香港向けの割合がそれぞれ約 20%となっている。加工用輸入の大半は東アジアから来ている一方で加工用輸出の輸出先は世界全般にわたっているため、中国の対東アジア貿易は約 1,000 億ドルの赤字であり、対ヨーロッ

¹ 中国税関統計のウェブサイトは www.ChinaCustomsStat.com である。

は 1,000 億ドル弱の黒字、米国と香港との貿易では黒字額が 1,000 億ドルを上回っている。

中継貿易であるため、中国の対香港、対シンガポール貿易の黒字は、その他の国との貿易の黒字に概ね一致している。Kwan [2006]によれば、中継貿易が存在するため、輸入データは輸出データに比べ大幅に精度が高いという。中国の輸出が香港やシンガポールを経由して積みかえられると、その財貨の最終仕向地については中国政府側で把握できない。そのため、香港への輸出かシンガポールへの輸出として計上される。しかし、輸出が最終仕向地に到着すると、輸入国側では、中国からの輸入として記録が行われる。そのため、Kwan によれば、二国間貿易収支を算定する際には、貿易当事国双方の輸入データを用いるべきであるという。このアプローチを用いた場合、中国の対ヨーロッパ黒字は約 20%増加し、中国の対米黒字は約 50%増える。そのため、中国の加工貿易の黒字は、主に欧米との関係におけるものであり、とりわけ米国との関係における黒字である。

東アジアとの間で多額の貿易赤字を抱えつつ対欧米諸国に対してはそれを大幅に上回る黒字になっているという中国のパターンを見ると、東アジアのサプライチェーン諸国全体で為替レートが上昇すると、加工貿易の収支改善に役立つことになる。東アジア全体で為替レートが上昇すると、中国国内で生じた付加価値に加え、他のアジア諸国から来る輸入投入物の価値のユーロ建て価格やドル建て価格に悪影響が及ぶことになる。アジア全体で為替レートが上昇すると中国の加工輸出に悪影響が及ぶことが Ahmed [2009]や Thorbecke and Smith [2010]によって示されている。

中国の通貨は、ドルとの関係で価値が上昇していない。なぜなら、中国人民銀行が為替市場への介入を大々的に行っているからである。中国人民銀行が介入を行う目的としては、1) 資本勘定で危機的状態が発生すると短期資本移動が逆方向に作用するので外貨準備が減少するため、そのための準備を行うこと、2) 競争力を維持できる水準に為替レートを維持して、経済の輸出志向原動力を維持すること、3) 安定性確保に資することが挙げられる。

中国の外貨準備高は、1997 年末の 1,400 億ドルから、2010 年 8 月には 2 兆 5,000 億ドルに増加している。そのため、1 番目の目的を達成できる分だけ確保されており、為替介入の原動力となっているのは 2 番目と 3 番目の目標である。

人民元がドルと密接に関係していることから、アジアにおいて共同での為替レート上昇が不可能になっている。なぜなら、アジア諸国は、生産ネットワークの中で相互に協力関係にあるだけでなく、第三国市場では競争相手の関係でもあるためである。中国とライバル関係にある周辺諸国の場合、為替レートが上昇しないようにして、第三国市場での対中競争力が失われないようにしている。そのため、東アジアで為替レート上昇をもたらす市場の圧力が発生すると対米貿易の収支の面で役立つが、このような傾向は、為替市場への大幅な介入によって妨げられている。

この点は、図 2 と図 3 で明確にされている。図 2 を見ると、2003 年以降、米国の経常赤字と、この経常赤字のカバーに必要な民間資本流入との間で大幅な不足が生じていることが分かる。この唯一の例外は、2008 年第 4 四半期の金融危機の最悪期に限られている。このときの投資家の行動は、危機から避難する形で米国債の安全性に着目するというものであった。図 3 には、米国の経常赤字と民間資本流入との差は、外国政府機関による米国資産の購入によって補填されてきたことが示されている。最も大々的に購入していたのは、東アジアの中央銀行である。

アジア金融当局の外貨準備高の蓄積によりベースマネーが増大したため、金融システムにおいて過剰な流動性が生み出されている。これにより、マネーサプライが増大し、インフレが悪化している。その埋め合わせを行うため、域内の中央銀行は不胎化政策を行っている。不胎化に際しては、国債や中央銀行券を売却して、マネタリーベースが変わらないようにするとともに、金融システムの過剰流動性を除去しなければならない。

外貨準備の蓄積と不胎化政策の運用に関しては、いくつかの問題が存在している。第一に、市中銀行による中央銀行券の保有高が増えることで、銀行の採算性が侵食されるとともに、金融システムを介した資金配分が妨げられる。第二に、米国有価証券の金利収入（外貨準備）と不胎化政策の紙幣に対する金利負担との間に利回りの差があるため、中央銀行に持ち越し費用が発生する。第三に、ドル安になると、アジアの中央銀行が多額の資本損失を受ける可能性がある。第四に、米国債が引き続き蓄積されると、資源配分がますます非効率的になる。なぜなら、国内経済に投資した方が民間と社会に対する収益率が大幅に高くなるからである。そのため、今後も同じペースで介入することは持続不可能であり、結局のところ、中国の多額の対欧米黒字から脱却せざるを得なくなる。

米中間の貿易不均衡が持続不可能であり、人民元の名目為替レートを自由に調節できないとなれば、中国国内のインフレ圧力や米国内のデフレ圧力を介して調整が部分的に行われることになる（Eichengreen and Temin, 2010 参照）。この場合、中国製品の価格上昇と米国製品の価格低下により均衡が回復することになる。中国国内ではインフレ圧力が生じ米国内でデフレ圧力が生じていることが明らかになっている。中国の公式インフレ率は 2010 年 7 月時点で 3.3% であるが、この数値は真のインフレ率を過小評価しているとの議論も多く見られる（Roberts, 2010 参照）。住宅価格が劇的に高くなっており、質の高い医療や学校教育を希望する場合には目に見えない形で支出が行われているためデータとして記録されておらず、また、都市部における食品価格も急激に上昇している。他方、米国のインフレ率は、2010 年 7 月時点で 1.2% であり、ディスインフレーションやデフレを予測する意見も多い。

中国の対ドル・ペッグ制によって、中国国内でのインフレ圧力や米国内でのデフレ圧力が生じているだけでなく、域内生産ネットワークの機能も阻害されている。その

理由を理解するには、中国の加工貿易の基礎となっている生産ネットワークの稼働状況を見直すと役に立つ。

東アジアにおける多国間協力では、生産プロセスを細分化して、資本、技能、労働、インフラといった各国の資源賦存量に応じて域内諸国相互間にて生産を割り当てることにより、価値連鎖が構築されている。アジアの発展において多国籍企業の存在感が増しているため、多国籍企業が現地法人から調達する量が増えてきている。これにより、産業集積地区が形成され、地元のエンジニアや熟練労働者が企業や業種間で移動するようになる。蓄積された人的資本をもって経済全体に分散し、技術の吸収と生産性の上昇が促進される。

例えば、ノート型 PC の国際的生産のかなりの割合が台湾系 ODM (Original Design Manufacturers : 他社ブランド端末を設計から製造まで請け負うメーカー) によって揚子江デルタで生産されていることが Kraemer and Dedrick [2006]によって明らかにされている。この種のメーカーによって、ネットワークの一部が形成されており、このネットワークの中には、HP、Apple、東芝などのブランド企業に加え、主要部品・コンポーネントの供給元、基本工業原料の製造業者、オペレーティングシステムや CPU のメーカーも参加している。現地の中国企業は、コネクタやバッテリー、スイッチ、ディスプレイを供給しており、成形加工、鋳造、鍛造、めっき加工、モジュール組立も積極的に行っている。デジタルネットワークと人的ネットワークの双方が存在することで、PC メーカー側では、消費者の好みや技術の変化に対してリアルタイムで効率的に対処できるのである。また、ノート型 PC の組立を行う企業では、注文の 98% を 3 日以内に処理することで在庫を低水準に抑えている。この価値連鎖における生産性の向上には、目を見張るものがある。

人民元がドルに密接に連動していることから域内生産ネットワークに悪影響が及んでいることを理解するには、域内における為替レートの変動にどのような形で悪影響を及ぼしているか検討する必要がある。中国が人民元をドルに密接に連動させる一方で、他のアジア諸国では、中国よりも柔軟な為替レートを導入している。その結果、アジア諸国相互間の為替レートは、大きく変動するようになっている（例えば、図 4 参照）。

一般的に、為替レートの変動が貿易に及ぼす影響については、明らかではない。ただし、東アジアの生産ネットワークの中では、為替レートの変動によって貿易が阻害されることが理論的・実証的に明かにされている (Thorbecke [2008]、Hayakawa and Kimura [2009]参照)。このような影響が生じるのは、国境で分けられた生産ブロックのサービスリンク費用はリスクと不確実性の増加関数であり、為替レートが乱高下するとリスクや不確実性が増すためである。最近行われた日系多国籍企業の調査によれば、域内生産ネットワーク内部で部品やコンポーネントの取引をスムーズに行うには、アジア通貨相互間での為替レートの安定性確保が必要不可欠であることが Ito et al. [2008]により明らかにされている。

ドルとの緊密な連動から脱却し柔軟な為替レートを導入すると、中国当局によるマクロ経済運営も行いやすくなると思われる。人民元がドルに連動しているため、中国国内の金利は、米国金利から過度な影響を受けている。現在の米国金利は、デフレ対策のため、米国金融当局によって極めて低い水準に設定されている。中国の場合、デフレリスクではなくインフレリスクに直面しているため、低金利は適切な金融政策ではない。World Bank [2010]も述べているように、中国の金利が低いことから、住宅バブルや過剰投資が生じている。為替レートの柔軟性を増すと、中国の金利と米国金利との連動が希薄になるため、中国にとって適切な金融政策を中国人民銀行が実施しやすくなる。

これまで述べてきた理由により、米ドルに連動させるという中国の現行為替レート体制は変更すべきである。解決策としては、中国の場合、それなりに広い幅を持たせる形で複数通貨バスケット方式の基準レートを特徴とする制度を導入するという自国の目標に向けて引き続き進んでいくべきである。この場合、人民元と他のアジア通貨との間の安定性が向上することになる。また、域内貿易収支に反応する形で、域内の為替レートがともに上昇できるようになる。これにより、持続不可能な対米黒字から脱却して、国内・域内消費者向けに生産を行う方向で、貿易収支が均衡しやすくなると考えられる。

III. 中華人民共和国における貯蓄・投資²

前節では、中国の巨額な貿易収支は持続不可能なものである点を議論し、アジアにおける為替レート上昇が貿易の収支均衡に果たす役割について議論した。経常黒字である状態は、投資よりも貯蓄が多いという状況であるため、中国の黒字について理解する別の方法としては、国内の貯蓄・投資の推移を吟味するというものがある。

中華人民共和国の貿易黒字が急速に伸び始めたのは 2003 年になってからである（図 5 を参照）。対 GDP 比で見ると、中国の経常黒字は、2002 年の対 GDP 比 2% から 2007 年には 11% に上昇している。2008 年には 10%、2009 年は 6% である。

貯蓄・投資の観点から見ると、この種の不均衡を説明する主な変数の一つは、法人貯蓄の上昇である。図 6 に示されているように、中国の法人貯蓄を対 GDP 比で見ると、2002 年の 12.5% から 2006 年には 28% 強へと上昇している。他方で、Xing [2009a] も言及しているように、家計の貯蓄は長年にわたり対 GDP 比で約 20% 前後の水準で横ばいに推移しており、政府貯蓄についても 2003 年以降は伸びも大きくない。

このように法人貯蓄が急激に増えていったのは何故だろうか。アジア開発銀行の「アジア経済見通し」（ADB, 2009）によると、2003 年から 2006 年までに税引き後の法人利益は対 GDP 比で 6% 上昇している。この上昇の一因としては、急速な経済

² この節の執筆に際しては Xing [2009a]、[2009b] に依拠しており感謝している。

成長と生産物価格の上昇により国営企業や民間企業の採算性が向上していった点が挙げられる。国営企業の場合、配当を支払う必要がないため、増益になるとその法人の総貯蓄が直接的に増加する。

また、国営企業の貯蓄率が高くその水準も上昇していることについては、別の要因も存在している。通信分野における中国移動通信や石油分野における中国石油天然気集团公司など、各種分野で独占状態にある国営企業が多い。Xing [2009a]も論じているように、結果として生じる独占利益によって高額の法人貯蓄が生まれ、国営企業の役員報酬が極めて高くなるとともに所得分配を歪めている。

また、Huang [2009]も論じているように、要素市場が歪曲していることから、2008年にはメーカーに対し約2兆人民元（GDPの7%）の補助金が与えられている形になっている。この種の補助金としては、社会福祉制度が未熟なため労働者の人件費が低廉であること、人民元の価値が低く設定されていること、地価や実質金利が人為的に低く設定されていること、燃料や電力の料金が管理されていること、環境法令が厳格には運用されていないことが挙げられる。この種の補助金の存在により、資源が企業部門に移転されており、企業収益が大きくなっている。

Xing [2009b]、Huang [2009]などによれば、資本と労働との間の所得分配が歪曲していることから労働者による消費が低くなっているという。一般国民の貯蓄の収益率は低水準なため、消費の主な原資は労働所得である。近年、法人利益が急上昇する一方で、労働所得は、2002年の50%強から現在では40%未満へと低下している。労働所得が低いことは、中国における消費の対GDP比が何故35%未満なのかを説明する主な要因となっている。

労働所得が低い理由は、政府が誘発している歪曲のせいだけではない。農村部から流入する過剰な労働によっても、賃金が抑制されている。近代的な部門への労働供給が無限にある場合、賃金の水準が労働の限界生産力を下回ることをW. アーサー・ルイスは立証している。Fang, Wang, and Qu [2009]によると、中国の労働者の賃金は、その限界生産力の30%に過ぎないという。そのため、労働力が過剰であるため、中国国内での賃金水準が低くなり、法人利益が過大になっている。

Huang [2009]によれば、問題解決する上で重要なのは、要素市場の歪曲を解消することであるという。同氏は、都市部への人口移動を制約し出稼ぎ労働者の賃金を抑制している「戸口」制度を廃止すべきと主張している。また、金利を市場で決定するようにし、地価やエネルギー価格を自由化し、環境保護政策を厳格な形で運用すべきとも主張している。国営企業から見て、資本、土地、エネルギーの費用が上昇した場合、国際競争力が低下し、輸出過剰な状態が是正される。

Xing [2009b]によれば、国営企業の真の所有者は、中国の政府と国民であるという。しかし、国営企業が多数の政府補助金により多額の利益を上げる一方で、真の所有者は、このような過大な利益から恩恵を受けていない。国営企業は配当を支払っておらず、これらの企業の役員や労働者に対して過剰な報酬が発生している。

Xing [2009b]の見解では、国営企業の利益に対して課税して、教育、医療、年金に充当する原資として利用すべきであるという。このようにすれば、中国人民にとって公平性が確保されるとともに、将来を見越して家計が貯蓄を行う必要性が低くなることで消費も拡大することになると思われる。

IV. 教育投資

外貨準備を蓄積せずに、中国が自国通貨の価値上昇を認め貿易黒字を減らしていけば、景気後退が生じる可能性がある。これについては、適切なマクロ経済・構造政策により相殺することが可能である。そのため、為替レート切り上げなどの政策転換は、内需拡大策と併用する必要がある。

Xing [2009b]によれば、支出の増加に対応するには、国営企業の利益に課税して教育、医療、年金に充当する原資として利用すべきであるという。このようにすれば、中国人民にとって公平性が確保されるとともに、将来を見越して家計が貯蓄を行う必要性が低くなることで消費も拡大することになると思われる。

教育への投資は必要であり、特に農村部においては必要の度合いが高い。中国の家庭を見ると、低所得であるため子弟に教育を受けさせられない家庭が多く、小学校にすら子弟を通わせられない家庭もある。初等教育、中等教育、高等教育を無償化すると、長期的には大きな利益を受けられることになる。

中国において教育投資が重要である一つの理由として、人民元の価値が上昇すると、繊維や玩具など中国のローテク製品の輸出が大幅に減少すると考えられる点がある (Thorbecke and Zhang, 2009 参照)。この問題を是正するには、中国は新しい技術を吸収して価値連鎖の上の部分に上がっていく必要がある。受入国の労働者の教育水準が向上していくと多国籍企業から途上国への技術移転が増えていくことが研究により明らかになっている (Urata, Matsuura, Wei, 2006)。中国が教育投資を行えば、中国企業が新技術を吸収しやすくなり価値連鎖の上の部分にも上がっていきやすくなる。

技術革新や生産性向上を促進していく上で教育が果たせる重要な役割については、Rozelle [2010]によって明らかにされている。この目標を実現するには、数学、理科、英語、コンピューターの技能を学生たちが修得できるようにする必要がある。

Rozelle [2010]によれば、最も手当てが遅れているところから手をつける必要があるという。農村部の児童の大半は、幼稚園に通うだけの経済的余裕がなく、小学校が無償であっても、交通の便が悪く長時間にわたって危険な道を通学しなければならないため、出席率が低下している。また、健康、衛生、栄養、心理管理が十分ではないため、生徒の学習能力が制約されている。貧血、ビタミン不足、視覚障害、寄生虫などの諸問題により、学習が大幅に妨げられている。

高校の授業料は高額であり（農村部低所得者層の1人あたり年間所得の20倍）、財政援助もほとんど利用できない。そのため、農村部の生徒のうち高校修了者の割合

は4人に1人に過ぎない。この数値は、高校修了生の割合がほぼ100%となっている日本、韓国、台湾など他の諸国・地域と対照的である。

大学レベルでは、授業料が極めて高額である（農村部低所得者層の1人あたり年間所得の60倍）。一流大学かそれに次ぐ大学に進学できる者の割合は、100人につき3人にとどまっている（Rozelle, 2010）。

そのため、中国が農村部教育に投資する必要性は極めて高い。国営企業の職員や米国債への投資に法外な金額を回すのではなく、農村部の教育や栄養状態、医療に投資を行った方が、中国や中国人民に対する利益は大幅に高くなる。

また、最近になって中国政府では、都市部への人口移動を推進する旨の決定が下されている（IMF, 2010 参照）。中国の都市は、すでに人口過密になっているところが多いため、公共交通機関、低価格住宅、出稼ぎ労働者の子弟の教育機会の確保に投資を行う時期にきている。

V. 金融システム改革

中国の預金者は、中国の金融システムに多額の預金を行っている。金融機関に資産を保有している理由は、その他の各種資産で保有が認められているものが限られているからである。預金に対する金利は、政府によって2%を少し上回る水準に設定されている。この水準は、インフレ率（3%強）を下回っている。そのため、中国人預金者にとっての実質金利はマイナスとなっている。このように人為的な低金利によって、中国における資本所得と消費が矮小化している。

貸出金利についても、人為的に低水準に設定されている（現行5%）。銀行の収益を維持するため、預金金利と貸出金利との間で大きな利ざやが維持されている。この恩恵を受けているのは、4 大國営銀行である。これらの銀行の主な貸出先は大企業と国営企業であるため、資本コストを人為的に低水準に維持することで、この政策により大企業が恩恵を受けている。上述のように、このことは、近年における国営企業の多大な利益をもたらす要因になっている。そのため、人為的な低金利によって、預金者から国営銀行や国営企業に対して補助金が交付されているようなものである。

他方で、Zoellick and Lin [2009]も論じているように、労働者全体の80%を雇用している中小企業の場合、資金を極めて得にくい状況にある。そのため、一般労働者の賃金や雇用水準が抑制されている。このことから、中国の金融システムの場合、一般預金者や中小企業の労働者を犠牲にする形で、国営銀行や国営企業の労働者を優遇することで、極端な不平等が生まれている。

また、この制度によって、中国における貯蓄投資バランスの不均衡と黒字が生まれている。現行制度から過度に恩恵を受けている富裕層の場合、一般労働者に比べると支出性向が低い。そのため、このような形で政府からもたらされた棚ぼた式の収入の

中でも大きな割合が富裕層によって貯蓄されている一方で、一般労働者の場合、収入の大半が消費に回されている。

人為的な低金利の2番目の問題点は、物的資本への過剰投資や不動産バブルの原因になるという点である。World Bank [2010]によれば、過剰投資や不動産投機の主な決定要因は、金利と、物的資本・不動産投資の期待収益率との間の差であるという。

そのため、中国の場合、金融システムの改革を行い、金利の設定や資金の配分で市場の力に委ねるといった方向を目指すべきである。改革の中身としては、預金者から見た場合の投資資産の選択肢を拡大することや、預金者から大企業への暗黙の補助金を軽減または撤廃することか考えられる。地域の金融部門を強化することも、中小企業への資金を確保する上で重要な役割を担うはずである。

これらの改革と平行して、中国の金融政策の実施手法も変更していく必要がある。現在、資金量が主な金融政策手段である。例えば、2009年の危機においては、政府によって金融緩和策が実施された。資金量は、対GDP比で31%増加している。この種の融資の多くは、地方自治体系の法人組織が融資先となった。この種の融資の担保資産（例、インフラプロジェクトに関連した支払見込み額）については、その価値に疑問があるケースも多く、今後、不良債権が累積するリスクが増している。そのため、政府向けの融資によって、広範な経済的目的よりも通常の商業基準が従属的な位置づけとなっており、システムリスクが増大している。

そのため、中国の場合、従来型の金融政策手段の役割を広げるべきである。例えば、IMF [2010]によると、金融政策の実施面での与信目標よりも、金利や法定準備、公開市場操作の比重を高めていくべきである。

上述の金融改革は中国にとって重要なものであるが、その実施に際しては丹念かつ分別ある形で行わなければならない。金融自由化の順序は、システムリスクの蓄積を回避する上で特に重要である (Yoshitomi, Azis, and Thorbecke 2003 参照)。

VI. 結語

閉鎖経済から世界の輸出大国への中国の変貌は、驚異的なものである。そのことは、中国の政策担当者の洞察力と中国の労働者の規律ある行動の証左である。

しかしながら、中国のエコノミストも認めているように、中国がたどってきた成長路線の場合、小規模企業や一般国民を犠牲にする形で、大手の国営企業と都市部富裕層が恩恵を受けている。IMFのチーフエコノミストを務めていたRajan [2010]も論じているように、中国は一般世帯にやさしい姿勢になる必要がある。

本論文では、そのことを実現するために考えられる政策変更を吟味してきた。まず、外貨準備を引き続き蓄積していくことは中国にとって不適切な投資であると論じ、それなりに広い幅を持たせる形で複数通貨バスケット方式の基準レートを特徴とする為替レート制度に向かうと有益であることを論じた。そして、国営企業の利益が伸びて

いる点を示し、この種の資金については国営企業の真の所有者である人民に再分配すべきであると論じた。この点に関して教育投資は重要と思われる。なぜなら、農村部の生徒の大半は、経済的事情から高校や大学に行けないからである。預金者の資産収益を高めるとともに中小企業が融資を得られるように金融セクターの改革を行うことでも、一般世帯の生活水準が向上する。

中国の開発モデルは、一般世帯から大企業に補助金を交付するという構図に基づいてきた。この種の補助金は、低金利、低賃金、環境悪化、為替安という形式をとっている。そのため、輸出や国内総生産が驚異的なペースで伸びたのであるが、消費を対GDP比で見ると、諸外国で見られない水準にまで落ち込んでいる。今こそ、成長の果実の行き先を、大手の国営銀行や国営企業から一般世帯や小規模企業に変更する方向で中国が注力すべき好機である。

表1 中国の加工貿易（2006年～2009年）

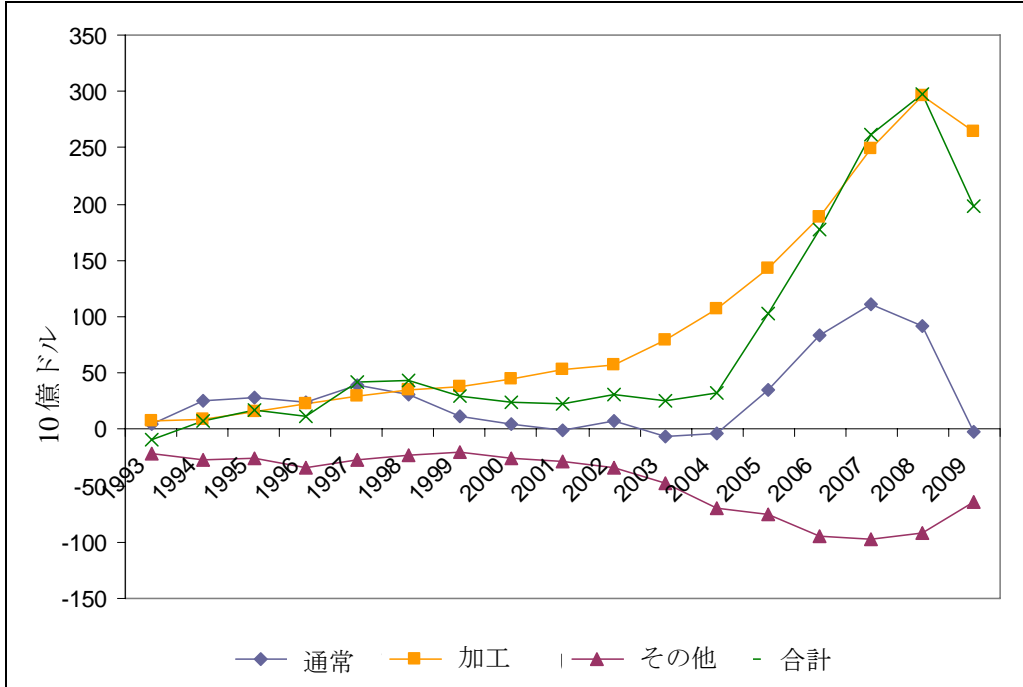
	韓国	台湾	ASEAN4ヶ国	日本	シンガポール	香港	米国	ヨーロッパ	その他
加工用輸入(%)									
2006	15.08	19.04	10.51	15.89	2.63	2.11	5.23	4.99	24.52
2007	15.24	18.75	10.65	16.11	2.40	1.98	4.93	5.03	24.91
2008	15.63	18.07	10.26	16.20	2.28	1.62	5.20	5.72	25.01
2009	16.95	16.96	9.73	15.53	2.18	1.32	4.80	5.51	27.03
加工輸出(%)									
2006	3.95	2.19	3.21	10.35	2.96	22.34	25.23	17.85	11.90
2007	3.98	1.92	3.25	9.35	2.84	22.42	23.54	18.59	14.10
2008	4.75	1.88	3.27	9.22	2.79	21.01	22.20	18.71	16.16
2009	4.96	1.86	3.40	9.13	3.36	20.57	22.68	17.50	16.54
加工貿易収支(10億ドル)									
2006	(28.29)	(50.01)	(17.40)	1.76	6.65	107.24	111.98	75.06	(18.12)
2007	(31.57)	(57.18)	(19.18)	(1.63)	8.73	131.18	127.25	96.29	(4.65)
2008	(27.07)	(55.71)	(16.72)	0.99	10.19	135.76	130.20	104.67	14.46
2009	(25.50)	(43.72)	(11.41)	3.56	12.72	116.46	117.61	84.93	9.92

(注) ASEAN4ヶ国は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

ヨーロッパは、オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシア、アイルランド、ルクセンブルク、オランダ、イタリア、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、イギリス。

(出典) 中国税関統計

図1 税関体系別の中国の貿易収支（10億ドル）



(出典) CEIC データベース

図2 米国の経常赤字と民間資本移動（純額）

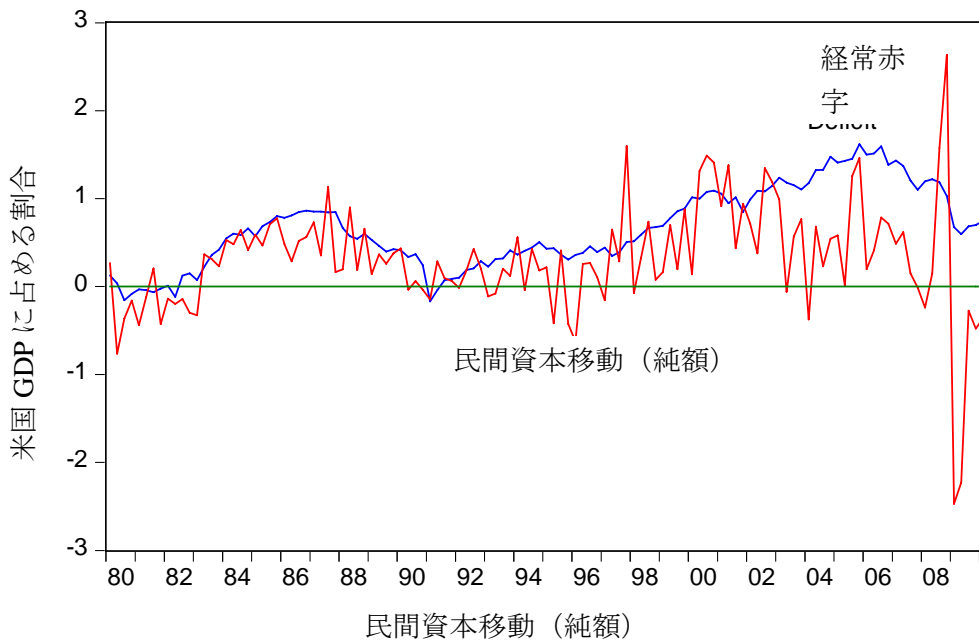
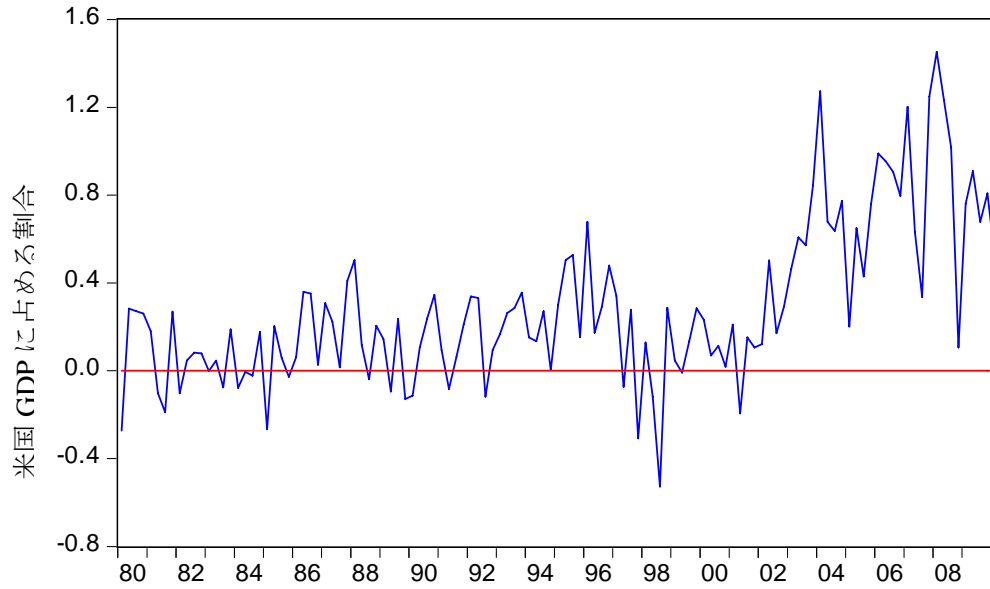
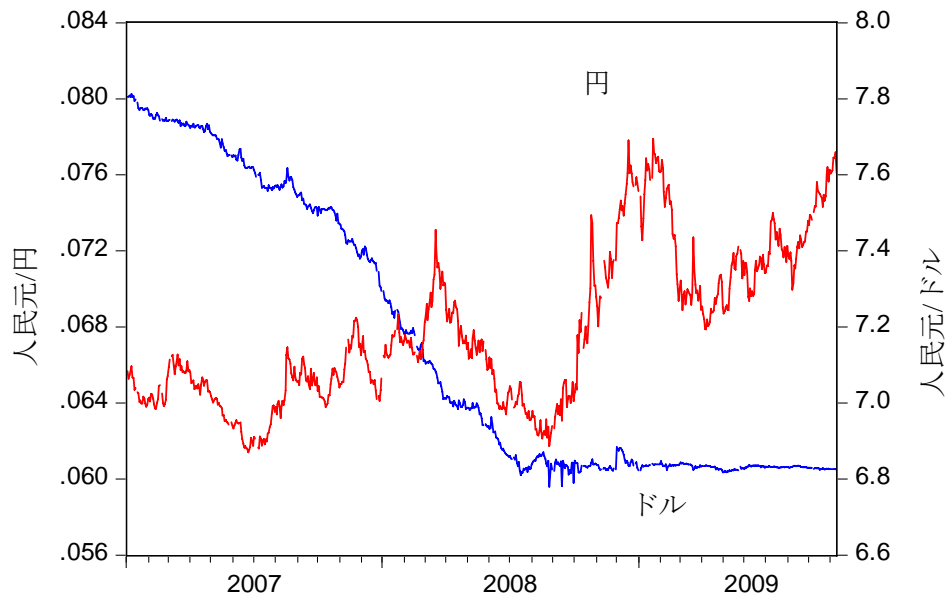


図3 外国政府による米国資産の公的購入



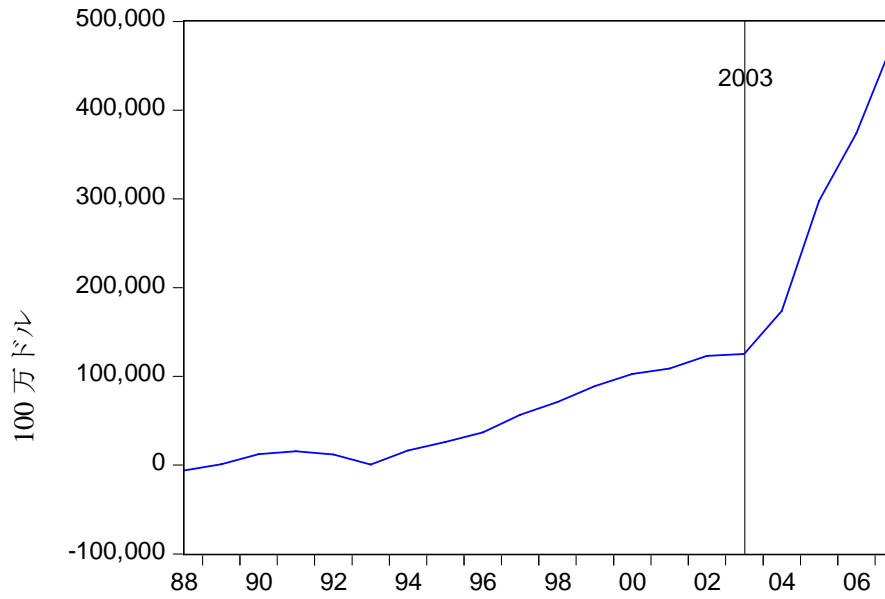
(出典) 米国経済分析局

図4 人民元の対ドル・対円為替レート



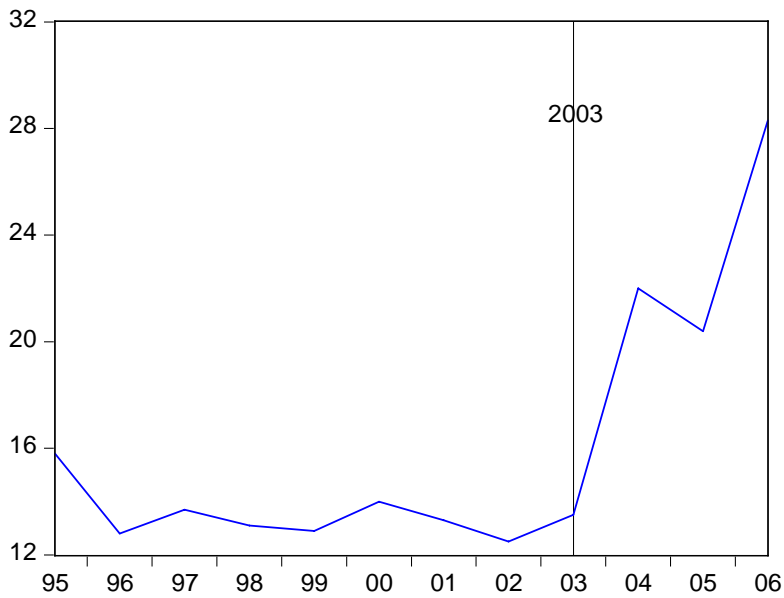
(出典) セントルイス連邦準備銀行 FRED データベース

図5 中国の貿易収支



(出典) CEPII-CHELEM データベース

図6 中国の法人貯蓄の対GDP比



(出典) アジア開発銀行「アジア経済見通し (2009年版)」 (ADB, 2009) .

参考文献

- ADB. 2009. *Asian Development Outlook 2009: Rebalancing Asia's Growth*. Manila, Philippines: Asian Development Bank.
- Ahmed, Shaghil. 2009. "Are Chinese Exports Sensitive to Changes in the Exchange Rate?" Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers No. 987.
- Eichengreen, Barry and Peter Temin. 2010. "Fetters of Gold and Paper." Blogspot, 30 July. Available at www.voxeu.org.
- Fang, Cai, Meiyang Wang, and Yue Qu. 2009 "Industrial and Labor Relocations among Chinese Regions." Paper written for the ADBI Conference on Labor Market in the PRC and its Adjustment to Global Financial Crisis, June 18.
- Feenstra, Robert and Shang-Jin Wei. 2009. "Introduction." In *China's Growing Role in World Trade*, edited by Robert Feenstra and Shang Jin Wei. Chicago: University of Chicago Press forthcoming.
- Hayakawa, Kazunobu and Fukunari Kimura. 2009. "The Effect of Exchange Rate Volatility on International Trade in East Asia." *Journal of the Japanese and International Economies*, 23, 395-406.
- Huang, Yiping. 2009. "The Future of the International Currency System: A Chinese Economist's Perspective." Paper presented at the Conference on Asian Architecture and Global Governance, ADBI/ADB, Manila, 29 October.
- International Monetary Fund. 2010. "People's Republic of China: 2010 Article IV Consultation—Staff Report." Available at www.imf.org.
- Ito, Takatoshi, Satoshi Koibuchi, Yuri Sasaki, Kiyotaka Sato, Junko Shimizu, Kazunobu Hayakawa, and Taiyo Yoshimi. 2008. "Currency Invoicing and Foreign Exchange Risk Management: A Case Study of Japanese Firms." RIETI Discussion Paper Series 08-J-009. Available at: <http://www.rieti.go.jp/en/publications/summary/08040006.html>
- Kraemer, K. and J. Dedrick. 2006. "ICTs in Intercorporate Production Networks: Global IT and Local Guanxi in the PC Industry." East Asia Bureau of Economic Research. Available at: <http://www.eaber.org/intranet/documents/home.php?category=80>
- Kwan, C. H. 2006. "The Actual State of the United States and Japan's Trade Imbalances with China— Taking into Consideration Transit Trade through Hong Kong." Manuscript, Tokyo: RIETI . Available at: <http://www.rieti.go.jp>.
- Pettis, Michael. 2010. "Have We Underestimated China's Consumption." Blogspot, 27 August. Available at www.mpettis.com.
- Rajan, Raghuram. 2010. "Rebalancing the Global Economy." *The International*

- Herald Tribune*, 10 August.
- Roberts, Dexter. 2010. "Foot Massage Doubles and Chinese Doubt Official Price Data." Bloomberg News, 26 August. Available at www.bloomberg.com.
- Rozelle, Scott. 2010. "China's 12th 5 Year Plan Challenge: Building a Foundation for Long Term, Innovation-Based Growth and Equity." Paper presented at NDRC-ADB International Seminar on China's 12th Five Year Plan, Beijing, 19 January.
- Thorbecke, W. 2008. "The Effect of Exchange Rate Volatility on Fragmentation in East Asia: Evidence from the Electronics Industry." *Journal of the Japanese and International Economies*, 22, 535-544.
- Thorbecke, Willem and Gordon Smith. 2010. "How Would an Appreciation of the RMB and other East Asian Currencies Affect China's exports?" *Review of International Economics*, 18, 95-108.
- Thorbecke, Willem and Hanjiang Zhang. 2009. "The Effect of Exchange Rate Changes on China's Labor-Intensive Manufacturing Exports." *Pacific Economic Review*, 14, 389-409.
- World Bank. 2010. *China Quarterly Update, June 2010*. Available at: www.worldbank.org.
- Xing, Y. 2009a. "The Global Economic Recession and Challenges to China's Export-led Growth Strategy." Paper written for the ADBI conference on Global Economic Crisis: Impacts and Implications for Industrial Restructuring in Asia, 19-20 August 2009.
- Xing, Yuqing. 2009b "Consumption, Income Distribution, and State Ownership in China." Paper written for the ADBI Annual Conference on the Effects of Social Policy on Domestic Demand, 4 December 2009.
- Urata, Shujiro, Toshiyuki Matsuura and Yuhong Wei. 2006. "International Intrafirm Transfer of Management Technology by Japanese Multinational Corporations." RIETI Discussion Paper 06-E-006. Tokyo: RIETI.
- Yoshitomi, Masaru, Iwan Azis, and Willem Thorbecke. 2003. *Post-crisis Development Paradigms in Asia* (ADB-I Publishing, Tokyo).
- Zoellick, Robert and Justin Yifu Lin. 2009. "Recovery Rides on the G2." *The Washington Post*, 6 March.