



## 中国経済を支える — 与信か、財政刺激か

ソフィア・チェン レーブ・ラトブスキ

2017年12月13日



中国は広東省清遠市の建設現場。財政刺激策は強力な経済成長施策である (写真: Imagine China/Newscom)

信用ブームには中毒性がある。信用は経済成長を支え、豊かさを感じさせてくれる。しかし、信用ブームのリスクは高く、信用ブームの後には金融バブルが終わり、景気後退が起こることが多い。課題は経済成長を損なわずに信用を制御することだ。

中国本土で大きな信用ブームが生じている。2016 年末時点で、信用の大まかな指標である社会融資総量は GDP の 200% を超えた。金融の脆弱性を示す指標として GDP に対する総与信ギャップがあるが、この指標で中国本土の数値は国際決済銀行が対象とした 44 か国・地域中、香港特別行政区に続いて 2 番目に高い。

信用の拡大は中国の GDP 成長にどのように貢献したのだろうか。信用の配分は、経済が信用で飽和する中、悪化してきたのだろうか。経済成長を財政刺激策など他の方法で支えることは可能だろうか。

こうした問いは、今の中国における効果的な政策設計に非常に重要となっている。しかし、正確な答えを見つけることは難しい。なぜなら、信用と財政政策のあり方は経済成長に影響を与えるだけでなく、経済成長からも影響を受けるからである。その結果、単純な統計学的手法では、信用や財政政策がもたらす実際の因果効果を過小評価してしまったり、過大評価してしまったりする。

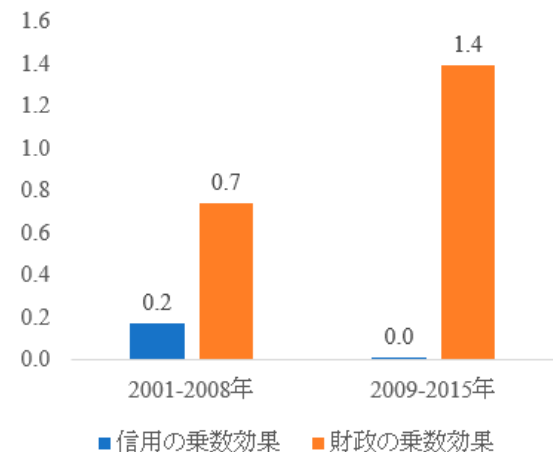
最近 IMF が発表した調査はこの問題に操作変数法を用いて取り組んでいる。考え方としては、省の指導者たちは任期が終わりに近づくにつれて信用や財政刺激策の利用を増やす傾向にあり、これは地元の経済的な条件とは無関係であるという観察結果に基づいている。こうした行動の理由は、経済成長を加速できると彼らが現在の地位に留まったり、昇進できたりする可能性が高まるからであろう。この調査が出した結果は驚くべきものであった。

この調査ペーパーは、信用が中国の GDP 成長を歴史的に支えてきたのは事実だという試算結果を出している。2001 年から 2008 年の間に、当初の GDP 比で信用が 10%ポイント増えると、GDP は 2%増加している。しかし、2010 年から 2015 年までの期間では、信用が GDP 成長に与える影響はほぼゼロの水準にまで低下してしまった。これは中国経済で信用が飽和状態になってしまい、新しい信用の配分が非効率である結果かもしれない。新しい信用は例えば、[過熱している住宅市場](#)や[効率の悪い国有企業](#)、[地方政府系金融機関](#)などに配分されている。調査結果は、現時点において中国経済の成長を信用ではこれ以上効果的に支えることはできないと示している。

対照的に、このペーパーからは財政刺激策を正しく使えば、その効果が大きなものになるだろうとわかる。2010 年から 2015 年の期間を見ると、予算計上された支出は財政の乗数効果が 1.4 であった。言い換えるならば、予算計上された支出が当初の GDP と比較して 1%ポイント変化するのに合わせて GDP は 1.4%増加したのだ。この乗数は国際的に比較して高い。また、中国の 2001 年から 2008 年の乗数効果だった 0.7 を上回っている。したがって、財政政策は[信用の伸びの抑制](#)に伴うショックなどが生じる状況下で、経済成長を効果的に下支えすることができる。

### 信用は効力切れ

中国では信用が経済成長を効果的に支えることがこれ以上できなくなっている。正しく用いられればだが、財政刺激策の方がより強力である。



[出所] CEIC 中国プレミアムデータベース、IMF 職員による試算



私たちの分析に関しては、注意すべき点が3つ存在する。第一に、予算外支出が持つ財政の乗数効果は、予算計上された支出が持つ財政の乗数効果について私たちが試算して出した数値よりも低くなる可能性が高いだろう。したがって、予算計上された支出と予算外支出を組み合わせた結果生じる財政の乗数効果もこの試算数値を下回る。財政政策を将来、最も効果的なものにするためには、予算計上した支出とすべきだ。

第二に、財政上の優先事項が重要である。従来、財政刺激策の対象はインフラ関連や製造業関連の支出であった。[IMF が最近提言](#)したように、将来的に財政刺激策は、中国が継続中のサービス経済への「リバランス」を促進できるよう、社会支出や所得移転を優先すべきである。

第三に、信用の配分も重要である。信用が経済成長に与える影響は全体的に見て非常に低い、効率性の高い企業に対する慎重な貸出は望ましいし、経済成長を支えるものになる。

全体的に見て、私たちの分析結果は金融セクターのリスクに対して中国政府当局が近年行ってきた取り組みを裏付けている。こうした努力や、こうした努力をさらに強化することを目的に実行可能な追加施策については、IMF が最近中国を対象に完了させた金融セクター評価の中で検討を行っている。

\*\*\*\*\*



ソフィア・チェンは IMF 調査局エコノミスト。以前は欧州局で勤務し、キプロスへの IMF プログラムを担当した。研究関心分野はマクロ経済と金融の関係性、銀行業、企業金融や R&D 税制などである。ミシガン大学で経済学博士号を取得。



レーブ・ラトノブスキは IMF 調査局シニアエコノミスト。調査分野は金融規制と金融の構造、金融危機やソブリン危機、シャドバンキングや世界の流動性。以前には IMF のアメリカ担当とカナダ担当を務めた。また、イングランド銀行の金融安定局でも勤務した。これまでに論文が Review of Finance や Journal of Financial Intermediation、Journal of Banking and Finance、International Journal of Central Banking や Economic Policy などに掲載されている。