

New Book
新刊

Modernizing China 中国の近代化

Investing in Soft Infrastructure
ソフトインフラへの投資

編集

W. Raphael Lam
Markus Rodlauer
Alfred Schipke

University of Tokyo and IMF Office for Asia and Pacific
東京大学、国際通貨基金（IMF）アジア太平洋地域事務所

Roadmap

ロードマップ

- Setting the stage
 - Fiscal policy frameworks
 - Monetary and financial policy frameworks
 - State-owned enterprise reform and public administration
-
- 背景状況
 - 財政政策の枠組み
 - 通貨・金融政策の枠組み
 - 国営企業の改革と行政

Setting the stage

China matters as never before

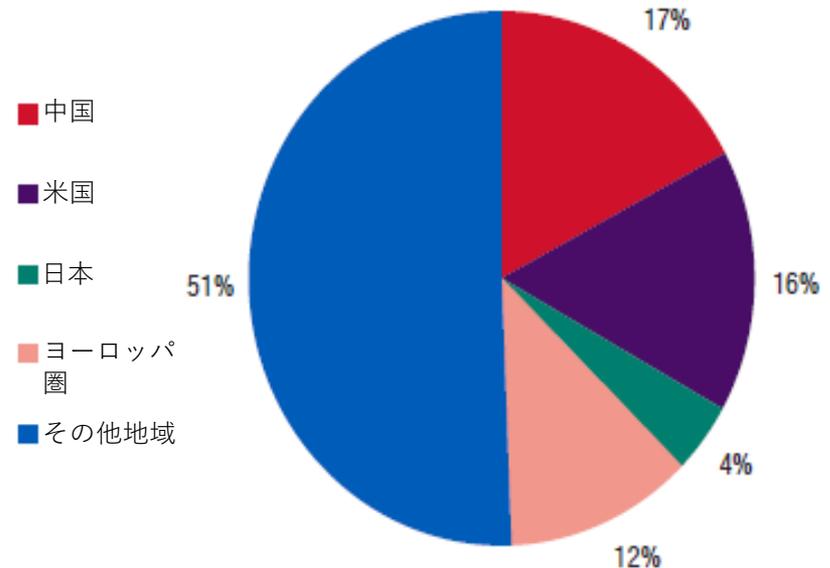
背景状況

かつてない中国の状況

Development and global footprint 開発および世界における重要性

- Lifting 600 million out of poverty; middle class 150-200 million
- Physical infrastructure benchmark (e.g. high-speed trains)
- 1/3 of global growth
- Spillovers: 1 percent growth shock/ 0.3 percent in Asia
- 6億人を貧困から引き上げる。中産階級は、1億5千万～2億万人存在する。
- 物的インフラのベンチマーク（例：高速鉄道）
- 世界成長の3分の1も寄与。
- 波及効果(中国の成長率ショック)
中国経済において成長率が1%ポイント下がれば、アジアでは0.3パーセント減と繋がる。

図1.1.全世界生産高における中国の占める割合
(2015年購買力平価の割合)



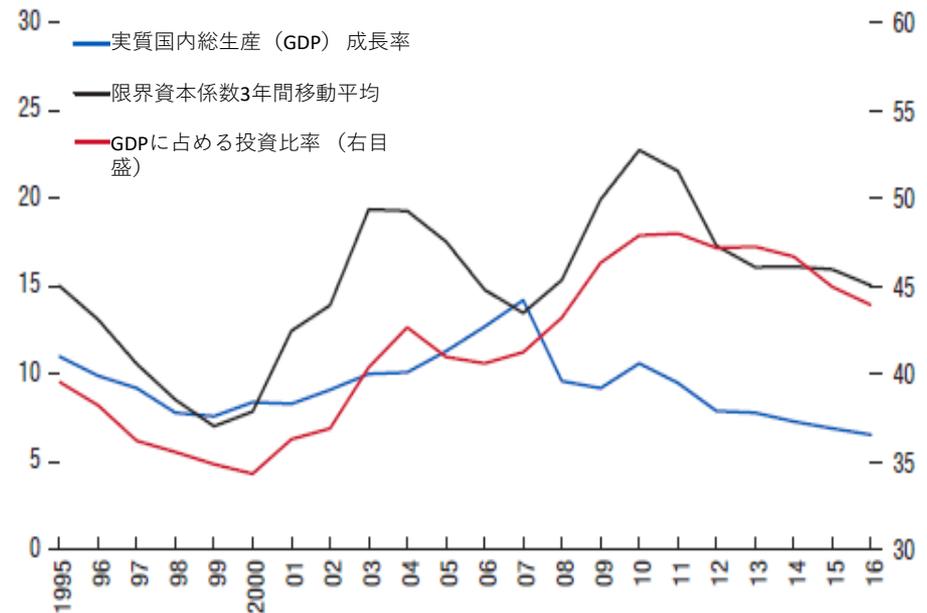
出所：IMF 地域別経済展望: アジア太平洋地域 (2016年4月)

Credit-driven investment model: diminishing returns calls for new growth model

信用力に頼った投資モデル: 先細りの収益により新たな成長モデルが必要

- Global financial crisis stimulus
- Credit-driven investment
- Weaker investment efficiency
- Increasing consumption will be paramount
- グローバル金融危機後の刺激策
- 信用力に頼った投資
- 投資効率性の低下
- 消費の拡大は最重要課題

図1.4. 投資利益率の低下
(%)



出所：CEIC

Limits of traditional growth model

既存の成長モデルの限界

- “unsteady, unbalanced, uncoordinated, and unsustainable development”
March 2007 (WEN Jiabao)”
- Global Financial Crisis further increased imbalances and vulnerabilities
- Third Plenum (2013) comprehensive reform blueprint
- 13th Five-Five Year Plan (2016) focus on growth quality, boosting consumption, expanding the services, further opening up the economy, etc.
- 「安定性のない、バランスと調和を欠いた、持続不可能な開発」
2007年3月（温家宝）
- 世界金融危機により不均衡と脆弱さがさらに拡大
- 三中全会（2013年）全面的改革の計画
- 第13次5カ年計画（2016年）は、成長の質、消費拡充、サービスの充
実、さらなる経済開放などを重視

Rebalancing: complex and interlinked but paramount

再調整：複雑に連結しているが非常に重要

Rebalancing toward:

- **Domestic demand, consumption, and services**
- **Sustainable corporate and local government debt**
- Better financial sector governance
- **Market allocation of resources**
- Productivity and innovation
- Inclusive and greener growth
- Market-friendly transparent communication

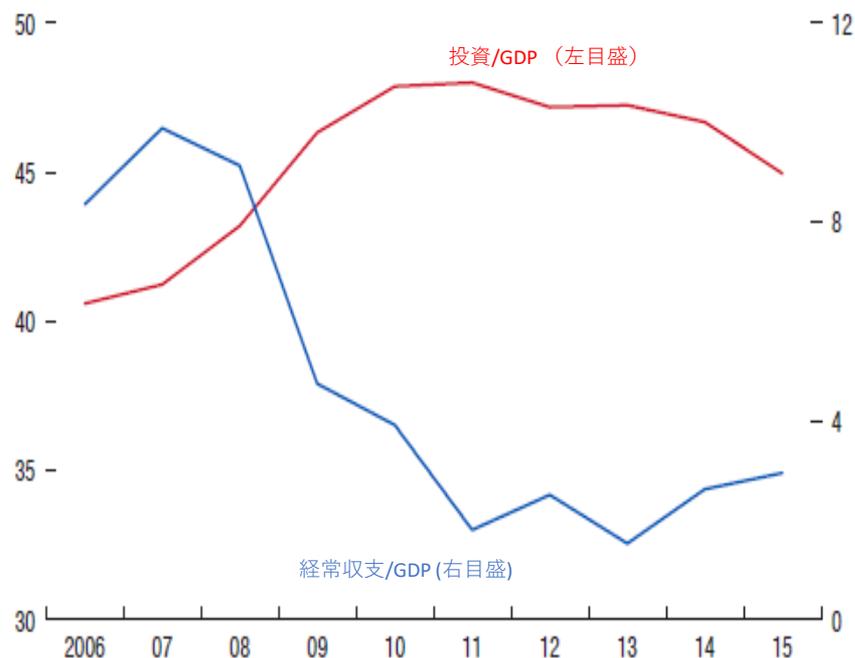
以下に対する再調整：

- **国内の需要、消費、サービス**
- **持続可能な企業と地方政府の債務**
- 金融部門のガバナンス改善
- **市場をとおしての資源配分**
- 生産性とイノベーション
- 包括的なより環境に配慮した成長
- 市場に適した透明性のあるコミュニケーション

Progress: external to domestic demand and services... 進展：外需から内需、そしてサービス業へ...

- Less reliance on external demand
- Growing share of private consumption, but investment (and savings) remains high
- Increasing share of services (service sector now accounts for 40 percent of employment)
- 外需に対する依存を低減
- 個人消費の割合が増加、しかし投資（および貯蓄）は高止まり
- サービス業の割合が増加（サービスセクターは現在全雇用数の40%を占める）

図1.5. 外需から内需への再調整
(対GDP比)

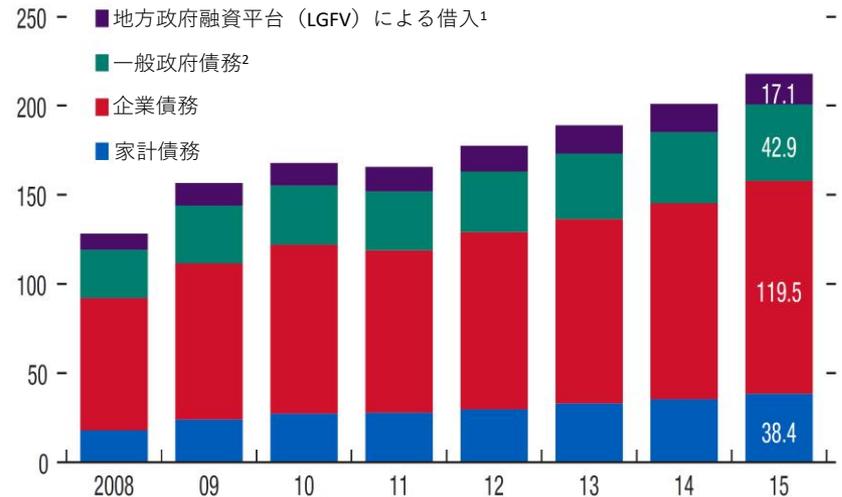


出所：CEIC、IMFスタッフ予測

...but lagging in important areas ...しかし重要な分野で出遅れている

- Strong surge in corporate debt
- Credit-driven growth model/target
- International experience sharp growth slowdowns (50 percent financial distress)
- 企業債務の急増
- 信用力に頼る成長モデル/目標
- 世界における経験から急成長鈍化の可能性を示唆（50%が財政難）

図1.6. クレジットの急激な上昇
(対GDP比)



出所：CEIC、IMFスタッフ予測

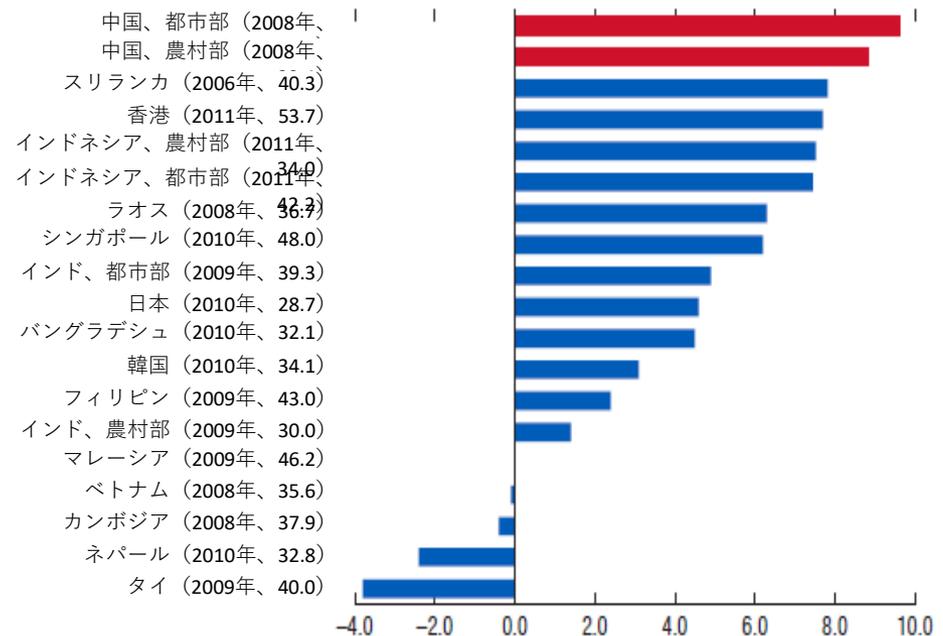
¹ 地方政府融資平台(LGFV)による債務は正式な政府債務として分類されていない。地方政府債務合計は(正式な債務および正式な政府債務として分類されないLGFV債務)は2015年GDPの約40%であった。

² 正式な政府債務として認識されたLGFV債務の一部を含む。

Innovative, green, and inclusive growth 革新的で、環境に優しい包括的な成長

- Less reliance on physical investment, cheap labor, government direction/ownership
- Markets with strong frameworks and in line with social and economic goals paramount
- China's commitment to environmental sustainability (e.g. signing the Paris Agreement)
- 物的投資、低賃金労働、政府の方向性や関与への依存を減らす
- 強固な枠組みを持ち、社会・経済政策におけるゴールと一致した市場作りは最重要課題
- 中国の持続可能な環境作りへの取り組み（例：パリ協定への参加）

図1.9. アジア：過去20年間のジニ指数の変化
(ジニ係数、1990年以降)



出所：各国政府機関、世界銀行、IMFスタッフ算出

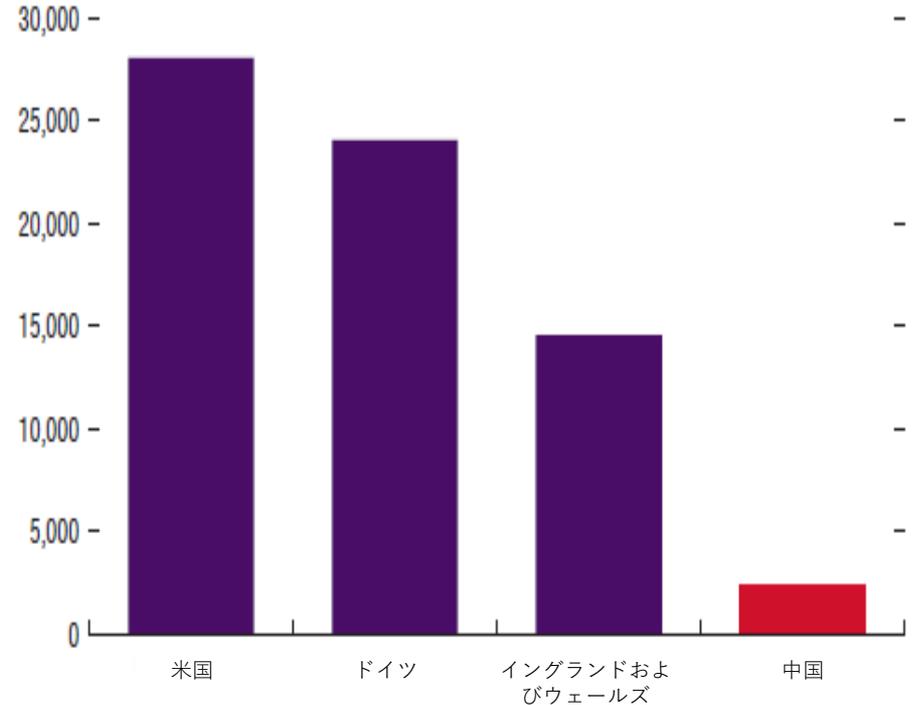
注：括弧内は直近のデータ入手可能年とそのジニ係数

Market allocation of resources 市場の資源配分

- Economic liberalization, but limited market discipline (e.g. bankruptcies)
- Need to enforce rules
- Firm exits
- Social safety nets and resolution frameworks

- 経済の自由化、ただし限定的な市場規律（例：破綻処理など）
- 規則実施の必要
- 企業の撤退
- 社会的セーフティネットと解決の枠組み

図1.10. 破綻処理の枠組み
(件数、2014年)



出所：中国裁判所、Credireform、Euler Hermes、Sinotrust、U.S. Trust Offices、イギリス債務超過局

Investment in “soft” infrastructure and political economy

「ソフト」インフラへの投資と政治経済

- “overcoming institutional challenges” ...greater emphasis on “soft areas” (Premier Li, September 2016)
- Overcome strong vested interest groups (President Xi, September 2016)
- External anchors (e.g. WTO accession in 2001) fostered competition and enterprise restructuring
- 「制度上の困難の克服」 ... 「ソフト分野」を特に重視（2016年9月、李首相コメント）
- 強力な既得権益をもつ利益団体を打破（2016年9月、習国家主席）
- 外的要因（例：2001年のWTO加盟）により、競争と企業再編を助長された

Fiscal policy frameworks

Reducing vulnerabilities, supporting macro-management and more equitable growth

財政政策の枠組み

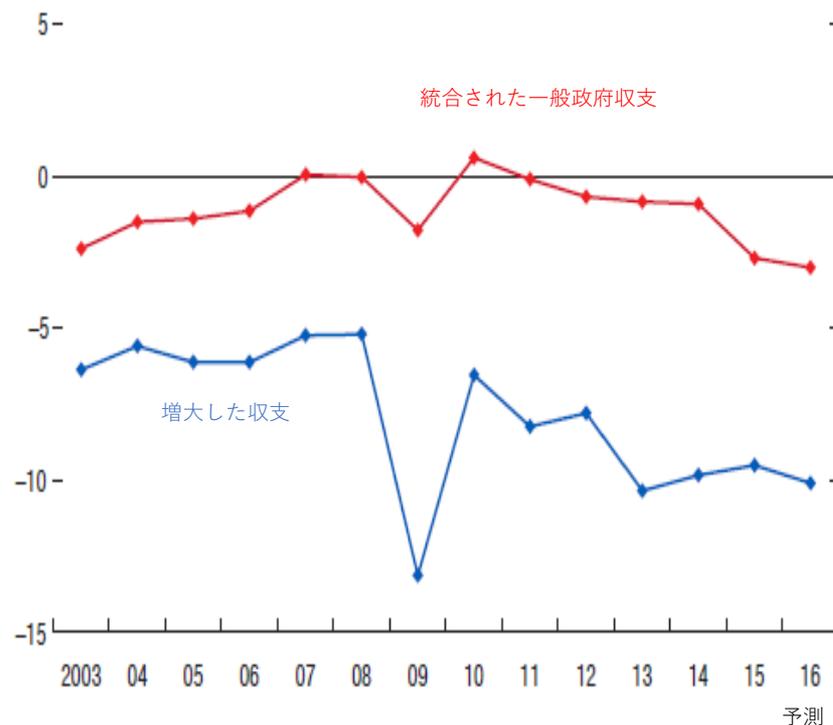
脆弱性の低減、マクロ的管理の支援、
および公平な成長

Key driver of fiscal deficits: local governments

財政赤字の主な要因：地方政府

- Focus on “augmented” fiscal deficit and debt
- New budget law
- Local governments borrow through more obscure sources; government guided funds
- Local governments on sound fiscal footing
- 「増大した」財政赤字と債務に焦点
- 新しい予算法
- 地方政府の資金調達源がより不鮮明；政府誘導資金
- 健全な財政基盤のある地方政府

図1.8. 財政赤字は依然大きい、予算における赤字は更に大きい
(対GDP比)



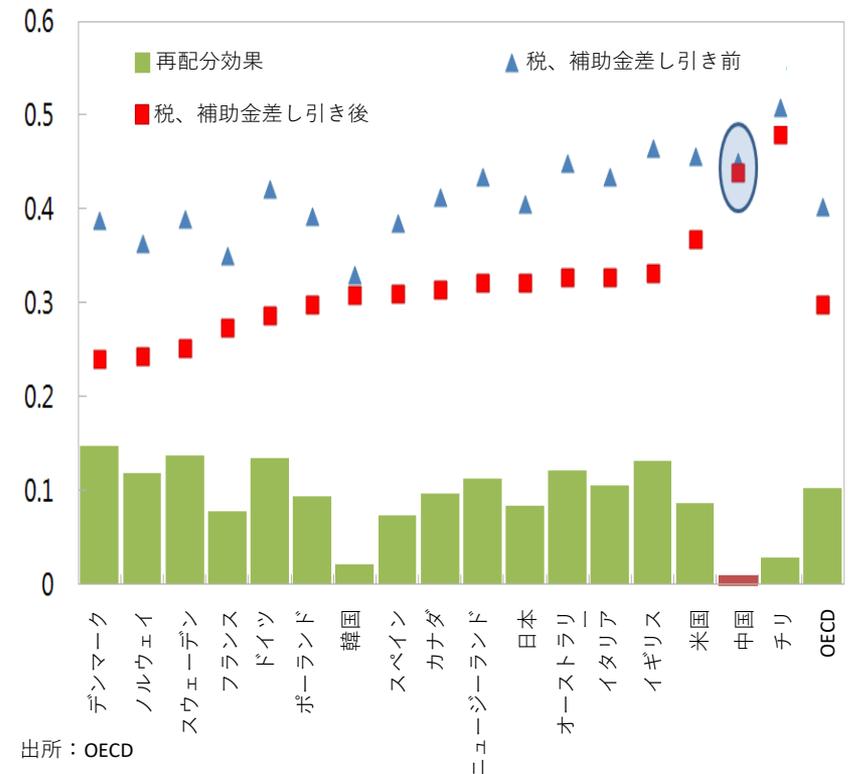
出所：CEIC、中国政府、IMFスタッフ予測

Tax policy: rebalancing and better allocation of resources

租税政策：資源の再調整とより効率的な配分

- Tax burden 20 percent of GDP
- Key issues:
 - Redistribution limited
 - Tax tilted toward indirect taxes
 - Environmental externalities
- Reform progress (e.g. VAT)
- Key reforms
 - Widening the tax base and progressivity
 - Shift from indirect to direct taxes (redistribution)
 - Environmental taxes
- 税負担はGDPの20%
- 主な問題：
 - 再配分の限界
 - 間接税に傾斜した税金
 - 環境の外在性
- 改革の前進（例：付加価値税（VAT））
- 主要な改革
 - 課税標準と課税累進性を拡大
 - 間接税から直接税へのシフト（再配分）
 - 環境税

6. 税金による再配分の効果－OECD諸国と中国
（ジニ係数0～1）



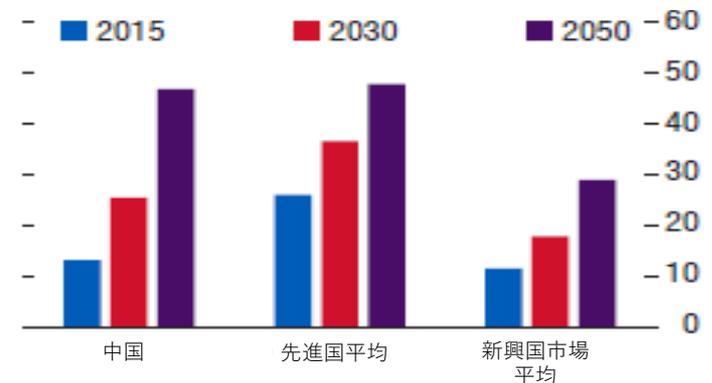
Social security reform: sustainability, equitable, and rebalancing

社会保障改革: 持続可能性、公平性、そして再調整

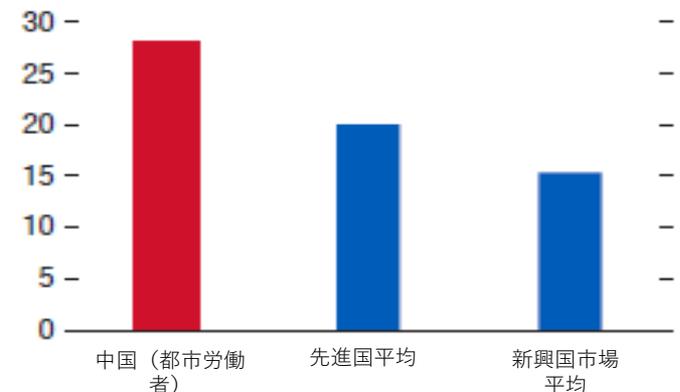
- Rapid population aging
- Actuarial imbalance (120 percent of GDP by 2050)
- Rebalancing and long-term sustainability
- Labor market mobility
- Parametric reform
- Reduction in contribution rates and better portability

- 急速な人口の高齢化
- 保険数理上の不均衡 (2050年までにGDPの120%)
- 再調整と長期的な持続可能性
- 労働市場の流動性
- 指標の改定
- 寄与率の低下と移動可能性の向上

2. 高齢者人口指数
(15~64歳に対する65歳以上の人口)



5. 寄与率
(賃金に占める割合)



Monetary and financial policy frameworks

Moving from quantitative to price-based
frameworks

貨幣・金融政策枠組み

量的枠組みから価格ベースの枠組みへの移行

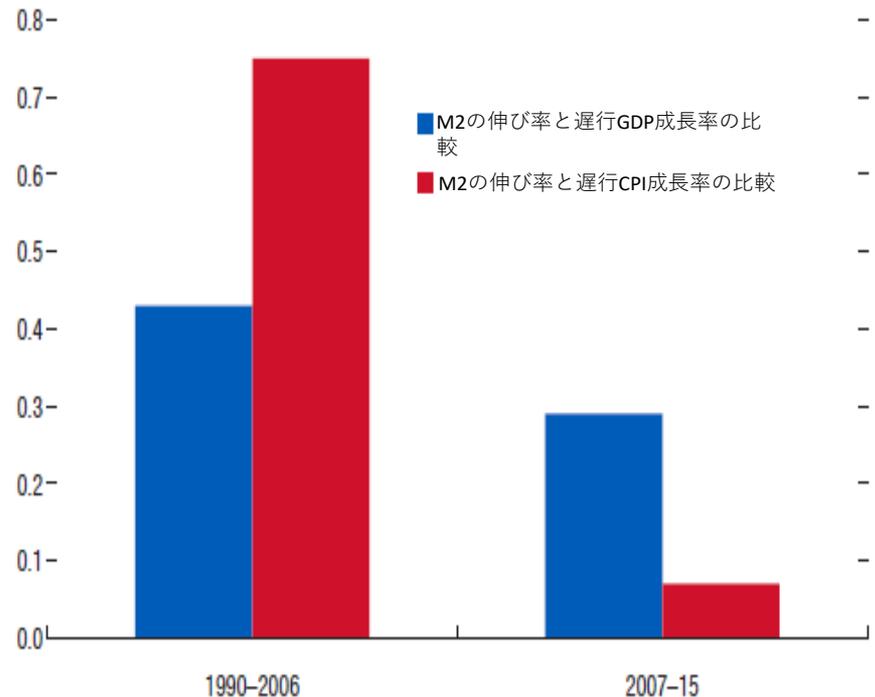
Moving toward a market-based monetary policy framework

市場を基盤とした金融政策枠組みへの移行

- PBC's objectives: inflation, BOP, growth, financial stability
- Tools: M2 target
- Correlation between M2 and inflation/growth declined
- Moving toward flexible exchange
- 7 day repo rate

- 中国人民銀行（PBC）の目的：インフレ、BOP（ベース・オブ・ザ・ピラミッド＝低所得者層）、成長、金融市場の安定
- ツール：M2 ターゲット
- M2とインフレ／成長の低下の間の相関関係
- 柔軟な為替への移行
- 7日物レポ・レート

図7.2. M2の伸び率と実体経済の間の相関関係の希薄化
(相関係数0～1)



出所：WIND、著者予測
注：CPI = 消費者物価指数

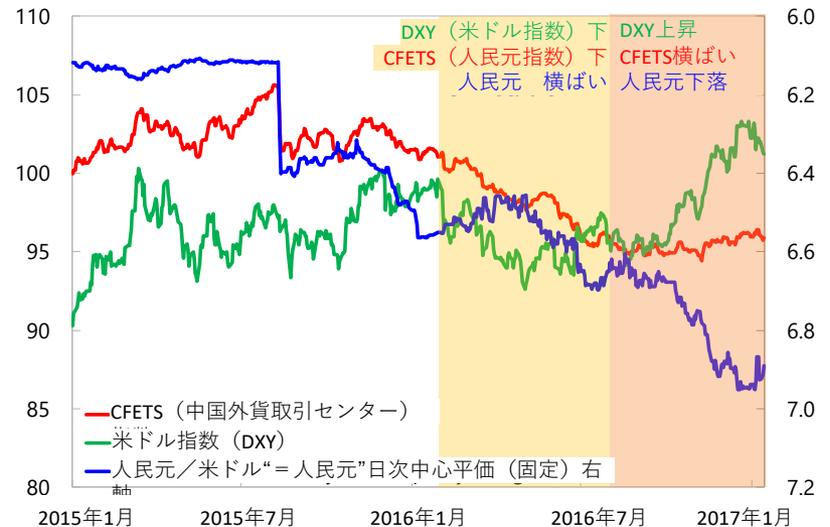
Monetary policy and exchange rate frameworks

金融政策と為替レートの枠組み

- Moving toward interest rate targeting
- Referencing an exchange rate basket
- 金利目標への移行
- 為替バスケットの参照



ドル高になっている状況で...



Capital account liberalization

資本勘定の自由化

- Current goal: managed capital account convertibility
- Liberalization broadly in line with IMF's institutional view
- De jure 43 out of 53 categories have controls, but evidence de facto more open
- Opening and capital flows
- Liberalization and supporting reforms
- 現在のゴール: 管理された資本勘定の交換性
- IMFの制度上の観点と一致した広範な自由化
- 53カテゴリーのうち法律上43カテゴリーが管理されているが、実際はよりオープン
- 開放と資本フロー
- 自由化とそれを支える改革

表1.1. 資本勘定自由化の順序付けの可能性

| 重要な段階 | 必要なその他付随する改革 | 特別な対策 |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • 割り当てが徐々に増加; 資格要件の緩和 (海外直接投資の流入と流出およびポートフォリオ投資) | <ul style="list-style-type: none"> • 金融ポリシー枠組みの近代化 • 強固な予算上の制約の実施 • 高い企業債務を示している国営企業の改革 | <ul style="list-style-type: none"> • 金融市場の深化 • 規制と監督を強化 • 資本および流動性バッファの構築 • 適切な投資規制(制度上の) • 緊急時対応策 |
| <ul style="list-style-type: none"> • 割り当てと資格要件を価格に基づく管理へと置き換える(無利子預託義務または税金) | <ul style="list-style-type: none"> • 金融および為替レートの枠組みを一層強化 • 国営企業部門改革の継続 • 資本フローの監視を強化 | <ul style="list-style-type: none"> • 金融市場深化の継続 • 非中核資金調達に対する安定調達比率/流動性費用の導入 • 外国為替貸付のより高いリスク・ウエート • 直接貸付の廃止 • 影の銀行システム/企業分野に対する規制範囲の拡大 |
| <ul style="list-style-type: none"> • 事前承認から報告義務に続く登録と通知義務へと徐々に移行 • ほとんどの統制の廃止 | <ul style="list-style-type: none"> • 金融と為替レートの枠組み改善の継続 • 適切な資本フロー監視の枠組み • 明確に定義された信頼性のある金融政策の実績と為替レートの完全な柔軟性 | <ul style="list-style-type: none"> • 金融市場深化の継続 • 監督と規制枠組みの一層の強化 • 適切な監督上の、マイクロ、マクロ・プルーデンス (健全性を確保すること) な枠組み |

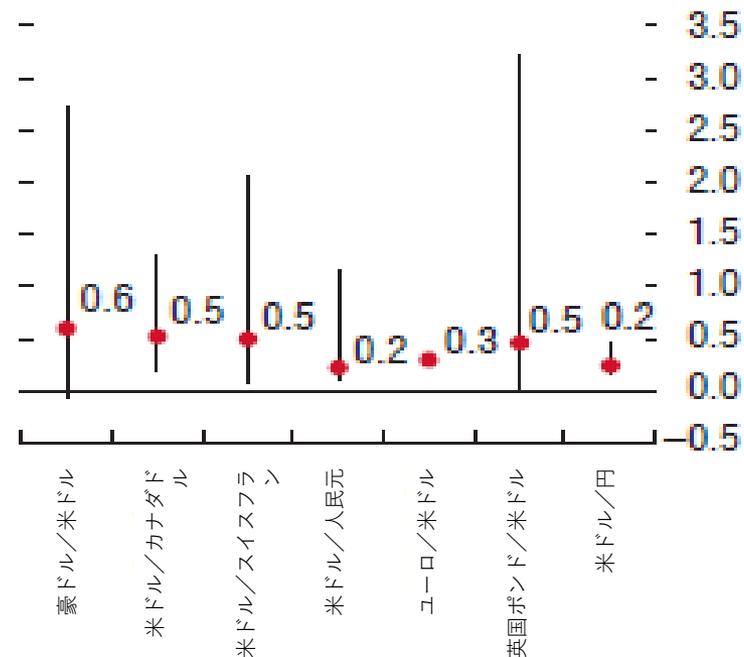
RMB internationalization reflects reform progress

人民元の国際化が改革の進捗を反映

- RMB's use for trade settlement and direct investment (2009)
- High frequency indicators and offshore markets
- SDR basket reflects RMB's global role
- Price and interest discovery and policy frameworks
- Supporting reforms and economic fundamentals will also be key drivers
- 取引決済と直接投資への人民元の使用 (2009)
- 高頻度指標とオフショア市場
- SDR (特別引出権) バスケットが人民元の世界的作用を反映
- 価格と金利の発見と政策枠組み
- 裏付けとなる改革と経済のファンダメンタルズも主因

図9.5. 通貨ペアごとの流動性指標
(日次平均、ベースポイント)

2. 実効取引コスト



出所：Electronic Braking Services (EBS)、IMF スタッフ算出
注：縦軸は第1四分位数（25パーセントイル）と第3四分位数（75パーセントイル）の間を示す。

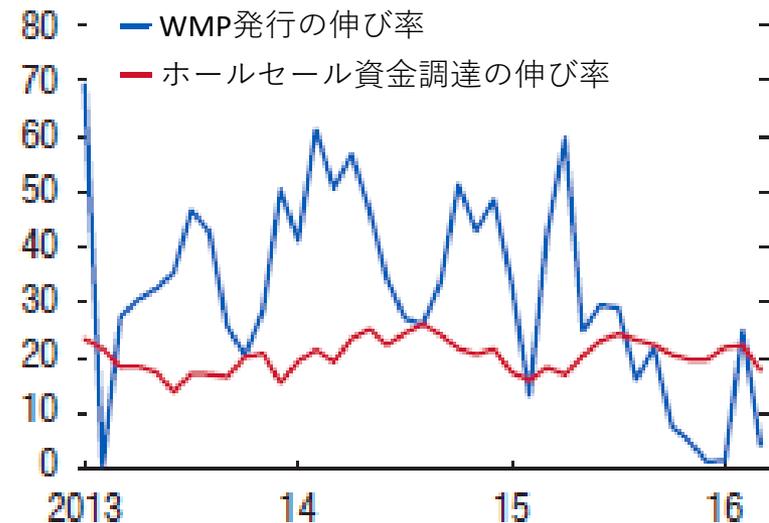
A rapidly changing financial system calls for constant upgrading of regulation and supervision

金融システムの急激な変化により
規制・監督の恒常的な改革が求められる

- Highly innovative but also complex and opaque
- World's largest banks, second largest stock-, and third largest bond markets
- Credit driven public investment-led growth model and shadow products
- Linkages and risks
- Coordination and information sharing
- 非常に革新的であるが、複雑で不透明
- 世界で最大規模の銀行の数々、第2位の株式市場規模、第3位の債券市場規模
- 信用力に頼る公共投資主導の成長モデルと影の製品
- 連鎖とリスク
- 調整と情報共有

図10.4. 標準外貸付とノンバンク金融システム

3. WMP（理財商品）の発行とホールセール資金調達の伸び
（パーセント、対前年比）



出所：Bloomberg L.P.、CEIC、政府機関、WIND、およびIMFスタッフ算出
注：WMP = wealth management product（理財商品）

State-owned enterprise reform

Achilles heel to ensure a better allocation of
resources and addressing rising vulnerabilities

国営企業改革

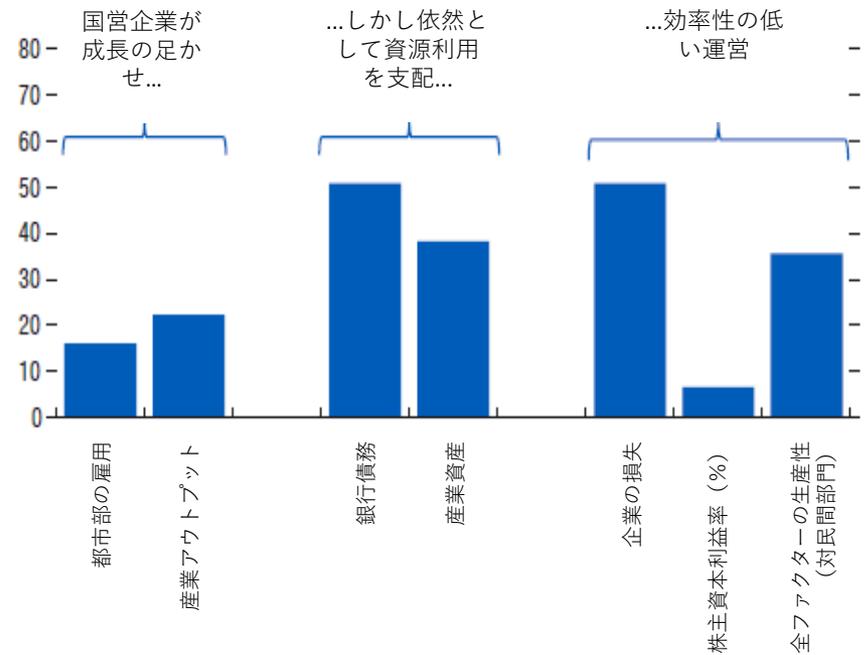
より効率的な資源配分と脆弱性への対応を
確実にするための急所

State-owned enterprise reform: productivity increase and reduction in vulnerabilities

国営企業改革：生産性の向上と脆弱性の低下

- Declining share
- 150,000 SOEs accounting for 50 percent of bank credit
- High leverage, especially in overcapacity sectors and “zombie” firms
- Productivity less than half of private companies
- 国営企業の割合減少
- 銀行債務の50%を占める150,000社の国営企業
- 高い負債比率、特に生産能力過剰のセクターと「ゾンビ」企業
- 生産性が民間企業の半分以下

図11.1. 国営企業が資源利用を支配、効率性の低い運営
(国営企業の全体に占める割合¹)



出所：CEIC、財務省、統計局、中国人民銀行、WINDおよびIMFスタッフ予測

注：SOE = 国営企業

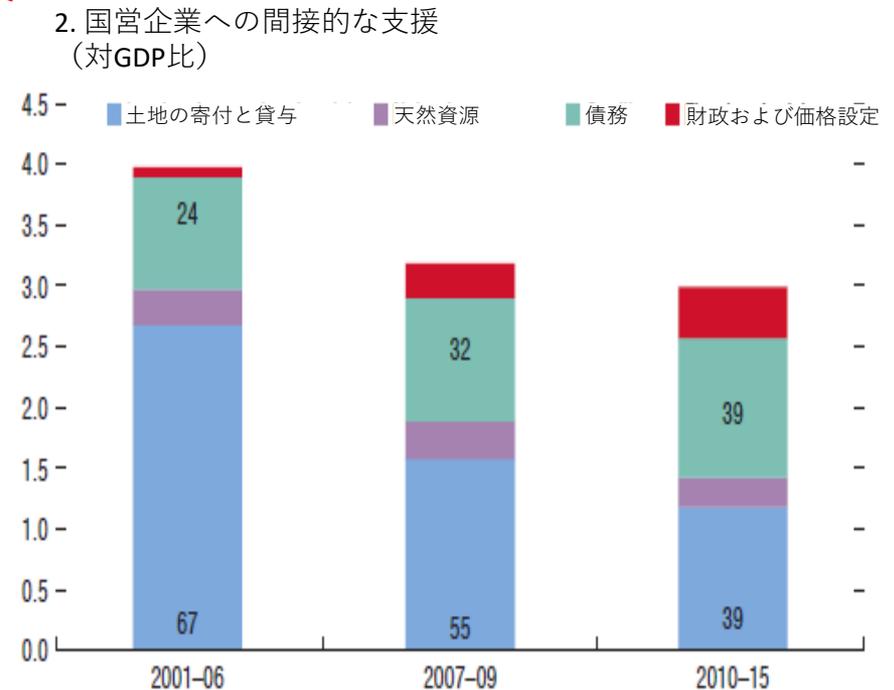
¹ データ入手可能な期間は2015年末時点。銀行債務と全ファクターの生産性は2011～2015年の平均。

SOE reform progress slow: key questions still remain

国営企業改革の進捗の遅れ：残された主要課題

- 13th Five Year plan and State Council directives
- Details and non-economic objectives
- Successful SOE reform
 - Triage
 - Allow exits
 - Harden budget constraints Reduce barriers to entry
 - Create level playing field
- 第13次5カ年計画と国務院通達
- 詳細と経済以外の目標
- 国営企業改革の成功
 - トリアージ（優先順位付け）
 - 撤退を可能にする
 - 予算制約の強化が参入障壁を低減する
 - 均等な機会を作る

図11.5. 資源の不適切な配分に寄与する国営企業への間接的な支援



出所：CEIC、Unirule Institute of Economics 2015、およびIMFスタッフ予測

注：SOE = 国営企業

¹ 棒グラフの数字は間接的な支援全体に占める割合

Public administration

Strengthening headquarter staffing

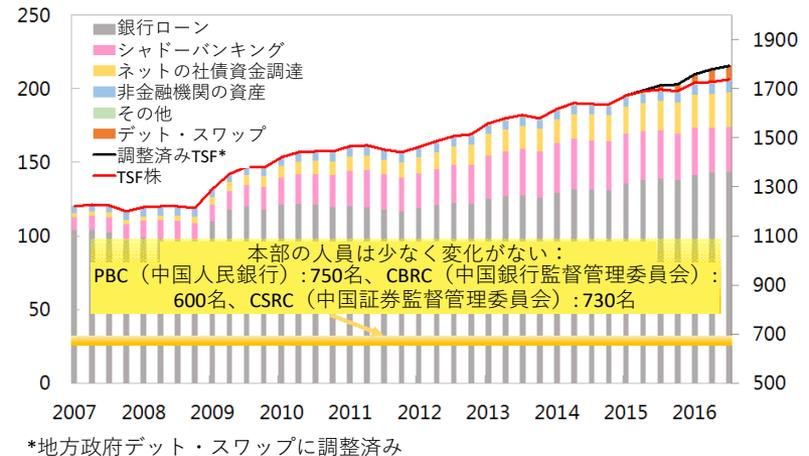
行政

本部人員の強化

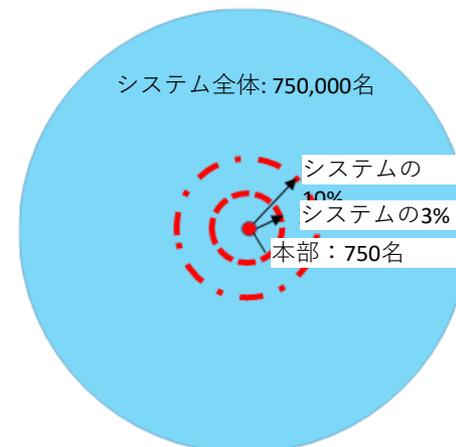
Strain on public institutions 公的機関の負担

- Government large
- Staffing at headquarters and international experience
- 2011 Financial Sector Adjustment Program and staffing
- 政府の規模が大きい
- 本部人員と国際的な経験
- 2011年金融セクター調整プログラムと人員

金融システム開発と本部の人員
(GDPに占める社会融資総量 (Total social financing))



租税管理 (SAT (国家税務総局)) の人員と国際経験



Thank you

ご静聴ありがとうございました。