

## 中国の貯蓄はなぜ高いのか？

(大和総研 常務理事 金森俊樹)

### (中国の高貯蓄はグローバル・インバランスの主要因のひとつ)

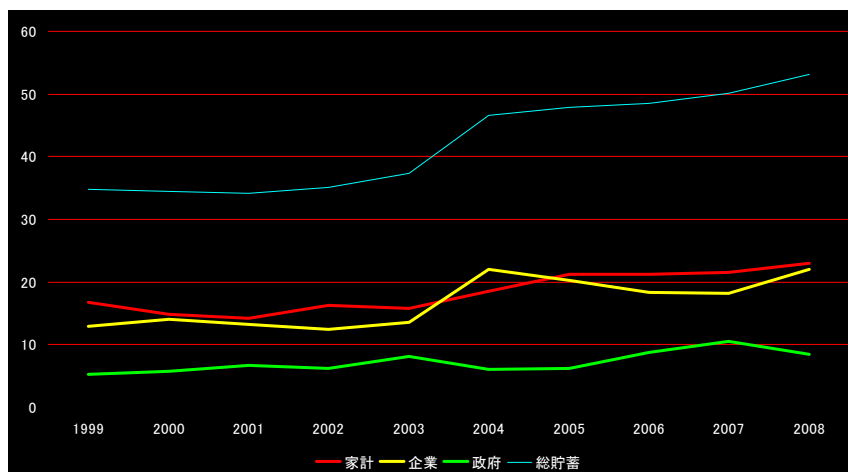
本年2月の仏でのG20では、いわゆるグローバル・インバランス是正のための指針のひとつとして、貿易収支等とならんで貯蓄率も取り上げることで、先進国、新興国が合意し、4月のG20で、さらに、これら指針を評価するアプローチについて合意がなされた。グローバル・インバランスに対し、規模的に最も「貢献」しているのは、言うまでもなく、米国の貿易赤字と中国の貿易黒字である。マクロの貯蓄投資バランスから見ると、中国の貿易黒字（対外取引での投資超過）は、国内での貯蓄超過に対応しており、対外不均衡是正のためには、国内の貯蓄超過の状態を是正することが必要となってくる（少なくとも、事後的には是正されていなければならない）。中国の貯蓄率が高い理由として、一般に、中国人は儉約志向が強い上に、社会保障制度が未整備で、老後に備え貯蓄をする必要に迫られていること等が指摘されているが、貯蓄率が高い背景を、少し細かく点検すると何が言えるか？

### (3つの部門が何れも高貯蓄)

まず、国内貯蓄は、家計、企業、政府の3つの部門に分けられる。中国国家统计局発表の資金流量表によると、とくに1990年代末から最近に至るまでの貯蓄率の上昇が激しいが（99年の対GDP比34.8%から08年53.2%）、すべての部門の貯蓄が上昇（とくに政府部門の寄与が拡大）している点が、中国の大きな特徴である。これについて、それぞれの間で、通常期待される代替機能が働いていないことが大きな原因であるとする指摘がある。即ち、政府貯蓄が大きければ、通常は将来の減税、また社会保障等での政府支出増が期待されて、家計の貯蓄が減少することが考えられるが、中国ではそうした期待が出てこない（こうした面で政府があてにされていない）。企業の貯蓄が大きければ、通常、配当支払い、また将来の株価上昇を通じて資産価値が増大することが期待されて、家計の消費が増加することが考えられるが、配当の習慣がなく、また個人の株保有割合も低いため、こうしたメカニズムが働かない。政府と企業の間でも、国有企業が政府に配当を支払う慣習がなく、代替が働かない。

(参考1)

## 部門別貯蓄(対GDP比 %)



(注) 国家統計局資金流量表の計数は、現時点では 2008 年までしか発表されていない。

(資料：中国国家统计局資金流量表より筆者作成)

### (企業部門は収益向上の中で余剰金が滞留)

企業部門の高貯蓄については、1950-70年代は計画経済の下での重工業中心の高投資の裏返しであったが、近年の背景は、(1) 国営企業改革、民営化、輸出増加、輸出還付金引き上げなどから、利益率が改善したこと、(2) 都市への安価な労働力流入、低い借入金利、政府や株主に配当を支払う慣習がないことから、余剰金が企業部門に滞留していること、(3) 特に担保もない中小企業は銀行借入が難しく、資本市場も未発達の下で、自己ファイナンスに頼らざるを得ず、それが企業内留保を増やす結果となっていることが指摘される。特に、配当については、12次5ヵ年規画に向けた国務院発展研究中心(DRC)の建議で、所得分配の公正の観点からも、その是正が主張されている点である。具体的な動きとしても、国有資産監督管理委は、国有企業121社の配当引き上げを求めるといった動きが伝えられている(2月23日付 South China Morning Post)。

### (先に豊かになる政府部門)

政府部門の貯蓄増加は、1994年の税制改革を契機として、税徴収がより効率的になったことに加え、その後の高成長に支えられて租税収入が増加、また社会保険料収入も増加したが、支払いはさほど増えておらず、結果的に政府のネット収入が増加していることによる。こうした状況が、「庶民は貧しいままで、政府だけが金持ちになっている」という不満につながっており、そのため「还富于民（富を民に返す）」が、昨今、中国内のネット、メディアでのキーワードになっている。2010年11月環球時報評論は、「中国の政府は世界一の浪費、高コスト体質」、「以民为本（民本位）」ではなく「以官为本（官本位）」、成長率10%の下で税収は20%上昇、2005年時点で26人の庶民が一人の公務員を養っている、過去25年間で行政コストは87倍になっているとし、国富分配の特徴は、高い税収を通して政府に富が分配されていること、「国穷（国が貧しい）」は過去のことであり、庶民が貧しいままで「政府だけを先富起来（先に豊かになれる地域、人から先に富ませる、改革開放を始めた時の鄧小平の言葉）」の必要があるのかというのが、現下の問題であると指摘している。

### (家計部門の高貯蓄には様々な要因)

家計部門の貯蓄が高い理由として（注1）、中国人は元来儉約好きであること、あるいは消費には惰性があるので、消費が増えてくるには所得上昇から一定のラグを伴うという習慣仮説が、中国にもあてはまるのではないかという指摘があるが、実証はされていない。たとえば、元来儉約好きなら昔はどうして貯蓄率は低かったのかという問題がある。身近な例では、一部の富裕層かもしれないが、昨今の日本に買物ツアーで来る中国人旅行客を見ても、そうしたことが言えるのかはなほ疑問である（注2）。また、中国ではなお債券市場、特に社債市場が発展途上であり（債券市場規模は、2000年末の1兆6700億元余から2011年6月末20兆元にまで拡大はしているが、企業の社債発行はなお低水準、参考2）、家計の貯蓄がうまく企業部門の投資に回っていかないという指摘もある。

### (参考2) 債券残高（億元）

|       | 2000年末 | 2005年末 | 2011年6月末 |
|-------|--------|--------|----------|
| 総額    | 16,746 | 72,592 | 205,131  |
| 国債    | 9,156  | 27,074 | 69,430   |
| 政策金融債 | 7,306  | 17,698 | 60,450   |
| 社債    | 289    | 1,801  | 15,947   |

（注）総額には、中央銀行手形や企業のコマーシャル・ペーパー（CP）等を含む。2008年の金融危機を経て、09年から10年にかけて、国債や地方債の発行が急増している。社債残高の対GDP比を見ると、米国30%弱、日本10%強（2008年）に比し、中国はなお3%強（2009年）の水準に留まる。

（資料：China Bond online）

国家統計局都市住民家計調査および最近の研究によると、先進国同様、富裕層ほど、また富裕地域ほど貯蓄率が高い傾向にあり、格差拡大で貯蓄率が上昇している面もあろう。そうであるとすると、格差が是正されてくると、消費性向が上がってくる可能性もある。

年齢と貯蓄率の関係をみると、以前は通常のライフサイクル仮説に基づく逆 U 字カーブ(注 3)が見られたが、近年はむしろ U 字カーブで、若年と高齢で貯蓄率高く、中間層で低い。ライフサイクル仮説自体、経験的なもので必ずしも確固とした理論的基礎はないが、現在の中国ではこの経験則があてはまらない。その背景としては、一人っ子政策で子供に頼れなくなってきた一方、社会保障はなお未整備であること、特に国有企業改革の中で、教育、医療、住居などが国営から各民間企業へ移り、不確実性が増加したこと(いわゆる「鉄飯碗」、ゆりかごから墓場まで国有企業が労働者の面倒を見る状況になくなった)などから、高齢化に備えての貯蓄が増え、また男女比率インバランスが高まってきた結果(国家人口計画出産委員会の統計によると、2009 年男女比率は 119.45:100)、婚姻資金蓄えのため、結婚を控える男子を持つ家庭の貯蓄率が高くなる傾向(不動産高騰が拍車)にある一方、中間年齢層は、一人っ子への教育等支出が増加する時期にあたって消費が増えるといったことが考えられるが、U 字カーブのはっきりした原因は特定し難い。

#### (各部門の貯蓄額を収入と貯蓄率で分解すると)

貯蓄額の増加は収入の増加による部分と貯蓄率上昇による部分に分解できるが、3 部門について総括すると、企業部門の貯蓄額増はもっぱら収入増、政府部門は収入増と貯蓄率上昇の双方の要因、家計部門の貯蓄額増加は、家計収入の対 GDP 比率が趨勢的に低下する中で(国家統計局の統計によると、労働者報酬の対 GDP 比は 1995 年 51.4%から 2007 年には 39.7%まで低下)、貯蓄率の上昇によって発生していると言える。DRC によれば、家計の貯蓄増の約半分は不動産市場高騰の中で不動産購入への備え、残り半分は社会保障など公共サービスが未整備で、それに対応するための貯蓄である。中国財政年鑑によると、中国の政府支出に占める公共サービス関連支出の割合は、国際的に見て低い。通常は、一人当たり所得上昇に伴い公共サービス支出も増加し、一人当たり所得 3,000 ドル以下の国では、医療、教育、社会保障支出の政府支出全体に占める割合は、各々 8.7%、13.2%、20.8%であるが、3,000-10,000 ドルの国は、医療、教育が各々 12-14%、社会保障が 30%程度である。中国は 2008 年時点で、これら比率が 4.4%、14.4%、18.9%と、一人当たり所得が 3,000 ドル以下の国の平均並み、あるいはそれ以下に留まっている。

(参考3) 労働者報酬・企業利潤の対 GDP 比 (%)

| 年    | 労働者報酬 | 企業利潤 |
|------|-------|------|
| 1995 | 51.4  | 23.3 |
| 2000 | 48.7  | 21.9 |
| 2005 | 41.4  | 29.6 |
| 2006 | 40.6  | 30.7 |
| 2007 | 39.7  | 31.3 |

(注) OECD データによれば、2005-08 年の労働者報酬比率は、米 56.6%、日、55.1%、英 53.8%、仏 51.8%、独 49.5%、などとなっている。

(資料：中国国家統計局)

(参考4) 政府の公共サービス支出割合と一人当たり所得 (%)

| 一人当たり GDP (米ドル) | 医療衛生関連 | 教育関連 | 社会保障関連 | 合計   |
|-----------------|--------|------|--------|------|
| 0-3000          | 8.7    | 13.2 | 20.8   | 42.7 |
| 3000-6000       | 12.2   | 12.6 | 29.2   | 54.0 |
| 6000-10000      | 12.7   | 11.4 | 31.5   | 55.7 |
| 中国 (2008)       | 4.4    | 14.4 | 18.9   | 37.7 |

(注) IMF 統計によると、2008 年時点の中国の一人当たり GDP は、3403 米ドル (current price)、購買力平価 (PPP) ベースでは 6189 米ドル。

(資料：「迈向全面小康：新的 10 年」 国务院发展研究中心研究丛书 2010 より抜粋)

(今後の見通し・課題)

現在、「还富于民」を推進し、「国が先富起来」という状態を是正することにより、国内の貯蓄投資インバランスを是正せよという議論が、中国内では主流である。その意味で、高貯蓄の問題は、国内的には、所得格差拡大、高成長に見合っ一般庶民の収入が伸びていないこと、高齢化、社会保障未成熟の下での不確実性の増大、一人っ子政策の歪みといった、すぐれて社会問題の投影として捉えられていることが特徴と言える。モジリアーニのライフサイクル仮説では、一般に成長率の鈍化と貯蓄率の低下が並行して現れる。これに基づく貯蓄率の成長率に対するいわゆるモジリアーニ弾性値はおおよそ 2.5 であり、これを適用すると、成長率が 10% から 8% に低下した場合、貯蓄率は 5% 低下することになる。成長のスローダウンに伴い、税収が減少し政府の貯蓄が減少する。また、企業収益も減少する一方、企業の配当支払いが増え、労働コストが上昇 (労働争議⇒最低賃金上昇、ルイス転換点とも言える) してくると、企業部門の貯蓄も減少することになる。さらに、格差が是正され、年金・社会保障の改善が進んでくると、家計の将来に備えた貯蓄も低下して

こよう。言い換えれば、無理な消費刺激策を採らなくても、まさに 12 次 5 ヶ年規画で目指しているような、これまでの高成長をスローダウンさせて、成長率より成長の質の向上を重視していくこと、また個人間、部門間の所得の再配分を通じて持続可能な安定成長への転換を図っていくことが、おのずから国内の貯蓄超過の是正、ひいてはグローバル・インバランスの是正にもつながってくることになる。

(注 1) 2011 年 1 月 24 日付の Newsweek は、「The Confucian Consumer」と題する記事を掲載、中国人が貯蓄に励む理由として以下を列挙した上で、高貯蓄には、構造的・社会的な原因があり、是正のための改革には、なお一世代以上の時間が必要と指摘している。

1. 福祉体制の整備が遅れており（退職後の生涯年金は、平均一人当たり 150 米ドルしかない）、老後のために自ら備える必要。
2. 子供をより良い学校へ進学させるため。また、医療制度の不備のため病気に備えて。
3. すべてが国有企業だった頃の「鉄飯碗」とは異なり、セーフティーネットがないため、失業など万一に備える必要。
4. 一人っ子政策によって、過去の「子供を多く育てて、老後、子供に養ってもらおう」式の老後対策が不可能になり、お金を貯めて老後に備えざるを得ない。
5. 金融市場が未成熟で、個人や家庭のためのローン体制が未整備。
6. 都市部の農民工に対する法的規制、十分な公共サービスを受けられない農村農民は、不確実性、不安定な収入に対応するため、貯金せざるを得ない。
7. 香港やシンガポール等と同様、儒教の影響で、中国人はもともと貯蓄を好む傾向。

(注 2) 4 月 26 日付第一財經評論は、上海や香港、さらには米国等海外での富裕な中国人旅行者の旺盛な消費意欲が、マクロ・レベルの消費増につながっていくのかとの問題提起をし、流行の突然かつ大きな変化が消費構造に大きく影響するようになっており、当初は一部の富裕層に限られた消費パターンに追随し、それを模倣する層が急速に増える傾向にあること、一人っ子政策の影響で、若い世代は、彼らの親や祖父母のような儉約意識を全く持っていないこと、消費構造が多様化・複雑化し、文化等の消費の新たな分野が急速に発展しつつあること等を指摘、今後消費全体が拡大していく可能性を示唆している。

(注 3) 消費者は、その生涯の所得を考慮して消費を行うとする仮説で、それによると、若い時は老後に備えて貯蓄し、老後になると蓄えた資産を取り崩して消費する。したがって、横軸に年齢、縦軸に貯蓄率をとると、逆 U 字カーブを描くことになる。

本稿は、外国為替貿易研究会発行「国際金融」1225 号（2011 年 6 月）に掲載された「中国の貯蓄率はなぜ高いのか？」の一部を、加筆修正したものである。