



中国経済におけるリスクと不確実性をめぐって

梶谷, 懐

(Citation)

日中台共同研究「現代中国と東アジアの新環境」①東アジアリスク社会—発展・共識・危機, OUGCブックレット 2:39-71

(Issue Date)

2014-01-31

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/90002146>



中国経済におけるリスクと不確実性をめぐって

梶 谷 懐

1. はじめに

2012 年秋の尖閣諸島の領有権をめぐる日中政府間の摩擦を背景とした反日デモと、暴徒化した民衆による日系の企業や店舗をターゲットとした打ち壊しが行われて以来、中国でのビジネスはすっかり「高リスク」の代名詞になってしまった。特に日本企業にとって中国でのビジネスはかつてない不安定さ、不確実性を抱え込んでいる。また、2013 年 6 月には銀行間市場における資金の逼迫を背景として短期金利が急上昇し、その後株価が急落するなど、金融システムにおける「リスク」への脆弱性が改めて問われることになった。

もちろん、ビジネスに不確実性やリスクはつきものである。ただ、中国でのビジネスに関する「不確実性」が特徴的なのは、そこに中国の経済システムに特有の問題がからんでいるためだ。それは日本の経済システムとはかなり異質なものを含んでいるため、システムの構造自体を理解しなければ、そこに具体的に生じているリスクがどの程度のものなのか、客観的な評価自体が困難になる。シカゴ派の経済学の創始者ともいわれるフランク・ナイトは、例えば自動車事故のように生じる確率が客観的に判断可能であ

り、それゆえ保険によってカバーできる「リスク」に対して、そのような客観的な確率の計算が不可能であり、文字通り何が起こるかわからないような状況のことを「不確実性」と呼び、明確な区別を行った(Knight, 1921)。特に近年の日中関係の悪化を背景に、日本では中国との経済関係、ひいては中国経済そのものがフランク・ナイトの言う「真の不確実性」に近いイメージで捉えられるようになったと言えるのではないだろうか。本稿は、そのような中国経済性にまつわる「不確実性」の構造を、少しでも客観的かつ論理的に捉えることを目指そうという試みである。

以下では、現代中国経済が抱えている様々な「リスク」のうち、1.「影の銀行」がもたらす信用危機の可能性、2. 地方政府債務の破綻の可能性、3. 政府の経済介入がもたらす「構造的な不確実性」という、3つの事例を取り上げる。そして最後にそれら3つの事例に共通する、「システムとリスクとの関係」に注目し、それがどのような特徴を持っているのか、またその特徴は中国経済全体の「不確実性」とどのように関係しているのか、考察を行う。

2. 中国版「影の銀行」と信用危機のリスク

中国経済がその減速傾向を露わにする中、それと並行して、「バブル崩壊」「信用危機の発生」が喧伝されるようになっていく。その中でにわかに注目を集めるようになったのが中国版の「影の銀行（シャドーバンキング）」の存在である。

もともと米国の量的金融緩和が終了間近だという予測が広がり、ホットマネーの逆流が生じていたほか、理財商品（銀行の簿外取引を通じた資金調達手段である高利回りの金融商品）の返還期限が6月末に集中していたことから、短期金融市場は流動性不足ぎみに推移していた。

その中で、中央銀行である中国人民銀行は、あえて市場から資金を吸収する行動に出た。このため6月20日の銀行間市場における資金は逼迫し、

SHIBOR（上海銀行間金利）のオーバーナイト金利は 13.44% を記録した。短期金利の上昇は株式市場にも影響を与え、6 月 24 日に上海株式指標は前日から 5.39% 下落した。

人民銀行がこのような行動に出た背景には、不動産や地方の開発プロジェクトへの「影の銀行」を通じた過剰な融資を警戒し、何らかの懲罰的措置を行う必要がある、という政府の判断があると言われている。

では、この中国版「影の銀行」とは、どのような性質を持つものであり、その規模はどの程度なのだろうか、また、実際に今後の中国経済にとって、どの程度のリスク要因になり得るのだろうか。

「影の銀行」について、ここでは従来型の銀行のように当局の規制を受けないものの、一定の金融仲介機能を果たすシステム全般のことを指す、としておく。欧米先進国、特に米国では、投資銀行を中心に非常に洗練された金融仲介の手法が発達し、FRB の規制の及ばないところでレバレッジと流動性リスクを急激に増加させてきた。これが数年前に生じたサブプライムローン危機やリーマンショックの背景となったことはよく知られている。

日本のメディアがここまで拡大した「影の銀行」が中国発の金融危機の引き金となるだろう、と予測する記事も少なくない。だが、中国の金融市場に詳しい専門家の見方は必ずしも悲観的なものではない。というのも、中国版「影の銀行」は、欧米のものとはその性質が根本的に異なるからだ。

欧米の「影の銀行」の特徴は、投資銀行が CP（コマーシャルペーパー）の提供によって市場から短期資金を大量に借り入れ、CDO（債務担保証券）など仕組み債の取引を通じて、レバレッジを高めた高リスクの運用を行うところにある。

しかし、中国版「影の銀行」はこのような高度な金融商品の取引を前提としたものではない。その形態は大きく二つに分類され、一つはいわゆる「民間金融」と呼ばれる、インフォーマルな金融業者による短期融資である。この中には年間 40-60% の高金利でリスクの高い貸出を行う日本のヤミ金に近い業者も存在する。もう一つのものが、商業銀行の簿外取引を通じたものであり、政府がその拡大を懸念し、6 月の流動性危機の要因となった

のは、こちらの方である。

「6月危機」の後、尚福林銀行監督委員会主席は、「影の銀行」の主要な資金調達手段であるとされる理財商品の残高を総額 8.2 兆元（約 130 兆元）とする推計を公表した。また、中国政府のシンクタンクである中国社会科学院は 10 月 9 日、中国経済における「影の銀行（シャドーバンキング）」の規模が 20.5 兆元（約 328 兆円）に達している可能性があることを明らかにした。

一方、「影の銀行」全体の資産残高について、欧米の格付け会社の中には数字にして 30 兆元、対 GDP 比で 50%に達するという試算をおこなっているものもある。しかし、さまざまな形態の「影の銀行」には互いに重複しているものも多く、その真の規模は神のみぞ知る、といったところだろうか。

では、そのような「影の銀行」が破綻し、中国経済に深刻な打撃を与えるリスクは、実際のところ、どの程度あるのだろうか。中国版「影の銀行」で圧倒的なシェアを占める商業銀行の簿外取引には、いくつかのパターンがある。一つは、銀行が資産を帳簿から切り離し、信託会社などと協力してスキームを作り、不動産などに投資を行うというもので、一般に「銀信合作」と呼ばれている。そもそも、中国の商業銀行法 11 条および 43 条により、商業銀行と証券・保険業務の相互乗り入れには厳格な規制が設けられている。このため、銀行は資産のプールをいったん別のスキームに移し、それを小口の金融資産（「理財商品」）にした上で、銀行の窓口を通じて代理販売する、という手の込んだ方法を採用しているのである。

もう一つのパターンは「委託貸付」といわれる中国独特の制度である。これは、金融機関以外の企業が手元にある余剰資金を銀行に委託し、資金が不足している中小企業などに通常の貸出金利を上回る金利で貸出し、銀行が手数料を得るというものである。大手国有銀行から低利の金利で資金を借りている国有企業が、このような委託貸付の資金供給者となって利ざやを稼いでいることも指摘されている。

このような銀行による簿外取引は、商業銀行と証券業務の乗り入れが禁

止されている状況下で、銀行による間接金融を補完し、証券業務との仲介的役割を果たすというポジティブな側面もある（李，2012）。

一方で、商業銀行のような厳格な規制・監督を受けないにも関わらず、短期の資金を調達して長期で運用するという「期間のミスマッチ」を生じるものが多いため、金融システムにとって一定のリスクをもたらしているのも事実である。

懸念されるのは、地方政府によるダミー会社を通じた借り入れ、いわゆる「融資プラットフォーム」の資金調達手段としての役割が拡大していることだ（次節参照）。これらの地方政府の借入れの多くは不動産開発プロジェクトに投資されており、成長率の鈍化と資産価格の下落によってその不良債権化が懸念されている。

このような状況を受け、2013年3月に国務院は「商業銀行理財業務運用に関する若干の問題についての通達（8号文件）」を出した。この通達の中で特に重視されたのは標準化されていない（銀行間市場や債券市場で売買されない）債権への投資であり、総量規制を設けるなど、その管理が強化された。また中国人民銀行も、6月7日に公表した『中国金融安定報告』の中で、信託会社などのノンバンクに対する管理を強化する方針を明らかにした。このように、政府当局は、行政指導によって「影の銀行」の規模を縮小させようとする姿勢を見せていたが、実質的な効果はなく、銀行間市場における資金引き上げという「荒技」に出たものと思われる。

このように、融資プラットフォームを通じた不動産向けの貸し付けなど、一部の融資に焦げ付きの可能性が生じているとはいえ、現状ではそれが直ちに金融システム全体の危機に発展するほど情勢が緊迫しているわけではなさそうである。例えば、7月6日付の英エコノミスト誌は、事態の背景として、銀行がそれまで簿外に隠していた融資を、一連の規制強化によってバランスシートに計上したことに注目している。すなわち、帳簿上の融資額の急増をみて、金融引き締めが必要を感じた人民銀行が市場から資金を吸収したため金利が急上昇したのであり、必ずしも理財商品や「影の銀行」が破綻の危機に直面しているのではない、というわけだ。一方で、中

国では国が銀行を国有化する必要がないため、政府は損失をいつどのように誰に負担させるかを決めるまでの間、銀行に融資を継続するよう命令できる。このため、仮に信用危機のような事態が生じて、大きなシステムティックリスクにはならないという指摘もある。

それにもかかわらず、日本も含めた海外ではあたかも中国の金融システム自体が破綻の危機に瀕しているような報道が「6 月危機」の発生後頻発するようになった。このこと自体、「影の銀行」に代表される中国の金融システムをめぐるリスクが、客観的な評価の難しい、「真の不確実性」に近いものとして少なくとも海外では受け止められている、ということを示しているのではないだろうか。

いずれにせよ、金融自由化に不可欠な預金保険機構などのセーフティネットが整備されないままの状況で、当局の管理が及ばない「影の銀行」による資金調達が増加することは、中国経済にとって潜在的なリスクをもたらすのは間違いない。一方で、「影の銀行」の拡大は、中国の金融システムが大型商業銀行による寡占状態から脱却し、自由競争に基づく多様な銀行システムへと移行する際の、過渡期的な現象とも考えられる。今後「影の銀行」が抱えるリスクについて考える上では、それがそもそも中国経済にとって「両義性」を抱えた存在である、ということをもまず理解しておくことが重要だろう。

3. 「融資プラットフォーム」と地方政府債務をめぐるリスク

前節でも述べたように、地方政府によるダミー会社を通じた借り入れ、いわゆる「融資プラットフォーム」の資金調達手段としての役割が拡大していることが、中国経済にリスクをもたらすものとして懸念の対象となっている。「融資プラットフォーム」が問題視され始めたのは、よく知られているように、リーマンショック以降の中国において、4 兆元（約 50 兆円）

規模の財政支出による景気刺激策が発動され、そこで地方政府にも応分の財政負担が求められたことによる、それでは、中国でもギリシャなどいくつかの EU 加盟国のように、今後財政危機が表面化する可能性があるのだろうか？

まず数字を抑えておこう。今年 3 月の全国人民代表大会（「人大」）の開催にあたり、中国財政省は 5 日、2013 年の国家歳出が 13 兆 8200 億元（2 兆 2000 億ドル）となり、財政赤字が対国内総生産（GDP）比で約 2.0%となる見通しを示した。また、2012 年末の政府の債務残高は 12 兆 2940 億元であり、GDP 比は 20%を割っている。政府の債務残高が GDP 比の 200%を軽く超える日本からしてみればうらやましいほど健全な数字のように思える。

ただ、これはあくまでも、予算内の財政資金の話である。中国の地方財政には正規の税収などからなる予算内財政資金のほかに、様々な予算外、もしくは制度外の収入が存在する。このような地方政府による地方政府主導による実質的な隠れ債務拡大の温床として問題になっているのが、「融資プラットフォーム（以下、「プラットフォーム」）」だというわけである。その具体的な方法としては、例えば政府が出資者となって「都市建設投資集団」といった名義の「プラットフォーム」を設立し、その企業が発行した社債を地元の銀行支店に引き受けさせて都市開発の資金を捻出する。あるいは、証券会社などに、プラットフォームの株式を対象とした投資信託を発売させ、一般投資家から資金を集める、などのやり方があるという。いずれも、融資の担保となる土地資産が将来にわたり値上がりするという期待に支えられており、その意味で極めて資産バブルを誘発しやすい手法である。

このような地方政府による「錬金術」が盛んに行われる背景には、リーマンショック後の 4 兆元規模の景気刺激策を実行するため、地方政府も資金の負担を認められる一方で、現状では地方政府の正規ルートでの資金調達には、厳しい制限が課せられているという状況がある。たとえば、現状では地方債は中央政府が代行して発行することになっており、地方政府が

自由に市中消化することはできない。しかし、上記のような政府が投資主体となった「プラットフォーム」の仕組みを使えば、そのような規制をいくつかぐって実際の地方開発に必要な資金を捻出することができる。

それでは、このような融資プラットフォームなどを通じた地方政府の実質的な債務残高は全体でどの程度の規模に達するのか。2011年6月に、政府審計局は融資プラットフォームなどを通じて拡大した地方政府の実質的な債務の規模を確定するための大規模な調査を行い、地方の実質的な債務残高は約10.7兆元と公表した。これはGDPの約27%に当たる数字である。そのうち、全体で6,500社あまりの融資プラットフォーム企業を通じた債務は4.97兆元となり、全体の債務の46.4%に達するとされた。しかし、融資プラットフォーム企業の数には実際にはそれよりもずっと多く、2011年9月末の時点では全国で1万468社、融資残高は9.1兆元に達していたと考えられる（「银监会：平台贷原则上不再新增 清理政策步步收紧」『南方都市报』2012年3月20日付）。

このような融資プラットフォーム企業について、国务院は早くから問題視し、その整理・縮小を狙った政策を打ち出してきている。まず2010年にだされた、「地方政府融資平台公司の管理問題についての通知」において、債務整理、平台企業の整理、金融機関の融資管理の強化、地方政府の債務保証の禁止という方針を打ち出した。また2012年3月には、全国銀行監督委員会が、「地方政府融資平台貸出のリスク管理に関する指導意見」を公表した。これは、プラットフォーム企業の債務を「支持類」「維持類」「圧縮類」の三つに分類して整理するとともに、プラットフォームへの新規銀行融資を厳格に規制する内容である。このような厳しい処置によって、地方政府の債務問題は解決に向かうかと思われた。

しかし、その一方で政府は、欧州債務危機などの影響によって落ち込んだ景気を刺激するために地方政府の資金需要の拡大を容認するという、矛盾した姿勢を見せる。その典型的なものが、2012年夏における計画総額18兆元規模とも伝えられる「地方版4兆元投資計画」の発動であった。これは、欧州債務問題により世界経済先行き不透明感が続く中、2012年第2 四半期

に中国の実質GDP 成長率が7.6%に減速したことを受けて、中央政府が「経済成長を安定させる」ことを地方政府に要求するようになったものである。これを受けて同年7 月以降、各地方政府は大型な開発投資計画を中心とする景気対策を相次いで発表した。省及び市レベルの地方政府による投資計画の総額は約16.7 兆元に達し、2008 年世界金融危機発生後に中央政府が発表した4 兆元投資刺激策を遥かに超えたといわれている（范，2012）。このような、地方政府の実質的な債務は再び拡大し、2012年末の残高は12兆元を超えたと伝えられ、地方政府債務のリスクをめぐる懸念が再燃することになった（『整治地方融資』『財經』2013年1月7日）。

同時に浮上してきたのは、「影の銀行」を通じた資金調達増加である。すでに述べたように、2012 年において、中央政府は融資プラットフォームを通じた実質的な地方政府債務の拡大を恐れ、プラットフォーム企業に対する新規の銀行融資を厳しく規制してきた。しかしその中で地方政府の公共事業への需要はやまず、このため、当局の規制の及ばない「影の銀行」からの資金調達が増えてきた、というわけである。ただ、これは通常の銀行貸し出しよりも高い金利を課すものであり、その分貸し手・借り手双方のリスクも大きくなる。2012 年暮れ頃から「影の銀行」を通じた地方政府の開発プロジェクトへの融資が問題になり始めると、同年12 月、国务院財務部は「地方政府の違法、違反融資行為の禁止に関する通知」を出して、これを警戒する姿勢を明らかにした。しかし、前節でみたように実質的な効果には乏しく、「影の銀行」を通じた融資の残高は拡大の一途を辿っている。

さて、このような地方政府の債務問題が、いわゆる「財政破綻」をもたらすリスクというのは、どの程度存在するのであろうか。このような地方政府の実質的債務の拡大がどこかで限界に達し、なんらかの「破綻」をもたらす可能性は、ないとは言えない。ただ、現状ではその可能性はそれほど高くない、といってよい。その一つの根拠は、経済学において「ドーマー条件」と呼ばれている、財政赤字の持続可能性の条件が、高成長を続ける現在の中国では満たされていると考えられる点にある。一般に、経済成

長率が政府債務の金利を上回っているような状況の下では、政府は現在の債務を次世代に順次繰り延べすることが可能になり、財政赤字を少しくらい膨らませても財政破綻に陥る可能性は少ないからである。これは、現在の中国のように、ダミー会社を利用して実質的な債務を膨らましている場合も同じである（梶谷、2011）。

もちろん、これは裏返せば、なんらかの原因で経済成長が減速し、「ドーマー条件」が満たされなくなれば、このような楽観的な見通しは成り立たなくなるということでもある。上記のように「プラットフォーム」を通じて、不動産市場などに大量の資金が流れ込んでいる以上、いったん経済成長に対する楽観的な見通しが崩れ、「資産バブル」の終焉が生じれば、それがプラットフォーム企業の経営破綻から、中国経済全体に深刻な影響を与えるような信用危機へと連鎖するリスクは、常に存在しているといえよう。ただ、この場合も、懸念されるのはあくまでも大量のノンバンクの倒産と不良債権の大量発生から発生する「信用危機」であり、ギリシャのような「財政破綻」ではないことには注意が必要だろう。

むしろ現在の中国の地方財政が抱えている最大の問題点とは、その実質的な債務の拡大が正規のルートを通じない「制度外」で生じており、そこで何が起きようとも、正規の国家財政自体は決して「破綻」しない仕組みになっているところにある。そのため、中国経済全体にリスクをもたらす「信用危機」発生の要因が、そのことによって自分たちが直接痛手を被るわけではない、地方の役人たちの手に委ねられることになる。そこでは、リスクと責任の分担とが必ずしも対応していないことに起因する典型的なモラルハザードが生じ、地方政府の実質的な債務の拡大に歯止めがかからない、という構図が生じていると考えられるからである。

最近になって問題視されることの多い地方政府の債務問題や、「影の銀行」に関連した金融システムのリスクを考えると、このようなモラルハザードの可能性を常に考慮しなければならないだろう。

4. 中国企業が直面する「構造化された不確実性」

これまで詳しく論じてきた「影の銀行」にせよ、「融資プラットフォーム」にせよ、これらの現象は、わかりにくくて不確実な、現在の中国経済を象徴するような事例だと考えられているといっているだろう。そのことにはいくつかの理由がある。

第一に、これらの現象の規模をはかる統計（融資や債務残高の総額）が不確実なものであり、従ってそのリスクが算定しにくいこと。

第二に、これらの現象を生み出している「システム」が先進国のものと異なっており、それを理解したりイメージしたりすること自体が難しく、それ自体「不透明」で「不確実」な印象を与える、ということがあげられる。

以上の二点については、とくに異論はないであろう。

そして、さらにこれらの「不透明なシステム」は、それ自体さまざまな問題点を抱え、またリスクの源泉でもあるが、同時にこれまでの中国経済のダイナミズムの要因にもなっている、という点をあげておきたい。

ここで、中国における不確実なビジネス環境の下で、中国企業がどのような戦略を取りながら成長を遂げてきたのかを詳しく論じた、米国の研究者・ブレニッツとマーニーによる“The Run on Red Queen (赤の女王の走り)”という書物を紹介しておこう (Breznitz and Murphree, 2011)。

中国では政府の権限の範囲や政策目標が非常にあいまいなため、特に民間の企業は、経済行為への政府の恣意的な介入とその方針の変更のリスクに常にさらされている。このような状況では、企業がリスクの高い研究開発投資を行うことは困難になる。常識的には、そのような状態では技術革新を行うための設備投資が十分になされず、持続的な経済発展は望めない、と思うところだろう。

だが、そうではない、と彼らは言う。たしかにリスクの多い最先端の技術開発は不活発だが、すでに開発された技術を換骨奪胎して改善を図る、「追加的イノベーション」は絶えずなされているのだ、と。ちなみに「赤の

女王の走り」という書名は、同じ場所にとどまるためには常に走り続けなければならない、という、『鏡の国のアリス』のエピソードにちなんだものである。

たとえば、珠江デルタの製造業に関する広く共有された認識とは、低賃金の労働集約的な産業が中心であり、「イノベーション」に関しては見るべきものはない、というものであった。しかし、ブレニッツとマーニーによれば、Huawei（華為技術）、ZTE（中興通訊）、Tencent（騰訊）といった有力 IT 企業の台頭が生じてきた深圳などの珠江デルタ地域は、既存のプラットフォームに対する追加的なイノベーションも含めると北京・上海と勝るともおとらないイノベティブな地域であった。同書によれば、深圳・東莞だけで 2007 年の中国全体のパテント獲得の 7.4% を占めている。

そもそも、活発なイノベーションなしではハイテク産業輸出の高い比率は実現困難だったはずである。上記のような有力 IT 企業も、先端的なイノベーションを避けることで、中央政府の推し進めようとする産業政策の「不確実性」のリスクを回避することができた。すなわち、生産面でのハイエンド化、革新化は避け、改良・コスト削減的なイノベーションを重視する経営方針を続ける中で、業績を伸ばしてきたのである。先端の技術革新に「ついていく」事を目指す戦略は、珠江デルタの中小企業に広く浸透しており、そのような小規模な産業クラスター間のネットワークによって、結果として効率的な生産が可能になったことを彼らは強調している。

このような「追加的イノベーション」による競争は、きまぐれに変化する中央政府の産業政策が生む「構造化された不確実性」に、地方政府と地元企業が協力しながら対抗した結果生まれた、というのがブレニッツとマーニーの結論である。

彼らによれば、このような「構造化された不確実性」は、第一に国の伝統的な中央・地方関係と地域経済の多様性、第二にグローバルな生産の細分化の産物である。このうち第一のものは、中央政府と地方政府の権限のあいまいさに起因する問題である。では、第二のグローバルな生産の細分化の産物はどういうことを意味しているのだろうか。

それは、今や先進国で開発される生産技術の導入が、新興国における工業の生産性を規定する、という状況には必ずしもなっていない、ということと関係がある。サプライチェーンのグローバルな展開や中間財部門の互換化（＝モジュール化）が進むなかで、製造業の生産性向上の鍵は、最先端の技術革新よりも、いかに中間財を安く調達するかということに移りつつあるからである。

たとえば、丸川知雄（丸川，2007）によれば、現代中国の製造業のダイナミズムは、中間財部門が細かく分化し、そこに多数の企業が参入してくる過程－丸川の使用用語を用いれば「垂直分裂」－を繰り返すことによって、中間財の調達コストを劇的に低下し、それによって産業全体の生産性が向上する、というプロセスにこそ求められる。そして丸川（2013）は、多数のメーカーが激しい競争を繰り広げる広東省の携帯電話産業を、そのような細かい企業間分業がみられる最先端の例として紹介している。彼によると、日本の中では1社の中に統合されている製品の企画・設計、組み立て、回路設計・ソフト開発、基板製造、部品調達の仕事それぞれ独立の企業によって担われている。このような分業のおかげで、参入障壁は極めて低くなり、競争によって中間財部門の生産コストが非常に低くなっていることはいままでのない。

さらに、いわゆる米国と中国を初めとした新興国との国際収支の不均衡、すなわちグローバル・インバランスといわれる現象が顕著化し、世界的な過剰流動性が高まるという現象が生じた。このような状況の下で、新興国にとっては、冷戦期のように先進国の技術を希少な資本（外貨）によって購入することの必要性が相対的に下がり、むしろ丸川の表現を借りれば「垂直分裂」という言葉で形容される、分業体制におけるイノベーションによって生産性を向上させることの重要性が増したのである。もちろん、グローバル市場の統合によって、中国の国内製造業の米国への輸出が拡大を続けたことも、「垂直分裂」による費用削減局面を持続するのに有利に働いたことは間違いない。

さて、このような「追加的イノベーション」に支えられた民間企業の活

躍は、実は本稿でこれまで解説してきた、「影の銀行」「融資プラットフォーム」に共通するものをもっている。それが、硬直的で疲弊した現行のシステムがもたらすさまざまな問題に対して、民間企業や各地方政府が主体となって「なし崩し」的に現行のシステムの裏をかくような行動をおこすことによって形成された、いわば「自生的な市場秩序」だという点である。中国経済の現状を否定的にとらえる立場からみると、このような中国における市場秩序は、先進国で導入されているような、効率的なシステムの導入が進まないところに形成された、その場しのぎのものでしかない。したがって、そのようなその場しのぎのシステムしか形成されない状況が続いていく限り、いつか中国経済は絶えられないリスクに直面することになり、崩壊の憂き目を辿る、という悲観的な見通しが語られることになる。

一方で、中国経済のダイナミズムを肯定的にみる立場からは、たとえ現行のシステムが機能不全を起こしているとしても、各プレーヤーの柔軟な行動によって新たなタイプの「自生的な市場秩序」が形成され、当分の間経済成長を支えていく、という比較的楽観的な見通しが語られるだろう。

このような見解の対立は、むしろ中国社会そのもの、およびそこで展開される経済をどうとらえるか、という論者の主観的な価値観を反映しており、したがって容易には解消されないものだといってよい。このような価値観上の対立が背景にあるため、中国経済の存在自体が客観的な評価自体の困難な、不確実性をもつものとして認識されるのではないだろうか。

5. まとめにかえて：「意図せざるシステム」形成を通じたダイナミズム

冒頭で述べたような、1.「影の銀行」がもたらす信用危機の可能性、2. 地方政府債務の破綻の可能性、3. 政府の経済介入がもたらす「構造的な不確実性」という三つの事例は、実はある共通点を持っている。

それは、まず、そのいずれもが「システム」の危機に関するリスクだ、

という点である。また、それだけではなく、その「システム」の危機の現れ方にはある共通するパターンがある。まず、いずれのケースにおいても、A：中国において当初採用されている硬直的で非効率的なシステムと、それに対比される B：先進国で採用されているより効率的なシステム、とが存在している。政府、より正確には中央政府は、システム A の疲弊とそれがもたらすリスク、という現実には直面して、まず上からの改革によってシステム B、すなわちより効率的なシステムを目指そうとする行動をとる。しかし、そのシステム A を B で全面的に置き換えようとする改革は、往々にしてうまくいかない。むしろ、疲弊したシステム A が次第に置き換わっていくのは、その下位システムを構成するプレーヤー、すなわち個々の企業や地方政府による「なし崩し」的な行動によって、意図されざるシステム C が形成されることによってである。

ここでいう「意図せざるシステム」C が、現代の金融市場のケースにおいては「影の銀行」のことを指し、また地方財政と製造業のケースにおいては、それぞれ「融資プラットフォーム」「追加的イノベーションによる成長プロセス」のことを指していることは言うまでもない。このような「意図せざるシステム」による、硬直化した既存システムの代替、という極めて中国的なプロセスを否定的にみるか、肯定的にみるか、という姿勢の違いが、冒頭で述べたような現在の中国経済に関する「不確実性」をどう捉えるか、という視座を根本のところ規定しているのではないだろうか。

たとえば、このようなプロセスを否定的に見る立場からすれば、現在の中国経済のリスクは本来の効率的なシステム B の導入がなかなか進まずに、それに「まがい物」ともいうべきシステム C が取って代わっているところにある。したがって、そのような「意図せざるシステム」の導入が続いていく限り、いつか中国経済はそのようなまがい物のシステムでは持ちこたえられないようなリスクに直面することになり、崩壊の憂き目を迎えることになるだろう。一方で、システム A からシステム C への転換を「意図せざるシステム」の形成を肯定的にみる立場からは、たとえ現行のシステム C が機能不全を起こしているとしても、また効率的なシステム B が導入され

ないとしても、各プレーヤーの柔軟な行動によって新たなタイプの「意図せざるシステム」D が形成されることによって、持続的な経済成長を支えるだろう、という結論が導かれるだろう。

最後に、安富歩（安富，2000）あるいは黒田明伸（黒田，2003）による、市場経済における「貨幣（取引）」と「信用（取引）」に関する議論が、これまで論じてきたような問題を考える上でも示唆に富むことを指摘しておこう（梶谷，2003）。

安富によれば、「貨幣取引」と「信用取引」は、一般には漠然と混同される傾向があるが、本来それらは全く異なった起源と機能を持ったものである。すなわち、「貨幣取引」が「他人が受け取るものを受け取る」という戦略によって「欲望の二重の一致」の問題を回避しようとするのに対し、「信用取引」は、「しっぺ返し（相手を信頼して取引を行なうが、相手が裏切った場合はこちらも同じ戦略をとる）」戦略という、あくまでも固有名を持った個々の他者を「信頼」し、その行為を模倣する戦略によって同じ目的を達成しようとするものである。

また安富は、コンピューターシミュレーションの結果などを用いて、「貨幣取引」が市場への参加者数（ $=N$ ）が増加しても取引の安定性が左右されないという性質を持つのにに対して、「信用取引」の場合、 N が増加することによって信頼することのできる相手と出会う確率が低くなるため、取引はより不安定になることを示している。

一方、黒田（2003）は、「現地通貨」と「決済通貨」の間の非対称性に注目することで、西欧諸国とは異なる中華帝国における貨幣システムの特徴を明らかにしている。すなわち、現地通貨と決済通貨の間の非対称性から生じる流動性不足の問題に対して、西欧と中華帝国地域では対照的な二つの対応がとられた。すなわち、前者では商人間の債務の多角的な決済によって取引における現地通貨の使用を節約する対応、すなわち信用取引の発達がみられた。これに対し中華帝国では、両者の兌換性を国家が保証しないまま、現地通貨である銅銭を使い続け、需要の変動に柔軟に対応していくという対応がみられたのである。

安富による理論的な考察、および黒田による歴史的な考察が興味深いのは、その結論がこれまでみてきたような現代中国経済の特有の「リスク」のあり方とも関連していると考えられる点である。例えば、現在の中国経済の製造業では、数多くの零細な部品企業やセットメーカー同士が激しい価格競争を繰り広げている反面、製品の品質や、代金の支払いといった企業間相互の「信用」は概して低い、という状況にある。こういった現代中国の製造業をめぐる状況は、安富の理論的なモデルにおいては市場参加者数(=N)が大きすぎるため「しっぺ返し戦略」がうまく機能しない、したがって「信用取引」が不安定になり、「貨幣取引」が相対的に優位になる、という状況に対応していると考えられる。

このような「貨幣取引」が相対的に優位な経済の典型的な例として、「雑種幣制」と呼ばれた民国期における複雑な通貨制度を例に挙げることができる。清末から民国期における中国の通貨制度は、海外から流入した「洋銀」や、中国政府が鑄造した袁世凱銀元や雑多な銅錢、各省の官金を取り扱う官銀号が発行する官帖、さらには軍閥と結びついた地方銀行が発行する銅元票や小洋票などの各種紙幣など、地域によって異なる形態の貨幣が流通し、お互いに複雑な相場を形成するといういわゆる「雑種幣制」あるいは「貨幣制度の紊乱」として理解されてきた。

同時代の日本人によって「複雑紊乱」と見下されていた、一国内において複数の通貨が同時に流通するような複雑なシステムは、確かに両替のコストなどがかさむ非効率なものであった。その一方で、システムの内部あるいは外部で生じたショックやパニックが伝播しにくい、という利点を持っていた(安富, 2013)。それは、システムのどこかで矛盾が生じれば、その矛盾はすぐに露呈して、直ちにその機能が代替されるような動きが生じるからである。このような「雑種幣制」の特性および出現のメカニズムは、現代中国経済においてしばしば出現する、「意図せざるシステム」のそれと、かなりの共通点を持つと言えるのではないだろうか。

果たして、中国のように、「意図せざるシステム形成」のダイナミックなメカニズムによってこれまで困難を乗り越えてきた経済においては、今後

もより深刻な前世界規模の金融危機のような現象に見舞われるリスクに対する、ある種の強靱さを備えているといえるのであろうか。この点に関しては、さらなる考察が必要であらう。

参考文献

- 梶谷懐 (2003)「黒田明伸『貨幣システムの世界史ー＜非対称性＞をよむ』をめぐって」『現代中国研究』第 13 号。
- 梶谷懐 (2011)『「壁と卵」の現代中国論ーリスク社会化する超大国とどう向き合うか』人文書院
- 加藤弘之 (2013)『「曖昧な制度」としての中国型資本主義』NTT 出版
- 黒田明伸 (2003)『貨幣システムの世界史ー「非対称性」をよむ』岩波書店
- 丸川知雄 (2007)『現代中国の産業ー勃興する中国企業の脆さと強さ』中公新書
- 丸川知雄 (2013)『チャイニーズ・ドリームー大衆資本主義が世界を変える』ちくま新書
- 范小晨 (2012)「中国における地方財政収入の伸び鈍化と地方版 4 兆元投資計画による政府債務増大懸念」BTMU China Economic TOPICS, No.43.
- 安富歩 (2000)『貨幣の複雑性：生成と崩壊の理論』創文社
- 安富歩 (2013)「銀錢二貨制」(岡本隆司編『中国経済史』名古屋大学出版会)
- 李立栄 (2012)「中国のシャドーバンキング（影子銀行）の形成と今後の課題ー仲介の多様化と規制監督の在り方」Business & Economic Review, 2012.7
- Breznitz, Dan and Michael Murphree (2011), Run of the Red Queen: Government, Innovation, Globalization, and Economic Growth in China, Yale University Press
- Knight, Frank (1921), *Risk, uncertainty and profit*, Houghton Mifflin, Boston. (奥隅栄喜訳『危険・不確実性および利潤』, 文雅堂, 1959 年)。

中国经济中存在的风险与不确定性

梶 谷 怀

1. 前言

2012 年秋，在围绕钓鱼岛问题的中日领土之争的背景下，中国发生了大规模的反日游行。随着游行走向暴力化，众多日企及商家成为攻击对象并遭到重创，在中国经商已成为“高风险”的代名词。尤其对于日企而言，在中国进行商业活动承担着前所未有的风险。此外，今年 6 月份因银行间市场资金短缺、导致短期利率急剧上调，随后股市暴跌。这一系列问题的出现，致使本已脆弱的金融系统滑向“风险”的深渊，并引起极大关注。

在商业领域，不确定性、风险是不可避免的。然而，中国商业活动中的“不确定性”颇具特色，这与中国自身经济体系中存在的问题密切相关。中国经济体系的性质与日本大不相同，如果不充分了解其体系构造，那么很难把握该体系所产生的风险性程度，也无法对该体系做出相对客观的评价。被誉为芝加哥学派创始人的经济学家富兰克·奈特，对“风险”与“不确定性”中的可量度做了明确区分。比如，交通事故发生的概率是可以进行计算的，而保险在提供赔付时所覆盖的“风险”范围也是能做出客观判断的，

但是“不确定性”正如其字面意思一样，表示无法确定将会发生什么状况（Knight,1921）。近年来中日关系持续恶化，可以说日本与中国的经济关系、甚至中国经济本身已接近富兰克·奈特所言之“真正的不确定性”。本文尝试以尽量客观的角度，对中国经济中存在的“不确定”结构进行逻辑性探讨。

本文将以现代中国经济中呈现出的3个极为严峻的“风险”案例为中心展开论述，它们分别为：“影子银行”导致信用危机的可能性、地方政府债务导致财政破产的可能性、政府的经济干预造成的“结构化的不确定性”。在文章的最后，笔者将对以上3个案例中共同存在的“系统与风险的关系”做进一步分析，考察其所具有的特征、以及该特征与中国经济整体的“不确定性”之间的关联。

2. 中国版“影子银行”与信用危机之风险

在中国经济开始呈现减速迹象的同时，“泡沫经济崩溃”“信用危机”等传言甚嚣尘上。其中，中国版“影子银行”在短时间内备受关注。

在此之前，由于有关美国量化宽松政策几近结束的预测广为流传，造成国际游资大量逆流。此外，银行理财产品（银行资产负债表之外的高收益率产品）的兑付期限都集中在6月末，于是短期金融市场呈现流动性趋紧的态势。然而正当此时，央行（即中国人民银行）却发行了额度近20亿的票据以回笼市场资金。于是，在6月20日银行间市场出现了资金短缺。同日，上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜利率飙升至13.44%。短期利率的上涨也给股市带来影响，6月24日沪指跌幅5.39%，创2009年以来最大单日跌幅纪录。

据说央行此举是出于中国政府的意向，有意对“影子银行”实施的惩罚手段。因为中国政府早已对“影子银行”在房地产及大型项目中的过剩融资提出警告，并认为有必要对其采取一些惩罚措施。那么，中国版的“影子银行”到底具有怎样的性质，其规模又如何？它对于今后的中国经济来说，实

实际上会成为何种程度的风险至因？

关于“影子银行”的定义众说纷纭。本文所指的“影子银行”是区别于传统银行，在银行监管系统之外，发挥一种金融中介功能的机关或者系统。在欧美等发达国家，尤其是美国，以投资银行为中心形成了非常发达的金融中介系统，使得在美国联邦储备委员会（FRB）监管不到的地方，杠杆率及流动性风险急剧上升。这正是几年前发生的、大家广为熟知的美国次贷危机和黎曼休克的背景。

在日本的媒体报道中，关于现今中国金融市场中持续扩大的“影子银行”将成为中国金融危机的诱因等猜测为数不少。然而，熟知中国金融市场的专家、其看法并不见得悲观。也就是说，中国版的“影子银行”从根本上来说，与欧美式“影子银行”存在性质上的差异。

欧美式“影子银行”的特征在于，投资银行利用商业票据（CP）从市场借入大量的短期资金，然后通过担保债务凭证（CDO）等结构债的交易来进行的一种高杠杆率、高风险操作。

而中国版“影子银行”原本就不以这种高度发展的金融衍生产品的交易为前提。中国版影子银行的主要形态大致可分为两类：第一类被称作“民间金融”，即非正规金融市场的短期融资，其中包括以 40-60% 的年利率进行高风险放贷、类似于日本黑市贷款的“地下钱庄”；另一类为经银行表外业务进行的贷款。中国政府对银行表外业务的扩张极为担忧，因此央行在“6 月危机”中的举措正是针对后者。

“6 月危机”后，银监会主席尚福林公开发布，作为“影子银行”主要资金筹集手段的理财产品，其资金额度估计达到了 8.2 万亿元。此外，被喻为中国政府智囊团的中国社科院也于 10 月 9 日表明，中国经济中的“影子银行”规模可能已经达到 20.5 万亿元。关于“影子银行”的整体资产规模，在欧美的评级机构中也存在额度达到 30 万亿元，占 GDP 比重的 50% 这一估算。但是，由于“影子银行”的形态不一，其中相互重叠的地方也为数不少，因此其真正规模很难掌握。

那么，“影子银行”破产、并给中国经济带来重大打击这一风险，在实际中究竟存在多大可能性呢？在中国版“影子银行”的业务中占据压倒性优

势的是银行表外业务，它存在很多种模式。其中有一种被称为“银信合作”，即银行将资产与账目分离、并通过信托公司的协助设立信托计划，向房地产等大型项目进行投资。原本在中国商业银行法第 11 条及 43 条中，对商业银行不得从事证券及保险业务有严格规定。因此，银行采取将资金储备转移到其他平台、并以小额金融资产（理财产品）的形式在银行窗口代售的方式，以巧妙规避上述限制。

另一种极具中国特设的模式是“委托贷款”，即金融机构以外的企业，委托银行将手头的剩余资金以高于常规利息的形式贷给资金不足的中小企业，银行从中赚取手续费的模式。在这种模式下，产生了国有企业以极低的利息从大型国有银行贷款后，再以资金提供者的身份进行委托贷款而从中获利的现象。

由于银行表外业务在商业银行不得从事证券业务的情况下，填补了银行的间接融资，并起到与证券业务间的中介作用，因此也具有相对积极的一面（李，2012）。另一方面，对于金融系统来说，即便没有受到像商业银行那样的严格限制及监管，由于资金来源短期化、资金运用长期化而产生“期限错配”的情况极为常见，这本身就会带来一定程度的风险。

这里比较令人担忧的一点是，地方政府利用其包装的挂名公司来实现借款的所谓“地方融资平台”、在资金募集中的作用不断扩大（参照下节内容）。而地方政府将大部分借款投入房地产开发项目，造成经济增长率低下及资产价格下跌，这其中便产生大量不良债权。

针对这一情况，2013 年 3 月国务院下发了《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知（8 号）》。《通知》中特别强调，对非标准化债权资产（即未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产）实行总额限制以强化管理。此外，中国人民银行在 6 月 7 日发布的《中国金融稳定报告》中，也明确了信托公司等非银行金融机构加强管理的方针。由此可见，政府当局试图通过行政指导来缩小“影子银行”的规模，然而成效甚微，也有人认为这只不过是针对银行间市场资金价格上涨的招数而出台的应对措施。

然而，通过融资平台投向房地产的贷款，虽说有一部分可能无法收回、

变成死账，但从现状来看，似乎并未形成立即触发金融系统陷入整体危机的严峻态势。比如说，英国《经济学家》杂志在 7 月 6 日的报道中指出：银行此前隐藏于账目外的融资被强制要求计入资产负债表内，这一背景是值得注意的。也就是说，央行看到资产负债表上的融资额度急剧上涨后，认为有必要采取金融紧缩政策、回笼市场资金，从而造成了利率的暴涨。因此，央行的举措并不一定是鉴于理财产品或“影子银行”面临破产这一危机。另一方面，在中国不存在银行国有化这一必要性，政府在决定由谁、在什么时候、以何种形式来承担损失之前，可以命令银行继续融资。因此，也有观点认为，即使发生类似于信用危机的事态，也不会造成较大的系统风险。

尽管如此，“6 月危机”后，包括日本在内的海外媒体关于中国金融系统濒临破产的报道铺天盖地。这一现象本身就能说明，以“影子银行”为代表的中国金融系统中所存在的风险性很难客观评价，并且中国经济已接近“真正的不确定性”这一理解至少在海外已被广泛认可。

总之，对于金融自由化来说，存款保险机构等安全网是不可或缺的，但中国尚未具备这样的环境，如此一来处于当局监管之外的“影子银行”，其融资规模的扩大给中国经济带来的潜在风险便是毫无疑问的了。同时，“影子银行”的扩大，也被视作中国金融系统摆脱大型商业银行的寡头垄断、向基于自由竞争的多元银行系统转型的过渡期现象。今后，在考虑“影子银行”的风险性时，首先应该认识到其本身在中国经济中所具有的“两面性”。

3. “融资平台”与地方政府债务之风险

在上一节中已经提到，地方政府利用其包装的挂名公司来实现借款的所谓“地方融资平台”，在资金募集中的作用不断扩大，它给中国经济带来的风险已成为令人担忧问题。“地方融资平台”的问题开始被关注是在黎曼休克之后。众所周知，当时的中国政府出台了 4 万亿元（相当于 50 万亿日

元)的财政投资计划以拉动内需,于是地方政府也被要求量力安排配套资金。如此一来,今后的中国是否也会像希腊等几个欧盟成员国那样,出现财政危机表面化的可能性呢?

首先来看一些数据。在今年3月份召开的全国人民代表大会上,财政部于5日提交大会的报告中显示,2013年度财政支出预算将达到13.82万亿元(2.2万亿美元),财政赤字率将控制在2%左右。另外,截至2012年底全国地方政府债务余额为12.294万亿元,占GDP比重的20%,对于政府债务率轻易就超过200%的日本来说,这简直是一个望尘莫及的完美数据。

然而,这毕竟只是财政预算内的资金状况。中国的地方财政除了以税收收入为主要来源的预算内财政收入之外,还存在很多预算外的非税收入。在这种情况下,由地方政府发起、并以地方政府为主导的“地方融资平台”便成为地方政府隐性债务膨胀的温床。就其具体情况而言,比如说政府作为出资者以“城市建设投资公司”的名义设立一个融资平台,并通过向地方银行发行城建债券来筹措市政建设资金;或是将融资平台的股份作为信托投资产品向证券公司发售,从一般的投资者处募集资金。不论那种方式,政府都是以土地将来的升值空间作为融资担保,而这种方式极易诱发资产泡沫。

地方政府这种风行一时的“金融炼金术”,其实是源于黎曼休克后、中央政府用于拉动内需的4万亿元财政投资计划的实施这一背景。当时,地方政府被要求安排一定额度的配套资金,但实际上地方政府进行资金筹措的正规渠道受到非常严格的限制。比如说,在实际情况中地方债是由中央政府代为发行,地方政府无法自由地筹集资金。然而,以地方政府为投资主体的“地方融资平台”,可以巧妙地规避上述限制来筹集地方建设所需资金。

那么,“地方融资平台”所产生的地方政府债务在整个债务余额中到底占多大规模呢?2011年6月,国家审计署为了掌握不断膨胀的地方政府性债务的实际情况,对地方政府的“融资平台”展开了大规模调查,并公布全国地方政府实际债务余额约为10.7万亿元,该数据占到当年GDP比重的

27%；其中，全国 6500 余家地方融资平台公司所产生的债务为 4.97 万亿元，占整体债务余额的 46.4%。实际上，地方融资平台公司的数量远不只如此。据查，截至 2011 年 9 月，全国有 10468 家地方融资平台公司，其融资余额达到 9.1 万亿元（《银监会：平台贷原则上不再新增 清理政策步步紧收》，《南方都市报》2012 年 3 月 20 日）。

针对此类地方融资平台公司，国务院早已有所防范，并出台了整顿措施以控制其规模。首先，2010 年出台的《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》中，提出了整顿债务、对融资平台公司进行清理规范、加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的信贷管理、以及坚决制止地方政府违规担保承诺行为等方针。此后，在 2012 年 3 月，银监会又公布了《关于加强地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》，该文件要求各银行对融资平台按照“支持类、维持类、压缩类”进行信贷分类，以严格控制银行面向融资平台的新增贷款。在此严格规制之下，地方政府债务问题能就此得到解决吗？

其实，为了应对欧洲债务危机带来的不景气，中国政府在另一方面又表现出容忍地方政府资金需求扩大的矛盾姿态。其典型代表为 2012 年夏季以来“地方版 4 万亿刺激计划”的启动，而其投资计划总额据说已接近 18 万亿元。在欧洲债务危机持续、世界经济形势不甚明朗的背景下，中国 2012 年第 2 季度的实际 GDP 增长率降至 7.6%，于是中央政府向各地方政府提出“稳定经济增长”的要求。2012 年 7 月以后，各地方政府便相继公布扩大内需、刺激经济的大型投资计划作为稳增长举措。其中，省、市级政府的投资计划总额就达到 16.7 万亿元，远远超过 2008 年世界金融危机后中央政府的 4 万亿经济刺激计划（范，2012）。如此一来，地方政府的实际债务再次加速演进，到 2012 年底时债务余额甚至超过 12 万亿元，地方政府债务的风险隐患再度堪忧（《整治地方融资》，《财经》2013 年 1 月 7 日）。

与此同时，“影子银行”的筹资规模也在扩大。如前所述，中央政府为了防范地方政府借融资平台扩大地方实际债务，对银行面向地方融资平台公司的新增贷款作了严格限制。然而，地方政府的公用事业融资并没有停止，而是通过监管系统之外的“影子银行”来增加资金筹集。但这种方式比

向普通银行贷款利息要高得多，因此对于借、贷双方来说都须承担高风险。2012 年底以来，地方政府通过“影子银行”进行开发项目融资的问题开始被关注，同年 12 月，财政部针对此现象发出了《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》，以示警戒。然而，正如上节所述，该举措并没有收到实质性效果，“影子银行”的融资额度反而日趋扩大。

那么，像这种由地方政府债务问题引起所谓“财政破产”的风险到底有多大呢？地方政府实际债务的扩大将在某个时点达到极限、并导致“财政破产”的可能性是存在的。但从现状来看，这一可能性并不高。其依据之一为，现在的中国经济依然保持着高增长，具有维持一定程度的财政赤字的条件，能够满足经济学中的“多玛定理（Domar's Theorem）”。一般而言，当经济增长率高于政府债务的利率时，政府可以将现有的债务依次顺延至下一代，如此一来即使财政赤字稍有膨胀也不会导致财政破产。正如现在的中国利用挂名公司来扩大实际债务的情形一样（梶谷，2011）。

当然，反过来也可以说，如果因为某些原因导致经济增长减速，而无法继续满足“多玛定理”的话，上述乐观的预测便不攻而破。因此，通过地方融资平台流向房地产市场的大量资金，一旦遇到经济增长减速、“资产泡沫”被挤破，这些地方融资平台公司将面临破产，中国经济整体也会因此遭受沉重打击，由此而产生信用危机的风险是无处不在的。必须注意的是，这里所担忧的“信用危机”，是指大量非银行金融机构的破产及大量不良债权的产生，而并非像希腊那样的“财政破产”。

现在，中国地方财政的最大问题是，其实际债务的扩大并不是通过“体制内”的正规渠道产生，正因为如此，即便发生什么，国家财政本身也绝不会因此而“破产”。因而，给中国经济整体带来风险的“信用危机”，其症结在于风险制造者——即地方官员，并不直接承受由危机带来的重创，而是将责任转嫁给了金融系统。如此一来，风险与责任的承担不完全对等，这将引发典型的道德风险，地方政府实际债务的膨胀也在这一构造中难以刹车。

地方政府的债务问题、以及“影子银行”所带来的金融风险，近来受到强烈关注。笔者认为，在考虑这些问题时，道德风险往往是不可忽视的要

素。

4. 中国企业面临的“结构化的不确定性”

在前面两节中已对“影子银行”和“地方融资平台”做了详细论述。这两者都是现在中国经济中所存在的令人费解并极具不确定性的典型。对此，可以由以下两点来说明：第一，这两者的规模（即“影子银行”的融资总额及地方政府的债务余额）都很难准确把握，因此其风险性也很难估算；第二，产生上述现象的“系统”与发达国家的情况截然不同，其本身就给人一种“不透明”、“不确定”的印象，要理解它、并掌握它的特性自然也不是易事。

关于以上两点解释，应该是不存在争议的。而且上述所谓“非透明系统”，其本身存在很多问题、是产生风险的根源。只是这里需要特别指出的是，它同时也给至今为止的中国经济发展注入了活力。

在美国学者布雷兹尼兹与莫福利合著的《奔跑的红色女王》（*The Run on Red Queen*）一书中，对处于极具不确定性的中国商业环境下的中国企业，采取怎样的战略来实现企业发展进行了详细论述（Breznitz and Murphree, 2011）。

在中国，政府的权限范围及政策目标的界限极其模糊，政府经常肆意干预民间企业的经济活动，政府方针政策的变动也时常给企业带来风险。在这种情况下，企业很难进行高风险的研究开发投资。从常识来判断，这一状况会造成用于技术革新的设备投资严重不足，持续性经济发展将难以为继。

但该书的作者却不以为然。书中提到，尽管高风险的尖端技术开发不太活跃，但对现有技术的改进、并使其脱胎换骨的“第二代创新”一直在不断推进。该书的题目“奔跑的红色女王”来自于《爱丽丝镜中奇遇记》，其意思表示要停留在原处就必须不停地奔跑。

比如，普遍认为，珠江三角洲地区是基于廉价劳动力的劳动密集型制造业中心，与“创新”相距甚远。但是该书却提到，像华为、中兴通讯、腾讯等中国 IT 业的龙头企业都集聚在此，由这些企业主导的在既有技术基础上的再创新，并不亚于北京、上海等创新枢纽。该书还指出，2007 年珠江三角洲一带的深圳、东莞等地区持有的专利数量占全中国的 7.4%。

在技术创新不足的前提下，高比重的高科技产业出口原本是很难实现的。尽管中央政府要求企业进行创造性革新，但上述 IT 龙头企业仍旧回避尖端技术开发，从而避免政府产业政策的“不确定性”带来的风险。也就是说，它们并不在生产层面进行高端化革新，而是通过成本较低的技术改良这一经营方针来实现业绩的增长。该书同时强调，以“追赶”最新技术为目标的经营战略，在珠江三角洲地区的中小企业中广为渗透，像这种小规模产业集群反而能利用其固有的纽带关系实现高效生产。

该书得出的结论是，“第二代创新”引发的竞争，是地方政府和当地企业在面对中央政府变幻莫测的产业政策所产生的“结构化的不确定性”时，进行联手对抗的结果。而这种“结构化的不确定性”既与中国传统的中央-地方关系及地域经济的多样性有关，同时也是全球性的生产分工细化的产物。前者是由中央政府与地方政府之间的权限范围不明确所造成，那么后者又表示什么意思呢？

这与新兴国家的工业生产依赖于从先进国家引进高新尖技术这一模式的改观有重大关联。伴随供应链的全球化及零部件生产的模块化，对于制造业来说，提高生产效率的关键已不在于尖端技术的创新，而是逐渐转向如何以低廉价格获得半成品的供应。

根据丸川知雄的研究（丸川，2007），现在的中国制造业，主要通过半成品市场细分化、及众多企业参与的“垂直分裂”的不断反复，来降低物流供应链成本，以提高生产能力。其最近的研究中（丸川，2013），以制造商竞争极为激烈的广东省手机产业为例，介绍了中国最前沿的企业间分工细化流程。在日本的制造业中，产品的策划与设计、组装、电路设计、软件开发、基板制造、零部件采购等都是由同一个企业来完成，而在中国这些流程分别由数个企业独立担当。由于分工的细化，准入壁垒变得极低，半

成品市场也自然在激烈的竞争中极力降低生产成本。

此外，美国与新兴国家中国间的所谓国际收支不均衡、即“全球失衡”现象日益显著，造成全球流动性过剩加剧。如此一来，对于新兴国家而言，正如冷战时期一样，使用外汇从发达国家购买先进技术的必要性相对降低，这种情形也可以借用丸川的“垂直分裂”一词来形容，因此通过分工体系的革新来提高生产力已日显重要。由于全球市场的整合，中国面向美国的制造业输出在持续扩大，毫无疑问，这对于维持“垂直分裂”式的生产成本递减局面是非常有利的。

实际上，像这种由“第二代创新”支撑起来的民间企业的蓬勃，与本文此前论述的“影子银行”和“融资平台”的发展情况具有共同之处。在面对由僵硬而疲敝的现行体系所带来的诸多问题之时，民间企业和地方政府开始利用现行体系的漏洞一点一点地展开活动，于是形成了所谓的“自发性市场秩序”。若从否定的立场来看待中国经济现状的话，中国所存在的这种“自发性市场秩序”，只不过是其在无法顺利导入发达国家的高效系统时，用以敷衍了事的产物。因此，从悲观者的预测来看，只要这种敷衍式的体系继续发展，中国经济迟早会面临无尽的风险，并惨痛地走向崩溃之途。

然而，如果以肯定的立场来认识中国经济中的动态体系的话，则会形成如下相对乐观的见解：即使现行体系难以有效发挥作用，各企业或地方政府通过其灵活应对而形成的新型“自发性市场秩序”，会暂时维持中国经济的增长。

上述观点的对立，反映了评论者在认识中国社会、以及在中国社会环境下展开的经济活动时，主观价值观上的不同。因此，可以说这种对立是难以消除的。可能正是因为存在这种价值观上的对立，所以中国经济被看作是一种很难进行客观评价的、不确定性的东西。

5. 结语：通过“非预期系统”形成的活力

正如前言所述，“影子银行”导致信用危机的可能性、地方政府债务导致财政破产的可能性、政府的经济干预造成的“结构化的不确定性”，这三个风险案例之间实际上存在一定的共性。

首先，这三者都属于与“系统”危机有关的风险。不仅如此，它们呈现风险的模式也是一致的。在这三个案例中，都存在中国最初所采用的僵硬而低效的系统，以及与之相对应的发达国家所采用的更高效系统。政府，更确切地说是中央政府，在面对前者的弊病及其所带来的风险时，通常会以后者的高效系统为目标进行自上而下的改革。但是这种以后者完全置换前者的改革，往往难以进行得很彻底。在弊端重重的僵硬系统被逐渐取代的过程中，处于下层的改革实践者、即各个企业和地方政府通过渐进改革，便形成了一种预期之外的系统。

这里所说的“非预期系统”便是指现今金融市场中存在的“影子银行”，以及地方财政中出现的“地方融资平台”、制造业中产生的“第二代创新”式增长模式。对于这种以“非预期系统”取代既有僵化系统的中国模式，持肯定态度还是否定态度，从根本上取决于如何认识中国经济中的“不确定性”。

从否定的立场来看的话，原本以高效系统为目标进行的改革无法顺利推进，结果被“非预期系统”这种“仿造品”所替代，中国经济中的风险正是存在于此。因此，只要“非预期系统”的导入一直持续，中国经济迟早会面临这种伪造系统也难以应付的风险，从而走向崩溃。另一方面，从肯定的立场来认识“非预期系统”的话，也可以得出这样一种结论：即使现行的“非预期系统”功能不健全，并且高效系统又没能成功导入，实践者还是会通过自身的灵活应对来形成另一种新的“非预期系统”，以维持经济的持续增长。

最后，还需要指出的是，安富步（安富，2000）及黑田明伸（黑田，2003）关于市场经济中“货币（交易）”与“信用（交易）”的讨论，对于本文所考察的问题也极富启发性（梶谷，2003）。

安富认为，“货币交易”与“信用交易”这两个概念一般很容易被混淆，

但实际上两者从起源到功能都是完全不同的。“货币交易”是利用普遍能被接受的交易媒介、来摆脱“欲望的双重一致性”困境的交易方式；而“信用交易”使用的是“立刻还击（信赖对方并进行交易，对方一旦背信弃义自己也采取同样的行为）”战略，是针对固定的个人，通过“信赖”对方并效仿其行为来达到相同目的的交易方式。

此外，安富还利用计算机模拟的结果指出，在“货币交易”市场中，参与者数（N）的增加不会影响交易的稳定性；而“信用交易”的情况则不同，N 的增加，使碰到可信赖的交易对象的概率降低，交易的风险性也会随之增大。

黑田（2003）的研究则以“当地货币”与“结算货币”之间的非对称性为切入点，从历史的视角阐明了中华帝国的货币系统区别于西欧各国的特征。也就是说，针对当地货币与结算货币之间的非对称性所产生的流动性紧张，西欧各国与中华帝国采取了对比鲜明的两种应对方式。简而言之，西欧各国的方式是，通过商人间债务的多方结算来节制交易中当地货币的使用；而中华帝国的情况是，国家并不确保当地货币和结算货币之间的可兑换性，铜钱作为当地货币继续使用，并根据需求的变动而采取灵活地应对方式。

无论是安富的理论性探讨，还是黑田的历史性考察，他们的结论对于理解现今中国经济中特有的“风险”模式都是极具启发性的。比如说，现在的中国制造业，基本处于小规模零部件企业或产品生产者等同行间展开激烈价格竞争的状况；同时产品质量、货款支付等企业间的相互“信用”总体来说较低。用安富的理论模型来分析现在的中国制造业的话，即市场参与者数（N）过大而导致“立刻还击战略”难以有效运行，“信用交易”风险随之增大，因此形成“货币交易”相对占优势的对应状态。

“货币交易”相对占优势的典型经济案例，在被称作“杂种币制”的民国时期复杂的货币制度中也能发现。从清末到民国时期的货币制度中，有从海外流入的“洋钱”，有中国政府铸造的袁世凯银元及各式各样的铜钱，也有各省官钱银号发行的官帖，还有与军阀有关联的地方银行发行的铜元票、小洋票等各类纸币，这些形态各异的货币分别在不同地域流通使用，并且相互之间形成了复杂的行情，因此被理解为“杂种币制”或者是“货币制度的

紊乱”。

这种在一国之内多种货币同时流通使用的复杂系统，被当时的日本人认为是毫无可取之处的“紊乱系统”，它确实是一种使兑换成本增大的低效系统。然而它却具有另一优点，即系统内外产生的冲击或恐慌难以扩散（安富，2013）。这是因为，只要系统中某处存在矛盾，该矛盾会立刻呈现，其功能则会迅速被其他机构所取代。因此，也可以说，类似于“杂种币制”的特性及其产生机制，与现代中国经济中时常出现的“非预期系统”之间，存在诸多共同点。

归根结底，中国经济利用“非预期系统”形成的活力机制克服了此前的所有困难，在面对今后更为严峻的、甚至是史前规模的世界性金融危机所带来的风险时，它仍然具备一定的强韧性。关于此点，今后有待进一步考察。

（邹灿 译）

参考文献

梶谷懐：『黒田明伸『貨幣システムの世界史—＜非対称性＞をよむ』をめぐって』、『現代中国研究』2003年第13号。

梶谷懐：『「壁と卵」の現代中国論—リスク社会化する超大国とどう向き合うか』，人文書院2011年。

加藤弘之：『「曖昧な制度」としての中国型資本主義』，NTT出版2013年。

黒田明伸：『貨幣システムの世界史—「非対称性」をよむ』，岩波書店2003年。

丸川知雄：『現代中国の産業—勃興する中国企業の脆さと強さ』，中公新書2007年。

丸川知雄：『チャイニーズ・ドリーム—大衆資本主義が世界を変える』，ちくま新書2013年。

范小晨：『中国における地方財政収入の伸び鈍化と地方版4兆元投資計画による政府債務増大懸念』，BTMU China Economic TOPICS, 2012, No.43.

安富歩：『貨幣の複雑性：生成と崩壊の理論』，創文社2000年。

安富歩：『銀錢二貨制』，岡本隆司編『中国経済史』，名古屋大学出版会2013年。

李立栄：『中国のシャドーバンキング（影子銀行）の形成と今後の課題—仲

介の多様化と規制監督の在り方」 *Business & Economic Review*, 2012.7.

Breznitz, Dan and Michael Murphree , *Run of the Red Queen: Government, Innovation, Globalization, and Economic Growth in China*, Yale University Press, 2011.

Knight, Frank, *Risk, uncertainty and profit*, Houghton Mifflin, Boston, 1921. 奥隅栄喜訳：『危険・不確実性および利潤』，文雅堂 1959 年。