

Contents

特集：転換点を迎える中国経済	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Troubled waters” 「中国・燃料供給の荒波」	8p
<From the Editor> メトロポリスの条件	9p

特集：転換点を迎える中国経済

11月18日から24日にかけて中国に出張し、岡崎研究所の一員として「中国社会科学院日本研究所」と「上海国際問題研究所」との年1回の日中安保対話を行ってまいりました。筆者にとっては、貴重な定点観測の機会です。今回は、上海の若い大学生たちを相手に講義をする機会もあり、まことに充実した1週間となりました。

日中関係や台湾問題、朝鮮半島問題などでも大いに収穫がありましたが、今週号では経済問題に限って取り上げてみたいと思います。中国経済はどうやら転換点を迎えつつある、という感触を得て帰ってきました。

バブル論議というバブル？

上海在住で日本通の経済学者、陳子雷助教授のご好意により、上海対外貿易学院で講義をする機会を得た。100人ほどの学生を前に、冒頭、「この中で株をやっている人は？」と聞いてみたところ、20人くらいの手が上がった。「これからやりたい人」や、「やりたくない人」も、それぞれ5人ほどいた。だいたい想像通りの分布といえるだろうか。案の定、質疑応答の段になると、「バブル崩壊」に関する質問が集中した。中には「心配でたまりません。どうしたらいいでしょう？」などという質問もあった。

実際、今度の中国出張中は、「買った家の値段が3倍になった」とか、「もう今からでは買える家がない」とか、「美術品や骨董品が高値になっている」などと、昔どこかで聞いたような話をたびたび耳にした。日中対話の席上でも、「日本のバブル崩壊の経験を教えて欲しい」という質問を何度も受けた。

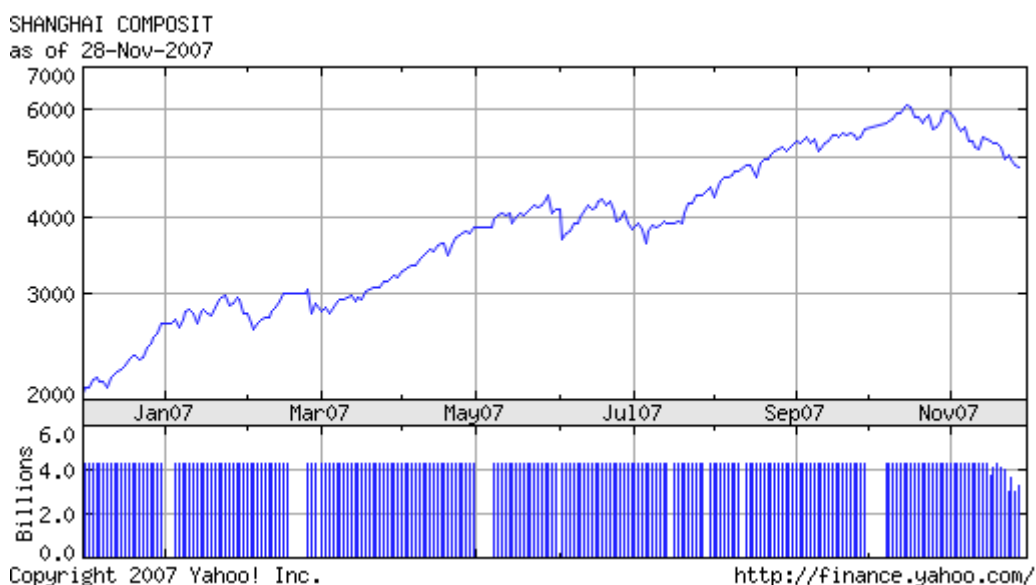
日本の経験を当てはめるならば、現時点で中国の人々に提供することができるアドバイスは以下の通りである。

- ・最初に株価が下落する。
- ・その2～3年後に地価の下落が始まる。
- ・金融不安がなければ、実体経済への影響はそれほど大きくない。
- ・政策の失敗がなければ、抜け出すこともそれほど難しくはない。

日本の場合は、経済が成熟化に向かう途中でバブル崩壊が生じたこともあり、「空白の十年」などと呼ばれる事態に至った。しかし中国のような若い経済においては、Boom & Bustは当たり前の現象であり、いささか怯え過ぎというか、バブル論議がバブル気味なのではないかという気がした。

もっとも株価の現状を見ると、下げはそのままに始まったところであり、投資家が不安に駆られるのは無理からぬところかもしれない。

上海総合指数（SSEC）¹



「いつか来る日」がやってきた？

思えば上海の総合株価指数（SSEC）は、今年2月27日に1日で9%も下げて、世界同時株安の引き鉄となった。いわゆる「上海ショック」である。

¹ <http://finance.yahoo.com/q/bc?s=000001.SS>

しかし、そのときの株価はせいぜい 3000p を挟んだ水準であり、今から考えればかなり安かった。2 月末に大きく下落した株価は、3 月 19 日にはあっさりと 3000p 台を回復。そこから半年程度で倍になり、10 月 15 日から 17 日にかけては終値で 6000p を超えた。

現在は最高値の 6124.044 (10 月 16 日) から 2 割程度下げており、罫線の形を見るからに、この先の調整は長引きそうである。しかも内外の情勢は、当面の株価にとって悪材料が多いようだ。

政府による景気引き締め策

資源価格高騰による影響

今後予想される対米輸出の減少

サブプライム危機に伴う海外資金の退潮

とはいえ、バブルが今まさに崩壊しかかっているからといって、特段な方策があるわけではない。むしろ政策としては、それを放置すべきであろう。

経済におけるバブルは、善でもないかわりに悪でもない。バブルの生成と崩壊は市場経済にはつきものの現象であって、「バブルはつぶさねばならない」などと立ち向かうのは無用なことだし、かといって「バブル崩壊を止めなければならない」と身構えるのも無駄なことである。

日本の経験から学べる最大の教訓は、「バブルの際に真に恐るべきことは、政策が介入して失敗すること」である。今にして思えば、バブル潰しのために金利を急激に上げたり、不動産向け貸し出しの総量規制をしたのは思慮が浅かったし、バブル崩壊後に公的資金で株を買い支えたり、金融システムが動揺している時期にビッグバンを強行したのも無謀なことであった。中国が「日本に学ぶ」としたら、何はさておき「余計なことをしない」ということに尽きるだろう。

JP モルガン証券の北野一氏によれば、「1980 年代後半の日本も、1990 年代後半の米国も、時価総額対名目 GDP 比が 1.4 に接近したところで破裂している」。そして「9 月末現在の中国+香港の時価総額対 GDP 比率は 1.6」だという²。中国経済にとって「いつか来る日」がとうとうやってきたとしても、それほど異和感がない。

とはいえ、それが大騒ぎすべき事態かといえ、そうでもないのではないかと思う。

バブル崩壊にはメリットもある

経済におけるバブルの崩壊には、以下のようなプラス面もある。

² JPモルガン証券「中国株のバブルは何時弾ける(2)」2007年10月26日

- (1) マネー経済と実体経済の乖離を調整することができる：従来の中国経済は、「政治循環はあるけれども景気循環はない」と評されてきた。共産党指導部が入れ替わるたびに投資がブームとなり、3年後くらいに新指導部が事態を掌握して景気が落ち着くというサイクルである³。これだけ規模が大きくなったわりには、「普通の経済」にはなっていない。バブルの発生と崩壊の過程は、中国経済における自然な景気循環が始まる端緒となるかもしれない。
- (2) 経営者や投資家に学習効果がある：バブル崩壊の怖さというものは、個々人が身に沁みて体験しないことには、なかなか理解できない。それを通過することによって、投資家はモラルハザードの怖さを実感するし、企業にはディシプリンが定着するし、株式市場も成長することができる。日本の金融機関の先送り体質は、「空白の十年」を経過することによってはじめて変わることができた。中国の国有企業の行動様式についても、「痛い目」にあってはじめて改革に着手することができるのではないか。
- (3) 間違った資源配分を是正することができる：経済が順調なままであると、政府にはシステムを改善するインセンティブが働かないし、企業も不採算事業への投資が止まらない。得てして後ろ向きの決断は、非常事態になってはじめて着手できるものである。例えば今回の党大会では、胡錦濤総書記の「科学的発展観」が党規約に盛り込まれ、「エネルギー効率や資源効率を向上させ、環境にも優しい経済成長を目指す」方針となった。全くの正論ではあるが、「上に政策あれば下に対策あり」が中国社会であって、こんなお題目だけで経済の実態が変わるはずがない。バブル崩壊は、本気で中国経済を環境重視に方向転換するチャンスとなるだろう。

もっとも上記のようなポイントは経済をマクロで見た話であって、個人の立場で考えれば、バブル崩壊が痛みを伴うことは間違いない。

市場経済への制度移行が行われて以来、中国では社会保障制度がなくなっている。従って個々人が、自分の老後に備えて貯蓄に励まざるを得ない。家計部門の貯蓄率は約4割と、消費性向がきわめて低い。ところが中国では、個人が金融資産を形成するための手段が未発達である。家計貯蓄の72.5%は国有銀行を中心とする間接金融市場に流れ、そのことが旺盛な国内設備投資を支えている。しかし家計にとっての利回りは低く、過去10年間に家計貯蓄が得たリターンは、経済成長率が9%以上であったにもかかわらず、インフレ率で割り引けば0.5%に過ぎなかったという⁴。

勢い、株と不動産にリスクマネーが集中するわけで、株価の下落は多くの中国人の未来を奪うことにもなりかねない。バブル崩壊の「初体験」に、人々が神経質になるのは無理からぬことと言えよう。

³ 『中国の不良債権問題』（柯隆／日本経済新聞社）p14

⁴ 同上、p75～76

ホットマネーの流入と人民元問題

今秋の日中安保対話においては、経済問題をめぐる議論も活発に行われた。

中国国内でバブルが発生するのは、国内貯蓄の有効な受け皿が少ないことに加えて、海外からのホットマネーの流入という問題がある。特にサブプライム危機以降は、米国金利が低下に向かう一方で、人民元は今年4回も利上げが行われているので、**米中間の金利差が拡大しつつある**。これでは、いろんなルートで資金が流入してくるのも無理はない。

人民元は、2005年7月に従来ドルペッグ制から通貨バスケット制に移行したことになっているが、その実態は人為的なドル連動制である。米国からの圧力が高まると、少しだけ上昇するという「外交相場」の色彩もある。これでは将来の切り上げを見越した、投機的な資金流入を招いてしまうことになる。

こうしたホットマネーの流入に歯止めをかけるためには、思い切った人民元の切り上げ（例えば1ドル=6元以下の水準）を実施し、先高観を払拭するのも有力なアイデアであろう。為替レートを切り上げることは、昨今の資源価格の高騰を和らげる効果もある。すでに今年はCPIが6%を超えていることを考えれば、切り上げが検討されていることはほぼ間違いない。特に、物価上昇は食料品などを中心に起きており、国民生活を圧迫していることは容易に想像がつく。

しかし、中国社会科学院などで聞いた限りでは、**今のところは段階的な切り上げが多数派を構成している**ようであった。すなわち、「人民元を切り上げることについては、学会でも意見が分かれている。人民元を切り上げると、企業の輸出競争力を弱めることになるだけでなく、海外の安い農産物が流入することになる。結果として人口の3分の2を占める農民と、出稼ぎ労働者にダメージを与えてしまう。切り上げは必要だが、少しずつ実施しなければならない」ということであった。

今までに何度も繰り返されてきた説明であるし、常識的な判断といえる。興味深いのは、「切り上げ推進派」がインフレの沈静化に力点を置き、社会の安定化を目指しているのと同様に、「切り上げ慎重派」も国際競争力の維持という形で、社会の安定を目的としていることである。

結局、**中国経済にとってもっとも重要なのは、増え続ける労働人口に対して雇用を供給し続けること**なのであろう。地方から都市に流入する人口があり、毎年大学を卒業する学生たちがいる。そのような中で、失業者を増やさずに社会の安定を守るためには、最低でも7%程度の経済成長を維持していく必要がある。そのための改革開放路線であったが、現実の経済成長率は、10%以上と明らかに過熱気味である。

中国政府は「マクロコントロール」によって、過熱気味の景気を引き締めようとしている。が、あんまり効果が上がっていない。1990年代の引き締めは効果があったが、現在はうまくいかないのは以下のような理由があるからであろう。

- (a) 地方分権が進んで、地方政府が中央の言うことを聞かなくなった。
- (b) グローバル化が進んで、海外の資金がいろんなルートで入ってくるようになった。
- (c) 90年代の責任者は朱鎔基首相だったが、現在は恩家宝首相である。

朱鎔基首相は、中国人民銀行の総裁を兼務して金融制度改革を断行するとともに、銀行や企業のトップを呼び出して、みずから不良債権問題の調停に当たったという。中国経済の現場を本気で動かすためには、そうした個人的迫力が必要なのであろう。もっとも、トップにカリスマ性がないと景気引き締めが出来ないというのも、妙な話であるが⁵。

SWF 設立をめぐる思惑

日中安保対話の経済セッションにおいて、筆者が提起したのは SWF (Sovereign Wealth Funds) の問題であった。今や 1 兆 4000 億ドルにも達する外貨準備の効率的な運用のために、9 月 29 日、政府保有の投資ファンドである中国投資会社が設立された。2000 億ドルの資金を用意し、対外投資を行う予定である。

ところが先進国の間では、チャイナマネーの動向に警戒感が広がっている。10 月に行われた G7 会合でも、SWF 規制が話題になった。12 月 12 日に北京で予定されている第 3 回米中戦略経済対話においても、SWF 問題は米国側の最優先課題であろう。

思うに政府部門が資金運用を行うことについては、以下の 4 点の問題がある。これらの疑心暗鬼を乗り越えて、SWF が海外投資を行っていくことは容易ではないはずである。

- ・ 透明性 (SWF は情報開示を行う必要がない)
- ・ 規制 (SWF を監督できるものがない)
- ・ 期間 (SWF は無期限運用が可能である)
- ・ 投資目的 (利益最優先の民間ファンドに比べ、SWF は利益以外の目的を持ち得る)⁶

SWF の設立にあたり、中国側はそうした可能性をあまり深く考えていなかったようだ。外貨準備を米国債などで運用していると、人民元の調達金利に比べて逆ざやとなってしまう。「とにかくやってみる」とばかりに、政治的な副次効果を脇において決断したらしい。

とはいえ、ある中国ウォッチャーの言を借りれば、「われわれから見ると、中国は準備が整わない段階で踏み出す。しかし失敗から急速に学んで成長する」。この辺は、10%成長の国ならではの「走りながら考える」感覚といえよう。

⁵ 朱鎔基のいかつい顔と温家宝の柔らかな顔を思い浮かべるだけで、その差は歴然としているが。

⁶ 例えば中国投資会社が損得を度外視し、米国の防衛産業の株を買ったり、海外の鉱山の権利を買ったりした場合には、さまざまな反発を呼ぶことが考えられる。

今年の春、中国は SWF 設立の実験台という意味合いも込めて、米国の有力プライベート・エクイティ・ファンド「ブラックストーン・グループ」への 30 億ドルの出資を決めた。当時、金融界では大きな反響を呼んだものだが、ブラックストーンの株価は公開と同時に低迷し、現在では含み損となっている。

出資の決断に際し、中国内部では「なぜ日本がカネを出さない案件に投資するのか」という批判があったという。当方からは、「日本国内では、またも中国にやられてしまった、という反応がもっぱらでしたよ」と教えたが、日中間にはこの手の誤解が少なくない。互いに相手を過大評価し、その影に怯えてしまうのだ。

結局、ブラックストーンへの出資は「ビギナズラック」とはならず、中国にとってほろ苦いスタートとなった。他方、当のブラックストーンは中国への投資の足がかりを掴んだわけで、得をしたのはやっぱり米国だったということになる。

日中安保対話においては、東シナ海や台湾の問題などをめぐり、丁丁発止の際どいやり取りが少なくない。2005 年の訪中時に比べると、今回は「靖国問題」や「歴史認識」がほとんど俎上に出ない、まことに平穏な討論となった。その中でも経済問題に関しては、日中の専門家の認識がほとんど変わらないことが印象に残った。

今後の中国経済の動向は？

さて、中国株のバブルが崩壊しつつあるとして、今後の中国経済はどうなっていくのだろうか。

前述の通り、新興国経済におけるバブル崩壊はそれほど深刻な事態にはならないはずである。实体经济への影響は、せいぜい成長率が少し落ちる程度で、2~3年で收拾できるのではないか。株価の下落が不動産にも伝播する可能性がないではないが、中国にはかつての日本のように、「土地を担保に金を貸す」習慣があるわけでもない。バブル崩壊が不良債権問題につながり、金融システムを不安定化する、という日本型のシナリオをたどる確率は、それほど高くはないと見てだろう。むしろ、これを機に中国経済に「景気循環」が定着し、普通の経済に転換できるとしたら、これこそ改革開放政策の成果が上がったといえるのではないだろうか。

中国経済にとって、真のリスクシナリオはインフレの進行が止まらなくなることであろう。80 年代後半のように、物価上昇が国民生活に影響を与えるまでになれば、いよいよ社会の安定が損なわれることになる。かといって、本気でインフレを抑えようとすれば、経済成長率が 7%以下になって、やはり社会不安を醸成してしまう。

インフレを起こさず経済成長を維持し、しかも国際社会との調和を保ち、人民元の切り上げペースも少しずつ、というのは、かなりの Narrow Path であることは間違いないだろう。

< 今週の”The Economist”誌から >

”Troubled waters”

Asia

「中国・燃料供給の荒波」

November 24th 2007

* 中国経済が抱える難題は種が尽きません。ここでは資源価格の高騰が、いかに深刻で政府を悩ませているかを”The Economist”誌が報じています。

< 要旨 >

中国人民を石油価格上昇から守る努力の足並みが乱れている。政府主導による低価格政策は、多くの地方で燃料供給危機を招いている。ガソリンスタンドでは長い行列や暴力沙汰が当たり前になり、インフレ到来への恐怖が対策を妨げている。

11月1日には、政府が17ヶ月ぶりに燃料小売価格の1割上昇を認め、事態は改善すると思われた。高い原油と安い小売価格の間で、利益が危ぶまれていた国有石油会社の肩を叩き、供給を増やそうとしたのである。だが今週、品不足が全国に広がった。

普段は危機を控え目に書く政府系メディアが、問題の大きさを仄めかしている。11月19日には、ディーゼル給油待ちの行列で殺人事件が起きている。その3日前には燃料不足でバスが止り、10万人の足に影響が出た。多くの給油所に警察が出動している。

燃料不足の深刻度は地方によって違う。北京の近くで影響が出ていないのは、首都圏での不安定を怖れる高官たちのせいだろう。他方では、闇に流れることを怖れて給油をケチったり、コンテナへの給油を禁止したりしている場所もある。需要過多を活かすために、政府が定めた価格の上限を超えたスタンドもあったという報道がある。

理屈の上では、シノペックとCNPC社という2つの石油会社を保有する政府に支配権がある。2社がほとんどの石油精製と流通、末端販売を束ねている。両社のトップは共産党の指名による閣僚級ポストだ。党の命令とあれば、採算を度外視して燃料を売るだろう。

とはいえ、企業は党のみならず市場の奴隷でもある。現金注入でさえも有効ではない。2005~06年には、政府がシノペックに20億ドル相当の補助金を与えて、精製段階の損失を帳消しにした。絶望的な状況にもかかわらず、両者の利益は今年上昇している。しかし給油のトラブルのお陰で、失うものは大きくならざるを得ない。

2 大石油企業は真剣さを強調する。今週はディーゼルの輸入や精製の増加など、供給危機の緩和策を発表した。シノペックは5つの製油所のメンテナンス作業を遅らせ、石油製品輸出を停止すると言っている。

燃料価格への政府支配を自由化することがより大きな助けになる、と専門家は指摘する。しかし年率のインフレ率はすでに10年ぶりの6.5%という高さで、政府を憂慮させている。政府は年内にも再値上げに追い込まれ、石油企業を助けなければならないという予測もある。それが癖にならなければ良いのだが。

< From the Editor > メトロポリスの条件

人口が 1000 万人を超える都市が地球上にいくつあるのか、筆者は正しい数字を知りませんが、「1000 万人以上を養える土地」は、それほど多くはないだろうと思います。

多くの人々の生活を支えるためには、まず水と食料の調達が必要です。生活に必要な都市インフラも整備しなければならない。そして何より、1000 万人以上を養うに足る雇用を確保しなければならない。そのためには相当な産業が発達しなければならず、産業集積を育成するためには、かなりの時間が必要となるはずで

す。中国最大の都市、上海の人口は現在、「1600 万から 2000 万人くらい」だそうです。ところがこの大都会は、不思議なほどに歴史が浅い。中国史に上海が登場するようになるのは、近代になってから。幸運なことに、この街は太平天国の乱でも日中戦争でも、大きな被害を受けることはありませんでした。

上海が飛躍的な進化を遂げるようになるのは、ご存知「租界」ができてからです。つまりは外国人の力を借りて急成長した。1920 年代に「アジアのパリ」と呼ばれた往時の面影は、今も黄浦江から見る旧市街のたたずまいに残されています。

黄浦江の反対側を振り返ると、こちらは浦東地区の近代的な高層建築が建ち並んでおり、まさに 21 世紀の上海の風景です。ところがシティグループのモダンな建物のイルミネーションに、「尊老愛幼是中華民族伝統美德」などというぶち壊しな文言が浮かんでいたりする。中国の文化と海外の文明、双方の DNA を受け継いで急成長したのがメトロポリス・上海の魅力であり魔力なのでありましょ

う。考えてみれば、われわれもアジアを代表するメトロポリス・東京で生活をしています。首都圏 3000 万人の人口を養っている関東平野は、地球上でも有数の恵まれた土地だといえるでしょう。地震というリスクがあるとはいえ、水も食料も余裕があり、雇用も産業も揃っていて、交通網などのインフラも整備されていて、歴史的な遺産もある。なおかつ自然環境もそれほど悪化しておらず、中国から帰るとその良さがしみじみ感じられます。

しかも先週は、東京に新たな自慢の種が増えました。なんとミシュランの三ツ星レストランが 8 つもあるんですって。すごいなあ...って、別に縁があるわけじゃないですけどね。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03)5520-2195 FAX: (03)5520-4954

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com