

中国経済・新常态の対外不均衡—高貯蓄・高流動性経済の矛盾

日本国際フォーラム 坂本正弘

はじめに

21 世紀の中国は、世界金融危機後の世界経済を背負い、2015 年には、AIIB を創立し、大国としての存在を示したが、同時に、過剰生産・債務に悩み、株式市場の乱高下と元安を経験し、外貨準備の大幅減少に直面した。その原因として本論では、4 兆元対策の後遺症としての GDP の 5 割となった貯蓄と過剰ともいえる流動性をもたらす構造問題の困難ととらえた。その結果、中国経済の効率は大きく落ちており、金融バブルの危険はあるが、国内金融の対応能力に余裕はあるのではないかと考察した。しかし、国内の投資機会が乏しくなる結果、資本流出圧力が高まり、外貨準備減少から、国際収支面の制約が高まり、マネー外交の足かせになる可能性があると考えられる。

以下、1 では、21 世紀の中国経済の台頭と新常态経済移行過程での状況を述べ、2 では、高貯蓄、高流動性の構造問題を取り上げ、3 では、中国の金融状況を考察し、最後にまとめとする。

1. 新常态の中国経済

1-1. 中国の高度成長と大国への台頭

21 世紀に入ってから中国の台頭は括目すべきものがある。特に、2008 年の世界金融危機後の台頭加速には怒涛の観があった。世界の覇者・米国の躓き、EU の混迷の中で、4 兆元対策を発動し、世界経済を支え、世界貿易 NO1 となり、その経済力が米国を凌駕するのは時間の問題との観測ができた。世界覇権への意識が芽生えたと考えられるが、事実、物的・PPP ベースの GDP では 2014 年以来、米国を抜いている(表 2)。

中国は、総合力の帰趨が、その影響力を増減大させ、戦略的国境を規制するとの考えを持っている。総合力は、軍事力、経済力、外交力を総合したものだが、総合力が小さければ、戦略的国境は、地理的国境の内側に縮み¹⁾、総合力が大きければ、戦略的国境は地理的国境を越えて拡大し、中国の影響力は拡張するいうものである。総合力の中で、中国の軍事力充実が目覚ましいものがあり、国連安全保障理事会常任理事国の地位もその外交力を強めてきたが、高まった経済力による政治目的の追求が極めて有効だった。2008 年の世界金融危機時の 4 兆元対策とその後の貿易力、投資力、援助力を動員した経済力の影響は極めて大きく、それを強制使用することにより、その政治目的の追求を有効にした。

1) 中国の総合力の小さかった 20 世紀初頭、日本とロシアは中国の地理的国境・領土の中で戦争をした。

2012 年、中国共産党総書記になった習氏にとって、急激に増大する総合国力は戦略的国境を拡大し、大国の論理を追求する絶好の機会となった。2013 年の米中首脳会談で米中両大国を特別関係と規定したが、それは核心的利益の相互尊重（南シナ海を含む）、戦略的信認の相互醸成、経済の相互利益を促進するという内容の主張だった。さらに、ユーラシア大陸を横断する一帯一路構想を唱道し、陸と海の覇権追及を始めたが、貿易、マネー外交が経済不況の諸国を引き付けるうえで、有効だった。2015 年春の AIIB 設立では、中国は経済低迷の欧州諸国を味方につけ、米日の反対を押し切った。中国外交の劇的勝利であったが、同年 11 月の人民元の SDR 構成通貨入りの決定もその流れで、将来の基軸通貨を狙う中国がポンド、円を凌ぐ地位を獲得した²⁾。マネー外交の貢献が大きかったが、その象徴は 4 兆ドルに膨張した外貨準備であった。2008 年の世界金融危機以来の中国台頭の黄金時代といえよう

2) 篠原尚之・元 IMF 副専務理事は、ラギャルド IMF 専務理事が IMF 理事会前に人民元の SDR 入りを、公に推奨したことは異例の政治的声明だと批判した(日経新聞 2015 年 12 月 26 日号経済教室参照)。

1 - 2. 新常态への移行の困難

しかし、2015 年は、同時に、中国経済の新常态への移行の困難が一気に噴き出した年でもあった。中国経済は 2012 年から新常态に入ったが、2014 年に入り、資本形成の減速、輸出の減退があり、GDP の減速が明瞭となった。名目 GDP で見ると、2011 年 18.5%だった成長が 2012 年 10.4%に急減し、2014 年には 8%と、実に半分以下に落ち込んだ。2014 年下期には、外貨準備が減少に転じ、社会総融資も大幅に減じた。地方政府の金融逼迫や企業業績悪化の中、景気が落ち込んだが、このような状況での株価上昇(14 年央の 2100 台から年末の 3000 超え)は朗報であり、景気の支えとなった。15 年に入り、当局の煽りもあり、株価が 5500 まで、大きく上昇したが、バブルを恐れた当局の政策転換があり、夏以来、暴落に転じ、当局は買い支えに苦闘した。この間、当局は 8 月には、何年振りかの元切り下げを行ったが、外貨準備の大幅減少に見舞われ、2015 年末にかけて、当局は株と元安対策に苦闘することとなった。2016 年初頭も株式市場の一時閉鎖、更なる外貨準備の減少が続いた。当局の強い介入も有効でない事態は、政権の経済運営への内外の不信・不安を高め、2016 年春には、党内での経済運営に対する路線対立が表面化する異常な事態となった³⁾。

3) 習氏側の「権威人士」構造改革路線が人民日報で反対側の拡大路線を批判した。

2016 年に入り、鉄・石炭などの不況産業の処理などの難問が続いたが、当局のインフラ整備対策が需要を押し上げ、個人消費の拡大とともに、16 年末には経済は小康状態になった。ただし、企業債務の累積は増大し、当局は外貨流出への規制を強めているが、経常収支黒字の続く中で、流出は止まず、2017 年初、外貨準備が 3 兆ドルを下回る状況となった。

2017年3月6-15日には全国人民代表者会議があり、李首相の政府活動報告があった。過去一年には国内外での矛盾とリスクの交錯があったが、経済を鈍化から、安定・好転に導いたと喝破した。そのうえで、2017年は、経済安定を最優先するとし、GDPの目標を6.5%前後と引き下げ(16年の目標は6.5-7%)の中で、前進を図るとした。財政は減税とインフラ投資の積極姿勢だが、金融政策は引き締め気味にし、さらに、鉄鋼・石炭の過剰生産能力の圧縮、不動産在庫の圧縮、企業債務の抑制を図る一方で、製造業の質的改善を重点とする方針を示した。李首相は全人代終了後の記者会見で金融リスクに触れたが、上記、2015年を中心とする金融情勢の混迷は中国当局にとってトラウマであろう。

1-3. 高貯蓄・高流動性の構造問題

中国経済は、もともと、貯蓄率が高く、2000年にはGDPの4割を占めたが、通貨供給量を示すM2は158兆元とGDP109兆元を上回り、流動性の高い経済となっていた。中国社会科学院張明は、中国の高い貯蓄率は、個人貯蓄、政府貯蓄、企業貯蓄とも高いためだとした。世銀のkuijs氏の推計では、2003年のGDPへの比率は個人貯蓄16.6%、政府貯蓄7%、企業貯蓄18.9%で、全体で42.5%であった。この比率は、国民所得が個人部門以外の部門により多く分配されていることを示すが、政府貯蓄は医療や社会保障が整備されていないので、個人消費に回らず、また、企業貯蓄も配当の習慣がないので個人部門に回らない。更に、個人部門の所得配分も格差が大きいため、個人消費が高まらない構造とした(張, 2008)。その後の高度成長はこの3部門の貯蓄を高めたが、特に4兆元対策以降の中国の貯蓄率は一時GDPの5割を超えた。その後漸減し、2016年にはGDP比46%で、その内訳は、家計23%、企業18%、政府5%となっている(IMF, 2017)。

他方、GDPの支出は、2016年、消費支出54%(うち家計消費39%)に対し、資本形成44%、純輸出2%の投資偏重であるが、個人や企業の高貯蓄の裏面である。対応する日本の数値は消費支出76%(家計消費56%)、米国は、消費支出87%(家計消費69%)で、中国が、いかに貯蓄・投資偏重で、家計支出が少ない構造であることが理解される。

また、M2は、流動性の高いM1(流通貨幣+当座預金)に定期性預金を加えたものだが、一国の経済がある時点で、利用できるマネーの総量・流動性と定義される。中国のM2は、21世紀の高成長の中、金融機関の与信活動の拡大とともに急増したが、特に、大幅な經常収支黒字と資本流入の結果の外貨準備の急増が影響した。中国人民銀行は、元安を維持しながら、急膨張する外貨準備の影響を中立化する為、金融機関の預金準備率を21%に引き上げるなどの不胎化措置をとったが、吸収しきれず、金融環境は極めて潤沢となった。M2の増加も2割前後が続き、2015年にはGDPの2倍の流動性を有する経済となった(表1)。

4兆元対策は、実際には、20兆元(約400兆円)の膨大な投資といわれる。高い貯蓄と流動性の高い金融環境が、かかる投資の急膨張を賄い、中国を世界の経済大国としたが、同時に、その高貯蓄、高流動性は新常态に減速した経済と構造的矛盾を抱えるものとなった。

表1、中国の潤沢な金融環境

(単位：兆元、倍、%)

	01	05	08	09	10	11	12	13	14	15	2016
GDP	10.9	18.6	31.9	34.9	41.3	48.9	54.0	59.5	64.4	68.9	74.4
M2	15.8	29.6	47.5	61.0	72.6	85.1	97.4	110.6	122.8	139.2	155.0
M/G	1.4	1.6	1.5	1.7	1.8	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1
貯蓄率	38.5	45.7	50.7	50.6	51.5	51.4	49.9	49.7	49.4	48.2	46.4

出所)内閣府資料

1-4、構造的諸矛盾

構造的矛盾の第一だが、マーチン・ウルフは、6%成長の中国経済には GDP 約 3 割の貯蓄があれば、十分と喝破した(日本経済新聞、2017 年 4 月 6 日号)。GDP5 割の高貯蓄は 10%の高度成長期には、国内にそれなりの投資機会を見つけられた。減速の新常態では、十分の投資機会がなく、貯蓄過剰と蓄積された金融商品は、海外に機会を求め、海外への大幅な資金流出を齎し、元安と外貨準備の減少を結果したとの指摘である。現在、中国の経常収支は依然大きいだが、2014 年後半以来、経常収支黒字を上回る資本流出が続き、元安圧力を強め、外貨準備は 2017 年初め 3 兆ドルまで落ち込んだ。

第 2 は、マクロ経済の管理である。中国政府は、投資主導から消費主導により、6.5%の成長を狙うが、上記のように企業貯蓄の比重が高く、かつ、都市戸籍と農村戸籍のなど、格差の大きい経済では、高貯蓄から消費主導への転換は容易でない。家計消費が、GDP 比 4 割を切り、資本投資が 44%の経済では、消費の寄与度が限られる。中国当局は、景気対策として、2016 年後半以来の巨額のインフラ投資を選び、景気を支え、鉄鋼や石炭の不況業種にも恩恵を与えているが、経済の投資依存をむしろ深める結果となっている。

第 3 に、流動性の高い金融環境の下、高貯蓄と金融資産は有利な投資対象を求める。かなりの部分は銀行預金に回るが、銀行預金利子が 1.5%に引き下げられた現在、資金は各種理財商品に向かい、一時下火になった影子銀行の金融が急増している。資金は、また、不動産や株式や市況商品に回り、不動産価格は高騰し、株価も不安定となる。中国当局にとって 2015-6 年の経験はトラウマであり、バブルを恐れ、金融の調整に神経を使う。

第 4 に、貯蓄率 5 割で 6%強の成長では、資本係数は 8 に近く(資本係数=貯蓄率/成長率)、資本効率は極めて低いが、流動性の高い、共産党支配の金融環境がこれを助長する。国有企業や地方政府企業への容易な与信は、企業債務を 2016 年末 GDP の 2 倍近い高水準とした。資金が生産性の高い民間企業には向かわず、国有企業の生産調整やゾンビ企業延命や不良資産に向えば、経済効率は落ちる。インフラ投資も短期の効率は悪い。

以上、中国の経済効率は極めて低いが、高貯蓄・高流動性は、共産党支配のもと、無駄な投資、業績の悪い企業の累積債務も金融的には受け入れる余裕を示すともいえる。確かに企業の債務は高く、地方政府の債務は憂慮されるが、国有金融機関の財務諸表には、な

お余裕があり、地方債の引き受けや企業債務の株式化は進んでいる。背後にある中国人民銀行の資産の過半は外貨準備だが、金融機関や地方政府支援の余地は大きい。ムーデイズは、最近、中国国債の評価を引き下げたが、中央政府の債務は増大しているとはいえ、なお債務累積は低い。当面、バブルの危険はあるが、金融不安に対抗する能力は大きいといえようか。

ただし、消費主導への移行など国内の構造改革が進まなければ、高貯蓄・高流動性は資本流出圧力を高め、外貨準備が落ち込めば、国際収支の制約が強くなる。当局は、16年以來、個人や企業の外貨流出を抑制する方策を強め、2017年に入り、外貨準備の減少は止んでいるが、中国企業の海外投資は激減し、また、人民元の国際市場での利用は急減し、SDR通貨の機能は阻害されている。人民元が国際通貨として、対外決済に使用できなければ、援助外交の足かせとなる。新常态の対外不均衡は、大国・中国のマネー外交の大きな制約となる重要な事案である(坂本正弘、日本経済新聞・2017年8月2日号「経済教室」)。

1-5. 米中関係の影響

中国の台頭には、米国の後押しが、好影響を与えてきた。オバマ政権は後半には当初の親中から、批判を強める状況になったが、なお融和的であった。FRBの利上げは15年、16年とも12月1回きりだったが、中国の金融情勢、外貨準備の減少への配慮があったとされる。しかし、FRBの利上げは17年1月に続き、6月も行われ、今後も予想される。また、新しく登場したトランプ政権は、中国を為替操作国と規定し、米国企業の中国への移転が、米国の製造業を空洞化したと強く非難し、国境関税の付加などに言及している。また、南シナ海での人工島建設、軍事基地化も強く非難した。ただし、2017年4月の米中首脳会談以降、北朝鮮問題が緊迫する中、トランプ大統領は貿易問題を鎮静化する意向も示したが、その後は台湾への武器輸出再開、中国金融機関との取引停止など4)、政治面の影響も注目される。

2015年以來の調整過程をへて、中国が米国を凌ぐ経済大国になるというシナリオは大きな挑戦を受けている。世界貿易N01の地位も2014年以降の輸出入減少を受け、2016年は米国に追い付かれる状況である(表2,3)。

4) トランプ政権の対中政策の変更との評価もある。

表2. 世界のGDP

(単位: 兆ドル)

	米国	中国	中国 PPP	日本	EURO	世界
2008	14.7	4.5		4.9	13.5	62.8
2009	14.4	4.9		5.3	12.4	59.8
2010	14.9	5.9		5.6	12.1	65.3
2011	15.5	7.3		6.2	13.1	72.1
2012	16.1	8.3		6.2	12.1	73.4

2013	16.7	9.5	16.6	5.2	13.2	75.4
2014	17.4	10.6	18.2	4.8	13.5	78.0
2015	18.0	11.2	19.7	5.1	11.6	74.2
2016	18.5	11.2	21.3	5.2	11.9	75.3
2017	19.4	11.8	23.2	5.4	11.7	78.0
2019	21.2	13.8	27.3	5.7	12.8	86.1
2021	22.9	16.3	31.8	6.0	11.1	95.1

出所) IMF、World Data Jul/20017. 日本の2008-14は内閣府資料

表3 主要国の輸出入推移

(単位：10億ドル)

	U. S. A.			中国			日本			ドイツ		
	輸出	輸入	計	輸出	輸入	計	輸出	輸入	計	輸出	輸入	計
2000	780	1258	2040	249	225	474	479	380	858	614	604	1218
08	1307	2141	3448	1430	1132	2562	781	762	1443	1567	1323	2890
09	1070	1580	2650	1201	1006	2207	581	552	1133	1120	926	2046
10	1290	1938	3228	1577	1349	2926	770	694	1464	1298	1180	2478
11	1499	2303	3802	1898	1743	3642	822	852	1674	1642	1423	3065
12	1562	2275	3837	2049	1818	3867	799	886	1686	1600	1310	2910
13	1592	2294	3886	2210	1950	4160	715	832	1547	1755	1395	3150
14	1633	2385	4018	2342	1959	4301	684	803	1487	1704	1447	3151
15	1510	2272	3782	2273	1680	3953	625	648	1273	1771	1513	3284
16.	1456	2208	3664	2098	1588	3686	646	551	1200	1536	1328	2864

出所) 内閣府資料から作成

2. 新常态への移行の諸困難とその対応

2-1. 新常态への移行の構造問題

IMFは2016年8月、中国の経済審査を発表した。4兆円対策の後遺症を抱える中国経済は、複雑で、困難な、下振れリスクの大きい挑戦下にあるとし、①特に国有企業の経営改善・債務削減、②、マクロ経済減速への財政出動、③金融不安・影子金融問題、④対外資本流出問題を指摘したが、高貯蓄・高流動性である。

第一に、IMFは企業、特に国有企業の債務累積を問題視したうえで、金融を厳しくして、不良企業は清算すべしとした。新常态への移行に伴う経済の減速の中で、多くの国有企業では業績が悪化し、債務不履行が急増している。鉄鋼、石炭、非鉄、鉄道・船舶など運輸関連業種といった構造不況業種が典型だが、生産調整と人員削減が必要とされる。鉄鋼は中国の安値輸出がG20でも問題となり、12億トンの能力に対し、5年間で1~1.5億トンの削減が必要とされているが、これは50万人の人員削減となる。石炭業の生産削減は5億ト

ンで、人員は 130 万人の整理となる。さらに、国家発展改革委員会は火力発電、建材、非鉄に生産能力削減を拡大する方針である。しかし、地方政府には、これらの産業は雇用維持に不可欠であり、債務不履行でも、ゾンビ企業に多額の赤字金融を行い、生き延びさせている実態がある。

最近の驚きは、鉄鋼・石炭の需給改善であり、価格の上昇である。鉄鋼に関しては、中国政府は生産調整が大幅に進んだ上、インフラ・不動産開発に伴う需要増大があり、さらに、自動車向けの需要は高まったためとする。ただし、米中経済・安全保障調査・検討委員会(以下 USCC)によると、中国政府のいうように、鉄鋼業では、一部企業では生産調整が進んだが、鉄鋼需給の好転から、他の企業での生産能力増強の動きがあり、中国全体の鉄鋼生産能力は増大しているとの見解である。石炭産業にも似た動きがあるという (USCC(2017))。

世界の鉄鋼生産 16 億トンに対し、生産調整が進んだというが、中国の 12 億トンの生産能力が異常に大きいことは変わらない。中国政府は今後も、生産調整を進めるとするが、中国のインフラ重視の政策は結果的に、鉄鋼・石炭業における国有企業を維持することになるだろうか?USCC はこれら産業の維持が、環境問題を悪化させると懸念を示している。

このような中で、当局は市場原理を重視するとするが、資金の割り当てが、国有企業に優先的に行われ、民間企業の投資意欲を低めていることが指摘される。生産性の高い民間部門の投資が低迷し、生産性の低い国有企業が、合併やインフラ投資で生存している実態がある。

第二に、マクロ経済の需要管理については、IMF は短期的に、経済減速をもたらす脆弱性を財政出動により緩和するのは妥当だとする。金融面では、中国はすでに緩和しており、注意深い姿勢が必要だとする。中国は①住宅・不動産、②設備投資、③インフラに、2009 年から 3 年間に、米国の 100 年間のセメント消費に相当する投資を行ったとされるが、それによって GDP の 5 割に達する投資依存体質となった (表 4)。すなわち、中国は 2001 年には家計消費が 45%で、政府支出を合わせると消費が 6 割を占め、残りの 4 割が投資・純輸出の経済だった。その後、純輸出が 2008 年までに 8-9%に拡大し、投資も急拡大し、2009 年以降は 47%に上昇し、純輸出を合わせた投資が 5 割を占める経済となった。

2012 年以降、消費主導の体質への転換を図り、家計消費の比重がやや上昇してきたが、なお、家計消費は 4 割以下である。中国の企業貯蓄が大きい状況では、消費拡大で 6%の成長を達成するのも容易でない。重厚長大業種の設備投資に期待できない上、民間投資の活性が望まれるが、国有企業に圧迫される状況では景気の維持に十分でない。IMF は財政出動の内容として、年金、医療、教育など消費支出を重視すべしとしたが、中国当局の答えはインフラ投資であった。

表 4. 中国 GDP とその構成

	GDP(名目)	GDP(実質)	家計消費	政府消費	資本形成	純輸出
--	---------	---------	------	------	------	-----

	兆元	前年 比%	前年比%	兆元	構 成 比%	兆元	構 成 比%	兆元	構 成 比%	兆元	構 成 比
2001	10.9	10.4	8.3	4.9	45.0	1.7	15.6	4.0	36.7	0.2	1.8
02	12.0	10.5	9.1	5.3	44.2	1.8	15.0	4.6	38.3	0.3	2.5
03	13.6	13.4	10.0	5.7	41.9	2.0	14.7	5.6	41.2	0.3	2.2
04	16.9	17.8	10.1	6.5	38.5	2.2	13.0	6.9	40.8	0.4	2.4
05	18.6	16.4	11.3	7.5	40.0	2.6	14.0	7.6	40.4	1.0	5.3
06	21.7	17.1	12.7	8.4	37.7	3.1	13.3	8.8	39.5	1.7	7.5
07	27.0	23.1	14.2	9.9	36.9	3.6	13.3	11.2	41.2	2.3	8.6
08	31.9	18.2	9.6	11.5	36.0	4.2	13.1	13.8	43.2	2.4	7.5
09	34.9	9.3	9.4	12.7	36.3	4.6	13.2	16.2	46.3	1.5	4.3
10	41.3	18.3	10.6	14.6	35.6	5.3	12.9	19.7	47.9	1.5	3.6
11	48.9	18.5	9.5	17.7	36.2	6.5	13.4	23.3	47.9	1.2	2.5
12	54.0	10.4	7.9	19.8	36.0	7.3	13.5	25.5	47.1	1.5	2.8
13	59.5	10.2	7.8	22.0	36.9	8.1	13.6	28.2	47.2	1.5	2.5
14	64.4	8.2	7.3	24.2	37.3	8.6	13.3	30.2	46.6	1.7	2.6
15	68.9	7.0	6.9	26.5	38.1	9.6	13.7	31.3	44.9	2.4	3.4
16.	74.4	8.0	6.7	29.3	39.2	10.8	14.4	31.9	44.2	1.6	2.2

出所) 内閣府資料から作成

その後の推移だが、中国当局のインフラ投資、減税中心の財政出動を行ったが、鉄鋼やセメントの需要に働きかけ、国有企業を支援する効果となる一方、家計消費の堅調さを支え、景気を刺激した。李首相が人民代において、経済は安定から好転へ向かっているとした背景だが、今後もインフラ投資・不動産開発や減税への依存が続く状況ともなる。しかし、国有企業の投資が増加する中、生産性の高い民間投資は依然不振の状態である。

第三に、4兆元対策は、実態は20兆元の対策だったとの評価があるが、過剰設備の半面、過剰債務を生み出し、金融を不安定にした。2009年の社会融資は前年に比べ、倍増の急増であるが(表4)、この年M2は実に、28.4%の増加である。人民元貸し出し(銀行貸し出し)以外の、「その他」部分には影子金融が多い。2008年以来の急激な社会融資の増加の中で、「その他」の比重が高まり、2013年には銀行貸し出しと影子金融とは互角となった。その後規制が強まり、14年下期から、15年にかけては、影子金融貸し出しは比重を低めた。しかし、内閣府(2017)『世界経済の潮流』によると、預金金利低下のなかで、新たな高収益を求める動きが強くなり、2015年以降は理財商品の発行残高が再び多くなっているという。

社会融資総額の融資残高は2014年末124兆元、2015年末138兆元、2016年末156兆元に急増し、GDPの210%の高水準である。2016年12月の内容は、銀行貸し出しが105兆

元と多く、その他 51 兆元だが、その他の中では委託貸出(13.5 兆元)、企業債券(17.9 兆元) 信託借款(6.6 兆元)、非金融機関株式(5.9 兆元)が主である。2017 年上期の残高は 167 兆元と 11 兆元の増加だが、銀行貸し出しも、その他貸し出しも旺盛である。

企業は業績が悪化すると、金利も払えない、不良債権が発生するが、それにつけ込み、高利潤、高利息を求める影子金融が金利を高くし、取引を不安定にする。地方の小銀行ほど影子金融への依存が高いとされるが、企業業績が悪化すれば、高金利の理財商品への返済ができず、影子金融は投資者への収益のみならず、投資資金も払えない状況となる。ただし、預金者には、高い預金金利は歓迎である。

表 5. 社会融資規模の総額、銀行貸し出し及びその他 (単位：兆元)

	社会融資 総額	銀行貸 出	その他	外貨貸し	M2	M2 前年比 (%)
2002	2.0	1.8	0.2		158	16.9
06	4.3	3.2	1.2		345	17.0
08	7.0	4.9	2.1		475	17.8
09	13.9	9.6	4.3		610	28.4
10	14.0	7.9	6.1		725	18.9
11	12.8	7.5	5.1		852	17.2
12	15.7	8.2	7.5		974	14.4
13	17.3	8.9	8.4		1,106	13.6
14	16.4	9.8	6.6	0.7	1,228	11.0
15	15.4	11.7	3.7	-0.6	1,393	13.3
16	17.8	12.5	5.3	-0.5	1,550	11.3
14/上	10.5	5.7	4.8	0.6		13.4
14/下	5.9	4.1	1.8	-0.1		12.6
15/上	8.8	6.6	2.1	0.2		11.7
15/下	6.6	4.7	1.9	-0.7		13.2
16/上	9.8	7.5	2.3	-0.4		12.6
16/下	8.0	5.0	3.0	-0.2		11.4
17/上	11.2	8.2	3.0	+0.5		10.0

出所) 中国人民銀行。

IMF は中国には資産投機の性向があると指摘する。中国の株価については、前述のように、2014 年から 15 年に、政府の誘導があり、政策変更から乱高下もした。最近の住宅、不動産価格の高騰には政府支持があったが、上がりすぎとの指摘は多い。しかし、不動産価格は地方政府の財政に大きく影響するほか、住宅所有者にも大きな影響がある。大幅な価格上

昇には懸念が出るが、大幅な下落はそれ以上に容認できないだろうと思われる。

表 6. 中国の財政収支(中央+地方) (単位：兆元)

	歳入	歳出	収支
2008	6.1	6.3	-0.1
09	6.8	7.6	-0.8
10	8.3	9.0	-0.7
11	10.3	10.9	-0.5
12	11.7	12.6	-0.9
13	12.9	14.0	-1.1
14	14.0	15.1	-1.1
15	15.2	17.6	-2.4
16	16.0	18.8	-2.8
17(計画)	16.9	19.5	-2.6

出所) 内閣府資料および 2017 年の人民代報告

以上のように、中国には金融不安があるが、政府の債務レベルは低く、十分対応できるとの意見が多い。表 7 のように諸外国と比べて非金融部門全体の赤字は高くない(日本が最も高い)。家計や政府はむしろ低くなっている。しかし、中国企業の債務レベルは際立って高く(表 7)、年々の増加はかなり高い速度である。

このような企業財務の脆弱性に対し、国有企業の合併や、金融機関が介入し、債務の株式移行が実施されている。また、最近まで、地方政府の債務が大きな問題だったが、地方債の発行が認められ、金融機関が引き受け、一部は中央銀行の引き受けとなっている。債務問題は、最終的には中央銀行、中央政府の負担となる。地方債を入れた一般政府の負債比率は、BIS の統計では 2015 年 4.4% で高いといえないが、増加速度は高い。なお、一般政府の 15 年度の公式赤字は GDP 比 2.4% だが、IMF スタッフは予算外の赤字も加えると 9.5% になるとする(表 6)。日本よりも悪い状態であり(日本、約 5%)、将来への不安を残す。5) ムーデイスは 2017 年 5 月、中国国債の格付を引き下げた。

表 7. 2015 年末の部門別債務 (GDP 比)

	非金融部門計	一般政府	家計	非金融企業
中国	255	44	40	171
韓国	235	40	88	106
日本	388	221	66	101
米国	250	100	79	71

出所) IMF 資料—BIS 資料より作成

2-2. 経常収支の黒字継続下の資本流出

表8に見る如く、中国の外貨準備は21世紀に入り、急激に増え続けた。為替レートを8.28元/ドルの割安水準に固定する中、輸出が急増し、経常収支の黒字が増大した。しかし、為替レートを割安に抑える市場介入政策が取られたため、輸出急増の中、人民元の切り上げ予想が強まり、資本流入を高めた。2008年の金融危機以降は、経済大国・中国への期待も高まり、資本流入が膨張を続け、外貨準備は2014年5月には4兆ドルの高水準となった。

しかし、中国経済が減速し、新常态へと移行する中、状況は変化した。2005年から、少しずつ切り上げられた人民元は、2015年には2001年から見ると3割も切り上がり、しかも、この間の中国の賃金上昇も大きかったため、輸出競争力を低下させた。2014年5月をピークに外貨準備の減少が始まったのは、経常収支は依然として、黒字を続けたにもかかわらず、それを上回る資本流出が始まったためである。特に、2015年には株式市場の乱高下の中、8月に元を切り下げたことが、さらなる元安の思惑を生み、資本流出が強まり、2015年末の外貨準備は3兆3千億ドルへの減少となった。経常収支の黒字は3040億ドルの高水準だったが、8170億ドルという大量の資本流出があったためである。人民元とオフショア人民元の乖離が大きく、人民元レートの下落圧力に対し、人民銀行が大量の買い支えを行ったことが原因であるが、15年11月の人民元のSDR構成通貨入りの決定に向けて、元安を嫌ったことも関係した。

2016年春以降の状況は、外貨準備の減少幅は縮まったが、依然、経常収支はかなりの黒字だが、対外投資の加速を含む資本流出が続いているため、減少が続いている。2016年を全体としてみると、経常収支は1960億ドルの黒字であったが、資本流出は5130億ドルと高水準になったため、外貨準備は3.011兆ドルに減少し、2017年1月に至って、ついに3兆ドルを切った。中国の対外純資産は16年末現在1.8兆ドルだが、対外資産は6.5兆ドル、対外負債4.7兆ドルである(表5)。人民元レートは、2015年6月の対ドル6.11元から、2016年12月には6.94元と1割以上の低下である。

表8. 中国の国際収支と外貨準備

(単位: 10億ドル)

	経常収支 A	外貨準備	外貨準備 増 B	資本流 入 B-A	対ドル レート	対外純 債権	対外資 産	対外負 債	上海株 A
2000	21	166	11	-11	8.278				1.981
01	17	212	46	29	8.277				2.051
03	46	403	117	71	8.277				1.536
05	132	819	209	77	8.195				1.215
07	353	1.528	462	109	7.608	1,188			4.427
08	421	1.946	418	-3	6.949	1.494			3.211
09	243	2.399	454	211	6.831	1.491			2.875

10	238	2.847	448	210	6.770	1.688			2.964
11	136	3.181	334	198	6.462	1.688			2.793
12	215	3.311	130	-85	6.312	1.865	5.213	3.387	2.325
13	148	3.821	510	362	6.196	2.106	5.986	3.880	2.299
14	236	3.843	22	-214	6.143	1.603	6.438	4.835	2.338
15	304	3.330	-513	-817	6.228	1.673	6.155	4.482	3.873
16	196	3.011	-319	-515	6.640	1.801	6.467	4.666	3.140
14/上	80	3.993	172	92	6.158				2.139
14/下	156	3.843	-150	-306	6.137				3.137
15/上	152	3.694	-149	-301	6.120				5.009
15/下	152	3.330	-364	-516	6.389				3.712
16/上	110	3.205	-125	-235	6.535				3.037
16/下	86	3.011	-194	-280	6.835				3.304
17/上	71	3.057	+46	-25	6.777				3.294

出所) 中国人民銀行、内閣府資料より作成。

以上が最近の状況だが、中国当局は、外貨準備はなお 3 兆ドルもあるといいながら、その減少を防ぐため、種々の外貨流出抑制策を講じている。個人のドルの持ち出しの制限(年 5 万ドル)、海外保険への規制のほか、最近では企業の海外投資への規制、海外への資産持ち出し制限(10 万ドル、)等を行っている。さらに、国内人民元(CNY)とオフショア人民元(CHN)の為替レートの乖離縮小のための香港オフショア市場への介入に当たっては、17 年 1 月、中国人民銀行は香港市場での銀行間の人民元取引を抑制するとともに、自らも人民元を買い占め、金利を急上昇させ、投機筋の損を誘う戦術を採用した。かかる事態の解決には、より根源的には人民元の思い切った切下げが必要だが、それはドルの債務が大きい上、さらなる資本流出となる危険があるので難しいとみられる⁶⁾。

IMF は、巨額の資本流出について、投資家が中国の中長期的成長展望や当局の経済運営に疑問を持っていることや、FRB の利上げが人民元レートの下落期待を高めたことにあるとしたが、中国人自身の資産の海外持ち出しは無視できない大きさであり、資本取引の自由化は資本流出を加速する恐れがあるので慎重にと勧告している。確かに、中国の経常収支の黒字はかなりの大きさであるが、資本流出が中国人自身を含む資産の海外持ち出しにあるとすれば、その原因からして、中国経済への信任の回復、環境悪化対策強化や、政治的環境の改善なくしては、それを抑えるのは困難といえようか。

17 年上期の状況は、外貨準備は 460 億ドル増加した。経常収支黒字 710 億ドルに対し、資本流出規制強化により、企業投資は半減だが、なお、250 億ドルの資本流出が続いている。さらに言えば、規制強化は人民元の国際通貨としての地位をさらに損ねている。

6) 中国人民銀行は、最近人民元の基準値の設定にあたって、減価が強く出ない方式を採

用している。P15へ

2-3. 人民元の SDR 構成通貨入り

中国は人民元の国際通貨化を国是として強く推進してきたが、中国のマネー外交を増強できる点からも当然である。しかし、資本取引規制の制約の中、まず、SDR 構成通貨入りを当面の目標とした。構成通貨となる条件は 2 つある。第一は、世界輸出での地位だが、中国は N01 で問題ない。第 2 の条件はその通貨の国際的使用状況だが、資本取引の自由化を伴わない人民元には大きなハンデであった。中国は、貿易決済での人民元建て化を推進し、中国貿易額の約 25% にまで増大させると同時に、多くの中央銀行とスワップ協定を結び、さらに、オフショア人民元の使用を促進した。その結果、金融機関の国際決済ネットワークの SWIFT によると、世界貿易等に使用された人民元のシェアは 2015 年 8 月には、円を抜いて、ドル、ユーロ、ポンドに次ぐ 2.79% だったことが、SDR 構成通貨として、ドル、ユーロに次ぐ地位をしめた理由とされた。ただし、2016 年 7 月の SWIFT における人民元の地位は 1.90% に減少し、円の 3.42% に及ばない。中国の輸出入取引額の減少、人民元の減価、さらに資本流出規制の強化が人民元保有の意欲を減退させたといえよう。

また、より総合的通貨の指標として、国際決済銀行が 3 年に一度行う外国為替取引での通貨別シェアによれば、2013 年の 2.2% から、2016 年には 4% に増加したが、その順位は 8 位で、ドル、ユーロ、円、ポンドとは大きな差がある（表 9）。

表 9. 2016 年 4 月通貨別外国為替取引額 (単位: %、取引総額は 10 億ドル)

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
取引総額	1.239	1.934	3.324	3.981	5.345	5.088
ドル	89.9	88.0	85.6	84.9	87.0	87.6
ユーロ	37.9	37.4	37.0	39.1	33.4	31.3
円	23.5	20.8	17.2	19.0	23.0	21.6
ポンド	13.0	16.5	14.9	12.9	11.8	12.8
人民元	-	0.1	0.5	0.3	2.2	4.0
取引額全体	200	200	200	200	200	200

注) 人民元は 2016 年豪ドル 6.9、カナダドル 5.1、スイスフラン 4.8 に次ぐ 8 位。

出所) BIS、Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange Turnover in April 2016 & Sept 2016

3. 新常态の金融的側面

3-1. 中国の高度成長から新常态への調整を支える金融体質

中国経済の高度成長、新常态への調整期を支えたものとして潤沢な金融・資金環境がある。一方で、企業や中央・地方政府の積極的な投資を支え、特に実質は 20 兆元ともいわれ

る 4 兆元対策における急激かつ大規模な資本形成を可能にしたのは、中国の影子金融を含む金融機関、中央・地方政府による資金供給である。他方、新常态への調整期においても、成長分野の企業やインフラ投資の支えもさることながら、業績不良な企業や、地方財政を支えるのみならず、株式や不動産バブルを起こすのも、潤沢な流動性を有する金融環境である。このような、金融環境の象徴として、GDP5 割の貯蓄と通貨供給量の M2 がある。

3-2、大きな貯蓄と高い流動性

中国経済は改革・開放時の実物経済体質から、急激に貨幣経済化し、90 年代には、M2/GDP はほぼ 1 となった。21 世紀に入り、GDP、M2 ともに増加が加速したが、M2/GDP はさらに上昇した。市場介入によって急増する貨幣供給を不胎化すべく、中国人民銀行は預金準備率を引き上げるなどしたが、流動性の増加は避けられなかった。M2 は 08 年の 4 兆元対策と共にさらに加速した。表 5 に示す如く、4 兆元対策が本格化した 09 年の M2 の増加は、28.4% という高いものであった。2012 年以降、とりわけ 14 年以降は減速し、16 年の M2 は 11% であるが、それ以上に GDP の減速が著しく、M2/GDP は依然として 2 を超えている。M2 は現金と定期預金を含む預金通貨の合計だが、米国の M2/GDP は最近でも 1 未満、日本も最近では 1.7 であり、中国の 2 を超えるそれは国際的に見て極めて高いといえる。

また、家計部門の消費性向が低く、企業部門と合すると、貯蓄率は現在も GDP の 5 割近い水準にある。それによって、生み出される資金、貯蓄は、まず、銀行預金に向かうが、その他は、理財商品など影子金融商品に向かい、また、一部は、株などの証券や不動産に向かう。時として市場をバブルにするが、さらに、かなりが、海外へ流れる。ウルフは中国の貯蓄率、48%のうち 15%は余剰だとし、国内で、満足できない投資機会の分が海外に向かい、外貨準備が 3 兆ドルまで減少したとする(2017)。

高い貯蓄率は、高度経済成長期は高い投資を支え、生産性を上げるが、停滞期にはその効率を低める。資本係数=貯蓄率/成長率 ($C=S/G$) の理論から言えば、中国の 50%の貯蓄率に対し、成長率が 6%だと、資本係数は 8 を超える効率の悪さとなる。特に、資金が生産性の良い企業に向きにくく、生産性の低い国有企業に向う状況は、効率の悪さを裏書きする。

しかし、大きな貯蓄は、中国のように政府・中央銀行、企業が一体的なところでは、停滞期にも、効果を持ちうる。金融機関を通じて、業績の悪い企業の延命を可能にし、その債務累積を高くし、地方企業への赤字融資や金融債の消化を可能にする。企業の株式化も可能であるが、地方債を含め、中国人民銀行がこれを保障する。大きな貯蓄は、中央政府のインフラ投資を賄い、最終的には、債務の保証を可能にする。

貯蓄過剰は需要管理を難しくし、経済効率の悪さをもたらす危険性はあるが、潤沢な余剰資金によって債務累積に耐えることも可能となり、中国のような体制下では、短期、中期にも、経済の安定化に資する作用があろう。ただし、株式市場、商品市場、不動産などにバブルをもたらし、金融を不安定にする危険がある。経常収支が黒字の中で、元安が進行し、資本流出が大きいのは異常だが、今後構造改革を怠り、債務問題にメスを入れず、

さらに中国経済の体質が中長期に悪化すると、資本流出は止むことはない。経済停滞が続くと、海外に投資機会を求める動きが強まるのみでなく、国内からの資本持ち出しが強まり、国際収支の制約を高める可能性が高い。

3-3. 中国の預金金融機関の金融状況(表10)

中国の預金金融機関の総資産・負債は、2008年以降、急増しているが、GDP比でみると2007年の2倍だったものが、2016年には3倍を超える大規模な状況であり、中国の銀行部門の金融的な潤沢さ(あるいは容易さ)はむしろ増大しているといつてもよい。

負債勘定では、企業預金と個人預金が急速に増加しているが、2016年には両者ともGDPに匹敵する水準であり、M2/GDPが2となる状況を裏書きする。巨額な貯蓄が銀行貸し出しを支えている。ただし、預金金利が15年から3%以下に引き下げられており、一部は影子金融への預金の流出したと考えられる。

資産勘定では、非金融機関への貸し出しは、08年にGDPと同額だったものが16年には1.7倍に膨張した。4兆元対策を担う中で急増したことが大きな原因だが、最近の増加は業績の良くない国有企業への貸し出しや、企業債務の株式化も影響している。中銀預金等準備資産は2014年までは急激な増加を示しているが、それは中国人民銀行が不胎化政策を実施するため、金融機関に対して預金準備率を引き上げたことによる。14年をピークに準備率が引き下げられたため、それは減少した(16年末は増加)。今後も中銀預金減少に伴う、他の資産への振り替え融資の余力を示す。他方、政府債権引き受け14年から増加し、16年からは巨額のものとなったが、これは中央銀行保証の地方債の引き受けであり、今後も増加しよう。

以上が預金金融機関の貸借対照表だが、不良債権はなお増加だが、債務の証券化などの対策もあり、負債、資産とも余裕があるといえよう

表10. 中国における預金金融機関の貸借対照表の推移 (単位:兆元)

	2007	08	09	10	11	12	13	14	15	16
海外資産	2.0	2.2	1.7	1.9	2.4	2.9	2.9	3.7	4.2	5.0
中銀預金準備資産・債権	10.9	14.7	15.9	17.7	19.5	21.0	22.1	24.0	22.4	25.3
対政府債権	2.9	3.0	3.0	4.3	5.0	5.6	5.2	7.1	11.0	17.2
金融機関債権等	6.7	10.0	11.5	15.4	21.4	28.8	33.3	39.1	49.1	59.1
非金融部門貸出	31.4	36.4	47.9	56.9	65.4	75.5	88.0	98.2	112.4	125.8
総資産・負債	54.1	64.2	81.0	96.2	113.8	133.7	152.4	172.2	199.1	230.4
非金融機関負債	37.3	44.7	57.1	66.8	78.0	89.1	97.1	110.2	124.9	142.1
企業預金	18.6	21.4	29.7	36.5	40.6	45.0	51.4	55.1	63.0	72.6
個人預金	17.3	21.8	26.0	30.3	35.2	41.1	46.7	50.9	55.2	60.4

その他負債	11.6	13.1	17.5	18.1	25.4	32.3	41.9	46.1	53.9	63.5
社債と資本	5.2	6.4	6.4	8.6	10.4	12.3	13.5	15.9	20.3	24.8
GDP	27.0	31.9	34.9	41.3	48.9	54.0	59.5	64.4	68.9	74.4

(出所) 中国人民銀行

3-2. 新常态への移行過程の中国人民銀行(表 11)

中国人民銀行の総資産・負債は 21 世紀に入り急増した。その主な原因は、経常収支の黒字の増大とともに、低く抑えられた人民元への増価の期待が強いため、大きな資本流入が起こり、外貨資産の急増により、総資産が急膨張したためである。この時点での人民銀行の最重要課題は、外貨資産購入により、あふれ出る過剰流動性の統制にあった。人民銀行は、負債勘定での銀行券増発によるインフレを回避し、金融機関に 21% の高い準備率を要求して、過剰流動性を吸収し、不胎化政策を続けた。しかし、吸収しきれず、M2 は増加を続けた。

中国人民銀行は人民元の価格を決定できる権限をもつ点で特色があるが 7)、人民元は、2005 年以来、緩やかながら、増価を続けた。しかし、人民元増価への期待は強く、資本の流入は続いた。特に、4 兆元対策後の資本流入は加速し、2009 年の外貨資産は GDP の半額を超える事態となった。このため、人民銀行は負債勘定において、通貨発行増を抑制するとともに、不胎化政策に伴う過剰流動性を抑えるため、金融機関の預金準備率を 21% に引き上げて対応した。

7) 日本や米国では為替レートは財務省の権限である。

2014 年下期に至り、経常収支黒字は継続したが、人民元安の圧力が高まり、大幅な資本流出が起こった。折からの人民元の SDR バスケット通貨入りもあり、人民銀行は、人民元を買い支え、外貨準備は減少に転じた。しかし、オフショアでの人民元の減価はやまず、人民銀行は、2015 年夏、元の切り下げを行った。だが、人民元の減価に対する、人民銀行の買い支えにも拘らず、資本流出は加速し、人民銀行の 2015 年末外貨資産は 2.4 兆元減の 25.4 兆元となり、総資産も 2 兆元減の 31.8 兆元となった。2016 年も人民元の減価と資本流出は続き、外貨準備は 16 年末 22.9 兆元となった。外貨資産の減少は 14 年 5 月の 28.1 兆元から見ると、5.2 兆元の減少であり、金融危機時の 4 兆元を上回るデフレ効果である。

表 11、中国人民銀行貸借対照表

	GDP(名目)		外貨資産	対政府債権	金融機関債権 など	総資産・負債	発行貨幣	金融機関預金 準備	その他
	兆元	増加率							
2001	10.9	10.4	2.0	0.3	2.0	4.3	1.7	1.7	0.9

02	12.0	10.5	2.3	0.3	2.5	5.1	1.9	1.9	1.3
03	13.6	13.4	3.1	0.3	2.8	6.2	2.1	2.2	1.9
04	16.9	17.8	4.7	0.3	2.9	7.9	2.3	3.6	2.0
05	18.6	16.4	6.3	0.3	3.8	10.4	2.6	3.8	4.0
06	21.7	17.1	8.6	0.3	4.0	12.9	2.9	4.8	5.2
07	27.0	23.1	12.5	1.6	2.8	16.9	3.2	6.8	6.9
08	31.9	18.2	16.3	1.6	2.8	20.7	3.7	9.2	7.8
09	34.9	9.3	18.5	1.6	2.6	22.7	4.2	10.2	8.3
10	41.3	18.3	21.5	1.5	2.8	25.9	4.9	13.6	7.4
11	48.9	18.5	23.8	1.5	2.8	28.1	5.6	16.9	5.6
12	54.0	10.3	24.1	1.5	3.7	29.4	6.1	19.2	4.1
13	59.5	10.1	27.2	1.5	3.0	31.7	6.5	20.6	4.6
14	64.4	8.2	27.8	1.5	4.5	33.8	6.7	22.7	4.4
15	68.9	7.0	25.4	1.5	4.9	31.8	7.0	20.6	4.2
16	74.4	8.0	23.0	1.5	9.9	34.4	7.5	23.4	3.5
17.6			22.3	1.5	10.7	34.5	7.3	23.0	4.2

出所) 中国人民銀行。

中国人民銀行はこのデフレ効果を緩和するために、金融機関預金準備率を14年の21%から、16年には17%まで下げて、預金金融機関に流動性を付与し、また、貸出金利も6%から4%に引き下げて対応した。同時に、14年から金融機関への貸し出しを増やしたが、特に2016年以降は、金融機関の地方債引き受けもあり、人民銀行からの金融機関への貸し出しを大幅に増やした。このため総資産は2016年から増加に転じた。

中国人民銀行の状況は以上の通りだが、今後の方向としては、資産勘定では外貨資産は減少気味だが、最近増加の金融機関への貸し出しのほか、地方債を含め政府債権増加の余地はあろう。

終わりに. 中国の新常態の今後一問題残る対外不均衡

以上、中国は新常態への移行において、過剰貯蓄、高流動性の構造矛盾ともいうべき、マクロ経済の不均衡、不況業種での過剰能力削減、企業の債務累積などの諸問題を抱え、特に、2014年下期から2016年にかけて、株式市場、不動産市場、人民元安などの金融不安に見舞われ、4兆ドルの外貨準備は3兆ドルに急減した。しかし、中国当局のいう「三去一降一補」8)の方針のもと、2016年下期以降は、インフラ投資、鉄鋼、石炭産業の生産削減、国有企業債務の株式化、地方債の発行、減税を一因とする消費の堅調など、種々の対応メカニズムの整備もあり、外貨準備も止み、小康状態である。

8) 過剰生産能力、在庫・レバレッジ解消の三去、コスト削減の一降、弱点補強の一補

をさす。

中国の経済効率も極めて低いが、高貯蓄・高流動性は、共産党支配のもと、無駄な投資、業績の悪い企業の累積債務も金融的には受け入れる余裕といえないことはない。国有金融機関の財務諸表には、なお余裕があり、地方債の引き受けや企業債務の株式化は進んでいる。背後にある中国人民銀行に金融機関や地方政府支援の余地はあり、中央政府の累積債務も大きくない。

但し、鉄鋼産業の能力増、石炭事業の雇用調整、環境悪化問題は残り、国有企業の累積債務は急上昇中である。特に、国有企業の構造改革は、政府が行っている、国有企業優先、企業合併の推進、債務の株式化などの方策では不十分である。地方財政の債務問題も地方債の発行で、一時しのぎだが、住宅在庫は残り、不動産価格はバブルの危険もあり、要注意である。ムーディーズは、最近、中国国債の評価を引き下げたが、中国政府の過剰貯蓄・流動性との苦闘は続く。

中国当局のより重要な関心事は 3 兆ドルに減少した外貨準備に関する対外均衡ではないか？消費主導への移行などマクロ経済の不均衡解消などの構造改革が進まなければ、高貯蓄・高流動性は資本流出圧力を高め、外貨準備が落ち込めば、国際収支の制約が強くなる。当局は、16 年以来、個人や企業の外貨流出を抑制する方策を強め、2017 年に入り、外貨準備の減少は止んでいるが、中国企業の海外投資は激減し、また、人民元の国際市場での利用は急減し、SDR 通貨の機能は阻害されている。人民元が国際通貨として、対外決済に使用できなければ、援助外交の足かせとなる。5 月中旬、習政権は AIIB 加盟を誇り、一帯一路構想の国際会議を謳歌したが、新常态の対外不均衡は、大国・中国のマネー外交の大きな制約となる重要な事案である。

追補 IMF 理事会は 2017 年 8 月 15 日、中国経済審査(4 条審査)を公表した。

1. その理事会報告の概要は以下の様である。

まず、経済の現状だが、中国経済の 2017 年の成長は、2016 年よりの景気政策と海外環境の改善、国内改革の進展により、6.7% くらいの安定的成長となるとした。その上で、

理事会としては、第 1 に、中国の安定的成長への立ち直りを歓迎し、当局がサービスと消費主導成長への移行のため、更なる改革を進める良き機会と認識する。第 2 に、国民貯蓄の減少が、国内および対外の不均衡を是正するうえで重要であり、社会支出の増強、累進課税の採用などを歓迎する。第 3 に、理事会は、国有企業の業績改善、余剰能力削減を歓迎するが、予算制約、不良債務切り捨て、ゾンビ企業の整理など、更なる改革を促す。第 4 に、金融リスクの減少を重視し、金融政策の漸進的引き締めを支持する。第 5 に、財政政策では、インフラ投資の拡大など、当面の調整の必要性は認めるが、予算外支出の抑制、中央と地方の財政調整、債務累積の抑制に配慮する。第 6 に、人民元の価値は基礎条件におおむね合致だが、当局の資本流出規制には、公平性と透明性の確保が必要とした。第 7 に、政策形成の枠組みの改善が重要とし、地方政府財政の自律性回復、予算外支出減

とともに、年金、社会保障などの中央財政化や、さらに政策の基礎となる統計の充実が必要とした。

2、中国経済4条審査報告は、以上の理事会報告のほか、事務局による本報告(Staff Report)、構造問題報告(Selected Issues)がある。内容は理事会報告の敷衍であるが、諸報告を通じる筆者の印象として次の2点を指摘したい。

第1は、理事会報告以下、諸報告を通じて、過剰貯蓄問題を取り上げたのは、2017年報告が初めてである。これを国内、対外関係の不均衡の根源とした問題意識は、筆者が、本稿で取り上げた視点と同じである(坂本、2017)。構造問題報告は9項目を取り上げているが、理事会報告と共に、その第一項目として、高貯蓄が国内では過剰投資を煽り、対外的には不均衡を齎すとした。過剰貯蓄は、家計、企業、政府各部門の高貯蓄の結果だが、高家計貯蓄は、一人っ子政策や、社会保障など社会安全枠の欠如、住宅所有・不所有、所得不均衡などが原因とする。税の累進課税とともに、政府の年金、医療、教育への支出増が、消費の拡大、政府貯蓄の減少に資するとするが、企業貯蓄も高く、中国経済が消費主導に移行するにはかなりの時間を必要としよう。

第2は、IMFが昨年も主張している点だが、国際決済銀行の43カ国の分析から、非金融部門の債務の増大が、趨勢を10%以上上回るとバブルとなる可能性が高く、資産価格の下落に対し、債務返済が厳しくなるものである(露口、2017)。IMFは、中国の非金融部門(企業、家計、政府)の債務が、過去5年間60%増えて、GDP比230%になり、趨勢から25%も多い。最近の経済情勢は短期的には安定に向かっているといわれるが、現在も非金融部門の債務は増えており、2022年には290%になる予測もある。非常に警戒すべきだとする。

これに対し、中国側はIMFに対して、地方政府関連企業の債務はさほど大きくない。また、このくらいの債務は管理できる手段があるとしているが、今後の推移を見たい。

参考文献

Bank for International Settlements(2016) *Triennial Central Bank Survey- Foreign Exchange turnover in April 2016*. September 2016

Bank for Settlements(2016) *BIS Statistical Bulletin*, December 2016

張明(2008)「中国の国民貯蓄率はなぜ高いのか」季刊中国資本市場研究 2008Spring

IMF(2016) *The People's Republic of China 2016 Article IV Consultation August 2016*

IMF(2017) *The People's Republic of China 2017 Article IV Consultation August 2017*

内閣府(2017)世界経済の潮流 2016年II, 2017年1月

三浦有史(2016)「過剰能力が問う中国習近平政権の力量」日本総研『環太平洋情報』2016 Vol16 No.62

村田雅志(2016)『人民元切り下げ』東洋経済新報社

坂本正弘(2015)「中国・新常态の混迷」外国為替貿易研究会『国際金融』1277. 2015. 10月

坂本正弘(2016)「中国・新常态下の挑戦」外国為替貿易研究会『国際金融』1289. 2016. 10月

坂本正弘(2017)「中国バブル不安の実相(上) 一過剰貯蓄経済の矛盾拡大」日本経済新聞『経済教室・2017年8月2日号』

関 辰一(2016)「中国で深刻化する過剰債務問題」日本総研『環太平洋情報』2016 Vol16 No.62

露口洋介(2017)「中国バブル不安の実相(下)」日本経済新聞『経済教室・2017年8月3日号』

ウルフ、マーチン「中国リスク・金融こそ本丸」『日本経済新聞2017年4月6日』p6

U.S.-China economic and security review commission(2016) *2016 Report to Congress*

U.S.-China economic and security review commission(2017) *March and February Trade Bulletins*.