

(2016年11月2日講演)

#### 4. 「中国の行方 習近平の経済・政治・外交」

津上工作室 代表 津上俊哉委員

最初に中国のマクロ的な経済全体はどうなっているかであるが、8月に出たIMFのArticle IV consultationsという年次の成績表のようなものでは、「2 speed economy」という言葉を使っていて、これは良い言葉だなと思っている。私は以前「まだら模様」と表現していたが、「2 speed」のほうが感じが出ているような気がして使わせてもらった。グラフやチャートから分かるように、業種で見ても地域で見ても、中国経済には2つの異なる経済が同居している。成長が速い3次産業、特にニューエコノミーと言われる分野は非常に好調で、むしろ日本の先を行くようなところがあるが、鉄鋼を筆頭とする重厚長大産業は土砂降りと言うよりもマイナス成長である。IMFのレポートの中で、調子の悪い部分・地域はもう既にハードランディングしていると評価している(資料P2)。

もう少し足元の経済状況の話をする。李克強指数というのがいつか言われたが最近あまりはやらなくなってしまった。何ではやらなくなったかという、聴診器で診断できる中国経済の部分は偏りがあり、10年前に比べると中国はサービス産業化していて、その分野は弱いということであまり使われなくなっている。

では、どういうインディケータが中国経済をバランスよくプローブできるのかというと、良いものがない。仕方なく、例えば鉄道貨物とか、電力消費とか、李克強指数の中で使っていたような比較的正直と言われていたような指数に加えて、ここでは間接税収があまり言われませんが、実は私は意外と大事で比較的信用できるのではないかと考えているが、それも加えて作表して折れ線に表すとはっきりと分かったとおり、ことしの第1クォーターに非常にリバウンドしている。このリバウンドには実は特殊要因があり、間接税収の中に営業税という地方税が入っていたが、この営業税を増値税に統合してしまうという改革をやっていた。

ところが、そう簡単には統合できないという難物業種3兄弟があり、金融と不動産と建設業、この3業種での税の統合が難航していた。しかも、営業税の税収的に見ても、この3業種は非常に大きい。さて、これらをどうするかということだったが、景気が悪くなったので、減税措置だと思ってやってしまえということになって、この3業種の統合をことしの5月にやった。このものすごいリバウンドは、その地方税の営業税がなくなるのに伴って発生してしまった想定外のイベントだ。何が起きたかという、営業税は地方税だったが、それが廃止になるというので地方政府が、今までの滞納分はもとより、何か月も先の分まで営業税を納めろと言って税収を持って行ってしまった。その結果、4月、5月あたりの営業税の税収は対前年比80何%増という大変な数字になった。増値税は税収がなく、営

業税で払った結果、このようにリバウンドしたが、いずれにしても、第 1 クォーターにいろいろな指標がリバウンドしているところを見ると、国民が公共投資を中心として相当にアクセルを踏んだとか、流動性の供給も相当行われたということがかなりはっきりしている。そのところで、後に申し上げるように、何をやっているのだという習近平側近からの罵声も飛ぶことになるわけである（資料 P3）。

もう一つ、足元のマクロ景気に関する話をすると、国務院がアクセルを踏んだことに誘発されているのだが、不動産バブルがもう一度来たようなことになっている。

資料 P4 の左側のグラフは住宅の価格を都市の属性別に表したものであるが、2014 年に急に不動産が不況になった。全国的な不況で全治 4~5 年は掛かるぞと、業界が真っ暗になってしまった。北京や上海のマンション価格まで下がったことによって、地方中小都市の在庫が非常に深刻な問題になった。いわゆるゴーストタウンという話である。何とかこの在庫を捌かせないといけない、ということで 2015 年 3 月に購入促進策として、マンションの購入の頭金がわずかでも、残りは住宅金融公庫が貸すという政策が地方中小都市の在庫消化促進のために導入された。

それがきっかけになって住宅価格が底を打ったわけであるが、大都市ほどその後の上昇が激しくなった。北京や上海では利殖とか、将来子供が住むかもしれないとか、いろいろな目的の域外需要が相当あるので、必ずしもバブルとは言えないところがあるが、最初のうちは大都市だけの限定現象だったのが次第に全国に広がって、半年で全国主要都市全体を巻き込んだバブルにまで発展をして、ことしの 10 月の国慶節の前後に、今度は各地方都市が先を争うように値上がり防止・購入抑制策に転じたわけである。習近平がその会議でどなったとかいう説があるが、一転、様子が変わりつつある。去年 3 月にそういう購入策を取って、それ以降一番値上がりが激しい上海では、1 年半の間に東京よりも高いマンション価格が 40%、北京でも 30% 上がった。2015 年 3 月が底である。

資料 P4 の右のグラフは、不動産投資がどうなったかであるが、在庫を消化するのが目的だったので、業界も新しい建物は造らずに、とにかく在庫を売っていた。ところが、国務院のアクセルが踏まれた今年の初めぐらい以降は、不動産も引きずられて投資が増加に転じている。今年の第 1 四半期以降中国が 6.7、6.7、6.7 というふうに横ばいになっているが、小康状態を保つための大きな原動力になっていると思う。

最近中国人と会うと、本当に先行きに対して悲観的になっていて、景気が落ち込んだあとに回復しない、L 字という形容の仕方は、回復しないことに力点があって言われ始めた形容だと思ったが、そうではなく、それ以上下がらずに横ばいが維持できるのは今や強気派の見方だと言う。多くの人が横ばいは無理、もっと下がると思っているのが、6.7 は横ばいのように見えるわけである。何でそうなっているかという不動産投資が要因だったわけである。しかし 10 月に不動産も抑制に転じたので、強気派も「これで景気は下振れだ」という話になっている。いずれにしても、1 年半前に購入促進、今度は購入抑制と、朝礼暮改とは言わないが、政策的な手詰まり感というか、だんだん追い詰められていっている感じ

が漂っている。

以上が足元の情勢であるが、先ほど話した国務院のアクセルが体制の中でだいぶ騒ぎと  
なっていて新聞にも報じられたが、5月9日の人民日報の1面に、習近平の側近と目される  
人が書いたと言われる国務院の政策に対する激しい批判記事が出た。言っていることは3  
点あり、第1四半期を国務院は穏やかな成長を保ったと自画自賛しているが、やっている  
ことは相変わらず投資で、そのせいでいろいろリスクが高まっているのだということ、今  
後はU字やV字の経済回復など来ない、来るのはL字型、しかもそれは1年や2年では終  
わらない。さらに今後は供給サイド改革が政策の主軸であるべきで、需要刺激などは度を  
超してはならないという主張である。極めて正論である。

しかし、これだけ激しく習近平の側近から批判されて李克強や国務院は恐れ入ったか  
と、これが全然恐れ入っていない。「我々は何も間違っていない、これから景気はしっ  
かり維持しないと供給サイド改革も進められない」と、馬耳東風のような感じである。な  
ぜなのだろうと思ったが、この5月以降、数カ月様子を見ていて感じたのは、恐らく国務  
院の中あるいは地方政府なども含めてアンケートをやると、体制内では景気維持が大事と  
いう意見が8割9割で、「権威人士」のような正論は、経済学的には正しくても極めて不人  
気で圧倒的少数派である。人事の季節であるから、習近平も重心を移しつつあるというの  
が今の状況ではないかと思う（資料P5）。

話をIMFのレポートに戻すと、このレポートは「頑張ったね」と評価できる部分につい  
ては肯定的な評価をしており、この1年間に前向きな変化もいろいろあったということは  
言った上で、つまり“**having said that**”ということで、資料P6に書いてあるように、企  
業債務の急増による金融リスクの増大という問題を取り上げている。「その原因は2020年  
のGDPを2010年の倍にするとか、非現実的な高過ぎる成長目標を維持しているからだ」  
「まだマネージャブルだが、こういう課題に対応するためにはアージェント・アクション  
が必要だ」ということで、全体として「黄色信号が点灯したがこの黄色はむしろ赤っぽい」  
というような中身のレポートである。

このような話をしてしていると暗くなってしまうので、毒消しで明るい話をする  
と、先ほどのニューエコノミーである。オンラインショッピングサイトのような話、それからフィン  
テック、あるいはシェアリング・エコノミー、このような領域については、中国のほうが  
日本より進んでいると思う。ヤフーや楽天などは今や中国の同業のまねをしている。この  
ような分野では中国は力強く成長している。これを支えるためにベンチャーファイナンス  
のようなリスクマネーの供給も活発に行われており、そういう意味ではどこもかしこも真  
っ暗だというわけでは決してない。例えば、少し危ない会社だという見方もあるが、  
HUAWEIはサーバーと携帯のメーカーだと思っていたが、今やIBMばりのソリューショ  
ンプロバイダーでもあるし、IoTに向けた次世代の通信規格の策定のようなことでは世界を  
リードする会社の一つになっている。ドローンのメーカーで、世界シェアの7割を押さ  
えているのはDIJである（資料P7）。

このように、ニューエコノミーについては相当元気な部分があり、ニューエコノミーのメッカと言われている深圳などはいまだに絶好調という感じである。

再び暗い話になるが2009年以来の高成長は投資バブルの産物であると言わざるを得ない。4兆元と言うが、空前絶後の金融緩和で銀行に貸しまくれと言っていたせいで、とてつもない投資の引き金を引いてしまったわけである。2009年から固定資産投資という製造業の設備投資、不動産投資、中央政府のインフラ投資を全部合算した数字、土地代も入った数字であるが、その2009年から7年分足し上げると260兆元という数字になる。これは中国人も知らない数字でこの数字を聞くとみんな言葉を失う。日本円で4,000兆円分ぐらいである。これだけ投資を増やせば景気は良くなるという話であるが、問題は資金調達のあらかたは有利子負債で行っているということで、利息も付けて借金を返せるのかということになった途端に、ちょっと難しいという話になっているのが、今の中国の抱える最大の問題である。もうからない投資、要するに「なんちゃって資産」である。厳格に資産査定をし直すと、どれだけロスが出るのか分からないような『資産』と、そのために調達したということで、返済が難しい不良債権予備軍のような『負債』、バランスシートの両側にごみが大量に積み上がってしまったというのが、今の中国の困難の最たるものである（資料P8）。

第1四半期のリバウンドについてであるが、ほかのインディケーターも見ると、決して健康な現状ではないことがよく分かる。資料P9に4つグラフを載せてあるが、左上のグラフは、中国の公式統計が示す以上に大幅な金融の緩和、流動性の供給が続いている実態を示している。最近、人民銀行の統計には地方政府が資金調達を省単位で発行する地方債に大幅にシフトしていることが載っていない。日本のマスコミは全然認識していないのではないかと思うが、これが人民銀行の統計に載るか載らないかで見え方が全然違ってくる。これが載っていると、資金を非常に多く供給しているように見える。では、資金がジャブジャブになっているかということ、なっていない。なぜか。例えて言うと寒い冬で川が岸のほうから凍り付いていって、川の真ん中がちょろちょろ流れているような状態で、回収が期待できないようなところに金を貸し込んだので、資金の循環全体が非常に悪化しつつある。回転速度がどんどんスローになっていて、追加で資金供給をしないと金回りが凍り付いてしまうような感じを受ける。

なぜこの期に及んで住宅価格が上がるのかという話であるが、景気の先行きについて皆相当怖がっている。「このようなご時世には実物投資は危ないから、不動産を買っておくのが一番安全だ」という話である。「地元政府は絶対に不動産価格の暴落を許さないはずだ」という、政府の介入に対する信仰のようなものが国民のリスク判断をゆがめているようなところがある。

リバウンドの後、鉄鋼価格が上がった。これは直前にあまりにも売られ過ぎていたというところもあるし、そのリバウンドというところもあるが、要は今や金融商品だと見たほうがよいということである。

マネーサプライ、M2があまり伸びない中で、M1が伸びてシザーズのような格好になっ

てしまっている。種明かしをすると、企業が貸し渋りを恐れて定期預金から当座預金に移している。

全体として見えてくるのは、金融がリスクを取れなくなっていくつつあるということである。皆リスクアバーターになっていて、中国特有の、「だから不動産へ投資する」などという変な現象も含めて、相当傷んできているのではないかという気がする。IMF のレポートも金融が危ないと指摘している。企業と政府の総債務を合わせると GDP の 2.5 倍になったというのはよく引用される数字で、これが危ないと言われているわけである。IMF のレポートを見ると先例があって、資料 P10 の左の折れ線グラフの時間軸を新しくすると、右のグラフの China になるわけである。そしてその後で何が起きるか。日本、タイ、スペインが危ないのではないかなるわけである。

実際には 2014 年、「ニューノーマル」と習近平が言い出して以降、新規の投資にはブレーキが随分掛かったと思う。それにも既得権勢力が相当抵抗していたが、少なくとも 2014 年、2015 年については、目標成長率も少しずつ下げたという実績があるにもかかわらず、この総債務/GDP 比率の曲線はリニアに上がり続けている。

2010 年、2011 年ごろは横ばいになっている。その対比で言うと、なぜなのかがよく分かる。この横ばいの時期は分母の名目 GDP は年率 17~18% で伸びていた。今は約 6% である。要するに分母の伸びが 3 分の 1 にまで落ちてしまったことに加えて、分子のほうでは新規に投資というのはいわゆるゾンビ企業である。利息すら払えないというのが増えてきていて、延滞利息が雪だるまのように負債に加算されるという事態が起きている。そういう理由で総債務/GDP の伸びが止まらないが、去年の年末以降、このゾンビ企業退治ということに火が付いたように言い出したわけであるが、これは結局損失処理という格好で銀行のバランスシートから外すしかないが、本当にやれるのだろうかということになってきている。

不良債権問題が相当傷んでいると思わせるのは、例えば銀行株の株価である。業種別に見て PER が 1 桁しかない業種は銀行業だけである。銀行はもともともうからない業種なのかというと、そのようなことはない。2007 年には PER が 35 以上あったわけで、やはり 4 兆元の投資が始まって以降急激に落ちている。資産が非常に膨張している割にはもうからないこともあるのだと思うが、このデータについて、マーケットは銀行の財務諸表を信用しておらず、銀行の自己資本はそれほど残っていないと見ているのではないか。公式統計では不良債権比率を 1.7% と言っているが、軽度の不良債権を合算すると 7% になる。民間の試算はもっと高い。2 桁という試算もある。特にゾンビ企業がつぶれないという神話で守られている国有企業だということを考えると、痛み方は相当大きいのではないかという気がする。だからといって、長銀のように国有化するまでもなく、今でも国営であるから、自己資本が飛んでしまったと言えば、それは財政から資金注入すればよい話だろうということではあるが、そうなる前は、銀行として体力を奪われて、リスクが負担できなくなるという現象は起きてくると思う（資料 P11）。

ポストバブルの時期の長期金利の動きをグラフにすると資料 P12 のようになる。日本とアメリカをプロットした上で、中国はどうなっているのかを赤い折れ線で指示した。最近中国で、民間投資のスピードがスローダウンしつつある。国務院は何とか民間投資を復活させなければいけないと言っているが、ポストバブルの時期にはスローダウンして当然だ。これはバランスシート不況であり、自分のバランスシートが傷んでしまったことに気が付いて、必死になって皆借金を返し、資産を売った結果、資金需要は減って、長期金利は下がり続けるという現象が中国でも起きているのだと思う。ピークは 2014 年の 1 月だったから、もう既に 2 年半たっているが、日米の洗礼のようなものが普通だとすると、あとは 7~8 年は掛かるような感じになるわけである。

というのはいくら何でも悲観的過ぎるかということ、財政部長の楼繼偉、この人は今の国務院の閣僚の中では一番経済がよく分かっている、学者も務まるぐらいの人であるが、その人が過去何回か、「これからの中国経済は 5 年、10 年は冬が続く」と何回か発言している。それはこのような絵図を頭のどこかに置いているからだろうと思う。

最近証券会社のレポートなどを見ると、営業上の必要で中国も来年は底入れするのではないかと書いてあるが、当分冬だと思う。例えて言えば、暴飲暴食が過ぎて、ある朝、お父さんが起きられなくなってしまった。そういうときは布団かぶって寝るしかないわけである。それがポストバブルである。そのときに、「いや、今晚も大事な接待が」とか言って無理して出て行くと、救急車で運ばれることになる。要するにハードランディングを起こしてしまうということであるが、こういう時期であるから、低成長に甘んじなければいけないと思う。2020 年の GDP を倍にするという目標は、このようなことになるとは思っていなかった時代に作られた目標で、しかも、習近平がそれを「チャイナドリーム」にしてしまったものであるから、自縄自縛で苦しいことになっている。既得権勢力は、「アンタが自分で言ったのだから？」と、景気重視路線を習近平に強いるようなことになっていて自縛から抜けられない。いずれにしても、民間投資はいくら激励しても駄目で、あとは政府が財政で支えるしかないのであるが、問題なのは中国でも公共投資は地方政府が主力なことである。ところが、地方政府は今でも十分に借金漬けで、もうこれ以上は借りられない。つい先日までは半年とか、3 カ月の間、シャドウバンキングや高利貸しで資金繰りを付けていたわけで多重債務者のようである。それぐらい資金が普通の形では貸してもらえないところまで追い込まれていたわけで、2015 年は下手すると地方財政危機が起きるのではないかと心配されたときがあった。

さすが一党独裁はやるときはやるなと感服したのは、その 2015 年の 5 月に新しい制度が始まった。省が自分の管轄区域内の市以下の地方政府の借り換え分も含めた資金調達、資金需要を全部アグリゲートして、省の名前で地方債を発行して傘下の地方政府に分配するという新しい省級地方債が始まったわけである。5 月から去年の年末までの間に 3 兆 6,000 億元の新しい地方債が発行された。ことしはもう 5 兆元を超えている。来年は 10 兆円以上になる。中国の国債の発行残高は 11 兆ぐらいしかない。だから、来年には国債の発行残高

を省の地方債が抜き第二財政になるということである。

このように多重債務者として破産宣告をせざるを得ないようなところまで追い込まれてはいたはずの地方政府を救済する代わりに、これからは厳格にデレバレッジを始動するという取引だったはずである。ところが、最近景気重視路線が勢いを増す中で、そのこのところのディールは雲散霧消して公共投資による新規の資金調達もここで賄うような方向にこれから行くという感じがする。

最近中国人から講演を頼まれることが増えてきたが、資料 P14 のグラフを見せて、日本の二の舞にならないようにと話している。中国の総債務が GDP の 2.5 倍で、これは危ないのではないかとされるが、いや、日本は 3.8 倍であると言っている。

2007 年に政府の負債は 800 兆円しかなかったのが、今や 1,100 兆円になった。毎年平均で GDP の 7~8% ぐらいずつ一般政府の負債が積み上がっているわけである。こうなった理由は、世界一の借金王だと自嘲した小渕首相の時に、バランスシート不況を何とかするために政府が財政出動で社会の安定を保ったからである。そのおかげで 90 年代後半、国民はそれほどひどい目に遭わなかったが、代償として政府の財政に返せない借金がたまったという、日本の歴史を説明して、やり過ぎると日本の轍を踏むことになると言っているが多分踏むだろう。

ということで、中国経済をまとめると、マクロの経済運営は基本的にはやはりデレバレッジで我慢しながら越冬していくというシナリオになると思う。そこで仮に公共財政に頼むにしても、無理をし過ぎると 2022 年までたどり着かなくなる可能性があると思う。

ただ、その間じっと布団かぶっておとなしくしていればよいというものではなく、やはりアベノミクス的なサプライサイドの改革をやらないと、未来の成長のエンジンが消えてしまうと思う。そのサプライサイド改革とは分かりやすく言うと、うまくいっているニューエコノミーを一生懸命育てると同時に、債務による過剰設備で傷ついてしまったオールドエコノミーをダウンサイジングし、リストラし、損失を処理するという車を車の両輪のごとく進展させていければ、10 年後には中国経済は面目を一新できると思う。ニューのほうは、それなりに進んでいる感じがするし、そこに向けては李克強は努力した部分があると思うが、オールドが進んでいない。やはりこれは共産党の岩盤なのだなという感じが強くする。習近平も、三中全会の改革などで、妥協しながらではあるが、だが、国有企業という形式は維持するとしても、これだけ社会的にいろいろな資産を占有している割には経営効率が悪くて全然もうけがないという部分だけは直さなければいけないから、コーポレートガバナンスだけはしっかりやろうというのが、三中全会の国有企業対策のエッセンスだったが、今はそのコーポレートガバナンスをしっかりとやるということも含めて、どんどん後退している感じがする（資料 P14）。

マクロ経済の運営でも景気重視路線、ミクロの経済改革でも守旧派のほうへ偏っているということで、一体何なのだということであるが、それは中国も政治の季節に入ったということであり、恐らく先ほどの「権威人士」といった改革派の側近たちは、今は人事の季

節だからしょうがないのだということで、2018年に三中全会をやるので、その青写真を作っているなら良いが、そういう動きも全くないことになると、習近平政権は2022年まで続けるのは難しくなると思う（資料 P15）。

長期人口動態のくびきから逃れるすべがないという話であるが、生産年齢や労働人口は減少期に入っているが、向こう10年は年金制度の改革もあり、支給年齢の引き上げをしていくから、マイナス効果がオフセットされる。だが、2030年が近づくと、ノーズダイブするように労働人口の減少に拍車が掛かるわけである。年率1%近く労働人口が減る時代が来る。そうすると成長を続けるのは難しい。アベノミクスと同じで、中国も中期の改革をきちんとやっていかないと全要素生産性の向上は見込めないが、この全要素生産性を年率1%以上向上させていくのは簡単にできる話ではない。だが、仮に生産性を1%向上させても、労働人口が1%減ったらゼロ成長になってしまうわけである。そういう未来を考えると、やはり中国にはあまり明るい未来は待っていない気がする（資料 P16）。

去年の年末に無条件で二人っ子まではOKという規制緩和が行われたが、これで出生が回復するかというと、現在の出生率は1.4ぐらいだと推測されているが、これが1割回復して1.55ぐらいまでは期待できるかもしれないが、それ以上は無理である。なぜかという、規制があるから生めないという時代ではない。1人の子供を育てるのにあまりにも金が掛かり過ぎるといふ経済的な壁が問題で、規制の緩和ぐらいでは元に戻らないと思う。にもかかわらず、年間1,500万人ぐらいの出生という現状を大幅に改善して、年間2,000万人ぐらい子供が生まれる効果は見込めるという超能天気楽観論を言う人もいる。だが、そういう人に限って、そのようなことになったらまた大変なことになるといふ副作用が見えていない。それは何かというと、年間500万人オンされることになると、10年間で大体4,000万人ぐらいは人口が増えるわけである。この人たちはその後20年間は扶養される側に居続けるわけである。ということは、労働人口の比率はさらに押し下げられるわけで、2020年代の中国はもっと経済成長できなくなる、貯蓄も相当減る。能天気派は、そのように急激に人口が増えたときの副作用が頭に入っていない。そういうことにはならないと思うが、全体として中国はやはり人口動態のくびきという点では日本の轍を踏んでしまってもう手遅れという感じがする（資料 P16、17）。

私が2012年以來ずっと言っている話であるが、アメリカのGDPは抜けないが、ただし、今すぐ崩壊ということにもならない。それはなぜかという、一番大きな理由としては中央財政が今のところ抜群に健全だからである。日本の財政赤字はGDPの2.4倍であるが、中国の同じ数字は20%ぐらいでしかない。日本の10~12分の1ぐらいの財政赤字、中央財政単体ではそういう数字である。

なぜ健全なのかという、理由は簡単で、中央財政がほかの国と同じような仕事をしてこなかったからである。例えば農民に対する社会保障、5年前10年前にはそのような概念すらなかったところから始まっているわけで、その結果として非常に財政が健全で、しばらくの間は、先ほどの地方債ではないが、財政にしわ寄せする格好で時間稼ぎとか、先送



り等も含めていろいろなことがやれる余地が残っていると思う。

ただ、冒頭で申し上げた IMF のレポートの中に、マスコミはどこも取り上げていないが、私が見るところ一番大事な数字はこれだというのがあり、それは何かというと地方政府や、建設ラッシュの新幹線などの鉄道も全部足し上げて正味の財政赤字がどのくらいの規模があるかを推計していることである。それによると、広義、狭義の両方があるが、2016 年の中国の財政赤字は狭義でも 8% 超え、広義によると 10% を超えている。これ笑い事ではない。この財政赤字の規模を 10 年間維持すると、今の 250% で大変だと言っている数字が 330 ~ 350% になる。今の日本と変わらなくなるということである。成長率 6.5% とか言っているが、裏側はこういうことである。

ただ、もっと問題なのは、中国の財政が本当に厳しくなるのは 2030 年以降だということである。それは年金債務が原因である。日本の GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) のような積み立てが一切ない。完全な pay-as-you-go になっているわけであるが、高齢化の急速な進展によって 2030 年以降、この財政負担が重くなる。2012 年に改革派の経済学者たちが、この年金債務が実は大変重くなるのだと社会に対して警告するために、ある研究をした。国家の資産・負債の長期推計をやったわけであるが、その中で、「2050 年にはこの年金債務のせいで GDP の 100% の負債が新たに生まれるのだ」という警告をした。それは非常に意味のある警告だったと思うが、今日振り返り、あのとき成長率の推計はどのような前提だったのかと見ると、名目の数字であるが、2020 年に 10.2%、2030 年 8.2%、2040 年 6.2%、2050 年になると 6.0% という前提である。今や既に 7% を割っているので、私の独断と偏見で推計を置き直して計算した結果、年金債務は、物価上昇も低くなるので少し修正をしているが、複利計算の威力のような話であるが、分母が伸びなくなる結果、「100% を超える」と言っていた数字は 400% を超えてしまう。2030 年以降はこういう未来が待っている。だが、中国はこれまで自分たちでも高成長がまだまだ続くというイナーシャがずっとシェアされてきているから、ここら辺の見通しがまだまだ甘い。このような未来なのだとすると、その手前の 2020 年代にもう 300% を超えてしまうような世界にしてしまって、この先国の安定をどうやって維持するのかという話である。それを考えると、南シナ海の膨張主義とか、おまえら大概にしろよという気がするわけである (資料 P18、19)。

人民元の行方についてだが、晴れて SDR のバスケットに入ったわけであるが、足元で言うとうと、やはり中国の先行きが悲観論のほうへ振れている影響で、様相が変わりつつある。去年の夏に人民元の暴落と株価バブルの崩壊という騒ぎがあったわけであるが、そこで相当な資金流出が起きたわけである。ジョージ・ソロスがまた空売りしているとか中国人が言うだけではなく、日本の新聞の中にもそう書いていたのがあったが、仮にそうだとすても小指の先ぐらいの影響しかない。資本流出と言われている現象の下手人は誰だと言うと、捕らえてみればわが子なり、全員中国人という話である。もう少し厳密に言うと、中国企業、中国個人プラスオーバーシー・チャイニーズ、香港、台湾、シンガポールというよう

なところの人たちも含めて、そういう広い意味での中国人が圧倒的な元売りの担い手である。BIS が、資本流出問題が深刻に言われていた去年の第 3 四半期を題材にして、どういう要因で元売りが行われたのかを分析したレポートをここの 6 月に出した。それを見ると、ドルで短期の借金をしていた中国企業が、これからはドル高・元安と聞いて、慌てて期限前償還したのが大きかったことと、先ほどの香港、台湾、韓国、シンガポールの非居住者による人民元預金がものすごい勢いで解約されたというこの 2 つが全体の 7 割ぐらいは占めていると分析をしている。外国人はまだ全体を揺さぶれるほどの玉を手にしていない。アメリカはどうも利上げするらしいという予測の下でドルが強くなり、元が安くなっている。特に国慶節以降かなり進行している感じがある。1 ドル 6.8 元を割りそうである。理由の一つとして、国慶節の前後に不動産抑制策が実施され景気下振れるというので、富裕層が資産を海外に移すというような流れもあり、これが元相場にも影響しているのだと言う人がある（資料 P20）。

最近私はハッとさせられるような論文を読んだ。アメリカのトレジャリーの OB で、今は外交評議会の研究員という肩書である、Satser 氏の論文だが、世の中は IMF も BIS も過剰債務が問題だと言っているが、これは要するに過剰貯蓄なのではないかという話である。言われてみればそのとおりだというような感じがする。資料 P21 の左側のグラフを見てもらうと、要するに 2014 年から 2015 年の夏にかけて不動産から株へマネーが動いた。株のバブルが崩壊した後にまた不動産にマネーが動いたということで、要するに中国のマネーは行き場を求めて右往左往している感じがするわけである。ただ、これまでは外に出る道がなかったものであるから国内で株だ、不動産だ、いや、また株だというような右往左往だったが、これからは第三の道で海外となるかもしれないという時代になりつつあるということかもしれない。人民元の国際化とはそういう面がある。Satser 氏は、過剰貯蓄という問題が根本にあるのだとすると、今のように過剰投資を何とかしると、そちらにばかり光を当てるのはバランスが悪く、過剰貯蓄を解消して、消費に回すような誘導をしていかないと、行き場を失った過剰貯蓄の行き先がなく世界経済にもよくないと言っている。

ということで、過剰貯蓄の輸出が大量に急激に行われると、これが世界経済をリスクにさらすという、この見方は今まであまりされてこなかったと思う。ここが、私が非常にハッとした部分である。

ちなみに GDP ベースの数字であるが、貯蓄と資本形成の貯蓄投資ギャップというのは、世界銀行のデータによると資料 P21 の右側のグラフのようになっていて、仮にこれに名目 GDP 値を掛けると貯蓄の過剰は年間のフローで 2,000 億ドルぐらいのペースである。2,000 億ドルは大したことがないと思うかもしれないが、やはりマネーが動くときはストックではなく、根っこから動く可能性がある。そういう金リスクにおびえて跳んだりはねたりするようなことになると、これはとんでもないことになる。人民元レートが急激に下がり、それを阻止するために中国の外貨準備が落ちるといったことが起きると、去年の年末に実証されたように新興国経済ががたがたになるようなリスクが高まるわけである。日本では

資本流出という、例によって中国経済崩壊かという話になるが、そうではなく、むしろダメージは中国以外の地域に来るのではないかという部分も含めて、実は過剰貯蓄の行き場の話なのかもしれないという気がする。

ちなみになぜこのような過剰貯蓄なのかということ、よく言われているのは、社会保障が不完全なので貯蓄するということだが、実はもう一つ原因があると私は思っている。それは人口動態である。急激に貯蓄が伸びたのは 2000 年代以降である。これはまさに WTO 加盟後の急激な経済成長ということであるが、それと同時に、そのころに子供の出生が急激に落ち込んでいる。これによって家計の子供養育負担が急激に軽くなって、それが貯蓄に回っているようなところがある。

実はこれは日銀の副総裁をしておられた方が、日本のバブルもやはり人口動態との関わりがあったのではないかという見方が日銀にもあると言っていたが、私は中国もそれで説明できると思っているし、日銀の OB の方も、中国のそのことをインプライするような、日本の轍を踏まないようにというようなことを過去、中国に行ってブリーフィングしている方がおられたが、しっかり轍を踏んでしまっていることがある。

人民元は SDR のバスケットに入ったが、それを花道にして、これ以上国際化を進めないことになっているようである。今資本勘定を自由にするのとてつもないことが起きる可能性がある、それは暫時の対応としては正しいと思う。しかし、それは抜本的な解決にはならないわけである。世界はやがては中国にたまった過剰貯蓄の不均衡をどう回復していくのかという問題に向き合わざるを得なくなる日が来ると思う。

それから、私の専門ではないが、政治について経済から見るとこう見えるという話をすると、私は共産党内の体制の危機感是非常に強いと思っていて、そういう意味では、例えて言うと習近平というのはノーアウト満塁でリリーフに出てきたエースのような感じなのだと思う。誰も予想しなかったような政治的変化がたくさん起きたが、これはリリーフエースの仮説で説明できるのではないかと思っている。習近平の使命はがけつぷちに立った共産党を救うことだと見える感じがするが、ある意味では謀反を起こそうとした薄熙来や、周永康といった連中以外にも、共産党ということで見ると、考え方は右から左まですごく幅があるのだが、共産党をつぶしてはならないというその 1 点では 1 枚岩になりますというのが中国共産党だと思うから、そういう点では、設立された当初は救国大連立のような基盤を持っていたから権力が早期に確立されたという要素があったと思う。ということは、要するに党内左右のバランスを確保しないとやはり連立政権はやっていけなくなるという部分があるので、それは経済の現場から見ると、改革派の離反を招くことをすぐにするわけにいかないし、保守派が裏切り者と怒るほど改革に徹するわけにいかないという中途半端な性格は、強いと言われる習近平政権であるが、経済から見ると、やっていることはそういうことではないかと、特に最近思う。

それから、一致団結で習近平を支えようということスタートしたとはいえ、ここまで強くなると誰も思っていなかったというのがあり、やはり 2015 年には権力確立ということ

ばかりが言われていたが、ことしは一変して悪口、不満、不平、批判のオンパレードのようになっている。北京へ行くと、習近平を良く言う人はあまりいない。ただ、それは、もしかしたら習近平が来年の人事を全部自分の意向で決めようとしているのではないか、それは冗談ではないということで、皆がおいおいと言い出したということではないかというふうに見える気もする。

アメリカには **Election Year** という言葉があるが、中国はすでに人事 **Year** の政治の季節に入っていて、習近平がどれだけ人事の主導権を握れるかが今ものすごく重要になっていて、昨今の景気重視のように守旧のほうに妥協しているというのも、そういう人事の主導権をめぐる取引という側面があるのだろうと思っている。だからこそ体制内の改革は、人事が終わったらもう一遍改革を加速しないと持たないという警告をしているのではないかという気がする。以上である。

