

# 中国の行方

習近平の経済・政治・外交

日経調・地政学リスク委員会

平成28年11月2日

津上工作室代表

津上俊哉

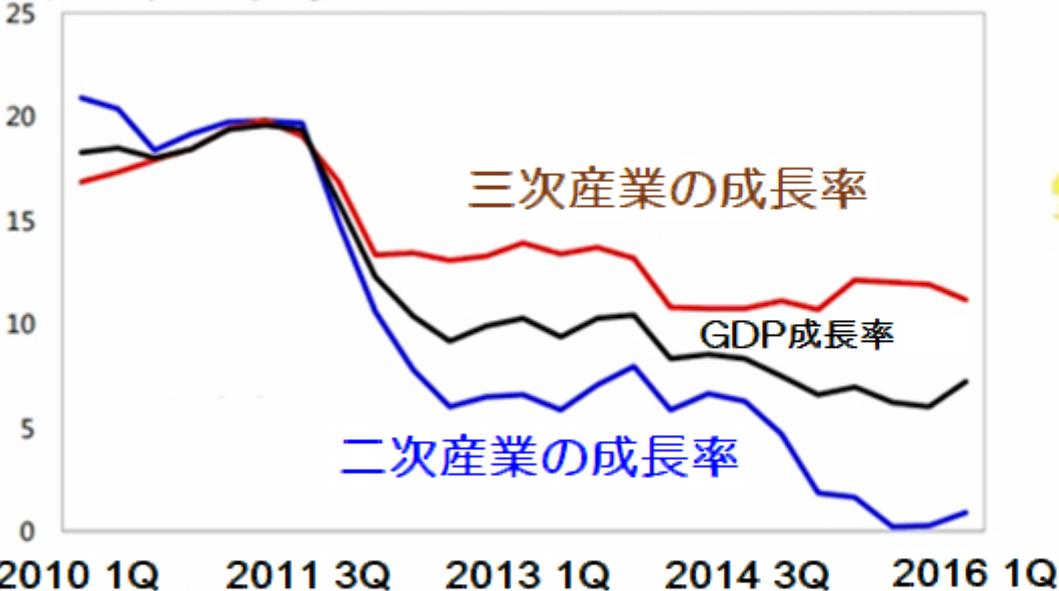


# 中国経済は”2 Speed economy”(まだら模様)

IMF 対中4条協議レポート(8月公表)から

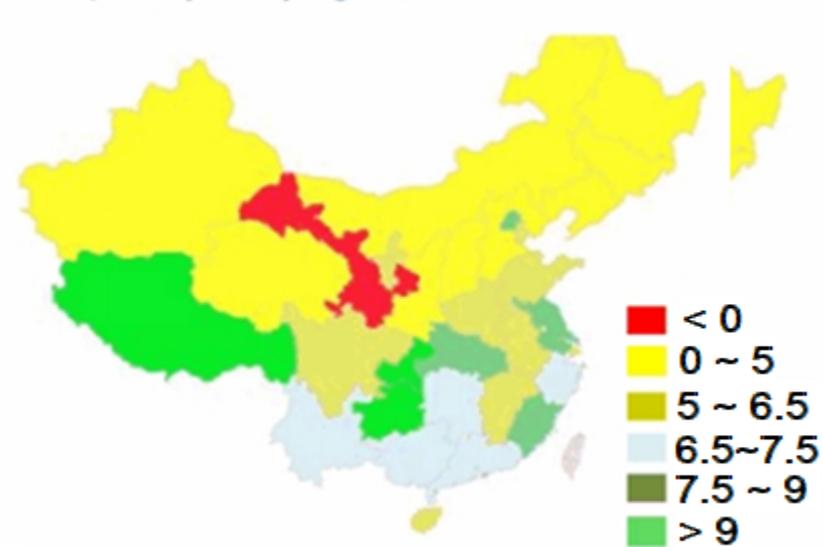
## 業種でも

(In percent, year-on-year growth)



## 地域でも

(In percent, year-on-year growth, 2015)

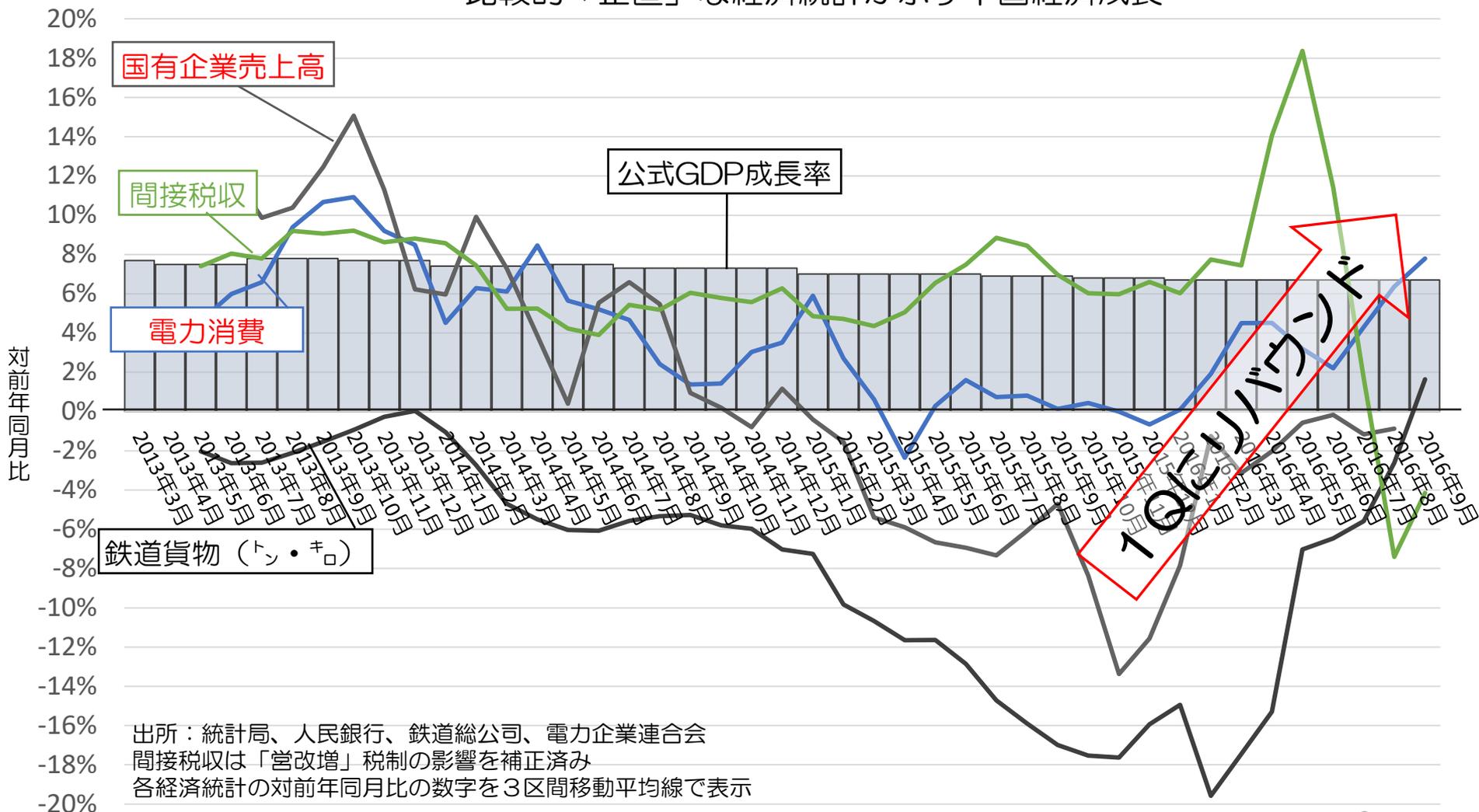


中国経済は二つのスピードで動いている (2 speed economy)

消費・サービスは堅調な一方、設備過剰問題で深刻な不況に直面する重厚長大産業・地域は、既に「ハード・ランディング」している (同レポートの表現)

# 中国景気：第1四半期のリバウンドは持続可能か

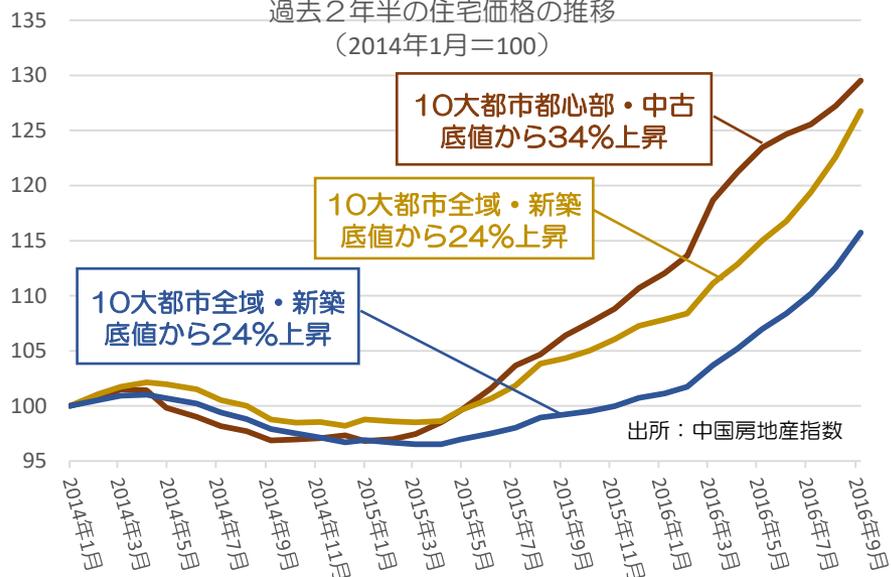
比較的「正直」な経済統計が示す中国经济成長



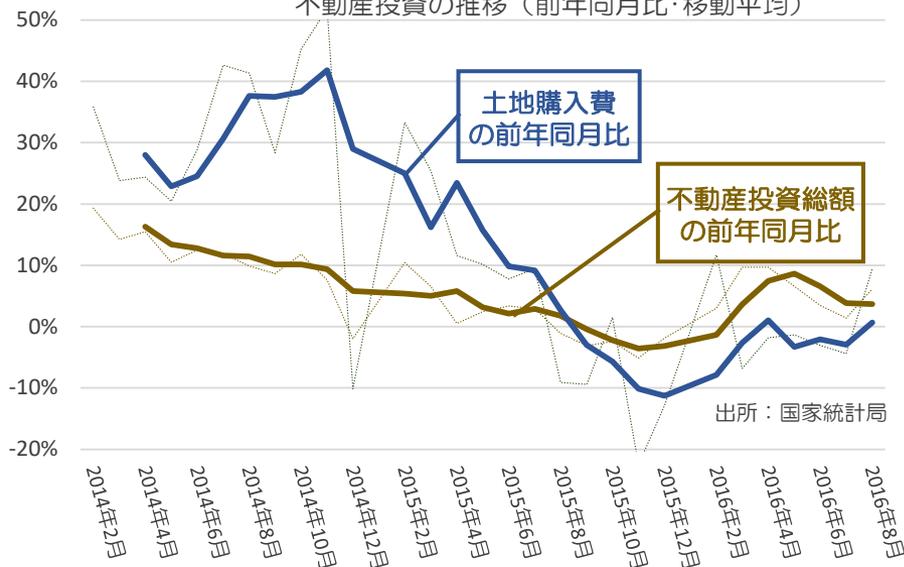
# 不動産:バブル再来!?

## 足許景気を下支えした一要因

過去2年半の住宅価格の推移  
(2014年1月=100)



不動産投資の推移（前年同月比・移動平均）



- 2015年3月末に地方都市のマンション在庫消化のために講じた**購入促進策**で価格が底打ち、その後1年半で2~4割の上昇
- 投資は価格反騰後も減少が続いたが（在庫消化）、今年初から増加に転じた（=**足許の景気下支え要因**の一つ）
- 今夏に大都市の**バブル**が地方都市にまで延焼→バブルを警戒、9月以来全国で**購入抑制策**相次ぐ→今度は**景気下振れ懸念**の声

# 景気下支えの規模を巡って内部対立？

## 人民日報(5/9)掲載の「権威人士」による批判

- 第1四半期は『**穏成長**』だったと言うが、**手法は相変わらず投資依存だ**。そのせいで一部地方の財政収支は大きな圧力を受け、リスク発生の確率も上昇した
- 今後の我が国にU字やV字型の経済回復は来ない。来るのは**L字型**、しかも**1、2年では終わらない**
- 今後は**供給サイド改革がメイン**で、**需要サイドの投資が度を過ぎてはならない**。短期的には『**穏成長**』と**構造改革**の間に**矛盾も生まれる**が、それを恐がっていたら事態はますます悪化する」
- 「**権威人士**」は**習近平の経済ブレーン**、**劉鶴**と推測されている→ということは、**習近平が李克強を批判**？
- **李克強も国務院も、批判を受けた後も「恐れ入る」気配なし**、最近**は習近平まで成長重視に重心を移しつつある**？
- **低成長に甘んじる考え**：**経済学的には正論**、**政治的には不人気**  
**国務院や地方は成長高め維持派が多数**



# IMF4条協議レポート(8月公表)



INTERNATIONAL MONETARY FUND

IMF Country Report No. 16/270

## THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA

2016 ARTICLE IV CONSULTATION—PRESS RELEASE;  
STAFF REPORT; AND STATEMENT BY THE EXECUTIVE  
DIRECTOR FOR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA

August 2016

Under Article IV of the IMF's Articles of Agreement, the IMF holds bilateral discussions with members, usually every year. In the context of the 2016 Article IV consultation with the People's Republic of China, the following documents have been released and are included in this package:

- A **Press Release** summarizing the views of the Executive Board as expressed during its July 27, 2016 consideration of the staff report that concluded the Article IV consultation with the People's Republic of China.
- The **Staff Report** prepared by a staff team of the IMF for the Executive Board's consideration on July 27, 2016, following discussions that ended on June 14, 2016, with the officials of the People's Republic of China on economic developments and policies. Based on information available at the time of these discussions, the staff report was completed on July 7, 2016.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16270.pdf>

## 【中国経済のこの一年の前向きな変化】

- 投資から消費、外需から内需への変化は順調
- 金利自由化の達成
- 預金保険制度の発足
- 新予算法の施行（地方政府予算の規律強化）
- 営業税を増値税に統合（サービス業減税）
- 年金制度の統合が一定程度進展
- 鉄鋼石炭の設備過剰削減のため1000億元予算
- 若干の国有企業で改革試点事業開始
- 一人っ子政策の廃止（無条件で二人まで）
- 一部都市で戸籍改革開始

前向きな動きもある。様々な課題にも**未だ対応可能**。ただ、**憂慮すべき問題**（下記）に対処するため、**緊急の行動が必要**

1. 企業債務の急増
2. 金融リスクの増大
3. 高すぎる成長目標

# 「中国経済はどこも真っ暗」な訳ではない ニューエコノミーは日本の先を行く



アリババTモール  
世界最大の小売企業年取扱高約5千億ドル



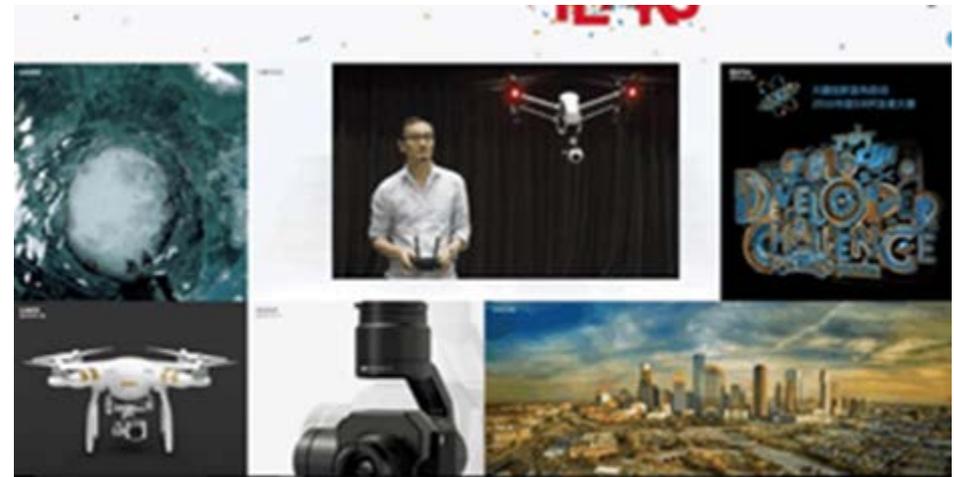
アリババ アリペイ (支付宝)  
世界最大のフィンテック企業



DDI (滴滴打车)  
中国版Uber 時価総額150億ドル



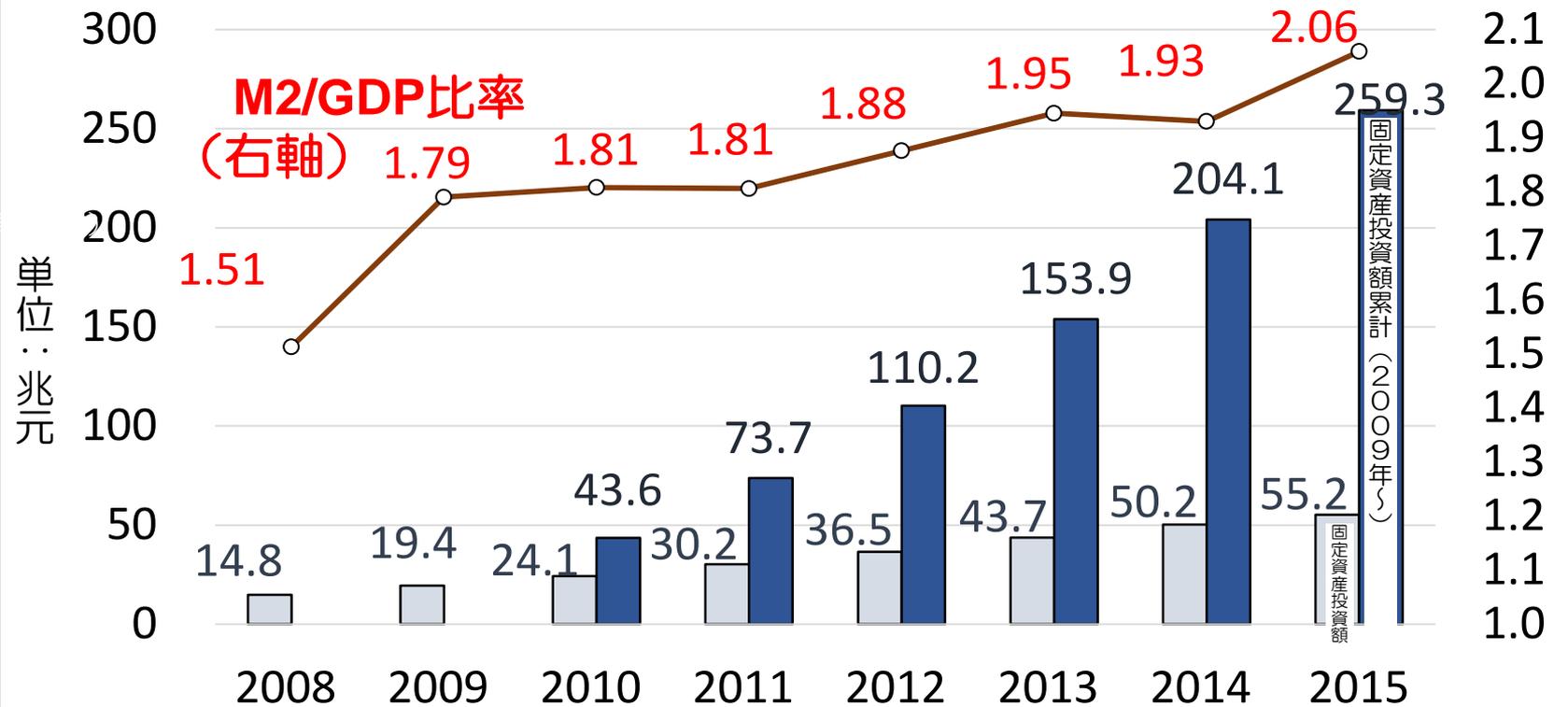
ファーウェイ (HUAWEI) : サーバー、携帯のメーカー、ITソリューション・プロバイダ、年商600億ドル



DJI (大疆創新科技) : 民生ドローンの世界シェア70%  
時価総額150億ドル

# 2009年以來の高成長は 投資バブルの産物

「4兆元投資」以降の金融緩和と投資ブーム



出所：国家統計局、中国人民銀行

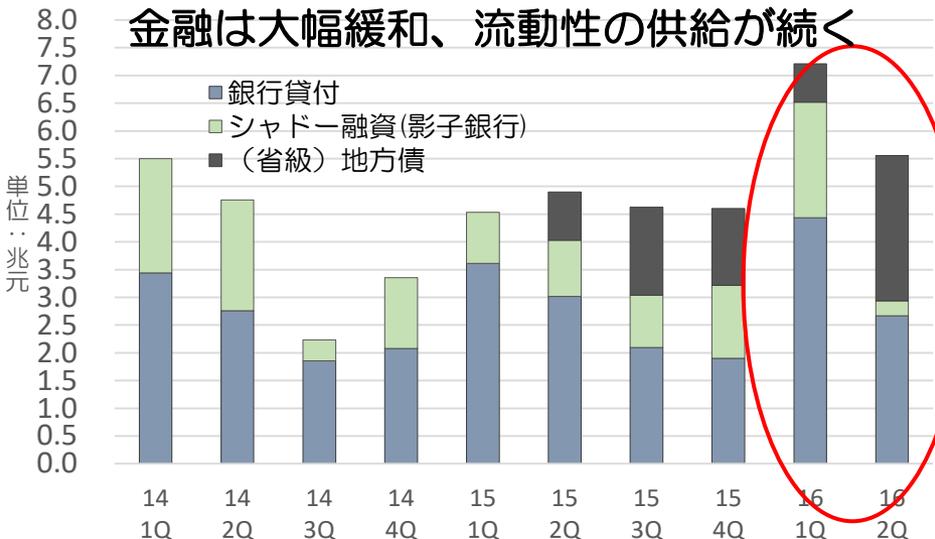
※260兆元÷4000兆円

製造業の過剰投資、住宅建設バブル、公共投資のやり過ぎ・・・  
儲からない投資と償還困難な負債をB/Sの上に大量に積み上げ

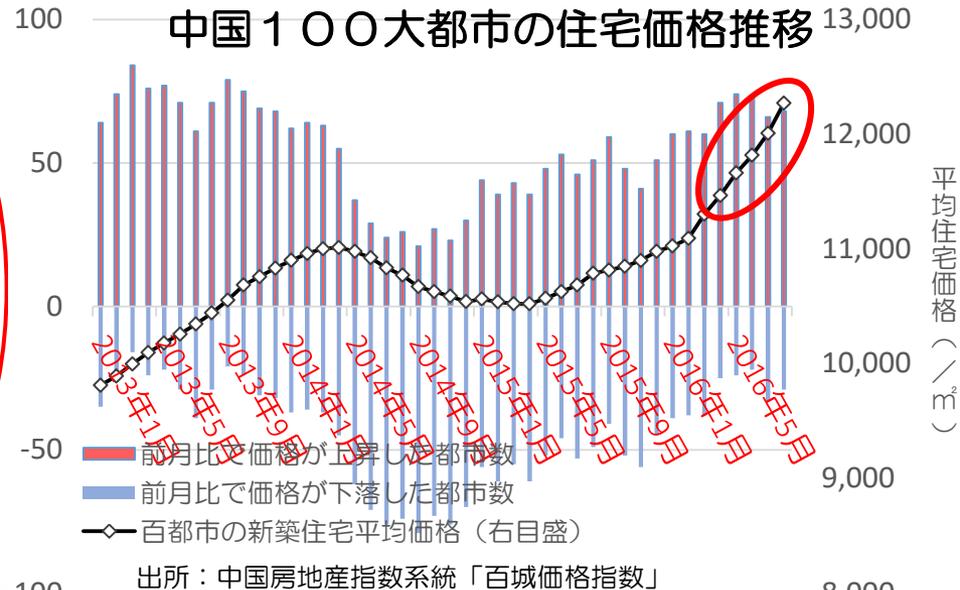
# 決して喜べないリバウンド(金融の体力低下)

- ①金融を緩和し続けないとカネ詰まりに、②実物への融資リスクを取りにくい
- ③カネが投機に流れてしまう、④企業は手許に現金を置こうとする

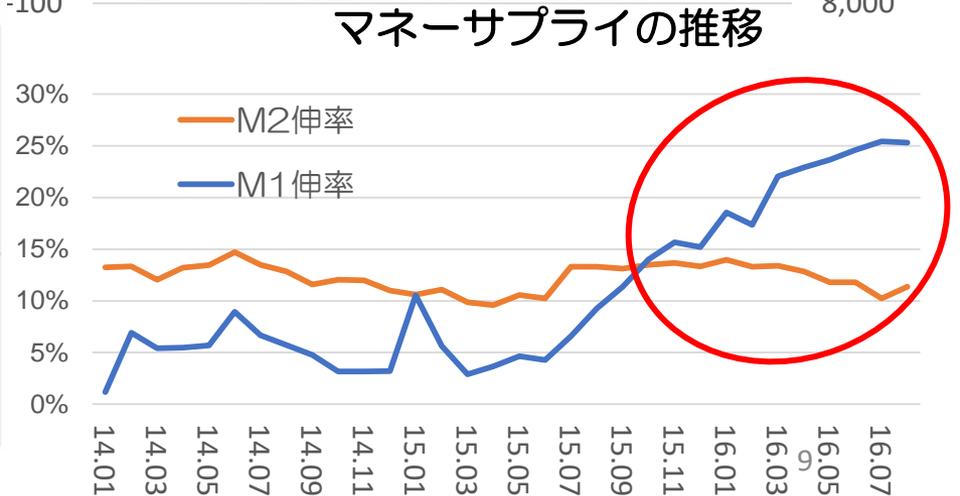
## 金融は大幅緩和、流動性の供給が続く



## 中国100大都市の住宅価格推移



## マネーサプライの推移



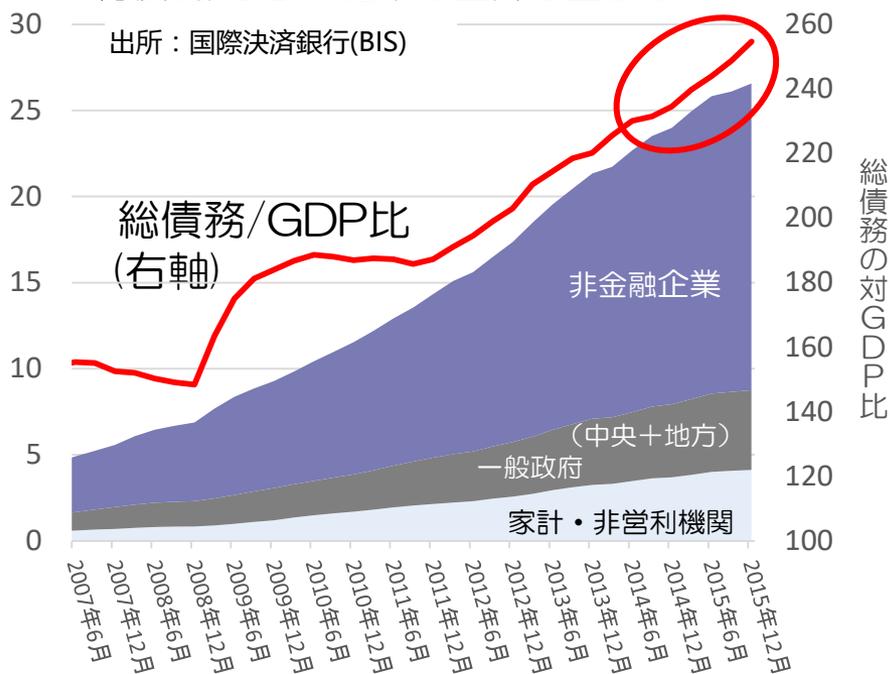
## 鉄鋼価格総合指数



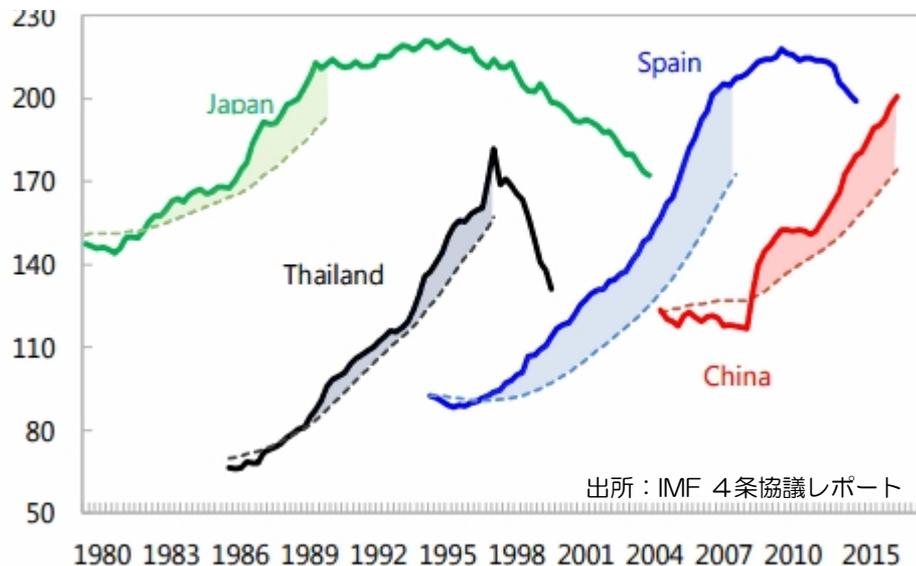
# 投資バブルの歪みは金融に集中

総債務/GDP比率の上昇が止まない

出所：国際決済銀行(BIS)



国際的な経験：債務・GDP比率の上昇を止めないと やがてハード・ランディングに見舞われる



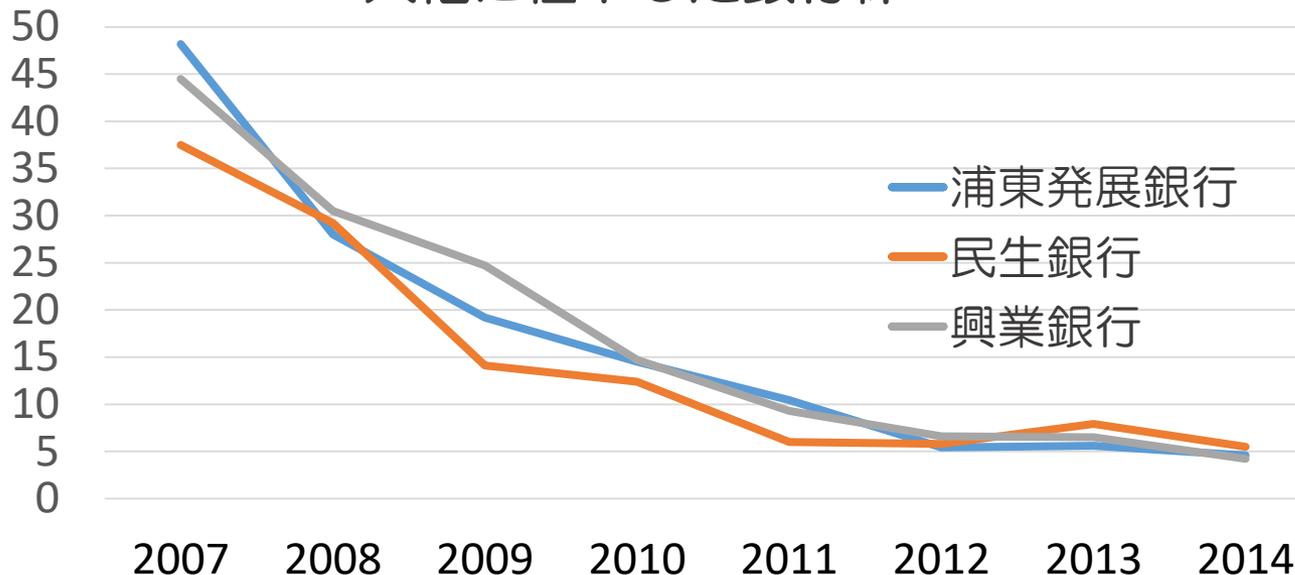
Sources: Bank for International Settlements (BIS); and IMF staff estimates.  
1/ Total credit to the private nonfinancial sector. Dotted lines represent the credit trend.

【債務/GDP比率の上昇が続く理由】

- 分母：GDPの伸び低下
- 分子：延滞が増大（ゾンビ企業）
- ゾンビは国有企業中心(過去は潰れない信仰)→危機は簡単に表面化しない
- しかし、不良債権は増大しつつあり、一部が顕在化しつつある

# 投資バブルの歪みは金融に集中

大幅に低下した銀行株PER



業種名	業界平均PER
情報技術	68
原材料	56
医薬衛生	48
電信業務	46
主要消費	33
工業	31
エネルギー	30
選択消費	29
公用事業	15
不動産	21
自動車	15
保険	14
総合金融	12
<b>銀行</b>	<b>6</b>

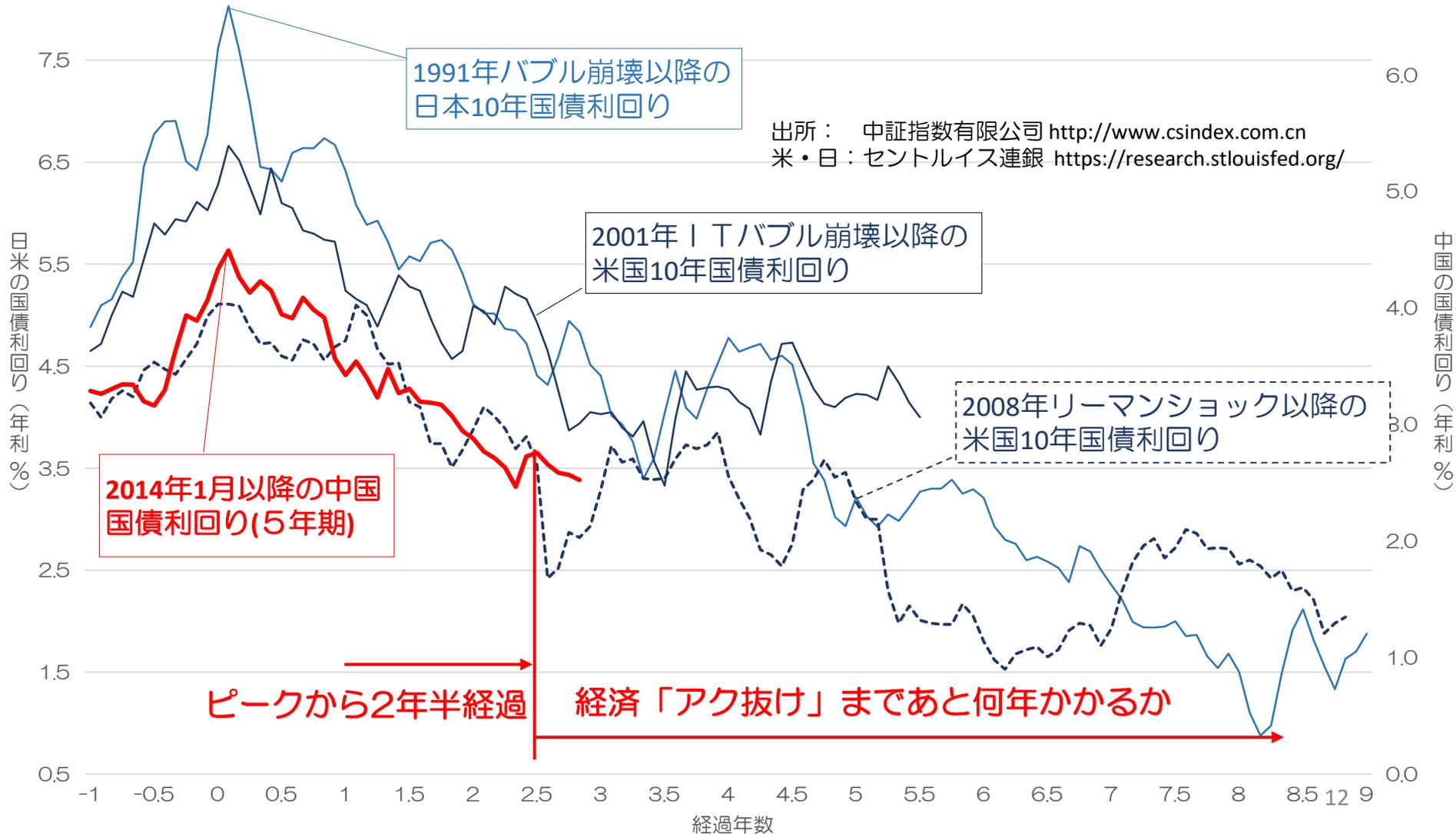
出所: 中証指数有限公司 2016/8/3現在

## 【銀行不良債権】

- 公式統計：1.7%だが、「要注意」債権を含めると、既に6.5~7%レベル
- 民間推計:8~10% それ以上?
- 銀行株が群を抜いて安いのは何故か?
- 金融の体力低下、バブル後遺症の深刻化

# ポストバブル期：民間企業は借金減らしに懸命 →バランスシート不況→景気は長いトンネルへ

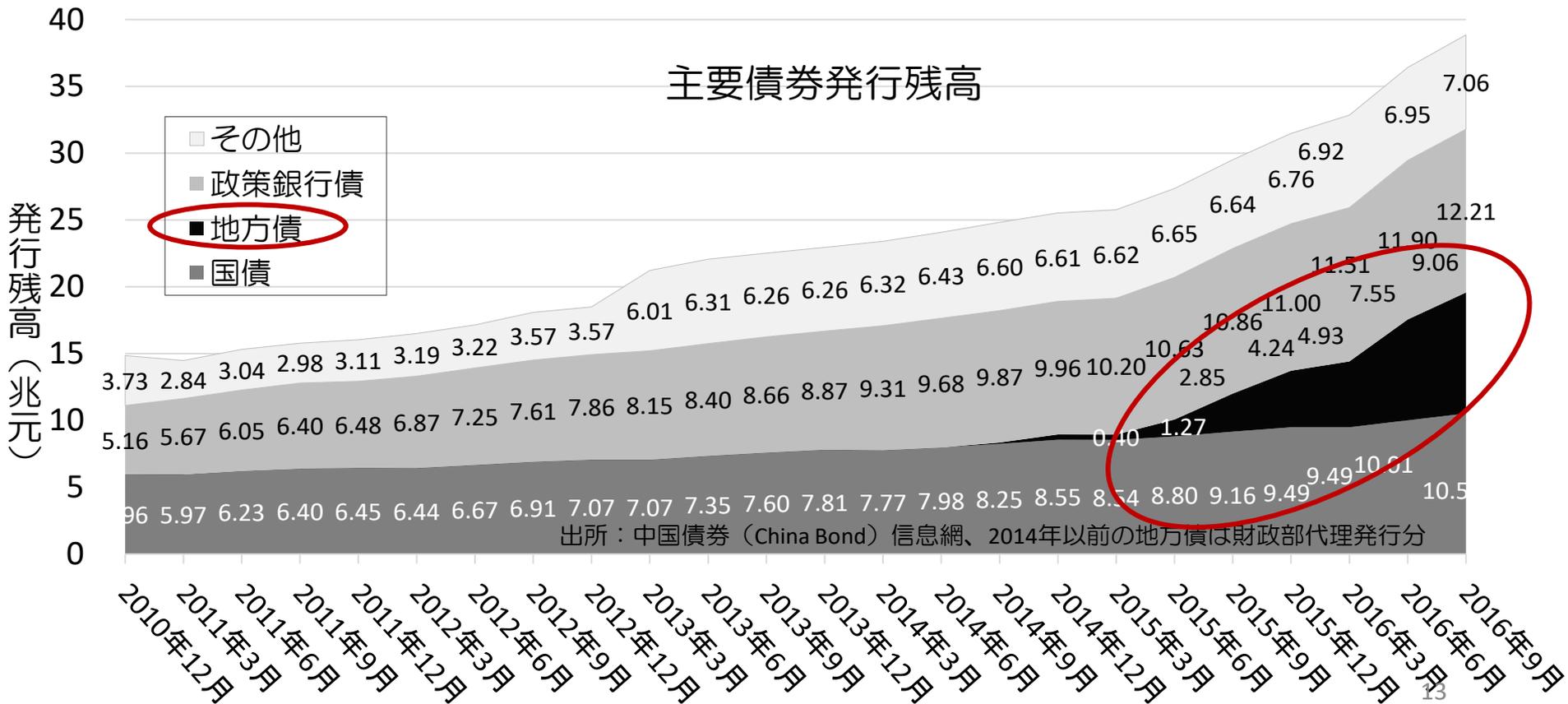
国債利回り(長期金利)の推移から見ると、今の中国はバブル後遺症の最中



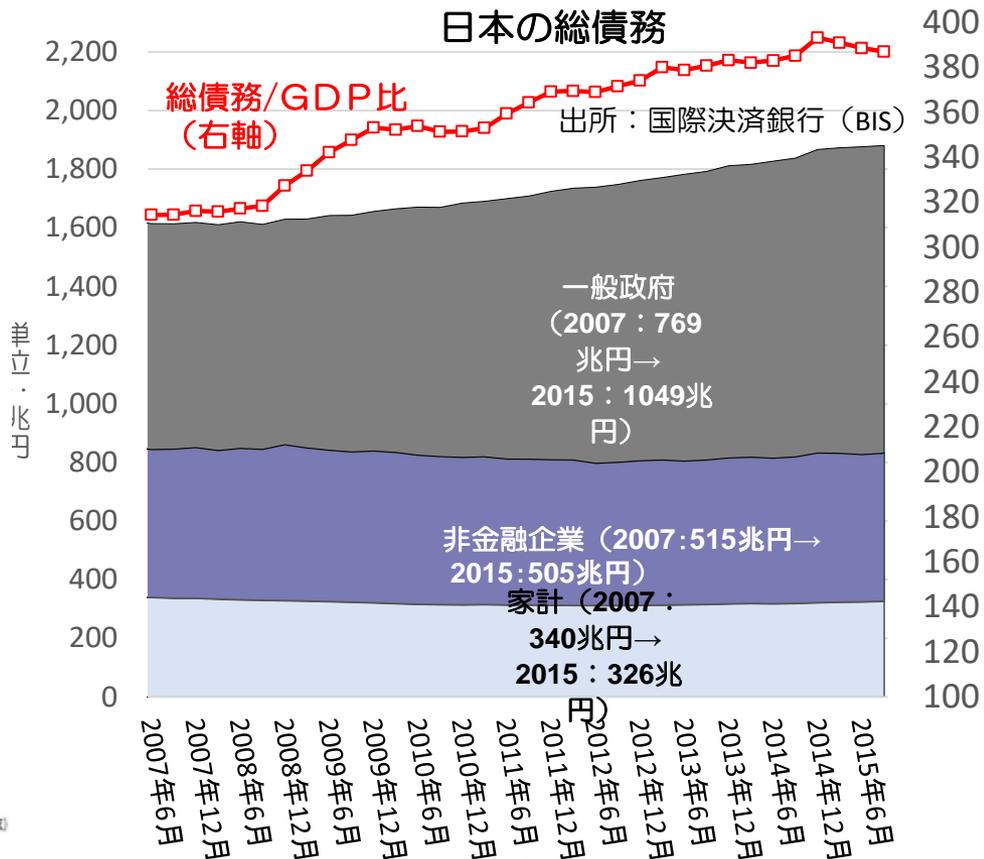
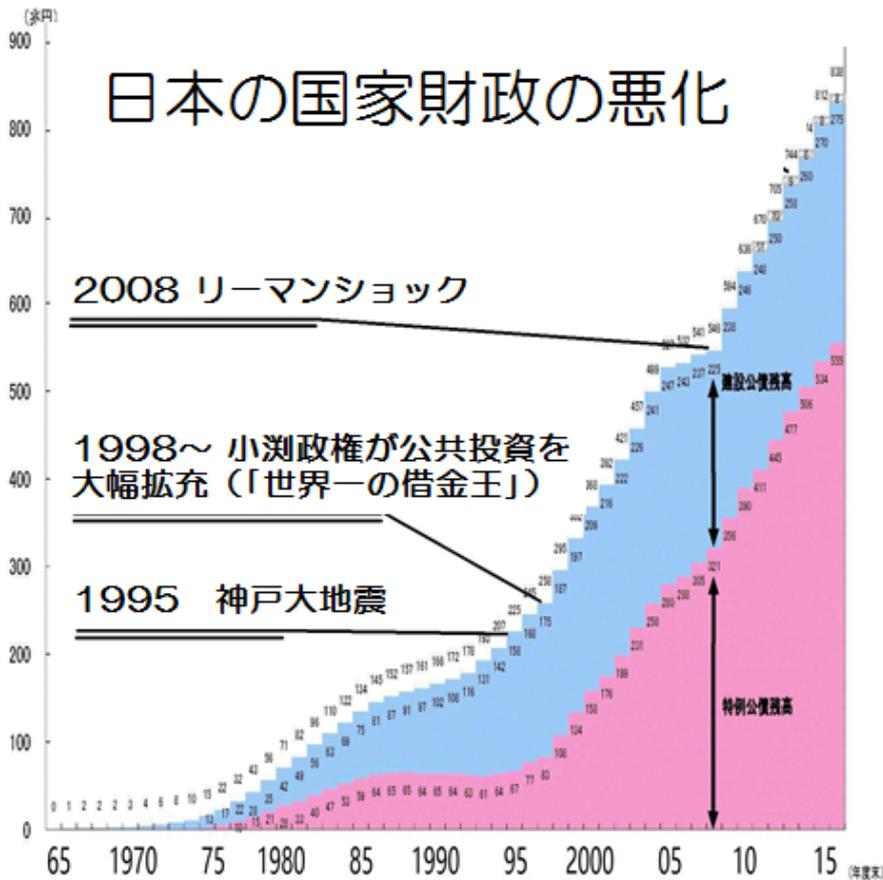
# 財政で景気下支え？

地方財政を支える中央財政の負担が加重

- 市レベルの「融資プラットフォーム」式→省単位の地方債発行に大転換  
金利・償還期は国債級の好条件 (上級政府が暗黙の保証+銀行にしわ寄せ)
- 発行残高は15FY3.8兆元、16FY09 8.6兆元→近く国債を上回る (≒第二財政)



# 「公共投資で景気下支え」 やり過ぎると日本の二の舞



日本：中央政府に債務が集中、ゼロ金利→債務危機にならないが、やり過ぎて今や返せないほどの借金。

中国：今は借金も未だ小さいが、やり過ぎると日本の二の舞

# どうなる「13次五計」中の中国経済？

(2016~2020年)

## 【マクロ経済運営】

- デレバレッジにより景気は長いトンネル
- ただし、最近では財政による景気下支えに軸足を移しつつある
- 景気下支えをやり過ぎると、財政赤字膨張で日本の二の舞になる恐れ

## 【中期課題：供給サイド改革】

- ① ニューエコノミーの育成・成長は、そこそこ進む？
- ② オールドエコノミー(国有企業)のリストラ・ダウンサイズが停滞

← 「ニュー」の成長と「オールド」の縮小の両輪が一緒に回って、初めて新しい成長エンジンが育つ（潜在成長率アップ）のだが…

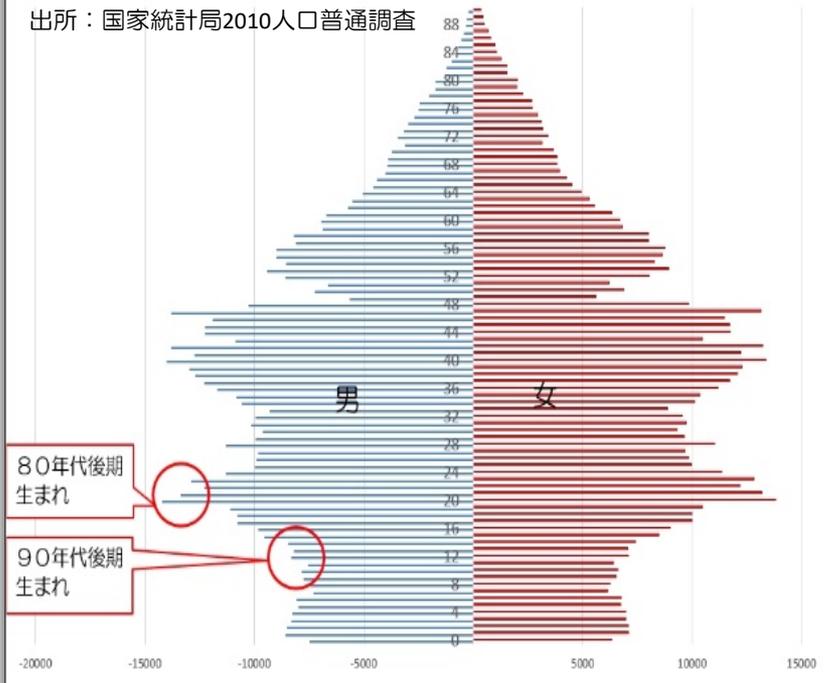
## 【最近目立つ守旧的な姿勢(景気重視・改革の逆行)】

- 来年秋の第19回党大会（**習近平2期目政権の人事**）が接近したせいで、今後1年、前向きな進展は期待できず
- 来年人事の後2018年以降に改革を再加速できるか、間に合うか

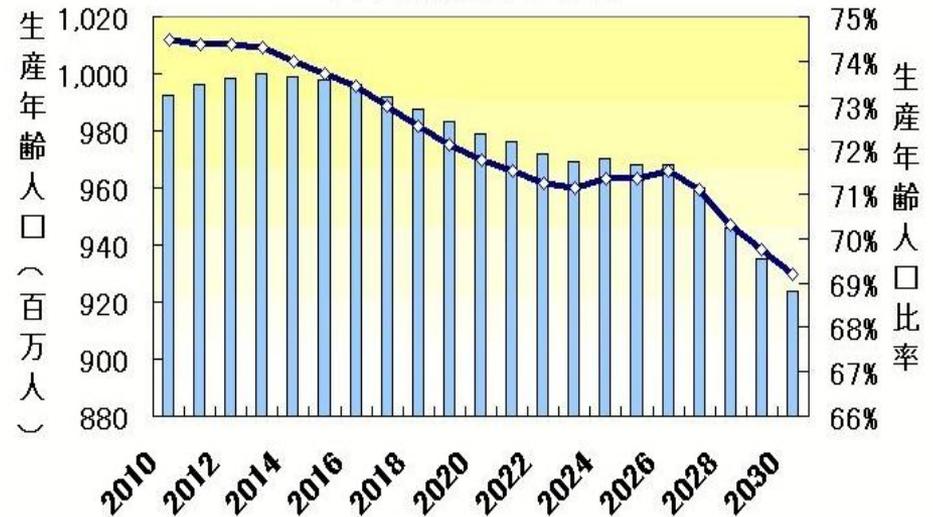
# 2020年代後半には少子高齢化で成長低下

中国の人口ピラミッド (2010)

出所：国家統計局2010人口普通調査



中国生産年齢人口推計

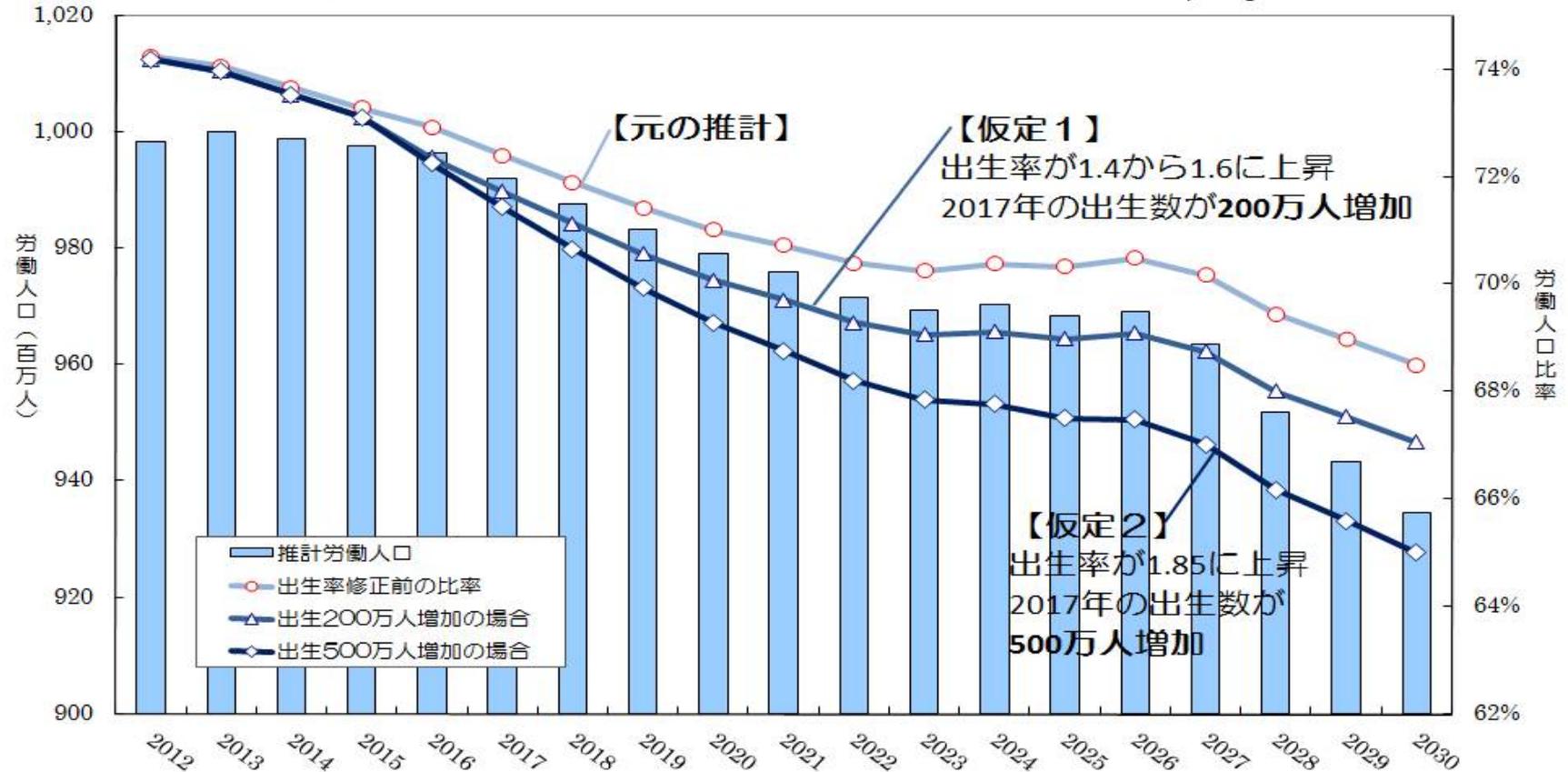


日本労働人口減少1995～総人口減少2008～  
中国労働人口減少2012～総人口減少2023～?  
だいたい**約15年の時差**で日本の後を追う

# 「全面二人っ子」政策はどこまで有効か 労働人口の見通し

中国労働人口の見通し（一人っ子政策修正後の効果）

source: 2010 Population Census (Statistic Bureau)  
and Toshiya Tsumami's calculation



- 従来出生率を1.4と仮定、「全面二胎」の政策による出生増を2ケース想定する
  - (仮定1) 2017年に出生数が200万人程度増加する場合、扶養人口（子供）の増加により労働人口比率は2030年時点で従来ケースより1.5%低下。
  - (仮定2) 2017年の出生数が500万人程度増加する場合、扶養人口（子供）の増加により労働人口比率は2030年時点で従来ケースより3.5%低下。

持論：中国がGDPで米国を抜く日は来ないが、  
他方で、急激な「中国経済崩壊」もない

1. 短期 投資バブル後遺症で下押し圧力、  
(~2020) → 向こう5~10年、低迷が続く

2. 中期 新しい成長エンジン、生産性・付加価値の向上は  
(~2025) 共産党の既得権を整理しないと育たない  
→ 2010年代後半以降の潜在成長率低下

3. 長期 少子高齢化の進行防止は手遅れ  
(2025~) → 2020年代後半以降は実質成長維持が困難に

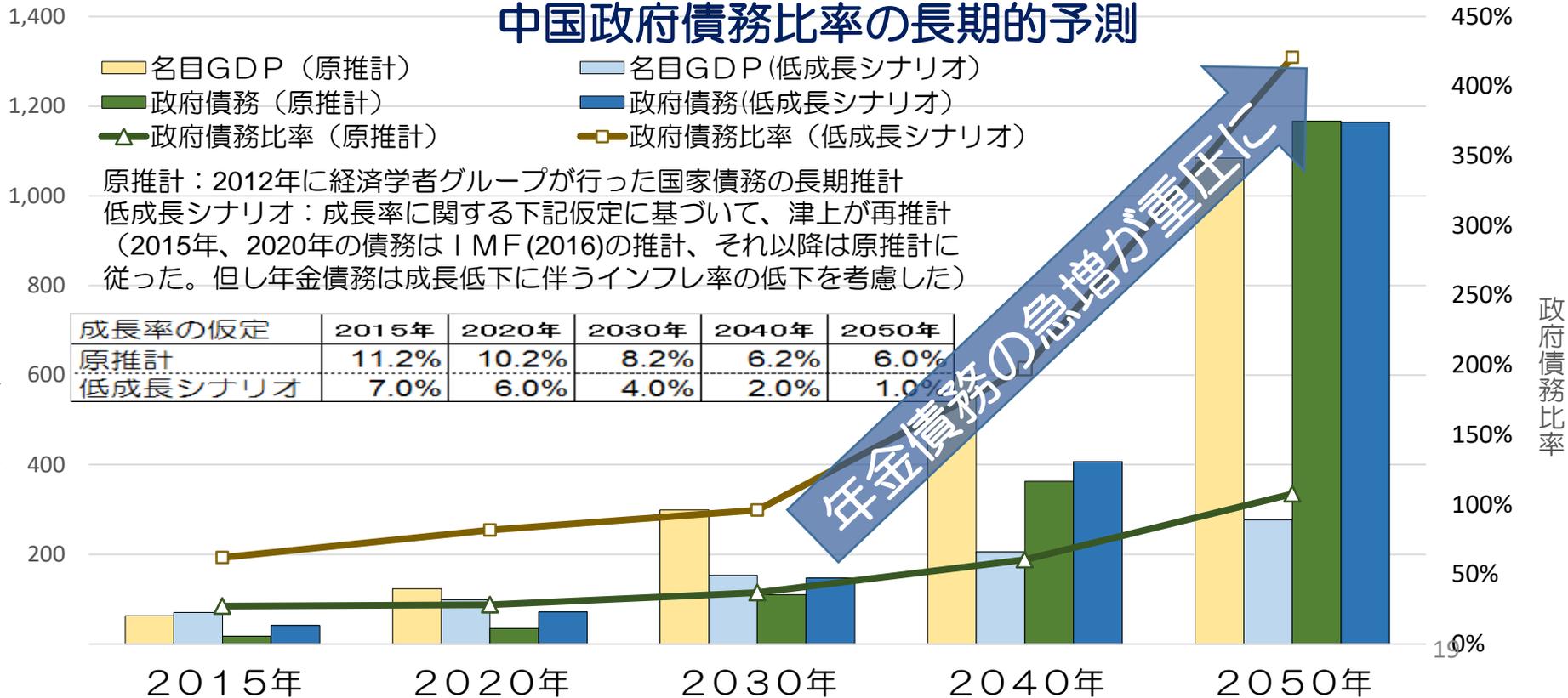
- 強み：中央財政が健全、「官」の経済グリップが強い
  - 当面のポストバブル期を何とか乗り切る力はある
  - 財政移転(社会保障政策)が進めば、社会の不安定も対策可

# 究極の中国経済リスクは財政の持続可能性

## ・ IMF4条協議レポートの「正味の財政赤字」予想

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
IMFの予測するGDP成長率	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.6	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8
中央財政の赤字（公式統計）	-0.1	-0.7	-0.8	-0.9	-2.7	-3.0	-3.1	-2.9	-2.9	-2.8	-2.7
IMFの予測する連結財政赤字(地方、鉄道等)	-6.0	-5.1	-7.6	-7.2	-7.8	-8.4	-8.2	-7.8	-7.8	-7.0	-6.6
IMFの予測する最も広義の財政赤字	-8.2	-7.8	-10.3	-9.8	-9.5	-10.1	-9.8	-9.3	-9.3	-8.4	-8.0

## 中国政府債務比率の長期的予測



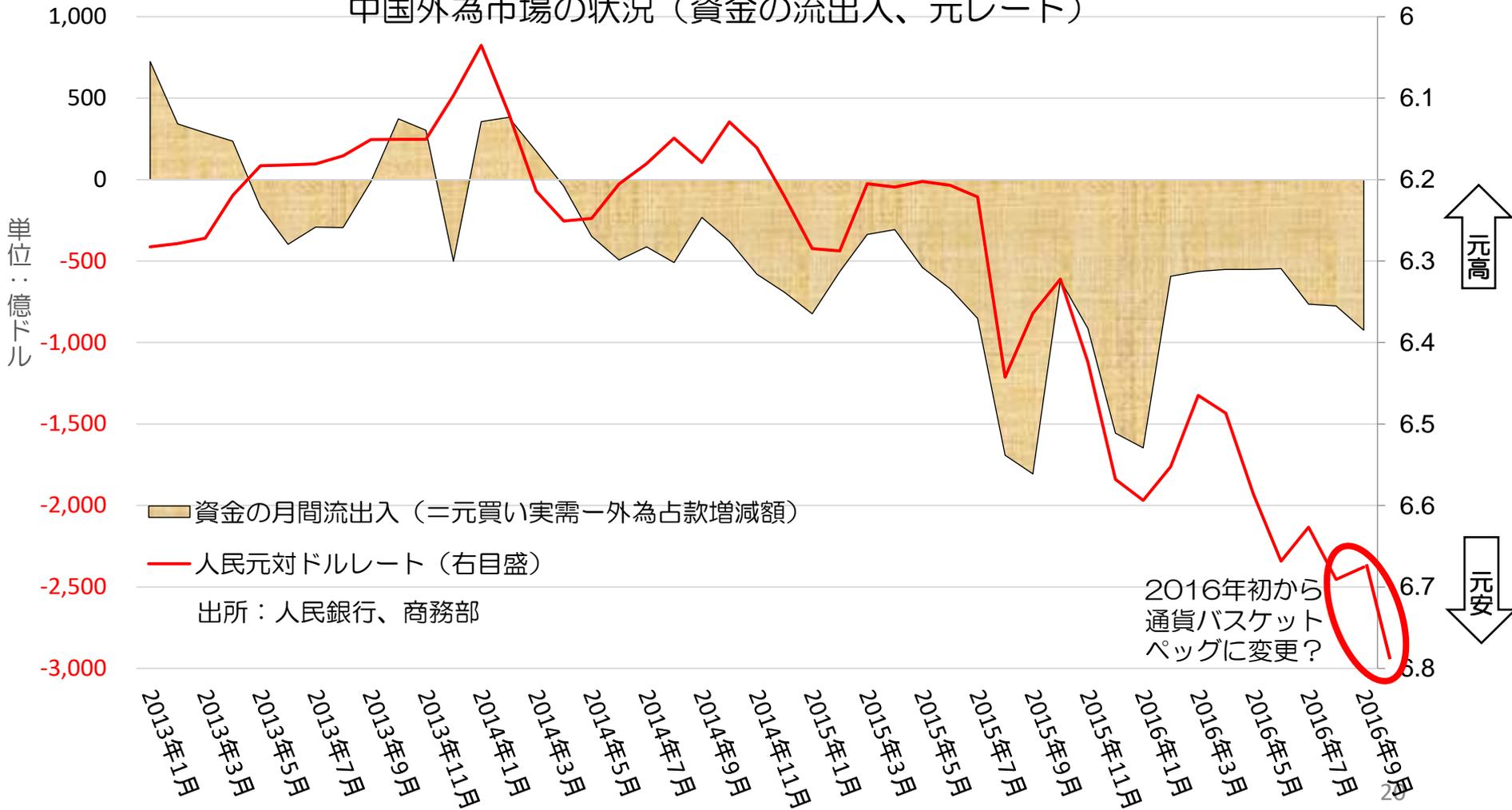
名目GDP及び国家債務実額（千億元）

政府債務比率

# 人民元の方

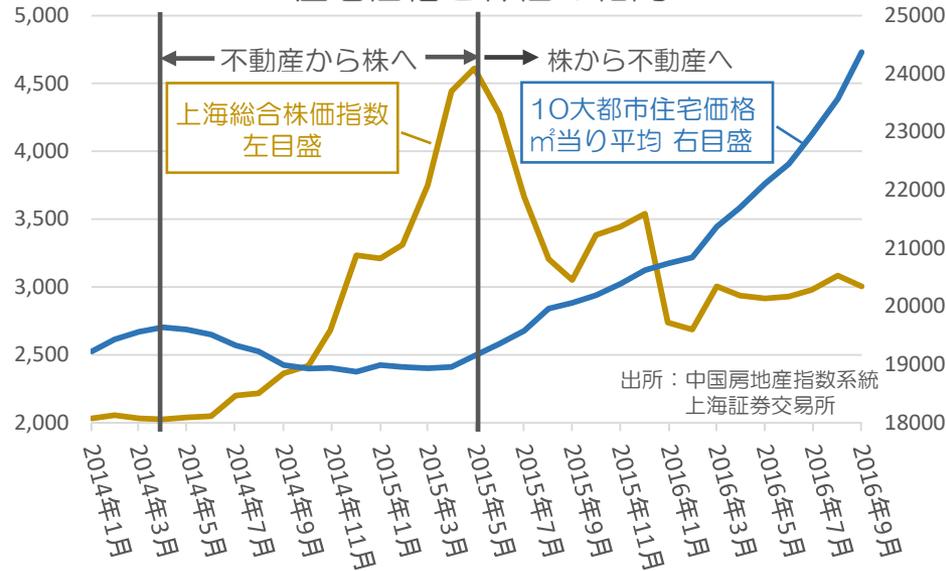
## SDRバスケット入りは果たしたが...

中国外為市場の状況（資金の流出入、元レート）

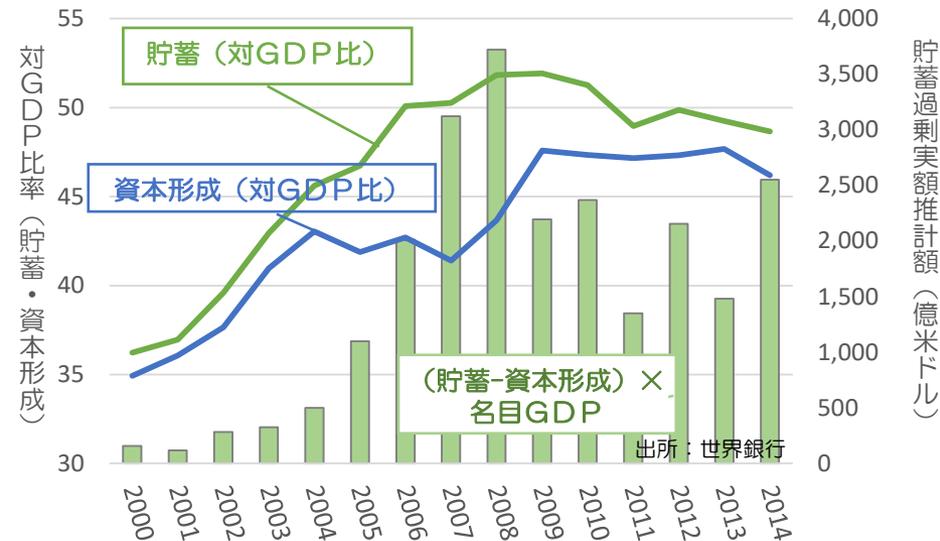


# 資本流出＝過剰貯蓄の輸出？

住宅価格と株価の相関



中国の貯蓄・資本形成・貯蓄余剰



- 行き場求めて右往左往の中国マネー：不動産→株→不動産(→海外?)
- Brad Satser (米財務省OB CFR研究員) の主張
  - 世界が懸念する過剰投資・過剰債務問題の根っこは「**過剰貯蓄**」では？
  - 投資減退→貯蓄過剰増大。一辺倒な過剰投資削減の要求はリスク、過剰投資と過剰貯蓄の解消を同時並行で進めることが中国と世界のwin & win
  - 過剰投資と過剰債務は是正が必要だが、**過剰貯蓄の輸出も世界経済のリスクを高める**ことに留意すべき (←資本流出の打撃はむしろ世界の側が大?)<sup>21</sup>

# 導入:4年前、習近平はどう語られていたか

## アテにならない中国「事情通」の政治解説

### 【「中国政治通」の習近平評（4年前）】

- 家柄が良いだけが取り柄の凡庸な男
- 太子党である点が江沢民に気に入られてトップに
- → 1期目に独自色はとうてい出せない



- 「中国政治通」の4年前の見通しは180度外れた彼らに頼った中国政治分析はアテにならない  
→ 「仮説と検証」を繰り返すしかないのでは？

**私の仮説:習近平は無死満塁でマウンドを託された  
共産党のリリーフエースとして登場した**

仮説：習近平は無死満塁でマウンドを託された  
共産党のリリーフエースとして登場した

習近平登場後の政治的変化は、みな体制の危機感に起因

- ① 習近平への権力集中 → 権力集中で危機乗り切り
- ② 空前の反腐敗闘争 → 謀反一味を撲滅、国民に申し開き
- ③ 三中全会では改革打ち出し → やらないと体制が持たない
- ④ 厳しい言論弾圧 → 体制転覆を企む「西側敵対勢力」を排除

習近平：崖っぷちに立った共産党を救うことが我が使命

考え・利害の違う党内諸勢力・派閥も「共産党を潰すな」では一致  
⇒ 左・右を糾合した「救国大連立政権」⇒ 早期に権力確立

# 仮説：習近平は無死満塁でマウンドを託された 共産党のリリーフエースとして登場した

- 党内左・右のバランス確保が「連立政権」の大前提
  - 「改革派の離反を招くほど守旧に墮する」ことはないが、  
「保守派の離反を招くほど改革を進める」ことにも限界
- 党内諸勢力：危機乗り切りを一致して託したとは言え、  
習近平がここまで強くなるとは、誰も考えていなかった
  - 2015年に「権力確立」したはずが、今年**は批判・異論が急増**
    - 言論統制で息が詰まる、毛沢東ばりの個人崇拜を目指している
    - ネット上には失政をあげつらった**辞職要求**まで登場
- 焦点は**2017年秋 第19回党大会での政権2期目人事の行方**
  - 次のトップは見えてくるか? / 3期目があるか? / 68歳引退制の行方
  - 習がどれほど**人事の主導権を握れるか/握らせるか**を巡る確執が激化
  - 「人事year」：今後1年、**政策面の妥協色は強まり、改革は停滞する?**