

第4回アジアフォーラム 21

『減速する中国経済』

公益在団法人山梨総合研究所 理事長
渡邊 利夫氏

皆さんこんにちは。いつの間にか12月も初旬が終わりです。全くあっという間の一年でした。皆さんも同様にお感じのことと思います。

中国経済が少しおかしいという感じを皆さん持っておられるだろうと思うのですが、どこがおかしいのだろうかよく分からないというのが実情ではないかと思います。私とてよく分かっているわけではありませんが、データを用いながら、こういうことなのだろうなという、私の中国マクロ経済観察をざっくりとデッサンしてみようと思います。



皆さんも驚かれたのではないかと思います。今年の第3四半期7、8、9月ですね。この成長率が6.9%。日本に比べれば圧倒的に高いとは言えますが、中国にとっては非常にショックな数字ですね、7%を切ったというのは。政府目標が7%だったのですが、それを下回ったということです。国民に約束していた7%が維持できなかったというのは、かなりショッキングなことだろうと思います。

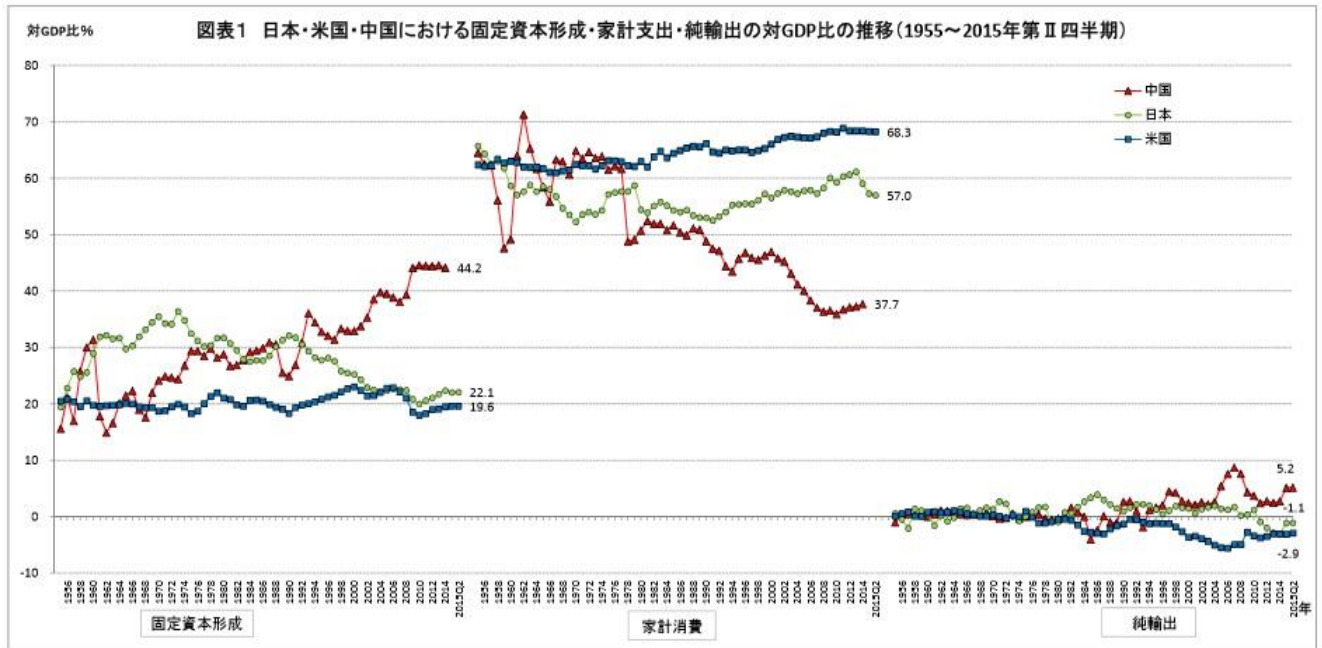
少し略歴を話しますと、リーマンショックが2008年の秋に起こりました。その直後に、中国は6.2%という近年では稀にみる低成長に陥ったことがあります。それに驚いて、中央政府だけで「緊急景気刺激策」という名目で4兆元、当時のレートでいうと60兆円の財政支援や金融支援をやったわけですね。凄まじい額ですね。後日いろいろな所でいろいろな話を聞いてみますと、この4兆元というのは、中央政府のみのカウントです。中国には、後でもお話しますが、多分に自立的な地方政府というのがあって、この地方政府の緊急刺激策をも加えると60兆円の3倍から4倍くらいの凄まじい景気支援策だったそうでありました。これにより、2008年リーマンショックの起こった年の第4四半期、つまり10、11、12月の成長率が12.2%に跳ね上がりました。あ

の巨大な中国の成長率が6.2%から12.2%に上がったわけでありまして、世界の経済、どこの国をとって見てもほとんどゼロ成長、マイナスに陥っていた中であって中国だけはとんでもない高い成長率を実現したのです。そこで世界経済を下支えする中国の力はすごいよ、というイメージを世界に与えた、大変大きなインパクトであったろうと思いますね。よく中国のGDP国内総生産が日本を上回ったと言われていますが、その結果です。つまり2010年にIMFの統計で中国のGDPが日本の規模を上回り、中国はアメリカに次ぐ第二の経済大国になったという活字があちこちで踊ったのはその結果であります。今申し上げましたように世界経済全体が低迷する中であって、何とか歯を食いしばって、これを耐え忍ぶことが出来たのは中国様のお陰であるというふうなイメージ、いよいよ中国の時代がやってきたというイメージがこの事実によって喧伝されるようになったということでもあります。

この結果、中国というのはかなり実は無理をして、私の見方からすると偏頗な、あるいは過去の先進国の経験に例を見ないような異様な、異常なマクロ経済になってしまいました。この異様さを正そうと今の李克強首相が必死にリコノミクスを展開しているわけですね。

中国は異様な経済だと言いましたが、3枚の図表に基づいて、そのことをお話したいと思います。

まず図表1をご覧ください。一国の付加価値の総計をGDPというわけですね。Gross Domestic Product、国内総生産。これは消費に投資をプラスし、更に輸出から輸入をマイナスしたもの、これが国内総生産といわれます。アメリカや中国、日本のような大国の場合であれば、輸出が輸入によって相殺されてゼロに近くなるのが通例なので、ですから大国経済を論ずるときには、一応これを考慮の外に置きます。一国のGDPのうち、国内消費ならびに投資の占める比率が何%かが論ずべき数値の中心です。図1にはアメリカと中国と日本の固定資本形成とありますが、真ん中が消費率。そして三番目が純輸出、つまり輸出マイナス輸入でこれはほぼ長期的にはゼロ。ですから左と真ん中の図を見ていただければいいことになります。



(資料)各国統計

まず最大の問題は、一番左の投資率です。異様な投資の伸び率です。投資とは何かというと企業の機械・設備投資や、中央政府や地方政府によるインフラ投資あるいは不動産投資、そういったものを全部ひっくるめて投資(investment)といいます。これをGDPで除したものが投資率なのですが、ご想像のように投資率が上がれば、経済成長率が上がっていくわけでありますが、この伸び率で中国では異様なことが起こっております。

日本やアメリカに比べて中国の投資率が圧倒的に高いのです。かつて私たちの青春時代、高度経済成長時代の真っ只中に、日本は今の中国くらいの勢いで成長していた時期がありますね。「いざなぎ景気」などと言われた時代の事を思い出しているのですが、まさにその「いざなぎ景気」の時代に当時の日本は世界の先進国の過去の歴史に例を見ない高い投資率を達成したと騒がれました。1970年代に入って緑がピークを打っているところがありますね。しかし40%を超えていない。39%未満です。この図には韓国の図表が書いてありませんが、実は私はちょうどその頃韓国のことを勉強して、いまして、「漢江の奇跡」と称された、ソウルオリンピックの前後の韓国の成長というのは非常に世界から注目されます。日本の成果であるならば、韓国は大抵が追いつくだろう、キャッチアップするだろうと、私も韓国の勢いをそう見ておりました。ひょっとしたら39%という日本の最高比率、つまりそれまでの先進国の最高比率を韓国が超えるかもしれないということで、マクロ統計をずっと見ていたのです。ところが韓国も日本の39%を超えることはありませんでした。つまり、「いざなぎ景気」におけ

る日本の投資率がそれまでの先進国の歴史的経験の中で最も高い値であり、この値を超える国はなかったのです。

ところがご覧のように中国の率は容易に日本を超えているわけですね。そしてさらにぐんぐんぐんぐん伸びていって、なんと今日では44%を越えるという高さであります。歴史的最高値の日本の39%を5%も上回るところにまで来ているのです。これはいかにも異常です。中国の投資率も、リーマンショック以前、つまり緊急景気刺激策が出されるまでは40%を超えることはありませんでした。しかしそれ以降コンスタントに40%を越えておまして、ここのところ44%、45%という超高レベルを維持しています。異様な高投資率がコンスタントに続いているという事であります。これが1点ですね。

もう1点は、真ん中の家計消費率です。これが最終需要といわれています。普通の先進国であれば、総所得に占める消費の比率は6割くらいです。アメリカは少々過剰消費の国だといわれていますが、確かに高いですね。直近のマクロデータで68.3%、7割近い値ですから確かに高いですね。日本は57.8%ですから6割弱ですが、なんと中国のそれはコンスタントに下がってきて、実は今37.7%という低さにあります。普通の先進国であれば6割ある家計消費比率が中国においてはわずか38%弱ということですから。つまり最終需要の裏づけを持たずに投資だけが先行的に一方的に拡大するという経済、これはいかにも異常なことですね。どこかで破綻があり得る。最終需要の裏づけを持って初めて経済は一巡するわけですね。その一巡がなされていないということでもあります。

さて、どうして中国の家計消費比率がこんなに低いのかという疑問が出てくるわけがあります。投資率がなぜ高いのかというのは後にお話いたします。まずは家計消費率がなぜこんなに低いのかということですね。中国人も豊かになって爆買といわれる行動を日本でやっています。昨夜も山手線の中で山のように大きいトランクを持って、必死の力で五反田の駅で引っ張り上げているのを見て、かわいそうになって私も押してあげました。こんな光景をみていると、消費比率がこんなに低いとは思えない、こう感じる人がいるかもしれませんが、実はこれはかなり事実を反映しているのでしょうね。つまり農村あるいは都市の下層の圧倒的な数の人々は爆買などできるカテゴリーには全然入ってこないということです。要するに中国の所得分配は非常に不平等だということの意味しています。ご想像の通り、所得の低い階層ほど所得のうち消費に向ける比率が非常に高いですよ。例えばエンゲル係数は所得の低い階層ほど高いわけですね。あるいは我々の貧しい時代を思い浮かべて欲しいのですが、得た所得のほとんどを食料に当てていました。家計を営んでいく為には最低限必要な消費水準がある

わけです。これ以上削減できない消費水準があるわけですね。ですから所得の低い階層ほど家計消費比率は高い、豊かな人ほどその比率は低い、となるはずですが、ところが中国の所得分配は非常に不平等です。僅かな上位所得者に所得が集中しています。膨大に存在している低所得層に所得が行き渡っていないということでもあります。経済学ではジニ係数というのですが、所得集中係数ということで確立された計算の手法があります。どの国にも家計調査、あるいは家計標本調査というものがあります。13億全員を調べるわけにはいかないの、サンプリングをやるわけですね。sample survey of house hold というのは通常の家計調査のタイトルです。家計、つまり house hold の標本調査をやっています。その家計標本調査を見れば、各家計の世帯の所得状態が分かるのです。全国のサンプリングで集めたものをある計測式に入れると、この国の所得分配の平等度が分かるわけですね。低所得層に所得が回っているような国は分配の平等度が高い国です。そして高所得層に集中している国は不平等度が高い国です。分かりやすくいえば、例えば 100 世帯があるとします。99 世帯はほとんど所得がゼロ、その世界の全てを最後の一人が握っているという社会は完全不平等の社会です。逆にすべての 100 世帯が同一の所得を得ているような社会は完全平等社会だということになるわけですね。現実はその中間でしょう。ジニ係数という簡単な計算式に入れますと、その国の分配が平等であるか、不平等であるかが分かります。ランキングで見ると、驚くなかれ中国は世界の 190 いくつの中でも最も不平等度の高い、つまり平等度の低い国のカテゴリーに入っています。ラテンアメリカにいきましたとこれは不平等度が非常に高い国ですね。リオのオリンピックも近づいてきたこともあり、あの辺りの都市の風景などがテレビで映されますが、サッカーの名選手が生まれたような街を訪ねたルポの番組を観ていると、本当にスラムです。ああいう所から名選手が生まれてくるのだらうと思いますが、世界的な富と名声を得るための唯一のチャンスがサッカーであるというふうな国をイメージすれば、分かっただけだと思うのです。ラテンアメリカの国々は非常に不平等度の高いカテゴリーです。

昨年の夏、風間さんとご一緒したフィリピン・マニラで我々が最後にレストランに入りましたが、あのレストランはスラムの真ん中であつたというのを記憶していますよね。ああいうマニラの中心部の華やかさのどまん中にあんなところがあるのだと、風間さんは随分驚いておりましたね。私もハエがブンブン飛んで来るとランチを食べて、非常にいい経験をさせてもらったなと思います。

フィリピンは、アジアのラテンアメリカだと言われます。なるほどスペインの支配、米西戦争後はアメリカの支配地になりますが、ここが一番不平等度の高い、平等度が低い国です。実はフィリピンよりも中国の不平等度は高いのです。そして尚且つ、不平等度が上昇しているのです。今は習近平・李克強体制ですが、もう一つ前の政権が

胡錦濤・温家宝という二人の体制でした。この胡錦濤・温家宝体制の政策的なキーワードが「和諧社会」の実現でした。階層間で調和の取れた社会を実現しようというのが政策的なスローガンだったのです。中国の指導部は5年1期で、大体2期務めます。江沢民・朱鎔基体制が10年続いて、それから胡錦濤・温家宝体制が10年続き、習近平・李克強体制が恐らく2期続くでしょう。胡錦濤・温家宝体制は階層間で調和の取れた社会を実現したいという事を年中言っていたのです。和諧社会の実現と公開の場で言っていたのですが、皮肉なことに、その政権下で所得分配の不平等がどんどん拡大していきました。消費性向、つまり家計所得に占める消費額ですね、消費性向が本来高いはずの貧しい人々に所得が僅かしか分配されなかった、そのために社会全体として消費が盛り上がらないというメカニズムが中国にはあるということです。最終財の裏づけを持たずに、投資だけが一方的に伸びる異様な経済だという事です。

中国はここまで投資を拡大してきたわけですね。最終需要をほったらかしにして投資を一方的に拡大してきたのですから、当然それは過剰投資といいますか過剰生産に陥ってくるはずですし、効率性も随分悪くなるということになりますよね。買ってくれないものを企業がどんどん作る、車が走ってくれない道路をどんどん作る、と考えれば民間企業であれ中央政府であれ地方政府であれ、それらの投資の効率性がどんどん低下していくと考えて悪くないでしょうね。

そのことをマクロ経済学者はどのような観察をしているか。一番簡単な表がこの下の図表2であります。

限界資本係数とあります。二行目の数値で三行目の数値を割った値が一番最後の数値で、これを限界資本係数といいます。つまり成長率1%を実現する為に、どのくらいの投資率が必要かを示す値です。この比率が高ければ高いほど、その国の経済は非効率的である、一単位のGDPの増加を実現する為によりたくさんの投資をしなければならない経済だということです。この比率が高ければ高いほど非効率であり、低ければ低いほど効率的であると言えるはずです。

図表2 限界資本係数

	高度成長期(年)	実質GDP成長率(年平均、%)	投資/GDP(名目)	限界資本係数
		A	B	B/A
韓国	1986-90	9.65	30.09	3.12
インドネシア	1989-93	8.30	26.79	3.23
マレーシア	1992-96	9.56	40.37	4.22
フィリピン	1986-90	4.74	19.01	4.01
タイ	1987-91	10.94	34.99	3.20
日本	1966-70	11.56	33.50	2.90
中国	1981-89	10.50	36.25	3.45
	1990-99	10.66	36.67	3.44
	2000-05	9.76	38.69	3.97
	2006-10	10.89	43.81	4.02
	2011-14	7.60	46.53	6.12

(注)中国を除く各国の期間は5年平均で実質GDP成長率が最も高い期間。中国は期間中の年平均成長率。投資は国民経済計算における総固定資本形成。

(資料)中国以外は『通商白書 2007年』より引用、中国は『中国統計摘要』(2015年)より作成

※日本総合研究所 三浦有史氏の計測による

限界資本係数とは七面倒臭い表現ですが、要するにそういうことをいっているわけです。一国のマクロ経済の効率性を表す指標です。指標の値が高ければ効率が低い、指標値が低ければ効率が高い。一国の経済には成長率の高い時期もありますし、ピークアウトして低い成長率の時期もあります。アジアの各国の統計を眺めてみても、この時期が高成長の時代だという時期があるわけです。例えば韓国であれば 1986 年から 1990 年、「漢江の奇跡」と言われた時代ですね。日本であれば「いざなぎ景気」や「岩戸景気」など懐かしい言葉であります、そのように言われた時代がありますね。そういう時代です。インドネシア、マレーシア、タイなども高成長期を通過していました。その高成長期のマクロ経済の効率性を、例えば韓国と日本でとってみましょう。

韓国は 1986 年から 1990 年に 3.12、日本は 1966 年から 1970 年に 2.90 という非常に効率のいい高成長をしたのです。ところが中国を少し見ていただきたいと思います。1979 年鄧小平の経済改革によって改革開放の時代がきて、市場経済を目指して計画経済をどんどん縮小して、高成長を歩んでいったというストーリーの時代があります。表の一番下の中国を、5 つの時間区分で観察してみますとどうでしょう。時間の経過とともにどんどん限界資本係数が大きくなっていることに気が付きますね。つまり時間の経過とともにあの国のマクロ経済全体が非効率に移動していったということです。そしてなんと直近の 2011 年から 2014 年までをとって見ますと 6 を超えているのです、6.12 です。日本の高成長期は 2.90、韓国のそれは 3.12 ですから、同じ成長率を実現する為に中国は日本の 2 倍以上の資本を投入しなければならない、韓国の 2 倍近くの投資を投入しなければ同率の成長率が得られないということになります。なんと非効率な経済の運営をしているのかということを示す値が、この図表に表わされています。そういう意味で、中国は投資偏向型といいますか、投資に極端に傾いた投資依存型の経済だと言うことができます。経済学者はストック調整という言葉を使いますが、投資が積み上げられてその需要がないということになれば当然設備廃棄をしたりします。それは資本ストック調整という、非常に激しいダウンスウィングとなって現われます。このダウンスウィングへの兆しがぼつぼつと現われてきています。

マクロコントロールといいますか、財政金融政策がしっかりしている、あるいは為替レートや金利といったものの変動が中国経済の隅々まで続いて染み渡っていくような経済であれば、中央のマクロコントロールはよく効くわけですが、中国の場合にはどうもそういうふうには見えない。そのためにこれだけ最終需要を持たないで投資だけが伸び切った経済は、投資率をすっと落とすようなかなりハードクラッシュ状態がくる危険性があります。

同じようなことを更に続けますが、そうであれば各産業別の設備過剰率もものすごくいだろうと皆さんお感じになるだろうと思います。おっしゃるとおりでありまして、今6業種が典型的な過剰設備を抱えた産業だと言われています。鉄鋼、セメント、アルミ、板ガラス、造船、自動車、これは実需に比べてどのくらい生産の過剰があるかというところだと25%~30%。今言った6業種は過剰率が25%~30%あります。市場経済であれば、これは本来は廃棄されてもおかしくはない過剰率です。中国の通信社に新華社というものがあります。そのウェブサイトを見ていて、こんな数字を見せられてゾッとしたことがあります。つい最近のことです。これは鉄鋼ですが、鉄鋼というのはCrude steel といいます。粗鋼換算でその生産額を測ります。粗鋼換算でみた中国の年間生産能力が12億5千万トンです。実際の生産は8億トンだそうなんです。12億5千万トンから8億トンを引くと4.5億トン、これが過剰生産能力ということになるのです。日本の鉄鋼の生産規模が1億1千万トンだそうなんですから、中国は日本の鉄鋼業の生産能力の4倍の過剰生産能力をもっているということになります。そういうふうな考えればいかに凄まじい過剰生産であるかわかっていただけたらと思います。つまり需要の裏付けのない投資を一方的にやってきたつけがこういうドラマティックな数字の中に反映されているということになるわけです。こんな重い荷物を背負ってどうして中国企業がやっていけるのかなという疑問があると思いますが、その問いの答えはもう少しお待ち下さい。

ただトピカルなニュース等の関連でいいますと、AIIB(Asian Infrastructure Investment Bank)、アジアインフラ投資銀行がもうすでに発足しています。57カ国が入って調印式が終わって、今年の12月にもうオペレーションが始まるでしょう。これには英、独、仏、伊、つまりG7が4つ入っているわけですね。オーストラリアも韓国も入っています。主要国でこれに入っていないのは、日、米、カナダくらいではないでしょうか。これは結論的にいいますと、私の見立てはこのもう耐えられない過剰生産の能力のはけ口を何か一生懸命探したことの結果なのでしょうね。アジアのインフラへの投資をすることによって、中国の過剰生産能力をはいていこう、しかもそのことが中国の政治的影響圏の拡大にも繋がるわけですね。さらにこれを元決済でやろうということになれば、中国人民元の国際化にも繋がる話ですね。現にこれはニュースでお耳に入っていると思いますが、IMFで特別引出権(Special Drawing Rights)SDRと呼ばれる、一国が窮状に陥った場合にIMFから出資額に応じてSpecial Drawing Rightsという仮想通貨を発行してもらえんという権限を人民元が持ちうるようになるわけですね。一国で経済的に窮迫の事態になった場合にはIMFからそれを引き出すことが出来る、その引き出し通貨の中に人民元が入ってきた。今まではドル、ポンド、円、ユーロだけだったのですが、それに今度は元が入ったのです。元という

のはそういう意味では国際的な信任を与えられたというふうになるわけです。よく昔から私どもは一国の経済的覇権のためのハードウェアは軍事力、ソフトウェアは通貨だと教えられてきたのですが、両方とも中国は持つことになるというわけですね。中国の過剰生産能力をはく最後の手段だというふうに私は AIIB をみているということですね。

もう一つこの過剰生産能力のはけ口として中国は、お耳に入ったかもしれませんが、「一路一帯計画」というものを持っています。一路というのは、陸のシルクロード、一帯というのは海のシルクロード構想というふうにいわれています。要するに中国を出発して、最終的に欧州に着くまでのインフラですね。高速道路や高速鉄道で陸を通じて欧州につながる陸のシルクロード。海のシルクロードといいますと、アジア各国の港を通じて中東を経てヨーロッパに繋がる雄大な構想ですね。「一路一帯計画」の資金は、中国独自の資金です。中国というのは、今は少し減りましたが、それでも4兆ドル近い外貨準備を持っているのです。これは今までの発展国が達したことのない外貨の保有量なのです。その保有外貨を利用して、中国独自の判断、独自のやり方でインフラ投資をやろうというのです。将来的にいうと「一路一帯計画」がポイントになるのです。むしろそういう中国独自の行動を、AIIB という国際融資機関というオブジェクトが包んでいるとみた方が、私はいいだろうと思います。後者では自分の国益に直結するような道路や鉄道や港、軍事施設や運航など、そういうものに他国の判断を考慮することなく、独自の判断でやる事が出来る。要するに、中国共産党の一方的な判断でそれを建設する事が出来るわけでしょうね。条件についても、とやかく言われる事はない。非常に高金利で貸すかもしれないですし、いい条件の軍港を作ろうという場合にはローンではなく、贈与でやっていく可能性もあります。

話が途中から変な方へいってしまいましたが元へ戻します。そうまでやらなければならぬ中国の過剰生産能力の凄まじさということをまず伝えたい。それにつけても過剰生産能力をはく道筋を独自の構想で出しているのですが、それが実現してしまうというところに中国の指導力と構想力の大きさというものを、一方において感じますね。日本は一体そもそも何をやっているのだという感じさえします。バンドン・ジャカルタ間の高速鉄道の建設が、最後になってひょいっと中国に持っていかれるくらいの政治力しか日本にはない。日本はインドネシアの賠償を始めてから半世紀もこの国に大量の借款をしてきて、日本は非常にインドネシアとの間に信頼関係というものを積み上げてきたはずなのに、最後には中国にばいっと、設計図までそっくり持っていかれたそうであります。

ところで皆様方は本当に中国の経済成長率というのはそんなに高いのかと、他の国

に比べてみたら 6.9%というのはとんでもなく高い数字ではないかと、こういうふう
に思われるのでしょうか。ひょっとしたら、これは政治的な数字ではないかなと懸念
をする方もおられますよね。李克強は現在政権のナンバー2 ですが、その前は何をや
っていたかという、遼寧省の党書記をやっていたのです。その時の発言が、例
の内部告発サイト、ウィキリークスで暴露されたのです。遼寧省のトップの時代
に、李克強はなんと「私は中国の GDP 統計など信じていない」と言っていたのです。
私の信じるのは次の 3 つだ、と言っているのです。1 つは銀行融資額。もう 1 つは非
常に分かりやすいのですが、鉄道輸送量。それからもう 1 つは電力消費量です。私は
これだけしか信用しないと述べていたのです。

その一つの例をお話します。図表 3 です。



これはアメリカのある
チャイナウォッチン
グをしているシンク
タンクが作った表です。こ
の黄色い線が中国政府
の国家統計局が発表し
ている公式の成長率で
す。ところが今申しま
した李克強指数という
ものですが、その中で
電力消費量と鉄道輸
送量だけをとってみ
ると、この

青いカーブになります。政府の発表よりも高い時もあるし低い時もありますが、直近
でいうとはるかに低いとみなされていて、2.8%というのがこの李克強指数でみた現
在の中国の成長率です。中国の首相様が言っているとおり計算したらこうなったとい
うのですから、それなりに説得力がある数字だと言えそうです。それにしても
6.9%と 2.8%ですから、とんでもなく違うわけですし、さしてそうなる中国の公表数
字というのはどのくらい正しいものと判断していいかどうか。長らくマクロ数字をウ
ォッチングしている私にもよくは分かりません。ただ現実はこの真ん中辺りにあるの
でしょうが、公表数値はいつもヒート気味です。

さてさて、今日の話は図表 1 みたような偏頗な投資依存型経済は危ないという主張
が中心です。実はまっとうな政治指導者であればこの経済が危ないという事はよく知
っているはずですよ。投資率がガクンと下がるような大調整があるとショックが大き

くて、農民暴動とか都市下層貧民の動乱でも起きはしないかと中国の指導部はビクビクしています。ですからこの高投資率を少しずつ下げていこうと考えています。実はこれは胡錦濤・温家宝体制の下で「和諧社会」というスローガンを出したと先ほど言いましたが、この時代のもう一つのキーワード、和諧社会の実現と並ぶもう一つのキーワードは「発展方式の転換」というものでした。つまりこんな危うい経済モデルは長期的には成立たない。サステナビリティ、つまり持続可能性はないと考え、これをなんとか転換しようとしてきたのです。投資依存ではなくて、家計消費をもっと伸ばして先進国並みに GDP の 6 割くらいが消費に充てられるような経済にしようと、いろいろな政策をやってきたのです。そしてこれはとうとう実現不可能でした。そういう意味で経済政策上、胡錦濤・温家宝体制は失敗の連続であったとっていい。確かに成長率は上がりましたが、それは投資のみによってでした。

全人大、つまり全国人民代表大会が今年の 2 月に開かれて、そこで李克強が「新常态」というキーワードを発表しました。7%が常態なのだということです。7%を超えるのはアブノーマルだと言っているのです。不景気になったからといって、今後はどんどん財政支出をすとか、金融で優遇状況を与えるようなそういうことは止めます、だから投資を自主的に抑えてください、というわけです。だから成長率も落ちるわけですが、7%という成長率は実はノーマルな値ですよ。「新常态」なんですよ、ということです。今まで 10%前後の成長率ではないと国民は満足しないというのではなくて、7%がノーマルな成長率ですよというわけです。

そういっているのですが、なかなかそこが際どいところなのでしょうね。7%を仮に切ってしまうとどういう問題が起こるかという、必ず失業率が増えます。だから 7%を切るというのは大変なことだというそういうイメージも強いです。だから何とか 7%に成長率を収めたい、ところが、今回は 6.9%と言わざるを得なかったのです。どんなにか習近平の胸は痛いでしょうね、李克強の胸は痛いだらうと思います。じっと見据えてみると、執行部は本当はもっと低いのだということは知っているのではないのでしょうか。他方、皆さんも新聞紙上で、中国が金利を下げて、去年は追加金利策というものを数回に亘ってやっていることはご存知だと思います。金利を追加的に少しずつ少しずつ下げるようにやってきたわけです。金融機関ですから、準備率というものがあります。つまり銀行というのは預金者から預かったお金の全額を融資してしまうわけにはいかない。銀行の中に、準備率として何%かとおくわけですね。これは預金者を保護するためにそういうことをやっているという側面もなくはないのですが、本当は経済政策なのです。この準備率を上げれば世の中に回るお金が収縮するわけですね。この準備率を下げれば世の中にお金が回っていくわけですね。ですから銀行準備率を下げるということは金利を下げると同じ方向への変化が生まれるのです。金利

を追加的に引き下げると同時に銀行準備率も下げました。そういうことで新常态というスローガンとは逆の事をやり始めた、そうしなければとても雇用が保てなくなり、国民の不満が私のところに矢として刺さってくるという恐怖感があってそういうことをやっているということです。

ところが、以前の中国経済であれば、金利を下げたり準備率を下げたりすると、すぐにそのマクロコントロールに応じて、例えば積極的な投資を始めたものですよ。つまり政策的な感度というものが非常にいい経済だったのですが、最近は何も準備率を下げて経済がなかなか反応しないような状態になってきているというのが、実は大問題なのです。政策的な感度度といいますか、反応度というか、これが落ちてきているのですね。

非常に具体的な数字なのですが、中国の中央銀行が中国人民銀行です。この人民銀行が毎年 3,000 くらいの銀行、支店に対してアンケート調査をやっている。企業の資金需要を問うアンケート調査です。そしてあなたの銀行は、企業への融資が増えましたか、減りましたか、という聞き方をします。非常に単純な聞き方をします。増加したか、あるいは減少したか。増加数から減少数を引くわけですね。それがプラスであれば成長するわけですが、マイナスであるという事もあり得るわけですね。実は 2013 年の第 3 四半期、一昨年夏の頃から現在までこの指数は一貫してマイナス、減少しているのですね。もう一度言いますね。中国人民銀行が 3,000 の金融機関に対して、あなたのところでは企業に対する融資が前期に増えましたか、減りましたかと聞く。増えた数から減った数を引いて、これがプラスであれば企業の投資は上向きだと、マイナスであれば下向きであると捉えられますが、一昨年の真ん中頃から現在に至るまで一方的に減少なのです。その間に金利を引き下げたり、準備率を引き下げたりしているのですが、実は融資は減少しているということです。これはマクロ政策の感度度が弱ってきたということの意味するわけです。

先進経済になると大体そういう傾向が出てきます。アベノミクスでもなかなか政策のメカニズムがマーケットの隅々まで渡らないと。中央はいいが地方はダメだなどという話に必ずなりますよね。それと同じように、成熟経済というのは段々複雑化し、多層化し、政策の効果というのは目に見えてこない。こういうまだまだ成長途中の経済であるにも関わらず、今まであまりに投資をし過ぎて経済が偏頗な構造になってしまったが故にマクロコントロールがなかなか効きにくい経済になっているということが、中国を見る場合に大変気になるところだということです。

先ほどから私は、非常に過剰な投資をしてきたというふうに言いましたが、過剰な投資をしてきたということは、過剰な借金をしてきたということです。金融機関

にはたくさん企業の債務をして、過剰債務と過剰投資をしてきたということです。日本のバブル期に、非金融企業の債務残高をGDPで割った値をみますと、日本のバブルの最盛期は1989年ですが、その時に今申しました値は132%なのです。同じ指標を昨年中国に適用してみたら、何と157%だそうです。つまり日本のバブルの最盛期に比べても、もっとバブル的な体質が中国の中には発生してきているということを見せるに値する数字です。日本のバブルの最盛期は1989年ですが、企業は本業を忘れて、土地や株式などにじゃかじゃか投資をしていたわけですよね。住専なんて懐かしい言葉ではないですか。もう死語になっているかもしれません。とにかく投資バブルを華やかにやっていた時期です。バブルは当然市場のメカニズムを通じて大調整が起こったことはご承知のとおりですね。これは危ないと政策当局が考えて金融引き締めをやりました、総量規制ですね。金融の総量規制をやり、それで成長率が一挙に落ちて、平成不況にはまってそれっきりです。少し上がったりがったりはありますが、総じて動きの少ない低成長経済にはまり込んでしまいました。

1990年代に入ってからいろいろな政策を日本政府は打つのですが、政策に対する経済の反応度が非常に悪くなってしまい、いろいろな政策の効果がなくなってしまうということです。日本のような成熟経済になればそれは仕方がないと思うのですが、中国のように成長途上の経済において、こんなにまで感応度が低いというのは驚きだと思います。

冒頭に戻りますが、この一方で投資率が上昇し最終需要がどんどん下がっているという偏頗な構造をなんとか調整しようということで、「発展方式の転換」といい今の李克強になって「新常态」という言葉を使い、多少経済が悪くてもそれはしょうがない、これがノーマルなのだから我慢しなさいというわけなのですが、ここまできたらそうも言っていられないということで、いろいろなことをやりだしました。追加利下げもやり準備率の引き下げもやり、それからインフラ投資を少し増やしたり、あるいは不動産投資の規制を緩めたり、そういうことをいろいろやっているのですが、なかなかその効果が効かなくなっているということです。

最後ですが、中国の今の経済はデフレ的な状態に入ってきている。つまりバブル崩壊後の日本経済のような状態になるのではないかと私は懸念しています。膨大な投資をし、膨大な過剰設備を持っているわけですね。この背後には膨大な借金があるわけですが、デフレになっていけばものが売れないわけですね。デフレですから、キャッシュフローが先になればなるほど細ってきますよね。今のうちに借金を返してしまえというわけです。ですので、お金が入ってきても、それを設備投資に充てるよりも返済に充てる方が、デフレ下においては合理的であります。そういうメカニズムが働き

始めて、現在の中国経済は日本のバブル崩壊後の平成不況辺りと状況は似てきていると思われます。これは長期不況になる可能性があります。つまり2、3年や4、5年で回復出来るようなものではなくて、もっと重症ではないか。日本が平成不況にはまるとこれだけ長い不況で、安倍総理大臣が2%物価上昇率(インフレ率)を実現しようと必死になっても、なかなか実現できないですね。それと同じようなことに中国はなっていく可能性が大です。

言い残したこともたくさんありますが、この3枚の図表とごく簡単な解説がついていますので、読み返していただければ私の言いたかったことはこういうことだなどご理解していただけるだろうと思います。

(平成27年12月10日開催)