

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：中国経済のジレンマと人民元	1p
< 今週の”The Economist”から >	
”For freedom” 「香港と中国～自由のために」	7p
< From the Editor > 「自民党食堂、再び」	8p

\*\*\*\*\*

## 特集：中国経済のジレンマと人民元

SARS騒動からこの方、中国経済に対する過剰な報道が減ってきたような気がします。ちょうど1年前くらいには、「中国」に誰もが関心を持ち、昨年秋頃には「上海」について語る事がファッションブルでした。しかし最近、中国に対する誤解や幻影が消えてきたようです。中国は今にも日本を追い抜きそうな脅威でもなければ、明日にも崩壊しそうな砂上の楼閣でもない。それが分かってきたのは結構なことではないかと思えます。

その一方、突然浮上してきたのが「人民元の切り上げ問題」です。現実性は非常に低いと思いますが、あらためてこの問題を検討しておきましょう。

### 深まったチャイナ・リスクへの認識

今から思うと、2002年の中国ブームは「ITブーム」に似ていた。誰もが中国について知りたがり、乗り遅れまいとしていた。お陰で中国本土には1度も行ったことのない筆者ごときが、日本貿易会『中国ビジネスと商社』（東洋経済新報社）やフォーサイト『上海で勝て！』（新潮社）などの「中国モノ」の編集に参加することになった。

中国ビジネスに経験の長い人に聞くと、総じて中国ブームに対しては冷ややかであった。その一方で、中国のすごさも分かっている。あるベテランの商社マンいわく。「中国経済は『パットとさいでありあ』みたいなもの。外側はどんどんきれいになっているけれども、中味は昔と同じ」。あるいは最近、帰国した中国駐在員いわく。「兵隊の質は日本のほうが遥かに優秀だが、将軍（トップ）の質は中国が遥かに優秀」。おそらくどちらも当たっているのだと思う。中国経済の力を客観的に認識するためには、やはりそれなりの時間が必要なのであろう。

中国経済は2020年までにGDPを4倍にするという目標を掲げ、驚異的な成長を続けている。その反面、貧困や不良債権といった構造的な問題も抱えている。前者に着目すると、「日本が追い抜かれる」という中国脅威論になり、後者に着目すると、「中国の崩壊に巻き込まれる」といった別の意味の中国脅威論になる。どちらも非現実的な極論である。中国について語るとき、ついつい被害者妄想的な心情に陥るのは、日本人の全般的傾向かもしれない。

そんな点で、6月20日、財務総合研究所が発表した「平成14年度中国研究会」報告書は、中国経済のリスクを的確に分析しており、日本による中国分析の成熟を感じさせるものである<sup>1</sup>。同報告書が指摘する主なリスク要因は以下の通り。

## 中国経済のリスク要因

これまで継続的に取られてきた積極財政は早晩、政策転換を迫られるであろうこと

中国の金融監督当局が採用している国有銀行の不良債権処理に係る「グローイング・アウト・ポリシー」は注意を要すること

国有銀行も含め国有企業の改革に当たっては、「集团公司リスク」（中国政府が株式の過半を所有している持ち株会社）への対処も含め、民営化等を通じたコーポレート・ガバナンスの徹底が求められていること

民営企業の資金調達難を克服して非国有部門の発展成長を促すべく、貸出金利の自由化に加えて、地元に着した健全な民営銀行を設立すべきこと

国有企業改革の進展に伴う失業者の増加にあわせて、社会保障の制度整備に係る財源確保が早急に必要であること

持続的な経済成長の一つの鍵となる農民の貧困問題と地域的な所得格差問題の解消のため、農業の生産性向上や内陸部の経済発展を図るべきこと、

## 成長こそ唯一のソリューション

上記のリスクを理解すると、中国経済の置かれた困難な状況が分かってくる。

現在、世界中探しても、消費者物価が下がり続けている国といったら日本と中国くらいのものであろう。こういうデフレ傾向は、不良債権問題や、失業問題、三農問題（農民、農村、農業）などの解決を困難にしている。そこで中国政府は、98年以来、積極財政を継続して内需の不足に対処している。しかし、ケインズ政策を長期にわたって続けているとどうなるか。お手本は日本経済が示している。日本の場合は国内の貯蓄が分厚いために、財政赤字が累増してもなかなか破綻しないけれども、資本不足であり、税収の基盤も整っていない中国の場合、財政赤字の許容度は相対的に小さいはずである。

---

<sup>1</sup> 新聞発表文はここを参照。 <http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kouryu/h14/pr20030620.htm>

財政の破綻を避けるためには、中国はとにかく経済成長を維持するしかない。財政赤字が増大しても、それを上回る速度で経済成長が続けば、対GDP比の赤字は縮小する。それにしても2008年の北京五輪開催といった資金需要に応えられるか、という懸念は残る。

同じことが不良債権問題にもいえる。7%成長を続けていけば、経済規模は10年で倍になる。仮に貸し出しの半分が不良債権だという銀行があったとしても、10年後になれば4分の1になる。このように経済成長さえ続けておれば、既存の不良債権が全体に占める割合は低下していく、という楽観論を「グローイング・アウト・ポリシー」と呼ぶ。

しかしこれが本当に可能かどうか。中国の不良債権比率は、普通の資本主義経済のそれと比べて桁外れだという指摘がある。中国政府は20%台、世界銀行は50%程度と推計しているが、「西側の基準からいくと80~90%が不良債権のジャンルに入る<sup>2</sup>」と見る論者もいる。なんとなれば、かつての中国では財政と金融が一体と見なされており、「ファイナンスを受けた=お上から資金をもらった」という認識があった。つまり借りた金は返さなければならない、という認識がない。日本でもときどき、中小企業の経営者が銀行に対して、「金利は払っているのだから返済などいいではないか」と言ったという話を聞くが、それがより大規模にまかり通っているというわけだ。

もうひとつの難問である三農問題についても、経済成長が鍵を握っている。9億人の農民を農業だけで養うことは困難だ。そこで中国政府は、戸籍制度によって国民の移動の自由を制限しながら、内陸の農村部から沿海の工業地帯への一定期間内の出稼ぎを認めている。この仕組みが中国経済に、ほとんど無尽蔵の労働力を供給し、なおかつ労賃の上昇を抑制することを可能にしてきた。

中国に投資をして、生産拠点を作る側にとっては、こんなに都合のいい話はない。しかし中国政府の狙いとしては、それによって都市から農村への所得移転を行い、双方の格差があまり広がらないようにすることにあつた。さもないと国の一体性が保てなくなってしまうのだ。

結局、「財政」「不良債権」「三農」といった中国経済が抱える大きなリスクに対して、ソリューションは「経済成長」ただ一つのみなのである。そして成長が途切れた場合は、あらゆるリスクが一斉に吹き出るような構造になっている。

## SARSが知らしめた脆弱性

新型肺炎SARSの流行は、この中国政府の自転車操業を撃った。 経済成長のための資源である「ヒト」と「土地」は、中国政府が100%コントロールしている<sup>3</sup>。しかし「カネ」と「技術」は海外からの流入に頼らざるを得ないのだから。

<sup>2</sup> 21世紀政策研究所、第27回シンポジウム「突発したSARS禍と日本産業の課題」（2003年6月10日）における田中直毅氏の発言から。

<sup>3</sup> 日経ビジネス編集委員、谷口智彦氏の表現を借りると、「中国共産党は世界最大の土地所有者であり、世界最大の人事部でもある」。

北京の指導部は、おそらく最初は問題を軽く見ていた。中国南部は、定期的に世界的流行となるインフルエンザや肺炎の発信地となっている。「アジア風邪」(1957年、中国南部)、「香港風邪」(1968年、香港)、「鶏インフルエンザ」(1997年、新界)、そして今回のSARS(重症急性呼吸器症候群)は広東省。「ああ、またか。あそこはヒトと家畜と一緒に暮らしているんだから仕方がない」と思ったかもしれない。

しかし、香港だけが外界とつながっていた時代はともかく、中国が「世界の工場」となってしまった今日では、中国国内の至るところがグローバルに露出している。新型肺炎SARSは、東南アジアやカナダのトロントに飛び火し、めずらしいことに北京でも蔓延した。

そして何より、ディスクロージャー不足を批判されるようになって、初めて中国の指導部は焦りを感じたのではないだろうか。SARSの鎮圧には、中国政府への信認がかかっていた。海外からの直接投資が止まれば、経済成長も止まる。ある日突然、ドットコム企業の株価が下がりだした時のように、中国への資金流入が止まればどうなるか。すべてのシナリオが狂ってしまう。北京の態度が変わったのは当然といえよう。

余談ながら、「陳勝・呉広の乱」から「太平天国の乱」まで、中国に動乱をもたらす動きはいつも南方からやって来る。そういった歴史的なアナロジーも、北京の権力者たちの心胆を寒からしめていたかもしれない。

### 資本流出から資本流入に？

それでは実際の中国の金繰りはどうなっているのか。最新の国際収支統計を見ると、2002年に注目すべき現象が生じていた。

#### 中国の国際収支統計(単位:億ドル)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
輸出(a)	1,281	1,511	1,827	1,835	1,947	2,491	2,661	3,257
輸入(b)	-1,101	-1,315	-1,364	-1,369	-1,587	-2,147	-2,321	-2,815
<b>貿易収支(a+b=c)</b>	<b>181</b>	<b>195</b>	<b>462</b>	<b>466</b>	<b>360</b>	<b>345</b>	<b>340</b>	<b>442</b>
サービス収支(d)	-61	-20	-34	-28	-53	-56	-59	-68
所得収支(e)	-118	-124	-110	-166	-145	-147	-192	-149
経常移転収支(f)	14	21	51	43	49	63	85	13
<b>経常収支(c+d+e+f=g)</b>	<b>16</b>	<b>72</b>	<b>370</b>	<b>315</b>	<b>211</b>	<b>205</b>	<b>174</b>	<b>354</b>
直接投資(h)	339	381	417	411	370	375	374	468
証券投資(i)	8	17	69	-37	-112	-40	-194	-103
その他投資(j)	40	2	-276	-437	-205	-315	169	-41
<b>資本収支(h+i+j=k)</b>	<b>387</b>	<b>400</b>	<b>210</b>	<b>-63</b>	<b>52</b>	<b>19</b>	<b>348</b>	<b>348</b>
誤差脱漏(l)	-178	-155	-221	-189	-176	-117	-49	78
<b>外貨準備増加(g+k+l)</b>	<b>225</b>	<b>317</b>	<b>359</b>	<b>62</b>	<b>87</b>	<b>107</b>	<b>473</b>	<b>755</b>

出典:IMF

中国の国際収支統計にはよく分からない点が多い。とくに、アジア危機と重なる98年から00年にかけて、資本収支が急減していること、誤差脱漏がコンスタントにマイナスになっていること、は、本誌が以前から指摘したことである<sup>4</sup>。これらは「目に見えない形で、中国から資本の流出が続いている」ことの状況証拠だと考えられる。

ところが2002年も中国経済の好調は続き、外貨準備は1年で755億ドルも増加した。外貨準備高は今年3月時点で3160億ドル。「6月末で3400億ドル」という見通しもあり、これだと直近の1年間に1200億ドル以上も増えたことになる。

これまでの国際収支統計では、誤差脱漏などのよく分からない項目のマイナスが大きく、外貨準備の伸びは抑えられてきた。ところが2002年は、誤差脱漏が13年ぶりにプラスに転じた。これらの変化は何を意味するのだろうか。

やや乱暴だが、「誤差脱漏 = アングラマネーの動き」と考えると、たとえば以下のような説明が可能であろう。

- ・ 資本流出規制により、資本逃避に歯止めがかかった。
- ・ 在外華僑などの間で、不動産など中国国内の資産を買う動きが広がっている。
- ・ 指導部の交代により、海外へ資産を隠匿する動きが一段落した。
- ・ 外資が「中国国内の不良債権ビジネス」に乗り出している。

いずれにせよ、中国の資金繰りには大きな変化があったようだ。すなわち、資本流出よりも資本流入の方が優勢になっている。中国政府は、今度はカネ余りの心配をしなければならないということだ。貿易の黒字や直接投資に加え、怪しげなマネーも入ってくるなかで、通貨当局はせっせと外貨を受け取り、人民元を市中に出さなければならない。日銀などがするように、こうしたマネーを吸収して不胎化できればいいのだが、中国にはそういった金融調節手段がない。金融機関の手元には需要のない資金が溜まっていることだろう。

おそらく、国内では相当なマネーゲームが生じているはずである。実際、そういった報道は少なくない。上海や北京での地価高騰は、年間で3割を超えるという。簡単にいえば、中国で「バブル」が生じているわけだ。

### 人民元切り上げへのプレッシャー

ところで中国の外貨準備が3000億ドルを超えたということは、ゆうに1年分の輸入がまかなえるだけの金額を寝かせていることになる。途上国としては信じられない水準だ。米国債の保有高も、今年2月に英国を抜いて世界第2位となった。（1194億ドル / 4月）

---

<sup>4</sup> 2002年4月5日号「中国経済への素朴な疑問」、同6月21日号「中国経済への深まる疑問」。当時は自分では大発見のつもりだったが、少なくとも昨年秋頃には中国の経済学者が同様のことを議論するようになっており、タブーでも何でもないことが判明。これはこれで前進というべきか。

「弱い円政策」を採っている日本も、最近の外貨準備が5000億ドルを超えているが、これはGDP比では10%程度に過ぎない。中国の場合は25%にもなるので明かに過大な水準である。さらにいえば、日本の場合は国内の低利のカネを借りて、米国債などで運用しているわけだから、利回りはプラスになる。逆に中国の場合は、高い金利で借りたカネを低利で寝かせることになり、外貨準備を持つことによる社会的なコストが高い。

ここまで来たのなら、そろそろ為替レートを切り上げて対処するのが普通の処方箋である。アジア危機があった98~00年には、逆に引き下げ圧力があったものの、中国政府はそれを我慢して賞賛された。今回はどうだろうか。

これまで「人民元レートを引き上げよ」と言っていたのは、日本の塩川財務相くらいだった。ところが6月3日、スノー米財務長官が「中国の為替自由化を支持する」と発言した。興味深いことに、同日に発行されたゴールドマン・サックス社のレポートが、「中国は半年内にワイダーバンドを導入する」と予測していた。米国から見た対中赤字は1000億ドルを超えており、今や日本を抜いて最大の貿易赤字相手国。選挙の時期に、この手の圧力を受けるのは無理からぬことである。

7月6日まで行なわれたASEM財務相会合でも、欧州などから人民元などアジア通貨の切り上げを求める声が相次いだ。ほとんどのアジア通貨がドルとリンクしているため、このところのユーロ高によって、アジアから欧州への輸出が急増している。「日米欧」が連携して、じわりと人民元切り上げを求める包囲網を作っている形といえる。

## **ジレンマ~海外に合わせるか、国内を守るか**

中国にとっては、今なら対外収支悪化の心配はほとんどない。外貨準備は「最適水準」をはるかに超えており、国内のインフレを避けるためにも、人民元の切り上げは正しい選択と言える。電機や繊維産業など、主要な輸出産業もそれほど打撃を受けないだろう。

その反面、先に述べたような中国経済のリスクを考えると、とてもじゃないが為替は動かせない。沿岸部の製造業にとっては、今のレートは補助金をもらっているようなものだが、内陸の農村部にとっては、それでもべらぼうな水準である。そして沿海部の富を内陸に送り込むことで、かろうじて国内の秩序が保たれている。できるものなら、沿岸の「強い中国」と内陸の「弱い中国」の間で、別々の通貨を作りたいくらいであろう。もちろん、そんなことをすれば国が分裂してしまう。結局、中国政府としては「経済成長が第一」という現在の路線を続ける以外にはない。そのためには直接投資が命であり、だったら人民元レートは今の安いままがいい、という現実がある。

思うに中国政府につきつけられているのは、海外に合わせて人民元を上げるか、国内を守るために今のレートを維持するか、という「究極の選択」である。おそらく国内を守るだろうが、なんと悩ましいジレンマであろうか。

< 今週の”The Economist”誌から >

”For freedom”

Asia

「香港と中国～自由のために」

P25-26

\* この問題に関して、なぜか日本での報道は少ないようですが、”The Economist”誌は長年の主張通り、中国共産党に対する辛らつな批判を浴びせています

< 抜粋 >

香港の歴史上最大の人出だった。7月1日、50万もの人々が中心街や商業地区を練り歩いた。こんなデモ行進に参加するのは、ここ数年は2~3万人止まりだった。過去最大の抗議活動といえば1989年の天安門事件だが、非難の矛先は香港政庁ではなかった。不人気な董建華行政長官と、北京にいるその上役たちは面白からぬ心持ちであろう。

デモの発端は新法の導入にある。批判者達の言を借りれば、中国が破壊分子と見なす者を抑圧する権限を香港政庁に与える法だ。抗議が高まっているのは、SARSの影響を受けて低迷する香港経済のせいもある。デモ隊の旗には「もう嫌だ、もう怒った。辞めろ」とある。

香港の高官たちは事を広げないように努めた。7月1日は本土返還6周年の祭日だから、特別にデモに参加して良いと。それでも董建華は不機嫌だろう。デモの直前に香港を訪れた温家宝首相も、親密な印象を与えないように気を使い、董建華を称えるのを避けた。興味深いことに、香港のメディアは温家宝を庶民的だと持ち上げてみせた。

董建華は辞める気はないし、中国もそれを望んでいない。香港政庁が新安保法を今月通したいのは、来年の立法委員選挙に差し支えるからだ。直接選挙による立法委員が半数に増え、反董建華グループに機会が与えられる。中国の代議員でもある香港立法委員によれば、抗議行動は「新たな政治勢力」の台頭を意味する。政府がこれを無視すれば、火に油を注ぐことになり、結果として台湾、そして世界全体における中国のイメージ低下に繋がるだろう。

香港政庁の緊縮策を終わらせ、ドルペッグを止めるというリフレ政策も考えられる。しかし刺激策を採るかどうかははっきりしない。6月29日に中国と香港が締結した協定では、本土への関税が来年1月から撤廃され、サービス業の中国市場参入の自由も拡大される。交渉が急がれたのは、SARS後の信認回復と、安保法にメドをつけるためだったという。しかし香港の失業問題に大きな影響はなさそうだし、向こう数ヶ月は効果も未知数である。

董建華の努力は中国も認めているだろう。中国が背中を押さなければ、彼も動かなかったはずだ。それだけ中国がこだわるのは、法輪功への強迫観念があるからだろう。

もしも中国が董建華の指導力を懸念するのなら、新法導入は彼の苦境を深めるばかりである。抗議に参加している神父は、人々は本気で怒っており、政府は嘘をついていると糾弾する。選挙管理委員は、法律には安全装置がついているとこれを否定する。それでもデモが示したのは、6年にわたる統治がまったく人々の信頼を勝ち得ていないことである。

## < From the Editor > 自民党食堂、再び

2年前の春、名門・自民党食堂で行なわれたシェフ・コンテストでは、脂っこい「岡山風カツどん」や、軽すぎる「福岡シーフードサラダ」を押し分け、激辛を売り物にした「横須賀カレー」が総理大臣賞に輝いた。店のお客は大いに沸き、汗が出るけど元気になると評判を呼んだ。しかしカレーは思ったほどには辛くなく、最近ではスパイスが効いてないと不満を洩らす声もある。とはいえ、ほかのメニューも期待薄なので、お客は我慢している。

このたび自民党食堂は、再びコンテストをやるという。横須賀カレーの変人シェフが連覇するだろうというのがもっぱらの下馬評だ。たとえ出来レースでも、とにかくコンテストをやっておけば店の宣伝にはなる。こういう厚かましきだけは、他店も見習った方がいい。特にコンテストのたびに、「鳩サブレ」と「菅ジュース」が入れ替わるだけのどこかの店は。

真っ先に手を上げたのは「広島風お好み焼き」である。いわく、「横須賀カレーは辛すぎる。人生には甘さも必要だ」と、秘伝のおたふくソースを手にしちあがった。だが、カレーとお好み焼きでは、「どっちの料理ショー」というわけにもいかず、単なる「甘辛問答」に終始するような気がする。何より新鮮さが欠けている。

そこへ急浮上したのが、食堂でもめずらしい女性シェフによる「岐阜の若鮎」である。鮮度はとびきり高いし、評判にはなりそう。けれども、後ろに立っている鶏飼のオジサンが怖い、という声もあったりして今のところ微妙である。

そのうち若手シェフたちが、自分たちにも出番を作れと騒ぎ出した。「愛媛のいよかん」という声もあったが、「那須の牛ステーキ」にもその気があるようだ。とはいえ、出場の条件である「お皿20枚」というノルマは、若手にはキツイというのがプロ筋の見方である。

このように、強敵が出てこない状況を見て、変人シェフはますます言いたい放題。「こんな店、半分つぶれている」などと言うものだから、店の古株のお偉方は眉間にしわを寄せている。この険悪さは嵐の前の静けさだろうか。

客の方はよく知っている。この店の料理は期待できないが、ときどき面白いバトルを見せてくれるのだ。今回もそれを楽しみにするしかないのだろうか。( to be continued...?)

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、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井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までお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.niri.co.jp>

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com)