

# 2019

## 平成31年の提言

### 35年前の日本を追う中国の債務に要注意

1. 中国不動産価格の上昇はまだまだ続く
2. 不動産開発は錬金術であり中国成長のエンジンである
3. 日本より約35年遅れて同じ道を歩む中国
4. 中国人民元は米国から通貨切り上げを迫られるのか？
5. 日本と中国の相違点 = 貧富の格差拡大・国営企業への回帰
6. 中国の家計と企業の債務増大に注意しよう



日本石油販売株式会社  
エナジーエンジニアリング株式会社

〒104-0033 東京都中央区新川2丁目1番7号  
TEL 03-3552-0341 FAX 03-3552-0346  
<https://www.nihonsekiyuhanbai.co.jp/>



カラー版・バックナンバーは  
当社HPからご覧になれます。

# 35年前の日本を追う中国の債務に要注意

## 1. 中国不動産価格の上昇はまだまだ続く

中国不動産バブル崩壊の危機が叫ばれ始めて久しい。しかしながら中国国家统计局が2018年9月15日に発表した8月の新築住宅価格動向によると、主要70都市のうち67都市で上昇(前月比)、下落したのは1都市に過ぎない。過去のトレンドを見ても、2008年と2010年に急騰し、2011年には一旦大幅に下落しているが、それ以外の年の不動産価格は、驚くほど安定した上昇を示している。

東京23区の新築マンションの平均価格は約95万/m<sup>2</sup>だが、これは上海の中古マンションの平均単価(5.7万元/m<sup>2</sup>)とほぼ等しい。(一財)日本不動産研究所による「国際不動産価格」調査(2018年4月)によれば、港区元麻布のマンション価格を100として、ロンドンが226、香港は194だが、上海は135、北京が109であり、バブルと断定できるほどの価格ではない。流石に最近では北京や上海などの「1級都市」より「3級都市」(人口100~300万の地方都市)の価格上昇率の方が高いようだ。

共産主義国中国の土地は、もともと国有だ。その「使用权」が私有化されたのは、僅か21年前の1998年である。土地を所有できない時代から、急に土地の使用权を売買できるようになり、一気に購買力が花開いたのだから、価格の急上昇も無理からぬことではある。過去に極端な不動産価格変動を経験した日本人は、筆者を含めて中国バブル崩壊を危惧するが、当面中国の不動産価格が大きく下がることは考えられない。

何故ならば、中国の不動産価格は政府によって巧妙にコントロールされているからだ。「断固として不動産価格の上昇を抑え込む」という政府の基本方針の下ではあるが、時には金融や販売規制を緩和して不動産需給を調整し価格を安定させている。不動産需給をコントロールすることによって、GDP成長率までも制御しているのだ。

2015年末、7.4億m<sup>2</sup>まで増え続けた不動産在庫面積も、開発を抑制することによって、5.4億m<sup>2</sup>まで減少した。2013年には中国各地のゴーストタウン(鬼城)が話題になったが、新築住宅在庫消化期間も4年前に比べて半減し、10ヶ月を切っている。

過去の日本の不動産バブルを崩壊させたのは、1990年3月の大蔵省通達「不動産融資総量規制」という失政であり、その失敗に学んでいる中国政府が健在である限り、中国不動産価格を崩壊させたりはしないだろう。

## 2. 不動産開発は錬金術であり経済成長のエンジンである

地方政府傘下の土地開発公社は、国有地であった土地の都市住民や農民を、ただ同然の費用で立ち退かせ、その更地を競争入札にかけてデベロッパーに払い下げて来た。この仕組みこそ地方政府の錬金術であり、経済成長のエンジンだった。土地売却益を利用してインフラを作り、各産業分野の国営企業を育成した。

不動産バブルを崩壊させて成長のエンジンを止めることは、取りも直さず地方政府の財政破綻を意味する。中国政府にとって、不動産価格の安定こそが生命線であり、そのことを一番良く知っている中国国民の中国政府に対する信頼は厚い。

リーマンショック後、米国だけでなく日本を含めたほとんどの国で不動産価格が大きく下落し、GDP成長率がマイナスに転じた。100年に1度と言われる経済環境のなかでも、中国だけは4兆元の経済対策を行い、不動産価格が下がることを見事に防ぎ、インフラ投資によってGDPを成長させ続けた。

2017年末時点で中国の鉄道営業距離は12.7万km。そのうち高速鉄道は2.5万km（全世界の高速鉄道の66%）で、2018年には更に3,500km延長される計画だ。ちなみに日本の新幹線の総延長は2,800kmに過ぎない。地下鉄などの35都市の鉄道網も2017年だけで38路線930km増えて、累計171路線5,083kmとなっている。（日本の地下鉄は45路線800km）

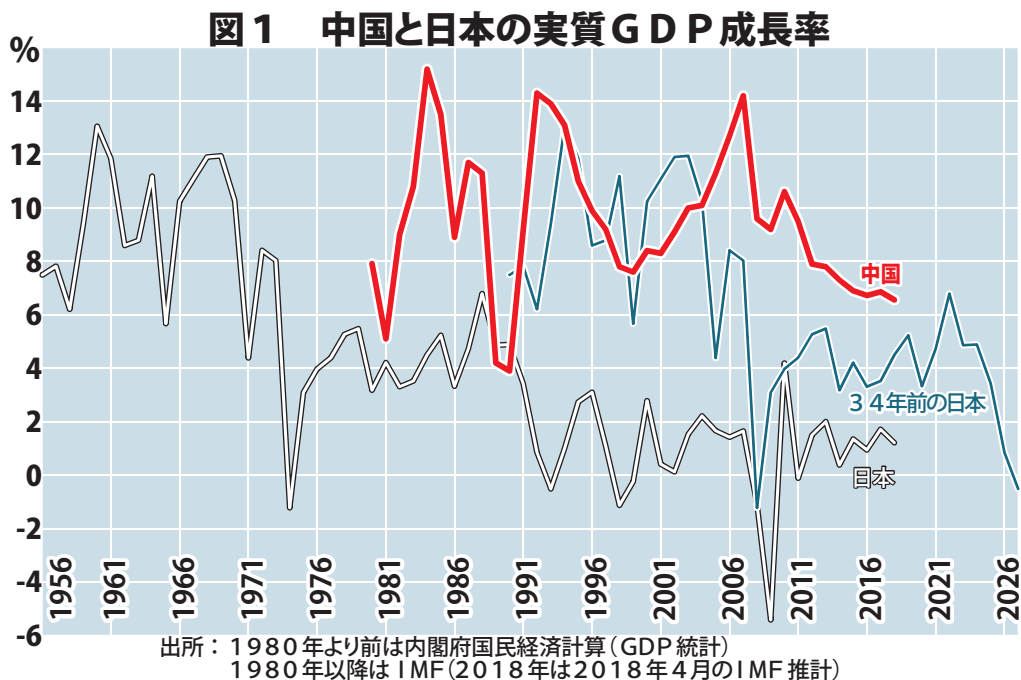
国際通貨基金（IMF）によれば、2015年時点の政府インフラ資本残高を2011年の購買力平価を基準にして計算すると、中国26.8兆\$は世界1位（世界シェア31.6%）であり、米国10.9兆\$、日本5.4兆\$を凌駕している。

その結果として、中国インフラ投資の効率は大きく低下している。地下鉄の90%は赤字路線と言われているし、高速鉄道も黒字化したと報道されているのは北京と上海を結ぶ1,318kmを含めて6路線だけだ。中止される地下鉄建設計画も増え、特に内陸部でのインフラ投資効率が問題になっている。

しかも、土地売却益だけで地方政府の財政収入を賄えた時代は過去のものとなり、今や各地方政府は社債発行や「シャドーバンキング」により調達した資金をインフラ投資に向けており、後述する地方政府傘下の企業債務の増大に拍車をかけている。

### 3. 日本より約35年遅れて同じ道を歩む中国

図1に日本と中国の実質GDP成長率をグラフ化した。中国のGDPと34年前の日本のGDPを比べるため、日本のGDPを34年ずらした線も記載した。



まずは日本のGDPを見てみよう。太平洋戦争敗戦から15年経過した1960年、池田勇人首相の登場により所得倍増計画が打ち出され、日本も2桁成長を続けていた時代がある。その高度成長に転換をもたらしたのは、1971年のニクソンショックと、1973年のオイルショックだ。

1944年米国ニューハンプシャー州ブレトンウッズで開かれた連合国の通貨金融会議において、金1オンスを35US\$とする固定為替相場が協定された。日本円も1949年以降360円/\$の固定相場となった。今と比べると3倍以上の円安水準であり、これによって戦争で疲弊した日本経済は恩恵を受けることになった。

しかし1971年8月に米国ニクソン大統領はドルと金の交換を停止し、ブレトンウッズ体制が崩壊する。円は300円/\$前後まで切り上げられることになった。更に追い打ちをかけるように、1973年にはオイルショックに襲われ、無資源国日本にとっては重荷となった。

それでも日本は5%前後の中成長を続け、1985年のプラザ合意による更なる円の切り上げ（150円/\$）によって輸出が停滞した時も、竹

下登首相の指示の下、大蔵省が銀行融資を強制的に拡大させることによって官製バブルを作り、5%前後の経済成長を維持した。日本の経済成長が止まったのは、バブルが崩壊した1992年以降であり、今日に至るまで1%前後の低成長が続いている。

一方、中国で11年間に亘る文化大革命が終了したのが1977年。それから15年後の1992年、鄧小平による南巡講話で、公有制から私有制へ道が開かれた。為替も大幅に切り下げられ1998～2005年までは8.3元/\$という元安水準で相場が固定された。360円/\$時代の日本と同様に、中国も米国の支援を受けて高成長を達成したのだ。2001年にWTO加盟が許され、2008年北京オリンピックまでの中国の成長には目を見張るものがあった。

しかし2005年の元固定相場制の終了(7元/\$への切り上げ)やリーマンショックにより、その後の中国は1ケタ成長に甘んじることになる。中国各地方政府のGDP成長率がデータ改竄されるようになったのも、この頃からだろう。昨今過去の地方政府公表値を修正する動きが続出している。実際の成長率はグラフより低いはずだ。

この間の日中両国の経済史と一人当たりのGDP(\$/人)を整理したのが**図2**だ。戦時経済からの経済復興、高成長から中成長への転換点となる年をリストアップし、その年の一人あたりのGDPを比較した。

**図2 日中両国の経済史と一人当たりのGDP**

| 日 本       |                   |      | タイムラグ | 中 国  |                      |           |
|-----------|-------------------|------|-------|------|----------------------|-----------|
| GDP(\$/人) | 出来事 / 経済状態        | 年    | 年     | 年    | 出来事 / 経済状態           | GDP(\$/人) |
| -         | 日英同盟・日露戦争<br>先軍政治 | 1902 | 33    | 1935 | 毛沢東指導権確立<br>毛沢東      | -         |
| -         | 太平洋戦争敗戦<br>経済復興   | 1945 | 32    | 1977 | 文化大革命終結<br>経済復興      | 184       |
| 478       | 所得倍増計画<br>高成長     | 1960 | 32    | 1992 | 鄧小平南巡講話<br>高成長       | 423       |
| 2,179     | 円固定相場制終了          | 1971 | 34    | 2005 | 元固定相場制終了             | 1,766     |
| 3,809     | オイルショック<br>中成長    | 1973 | 35    | 2008 | リーマンショック<br>中成長      | 3,467     |
| 11,580    | ブラザ合意<br>バブル      | 1985 | 33    | 2018 | 元切り上げ?<br>バブル?       | 10,087    |
| 31,430    | バブル崩壊<br>低成長      | 1992 | 36    | 2028 | 習主席(74歳) 退任?<br>低成長? |           |
| 40,849    |                   | 2018 |       |      |                      |           |

表を作って驚くのは、日本より約35年遅れて、中国が日本と同じ道を歩んできていることだ。一人あたりのGDPも、中国はタイムラグ約35年で日本を追いかけている。

1902年の日英同盟によって日露戦争に勝った日本では、軍部が政治の主導権を握り、現在の北朝鮮を笑えない先軍政治が続き、43年後に太平洋戦争敗戦を迎える。長征する紅軍の中で、毛沢東が最高軍事指導者の地位に就いた1935年から文化大革命が終結するまでが42年間。その後両国とも15年間の経済復興期間を経て、2桁の高成長時代が13～16年間続く。高成長が維持できなくなった後の日本が、中成長を続けた期間は前半が12年間で、後半の残り7年間で不動産バブルだ。

中国が高成長から中成長に移行した2008年から11年が経過する今年、今後も中国が35年遅れで日本の歩んだ歴史を繰り返すとすればこれから7～8年が日本の不動産バブル時期に相当することになる。

#### 4. 中国人民元は米国から通貨切り上げを迫られるのか？

鄧小平によって共産主義公有制から私有制へ道を開いた中国が、将来的に民主主義国になり、米国製品の輸出市場として成長することを期待した米国は、これまで中国の成長を支援してきた。

しかし習主席による「中国製造2025」と称するハイテク製品分野の国家戦略は、知的財産権保護の問題に留まらず、ハイテク技術の覇権争いから、その技術による軍事的、経済的覇権争いに発展している。軍事と経済に関して世界1位の座を脅かす存在を、米国が許すことはなく、今後長期間にわたる米中の対立が危惧されている。

中国から5,000億\$を輸入する米国と、米国から1,300億\$しか輸入していない中国が、関税引上げ競争で闘っても中国に勝ち目はない。その差額である対中貿易赤字3,700億\$は、米国の全貿易赤字の60%を超えている。

今から37年前の1982年、日本車が米国においてハンマーで壊された。いわゆるジャパンバッシングである。当時の米国の貿易赤字のうち60%以上が日本向けであり、日米通商摩擦が俎上に上った。米国の怒りは1985年のプラザ合意に発展し、日本円は250円/\$から150円/\$へ切り上げられることになった。

図3には、日中の通貨変動の歴史をグラフ化した。図1と同様、中国人民元の変動を34年前の日本円と比較するため、34年ずらした円相場




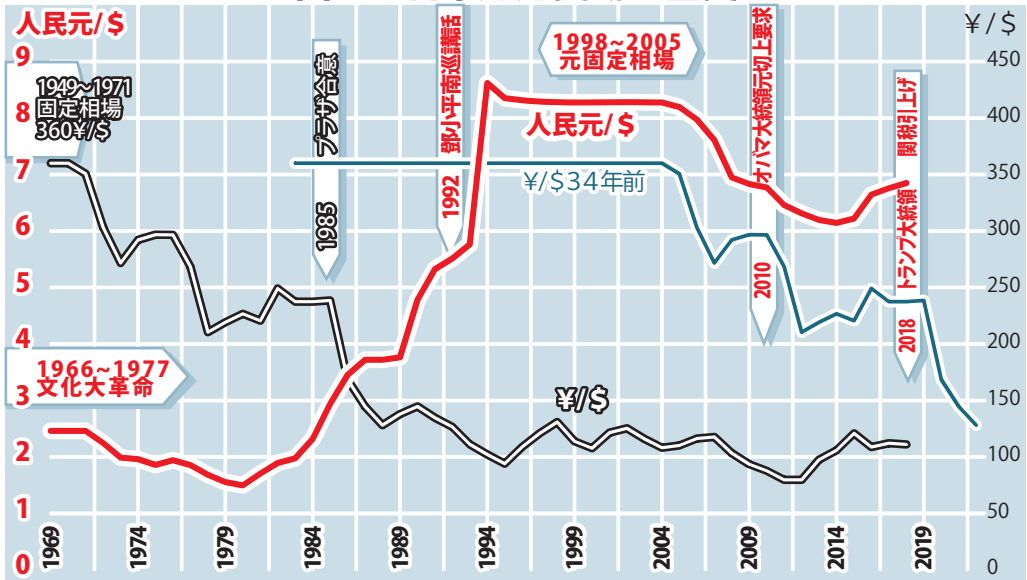
も線  で記載している。日本円の歴史は、360円/\$からの一方的な円高への歴史だ。人民元の歴史は1994年までは大幅な元安の流れだが1998~2005年の固定相場8.3元/\$を経て、2005年以降は元高方向に転換している。オバマ大統領も2010年に元切り上げを要請し、7元/\$から6元/\$へ切り上がっている。足元はFRBによる金利引き上げの影響で元安傾向ながら、これがまたトランプ大統領の怒りを買うことに繋がる。

図3 日中通過変動の歴史



例えトランプ大統領でなくても、現状の中国の対米貿易黒字がいつまでも許されることはなかったであろう。自由貿易に反する関税戦争を避けるとすれば、中国の選択肢としては34年前の日本がそうであったように、自国通貨の切り上げしか残されていない様に思われてならない。米国の強行姿勢の裏には、「関税引き上げ」か「人民元切り上げ」かを、取引しようとするトランプ大統領の思惑が隠れているように感じられる。

I MFがWorld Economic Outlook (2018.4)に計算している日本円と人民元の購買力平価は、98.87円/\$と、3.51元/\$であり、2018年10月時点の実勢レート、112円/\$も若干円安ながら、6.9元/\$は人民元があまりに安すぎることを示している。

いずれにせよ米国が求めているのは、中国からの対米輸出の縮小である。これまで国内のインフラ投資と、輸出によって経済成長してきた

中国にとって影響は甚大だ。中国の輸出製品の心臓部を供給する日本の製造業にとっても影響は少なくない。

中国が「一帯一路」と称して、現代版シルクロード計画を打ち出す狙いは、米国以外の新興国や欧州への輸出の拡大であり、インフラ投資の輸出だ。もともとミャンマー、スリランカ、アンゴラをはじめとするアフリカ諸国への、融資をセットにしたインフラ輸出はよく知られている。

しかし融資した資金を返済できない新興国に対し、担保や港湾の提供を求める中国の狡賢い対応は、相手国からの反発を招いている。スリランカで中国が開発したハンバントタ港は2017年から99年間に及ぶ港湾運営権を中国企業に奪われてしまった。2017年には「一帯一路」沿線64ヶ国向けの中国の投資が201億\$に達し、パキスタンやラオスで過剰債務が問題にされ「債務のワナ」との批判が強まっている。マレーシアのマハティール首相は「一帯一路」事業の一環であったマレー半島横断鉄道事業の中止を決めている。

14億人の中国でも赤字になることの多い鉄道事業を輸出されても、黒字化は難しい。投資効率が高く黒字化が可能な事業であれば、その収益から返済できるが、新興国にとって投資回収が容易な事業は限られる。

## 5.日本と中国の相違点＝貧富の格差拡大・国営企業への回帰

「ジャパン・アズ・ナンバーワン」とエズラ・ヴォーゲルにおだてられてバブルの発射台に立っていた1985年の日本と、「中国の夢」と称して世界の覇権を米国と争う今の中国の経済的立場は、上記の通り意外にもよく似ている。しかしながら相違点も少なくない。

- ①大気汚染防止法を1968年に制定した日本に比べ、中国の環境対策は漸くその緒についたところであり、50年近い遅れがある。環境対策は投資やコストを必要とするが収益を生まない。今後とも中国の製造業に重い負担となるだろう。
- ②中国には2種類の戸籍がある。都市戸籍をもつ4億人と、農村戸籍の10億人だ。農村戸籍の10億人を、都市戸籍の4億人が搾取する構造ともいわれ、その経済格差は大きい。農民戸籍の子供は出生地の学校に通わねばならず、出稼ぎに出る両親と離ればなれになり、両親も都会では厄介者扱いだ。都市戸籍の人々は農民戸籍の人々を、同じ中国人とは見ていない。戸籍問題を解決すべく政府も動き始めてはいるが、この問題には歴史的な背景もあり根深い。加えて不動産価格の上



昇により、不動産を所有する都市戸籍住民と、その借り手の格差はむしろ拡大している。

- ③ 2018年9月歴史教科書が改訂された。文化大革命が「10年の大災難」から「10年の艱難辛苦の探索と建設成就」に書き換えられ、毛沢東の「錯誤」と指摘された2文字も消された。毛沢東を批判した鄧小平が批判され、毛沢東や文化大革命が再評価されたのだ。毛沢東の威を借る習主席は言論統制を強化している。
- ④ 鄧小平により民営化が進んだ中国だが、今は再び国営化に逆戻りしつつある。供給過剰となった生産設備を削減するにあたり、小さい民営企業を淘汰する一方で、国営企業を統合して規模を拡大し国際競争力を高めようとしている。2019年9月アリババを率いる馬雲(ジャック・マー54歳) 会長が引退する。電子取引(EC) 最大手のアリババを創業した馬氏は、その発言力が大きくなったために共産党の脅威と見なされ、引退を余儀なくされる。アリババだけではない。安邦保険、海南航空集団、万達集団などの急成長した民営企業創業者が次々と狙い撃ちされている。民営企業の活力が失われ、自己資本利益率の低い国営企業だけが残ることになれば、経済的には文化大革命が再来することになりかねない。

## 6. 中国の家計と企業の債務増大に注意しよう

中国の最大の課題は民間債務の増大だ。図4は国債決済銀行の公表する各国の家計と企業の債務残高をGDPで割った債務比率(%)だ。日本はバブルの頂点で220%近い(1993年) 債務比率に達し、2007年の160%まで債務の圧縮に14年間を要した。

2010年ユーロ危機として歴史に名を残すスペインの債務比率も、220%(2010年) をピークに、足元は160%を下回るころまで低下している。米国のサブプライムバブルでは、2008年のピーク時点の最高債務比率は意外にも170%と低い。

中国の債務比率が急増するのは2008年末からだ。リーマンショックによる輸出の急減に対処するため、中国は4兆元の経済対策を打ち出した。政府の財政支出に加え、銀行融資が促され、地方政府傘下の企業を含む大規模な民間設備投資が実施された。その後2012年以降の4年間で、150%から210%まで一本調子で債務比率が急上昇しIMFからの警鐘を受けて、2016年には債務抑制に転じている。

残高500兆円と言われる「影の銀行(シャドーバンキング)」による簿外融資に対しても、中国政府は2017年以降、監視・規制を強化している。これらの債務抑制・規制強化により、中国企業の債務不履行は2016年以降急増しており、毎年7,000億円弱の債務不履行が発生している。2018年の債務不履行は上半期だけで4,000億円を超えており海外投資家にも影響が出ている。

債務不履行の増加に対処するため中国政府は、預金準備率(21.5%：2011年)を、10年振りの低水準(14.5%：2018年10月)まで段階的に引き下げ、市中に資金を供給している。図4の通り、中国の債務比率は再度上昇に転じている。

対米輸出が減少し、「一帯一路」も良い成果をあげられないとすれば毛沢東や習主席の発言通り、中国は「自力更生」を図らざるを得なくなる。それは正に35年前の日本と同じ立ち位置であり、不動産バブルの入り口である。毛沢東に並ぶ習主席の権威を維持するために、一定の経済成長を維持しようとするれば、日本のバブルの二の舞を演じることになる。35年前の日本と同様に中成長を維持できるかもしれないが債務比率は更に上昇し、その先にバブル崩壊が待ち受けることになる。

しかし逆に、習主席が長期独裁体制を築き、ネット上の情報統制システムを築いたことにより、例え景気が後退し失業率が上昇しても、国民の反発を抑え込むことができるのであれば、いたずらにバブルによる景気活性化を図る必要がなくなる。ただし中国は一気に低成長時代を迎え、中国だけでなく日本を含む世界全体の景気が長期間に亘って低迷することになるだろう。中国は今、その岐路に立たされている。

図4 民間債務・GDP比率

