

中国の金融市場と中国経済の行方

童 適 平

はじめに

ただいま御紹介いただきました明治大学の童で
す。今日は、大変権威のある「証券セミナー」で
お話しさせていただくことを大変光栄に思いま
す。まず、このようなチャンスを与えてくださっ
た日本証券経済研究所に感謝します。そして、御
多忙の中、お時間を割いてお集まりいただきまし
た皆さんにもお礼を申し上げます。
早速、本題に入りたいと思います。

今日のテーマは「中国の金融市場と中国経済の
行方」です。非常に漠然とした大きなテーマです
けれども、基本的には、中国の金融市場の角度か
ら中国経済の行方を考えていくということに趣旨
を置いております。

今日の話の流れとしては、まず、金融市場の概
要です。そして、中国の今の高度成長を支える要
因を考え、その上で、金融市場との関連性を持っ
て、高度成長を支える要因の一つである投資要因
に絞って、この投資要因はいつまで続くのかとい
うことを皆さんと一緒に考えていきたいと思つて

います。

一、金融市場の概要

(1) 中国の資金循環

証券市場の専門家の皆さんには釈迦に説法ですが、けれども、三ページは資金循環を図にしたものです。(巻末資料参照) 中国で「資金循環表」というデータを正式に公表したのは一九九二年です。

図1は、一九九二年から二〇〇九年の最新のデータを集めてつくりました。高度成長期の日本も同じような図だと思えます。ただ、日本と違うところは、この図の黒い部分です。中国経済の発展は、海外部門から資金を大量に調達した点が日本との典型的な違いです。そして、一つ皆さんに気をつけていただきたいことは、二〇〇六年から、海外部門は企業部門にかわって最大の資金不足部

門になったということです。この状態は、二〇〇六年、二〇〇七年、二〇〇八年の三年間続きました。大量の外国の資金が中国に流れ込んで中国経済の高度成長を支えたということではないかと思えます。

図2も同じデータですが、これはGDPに対する比率です。家計部門のGDP比、資金過剰をGDP比で見ると、中国のほうが日本の高度成長期よりも高いです。GDP比で約二〇%以上を示しております。そして、もう一つの現象としては、非金融企業部門ですけれども、この非金融企業部門のGDP比の資金不足は、二〇〇〇年に入ってからはやや緩和したことが特徴であると思えます。

(2) 家計部門の資金運用

次に、家計部門の資金運用はどうなっているの

かということですが、大抵予想したとおり、図3の斜線部分の銀行預金が大半を占めております。例えば二〇〇九年現在では、家計部門の資金運用の約七〇％は銀行預金で運用されています。

もう一つは、皆さん、もうお気づきかと思いますが、二〇〇七年は、家計部門から銀行に預けた預金の数は前後の年と比べたら激減しました。ここで簡単に説明しますと、二〇〇五年に、資金循環のデータについてもう少し詳細な項目をふやしました。二〇〇四年まで、家計部門は「通貨」「預金」「債券」「株式」「保険」に分けられていましたが、二〇〇五年からは「投資信託」と「株式投資保証金」という項目をつけ加えました。二〇〇四年まで、「株式投資保証金」は「銀行預金」の統計に入っていましたが、二〇〇五年からはこれを独立項目として計上するようになって、資金

の流れがもっと明確に見えるようになりました。

二〇〇七年、株式投資保証金は大幅に増加しました。そして、投資信託も大幅に増加しました。

これは皆さんも御承知のように、二〇〇七年は、中国は株高の年でした。二〇〇五年、一〇〇〇ポイントだった上海総合株価指数が、二〇〇七年一月には六〇〇〇ポイント近くまで上昇し、家計部門の多くの資産は銀行預金から投資信託なり株式投資保証金に流れていきました。

二〇〇八年、株式投資保証金は一転してマイナスになりました。つまり、株価の暴落で、みんなまた銀行預金にお金を移転していったということですが、この点、私も日本で暮らし、日本の様子を見ていて感じたことは、中国の証券市場は投機的だといってもいいですし、中国の国民は自分の財産の運用にも非常に敏感です。私にいわせると、日本の方々は会社の仕事を中心に一生懸命や

りますが、中国の人たちは会社の仕事と自分の財産の運用の両方に神経をとがらせています。

図4のデータは全く同じようなデータですけれども、これは割合を示したものです。詳しい説明は省略いたします。

(3) 金融市場の全体像

金融市場ですから、資金の流れだけではなく、金融市場の全貌も見ていただきたいのですが、まずは預貸市場です(図5)。今年の四月末現在、預金残高は約七五兆元です。この中で個人の預金残高は三二兆元です。日本の個人の預金残高にはまだまだ及びませんが、増加のスピードは非常に速いです。

次は株式市場です。上海市場の上場企業は九四社です。これは今年の六月三日のデータです。時価総額は一七兆元。これも今年の六月三日の

データです。ただ、IPOは二〇一〇年一年間のデータで、二六社です。資金調達は五四〇〇億元で、売買額は約三〇兆元です。

中国には上海以外に深圳市場がありまして、深圳には、メインボードと中小企業ボードと創業ボードの三つの市場があります。それぞれ時価総額の金額もここに書いてありますが、これも今年の六月三日の時点のデータです。下のIPOと資金調達額と売買額は二〇一〇年のデータです。二〇一〇年、メインボードはゼロで、IPOはなかったんですけども、中小企業ボードは二〇四社、創業ボードは一七社です。資金調達額と売買額は上海市場と比べたらまだ少ないです。

次は債券の発行です。これは二〇一〇年の債券発行の概要ですが、詳しいことはここでは申し上げません。

次は、二〇〇九年のデータしかなかったんです

けれども、発行残高です。これはごらんのとおりです。

そして、国債の現物売買額です。中国の場合、債券市場は証券取引所市場と銀行間市場に分割されていますけれども、比べてみると、金額的には銀行間市場のほうがはるかに大きいです。六四兆元の売買額がありました。

コール市場ですけれども、二七兆元の規模です。短期金融市場においては、もう一つ、現先市場があります。この現先市場も取引所市場と銀行間市場に分割されていて、銀行間市場は約八四兆元の規模になっております。

以上が金融市場の全貌です。

(4) 中国企業の海外証券市場への上場実績

次は、今日の話とは直接関係ないですけれども、もしかすると皆さんにはご関心があるのでは

ないかと思ひ、つくってみました(図6)。最近の一つの現象としては、中国の企業は、中国の証券市場だけではなく、海外の市場にも積極的に上場する動きがありまして、二〇一〇年に海外で上場した中国企業は一二九社です。この中で一番多いのは香港で、七一社です。あとはニューヨークとNASDAQで、合わせて四五社です。

図7は、上海証券取引所のスタッフに探してもらったんですが、漏れているものもあり、完全なデータではないかと思いますが、この中でもやはり香港に上場した会社が一番多いです。香港H株というのは中国大陸の企業で香港に上場した企業ですけれども、一六三社です。香港レッドチップは一〇三社です。レッドチップというのは香港に登録しているんですけれども、背景は中国の企業です。合わせて二六六社あります。二番目はやはりニューヨークとNASDAQです。NASDAQ

Qは一七二社、ニューヨークは八二社。最近目立っているのはシンガポールで、一五〇社です。

あとはロンドンに一〇社、韓国に四社。韓国はいずれもKOSDAQです。残念ながら、東京証券取引所に上場しているのは二社だけです。本当はもっとたくさん日本で上場してほしいですが。ここでは全部で六八七社に上ります。

二、高成長を支える要因

(1) 高成長を支える三つの要因（輸出、消費、投資）

次に、金融市場と中国経済の行方を結びつけて考えてみたいと思います。

図8は支出法GDPの推移です。一九七八年から二〇〇九年までのデータですが、ごらんのとおり、消費比率が非常に低く、投資比率が非常に高

いです。このような支出法の角度から見て中国経済を支えている、ある意味では需要の角度から見て中国経済を支えているのは何かというと、下の三つの要因ではないかと思えます。一つは、よくいわれることですが、輸出です。もう一つは消費です。消費比率が非常に低いと申し上げましたが、後でまた説明しますけれども、消費は中国経済を支える要因の一つです。もう一つは投資です。この三つの要因を細かく見ていきたいと思えます。

(2) 人口ボーナス

図9(1)は中国の人口センサスです。中国共産党政権になってから、人口センサスは全部で六回行われました。ここでは四回ですけれども、このほかに、一九六四年と一九九〇年に行われていました。この人口センサスは日本の国勢調査に似たよ

うなものですけれども、項目が少し少ないです。

一九五三年の中国の年齢構造を見ると、完全なピラミッド型です。皆さんに見ていただきたいのは一九八二年の年齢構造です。ここで確認したのは〇歳から二九歳です。なぜ〇歳から二九歳なのか。一つは、この年齢層の人口が多いということ、もう一つは、振り返って考えてみたら、一九八二年から中国の高度成長の三〇年間の間に、現役で働く人たちはこの年齢層の人口だからである。図9(1)に書いてありますように、人口ボーナスです。〇歳から二九歳までの人口は、二〇〇〇年には二〇歳から四九歳までです。二〇一〇年には三〇歳から五九歳です。そろそろ生産人口から非生産人口に変わっていくところです。要するに、この三〇年間はちょうど中国の人口が集中した、日本でいうと団塊の世代です。私はこれを別の場面では、毛沢東が鄧小平改革に与えた最大のプレ

ゼントとっています。鄧小平の改革を成功させた最大の要因は人口ボーナスです。

この人口ボーナスは、ただ人が多いただけではありません。図10は支出法GDPにおける投資額と投資率です。ごらんとおり、GDPに対する中国の投資額と投資率は非常に高いです。かつて日本経済を勉強したときには「投資が投資を呼ぶ」と学びましたが、同じような現象が中国にも起きています。ただ、中国の場合、二〇〇〇年に入ってから投資率は一段と上昇しました。二〇〇九年には四七・七%で、これは前代未聞の比率です。

三、投資要因はいつまで続くのか

(1) 高い投資率の決定要因

では、なぜ投資率が高いのか。図11をごらんになっていただきたいと思いますが、消費と消費率

です。先ほど見ていただきましたように、消費率は低いのです。そして、二〇〇〇年に入ってから消費率は一段と下がってきました。つまり、投資旺盛の原因は、逆にいうとむしろ消費低迷です。消費低迷ですから投資をふやすということです。中国の場合、個人消費は三五%ですけれども、政府の消費を入れて四八%ぐらいになっています。

ただし、ここで皆さんに気をつけていただきましたことは、消費率は低下しているにもかかわらず、消費の絶対額は上昇しているにもかかわらず、先ほど申し上げましたように、過去、中国経済の高度成長を支えてきた要因は人口ボーナスですが、この人口ボーナスは消費額の上昇にも現れているということです。

(2) 中国の貯蓄率の推移

消費率が低く投資率が高い、これは表面現象で

ある。因果関係にあるのは、中国の貯蓄率は非常に高いことです。図12はGDP比で見た貯蓄率です。家計、政府、金融機関、非金融企業をすべていますが、よく見てみると、貯蓄の部分は、家計のほうは少し上昇していて、二二・九%になっています。非金融企業は約二倍になりました。政府も四・四%から八・四%に上がりました。本当ならば、中国社会主義計画経済から市場経済に移行するに当たって、政府の役割はどんどん縮小していくはずですが、ところが、どうして拡大しているのか。最近は確かに国有企業の数もふえているということもありますので、後でまた説明しますが、れども、もう一つは、非金融企業の貯蓄率が高くなっていることです。これも先ほど見ていただきました資金循環表と照合できるかと思いますが、つまり、中国の企業の利益率は、最近は上昇する一方です。政府の税金の収入も増加しています。

これに対して、国民所得分配の労働報酬の比率は下がっています。

今のデータの繰り返しになりますが、図14の黒い部分が国民経済全体の貯蓄です。斜線は投資です。一九九二年から二〇〇八年までのデータですが、貯蓄は投資をほぼ上回っています。マクロ経済学の関係で見れば、 $Y = (S - I) + (T - G) = (X - M) = (S > I) + (T = G) = (X < M)$ 、大体こんな数式が成立します。中国の貯蓄率は非常に高いです。ですから、中国国内だけでは消化することができませんので、海外部門のマイナス貯蓄によって均衡を保ちます。その意味では、中国の経済成長を支えているのは外需ですけれども、実は、外需の根本的な原因は中国国内の投資不足、あるいは消費不足にあるのではないかと思えます。

(3) なぜ中国の貯蓄率が高いのか

なぜ中国の貯蓄率はこんなに高いのかというと、一つの原因は、消費の慣性効果です。私も中国生まれの中国育ちで、ずっと中国で暮らしていたんですけれども、今まで月給が一〇万円の人にいきなり一〇〇万円の月給を与えたら、どう使ったらいいのかわからない。多分、大半は貯蓄に回すということ、冗談半分ですけれども、毛沢東が中国の国民に与えた最大のプレゼントは貧困だといっています。非常に貧しい家庭に生まれて、節約の習慣が身について、何事においても節約するということ、中国経済の発展には非常にいいことだと思います。

ほかの原因としては、将来に対する不安と所得格差があります。所得格差については後でまた詳細に申し上げます。

(4) 高水準の投資を支える資金の供給ルート

このような高い投資率はどうやって行われているのか、資金はどのように流れているのか、だれがどんな投資をしているのかという疑問を持ちます。図15は、中国人民銀行が四半期ごとに発行している金融政策執行報告書です。この中でデータを探して見ていきましたら、毎年の金融市場の融資額、資金の調達額が形態別に書いてありました。ただし、調達した資金がどこに使われているのかについてのデータは残念ながらありませんでした。

次に、金融機関の資金運用のデータを探してみましたら、この中には、「中期貸出」という項目はあるんですけども、どこでどのように運用されているのか、それもはっきりした答えは見つかりませんでした。ここで特に具体的な数字で示したのは、二〇〇八年から二〇一〇年の全部の資

金の運用額と、貸出である(図16)。

もう一つ、中国統計年鑑から探してみましたら、固定資産投資資金調達方法というのがありました(図17)。固定資産投資、つまり長期の投資ですが、どんな形式でお金を調達するのかということが書いてありました。ただし、ここで注意する必要があるのは、「固定資産投資」と「投資」は同じ概念ではないということです。固定資産投資の場合、在庫投資は含まれておりません。また、民間の、例えば個人の住宅投資も固定資産投資には含まれておりません。減価償却もここに入っていません。

斜線部分が一番大きいですが、これは何かというと自己調達です。市場経済であれば、もちろん全部自己調達なんですけれども、その自己調達のもつと詳細な内訳データもありませんでした。ですから、よくわかりませんけれども、いろいろな

ずどこかに所属しています。例えば、民間企業が投資しても、政府の承認が必要である。承認したのは中央政府か地方政府かによって中央プロジェクトと地方プロジェクトと分かれる。

図19で見ると、中央政府のプロジェクトは黒い部分ですが、これは減少していて、地方政府が承認したプロジェクトは非常に多くなりました。一つの理由は、地方分権の進行です。もう一つは、最近非常に話題になっているのは、地方政府が認可した投資プロジェクトの中には、地方政府が設立した企業の投資プロジェクトが少なくなっている。確かに中国の場合は、地方政府融資プラットフォーム（融資ビークル）、このようなたぐいのものが非常に多いです。例えば上海市ならば、上海市の郊外に投資開発会社をつくって開発を担当する。登録上は普通の株式会社ですけれども、後ろ盾は上海地元政府です。

③ 地方政府投資資金の源泉の一つ——土地譲渡収入

地方政府はどうしてこんなことをやるのか、どうしてこんなお金があるのか、この点に疑問を持つてちょっと探してみましたら、土地譲渡収入です。図20は関係資料で整理したものなんですが、二〇〇一年から二〇一〇年の一〇年間、土地の使用権を譲渡することによって得られた収入です。また、この収入はどのように使われているのか。二〇〇九年に公表された財政省のデータですが、まずは都市建設支出で、二七％を占めています。そして、土地開発は一〇・七％です。あとは農村基礎建設と地震復興事業です。四川省の地震の後にはこのお金を使ってやりました。九・七％です。

ちなみに、中国の土地は国有ですけれども、開発で残ったお金、つまり利益ですが、この利益は

法律上、七割は地方政府に所属するんですが、三割は中央政府に上納しなければなりません。しかし、これはあくまでも開発費用以外の部分ですから、地方政府は大体全部開発に使ったと思いません。ですから、中央に上納するものはほとんどありません。地方政府が自分で使うことができる収入になっています。ですから、よくいわれるように、中国の地方財政は土地財政であるということ

です。その意味では、プロジェクトをやるときには自己資金です。多分、土地譲渡収入の相当の部分は、地元政府がつくった融資ビークルの自己資金になっています。これが投資旺盛の要因の三つ目ではないかと思えます。

④ 外国の直接投資

四番目は、あえて申し上げる必要はありませんが、外国の直接投資です。一番高いときはGDP

比一％だったんですが、二〇〇九年は二％に下がっております。

⑤ その他の要因——マネーサプライ

このほかの要因の一つは、マネーサプライです。これはM1、M2の前年比増加率です。例えばM2の場合、大体一五％から一八％までの間です。GDPの成長率より高いですけれども、潤沢な資金の供給は一つの要因ではないかと思えます。特にリーマンショック以降は前年比増加率は三〇％近くまで上昇しました。

これはよくいわれることですが、過剰流動性の問題です。中国のM2はGDP比でもう既に一・八倍になっています。これはどういうことかという点、家計部門、個人の金融資産が増加しまして、当然、金融資産の運用効率化を求めて、ある意味では金融市場に不安要因をもたらすというこ

とです。

四、人口年齢構成の変化

以上が高い投資率の規定条件ですけれども、整理してみると、大体このような五つの条件があるのではないかと思います。高い投資は中国の経済を支える要因としてこれからも続くのか。続くのであれば、中国にはまだ明るい将来があるんですけれども、これをちよつと考えてみたいと思います。

ここで考えるポイントは、一つは人口年齢構成の変化です。もう一つは金融と金融政策の変化ではないかと思えます。

(1) 人口構成の変化

まず、人口年齢構成の変化ですが、一九ページ

の図9(2)をごらんください。黒い部分は団塊の世代です。一九五〇年代のベビーブームの人たちはどんな年齢になっているのかということを示したものです。下の斜線は第二次ベビーブームです。第一次ベビーブームと比べれば非常に細々としたものですが、これも同じようなことです。

図23は人口センサスではありませんが、基本的には、人口センサスに基づいて毎年サンプル調査が行われています。これは二〇〇九年のサンプル調査ですが、〇・八七三%で標本を選んだとったものです。

ここでは、これから二〇年間で生産人口の変化はどうなるのかということを考えてみたいと思います。二〇〇九年の時点で四〇歳から五九歳までの人たちの人口は約四億二〇〇〇万人です。では、〇歳から一九歳の人口はどうかというと、生産人口は一五歳からですけれども、中国も今、大

学の進学率が非常に高くなっていますので、一八歳までは余り働かなくなっています。それで、〇歳から一九歳の人口を計算してみましたら、約三億二〇〇〇万人です。ですから、これから二〇〇年の間には生産人口が約一億人は減少すると結論できるのではないかと思います。

また、直近のことを見てみると、二〇〇九年から二〇一三年までの五年間では、生産人口から非生産人口に変わっていくのは約七九〇〇万人です。しかし、一五歳から一九歳までの人口は約八三〇〇万人ですから、二〇〇九年から二〇一三年までの五年間は、まだ生産人口は増加します。しかし、二〇一四年からの五年間はどうか。退出する人口は約八四〇〇万人ですけれども、新たに加わる人口は七三〇〇万人ですから、一〇〇〇万人は減少します。次の五年間は、約三〇〇〇万人は減少していきます。さらに次の五年間は、

約五〇〇〇万人は減少していきます。一〇〇〇万、三〇〇〇万、五〇〇〇万ですから、急激に生産人口は減少します。

これにあわせて一つの大きな問題は、なぜ五九歳かというと、中国の場合、定年退職、あるいは年金をもらえるのは、男女で区別されていますけれども、男性の場合は六〇歳です。女性の場合は優遇されていて、ブルーカラーであれば五〇歳です。ホワイトカラーであれば五五歳です。ですから、ある意味では、生産人口の減少はもう既に始まっているのではないかと思います。最近中国では、女性も男性と同じように六〇歳にするというような議論が出ていますけれども、若い人たちはみんな猛反対です。どうしてかという、就職難ですから、女性があと一〇年間働くとしたら、そのポストをあけてもらわないと自分の就職が難しいということがあるからです。

(2) 所得格差の問題

もう一つは所得の問題で、これは日本でもよく取り上げられている問題です。図24に示していますように中国では大体こんなことが現実になっています。この図は、一九八五年を一として、二〇〇九年の所得はどのぐらいになっているのかを示したものです。全部の世帯を七段階に分けて、最低所得一〇%、低所得一〇%、低中等所得二〇%、中等所得二〇%、高中等所得二〇%、高所得一〇%、最高所得一〇%のデータです。最高所得の人たちは約四〇倍増加しました。もちろん名目所得です。平均して二三・五倍です。一番低い人たちでも一一・五倍で、一〇倍以上はふえました。中国は所得格差が非常に大きいといわれますけれども、人間は横並びと同時に縦比べもします。所得が一〇倍も増加したということでは、生活は非常に楽になっているということ、

これからも増加するとなれば、不愉快な気持ちはおさまるのではないかと思います。

次に、全国平均所得の乖離を考えてみたいですが。一九八五年を一とすれば今は何倍になっているのか。拡大はしています。一番高い所得の人たちは、一九八五年は一・五九でしたが、今は二・七三です。ところが、一番貧しい人たちは〇・六二から〇・三一で、半分に下がりました。つまり所得の格差が拡大しました。

ここで注意していただきたいことがあります。ここだけを見れば、所得の一番高い人は一番貧しい人の九倍ですけれども、私たちの実感としては相当かけ離れています。実際の状況はさらに格差が大きいです。これについてはおもしろい研究があります。北京の中国社会科学院の研究者が、このような差ではやはり中国の現実とは合わないのではないかという疑問を持って調査を始めまし

た。彼は、全国で三八〇〇ぐらいの町を標本にして聞き取り調査を行いました。不動産をどのくらい持っているのか、その投資額はどのくらいであるのか、あるいは耐久消費財、例えば車は何台持っているのか、海外旅行はどのくらいしているのか、子どもの教育費はどのくらい費やしているのか、このような調査を行った結果、「灰色の所得」が存在するということがわかりました。そして、所得が高ければ高いほど、灰色の所得の部分が大きい。平均してみれば、一番高い所得の人たちは、実際には統計上の所得の三倍ぐらいはあるというような結論を出しました。当然、中国国家统计局の人たちは、彼の調査は偏り過ぎて、全面的な状況は把握していないということで反発しているんですけれども、一つの参考値として、彼ら言いつ分は一理あるのではないかと思えます。所得格差は非常に大きいです。

例えば、日本のメディアでも報道されていますように、秋葉原に行って、銀座のデパートでは高級品を買っています。常識ですが、所得が高ければ高いほど、可処分所得に対して消費支出の比率は低くなります。つまり、中国国内ではもう既に、消費需要のある者は収入がありません。収入がある人たちは国内では満足できず、海外に行かなければならないという状況になっています。

特に最近の新しい現象ですけれども、第二次ベビーブームの人たちの消費慣習は私の年代のものとは違います。例えば、高級レストランに入るのは若い人たち、三〇代前後の人たちが多いです。日本ではとても考えられないですけれども、中国では、若い人たちは消費の主力軍です。若い人たちの消費の消費能力の源、一つは親のすねをかじっている。もう一つ、彼らの消費慣習は、縦比べはほとんどありません。ですから、今後は消費

慣性効果が薄れていく。

そして、人口減少に伴う消費能力の低下を補うためには、所得格差の是正による消費性向の向上がこれからの大きな課題だと思います。これから人口は減少していきますので、先ほど見ていただけきましたように、消費比率は低下するんですけれども、消費額は増加するという現象は、もしかするとここでとまってしまう可能性があります。生産人口の減少は、一般的には貯蓄率の低下につながります。六〇歳を超えたら、年金生活者であれば預金することができなくなってしまうです。ですから、これから投資と貯蓄のギャップが縮まることが予想されます。

五、金融と金融市場の変化

(1) 金融市場の状況

次に、金融市場ではどうなるのかということを中心とと考えてみたいと思います。

図26に示していますように基本的には、実質金利はマイナスになっております。下の■線は預金金利です。上の○線は貸出金利ですけれども、中国は、貸出金利も、預金金利も基準金利と比べてまだ規制されております。つまり、人民銀行が発表することになっております。これを見ていただければ、CPIは預金金利の上にありますので、マイナス金利です。先ほど申し上げましたように、銀行離れはこのような状況の中では常発生します。これは不思議なことではありません。

皆さんも御承知のように、中国の金利政策は今

ジレンマに陥っています。つまり、預金者と借金

者の対立があります。預金者は高い金利を求めますが、借金者は低い金利を求める、それは当たり前のことです。ところで、中国の場合、人民銀行が基準金利を決めますが、そもそも人民銀行は基準金利を決める権利を持っているのか。形式上は人民銀行が決めますけれども、國務院の了承が必要で、つまり、中国人民銀行は独立性がありません。日銀とは全く違います。政府の一部門ですので、人民銀行の周小川総裁は国家公務員です。ですから、人民銀行が金利を引き上げるとなれば、常に商務省、中国の経産省みたいなものですが、これも、商務省に反対されます。ですから、インフレを退治するためには金利を引き上げる、金利を引き上げるときには、まずは借金者である商務省は企業を代表して反対します。

もう一つは、金融不安です。金融不安について

は後で申し上げます。

もう一つは、地方政府の融資ピークルです。正式の発表はなかったんですけども、人民日報の記事によれば八〇〇社以上はあるそうです。その債務残高は七兆元ぐらいです。一説によれば一五兆元あるということです。しかも、その中の約二三%は不良化している。そうすると、例えば貸出金利を引き上げましたら、融資ピークルはますます大変な状況に陥ります。

(2) 中国の不動産バブル

もう一つは、日本ではよくいわれるんですが、中国の不動産バブルです。図27の黒い部分は住宅の販売額です。年間に全国で住宅を幾ら販売したという統計です。販売面積で計算してみました。確かに価格は右肩上がりで上昇しています。どこまで客観的な状況に合っているのかどうかわ

かりませんが。マイナス金利であれば、遊んでい
るお金は常に株式に流れたり、不動産に流れた
り、あるいは商品に流れたりします。これは中国
がここ数年間で全部経験したものです。しかし、
斜線部分は不動産を買うための銀行ローンです。
この銀行ローンで見れば比率は割と高いです。で
すから、自己資金で買うものは非常に多いです。
ですから、私の実感としては、不動産バブルはそ
んなに深刻ではないような気がします。

図28は都市人口の増加です。中国の住宅価格は
今、所得と比べたらとんでもない価格になってい
るんですけれども、中国の都市化はまだ道半ばで
す。都市人口は毎年二千万人くらい増えていま
す、これからも都市化はどんどん進んでいきま
すので、当然、実需はまだまだ出てくるかと思いま
す。その意味では、心配しなければなりません
が、それほど深刻ではありません。最近の人口セ

ンサスで発表されたデータですけれども、農村人
口と都市人口は約半分半分です。都市人口は六億
六千万人です。

不動産投資と都市化の循環は、今は、ある意味
ではいい循環になっています。

(3) 銀行貸出の中長期化の問題

私は非常に憂慮しているのは、銀行貸出の中長
期化です。図29の太い黒い線は短期貸出です。金
融機関の貸出の中に一年以内の短期貸出の占める
比率です。これはどんどん下がっています。点線
は中長期貸出で、短期貸出をはるかに超えていま
す。私にいわせると、中国の商業銀行はもう長
期信用銀行になっているということで、経営上、
非常に大きな問題があるのではないかと思いま
す。つまり、信用リスク、市場リスク、価格変動
リスクには非常に弱いです。銀行経営リスクの増

大です。

もう一つ、資料を調べたんですが、図30は金融機関の所有証券資産の比率です。一二%というのはそんなに高くはないですけれども、急速に上がってきています。ある意味では、やはりこれは銀行経営上問題があります。

(4) 中国の金融政策について

先ほど申し上げましたように、今、金利政策は非常にジレンマに陥っているので、政策手段としては預金準備率を専ら使っております。預金準備率というのは、ある意味では行政手段に近いですが、私にいわせれば、これはまた計画経済に戻っているのではないかと思います。

今後の金融政策の行方は、やはり為替政策とインフレーションの進行に左右されます。

ついでにここで簡単に説明しますが、

ベースマネーの供給要因です。図32の一番上の――の線は外国資産で、人民銀行のバランスシートから見たものです。一番下の――の線は中央銀行手形です。計算方式はこんなものです。これでベースマネーを全部左にして、右は変化のデータを並べたものです。つまり為替政策です。これから外国の資金がどんどん中国に流入してきますと、中国は為替レートを維持するのに非常に困難な局面に陥ると思います。

非常に早足で、またつたない日本語で、きちんと説明ができたかどうかよくわかりませんが、御清聴ありがとうございました。(拍手)

若林常務理事 童先生、どうもありがとうございます。

中国の金融市場の構造分析や中国経済の今後の見通しなどにつきまして、多面的かつ詳細な分析

をしていただきました。大変示唆に富むお話を聞かせていただいたと思います。

それでは、質問等のお時間をいただいておきますので、ここで皆様方から御意見や御質問をお受けしたいと思いますが、いかがでございますでしょうか。

質問者 今日、御講義いただいたものとずれるかもしれませんが、一人っ子政策を見直す動きがあるというふうにはニュース等で拝見するんですけれども、今の話と多少リンクするかもしれませんが、年齢というか人口構成に対して中国政府が今後どのような、それをなくすというか対策というか、あり得るかどうかも含めて、もし御存じでしたら教えてください。よろしくお願いします。

童 実は、夫婦が二人とも一人っ子の場合、子どもは二人産んでもいいという政策は昔から実行してきました。私、日本に来る前には上海復旦大学

の教員だったんですけれども、毎回学生たちに聞きました。国際金融学科で、一学年約一〇〇人いましたが、約九八人は一人っ子でした。ですから、実際には一人っ子政策は形骸化しています。

今の問題は、特に都市部では、若い人たちはもう子どもは要らない。この現象は日本と同じです。特に中国の場合、一人っ子政策ですから、温室育ちで甘やかされて、子どもを産むという社会に対する責任感は全くありません。自分が遊びたいんです。私の周辺にもそんな現象がたくさんあります。奥さんが病院で子どもを産んでいるとき、お父さんはどこにいるのかわからない。遊びに行っているんです。中国の場合、お母さんは必ず一カ月間は休むんですが、終わったら子どもの面倒は全然見たくないです。おじいさん、おばあさんにほうり投げる。

ですから、中国政府が一人っ子政策をやめると

いっても、中国の大局には影響はないかと私は思います。子どもに養ってもらおうという概念も非常に薄れています。

以上で答えになっっているかどうかわかりませんが。

質問者 二四ページの図28に都市人口の増加の表があるんですが、二〇一〇年のところで四五〇〇万人近い都市人口の増加があつて、それまでは一五〇〇万人です。三倍近い増加があるというのは、何か制度変更とか、地方から都市に出やすいようなインセンティブとか、そういうのがあつたんでしょうか。

童 説明が不十分で申しわけないですけども、二〇〇九年の場合、サンプル調査で、中国統計年鑑で発表されたデータですが、二〇一〇年は、去年の一月一日から行った人口センサスのデータです。ですから、源が少し違います。ここで急速

に変わったのは、統計の方法が違うことから来たものだと思います。制度の変更によるものではないと思います。

質問者 今の点なんですけれども、そうしますと、二〇一〇年のほうが、それ以前よりも正確な数字であると考えてよろしいでしょうか。

童 そうだと思います。普通は人口センサスのほうが非常に正確だと思います。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。それでは、時間も参りましたので、本日の「証券セミナー」はこれで終わらせていただきますと存じます。

童 先生、どうもありがとうございました。(拍手)

(どう てきへい・明治大学法学部特任教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二三年六月十日に開催されました。)

童 適 平 氏

略 歴

生年月日：1954年10月7日中国上海市生まれ

学歴：

1982.01 中国華東師範大学外国語学部日本語科卒業（文学士）

1988.07 中国復旦大学大学院経済研究科（修士課程）卒業（経済学修士）

1997.06 中国復旦大学大学院経済研究科（博士課程）卒業（経済学博士）

職歴：

1975.01 - 1978.02 中国上海市黄浦区華新電子工場現場労働者

1982.01 - 1985.09 中国上海社会科学院研究員

1988.07 - 2005.03 中国復旦大学経済学院教員（専任講師、副教授）

2005.04 - 2008.03 松山大学経済学部特任教授

2008.04より現職

2010.02 公益財団法人日本証券経済研究所客員研究員

著書：

『日本における金融規制の歴史』 中国上海財經大学出版社、1998年

論文：

「中国における短期金融市場の整備と金融政策との関わり」 『松山大学論集』
第18巻2006年第3号

「中国における株式市場の発展とその問題」 『松山大学論集』 第19巻2007年第
4号

「中国における国有企業金融改革」 『松山大学論集』 第19巻2007年第5号

「中国輸出依存型成長のメカニズムとその限界」 世界経済研究協会『世界経済
評論』2009年5月号

「中国経済の持続成長に何が必要か」 岩波書店『世界』2010年9月

「中国金融構造の特徴とその変化」 日本証券経済研究所『証券経済研究』72号
2010年12月

日本証券経済研究所 証券セミナー

中国の金融市場と中国経済の行方

日本証券経済研究所客員研究員
明治大学 法学部 特任教授
董 適平

今日の内容

- 金融市場の概要
- 高成長を支える要因
- 投資要因はいつまで続くのか
 - i 高い投資率の決定要因
 - ii 高い投資率が続くか

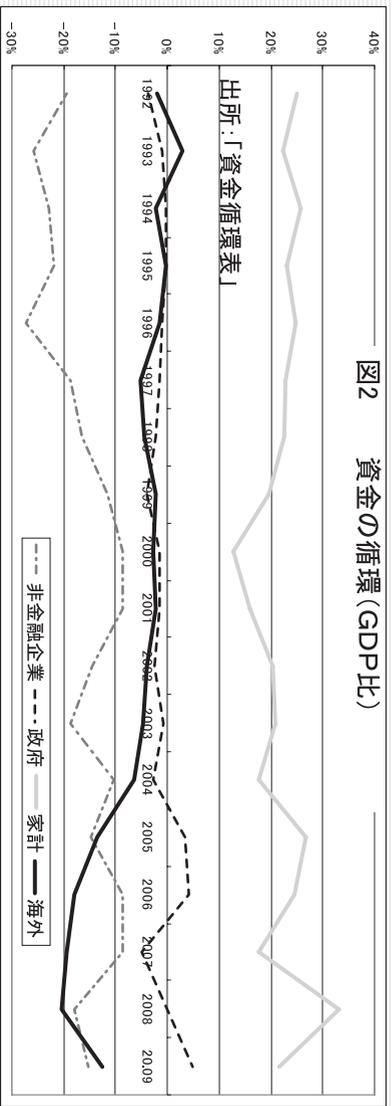
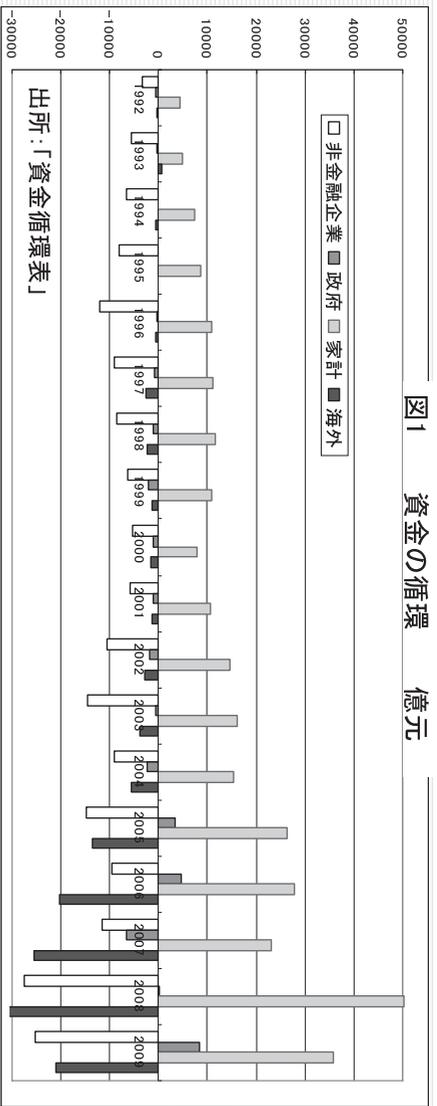
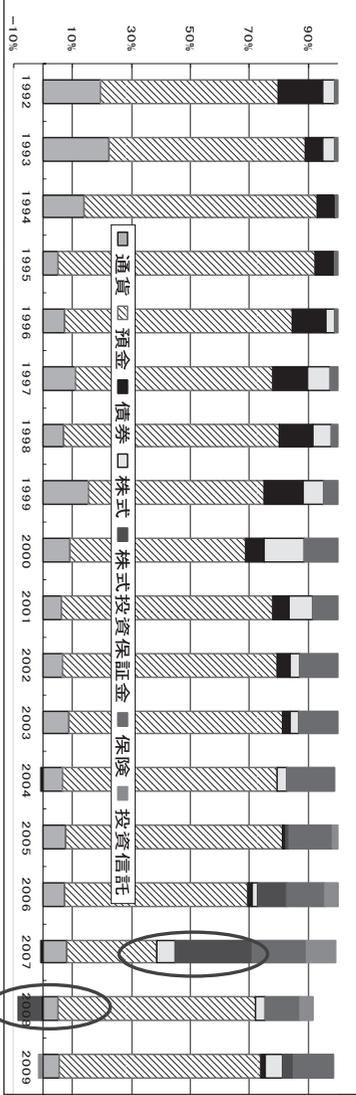
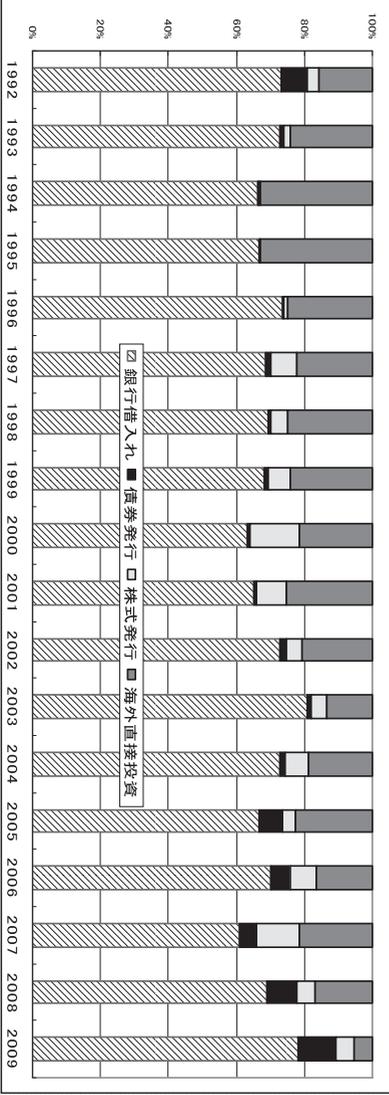


図3 家計部門の資金運用



出所：「資金循環表」

図4 企業部門の資金調達



出所：「資金循環表」

図5 金融市場の概要

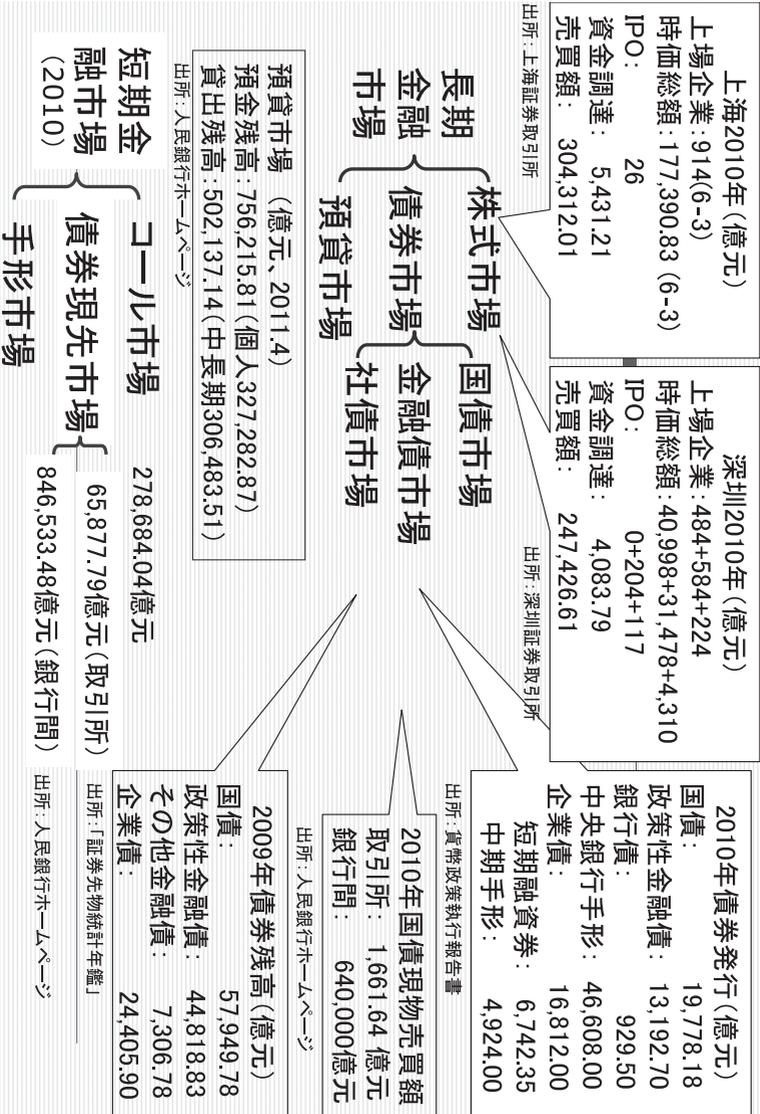


図6 2010年海外上場中国企業数

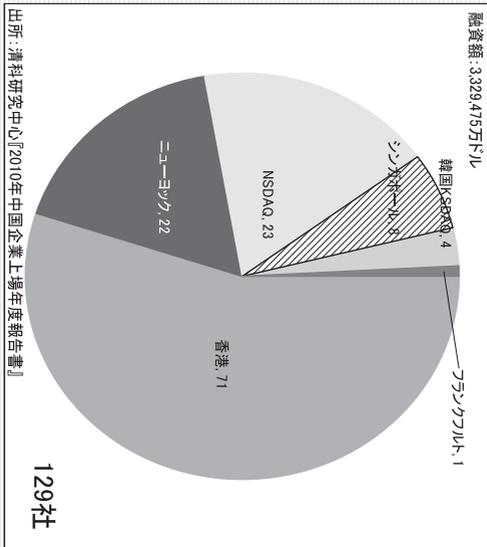


図7 海外上場中国企業数

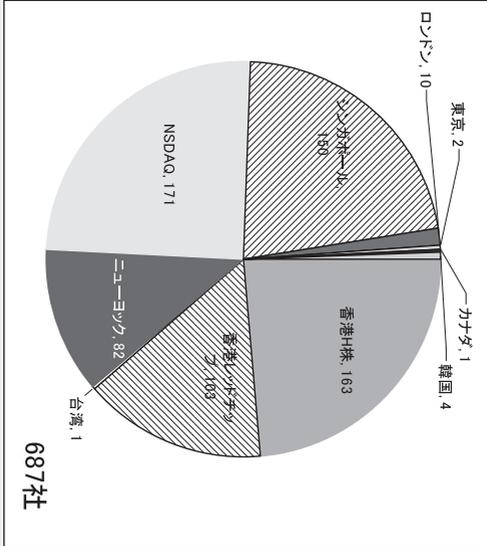
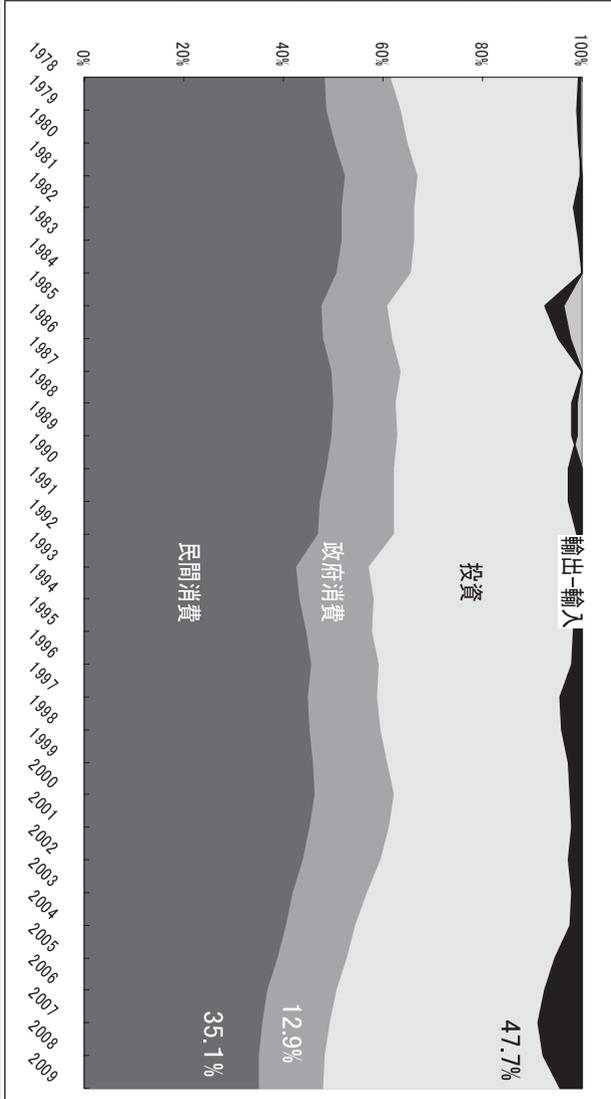


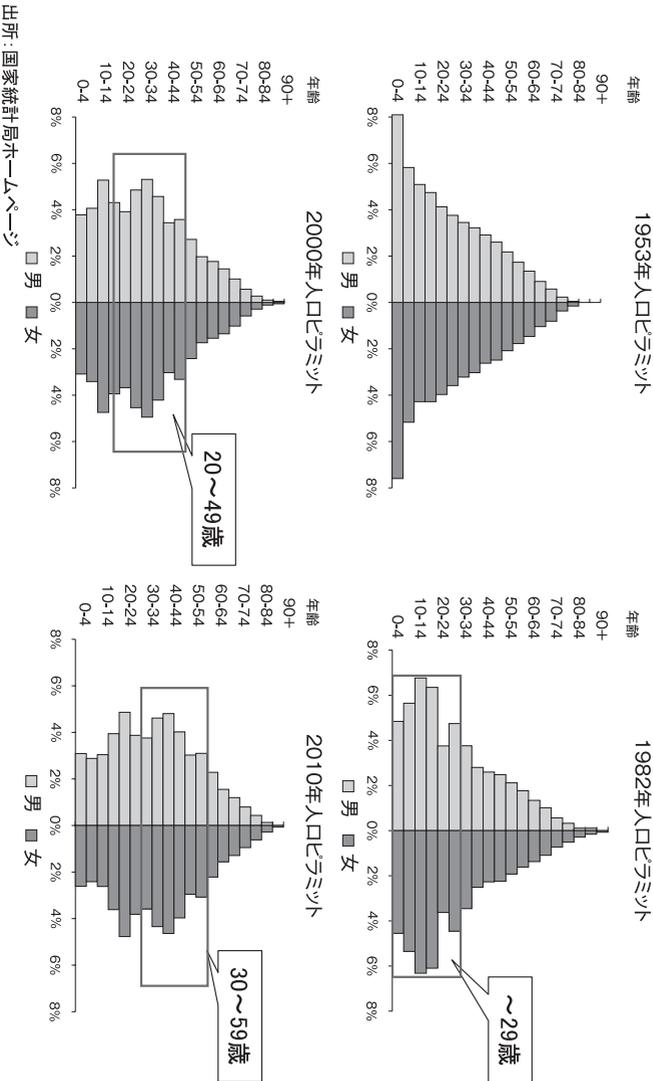
図8 支出法GDPの推移



出所：「中国統計年鑑」

成長を支える三要因：輸出、消費（人口ボーナス）、投資

図9(1)人口ボーナス
(人口年齢構成の変化)



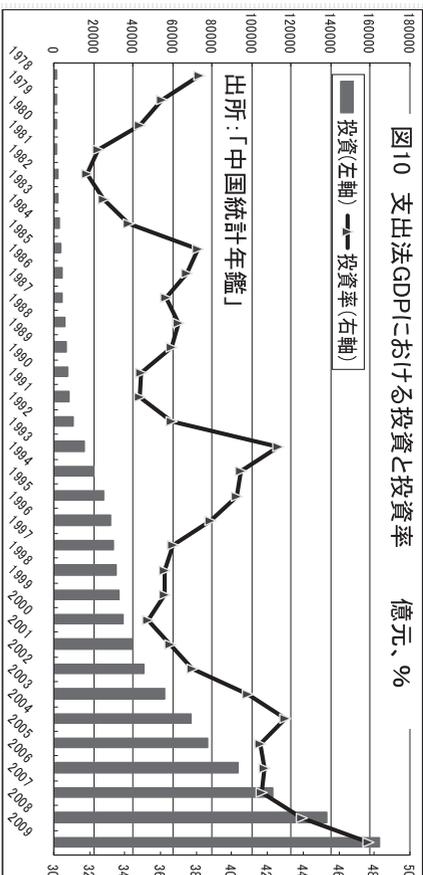


図10 支出法GDPにおける投資と投資率 億円、%

出所：「中国統計年鑑」

2000年以降、投資のGDP比は右肩上がりの上昇を見た。2009年、47.7%に達した。

投資旺盛の原因

1：消費の低迷。

政府消費を含めた最終消費のGDP比は低下しつつある。2009年48.0%まで下がった。

にもかかわらず、消費額は絶えず上昇している。9

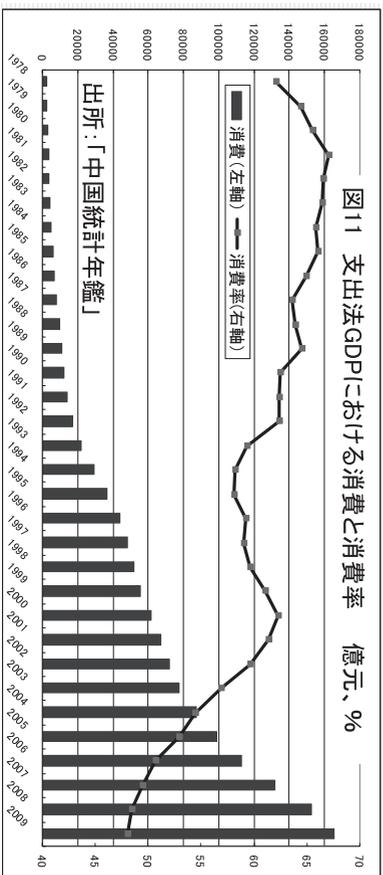


図11 支出法GDPにおける消費と消費率 億円、%

出所：「中国統計年鑑」

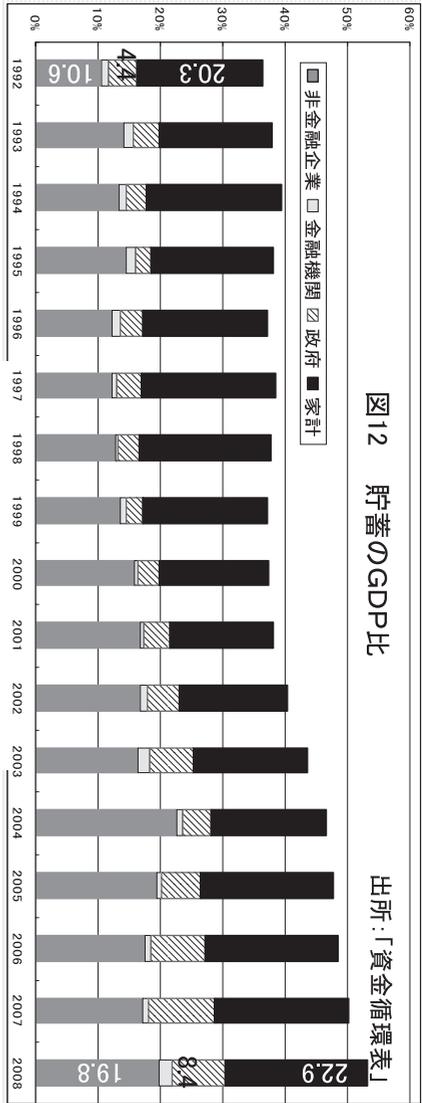
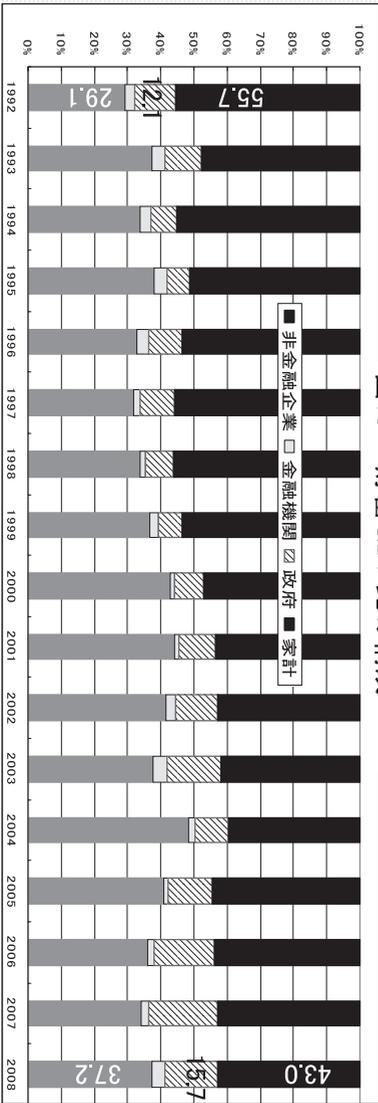


図13 貯蓄GDP比の構成



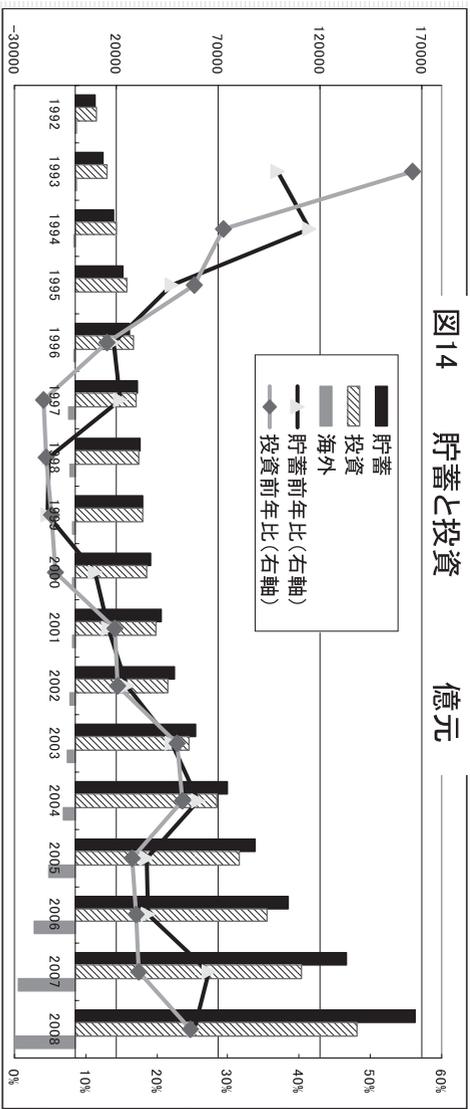


図14 貯蓄と投資 億円

出所:「資金循環表」

$$Y = (S - I) + (T - G) = (X - M)$$

$$= (S > I) + (T = G) = (X > M)$$

投資旺盛の要因2: 投資旺盛より、貯蓄率が高い。

投資を上回った貯蓄は海外部門のマイナス貯蓄によって均衡を保つ。

貯蓄率が高い原因: 消費の慣性効果、将来不安、所得格差など。

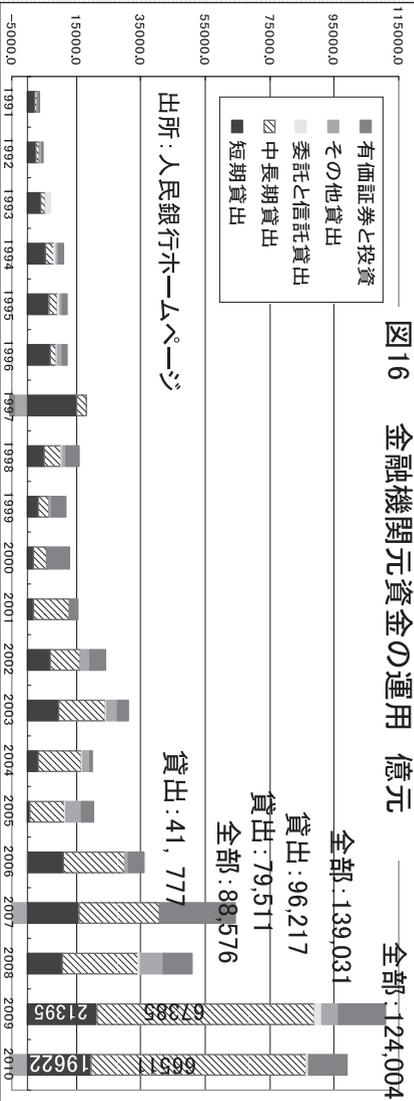
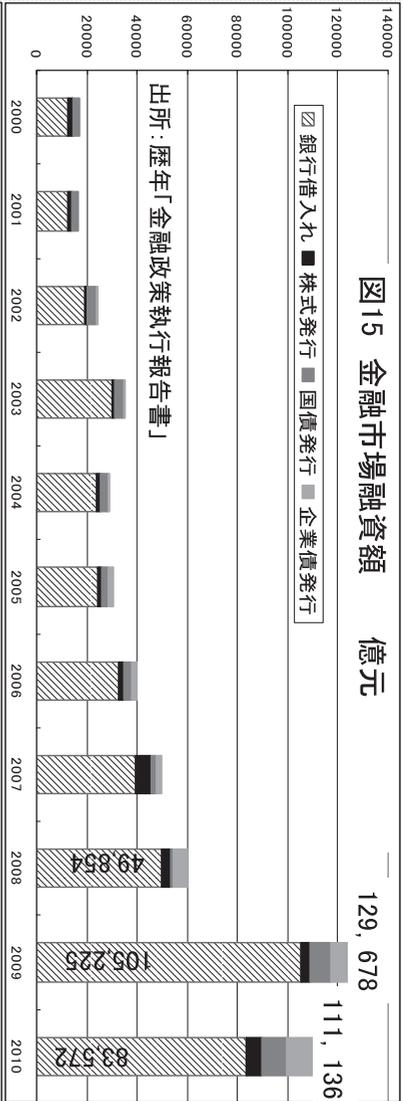
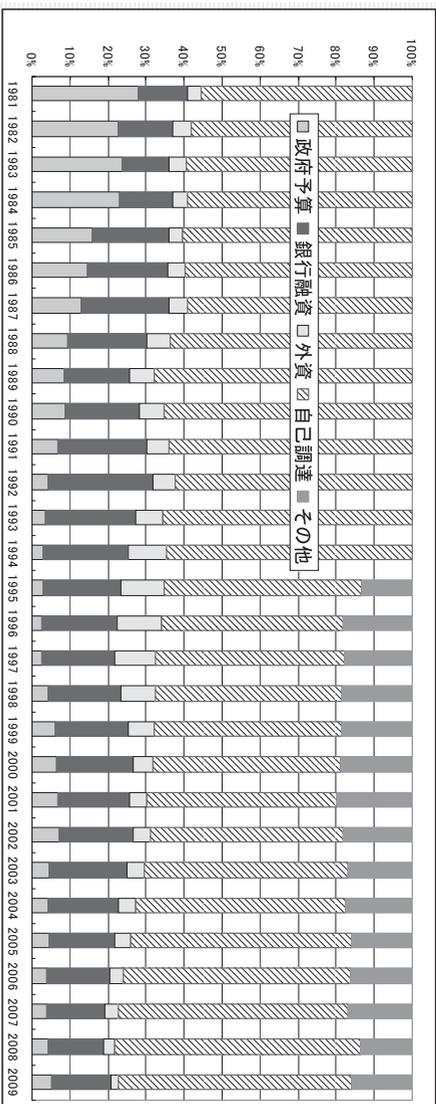


図17 固定資産投資資金調達方法



出所：中国統計年鑑

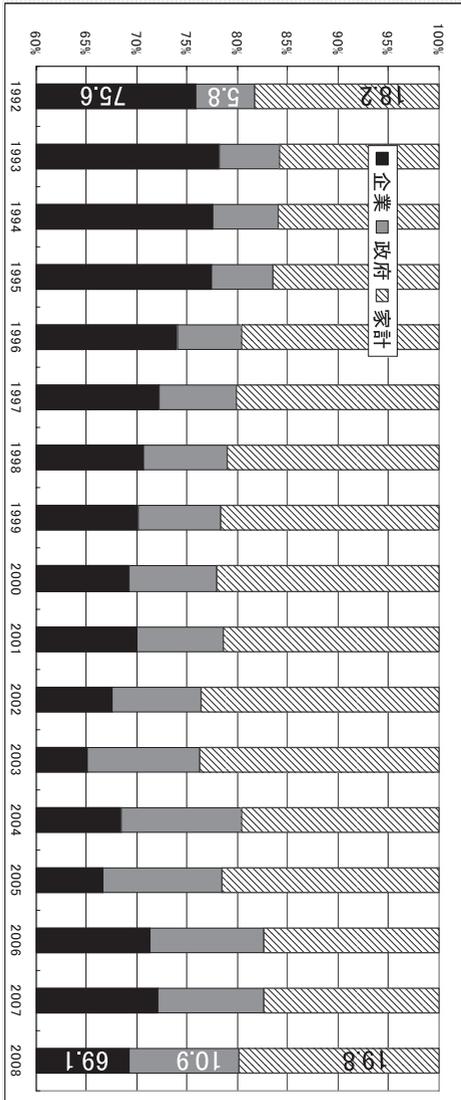
資金循環表では資金流動の形式を考察することができない。「中国統計年鑑」は固定資産投資資金調達方法のデータを公表している。

固定資産投資≠投資

このデータでは固定資産投資の大部分の資金は**自己調達**によるものであることが分かる。この**自己調達**は多種多様である。銀行融資も少なくない。

2006年まで公表していた財政予算の基本建設投資はほぼ政府予算と一致する。 13

図18 投資者の構成



出所:「資金循環表」

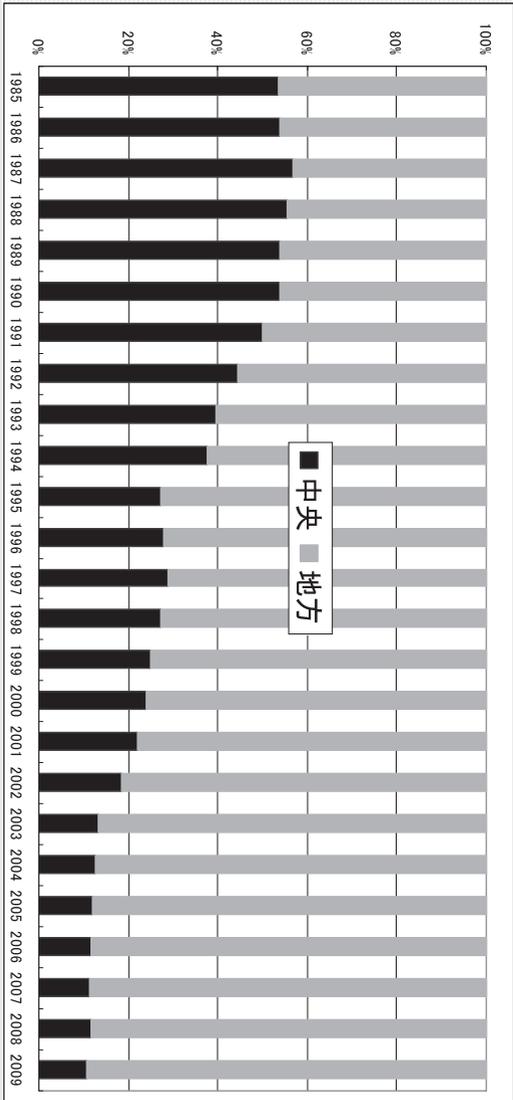
(政府、企業の貯蓄のGDP比向上)前掲図と関連して、

家計は1996年から2003まで住宅制度の改革により上昇傾向だが、それ以降、低下傾向にある。

政府の比率が5.8%から10.9%へ高まった。

企業比率は低下するが、なお約7割を占めている。

図19 国と地方別プロジェクト



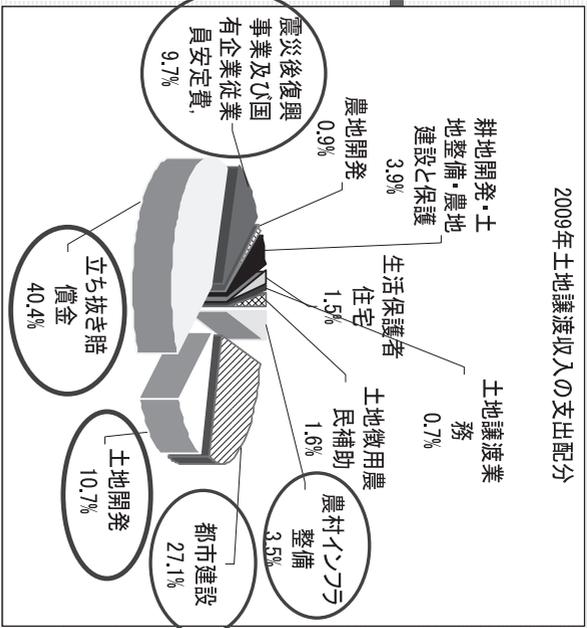
出所：中国統計年鑑

投資プロジェクトの許認可から見れば、地方政府が認可したプロジェクトが圧倒的に多かった。これは地方分権の進行というのか。

地方政府が認可した投資プロジェクトの中には地方政府が設立した企業の投資プロジェクトが少なくない。中国ではこれを“地方政府融資平台”(融資ビークル)と呼ぶ。

図20 土地譲渡収入 億元

| 年 | 土地譲渡収入 (億元) |
|------|-------------|
| 2001 | 1,295.89 |
| 2002 | 2,416.79 |
| 2003 | 5,421.00 |
| 2004 | 5,894.14 |
| 2005 | 5,505.15 |
| 2006 | 7,676.89 |
| 2007 | 11,947.95 |
| 2008 | 9,600.00 |
| 2009 | 15,910.20 |
| 2010 | 29,000.00 |



国土資源省関係資料整理

財政省「2009年全国土地譲渡収支基本状況」

外部資金 + 自己資金 + インフラ金融資金

投資旺盛の要因3: 地方政府の旺盛な投資意欲と土地譲渡による収入

投資旺盛の要因4: 外(国直接投)資の導入(高い時、11%、現在2%)

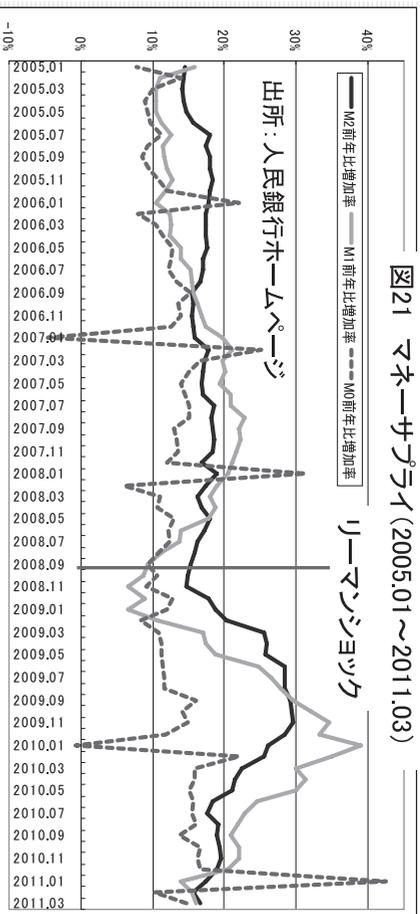


図21 マネーサプライ(2005.01～2011.03)

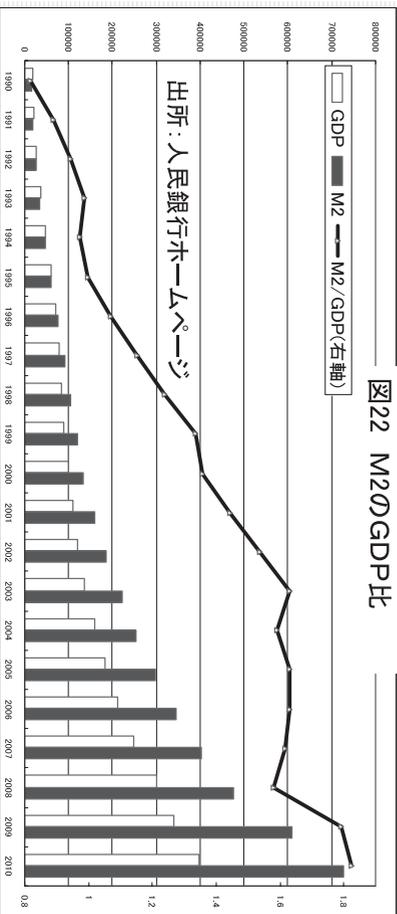


図22 M2のGDP比

投資旺盛
の要因5：
潤沢な資
金供給

M1もM2
も前年比
増加率の
高い状態
が続いた

2010年現
在、M2のG
DP比は
1.82に達し
た。

整理：高い投資率の規定条件

- 人口ボーナス
- 高い貯蓄率
- 地方政府の投資
- 外資の直接投資
- 潤沢な資金供給

* 人口年齢構成の変化

* 金融と金融政策の変化

図9(2)人口ボーナス
(人口年齢構成の変化)

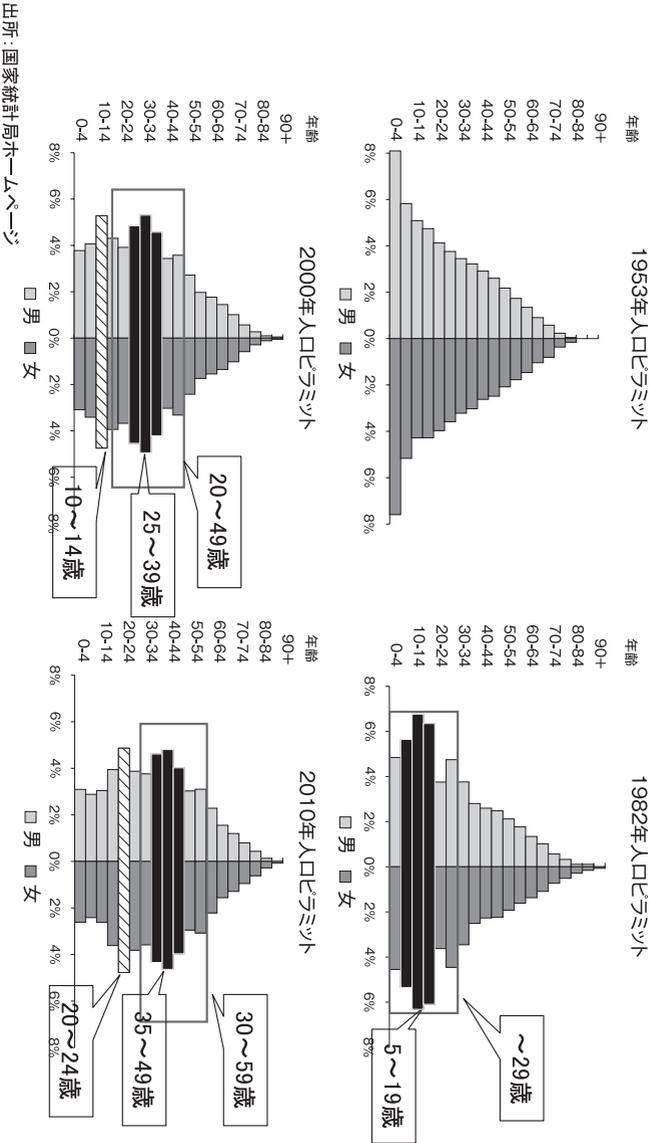
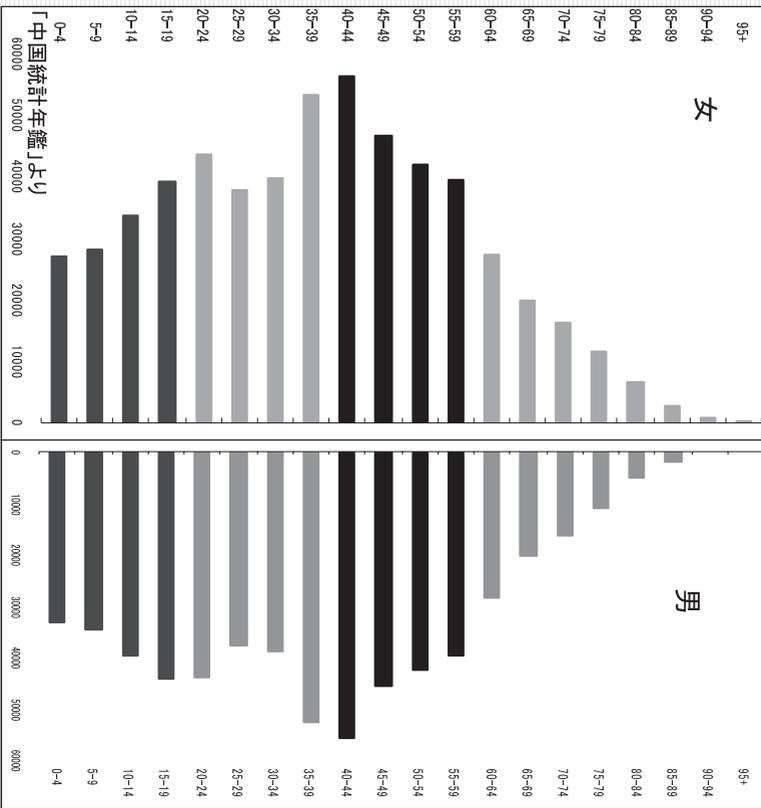


図23 生産人口の変化



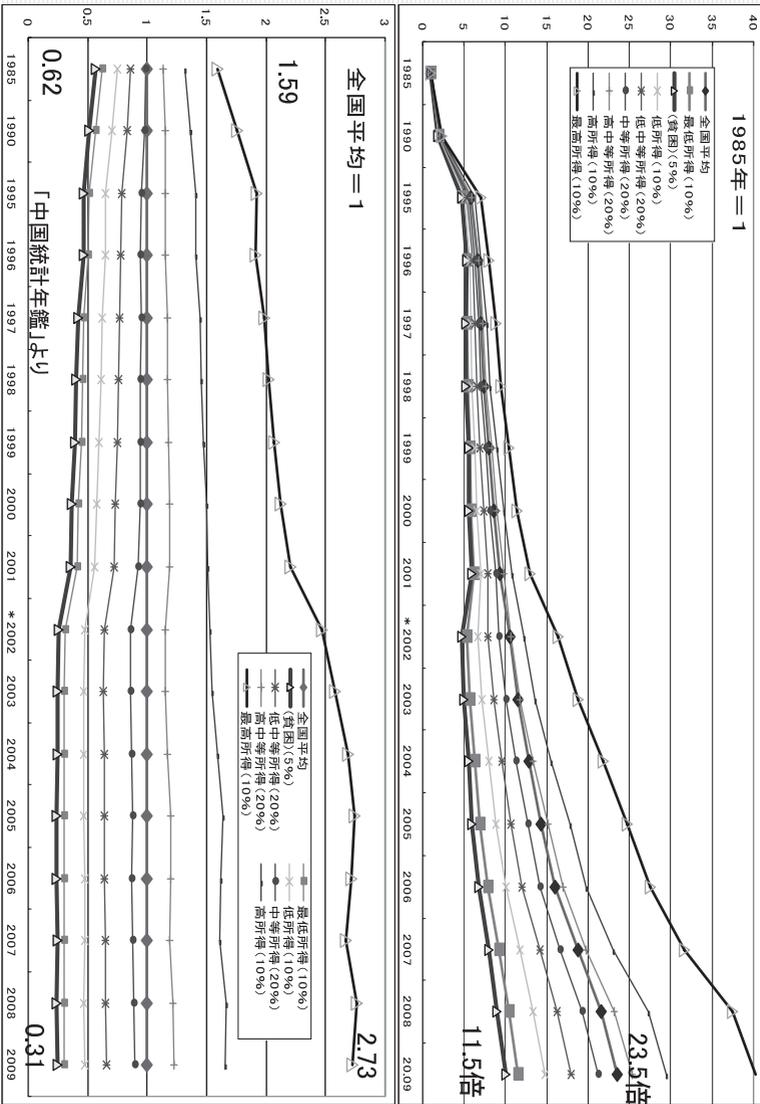
2009年0.873%サンプル調査

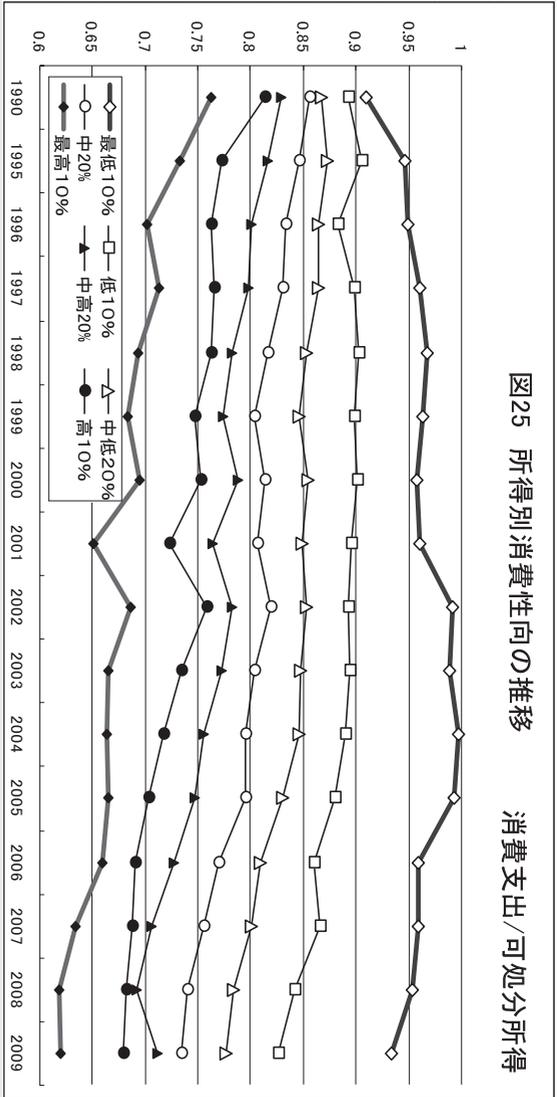
2010年～2030年
生産人口の変化

79114
84335
92367
112356 } (42,173万人)

83516
73359
63000
60158 } (32,077万人)

図24 所得格差の推移 倍



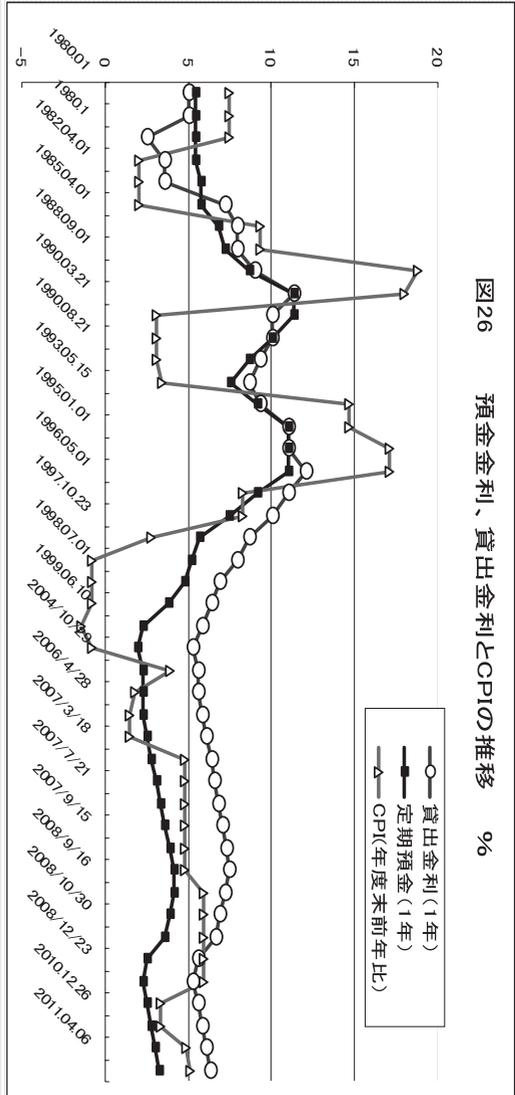


消費慣性効果が薄れていく。

人口減少に伴う消費能力の低下を補うために、所得格差の是正による消費性向の向上が課題である。

生産人口の減少は一般的に貯蓄率の低下につながるため、今までの投資と貯蓄のギャップは縮まることも予想される。

図26 預金金利、貸出金利とCPIの推移 %

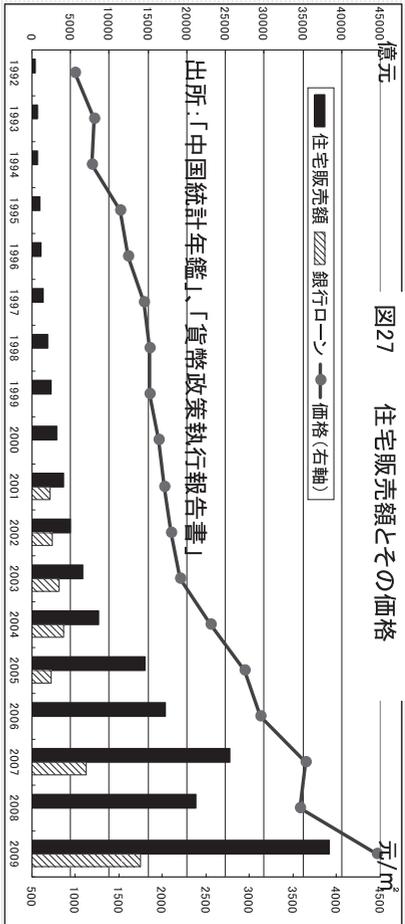


出所：人民銀行ホームページ

実質預金金利はマイナスであるため、預金の“銀行離れ”が常に発生する。

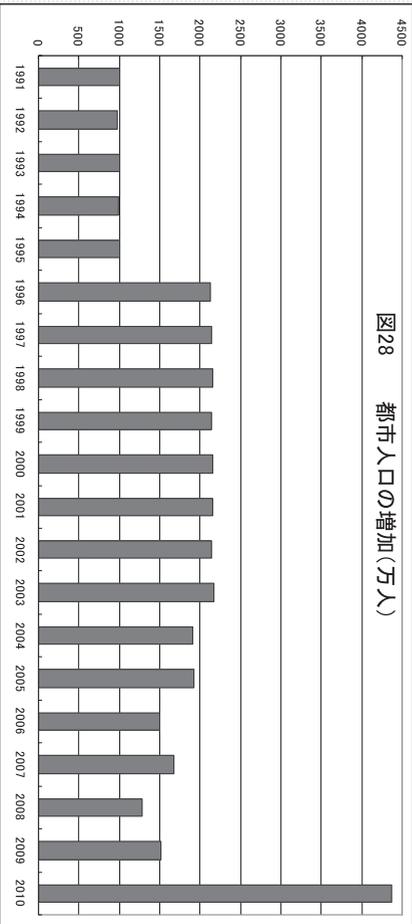
金利政策のジレンマ：預金者と借金者の対立（インフレ退治と金融不安）。

“地方政府融資平台”（融資ブーケル）は8,221社に達し、その債務残高は7.66兆元（7兆元～15兆元）に達したと言われている。



マクナス金利
 → 株式
 → 不動産
 → 商品

図28 都市人口の増加(万人)



都市化の進行
 農村人口:
 67,415万人
 都市人口:
 66,557万人
 不動産投資
 と都市化の
 循環

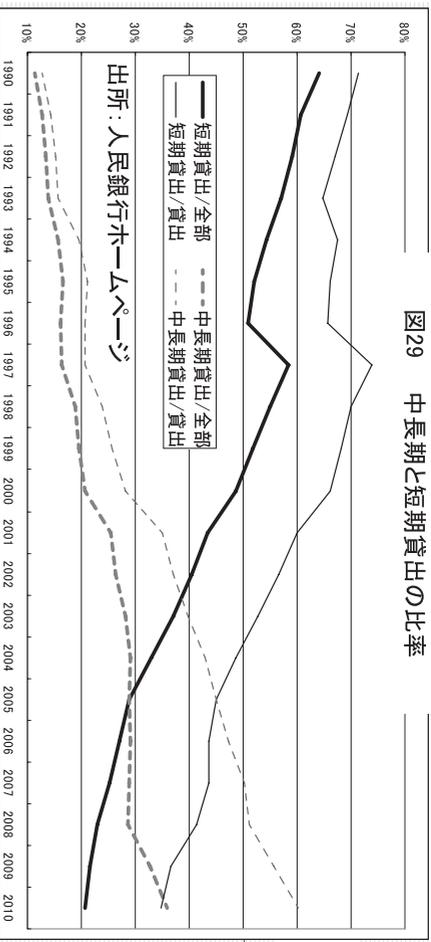


図29 中長期と短期貸出の比率

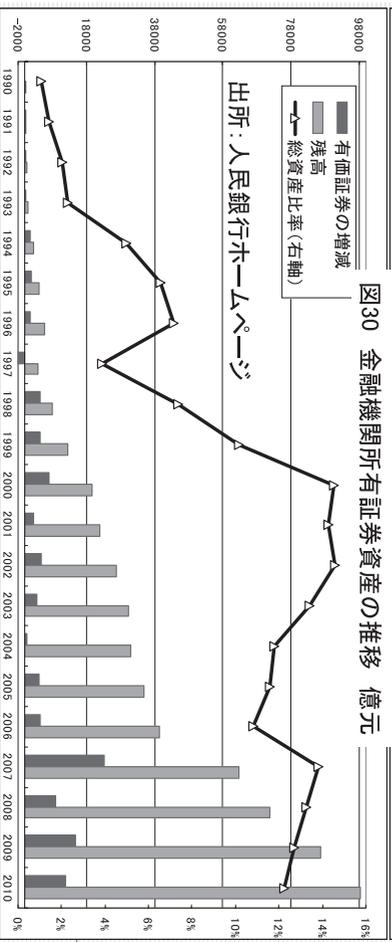
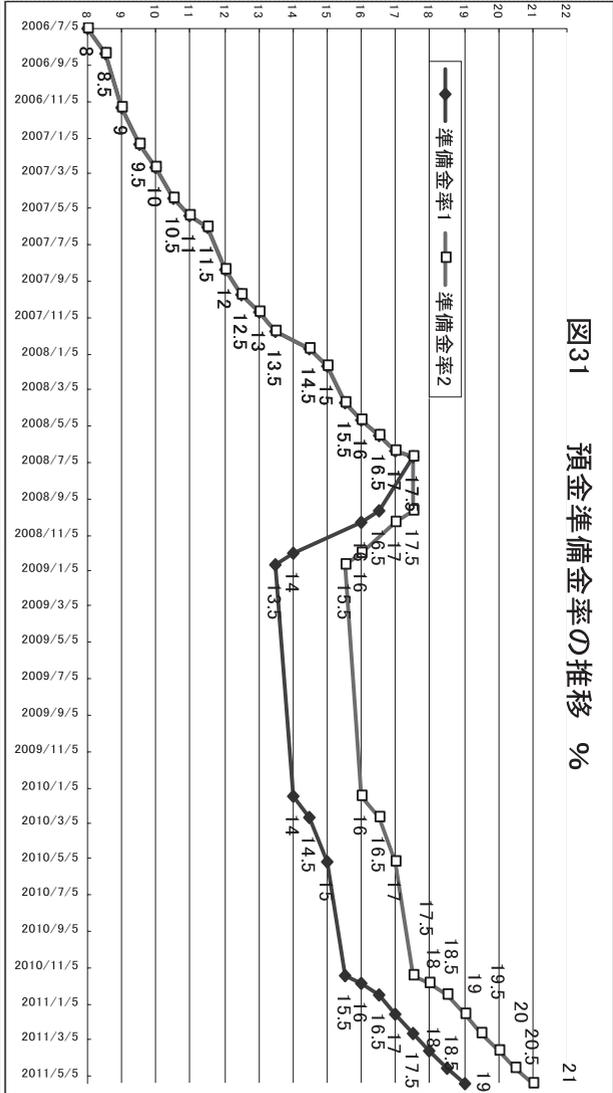


図30 金融機関所有証券資産の推移 億円

銀行貸出の
中長期化

有価証券比
率向上
信用リスク
市場リスク
など
銀行経営リ
スクの増大

図31 預金準備金率の推移 %

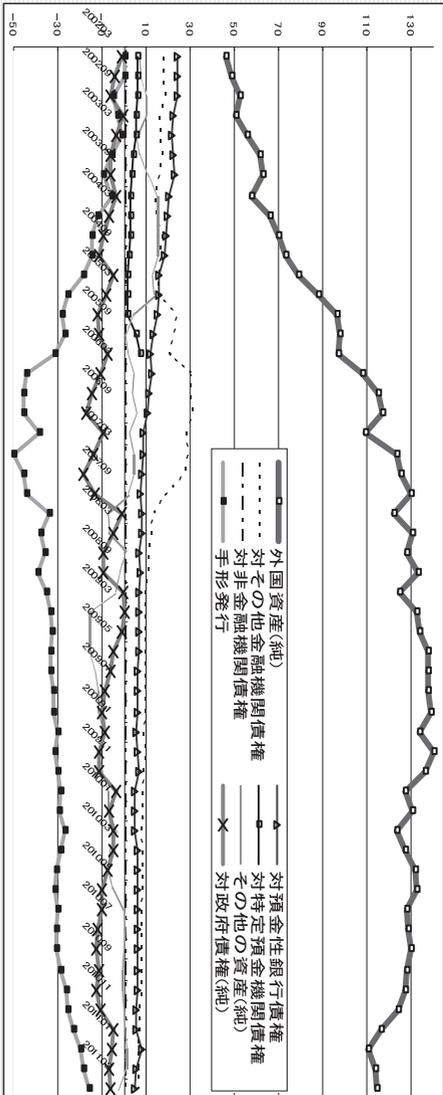


出所：人民銀行ホームページ

預金準備率と手形発行は金融政策の主要手段となった。

金融政策（潤沢資金供給）の行方：為替政策、インフレーションの進行に左右される。

図32 ベースマネーの供給要因(2002.03~11.03) %



出所: 人民銀行ホームページ 中央銀行バランスシート

総資産: 外国資産 + 対政府債権 + 対預金性銀行債権 + その他金融機関債権 + 対非金融機関債権 + その他の資産

総負債: 通貨発行 + 預金準備金 + 債券(中央銀行手形)発行 + 外国負債 + 対政府負債 + 自己資金 + その他の負債
 ベースマネー = 総負債 - ベースマネー

ベースマネー = 外国資産(純) + 対政府債権(純) + 対預金性銀行債権 + その他金融機関債権 + 対非金融機関債権 + その他の資産(純) - 債券(中央銀行手形)発行
 1 = 「外国資産(純) + 対政府債権(純) + 対預金性銀行債権 + その他の金融機関債権 + 対非金融機関債権 + その他の資産(純) - 債券(中央銀行手形)発行」 / ベースマネー