

反日デモが垣間見せた世界経済危機の構図

迫り来るチャイナ・クラッシュ

世界経済にとって中国はもはや成功の源泉ではなく、時限爆弾に見える。中国バブルの破綻はチャイナ・クラッシュを警戒しなければならない。そして歯車はすでに逆回転を始めている可能性がある。

山崎養世 / シンクタンク山崎養世事務所代表

本誌二月号（一月十日発行）で予測したように、中国で反日デモが起き、日中関係は国交正常化以来最悪の状態になった。それと連動するようにアメリカで中国バッシングが広がり、ブッシュ大統領は中国が拒否し続けている人民元の変動相場制への移行を求めた。どうやら、バブルの崩壊から始まるチャイナ・クラッシュが世界経済のパンドラの箱を開けそうだ。

だ。中国は同じGDPに対して日本の七倍も石油を使う資源浪費型経済国だ。石油以外にも中国需要で一次産品価格は暴騰を続け、代表的な指数であるC.R.B先物指数は二〇〇二年と比較して七割以上の上昇を見せた。数年後の食糧不足まで語られる。このまま中国が成長したら世界中の資源がなくなる、という心配が広がった。

尖閣諸島に探査船を出し、イラン、スーダン、ナイジェリアといったいわゆる圧制国家とも資源のためなら取引をする中国への厳しい見方も出てきた。欧米の目が予想以上に厳しいことから、中国政府は一転して反日デモに対して実質的な禁止措置をとっているが、反日が反政府や外国排斥運動につながる火種は消えていない。

中国政府はいま躍起になって経済引き締めに行っているが、危険は高まっている。チャイナ・クラッシュは日本経済を直撃するだけでなく、世界の株式暴落、為替の混乱、金融システム不安、さらに政治と軍事・安全保障リスクまで噴出させる破壊力を持っている。

急速に冷めた中国幻想

この間、アメリカでは忘れられていたインフレ不況への恐怖が頭をもたげてきた。ガソリンの値上がりばかりがほかの消費を圧迫し、ウォルマートの業績悪化のように小売業の不振を招いた。燃費の悪いSUVやトラックを主力商品としていたGMやフォードの格付けは投資不適合にまで引き下げられた。ジェット燃料の高騰でデルタ航空の危機も伝えられる。雇用不安も広がる。景気が悪くなりそうなのに、米国連邦準備制度理事会（FRB）のグリーンズパン議長はインフレの芽を摘むために金利を引き上げ続ける。それがアメリカの株式市場を下落させ、あおりで史上最高の企業業績のほずの日本の株価

警戒感を高めた。中国に対する見方が急激に変わったのだ。去年までは中国はグローバル化の輝ける原動力だったが、いまや世界経済の最大のリスクと見られ始めた。

そのきっかけが石油だ。わずか六年前には一バレル一〇ドル台であった原油（WTI）価格は今年に入り六〇ドルに迫った。最大の原因は、世界第二位の石油輸入国にまで急成長した中国

も押し下げている。

アメリカ議会では中国経済悪玉論が勢いを増した。その声に押されるように、中国での反日デモが報じられた翌週に、ブッシュ政権は人民元をいまのドルペッグから変動相場制に移行することを求めた。その後も六カ月の期限を切って人民元の切り上げを迫った。中国がかたくなに拒否してきたことだ。一九九七年にクリントンと江沢民が謳い上げた「米中戦略パートナーシップ」という関係が最大の危機を迎えている。

このように、「中国はグローバル化のウイン・ウイン・ゲームの主役」というシナリオが通用しなくなってきた。もともとウイン・ウイン・ゲーム、つまり組めば共存共栄になる関係の中ではアメリカの貿易赤字は問題ではなかった。アメリカ国内の工場を閉めて中国に工場を建てれば、最初はアメリカの雇用は減るかもしれない。しかし中国の平均賃金はアメリカの三



やまざきやすよ 一九五八年生まれ、福岡市出身。東京大学経済学部卒。UCLAで経営学修士号取得。大和証券勤務。ゴールドマン・サックス投信株式会社社長。ゴールドマン・サックス本社パートナーなどを歴任。著書に『日本列島快走論』『大逆転の時代』『勝つ力』など。

○分の一程度であり、中国に進出したアメリカ企業の労働コストは大幅に減る。おまけに中国人労働者は勤勉で賃が高い。土地などほかのコストも格段に安い。生産管理さえしつかりすればいい品質のものがはるかに安く作れる。多少アメリカでの価格を下けても連結会計で見ればアメリカ企業の利益は増える。消費者にとっても中国製のほうが安いから歓迎だ。インフレにはならない。

こうした図式が成り立って、多くの企業が中国に進出しアメリカ全体の企業収益を向上させた。すると株が上昇する。アメリカは株式中心の経済だ。個人の金融資産は、日本人に比べて預貯金は少なく、株式、年金、投資信託などへの投資がはるかに高い。アメリカ株が上昇すれば個人の金融資産や年金が増える。それが旺盛な消費や住宅購入を生み、そこからより大きな新たな雇用が生み出された。貿易赤字がふくらんでもアメリカの経済成長は加速

遇策に誘われて、外資企業は資金と技術・ブランド・経営力を一挙に中国に持ち込んだ。それによって中国には外貨と雇用がもたらされたが、ただでさえ非効率な国有企業の経営はさらに悪化していった。

中国経済の中では雇用と資金の七割程度を、いまだに国有企業が占め、「単位」とよばれる生活共同体の中心として、学校や病院や年金を運営してきている。国有企業には共産党委員会がおかれ、経営者の上に党幹部が君臨する。当然、独立した経営方針より政府の意向が優先され、実態を無視した投資や生産に陥りがちになる。官僚は、ポスト確保と出世競争のためにむやみ

された。コストが高く閉鎖的な日本より中国のほうがいいパートナーじゃないか、という意見まで飛び出した。

一方、日本経済にとっても中国は救世主になった。高コストと少子高齢化に悩む日本企業は争って中国に工場を移転し、日本に製品を輸入して高い利益を上げた。中国は旺盛な買い手でもある。新日鉄、JFE、コマツ、商船三井といった名門企業が見違えるような復活をとげた原動力は中国需要だ。さらに、サントリー、資生堂、ローソン、トヨタ、ホンダなどは中国の消費市場を果敢に開拓している。もちろん、香港、台湾、韓国、インド、ヨーロッパなどの企業も利益を上げてきた。ブラジル、ロシアや産油国にとっては資源の大口の買い手でもある。

毛沢東時代には鎖国していた中国がオープンな市場になり、市場開放と生産移転を核とする九〇年代以降のグローバルゼーションに参加して世界が潤うと考えられた。

な多角化に走りがちで、過当競争と経営不振も、般的だ。

こうした社会主義システムの非効率性を克服するために、国有企業の民営化と株式上場が大々的に宣伝されて行われてきたが、実際は、上場は国有企業の救済手段として使われた。たとえば、四川省を本拠とする紅光実業有限公司は白黒テレビの国有メーカーであるが、九〇年代にはカラーテレビに押されて実質破産状態にあった。ところが、過去に四川省の財政に大きく貢献したという大義名分に基づいて、実際の赤字を隠す粉飾決算を行った末に深圳および上海の証券取引所に上場した。その際には、当時副総理を務め、現在

中国から見るとグローバルゼーションは社会に根本的な変化をもたらした。八九年の天安門事件までは胡耀邦、趙紫陽両総書記のもと「日本に学べ」をスローガンに民主化と自立型の成長を目指したが、経済不振と二〇%近いインフレに苦しんだ。

鄧小平は天安門事件を鎮圧した江沢民を次のトップに交替させ、民主化は抑圧する一方、外資を思い切った導入して成長する路線に切り替えた。そして、グローバルゼーションを推進するアメリカを最重要視してきた。「できるものは先に富め」という先富論の前半部分が強調され、不正や格差の拡大に目をつぶっても成長が重視された。こうして、中国に外資依存型の高度成長がもたらされた。

そして、共産党支配が続く国有企業と七九年の改革開放以来増えてきた民間企業に加えて、九〇年代以降台頭した外資企業が、税収をほぼ三等分するという一種の混合経済が出現した。優

わが国の国会にあたる全人代のトップの人物の強いバックアップを受けたといわれる。上場後、この会社の株は暴落し、一般投資家は損害をこうむった。この会社に対しては、正義感の強い弁護士が中国最初の株主代表訴訟を起し、勝訴を勝ち取って有名になった。

これは例外ではなく、粉飾と損失転嫁のための上場が一般的といつてよい。中国の上場企業の九五%はいまも国有企業であり、平均して七割の株式は政府が保有し非流通株として取引されない。つまり、政府の支配は変わらない。取引所や監督当局は国有企業の損失を一般投資家に「飛ばす」、体のいい装置に墮してきた。コーポレート・ガバ

ナンスなど存在しない。これが「社会主義市場経済」の民営化上場の実態だ。年率八%の高度経済成長を遂げているはずなのに、中国最大の上海証券取引所の総合指数は、二〇〇一年のブームから約半分に下げ、信頼を失ったままだ。

真の危機、金融・不動産バブル

問題があるのは国有企業だけではない。証券会社、信託会社、保険会社など、投資商品を提供し顧客資産を預かる金融機関の約半数が実質的な倒産状態にあると見られている。徳龍という中国最大の民間投資企業グループは証券会社や銀行、信託会社など傘下に一〇以上の金融機関を抱えるが、去年末に実質的に破綻したと見られる。この事実は公表されず、民間であるにもかかわらず政府が救済した。社長は出身地の自治区政府と親しいといわれる。

深刻なのは、この会社のように顧客資産を自分の相場操縦につき込んだあ



空前の不動産ブームにある上海（共同）

げくに失うという、日本では違法行為になることが、証券に限らず保険や信託など、信用が命であるはずの金融業全般に見られることだ。下がり続ける株式市場だけでなく金融機関の腐敗が資金を金融商品から遠ざけている。

さらに大きいのが国内経済の資金調達率の八五%を占める銀行の問題だ。銀行の中で圧倒的なシェアを占めるのが

もアメリカの格付け機関は不良債権の実態は公表数字を大きく上回ると見ている。不動産バブルの崩壊がまだ起きていないのに、これほど高いのだ。中国人の貯蓄のほとんどが国有・官有銀行への預金であるから、銀行の破綻で預金の払い戻しができない事態になると社会不安が起きる。それを防ぐためには、政府が銀行の損失を肩代わりするしかないが、その場合、最終的な財政負担は巨大なものになるだろう。

こうしてみると、経済の血管であり神経でもある金融システムは腐敗し実質的に破綻している。崩壊を食い止めているのは、国民の高い貯蓄率と外資の流入、そして事実の隠蔽である。そ

んな中で、来年には金融業への外資の参入規制を緩める一方で、国有銀行を海外上場させる計画が進行中だ。これがかきつけとなつて中国の金融問題が世界に広く知られ、マーケットの混乱を招くりスクは今後高まるだろう。

このように国内の金融市場がまともな受け皿にならず、オフショア市場も認められていないことから、内外からの資金が集中しているのが不動産だ。特に人民元切り上げを機会とする為替差益狙いで、外国人への保有制限が緩い不動産を買う海外資金が急増した。国内の金持ちも不動産に投資資金をつぎ込む。銀行も積極的に資金を貸す。こうして中国の不動産は大都市を中心

国有・官有の銀行だ。四大国有商業銀行だけで預金の六割を占め一五〇万人の行員を抱える。国有銀行の経営も共產党・政府主導であり、経済合理性に基づく独立した決定はできない。国有銀行の貸し出しの七割は国有企業に向かうが、その半分が破綻状態といわれる。いきおい、借り手の破綻が表面化するのを先送りするための追い貸しや粉飾決算が横行することになる。先般海外市場準備中の国有銀行第二位の中国建設銀行のトップが、八〇億円の横領で更迭され、四万人の行員が処分されたが、これは氷山の一角と見られる。

一時、中央銀行である中国人民銀行は国有銀行の不良債権比率を二五%と発表した。そして、その後海外市場に備えて国有銀行の不良債権を政府が引き取り、外貨準備や国債を原資にして償却した。それでも昨年末の不良債権残高は一三・二%であり、日本の銀行の不良債権比率がピークだった二〇〇三年三月期の八・九%を上回る。しか

に空前の値上がりを示した。上海の中心部のマンションでは一年間に六〜七割の値上がりをした物件が多く、占有面積三〇坪程度のマンションが三〇〇〇万〜四〇〇〇万円程度に値上がりした。

上海で外資系企業に勤めるマネジャークラスで年収が二〇〇万円〜三〇〇万円程度といわれ、中国人の一人当たり国民所得が一〇万円程度であること考えるといかに高い。現在、上海には二〇階以上のビルが三〇〇〇棟ありと言われているが、さらに四〇〇〇棟について建設許可が出されているという。中国一実需が高いといわれる上海でも今後の供給過剰が予想される。

すでに上海圏の大都市である杭州などでは空室率が二割を超えている。最近になって融資の引き締めや不動産税制の強化が矢継ぎ早に導入され、上海においてもかなりの下落が始まっているようだ。

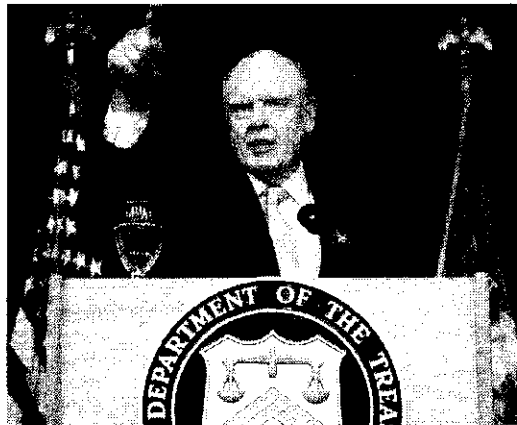
こうしてみると、株式市場は下落し、銀行貸し付けは不良債権化し、金融機関の実質破綻が広がる中で、最後の投機市場として資金を集めてきた不動産市場にもピークが見える。いよいよバブルがクライマックスを迎えつつあるようだ。不動産バブルの崩壊が金融システムの崩壊につながる構図は日本と同じになるだろう。今の中国の状況は、オイルショック前夜の日本にも似ている。一九七一年から、日本政府は円の切り上げ圧力に抵抗し、大量に流入するドルを買い向かい、対価として払った円が市場に回った。行き場を失ったマネーは折からの列島改造ブームに乗って不動産に向かい、「狂乱」状態を生んだ。その後、円は切り上げから変

を呼ぶ。

このゲームがいま急速に終わろうとしている。グリーンズパン議長は、石油価格の上昇が始まった昨年六月以来、連続八回にわたって〇・二五%ずつFF金利を引き上げ、いまでは三%に達している。しかも、金利上昇により、今年に入って株式は低迷し景気減速の傾向さえ見られるのに、インフレを抑えるために金利引き上げを続けざるを得ない。景気悪化とインフレの並存、そしてアメリカの金融政策の無力化。本格化すればそれは七〇年代のスタグフレーションの再来である。

七〇年代と違って、アメリカは最大の産油国ではなく、それにもかかわら

人民元改革を迫るスノー米財務長官（共同）



動相場制に追い込まれ、オイルショックを契機として不動産と株式は暴落した。それからの日本経済の本格的な回復には、およそ一〇年を要した。

アメリカは中国を見切った

いまバブルの様相を呈している中国経済をこれから崩壊に突き落とすもつとも大きなきっかけは、オリンピック

ず世界の石油の二五%を消費する最大の資源浪費型社会であることをやめようとしなさい。いまやアメリカは世界の石油埋蔵量の三%を占めるに過ぎない。リットルで三〇キロ以上走れるプリウスやインサイトを造れる日本の自動車メーカーに対して、アメリカのピックアップが燃費の悪いSUVやトラックに力を入れてきたことは、石油価格の上昇に弱いアメリカ経済の体質を象徴している。しかも産油国での増産余力は過去二〇年間で最低水準にある。その中で、いまや世界の石油需要の八%を占める中国の経済成長が止まらなければ、石油価格の更なる急上昇は避けられない。スタグフレーションを防ぐ

でも万博でもなく、アメリカの金利上昇だろう。そのアメリカ金利を押し上げていく最大の要因が中国の経済成長なのである。FRBのグリーンズパン議長はこれまで大胆に金融政策を変更してきた。二〇〇〇年には、過熱したアメリカの株式市場を冷やすために、政策金利であるFF金利を六・五%にまで引き上げた。二〇〇一年九月のアメリカでの同時多発テロ後は、大幅に金融緩和をし、二〇〇三年六月までにFF金利を一%に引き下げた。これにより低金利のドルで借りて人民元に投資する資金は大量に増えた。

『フィナンシャル・タイムズ』紙によると、BIS向けのあるりポートにおいて、二〇〇三年以降急速に膨らんだ中国の外貨準備の増加分の半分以上はこうした外資の流入によるものと推測されている。そして投機マネーの多くが人民元の切り上げを当て込んで中国の不動産に向かっているのだ。期待がマネーを呼び値上がりが更なるマネー

には中国の成長をストップさせなくてははいけない。

グリーンズパン議長にとつては、金利上昇でいま中国バブルをつぶして世界経済へのショックに耐えるか、後で取捨不能になるリスクを冒しながらも金利上昇をストップするのか、難しい舵取りを迫られる。

不安なのは、来年一月にグリーンズパン議長が引退し、ブッシュ大統領が後任を選ぶことだ。七九年にカーター大統領が選んだボルカー前議長は、断固とした金融引き締めでついにインフレ退治に成功したが、金利は当初二〇%を超え、その結果、不況が広がり、八〇年にカーターがレーガンに大統領

選挙で負ける原因を作ったといわれた。そのボルカーがレーガン政権に追われるようにして退任したあとの後継者が、グリーンズパン議長である。

一八年続いたグリーンズパンの金融政策はアメリカ経済復活の原動力であったが、その後任の議長は、景気後退とマーケットの下落を恐れず、大統領の意向に反してもインフレと戦うファイターでなくては務まらない。レーガンに学ぶ、というブッシュ大統領が果たしてそのような独立性の高いFRB議長を認めるだろうか。これから積極的に金利を上げてインフレを防ぐのか、手をこまねいて後追いで金利を上げるのか、いずれにしてもアメリカの金利は上がる方向に動く公算が高く、中国バブル崩壊の危険が高まる。

クラッシュがもたらすもの

さらに難しいのは、中国バブル崩壊が世界に金融システムの破綻や同時株安と不況をもたらすのをどのようにし

済を直撃する。人民元を押し上げていたのは自分たちの資金だったということに海外投資家が気づいたときの人民元の下落幅は、今の段階では予想が難しい。かつてアジア諸国はIMFなどの緊急支援によって救済された。しかし、中国は大きすぎるうえにG7などの国際的な枠組みへの参加を拒んできた。人民元危機が発生したときに最大の支援国になるべきなのはアメリカと日本であるが、両国ともに反中国の世論とそれをあおる政治家やマスコミの声が強し。一刻を争うときに世界の金融当局が協力できなければ、クラッシュは津波のように瞬時に世界に伝わるだろう。

皮肉なことに、チャイナ・クラッシュが発生して初めて日中はお互いが大切なパートナーと悟るかもしれない。日本の支援がなければ中国はバブルの処理ができないだろう。さらに日本の省エネ、環境技術も不可欠だし、地域

で防ぐかである。バブル崩壊の損失は、中国が白国で処理できる限界を超えるだろう。前述したように金融機関や不動産の損失は、政府主導の中国経済の中では財政が負担せざるを得ない。その原資としては、増税は景気を悪化させるだけであり、国債は市場規模が小さく、ともに非現実的だ。

最大の原資は外貨準備と考えられるが、その中身の多くは前述のように海外からの投機資金であり、経済危機があればすぐに出ていく。また貿易黒字の半分以上は外資企業が稼いだもので中国自身のものではない。となると、七〇兆円相当といわれる外貨準備のうち中国政府の真水の部分はおそらく二割ではないか。それでは、今の不良債権の損失処理にさえ足りない。

バブルが崩壊すれば不良債権はさらに膨らむ。外貨準備は底をつき、人民元は切り上げどころか暴落することが考えられる。

さらに厄介なのが不動産バブルの処

の生活格差を小さくしながら成長する方法も日本から学ぶ点が多いのではないだろうか。一方、財政赤字と少子高齢化、一向に変わらない東京一極集中と高コストに悩む日本にとっても中国は大切な生産基地だ。そして、いまや中国が最大の貿易相手国でもある。日本の国連安保理の常任理事国就任のためにも、北朝鮮の核問題の解決のためにも、重要な国は中国だ。

ところが、両国政府にはこれまで平和共存していく意思は感じられない。アメリカを持ち上げ日本をたたき、現在の国内の不満を過去の歴史問題にそらしてきた江沢民政権以来の中国。その思惑に誘われるかのように靖国参拜での対立を繰り返してきた小泉首相。

お互いが国内向けの人気取りで真の国益を損なってきた。日本の国益は、内向きの論理でなく、アジア全体の人々の心の納得が得られる提案をすることだ。日本人だけでなくアジアの戦争犠牲者のための「アジア慰霊の日」を設

理だ。いったん計画がスタートした不動産開発は、これから長期にわたって供給過剰を生む。損切りをしても保有物件を処分したい海外投資家が殺到しても買い手が見つからず、不動産の暴落がとまらなくなる。それが中国進出企業や海外投資家や中国人の富裕層や企業の破綻を誘発する。不動産、株式、金融機関の不安の連鎖が中国内外で見られるかもしれない。九八年のアジア通貨危機においては、海外資金の流入は短期の金利商品に集中していたが、それでもインドネシア・ルビアなどは米ドルに対してわずかな期間で二分の一にまで下落した。

一九八九年の天安門事件に対する経済制裁によって、中国経済はマイナス成長になり人民元は切り下げられ、香港の株式は直前ピーク時と比べ三分の二になった。しかし世界のマーケットは、ほとんど影響を受けずに上がり続けた。しかし、これから中国バブルが崩壊したら中国と相互依存する世界経

け、各国首脳を毎年日本に招いて謝罪と慰霊、さらに平和友好を確認すれば、日本は謝罪が足りないとは言われなくなるだろう。アジア各地に日本の戦没者とアジアの犠牲者の慰霊施設を作ること重要ではないか。こうした努力をしてこそ、日本がヨーロッパ支配からアジアを解放した、という一五年戦争のもう一つの側面についての理解も広がるだろう。そして歴史問題を政争の具にする動きを封じることができないのではないだろうか。

そして、日本がいま中国に要求すべきなのは、情報公開である。バブルの問題に限らず、経済、さらに、歴史や社会の問題で事実を中国内外に知らせるより要求することは中国国内の心ある人たちの共感を呼び、また世界からの支持を得やすい国家戦略だ。正しい情報が伝わることで、バンドラの箱からあらゆるまがまがしいものが飛び出した後に残る「希望」になるだろう。