

Contents

特集：中国経済への深まる疑問	1p
< 今週の”The Economist”から >	
"Set China's politics free" 「中国の政治を自由化せよ」	8p
< From the Editor > 「さよならワールドカップ」	9p

特集：中国経済への深まる疑問

本誌4月5日号「中国経済への素朴な疑問」は、少なからぬ反響をいただきました。とくに最後に提示した中国の国際収支統計に対する疑問については、国際金融や中国経済が専門の方々から、貴重なご意見や示唆を頂戴しました。筆者は中国経済に関してはほとんどド素人ですが、この問題を提起してみても良かったなと感じています。

今週号は、この問題に関するその後の調査を中間発表的にまとめてみたものです。一部の内容は、新潮社『フォーサイト』6月号誌上に寄稿した「中国経済統計の本当に分からない部分」と重なっておりますが、大幅に加筆修正したことをお断り申し上げます。

経済統計への疑惑と不信

ピッツバーグ大学のロウスキー教授が投じた一石は、大きな波紋を投げかけている。すなわち、1998年以後の中国のGDPデータは、「技術的な問題点を越えた誇張」が含まれている。つまり共産党政権が掲げる中国経済の成長神話を支えるために、情報操作が行われていた可能性が高い。GDP成長率は、アジア危機後の98年と99年にはマイナス成長だったかもしれない。財政赤字の対GDP比は公式には3%だが、非公式には10%（2001年）、都市部の失業率は公式には3.6%だが非公式には8.5%の危険水準である……

これらの内容は、The Economist誌やNewsweek誌もが取り上げており、すでに世界中に知れ渡っているといっている¹。

¹ The Economist 3月16日号"How cooked are the books"、Newsweek日本版2002年5月1-8日号「『奇跡の急成長』はウソ」などを参照。

日本の中国専門家の間でも、中国の経済統計に対して疑問を呈す声は少なくない。たとえば『中国第十次五カ年計画 中国経済をどう読むか』（田中修／蒼蒼社）は、以下の点を指摘している²。

- ・ 98年の中国経済は深刻なデフレ傾向に陥り実質GDP成長率は7.8%にとどまった。しかし各省・自治区・直轄市が発表したGDP成長率は、新疆の7.3%を除き、全て7.8%を大きく上回った。
- ・ 中国では「官が数字を作り、数字が官を作る」という言葉がある。長く指令制経済の下で生きてきた地方指導者にとって、中央の経済目標は即ノルマに映る。このため数字の操作が行われ過大報告・虚偽報告が恒常化する。
- ・ 中国ではGDP成長率が固まるのが異常に早い。12月末にはGDP成長率の速報が発表される。確報値が発表されるのは翌年の2月末から3月上旬にかけてであるが、不思議なことに速報値と確報値は常に一致する。
- ・ 最近の研究によれば、1953年から97年にかけての年平均の経済成長率は7.5%といわれてきたが、実は5.6%に過ぎなかった。もっとも誤差の大きい期間は鄧小平の「南巡講話」以後の高成長期。「統計数字の改竄問題は深刻で、違法な統計は普遍的である」、との指摘がある。
- ・ 統計の水増しと並んで、中国経済の実態を分かりにくくしているのが地下経済の存在。少なく見積もってもGDPの2～3割を占めているのではないか。

日本のように、GDPのデータが何度も改訂される国から見れば、なんとも驚くべき実態としかいいようがない。

IMFでは「二部リーグ」の実力

中国政府にとって、ロウスキー論文は看過できないものであったようだ。4月17日、国家統計局の邱曉華副局長は、記者会見で「中国の統計データを批判する文章は、その論理や方法、ひいては一部の論拠もすべて誤ったもので、中国の統計データを疑う態度には道理がない」と反論した（人民網日本版／4月19日）。

興味深いのは、この反論の最後で「中国が、IMFが提唱する一般データ公表システムに加入すれば、さらに正確かつ適時に統計を発表することができるようになる」と述べていることだ。この一般データ公表システムとは、途上国が国際的に通用する統計を発表できるようにと、IMFと世銀が技術協力を行っているもので、そのための資金は日本と英国が拠出している。IMFのホームページ³を見ると、中国は今年4月15日に「一般データ公表システム」(GDDS)に加わったことが分かる。

² 第1部「中国経済の読み方」第3章「統計の信憑性」から引用。（P65～75）

³ <http://dsbb.imf.org/sddsindex.htm> を参照。

しかるに他のメンバー国はとみれば、アルバニア、カメルーン、象牙海岸、そしてイエメンなど、国際金融市場とは縁のなさそうな国ばかりが並んでいる。

G D D S の参加国

Albania, Antigua and Barbuda, Armenia, Azerbaijan, Bangladesh, Barbados, Benin, Bolivia, Bulgaria, Burkina Faso, Cambodia, Cameroon, **China**, Cote d'Ivoire, Dominica, Fiji, Gambia, The Grenada, Guinea-Bissau, Jordan, Kazakhstan, Kuwait, Kyrgyz, Mali, Malta, Mauritius, Mongolia, Nepal, Niger, Panama, Paraguay, Romania, St. Kitts and Nevis, St. Lucia, St. Vincent and the Grenadines, Senegal, Sri Lanka, Tanzania, Togo, Uganda, Venezuela, Yemen

I M F の基準によれば、G D D S の参加国は統計の世界における「二部リーグ」であり、その上にはS D D S という「一部リーグ」がある。先進国の大部分、そしてアジアでは韓国やタイ、インドネシアなどの国もこちらに入っている。S D D S メンバー国は、発表する統計が条件を満たさないと "Not in observance" というイエローカードをつきつけられ、最近ではアイスランドがこれを受けている。I M F は世界各国が発表する経済・金融統計が一貫性のあるものとなり、なおかつ精度を高めるように、S D D S、G D D S という2つのスタンダードを用意し、定期的にレビューを行っているのである。

今や中国経済の実力は「世界の工場」として誰もが認めるところだが、統計への信頼度という点では、I M F の「二部リーグ」の新生に過ぎない、ということだ。

他方、そうまでして統計の精度向上に真剣に取り組んでいる点に、中国政府の危機意識を感じることもできよう。中国には、1950年代に毛沢東の主導で行なわれた「大躍進」時代の苦い経験がある。当時の中国は10年間で英国を抜き、20年間で米国をしのぐ経済水準を達成する、という大きな目標を掲げた。このときは地方が誇大な成果を報告し、毛沢東の元には豊かに実った小麦の写真ばかりが届けられた。そして中央がそれを信じたために、誤りをさらに拡大してしまった。結果として生じたのは、人民の飢餓という惨憺たる結果だった。中国政府は統計の重要性を誰よりも理解しているはずなのである。

毎年消える外貨の謎

G D P 統計が信用できなくなれば、国際収支統計も気になってくる。

中国製品の輸出ラッシュは衆知の事実なので、貿易収支が大幅な黒字になっていることに違和感はない。これに対し、サービス収支や所得収支が赤字を出すので、経常収支の黒字はやや少なめになる。途上国にはありがちな構造なので、ここもよしとしよう。

不思議なのは資本収支である。毎年400億ドル前後もの直接投資があることは、昨今の中国ブームを考えれば理解できないではない。その結果、95年から外貨準備高は順調に伸びている。しかし、98年からの3年間は伸びが緩やかになる。証券投資やその他投資のマイナスが、突発的に伸びたことがその理由となっている。これがいかにも不自然である。

中国の国際収支統計

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

出典：中国の為替制度について（日本銀行、2002年5月27日）

海外の投資家が急速に中国から資金を引き上げた、というのであれば、直接投資が順調に入ってきていることと整合性がない。中国が急に海外への投資を増やした、とするとその名目が分からない。どうもこの2つの項目は、辻褃あわせのために鉛筆をなめたように思えてくる。

なぜなら、**ポトムラインとなる外貨準備の増加額は、マネーサプライ統計の主要な構成要素となるし、いろんな意味で注目を集める数字なので、ここだけはごまかしがきかない。**ということは、2通りの可能性が考えられる。

98年から2000年の3年間は、経常収支や直接投資の黒字はそれほど大きくなかった。

中国政府が表沙汰にできない性質のキャピタルフライト（資本逃避）が発生していた。

もうひとつ気になるのは誤差脱漏の項目だ。経常収支＋資本収支は、本来なら外貨準備の増加額とイコールになるはずである。それが合わないときは、差額は誤差脱漏という項目で調整される。しかるに中国の誤差脱漏は、いつも決まってマイナスであり、金額も150億ドル前後で安定している。**「どこかへ消えてしまう外貨が、いつも150億ドル前後ある」**ということになる。

なにしろ150億ドルといえは1240億元に相当する。これは中国の国防費に匹敵する金額⁴。実は毎年この程度の金額が、海外に還流するような仕組みがあるのではないかと、という疑念が頭をもたげてくる。だとしたら、外貨は何に使われているのか。アングラマネーが海外の土地や金融資産を買い漁っているのか、あるいは軍部が密かに兵器を買っているのか。貿易黒字と直接投資の額が多いだけに、いささか気になるところである。

⁴ 中国の国防費は公式には170億ドル（2001年）だが、実態は850億ドルという説もある。（Newsweek）

日銀レポートによる分析

中国の国際収支について疑問を感じたのは筆者だけではなく、日本銀行「調査月報」5月号の掲載論文「中国の為替制度について」⁵が、わざわざコラムを設けて、この問題について説明している。以下、該当部分を抜書きする。

「資本収支」は、1997年まで大幅な黒字を計上していたが、アジア通貨危機後の1998年に赤字に転じた後、1999年及び2000年は小幅の黒字に止まったため、外貨準備の増勢も急激に鈍化した。このように、資本収支の黒字が大幅に縮小した背景としては、

前述のとおり、居住者による外貨預金の増加を背景に、国有商業銀行の対外投資が増えたこと、国際信託投資会社の破綻に伴い、海外銀行による対中與信の引き揚げや外債発行の困難化が生じたこと、
通貨危機に伴うアジア諸国の輸入代金の支払い困難化から、貿易信用の期間が長期化したこと、
人民元レートの切り下げ観測を背景に違法な外貨取得(虚偽の通関証明書等を用いて外貨を購入する等)がみられたこと、
などが挙げられる。

上記のうち や はいかにもありそうで、なるほどと思わせるが、同時にアジア危機がいか
に中国経済に深刻な影響をもたらしていたかを裏付けるエピソードでもある。とくに は、外銀による中国企業への「貸し渋り」や「貸し剥がし」が起きていたことを意味する。「資本収支は悪化しましたが、GDP成長率は予定通りでした」というのではますます疑わしい。

また、 や のような現象は、中国人がいかに自国の経済を信用していないか、という証左ともいえる。中国のお金持ちは相当に外貨選好が強く、政府が資本の出入りを監視していても抜け穴を見つけ出してしまうのだろう。

誤差脱漏の問題については、こんな裏事情もあるらしい。中国では外資系企業に対する特典が多いので、中国企業がいったん資本を香港などに持ち出し、外資系企業のふりをして中国に投資する、というケースが少なくないという。この場合、資本を外へ持ち出す分は捕捉されないで誤差脱漏となり、国内に戻すときは直接投資にカウントされる。ゆえに「直接投資は多いけど、誤差脱漏も多い」という統計上のクセができる。

これらのテクニカルな説明は、それぞれ中国経済の実態をよく反映しているのであろう。ただし、それを聞けば中国の経済統計が信用できるようになるかといえ、それは別問題だ。少なくとも、「98年～00年の貿易黒字と直接投資が、本当はもっと少なかったのではないか？」という筆者の当初からの疑問が、これで氷解したわけではない。むしろ、こうした状況が分かってくると、隠れていた中国経済の脆弱性に気がつく。すなわち、「為替と株」である。

⁵ http://www.boj.or.jp/ronbun/ron0205a_f.htm で全文を読むことができる。力作です。

人民元に切り上げはあるのか？

まず、「人民元切り上げ」問題について再考が必要だと思う。

繊維製品から電機製品まで、安価で良質な「メイドインチャイナ」が大量に入ってくることで、日本の産業界からは「人民元を切り上げせよ」との悲痛な声があがっている。見方を変えれば、これは「いつか来た道」である。日本の貿易黒字は1968年頃に定着し、IMF8条国に移行したが、その3年後にはニクソン大統領の「ドル・金交換禁止」によって固定相場制が崩壊し、円レートは切り上げられた。途上国は国際競争力をつけて行く過程で、通貨の切り上げを余儀なくされる。貿易黒字と直接投資によってコンスタントに外貨を稼いでいる中国経済にとっても、人民元の切り上げ圧力は避けて通れない。

事実、中国は通貨・人民元の資本取引は政府の管理下に置きつつも、經常取引はじょじょに自由化している。たとえば外国人による中国の株式購入は米ドルか香港ドル建てに限られ、債券の購入も原則禁止。逆に中国人が海外の株式投資を行うことも原則禁止だし、海外の債券の購入は事前許認可が必要だ。しかしWTOに加盟したこともあり、資本項目の自由化は不可避である。中国当局は少しずつ金融市場の開放と、外国為替管理の緩和を進めていくだろう。

しかし、管理していてもこれだけ規模で資金流出が起きているのである。中国人の外貨選好の強さから考えて、資本取引が自由化された瞬間に、怒涛のような資本逃避が生じるのではないだろうか。つまりその時点で膨大な「人民元売り、ドル買い」需要が発生する。ドルショックのときの日本とは逆に、「人民元安、ドル高」が進行してしまうのではないか。

日本の場合との決定的な違いは、自国民が自国通貨を信用していないという点にある。おそらく中国政府はその危険性を十分に自覚していることだろう。

対中株式投資は儲かるか？

中国経済のもうひとつの懸念は「株」である。

6月17日の日経新聞朝刊は、「中国株開放進む」と報じている。従来、中国本土の投資家に限ってきた人民元建てA株の売買を外国機関投資家にも認めるほか、本土投資家に対して香港市場への投資を解禁する。ただし実施の時期に関しては、「年内実施を目指す」とぼかしてある。

中国の株価は昨年6月から急落しており、上海A株指数はピーク時を約3割下回っている。中国府としては、外資の導入によって株式市場をてこ入れしたいのだろう。しかし、「企業統治や透明性の欠如、会計ルールの不徹底など中国の株式市場が抱える問題点は数多く、まだ先進国の投資家が投資できる状況にはない」と同記事は指摘している。

そもそも中国株は、国内投資家が人民元建てで取引するA株と、外国人投資家対象に米ドル建てで売買されているB株、および香港で上場している中国本土企業のH株に大別される。90年12月に深せんA株、91年7月に上海A株の市場の取引が始まり、92年2月にそれぞれのB株が始まったというから、せいぜい10年の歴史しかない。

この10年の間に多くの国有企業が民営化され、上海と深センの株式市場にはすでに1160社が上場され、4兆3522億元（5263億ドル）の時価総額を誇るに至っている。

上海・深セン株式市場上場企業の株式構成⁶

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
上場企業数(社)	322	529	744	851	949	1,088	1,160
時価総額(億元)	3,474	9,842	17,529	19,506	26,471	48,091	43,522
流通株計(%)	41.3	35.2	34.6	34.0	35.2	36.6	36.6
A株	21.0	21.9	23.0	24.1	26.9	29.0	25.7
B株	6.7	6.4	6.4	5.4	4.3	4.2	3.1
H株	7.7	6.9	5.2	4.5	3.9	3.5	6.4
未流通株(%)	64.6	64.8	65.4	66.0	64.8	63.3	65.3
国家株	38.9	37.7	35.4	34.3	31.6	37.1	46.2
法人株	24.5	24.9	26.7	28.2	29.6	24.9	18.3
その他	1.2	2.2	3.3	3.4	3.6	1.3	0.8
総計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

ところがここに悩ましい問題がある。いまだ政府保有株の比率が大き過ぎることだ。上の表は中国の株式市場の実態を表したものの、すでに民営化されたとはいうものの、**なおも国有企業の株式中3分の2は政府などの公的機関が保有しているのが実態である**。つまり、中国株はそのほとんどが日本におけるNTT株的な存在だと考えた方がいい。財政赤字に悩む中国政府は、いずれ保有株を放出したい腹だが、それを実施すると昨年のように需給バランスが崩れてしまう。ゆえに外国人投資家を誘っているわけだ。

仮に、今上場している企業の国家株と法人株をすべて流動化しようと思ったら、現在の時価総額のほぼ倍に当たるフレッシュマネーを必要とする。それだけで1兆ドル。なおかつ、民営化を待っている国有企業予備軍は数万社である。正直なところ、中国市場にはいくら金があっても足りないのである。

なおかつ、先に見たように中国に流れ込んだ資金は、見えない形で海外に還流している。中国人自身が信用していない市場に、外国人がせっせと投資しているという妙な構図である。

最近では個人投資家の間で、中国株投資がブームになっているという。「東京五輪で東証株価指数は3年半で3倍になった。ソウル五輪で韓国総合指数は9.5倍。2008年の北京五輪でも同じストーリーが再現される」といったセールス・トークが行われている⁷。だが、**日本や韓国のように外資の受け入れに消極的だった国と、中国を比較して考えるのは非常に危険**ではないかと思う。中国株への投資はくれぐれもご用心を。

⁶ ジェトロ・アジア経済研究所、今井健一氏による

⁷ 『中国株に乗り遅れるな』（千葉鴻儀／朝日新聞社） 本書の著者はネットチャイナ代表取締役で、元日商岩井の社員とか。驚きました。

< 今週の”The Economist”から >

”Set China’s politics free”

June 15th 2002

「中国の政治を自由化せよ」

(p.11)

Cover Story

* 江沢民から胡錦濤への政権移行を控え、”The Economist”誌が徐々に中国政治を真っ向から両断しています。とっても辛口。

< 要約 >

正確な日程は不明なるも、この秋の中国共産党大会で76年の毛主席逝去以来の首脳交代が行われる。市場経済への移行期という困難な時期に、新世代へバトンが渡されることになる。中国人はすでに、リッチになる方法は学んだ。WTOにも入った。だが経済改革を行うために必要な政治を変革するプランはない。改革すれば、市民生活への党の支配を緩めることになるが、党はその空白を誰かに埋められたくはない。ソ連とその衛星国で共産主義が崩壊するのを見て以来、中国共産党は自分たちが退いて混乱を招くのを嫌っている。党や政府の関与がない新たな組織が成長するのを規制しつつ、中国は社会の安定機能を保ちつつある。20年前とは確かに変わってはいるものの、現在の指導者は自由の拡大を認めるには程遠い。

来るべき変化はよい機会である。天安門事件以来の指導者、江沢民と李鵬は退場する。彼らの後継者たちは、中国をより複雑な政治システムに変えられるかもしれない。台湾ではすでに国民党が独裁的な地位を去った。だが中国がそれに習うかといえば、可能性は低い。法輪功が示すように、共産党はいかなる政治的競争に対してもアレルギーを持つ。99年に非合法化された仏教系カルト集団を、江沢民は全力で弾圧している。何百万という信者の困難のみならず、市民社会の建設も逆戻りしている。

次世代の指導者は10年ほど若いものの、必要な想像力や勇気は持ちあわせていない。後継者と目される胡錦濤は、ゴルバチョフのように党の支配を越えるとは思われない。職務に就くまでは平静を保っているだろうが、彼が改革者だとしても実行は難しいことに気づくだろう。江沢民世代は引き続き、背後から影響力を維持しようとする。政治の自由化で余生を台無しにされたくないし、天安門事件への責任もある。今年の13周年は、国民がW杯に熱中していたこともあって無事に過ぎたものの、今でも微妙な問題であることに変わりはない。

中国の新指導者は、急進的な政治改革を志向しているようには見えない。天安門事件以後の13年間は、中国の歴史においてはもっとも平和で、経済は成長し、WTO加盟で世界経済への仲間入りの準備もできた。旧ソ連の混乱に比べれば、市場経済に向かう中国の安定した道のりはお手本である。この成功を無駄にする理由があるのか？

だが、政治の刷新なしに成功は続かない。次の13年が安定したものになる保証はない。今日の中国は、失業者から重税を課せられた農民まで、不満の巣窟となっている。中国の新指導者は、少なくとも権力基盤が強固になるまでは、この警告に耳を貸さないだろう。だがそれが遅れば、将来の変化は不確実なものとなり、コントロールが難しくなるはずだ。

< From the Editor > さよならワールドカップ

6月18日夜、それから19日朝にかけて、テレビのチャンネルを何度も変えて、日本対トルコおよび韓国対イタリアの試合を繰り返し、繰り返し見ていました。見ていて胸がいっぱいになり、何度も涙が流れました。翌日も深い喪失感を引きずっておりましたが、古くからのサッカーファンのひとことに、救われたように感じました。

これで、トルシェと23人の若者達の戦いを見ることが出来なくなるかと思うと、堪らなく寂しい思いはしますが、サッカー・ファンというのはそういうものです。4年に1回のW杯（およびその予選）に向けて、自分の国の代表のプレーに時に熱狂し、時に落胆し、そしていつか別れの時が訪れる。世界中のサッカー・ファンは、4年ごとに心の中にぽっかりと穴が開いてしまったような感覚を抱きながら、現実の世界に戻っていく。でも、サッカーを愛することだけは決して止めない。

にわかサッカーファンは連日連夜の興奮のあまり、いつしか欲深になっておりました。6月9日の対ロシア戦で、日本代表が歴史的初勝利を挙げてからまだ2週間もたっていない。ベスト16という結果に文句を言ったらバチが当たるでしょう。トルシエジャパンに惜しみない拍手を、それからベスト8の大殊勲を挙げた韓国に、賞賛と応援を送りたいと思います。

連日連夜の興奮に沸いた今月ですが、そろそろ現実に戻らなければなりません。でもまだW杯は最後の1週間がある。心行くまで勝者の行方を見届けたいと思います。

* 来週は1週間お休みして、次号は7月5日にお届けします。

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にてお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1

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.co.jp