

第4章 最近の中国経済情勢 ——アフター・コロナの中国経済と米中関係の行方——

津上 俊哉

過去5年間でアメリカの対中政策は根本的に転換したと言われている。一方、COVID-19が襲った2020年、中国の対米政策も根底から変わった。ひと言で言えば、「米中関係は改善できる見込みがない」と見切りを付けた印象がある。外交当局者はバイデン政権に対して関係改善を促す「オリーブの枝」式の発言をするが、国内ではニュアンスの異なる物言いがされている点から見て、当座の全面衝突を回避して時間を稼ぐための戦術的発言にすぎないと思われる。

この変化には、2020年、中国人の米国に対する見方が大きく変わったことが与っている。米国がコロナ禍対策を巡って先進国とは思えない醜態をさらしたこと、また、大統領選挙を巡って深刻な国内分断を抱えていることが明らかになったことで、中国人多数が「米国の衰退」「中国の優越」を感じるようになり、「中国が米国の圧力に屈せずに長期持久戦を戦っていけば、時間はわれわれに見方する」という楽観が生まれた。

2008年にリーマン・ショックが起きて先進国経済が大混乱に陥ったこと、一方、中国経済がその後の4兆元対策で劇的な経済回復ぶりを示して「世界経済の救世主」と呼ばれたことは、それまで先進国を手本として崇敬する一方、自らを卑下する中国人の伝統的な自意識を大きく変えるきっかけになった。2020年の出来事もそれに似た雰囲気を生んでおり、影響のマグニチュードは、今回の方がさらに大きくなるかも知れない。

1. 「五中全会」から窺える中国の変化

2020年10月末に開催され、2021年から始まる第14次5カ年計画の骨子を議論し、建議を決定した五中全会（中国共産党第19期中央委員会第5回全体会議）の結果には、以上のような変化を感じさせる点があった。

第一は、建議の冒頭にある「世界は、百年に一度もないような大変動期に入った。国と国との力関係も深刻な調整に入った」という認識だ。言外に「アメリカの覇権は終焉に向かっている」という中国の本音が透けて見える。

第二は（複雑な国際情勢やCOVID-19の深刻な打撃のなかで数々の成就を達成したことで）「共産党の指導と中国の制度の優越性が証明された」という記述だ。「コロナ対策でも経済対策でも、中国は先進国より優れている」という優越感は習近平政権だけでなく中国国民にも広く共有されている。

第三は、経済面で「国内大循環を主体として、国内外の双循環が互いに促進する経済の新発展モデルを目指す」という新しい標語が示されたことだ。

中国共産党は昨年までは「グローバル化の大潮流は変えようがない」という認識だったが¹、今回はその楽観が後退した。新しい標語はバランスを取るために分かりにくい表現になっているが主眼はあくまで外需頼みでない経済発展モデルの構築にあると見るべきだろう²。ここにも、アメリカと対抗していくために、外需頼みでない経済発展モデルを目指すことが必要だという意識が表れている。

長期持久戦を戦う過程で、どのように経済を発展させ、米国を追い抜こうと考えているのか。五中全会建議は「科学技術や技術革新の強化」を、言わば「一丁目一番地」の看板政策として掲げた。中国は、これまでも科学技術に非常に力を入れてきたが、アメリカとのハイテク冷戦によって、倍旧の投入が必要だと考えるようになったようだ。五中全会は「挙国体制」「科学技術の自立自強」といった、「準戦時体制」を彷彿とさせる表現まで用いている。西側諸国は今後ハイテク冷戦政策によって中国を刺激してしまったことを悔いることになるかもしれない。

中国はサプライチェーンの安全確保にも非常に力を入れている。また、産業政策「中国製造2025」は、アメリカをいたく刺激したため、いつとき影を潜めていたが、五中全会の結果を見ると、今後水面下で2倍、3倍の力を入れてそれを推進することになりそうだ。

なお、五中全会において、中国は2035年までの長期目標を設定し、一人当たりGDPを中等先進国レベルに引き上げるとしている。そのためには、年4～5%の成長を向こう15年ほど続ける必要があるという計算になるが、筆者は、後述するように、その実現は困難だと考える。

2. 「短期楽観」でも長期は悲観要素の多い中国経済

世界ではコロナ禍で米中の格差がさらに縮まった結果、中国は2028年頃にもGDPで米国を追い抜くという見方が有力になってきた。しかし、筆者は、中国経済は「短期楽観・長期悲観」だと見る。近い将来にバブル崩壊などの劇症に見舞われることは考えにくい一方、長期的には成長率が低下していく未来を迎えると考ええる。

もちろん中国経済には明るい側面もある。近年コピーのレベルを卒業して独自の発展を遂げ始めたIT産業やデジタル技術は、その代表例だ。第14次5カ年計画で、技術革新と科学技術に力点を置いている点も、金融緩和頼みの先進国に比べれば健全で正攻法と言える（ただし、「最近R&D投資の生産性は低下傾向にある」という指摘³があることは要注意である。また、半導体国産化政策では、R&D投資だけでなく工場建設に対する政府の各種助成が投じられるが、そこで膨大な無駄が出ることも懸念されている⁴）。

暗い影を落とす材料は、より多い。人口動態が代表選手である。一人っ子政策は過去5年で大幅に緩和されたが、それで出生人口が目に見えて増えることはなかった⁵。2020年代の半ばには総人口が減少開始の日を迎えるだろう。2000年代の成長加速の一要因になった人口ボーナスは一転、人口オーナスの時代に入った。そこまでは中国人も織り込んでいたが、今後成長率が低下すると、年金債務の負担（年金債務/GDP比）が急激に重くなる未来は、まだ織り込まれていない。

次に取り上げるのは、過去10年「高度成長はまだまだ続くはずだ」という幻想に囚われて、借金による投資で年々の成長率を嵩上げしてきたツケが表面化しつつある問題だ。固定資産投資額の合計は2009～2020年の12年間で553兆元（≒8,843兆円、図表1参照）に達した。

その財源の大半は有利子負債なのに、過剰投資によって金を投じた投資の効率が10年前の半分以下に落ちた結果、債務償還が長期化した。平たく言えば、昔の借金が返しきれない間に、新しい借金が次々と積み上がる結果起きたのが債務残高の急膨張である。最近では債務圧縮の政策努力で小康を保ったが、2020年コロナ禍の発生後の経済対策によって上半

期に一気に23%も上昇、債務圧縮は振り出しに戻ってしまった(図表2参照)。

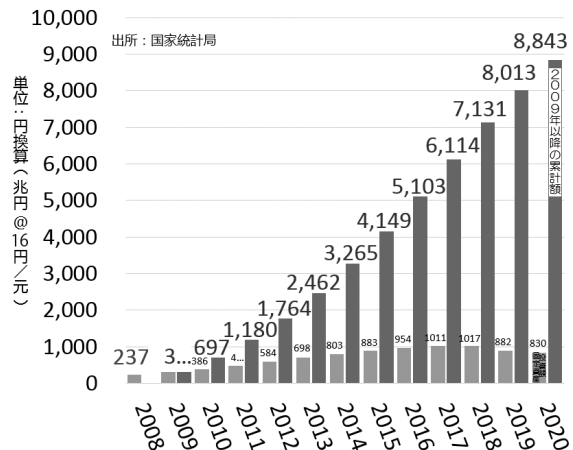
中国では、自力で借金が返せない潜在的不良債務者も、政府が隠れた保証を提供してくれれば、借り換えができる。膨大な不効率投資が行われたのに、バブルが崩壊しないのは、この「隠れた政府保証」慣行のおかげである。

ところが、普通の経済では、投資バブル後は企業が新規投資を削減して借入返済を優先する結果、10年は金利が低下し続ける低迷期をくぐるのに対して、中国ではゾンビ企業が借金を返すために行う借入需要が旺盛なために、金利が高止まりしている(図表3参照)。

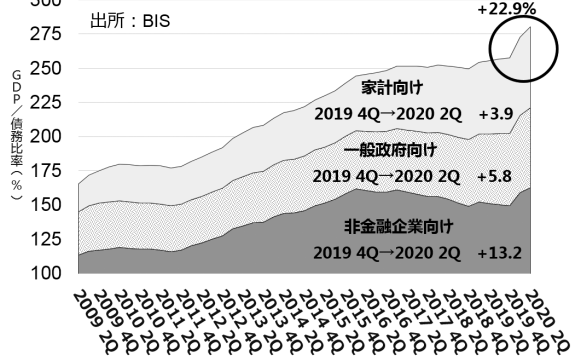
債務残高は膨張を続けているのに、金利は低下しない結果、本来なら早期に損失処理されて消えるべき不良債権に対する利息等の支払いが高い水準で続けられている。現在、中国の総金融資産は約300兆元あるが、少なくともその約20%、約60兆元分は、債務者が自力では償還できない不良債務になっているという見方が有力だ⁶。利息などの金融収益率を5%と仮定すれば、年間3兆元、つまりGDPの3%分の富が利息等のかたちで、本来は受け取る資格のない債権者や株主に支払われている計算になる。

「隠れた政府保証」慣行を背景として借り換えが繰り返される中で、国有企業が支配している金融セクターや、そこに預金している富裕層に向けて、年々3兆元分の富が不当なかたちで移転され、所得の分配を非常に歪めているということだ。中国では「債務急増」と並んで、国有経済が肥大化する「国進民退」や「貧富格差拡大」の問題が深刻化していると言われるが、いずれの問題も「隠れた政府保証」でゾンビ企業と不良債務を延命させていることが共通した大きな原因となっていると見られる。

図表1 「4兆元投資」以降の投資ブーム(円換算)

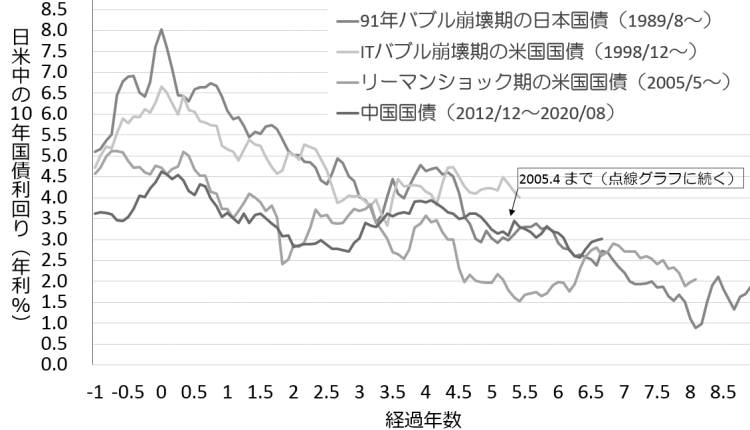


図表2 中国のGDP/債務比率(%)



出所：中国はCEIC、日・米は米セントルイス連銀 <https://research.stlouisfed.org/>

図表3 ポストバブル期の10年国債利回り比較(日・米・中)



中国が今後15年間4%台後半の成長率を維持する長期目標を掲げたことは先述した。中国がその目標を実現するために、今後も高めの成長率を維持したいのであれば、なすべきことは効率の高い民営企業（とくに将来性のあるニューエコノミー）を可能な限り成長させる一方、過剰債務で傷んだ官主導のオールドエコノミーをリストラ、ダウンサイズすることだ。

しかし、そのような改革は中国共産党の利権構造を直撃してしまうため、実行は困難だろう。さらに、政府の不効率な金の使い方に加えて、「隠れた政府保証」によって、今後の経済成長を担う主役になるべき高効率な民間セクターに富が蓄積しないどころか、逆に富の配分が歪められていることは、事態をますます悪化させる力が働いていることを示す。

3. ハイテク冷戦政策はかえって逆効果

以上のことから、筆者は、今後10年も経つと中国経済は様変わりし、第14次5カ年計画が思い描くように2035年まで平均4.5%以上の経済成長を順調に続けて、総合国力で米國を抜き去る未来は描き難いと考ええる。

そして、そのことに思いを致すと、目下の米國は中国の台頭を恐れすぎ、過剰反応する挙げ句、かえって自らや同盟国の利益を損なう悪手を連発している憾みがあるのではないか。

その最たる例がいわゆる「ハイテク冷戦」政策だ。その様を見ていると、米國は「世界のネットワークを牛耳らせまい」と、ファーウェイ社を抹殺したい衝動に駆られているようにさえ見えるが、極端な禁輸政策の連発は、以下のような逆効果を招いており、かえって米國と同盟国の利益を傷つける恐れが強い。

第一は、「外敵には徹底抗戦する」伝統の心理スイッチを中国に入れさせてしまったことだ。政府も消費者も「ファーウェイ頑張り」とばかり支えるので、同社を殺すことはできない。

第二に、極端な政策で西側半導体産業も大きな影響を被っており、米半導体業界は政府に対して懸命に規制緩和をオルグしているし、日本のIT部品産業も同じ憂き目に遭っている。中国の同業者ほど手厚い政府助成を受けられる訳ではないことを考えると、10年後、中国と西側とどちらのIT産業が衰退しているか分かったものではない。

第三に、中国を猛然たる「半導体国産化」政策に向かわせてしまったことも罪深い。いまや政府は「準戦時体制」と言わんばかりの力の入れ方で業界を助成している。おそらく数年後には、ローエンドの半導体から始まって中国製の安値攻勢が市場を蚕食し始め、先進国の半導体産業はどんどんハイエンドの方へのみ追い詰められていき、ハイテク冷戦政策の後遺症を患うことになるのではないかと不安だ。

米國対中タカ派は、「中国は技術を盗むだけだから、技術盗窃の途を塞げば、発展は止まるか減速するはず。ゆえに短期的には経済損失を甘受してでも、米國の長期的な優位を保つためにハイテク冷戦政策が必要だ」という思い込みに囚われているように見える。

しかし、近年の中国のIT技術は、とくにモバイルインターネットの領域で、ウィーチャットのようなスーパーアプリと、その上で動き、簡単に作れるミニプログラムが何百万件も生まれていることに表れるように、独自の発展を遂げ始めた。コロナ禍で突如出現した感染追跡アプリの威力は、そのことを思い知らせた。

科学技術に対する人材・予算投入を米中で比較しても、中国の理工系学生数は、すでにアメリカの4倍に達している。米中の差は、修士・博士の課程の学生数では縮まってくるが、アメリカの修士・博士課程にいる理系の学生の半分以上は外国籍であり、その半分近くが中国人だということを忘れてはならない（図表4参照）。かといって、「留学生は来るな」というような政策をとれば、アメリカは中国に対してますます人的に劣勢になってしまう。

米中の科学技術政府予算を比較しても、中国は過去10年急速に予算を拡大し、2017年には米国の連邦R&D予算を追い抜いている（図表5参照）。第14次5カ年計画で科学技術への投入をさらに増加するであろうことを考えれば、予算面でも米国が中国に対抗することが難しくなる恐れが大きい。

ハイテク冷戦の激化により、「21世紀のデータ経済は米中2陣営にブロック化する」という言説が流行している。しかし、すでにG20に参加しているブラジルなどの新興国や、アフリカなどの第三世界は、性能が良くてコストも安いファーウェイ社を歓迎している。「南（第三世界）」のITはアリババ、テンセント、ファーウェイらにより「中国化」が進行中でもある。米国が第三世界諸国に対し、米陣営の参加によるメリットより不参加によるデメリットを与えることになると、「データ経済ブロック化」は、米国が考えているような中国を包囲して封じ込める姿ではなく、逆に米国と少数の同盟国が孤立する姿になる恐れがある。

「中国へ売るな。中国から買うな。中国企業を排除しろ」といった政策は、市場経済原則に根本から反しており、大きな副作用をもたらすので、濫用は慎むべきである。ハイテク対中強硬策以外に対策があるのかと言えば、なかなか名案がないが、少なくとも私は、オウngoールをするような愚かな政策を、バイデン政権が見直してくれることを願っている。現在のような政策を続ければ、10年後には日本からITの部品産業すらなくなりかねない。

4. バイデン政権の対中政策の行方

バイデン政権は、トランプ政権時代の米国が採用した対中強硬姿勢を基本的に維持するとの見方が優勢である。議会で対中タカ派が超党派で優勢であること、大統領退任後も依然として政治力を持ち続けそうなトランプ前大統領はバイデン政権の対中政策に軟化の兆しを見れば、激しく攻撃するであろうこと等を考慮すると、対中政策の大きな変更はたしかに難しいだろう。

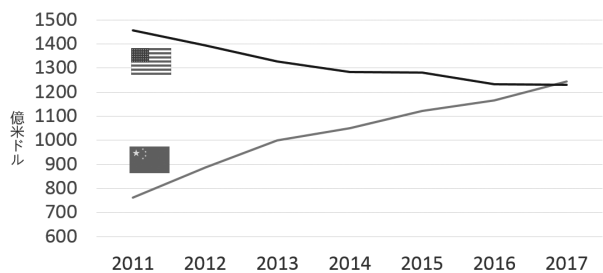
図表4 米中両国の理工系学生数（1学年）の比較

	本科 (bachelor)	修士 (master)	博士 (doctor)
中国	1,505,576	218,981	32,700
米国	354,806	129,095	28,101
うち外国籍 (シェア)	23,461	66,278	12,253
	6.6%	51.3%	43.6%

米国はSTEM (Science, Technology, Engineering, Mathematics) の合計、中国は理学(Science)及び工学(Engineering) の合計

【出典】
 米国：The National Center for Education Statistics (NCES) Number and percentage distribution of science, technology, engineering, and mathematics (STEM) degrees (2015-16)
 中国：中国教育統計年鑑2017年版 (科学技術振興機構)

図表5 米中両国の科学技術政府予算の推移(米\$換算)



出所：国家財政科学技術支出（財政部）を各年の為替レートで換算）
 U.S. R&D Funding by Federal Government (AAAS ; American Association for the Advancement of Science)

ただ、トランプ政権時代に導入された過激な強硬措置に対しては、米国の産業界から強い不安・不満が寄せられている。ハイテク冷戦政策の行き過ぎに抗議していた筆頭業種が半導体であり、昨年3月には米国半導体工業会（SIA）が禁輸政策の悪影響を訴えるレポートを独自に発表している。最近出た全米商工会議所のレポートも、米中経済の分離を図るデカップル政策が米国にもたらすコストを分析して、デカップル政策が行き過ぎることに警鐘を鳴らしている。

また、レポートを出したとは聞かないが、金融業界も極めて切実な利害がある。中国富裕層に対するアセットマネジメント業務進出に強い意欲があるからだ。最近中国の規制緩和に呼応して国内の株式・債券市場への資金投入を増やしているのもこのためだ。

そして、政権交代を受けて、ものを言い難い雰囲気は変わりつつある。経済界と関わりの深いコンサルタントやシンクタンクは、ワシントンDCでも過激な政策に反対する経済界の懸念を伝え始めた。

5. 国際共同規制に向けた調整を

その点に希望を託しつつ、この問題への日本の取り組み方について、一つ提案をしたい。

エンティティ・リスト規制のように、米国産技術の再輸出許可制度を以て、3国間の取引を米国が規制するのには「域外適用」の憾みがある。日本企業の第三国との取引が、不明確な基準に基づいて、しかも刑事罰の威嚇を以て米国政府の規制を受けることは、日米関係の健康な発展を損なう恐れがあるので、日本政府は「域外適用は好ましくない」というそもそも論から出発すべきではないか。

バイデン政権は「同盟国との協調を重視する」と言っているのだから、どのような品目を誰に売るのが問題か、また規制のあり方について、同盟国間でよく協議しハーモナイズする努力をして、そこから、以下のような方向性を導くべきである。

- ① 日本政府の眼から見ても規制すべき品目や技術はあるはずだ。それらは米国政府による「域外適用」ではなく、日本政府の手で規制する
- ② 逆に、取引を禁止する必要があるか疑わしい品目については、日米、さらには同盟国政府間で議論し、規制の必要性、または規制に当たっての条件についてよく協議し、了解に達すれば、現行規制体系の「特認許可」の仕組みを活かして、許可が得られるようにする
- ③ 上記①、②を踏まえて、日本政府が日本企業に対して、相談窓口を設けるとともに、特認許可申請については政府間でも連絡をすることにより、企業から見た規制制度の透明性、安定性の確保に努める

そのような運用を積み重ねていけば、一方的に始まったハイテク規制もCOCOMやワッセナーなど過去の国際的な枠組みに接近する。問答無用で暴走したトランプ時代が終わったのだから、ここでも「バック・トゥ・ノーマル」の努力がなされるべきだと考える。

— 注 —

1 習近平国家主席は2017年1月のダヴォス国際経済フォーラム開幕式で「グローバリゼーションは諸

刃の剣のようなもので反対する声も大きい、資本や貿易の流れを人為的に断ち切ることはできないし、歴史の潮流に合致しない」と述べた。<http://www.xinhuanet.com/world/2017-01/18/c_1120331545.htm> その後も 2019 年 11 月の中国国際輸入博覧会開幕式で「経済のグローバル化は歴史的な流れであり、滔々と流れる大河の勢いは誰にも止めることができない」等と述べている。<http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2019-11/05/c_1125194405.htm>

- 2 そのことは「グローバル化に逆行する動きが強まり、保護主義が強まる状況下では、発展の足場を国内に置き、国内市場により多く依拠して経済発展を実現しなければならない」という習近平主席の発言（五中全会における建議案の説明）に表れている。<http://www.xinhuanet.com/politics/2020-11/03/c_1126693341.htm> なお、本稿脱稿後、2021 年 3 月 5 日に行われた全人代政府工作報告の中では、内外双循環について「国内経済循環体系に依拠して世界の要素資源の強大な引力場を形成する」という表現が用いられた。内需に依拠した強大な購買力を以て各種（生産）要素資源を引き寄せる力を強めるという趣旨であろう。「内外双循環」と言いじょう、資源保有国との「互惠」よりも「自利」を重視する中国の本音が垣間見えて興味深い。
- 3 「低下続く R&D の生産性」（日経新聞 2020 年 12 月 11 日掲載、フィナンシャルタイムズ紙）<<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO67211250Q0A211C2TCR000/>>、「研究開発の効率性は低下しているか？」（RIETI ノンテクニカルサマリー）<<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/19e052.html>> 参照。
- 4 「破産！ 停工！ 1280 億元投資項目爛尾？！ 市場巨大の“工業糧食”，為何企業紛紛折戟？」（2020 年 12 月 14 日 16:01 央視財經）<<https://finance.sina.com.cn/tech/2020-12-14/doc-iiznezxs6859580.shtml>>、「千億武漢弘芯：空殻股東障眼法 " 芯騙 " 団夥鑽産業空子」（2020 年 9 月 25 日 新華社）<http://www.xinhuanet.com/fortune/2020-09/25/c_1126538706.htm> 参照。
- 5 年々の出生人口数は全面二人っ子政策が施行された 2016 年こそ 1786 万人と前年比 131 万人増加したが、その後は 2017 年 1723 万人（63 万人減）、2018 年 1523 万人（200 万人減）、2019 年 1465 万人（58 万人減）と減少の一途を辿っている（出所：国家統計局）。また、出所が異なるが公安部の出生届数は 2019 年 1179 万人に対して 2020 年は 1003 万人だった。
- 6 IMF の「世界金融安定性報告書」（2016 年 4 月）である。この調査では、「企業は、利息、税金、減価償却前利益（EBITDA）が報告された利払費を下回る場合、「リスクあり」と定義される」（すなわち、インタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）< 1）と定義されている。この結果、商業銀行による中国の法人向け融資のうち、15.1% が「リスクあり」と判定された。

それだけでなく、同調査は次のようにも指摘している。

(1) 「リスク融資」の閾値については、ICR < 1 では低すぎ、ICR < 2、少なくとも ICR < 1.5 とすべきだという意見もある。この場合、「リスクあり」と分類される法人向け貸出の比率（≒ NPL 比率）は、それぞれ 27%、22% に上昇する。

さらに、より重要なこととして

(2) 国有政策銀行の融資（国家開発銀行など）や地方政府が保証する地方政府の融資プラットフォーム（LGFV）向けの商業銀行融資は、この調査の対象外とされている。

筆者は、LGFV 向け融資について、深刻な債務不履行を心配する必要がほとんどないことには同意するが、不良債権の利息を払い続けることで不当な富の移転が生じるという筆者の観点からは、なお深刻な問題があると考えている。

なお、直近のデータによると、2018 年末時点で LGFV の債務残高は 30 兆元（GDP の約 33%）を突破しているが、その ICR は平均 0.4 にとどまっている。これを IMF が調査した不良債権比率と合わせて考えると、不当な富の移転を引き起こす不良債権の比率は 20% をはるかに超える可能性がある。

