# 「過剰貯蓄」の行方

津上 俊哉 津上工作室 代表



去る10月の国慶節の前後に、杭州、南京、天津、鄭州、成都など全国20余りの主要都市で、相次いで不動産投機抑制策が導入された。

中国ではこの1年ほど不動産投機が再燃している。 地方中小都市のマンション在庫の消化を狙って2015年 3月末に購入促進策が導入されたことで、下落を続け ていた価格が一転大幅な上昇に転じた。価格上昇は大 きな都市やその都心部ほど著しいのが特徴だ(図1)。

一方、不動産向け投資は住宅価格が反騰した後も減少が続いていたが、今年初め増加に転じて(図2)、最近の景気を下支えするひとつの要因になっている。その意味では、景気減速に悩む政府にとって不動産が貴重な下支え要因だったはずだが、予想を超える価格高騰で、そうも言っていられなくなったようだ。

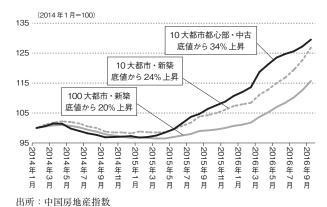
域外需要が見込める北京や上海の住宅価格高騰は 「それなりの理由がある」にしても、この半年はそれ以 外の地方大都市にまで価格高騰の波が押し寄せた。政 府はそこにバブルの強い匂いを嗅ぎ取ったのだろう。

## 行き場を求めて右往左往するマネー

それにしても、地方都市の住宅在庫積み上がりを憂えて購入促進策を講じたのが2015年3月、わずか1年半で今度は購入抑制…政策の手詰まりを感じさせる出来事ではないか?

さらに、「不動産は長い不況期に入った」といわれ たのは2014年春だ。これでマネーは株式市場に向かう

図1 過去2年半の住宅価格の推移



ようになり、2015年春にはバブルを引き起こしたが、 株バブルが同年夏に崩壊すると、再び不動産に向かっ ている(図3参照)。何やら中国マネーが安全・有利 な行き先を求めて右往左往する姿が連想される。

#### 「過剰貯蓄」の中国

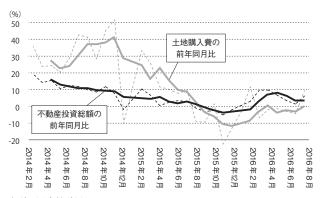
先日、「過剰投資の中国は過剰貯蓄状態でもある」 と題する興味深いコラムを目にした。米財務省OBで、 今はCFR(外交評議会)研究員の肩書を持つブラッド・セッツァー氏は、以下の点を主張する。

- ①世界中で中国の過剰投資・過剰債務を危惧する声が高まっているが、問題の根っこは、むしろ裏側にある過剰貯蓄ではないか。
- ②投資が減退すれば、さらなる貯蓄の過剰が生まれる。世界と中国の双方にとって望ましいのは、過剰 投資と過剰貯蓄を同時に解消することであり、一辺 倒に過剰投資の削減だけを唱えるのは間違いだ。
- ③過剰投資と過剰債務は是正しなければならないが、 中国から過剰な貯蓄が輸出されることも世界経済の リスクを高めることに留意すべきだ。

確かに中国の貯蓄率は、貯蓄(Gross Saving)の対GDP比が50%前後、家計の可処分所得に占める貯蓄の割合も37%台と、きわめて高い(世界銀行統計)。

また、貯蓄と資本形成のギャップは2010年以降中国 が投資バブルに突入したことによって、いっとき縮 まったが、2014年以降は「新常態」路線による成長減

図2 不動産投資の推移(前年同月比・移動平均)



出所:国家統計局

速の容認や近時の民間投資の減退傾向などにより、 ギャップが再び拡大している可能性がある。

図4のグラフには、貯蓄と資本形成のギャップを実額で推計した数字もドル表示で示してある。年間のフローでざっと2000億ドルだが、過去に溜まったストックが一緒に動けば、資金移動のマグニチュードは最大、兆ドル規模に達するだろう。

### 人民元の行方

その徴候は、すでに為替市場に表れている。昨年夏 以来、中国発の「資本流出」が何回か起こった。そこ に「国際投機資本」による元売りの動きを取り沙汰す る向きがあるが、違うと思う。

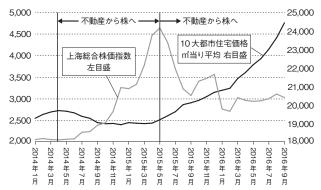
今後の元安を予期して元を外貨に換える(あるいは 外貨建て債務を繰上償還する)動きがあることは、昨 今の中国外貨準備高の急減ぶりからも明らかだが、そ の大半は(海外華僑も含めた)「中国人・企業」の手に よるものだと推測される<sup>造</sup>。

中国人のカネは、日本人とは対極的に(自国に留まりたがる)「ホームカントリー・バイアス」が稀薄だ。これまではカネを国外に脱出させたくても道が狭かったせいで、国内で株や不動産の間を右往左往するしかなかったが、世は「人民元国際化」時代だ。仮に海外への太い道が拓かれれば、中国人は資産防衛のためにカネを奔流の如く国外へ脱出させるかもしれない。

注:この点は3月号の本欄でも触れたが、国際決済銀行が2015年第3四半期を題材に行った分析(本年6月発表の四半期報告)が参考になる。

折しも国慶節休み明け以降、為替市場で元安がジリジリと進んでいる。最大の原因は年末に米国FRBが利上げに踏み切るとの観測が高まっていることだが、この利上げに向けた動きが再び中国の資本流出を誘発すると、厄介なことになる。

#### 図3 住宅価格と株価の相関



出所:中国房地産指数系統、上海証券交易所

## 中国発の資本流出が世界経済を揺らす 可能性

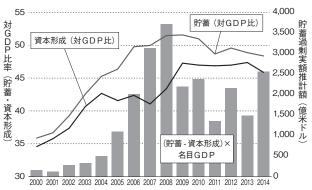
その場合、元売りが誘発されて元の対ドルレートが 下落するか、レートを維持するため当局がドル売り市 場介入を行うか、どちらか(または両方)の結果を招 くだろう。元安にせよ中国外貨準備の減少にせよ、新 興国を中心に世界経済を揺さぶることは昨年夏の元安 騒ぎで実証済みだ。

もうひとつ厄介事がある。中国がドル売り市場介入 を選択すると、外貨準備に貯めた米国債を取り崩して 売りに出すことになるので、米金利を上昇させる効果 があることだ。つまり、米国の利上げが中国の元安防 止介入を誘発すると、(比喩的に言えば) 1回の利上 げで2回分の金利上昇を招いてしまう恐れがある。今 や中国人民銀行は「シャドーFRB」でありうる時代と いうことだ。

「大規模な資本流出が起きると、中国経済は崩壊する」のだろうか? 中国自身も永らく「資本市場を開放すると、中国経済はダメになる」妄想に苛まれてきたが、これも違うと思う。日独に次ぐ世界第3位の純債権国の巨大な過剰貯蓄の一部が海外流出の捌け口を見付けたような話だから、中国経済が崩壊するような話にはならないだろう。むしろ今や事態は逆で、中国発の大規模な資本流出が起こると、世界経済のほうが大きく揺さぶられる心配をしなければならない。

人民元はSDRバスケット入りを果たしたが、今は資本流出が起きないように、国際化の歩みが中休みに入っている。短期的に妥当な判断だが、「隔離」や「封鎖」は抜本的解決にはならない。世界経済は中国経済との間に生まれた不均衡を時間をかけて解消していくしかない。その意味で、セッツァー氏の言うとおり、中国の過剰貯蓄は「グローバルな問題」だ。

図4 中国の貯蓄・資本形成・貯蓄過剰



出所:世界銀行

2016.11 **JOI**