

## 新しい時代に向かう日中金融関係

田代 秀敏



皆さん、こんにちは。  
御紹介にあずかりました  
田代です。

「新しい時代に向かう日  
中金融関係」を、皆さん  
と一緒に考えていきたい

と思います。

さて、今日お話ししたいことは三点あります。先ず、中国がすでに金融超大国になっていることを確認します。次に、金融に関して世界が直面する大きなリスクが二つあることを示し、そのそれぞれを、日本と中国とがどのようにして協力して対処していくかということを考えていきたいと思います。

アメリカは超大国であると自ら言っています。なぜかというと、アメリカの国防費、軍事予算は6000億ドルを超えており、第二位以下の中国を除く15か国の合計金額よりも大きいのです。中国を除くのは、中国の軍事予算がよくわからないからです。

この資料は、アメリカを代表する銀行であるバンク・オブ・アメリカが作ったものです。そこで「パックス・アメリカナ」(Pax Americana)つまり「アメリカの世界覇権」というタイトルが付いた地図が示しているのは、各国の軍事予算の大きさではなく株式の時価総額です。

アメリカの株式時価総額は約18兆ドルで、世界全体の半分以上を占めています。二番目が日本、三番目がイギリス、四番目がフランス、続いてスイス、ドイツ、そして中国です。

このアメリカの圧倒的な株式時価総額こそがパックス・アメリカナを支えているのです。

中国の株式時価総額は、中国は経済規模からすると異様に小さな水準です。しかし、いずれ国有企業が民営化され、証券市場が正常な形になっていけば、株式時価総額は経済規模に応じた巨大になっていくことでしょう。1980年代後半の日本のような大変な株式バブルを引き起こしてしまうリスクがありますが、日本の経験から得た教訓を活かせば、適切に処置することができるのではないかと思います。

しかし、株式時価総額の他の指標を見てみると、中国は既に金融超大国です。

まず預金がものすごく大きく、日米合計を超えます。また、中国の対外純資産、対外投資、対外証券投資、対外直接投資は、既に、日米独のどれかに並ぶか、または超える水準に達しています。結果として、中国の通貨である人民幣は、十分に強い通貨です。現在、国際金融は米ドルと人民幣との二強時代に入っています。そのことを確認したいと思います。

まず、中国の金融機関に預けられている預金額は、日米合計よりも大きくなっています。このことを裏付ける証拠は、中国の人たちが外国で使うお金の総額が、日本、アメリカ、ドイツの3か国の合計を超えていることです。御存知の通り、中国の人たちが外国でお金を払う際にはほとんどの場合で銀聯カードを使っています。銀聯カードはデビットカードですから、中国の銀行の預金口座から即座に引き落とされます。もし預金が足りなかったら、

銀聯カードでは支払いができません。このことから、中国に莫大な預金があることが裏付けられるわけです。

次に、中国が外国に持っている資産から外国が中国に持っている資産を差し引いた値、すなわち対外純資産は、既にドイツと並ぶ水準に来ています。日本の対外純資産が異様に大きいのは、外国が日本に資産を持ちたがらないという特殊な事情を反映しており、誉められたことではありません。一方、アメリカはずっと債務国であり続けており、対外純資産はマイナスです。中国の対外資産は中国の経済規模からすれば、もっと増加する余地が充分にあります。

次に、中国の証券投資、つまり株式、社債、国債などへの投資は、米国と並んでいます。日本は政策的に日本の資産をアメリカに移していますから、証券投資が抜きんでいて、ドイツを抜いています。実は日本だけが証券投資を急速に膨らませており、他の国々は証券投資を手控え、だんだん手仕舞っています。その中でも中国はかなりリスクを取って証券投資を拡大し、現在アメリカよりも大きくなっています。

次に、中国の直接投資は、既に日本を超えて、アメリカに迫っています。

最近、中国の外貨準備が急速に減っていることから、「中国から資本が逃避している」と報道されます。しかし、「資金流出」(Capital Flow-out)と「資本逃避」(Capital Flight)とは別のもので、国境を越えてお金が動くのが「資本流出」(Capital Flow-out)です。

国際決済銀行(BIS)のレポートにはっきりと書いてありますが、中国の外貨準備の中には、インド国債やブラジル国債などが相当入っています。インドやブラジルの通貨は対ドル為替レートが相当下がっているため、ドル換算するとインド国債やブラジル国債の時

価総額は減少します。これによって中国の外貨準備が減少していると考えられます。

また、中国は、アジア・インフラストラクチャー投資銀行(AIIB)やシルクロード基金などに外貨準備から巨額の資金を拠出しています。その分だけ、外貨準備は減少します。

さらに、中国の企業は、人民幣がドルに対して増価することを前提として、資金の多くを米ドル建てで調達してきました。しかし、人民幣がドルに対して減価すると、慌ててドル建て債務を前倒しして返済し、債務を人民幣ベースに切り替えています。

こうしたことを組み合わせると、外貨準備の減少が、かなり説明されます。

それからもう一つ、これはテクニカルですが、中国が外貨準備の統計の仕方を国際的に標準なものに変えたことも、外貨準備の減少の要因です。

かつて2000年代の初期に国有銀行の不良債権処理のために外貨準備を使ったことがありました。それなのに外貨準備の金額が全然変わりませんでした。それは会計基準が全く今と違っていたからです。今なら、そういうことは、勘定に入れなければなりません。

外貨準備の減少のもう一つの原因は、中国の貿易構造の変化です。かつて中国の貿易はアメリカ一辺倒だったのですが、今では中国の最大の貿易相手はユーロ圏です。そうした貿易構造の変化を受けて、中国の外貨準備にはユーロ建て資産が増えています。ドル高になるとユーロ建て資産のドル建て評価額は減りますから、ドル建ての外貨準備は減少します。

そうした貿易構造の変化は、人民幣の為替レートにも影響します。その点は、ドルに対する為替レートだけを見ていると、分かりません。

そこで、貿易相手国の比重と、それぞれの貿易相手国との物価変動の違いを全部考慮し

で計算した総合的な為替レートが、「実質実効為替レート」です。

人民幣の実質実効為替レートは急速に上昇しています。

円の実質実効為替レートは、1995年に極めて高くなり、「世界最強の通貨」と言われました。しかし、現在では、プラザ合意以前の1980年代初頭のレベルまで落ちています。1985年のプラザ合意からの円高が全て帳消しになったのですが、日本企業の対外輸出は数量ベースではそれほど増えていません。このことは、いかに日本の国際競争力が弱くなったかを示しています。

それはさておき、実質実効為替レートの推移を見ても、現在は、人民幣と米ドルとの二強時代です。

国際通貨基金 (International Monetary Fund) 「特別引き出し権」 (Special Drawing Right) は、現在、米ドル、ユーロ、人民幣、日本円そして英ポンドの五つの通貨の組み合わせで構成されています。通常、この五つの通貨が世界の主要通貨、国際通貨とされています。5つの通貨それぞれの実質実効為替レートを見ると、米ドルと人民幣とが極めて強くなっています。

1960年代後半から1970年代前半にかけては米ドルと英ポンドとが異様に強かったのですけれど、現在は人民幣と米ドルとが突出して強いことが明らかです。

今、英ポンドは暴落状態ですが、円はもっと暴落しています。これ以上の円安となると、「日本売り」という水準になっています。ですから、現在の中国の国際金融に関する責任は、円が「世界最強の通貨」と言われた時代の日本の責任に勝るとも劣らない程、極めて大きなものになっており、アメリカと肩を並べる水準に達しているのです。

ここで、世界経済が直面している金融危機の2つのリスクを確認しましょう。

第1のリスクは、米ドルの世界への新規供給が停止してしまうリスクです。

アメリカの経常収支は赤字の幅を急速に縮小しており、いずれ黒字化する方向に推移しています。アメリカの経常収支が黒字化すると、アメリカから世界へのドルの供給が止まります。これは大変なことで、基軸通貨であるドルが新規に世界へ供給されなくなると、ドルを基軸とする国際通貨システムが機能停止してしまいます。

第2のリスクは、アメリカ初の世界金融危機の第2弾が起きるリスクです。

それは、いつ起きても不思議ではない状態です。なぜかという、アメリカの株価が、企業業績から見て異常な程に割高な水準に達しているからです。

どれくらい割高かと言うと、1929年の大恐慌、2000年のITバブル崩壊、2008年のリーマン危機のそれぞれが起きる直前とほぼ等しい水準の割高な株価となっています。

少し詳しく見ましょう。

アメリカの経常収支は長い間ずっと赤字でした。内訳を見ると、財 (goods) の貿易によって発生する財収支は赤字ですが、インターネットや金融業などでの手数料を中心とするサービス収支は大幅に黒字です。外国の株や社債、国債を買って得られる利益である第一次所得収支は、ずっと黒字です。それらを合計した経常収支は赤字でした。

ところが、2006年のアメリカ住宅バブル崩壊から、経常収支の内訳のパターンが変わり、財収支の赤字が次第に減ってきています。アメリカにいるメキシコ人が本国に送る金などといった第二次所得収支は赤字のままですけれど、これは額が小さいので無視できます。

財収支の赤字幅は一定のままであると仮定し、サービス収支と第一次所得収支との2006年から2016年までの変動の平均変化率を将来に投射すると、アメリカの経常収支は2020

年に黒字化することになります。そうなってしまふと、アメリカから世界へドルが供給されなくなります。その時、ドルに代わって何を国際通貨にするかということ、今から真剣に考えないといけません。その時になって考えても間に合わないかもしれません。

アメリカの株価がどれだけ異常に高い水準にあるのかを、少し詳しく見ましょう。

アメリカの代表的な 500 社の大企業の株価を集計した指数としてスタンダード・アンド・プアーズ社が作成している SP500 があります。

SP500 は、現在、歴史的な高い水準を推移しているのですが、これが企業収益と比較してどれだけ割高なのかを見るために、通常は株価対収益比率 (Price to Earning Ratio, PER) を用います。

しかし、各期の企業収益は景気変動に大きく影響されるので、PER も景気に大きく左右されます。そこで、株価を企業収益の過去 10 年間の平均値で割って、景気変動の影響を除去した CAPE 比率の推移を見てみます。この CAPE 比率は、ノーベル経済学賞を受賞したロバート・シラー教授という金融論の碩学が提唱したもので、日本以外では広く知られています。

CAPE 比率が 25 倍を超えたのは、歴史上、3 度しかありません。1929 年の大恐慌の直前、2000 年の IT バブル崩壊の直前、そして、2008 年のリーマン危機の直前の 3 度だけです。そして現在、CAPE 比率は歴史上 4 度目の 25 倍以上の水準に達しています。大恐慌やリーマン危機に匹敵する金融危機が、いつ起きても不思議ではない状況に、私達は直面しているのです。

こうした危機が迫り来る状況で、ドル基軸体制に代替する新たな国際通貨システムを構築することが急務なのですが、それは日本と中国という世界の 2 大債権大国が協力して取

り組むしかありません。本当はドイツも協力して欲しいのですが、ドイツはヨーロッパ中央銀行を創設して、金融政策の独立性を失っているものですから、動きが取れません。

東京を人民幣のプラットフォームとして人民幣の国際化を推進する一方で、日中共同で国際的な流動性を供給するシステムを作るべきです。具体的に言えば、日本の国際協力銀行 (JBIC)、日本が主導するアジア開発銀行 (ADB) と、中国が主導するアジア・インフラストラクチャー投資銀行 (AIIB) とを業務提携さらには資本提携するといったことを、進めるべきです。日本の国際金融当局者の中にも、ADB と AIIB との合併を唱える人がいるくらい、迫り来る金融危機は巨大なのです。

中国は 2015 年にクロスボーダー人民幣決済システム (RMB Cross-Border Interbank Payment System, CIPS) という人民幣の国際決済システムを作りました。しかし、中国最大の銀行である中国工商銀行のグローバル拠点であり、あのトランプ・タワーに入っている中国工商銀行ニューヨーク支店の公式サイトには CIPS コードが記されていません。それなら、東京には 1986 年からオフショア市場があるのですから、それを人民幣の国際運用の拠点とすることを日中協力で行うことも有力な選択肢です。

世界の人口 73 億のうち 37 億はアジアにいます。経済開発協力機構 (OECD) の予測では、2030 年までに、世界の中産階級の消費者の 59% はアジアにいます。世界経済の中心はアジアに戻って来るのです。そのアジアを、迫り来るアメリカ発の金融危機から守るためには、日本と中国とが金融面で協力することが必須です。

日本と中国とが金融でも協力すれば、アジアを再び偉大に出来るはずで

**We Will Make Asia Great Again !**