

「日衰・中隆」から 「日隆・中衰」の必然性の分析

～日本経済、バブル崩壊からの復活と中国への教訓～

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

日本経済は戦後の高度成長、バブル崩壊と長期経済停滞を経て、再度長期回復軌道に入りつつある。他方中国は改革開放路線が定まった1990年代以降の30年間空前の大成長を遂げたが、やはり住宅バブル崩壊に直面し、経済困難に陥っている。両国の発展の経緯を比較分析することで、より立体的に歴史の解釈が可能になる。2024年5月25日に、清華大学「産業発展と環境ガバナンス研究センター（CIDEG）」の年次学術会議において、「日本経済の復活と中国への教訓」をテーマに基調報告を行ったが、以下は報告をベースに詳細を説明したものである。

以下3つの論点について、展開したい。第一は日本経済が長期回復軌道に入りつつあるということ及び停滞を長期化させた2要因の指摘についてである。日本が経験したバブル崩壊と経済長期停滞の背景には外圧（米国の圧力と円高）と政策の誤りがあり、それが停滞を長引かせた。第二に日本の過去と現在の中国には3つの類似性があること、第三に日本と中国には4つの相違点があることを指摘したい。日中の比較分析により両国の第二次世界大戦後の発展と挫折は、密接不可分の論理により繋がっていることが分かる。そうした理解は今後の日中の政策選択と将来展望を考える際には必須であると考ええる。

(1) 大成長時代入りがほぼ確かになった

日本が長期経済停滞を脱し、大回復時代に入っていることはほぼ明らかである。それは

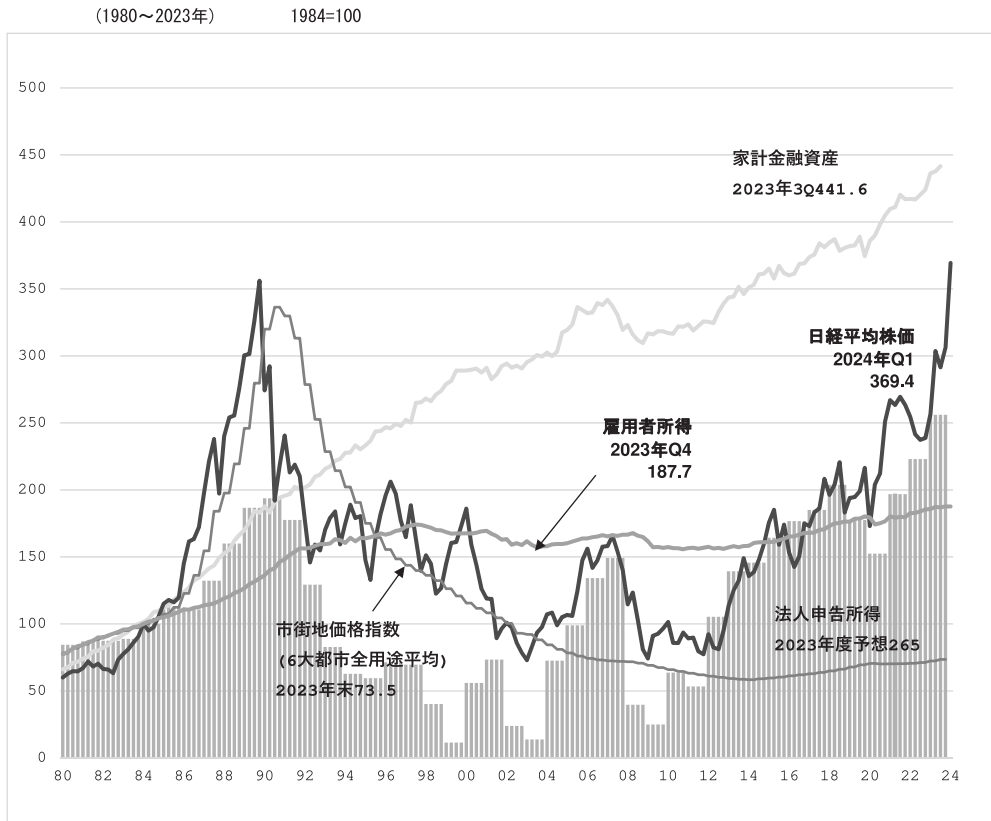
資本主義において経済動向の最も早い先行指標である株価の力強い上昇から確認できる。

この回復を主導しているのは、企業収益である。不良債権の償却などの特別損失を差し引いた本当の企業収益は、企業による税務申告所得で計測できるが、企業収益は1990年度の43兆円をピークに急低下し、2000年には2兆円とピーク比20分の1に落ち込んだが、2022年には50兆円、2023年には57.5兆円（武者リサーチによる推定）と急伸している。企業における価値創造が経済を前に進めるエンジンであるが、そのエンジンが堅牢であることが、日本経済の展望を明るくしている。図表1によって5つの指標、を概観すると、株価とともにいち早く企業利益が力強く回復、拡大している事、労働賃金（＝雇用者所得）や地価の回復が遅れている事が分かる。好調な企業収益の成果がトリクルダウンすることで、賃金や消費、設備投資の拡大を引き起こしていこう。

日本企業利益復活を支えているのは、①日本企業の努力と政府の改革政策など主体的条件、及び②米中対立により日本での供給力強化を望む米国がもたらした超円安、半導体ブームと言う外部環境の改善、の二つである。日本の企業利益は米国による日本たたきと超円高、日本企業のバブルに胡坐をかいた放漫経営により、地獄に突き落とされたが、そこから顕著に立ち直った。円高に対応し海外に工場をシフトさせた。また強い円を活用して海外企業を買収しグローバルプレーヤーに脱皮した。さらに国内でのコスト削減を、リストラ・機械化、そして人件費の抑制などにより徹底させた。また集中と選択などビジネスモデルを徹底的に改変し再構築した。さらにアベノミクスの一環としてのコーポレートガバナンスの改革が2015年ごろから進展し、企業経営の羅針盤として資本主義的メルクマールである資本コストを凌駕する資本リターン追求が定着し、財務効率が大きく改善された。

外部条件の最も重要な変化は米国による対日姿勢の急旋回である。米国は冷戦終結以降、産業競争力を著しく強め、半導体・エレクトロニクス、自動車などの基幹産業で米国企業を打ち負かしつつあった日本を脅威と考え、日本たたきを始めた。貿易摩擦と超円高がその手段になった。例えば日米半導体協定では米国は日本企業に対して全半導体購入額の2割を米国製品にするという通商ルールを逸脱した割り当てを求めたが、日本はそれに従うしかなかった。日本円は1900年から2010年にかけて、通貨の実力である購買力平価を恒常的に3割以上、ピークの1995年には2倍まで引き上げられ、日本企業のコスト競争力は著しく損なわれた。日本に集中していたハイテク製造業の産業集積は、韓国、台湾、香港そして中国にシフトした。日本の産業競争力を世界半導体生産シェアで垣間見ると、1990年世界半導体シェアの5割を担っていた日本は、2013年以降は1割以下まで低下した。工場

(図表1) 株価、地価、企業所得、家計金融資産、雇用者所得推移 (1980~2023年)



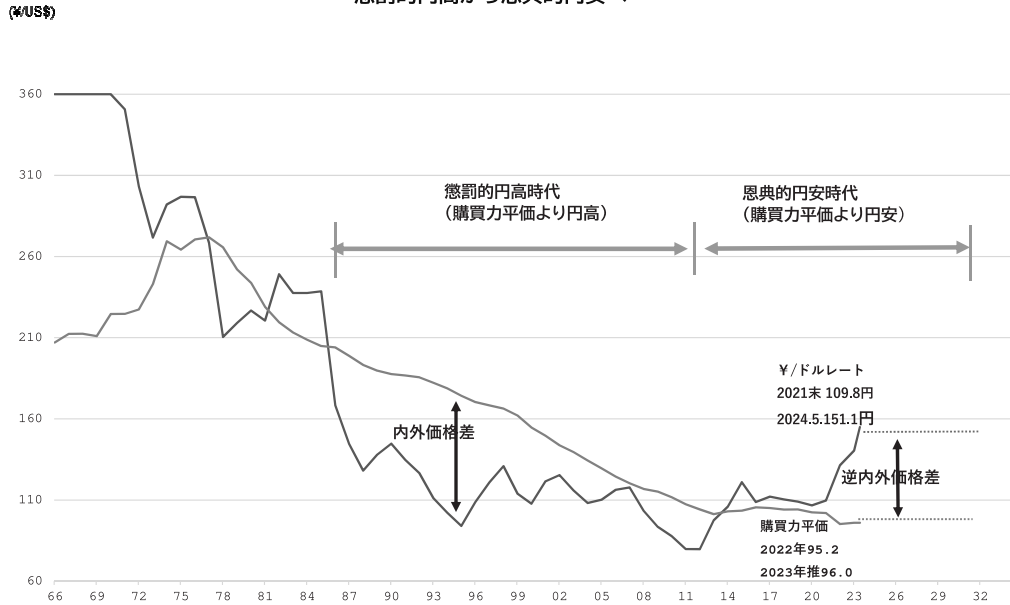
(出所) 日銀、東証、財務省、労働省、不動産研究所、武者リサーチ
2023年申告所得予想は武者リサーチによる

も雇用も資本もコストが高くなった日本から海外に流出し、日本経済は空洞化した。円高で世界一高コストとなった日本企業は賃金抑制を進め、日本では世界で唯一30年間実質賃金が横ばいになり、デフレが定着した。

しかし2018年に米中対立が決定的になり、中国に集中しているサプライチェーンの再編を望む米国は、著しい円安の容認に舵を切った。ドル円レートは2022年初めまで1ドル100~110円で推移していたが、以降一気に下落し150円台が定着している。それは購買力平価を4割近くも下回るもので、日本企業の価格競争力を著しく強化した。世界の中で著しい低物価国になった日本に向かって需要が集中し始めた。日本への工場回帰と輸出増加、海外観光客の増加などの好循環が起き始めた (図表2)。さらに先進国とは思えないほどの水準に日本の賃金が低下し、それが賃金引き上げ圧力を強めている。失業率が2.6%と

(図表2) 購買力平価とドル円レートの推移

懲罰的円高から恩典的円安へ



(出所) OECD、武者リサーチ

ほぼ完全雇用状態にあること、企業収益が空前であること、日本企業は優良な人員の離反を止めなければならないこと、などの賃上げの条件が揃った。2024年賃上げ率は5.08%と33年ぶりの高水準になった。日銀は3月にマイナス金利、YCC（イールドカーブコントロール）、異次元の金融緩和の全てを解除した。これらより日本経済がデフレと長期停滞からほぼ脱却したことが明らかである。

今後、主体的条件と外部環境好転が相乗効果を示し、日本経済は先進国としては珍しい潜在成長率が高まる時代に入っていくと予想される。

日本の株価は著しく割安なので、今後さらに上昇していくことはほぼ確実と考えられる。日本の株式のバリュエーションは著しく割安である。株価の最もピュアで正確な物差しは国債利回りとの比較であるが、日本株式は現在株式益回り6%、国債利回り1%と国債に比して著しく大きなりターンを提供している。1990年の日本のバブル時の両者が株式益回り2%、長期金利8%であったことと比較すると、天と地の逆転が起きていることが分かる。1990年は株価が著しく割高（＝正のバブル）であったのに対して、現状は著しく割安（＝負のバブル）状態にあることが分かる。

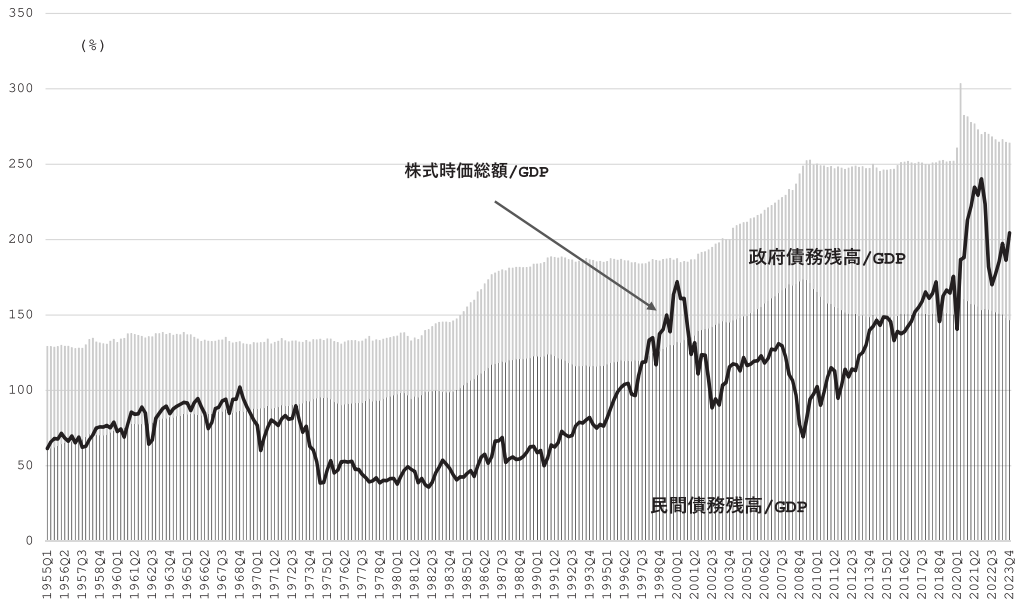
しかしながら日本家計の資産配分は非理性的である。日本と米国の家計金融資産の配分

を比較すると、日本の著しい預金依存が明らかである。日本では年金保険を除く金融資産の73%が利息ほぼゼロの預貯金に眠っている。他方配当だけで2%、内部留保を含めれば6%のリターンがある株式と投資信託は20%のウェイトに過ぎず、合理的には説明がつかない状況と言える。ちなみに米国は株・投信が72%、現預金は18%と全く逆の構成になっており、米国家計は株高により大きな資産形成を続けている。米国家計の純資産はリーマンショック（GFC）直後の2009年の59兆ドルから2023年末には156兆ドルと14年間で97兆ドル（対GDP比3.5倍）という巨額の資産形成を実現し、それが堅調な消費をもたらしている。日本でも、岸田政権による個人株式投資の減税枠の拡大（NISA改革）がきっかけになり、現預金から株投信へと、怒涛の資金シフトが起こり、株高を加速させるだろう。

予想されるこれからの日本の株高は、米国流の株式資本主義の時代に、日本も向かっていくことを示唆する。米国では株価上昇が経済拡大の最大の推進力という、株式資本主義の時代に入っている。図表3は米国の経済の3大推進力、民間信用、公的信用、株式信用（＝株式時価総額）の推移であるが、リーマンショック（GFC）以降の過去15年間、米国では民間・公的ともに債務の増加は完全にストップした。つまり銀行部門において新規信用創造は全く起こらなかったのである。それを補完したのが株価の著しい上昇、株価対GDP比率の上昇である。株価/GDP比率（いわゆるバフェット指数）は2009年の69%から2023年末には205%となっている。いわば信用＝需要創造の手段が、株式にシフトしたのである。他方米国企業は収益のほぼ8割を配当と自社株買いによって株主に還元することと言う新たなマネーフローが定着した。かつて家計の貯蓄余剰が預金増となって銀行に吸収され、それが銀行融資となってマネーを循環させるというパターンであったものが、全く変わったのである。この企業による余剰の株式還元→株価上昇と家計における資産所得（値上がり益＋配当収入）の増加が家計消費を支える、と言うものが、今登場した米国の株式資本主義である。日本でもコーポレートガバナンス改革と資本効率が低い企業に対する政府・東証の是正要求が、自社株買いや配当増額を推し進めている。今4割にとどまっている株主還元比率が5～6割へと高まっていくだろう。このようにして株価上昇で経済を支えるという株式資本主義の時代に日本も入っていくだろう。

ここで日本の停滞を長期化させたあと一つの要因、政策の誤りに触れておく必要がある。その第一は、問題解決の先送りである。バブル崩壊の1990年から1997年まで、政府も企業、金融機関も問題隠蔽、責任転嫁、財政テコ入れによる弥縫策で痛みを伴う本質的解決を図らず問題を先送りした。1997年の金融機関破綻の危機が発生して漸く痛みを伴う金融構造改革に着手、改革の対価として公的資本が注入され、不良債権が政府・日銀に肩代わりさ

(図表3) 米民間信用・政府債務・株式時価の推移 (対GDP)



(出所) FRB、武者リサーチ

れた。

2003年以降日本経済は回復に転じたが、ここで第二の誤りが生じた。時期尚早の金融・財政引き締めへの転換である。それに運悪くリーマンショックが重なり、日本経済はWボトムに陥った。リーマンショックは米国など海外で起きた金融危機であった。しかしその震源から一番離れていた日本が最も大きな経済的打撃を受け、株価も最も長く低迷した。尚早の政策引き締めが株価と不動産価格を本源的価値以上に押し下げ、本来ならこうむる必要のなかったコストを企業に与え、回復に転じていた日本経済と株価をWボトムに陥れた。日本の土地と株式を合計した国富時価総額は、1989年末3142兆円でピークをつけ2022年末の1723兆円で一旦底入れし回復に転じたが、リーマンショック後さらに下落し2011年末1512兆円になった（なお2023年末では2410兆円と顕著に回復している）。この二番底は正しい政策を取っていれば回避できたはずである。それは中国にとって、他山の石になると思われる。

(2) 日中の3つの類似性とその背景…米国債務の垂れ流し

まず3つの顕著な類似性がある。第一の最も大事な類似性は、日中の顕著な経済発展と

バブル形成の根本に米国のドル垂れ流しと、その結果としての対外経常黒字の急増があったことである。第二に日本も中国もこの巨額の余剰資金を国内需要喚起に回すことに失敗し、不動産バブルを引き起こした。第三に米国は日本と中国が浴したこの国際分業上の優位性を突然奪い去った。日本に対しては日本バッシング、超円高で、中国に対しては関税引き上げ、輸出規制などで。

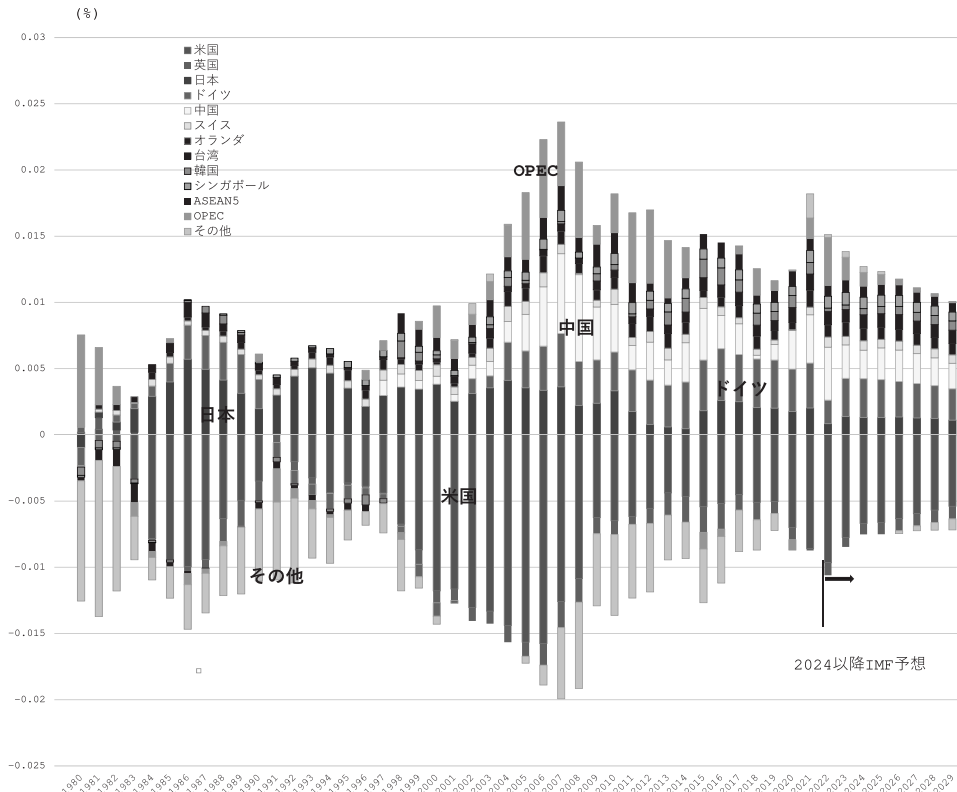
日中の経済発展とバブルの生成は全く自生的なものではなく、根本は米国主導の国際通貨体制に起因するとの理解が重要である。つまり1971年のニクソンショックによりドルが金の縛りを脱したことにより、米国は対外債務を激増させ、まず日本からそして最後には中国から巨額の輸入を行った。それは日本や中国の経済発展の原動力となったが、日中において大幅な対外黒字、巨額の余剰資金をもたらした。

ニクソンショックとはドル金交換の停止である。基軸通貨ドルは金の裏付けが失われたことで、当初はドル大暴落の懸念が語られた。しかしドル散布が大規模に行われたにしては、ドルの価値は下落しなかった。図表4は世界のGDPに対する主要国の経常収支比の推移であるが、米国だけが唯一最大の債務国として一手に対外債務を積み上げてきたことが明瞭である。米国は1980～1990年代には日本の、2005年以降は中国の巨額の対米貿易黒字を指摘し通貨の割安さを非難したが、自身の赤字削減の努力はなさなかった。これはドル基軸通貨体制の下での変動相場制が、米国の不均衡是正には全く役立たなかったことを物語る。

変動相場とは不均衡是正のメカニズムを内包している故にフェアであると信じられている。貿易赤字国の通貨は安くなることで赤字が減る、黒字国通貨は強くなることで黒字が減るといふメカニズムの正統性を人々は受け容れた。赤字国は通貨安になることで、輸入物価が上昇し輸入が減る、また通貨安で競争力が強まることで輸出が増えるという理屈である（黒字国は逆）。これを根拠として、米国は為替操作の疑いがある主要貿易相手国を監視し、時には制裁を加えてきた。かつて日本や中国は急激な通貨高を回避するための外貨介入により、米国国債保有を積み上げたが、米国主導の国際世論はそれを為替操作、ダティフロートと非難した。

しかし過去40年間の歴史的事実は、この論理は米国だけには適用されてこなかったことを示している。本来であれば大赤字国の米国の通貨ドルは急落し、米国の輸入物価が急騰することで輸入に歯止めがかけられなければならなかったが、ドルの下落は限定的で米国の輸入のブレーキにはならなかった。その結果米国の経常収支赤字は増加し続け、ニクソンショック後50年を経て、世界には巨額の対米債権と、米国の巨額の対外債務が積み上が

(図表4) 主要国・地域の経常収支対世界GDP比



(出所) IMF、武者リサーチ

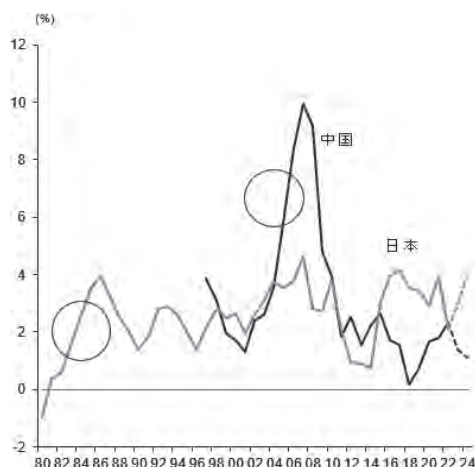
った。これこそが米国による世界に対する成長通貨ドルの供給そのものであった。

この米国の対外債務の増加、換言すればドルの散布は世界経済特にアジア経済の成長力を押し上げた。1980～90年代に日本が対米輸出で経済飛躍を遂げ、1990～2000年代には韓国、台湾、香港などのアジアNIESが離陸し、2000年代後半の北京オリンピック以降中国经济が高成長を遂げたが、その起点は全てドルの散布にあったと言える。中国が世界の製造業生産の4割弱、PC、スマートフォンなどハイテク製品や、ソーラパネル、EVなどのクリーンエネルギー分野では8～6割と言う高シェアを獲得するというオーバープレゼンスはまさしくニクソンショックの賜物であった。このドルの垂れ流しシステムこそが現代のグローバリゼーションの本質と言える。

この対外黒字体質の定着、恒常的貯蓄余剰が日中経済に大きなゆがみをもたらした。本来であれば国内需要の増加により対外不均衡が是正されるべきであるのに、短期間での内

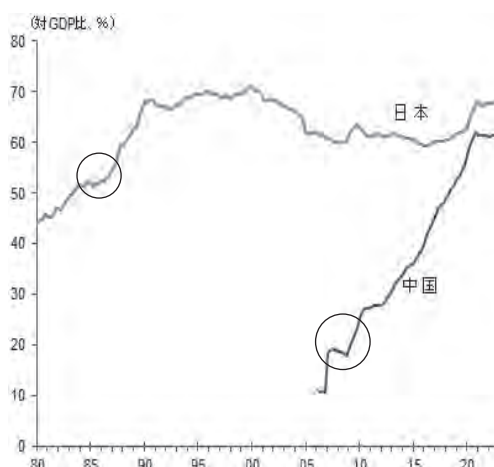
(図表5) 日中の経常収支/GDP比、家計消費/GDP比の推移

日中経常収支/GDP推移



(出所) IMF、武者リサーチ

日中家計債務/GDP推移



(出所) BIS、武者リサーチ

需拡大は不可能であった。対米黒字の積み上がりが、日本や中国における通貨の過剰発行をもたらし、その後の不動産バブル形成の原因になったことも銘記されるべきであろう。日中の対外経常黒字（対GDP）と家計債務（対GDP）の推移を見ると、日本、中国ともに、両者の連動性がうかがわれる（図表5参照）。

(3) 日中の4つの相違点……改革した日本、先送りを連発し続ける中国

4つの相違点が指摘される。最も大きな相違点は、日本のバブルは銀行の過剰融資による帳簿上のバブルと不良債権の形成であったが、中国は不動産バブルで高められた購買力で実物資産に巨額の過剰投資をしたこと。中国はこれから設備・インフラ・不動産の稼働率の大幅な低下に直面するかもしれない。第二の相違点は、日本のバブルはもっぱら国内の過剰貯蓄によって作られたのに対して、中国は巨額の資本流入が国内投資を加速させた点。第三に日本も中国も大幅な経常黒字の結果対外資産が積み上がったが、その運用に大きな違いがある。第四の最も本質的な相違は対米態度かもしれない。軍事的に従属している日本は、米国に屈服し米国流のビジネスモデルを受け入れた。中国は米国への対抗を強めているように見受けられる。

以下それぞれについて見て行こう。まず第一の相違点について。中国は固定資本形成のGDP比40%超という歴史上例のない投資主導経済を20年にわたって続けてきた（図表6）。

この投資主導経済の実態はコスト先送りによる需要創造である。投資とは会計的には支出し(=需要を創造し)、コストを資産計上によって先送りするという危険を伴う行為である。建設された設備や構築物が有効に活用できないものであれば、不良資産の山を作り続けることになり、後につけを残す。

固定資産投資による経済成長を続けてこられた背景には、土地の錬金術があった。地方政府が土地利用権を売り、その売却代金が地方政府の収益の四割を占めたことで、地方政府は極めて収入が潤沢になった。そうした潤沢な資金をインフラ投資やハイテク企業への支援に向けることができた。この成長パターンは、バブルが崩壊し、地方政府による土地利用権売却収入が止まると維持できなくなる。そして、今その崩壊が実際に始まったようなのである。

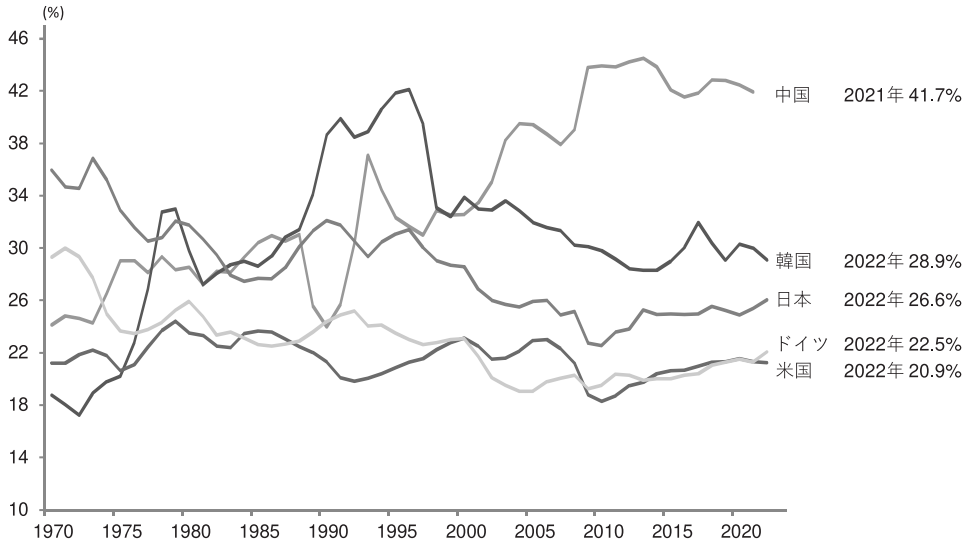
投資とは逆に過去40年間に個人消費対GDP比は53%から38%へと15%低下し、消費が投資を下回り続けていることも異例である。今後は、投資の落ち込みを消費の増加でカバーするしかないが、バブル崩壊と習近平政権の奢侈を非難するイデオロギーは家計の防衛的貯蓄の引き上げに結び付き、一段と経済活力を奪っていくことが想定される。

第二の相違点は、日本のバブルはもっぱら国内の過剰貯蓄によって作られたのに対して、中国は巨額の資本流入が国内投資を加速させた点である。この結果中国は直接投資などの対外資本依存が高い(図表8)。日本の場合高度成長期からバブル生成と崩壊の過程で海外からの資金流入は全くなかったのに対して、中国の場合1992年の南巡講話以降対内直接投資が急増、巨額の経常黒字とそれを上回る規模の海外からの資金流入が続いた。GDP比5%超となる外貨余剰時代が25年以上にわたって続き、国内投資の原資となりさらにはバブル形成に寄与した(図表7)。日中の対外バランスシートを比較すると、それぞれの総資産は日本10.1兆ドル、中国9.3兆ドルとほぼ近似しているが、中国の対外直接投資残高は3.5兆ドルと日本の0.35兆ドルの10倍の規模である(図表8)。

この外貨余剰時代は急変しつつある。2022年以降海外からの直接投資、証券投資はほぼ停止したが対外直接投資は増加が続き、資本金融収支は大幅な出超になった(図表7)。今のところ貿易黒字が高水準を維持しているが、中国からの工場の海外移転、米中貿易摩擦により貿易黒字の減少も予想される。バブル崩壊後の日本には起きなかった外貨不足、為替不安が中国では起きる可能性がある。キャピタルフライトのリスクを内包している。

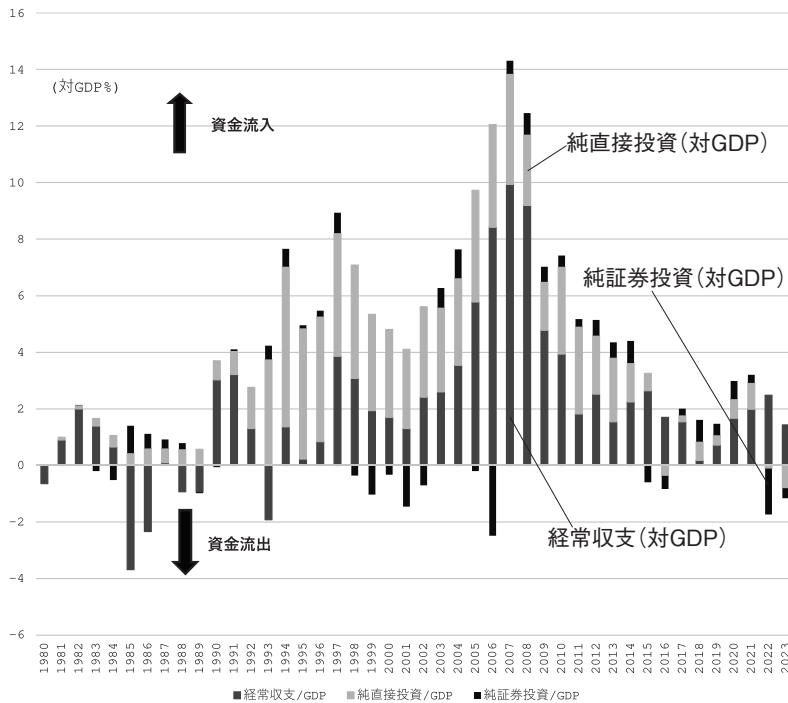
第三に日本も中国も大幅な経常黒字の結果対外資産が積み上がったが、その運用に大きな違いがある(図表8)。日本の対外資産は企業投資と米国国債や米国株など証券投資である。中国は詳細は分からないが、新興国支援やインフラ投資などの比重が高いように思

(図表6) 主要国総固定資本形成/GDP (名目)



(出所) OECD、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表7) 中国経常収支・純直接投資・純証券投資の対GDP比推移



(出所) 中国外貨管理局、武者リサーチ

われる。それは将来の投資資産からの果実（リターン）の差、回収可能性の差に結び付くかもしれない。図表8によって日中の対外バランスシートの資産サイドを比較すると、日本は4割が米国国債、米国株式中心の証券投資によって占められている。一方中国は直接投資と外貨準備の割合が圧倒的である。より大きな違いは、対外資産の運用先であろう。IMFの直接投資、証券投資サーベイによって2022年末の直接投資対象国を見ると、日本が米国、英国、オランダなど先進国が主体で、後は中国アセアンなどの製造拠点であるのに対して、中国は圧倒的に新興国の割合が高い。

日本の対外直接投資残高は2010年の超円高以降急増、53兆円が2022年には206兆円に達した。この対外投資が日本企業に巨額の投資収益をもたらしている。日本の貿易収支は2011年以降赤字に転じたが、蓄積した対外資産により一次所得が大きく増加し、全体として大幅な経常黒字が維持されている。日本は経常収支が大幅な黒字国の中で唯一貿易収支赤字国となっている。これに対して中国は日本を上回る巨額の対外直接投資残高を保有しているが、所得収支は大幅なマイナスになっている。また中国は所得収支の赤字は拡大する方向にある（図表8）。

第四の最も本質的な相違は対米態度かもしれない。軍事的に従属している日本は、米国に屈服し米国流のビジネスモデルを受け入れた。この米国への譲歩は、日本における企業のガバナンス改革に帰結し、これからの日本株高、株式資本主義の繁栄を準備しているように見える。他方中国は米国への対抗を強めているように見受けられる。

(4) まとめ

日本の明るい将来が見えているが、政策の誤りを繰り返すリスクがある。プライマリーバランスゼロといった尚早の財政均衡化目標の具体化、ステルス増税、前のめりの金融引き締めが、動き始めた民間経済の好循環を阻害する恐れがある。

一方中国はバブルは未だ崩壊していない。日本の土地価格は10年間で4倍になった後80%下落。この間不動産関連融資（建設、不動産、ノンバンク3業態向け）は80兆円増加したが、そのほぼ全てが不良債権化した。しかし中国はまだ人為的にバブルが維持されている。住宅価格の年収比（上海41倍、北京32倍、深圳30倍）、住宅価格年間賃料倍率（60～70倍と世界最高）は全く崩れていない。したがって依然として金融不良債権は発生していない。

中国では起死回生を狙う幾つかの悪手が見え始めている。第一は過剰投資の継続、対外高競争力分野EV、クリーンエネルギーでの高投資と、それによる世界市場制覇の狙いで

(図表 8) 日本と中国の対外バランスシート (資産負債残高) 比較、2022年末

日本

資産	兆米ドル	%	負債・純資産	兆米ドル	%
直接投資	2.07	20.5	直接投資	0.35	3.4
証券投資	4.01	39.7	証券投資	3.45	34.2
金融派生商品	0.58	5.7	金融派生商品	0.58	5.8
その他	2.21	21.9	その他	2.55	25.2
(内貸付)	1.36	13.5	(内借入)	1.67	16.6
			負債合計	6.93	68.7
外貨準備	1.22	12.1	純資産	3.16	31.3
資産合計	10.09	100	負債・純資産合計	10.09	100

(出所) 財務省、武者リサーチ

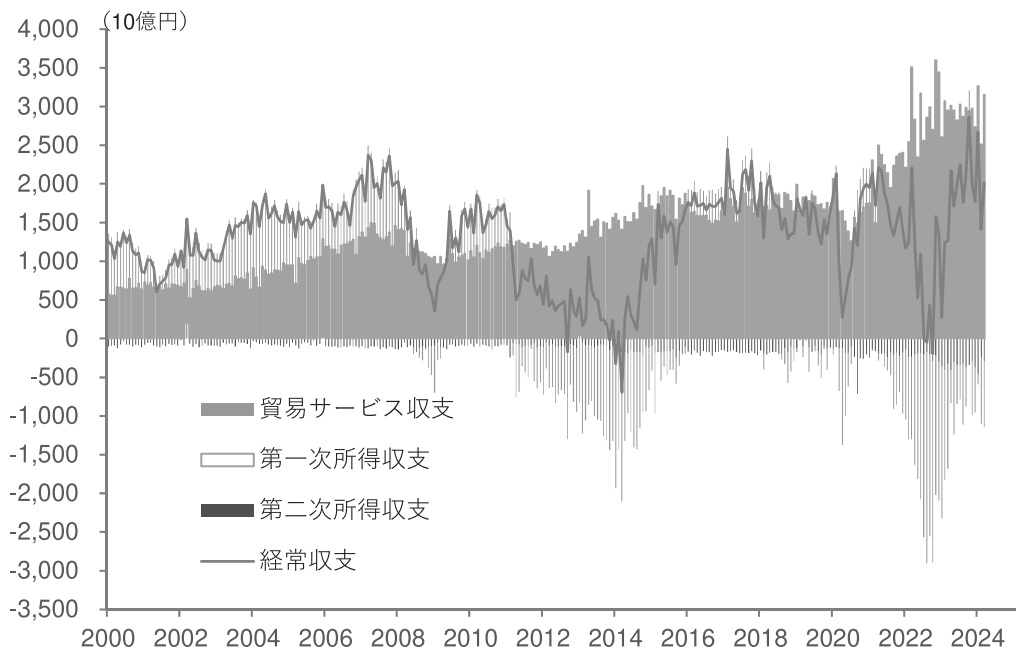
(注) 2022年末レート132.65円/ドルで換算

中国

資産	兆米ドル	%	負債・純資産	兆米ドル	%
直接投資	2.8	30.2	直接投資	3.5	37.8
証券投資	1.03	11.2	証券投資	1.78	19.2
金融派生商品	0.03	0.3	金融派生商品	0.02	0.2
その他	2.09	22.6	その他	1.43	15.5
(内貸付)	0.84	9.1	(内借入)	0.4	4.4
			負債合計	6.73	72.7
外貨準備	3.31	35.7	純資産	2.53	27.3
資産合計	9.26	100	負債・純資産合計	9.26	100

(出所) 中国外貨管理局、武者リサーチ

(図表 9) 日本経常収支の推移



(出所) 財務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

ある。それは中国を一段と孤立化させる。第二はバブル保存、不良債権、過剰投資の隠蔽、究極の問題先送りである。第三は弥縫策の連発と経済の恒常的衰弱、である。

今の中国はバブル崩壊から再生した日本の経験に照らし、①不良債権処理と金融構造改

革、②健全な消費振興のための社会保障の充実、財政の役割強化が望まれる場面であろう。

