

月刊 資本市場

10 Oct.
2011
No. 314

■論文■

Jリート市場創設10周年を迎えて(Jリートの進化)

カウフマン・フェローズ・プログラムについて

CDS取引清算制度の概要と今後の展望

東日本大震災後の社債市場

—今後の注目は電力債の行方と市場の活性化

TOKYO AIM、上場第1号を踏まえた今後の展望

■地球温暖化対策と排出権取引■

排出権ビジネスの最近の動向

—二国間オフセットクレジットの可能性

■講演録■

中国経済の現状と課題

米国債の格下げと短期金融市場への影響/スイスの為替政策は「第二次通貨戦争」の先駆けか?/西武鉄道株損賠訴訟で最高裁判決/米ツイストオペが抱える“爆弾”/日経平均株価、2年5か月ぶり安値/収まらぬ危機の「追い風」



中国経済の現状と課題

野村資本市場研究所 シニアフェロー
関 志雄

はじめに

ご紹介にあずかりました野村資本市場研究所の関志雄です。今日は、「中国経済の現状と課題」と題して報告させていただきます。

まず第1部では、インフレ率とGDP成長率の関係を中心に、足元の景気動向と今後の見通しを説明させていただきます。また第2部では、中国の株価の見方について若干コメントさせていただきます。そして第3部ではトピックとして①中国は中所得の罠に陥るのか、②最近発表された中国の新しい5か年計画、③震災後の日中経済関係についても若干触れてみたいと思います。

〈目次〉

はじめに

1. 景気動向と見通し
2. 中国の株価動向
3. 最近のトピック

1. 景気動向と見通し

去年、私は「日本では、中国経済の下ぶれリスクがまだまだ高いという認識が根強いようだが、私は下ぶれリスクは極めて小さいと認識している。心配すべきことは、景気の減速よりもむしろ景気の過熱ではないか」と申し上げましたが、振り返ってみるとそれほど外れていません。今、世の中では中国のインフレに対する懸念が高まっています。これに対して、私は、中国のインフレはもう限りなくピークに近づいており、年末にかけて緩やかに下がってくると見えています。当面、成長率も減速の方向に向かいますが、来年に入ってから、インフレが沈静化すれば、金融緩和が実施され、これを受けて景気は再び向上くでしょう。以下、その結論に至った経緯を詳しくご説明します。

(1) GDP成長率とインフレ率の関係

中国経済は中国政府が金融引締め政策をとったことから、2008年9月のリーマンショック以前から既に景気が減速局面に入っていました。リーマンショックで世界経済が低迷する中、中国の輸出も大幅に落ち込み、景気後退を余儀なくされました。これに対して、中国政府は4兆円の景気対策をはじめ、思い切った拡張的財政金融政策をとった。これが功を奏する形で、中国経済は2009年の第1四半期、成長率が6.3%というところで、今回の景気循環の底を打ち、2009年の後半にかけて見事にV型回復してきました。成長率は2010年の第1四半期に11.9%でピークを打って、その後緩やかに成長率が低下してきています。

この1年ほど、なぜ景気が緩やかに減速しているのかというと、1つには4兆元の景気対策の効果が薄れてきたことがあります。もう1つは、景気が回復するにつれてインフレ率が高騰し、足元の第2四半期では5.7%、直近の6月に限って見ると6.4%と、3年ぶりの高いインフレ率となっています。インフレを抑えるために、中国政府は割と早い段階から金融政策の出口戦略を実施しており、その効果がじわじわと出てきているのです。

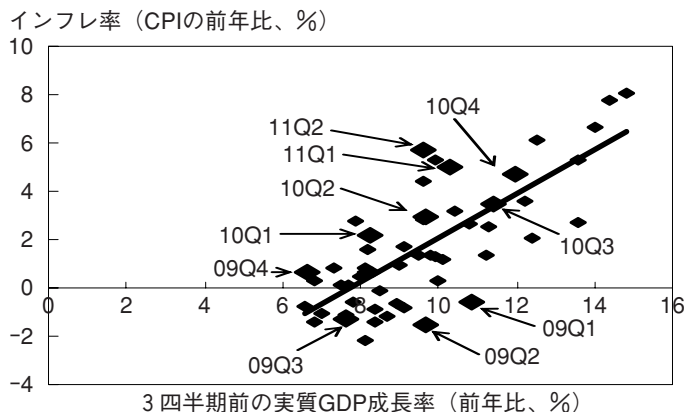
これから中国経済がどこに向かうのかは、インフレ率がさらに上がっていくのか、それともそろそろピークを打って低下傾向に転じるのかにかかっています。世の中では、まだまだ上がる、上がらなくても高水準で当分持続するだろうというのが主流派の見解です

が、私は少数派の意見として、インフレ率もはやピークに近く、これから転換点を迎えて年末にかけて緩やかに下がってくると考えています。

インフレ率はどこの国においても成長率に象徴される景気の遅行指標です。成長率が変動するたびに、インフレ率が遅れて同じ方向に向かってついてくる。中国のこれまでの10年間のデータで見ても、このパターンが顕著であり、両変数の間のタイムラグは平均3四半期と見られます。これを確認するために、横軸に3四半期前のGDP成長率を、縦軸に今期のインフレ率を置いて過去10年間のデータをプロットしてみると、大体この回帰線の近辺に固まっています(資料1)。この回帰線の傾きに対応する弾性値は0.92となっています。つまり、もし今期の成長率が1%上昇(低下)すれば、3四半期遅れてインフレ率は0.92%上昇(低下)するという計算になります。インフレは実は景気次第なのです。インフレを沈静化させるためには、成長率そのものを下げていかなければなりません。

景気のピークは去年の第1四半期ですから、3四半期遅れて去年の第4四半期でインフレはもう既にピークを打っておかしくないというのが従来のパターンです。しかし、今年の第2四半期になっても、まだピークアウトしていません。そこにはアメリカのQE2の影響とか、国際商品市況の上昇といった海外要因も中国国内のインフレにある程度影響を与えたのではないのでしょうか。ただしここで

(資料1) GDP成長率とインフレ率の相関関係



(注) 推計結果

$$\text{インフレ率 (CPI)} = -7.11 + 0.92 \times \text{3 四半期前の実質GDP成長率}$$
 (8.40)
 () 内はt値 $\bar{R}^2 = 0.57$
 推計期間：1998年第1四半期 (Q1) ～2011年第2四半期 (Q2)
 (出所) CEICデータベースに基づき作成・推計

強調したいのは、だからといってインフレ率は景気と無関係で動いているわけではなく、インフレを考える上では景気動向が私は最も重要な要因であると見ています。

この主張に対する反論の1つは、最近のインフレの中身は実はその大半が食料価格の上昇によるものであり、これは天候要因とか国際市況に大きく左右されていて、それほど国内の景気の影響を受けないのではないかというものです。確かに6月の全体のCPIの上昇率は前年比で6.4%ですが、食料価格に限って見ると14.4%に達しています。CPIに占める食料品のウェイトは約3割であることを考えれば、この6.4%の中の約3分の2は食料価格の上昇によるものだという計算になります。特に豚肉の価格の上昇が6月は57%と非

常に高く、それだけでCPIを1.4ポイントほど押し上げています。

しかし、今回に限らず前回のインフレの局面においても、やはり食料価格は大きく上昇しましたし、逆に下がるときも食料価格のほうがもっと下がっているということです。食料価格も実は景気次第ではないかと思っています。

実は、先程と同様に横軸に3四半期前の実質GDP成長率を置いて、縦軸にはインフレ率ではなく食料価格の上昇率を置いて過去10年間のデータをプロットしてみると、先程とほぼ同じくらいにきれいな回帰線を描くことができます。弾性値はほぼ2です。つまり、今期の成長率が1%上昇(低下)すれば、3四半期遅れて食料価格は2%上昇(低下)す

る。CPI全体の成長率に対する弾性値は0.92
ですから、それと比べて、倍ぐらい大きくな
っています。

食料価格への国際市況の影響については、
中国の場合は食料品の自給率は悪い年でも全
体の95%に達して、普段は大体98%から99%
と極めて高く、ほぼ自給自足になっています
ので、国内の食料価格はあまり海外の商品市
況の影響を受けないのではないかと思います。

次に天候要因については、局地においては
水害とか干ばつになるとセンセーショナルに
報道されますが、中国は大きい国ですので国
全体が一斉に水害や干ばつになることはあり
得ません。

ここで景気と食料価格の関係を需要サイド
と供給サイドに分けて考えてみます。景気が
良くなると国全体の所得が増え賃金水準も上
がるので、食料品に対する需要が増えます。
供給サイドでは景気が良くなって賃金水準が
上がってきますと、中国では多くの農民が出
稼ぎという形で都市部に移り、その分だけ農
業に従事する人が減るので、食料品の供給が
減ります。この2つの力で、景気が良くなる
と食料価格は上昇し、景気が悪くなったら食
料価格は下がるという循環が見られています。

(2) 金融政策の効果

これからのインフレを考える上でもう1つ
重要なポイントとして、これまでの政府の金
融政策はうまく機能しているのかということ
についても確認しておかなければなりません。

新聞ベースで最も注目されている金融政策
の手段は金利操作です。ベンチマークは市中
銀行の1年物の貸出金利ですが、これは昨年
の10月以降既に5回にわたって合わせて1.25
ポイント引き上げられています。しかし私は、
中国の金融政策の最も重要な政策手段は預金
準備率であり、金利操作よりもはるかに効い
ていると見ています。

今回の引締め政策に転換してから、預金準
備率は2010年の1月から数えて12回にわた
って合わせて6ポイントほど引き上げられまし
た。広い意味でのマネーサプライ(M2)に
ついていえば、当初は金融緩和政策がとられ
て2009年の11月に前年比29.7%と、30%近い
高い伸びを示しました。その後、金融引締め
のスタンスが打ち出されて、直近の6月には
15.9%とピーク時と比べほぼ半分になってい
ます。インフレが常に貨幣的現象であることを
考えれば、中国において、金融引締め政策
が功を奏する形でマネーサプライの伸びが鈍
ってきたということは、これからインフレが
沈静化に向かう可能性が高いことを示唆して
います。

一般論として、固定相場制のもとで、資本
移動が自由であれば、金融政策が効かないと
されていますが、中国の場合は少なくともマ
ネーサプライが伸びなくなったという意味で
は、それなりに効いていると理解すべきです。
その理由の1つ目は、完全な固定相場制には
必ずしもなっていないことです。中国は2005
年7月以降、人民元改革と称して管理変動制

に移行しました。いまだに政府は為替市場において非常に大きい力を持っていますが、従来のように為替レートを決まった水準に固定させていません。もう1つは、資本移動が自由なのかという点で、中国では政府による外為管理が行われており、資本移動が制限されています。その下で金融引締め政策が行われ、マネーサプライの伸びが鈍ってきたわけです。

ここで中国における金融政策運営の難しさについて触れたいと思います。

中国は為替レートの上昇を抑えるために、日々為替市場で介入しています。管理変動制に移行した2005年7月以降も、介入の規模は一向に小さくなっていません。為替介入において何をもって外貨を買うのかというと、実は人民元を発行する、厳密に言えばベースマネーを発行するという形で外貨を買い上げるので、介入するたびに国内のベースマネーが増え、信用乗数を經由して全体のマネーサプライ(M2)を増やすという計算になります。

中国は管理変動制に移ってから介入の規模はむしろ大きくなっていっているにもかかわらず、なぜマネーサプライの伸びをコントロールできたのでしょうか。これは、中国当局が不胎化を行っているからです。不胎化の手段としては大きく分けて2つあります。1つは、中央銀行がみずから手形を発行する形で、介入に伴って放出されたベースマネーを回収します。これは公開市場操作に当たるもので、当初、中央銀行が発行する手形によって不胎化されるものが介入規模の約半分程度

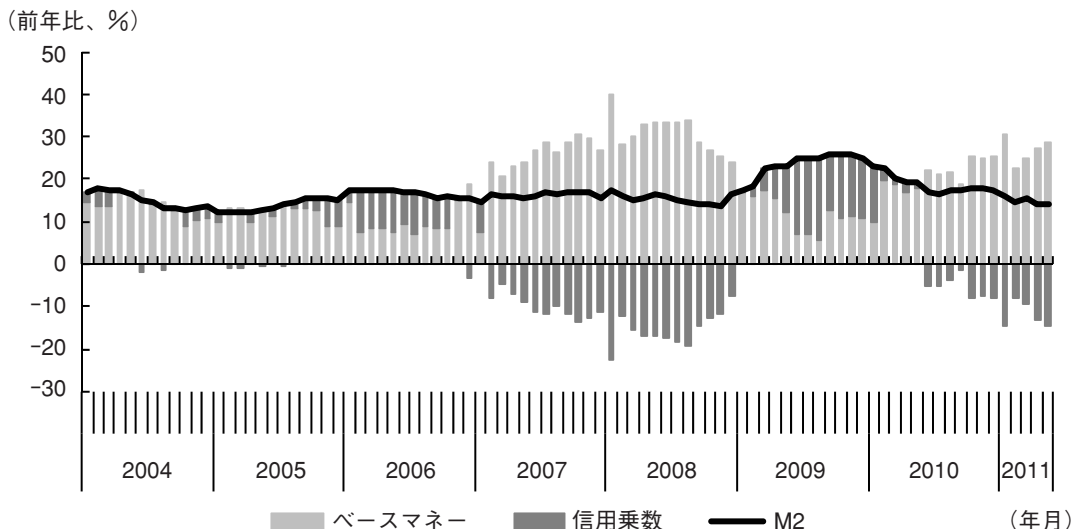
となっていました。しかし、2009年以降、中銀手形の発行残高は減る方向に変わってきています。つまり、新規発行よりも償還の金額のほうが大きくなって、もはや中央銀行が中銀手形を発行する形で不胎化を行っていないのです。その理由の1つは、発行した手形には高い金利を支払わなければならないので、中央銀行にとって大きな負担になっていることです。

そのかわりの不胎化の手段として、預金準備率を上げるという形で流動性をコントロールしています。預金準備率を上げて直接ベースマネーを減らすわけではありませんが、間接的に信用乗数を下げるという形で、M2の伸びをコントロールしています。

実際のM2の伸びとベースマネーの伸びの関係を見えます(資料2)。M2の伸びは概念的にはベースマネーの伸びと、信用乗数の変化率の合計に当たります。今、M2そのものは16%ぐらい伸びていますが、ベースマネーの方はそれ以上に伸びています。本来、信用乗数が一定であれば、この伸び率は同じでなければなりません。そうならない理由は、法定預金準備率がこの1年間で12回も引き上げられたことを反映して信用乗数が大幅に下がっているからです。

今でも外貨準備がどんどん増えているにもかかわらず、マネーサプライがある程度うまくコントロールできているのは、主に預金準備率操作を通じて信用乗数を引き上げることに成功しているからだと思っています。

(資料2) M2の伸び率の要因分解—ベースマネーと信用乗数による寄与度—



(注) M2の変化率=ベースマネーの変化率+信用乗数の変化率。ただし、変化率は自然対数値の増分により算出。

(出所) 中国人民銀行およびCEICデータベースより作成

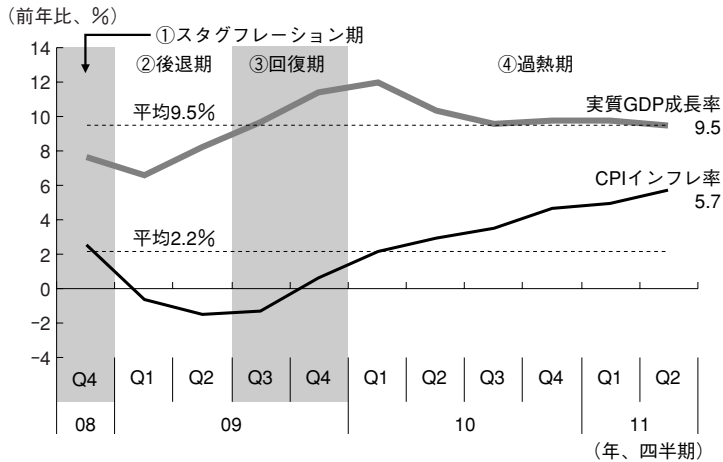
広い意味での金融政策のもう1つの手段は、為替レートです。中国では、2005年7月に変動相場制に移ってからインフレ率が高いときほど人民元の対ドルレートの上昇のスピードが速い。逆に、インフレ率が下がってくると人民元の対ドルの上昇も鈍ってくる、という極めて安定した関係が見られています。教科書的にはインフレの高い国の通貨は安くなるというのが一般的ですが、中国の場合は少なくとも2005年に管理変動制に移ってから全く逆の動きになっています。教科書で書かれているのは完全な変動相場制の場合ですが、中国の場合は管理変動制であり、中国政府の政策のスタンスを色濃く反映しています。インフレを抑えるために利上げや預金準備率の引上げ、または中銀手形の発行という

形で何とか流動性を抑えようとしてきましたが、それらと同時に、輸入物価を抑えるために、インフレ率の高いときには人民元の切上げを容認しています。実際にインフレ率と人民元レートの対ドル上昇率の間には強い連動性が見られており、足元では人民元の対ドル上昇率もインフレ率も大体5~6%程度となっています。これからもし私のシナリオどおりにインフレ率が沈静化してくれば、今後の人民元の対ドル上昇のスピードは鈍ってくる可能性があります。

(3) 景気循環から見る中国経済

これまで述べた経済成長率とインフレ率の関係を踏まえて、ここでリーマンショック以降の中国の状況を景気循環という形で整理し

(資料3) リーマン・ショック以降の中国における景気循環
—GDP成長率とインフレ率の推移—



(注) ①は低成長・高インフレ、②は低成長・低インフレ、③は高成長・低インフレ、④は高成長・高インフレ
(出所) CEICデータベースより作成

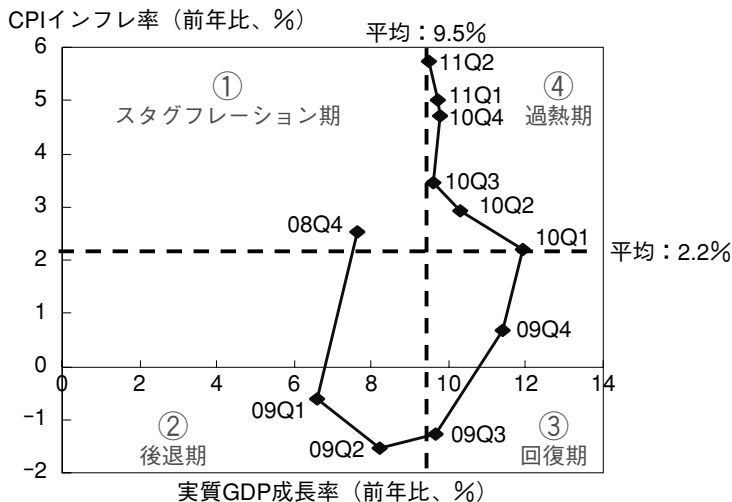
てみましょう (資料3)。

リーマンショックの前から中国経済は既に減速局面に入っていました。しかしインフレは景気の運行指標ですので、リーマンショック後の2008年の第4四半期の中国経済は成長率が比較的に低く、インフレ率は高いというスタグフレーション期にありました。2009年に入ってから遅れながらもインフレ率も下がってきて、2009年の上半期の中国経済は低成長・低インフレという景気の後退期に入りました。このあたりで中国政府は思い切った拡張的財政金融政策をとって、先に成長率が反応しました。成長率は2009年の後半になると既に2008年第4四半期～2011年第2四半期の平均値の9.5%を超えるようになりますが、インフレ率はなかなか上がらず、中国経済は高成長・低インフレという回復期にありまし

た。さらには、2010年に入ってから引き続き成長率は高く、遅れながらもインフレ率が上がってきて、中国経済は高成長・高インフレという過熱期に入り、今日に至っているわけです。

これから中国経済はどこに向かうのかを予測するために、少し角度を変えて、中国における景気循環をもう一度確認したいと思います。横軸に3四半期のタイムラグのない実質GDP成長率を、縦軸にはCPIインフレ率を置いてデータを入れてみると、この景気循環は反時計回りのグラフとして表すことができます (資料4)。その延長線で、今年の後半にかけて中国は過熱期からスタグフレーション期に移ると予想されます。景気の減速を反映して、来年の年初あたりではインフレもはっきりした形で沈静化して、中国経済は低成

(資料4) リーマンショック以降の中国のGDP成長率とインフレ率の循環的変動



(注) ①は低成長・高インフレ、②は低成長・低インフレ、③は高成長・低インフレ、④は高成長・高インフレ。
 景気は反時計回りで①→②→③→④→①という順で循環する。
 (出所) CEICデータベースより作成

長・低インフレという後退期に入るといいます。今、新聞を読むと金融引締めという話一色になっていますが、インフレが沈静化すれば、金融緩和の余地が出てきます。それがきっかけとなって、来年の後半にかけて中国経済は回復期に入り、インフレが低いままで景気は回復するでしょう。

特に来年の秋に5年ぶりに中国共産党の全国代表大会が開催され、それに向けて、中国経済は結構力強く回復していくのではないかと思います。

今までの歴史を振り返ってみると、改革以来の30年間、中国は毎年平均10.1%成長してきましたが、党大会が開催された年(1982年、1987年、1992年、1997年、2002年、2007年)の6年間の平均成長率は11.3%と平均より高

くなっています。特に直近の2007年に関しては何と14.2%と成長率は非常に高くなっています。これはある意味では政治的景気循環と

いっていいと思います。政治的景気循環といえば、4年に1回行われる大統領選挙に沿った形でアメリカ経済が循環することはよく知られています。問題はなぜ大統領選挙が行われない中国においても、同じような政治的景気循環が見られるのかです。実はまだ定説がありませんが、党大会は企業に例えれば、株主総会みたいなものですから、指導部は共産党の統治のもとで経済がいかに良くなってきたのかということアピールしなければなりません。それに合わせて拡張的な財政金融政策が行われ、党大会のときは常にといっていいほど景気が良くな

るのだと考えられます。その上、党大会は中国における高級官僚の人事異動の季節でもあります。中央委員会常務委員は一通り地方で経験を積んでから中央に出世しますが、彼らが統括した地域の経済パフォーマンスが非常に良かったというのも出世の理由の1つとなっています。中国の場合は地方政府も独自の財源を持って公共工事をやることができますので、この党大会の循環に合わせる形で経済政策を運営してくれば、地方のトップが中央に出世できる確率もその分だけ高くなるということになります。

アメリカの場合は4年サイクルで中国は5年サイクルですので、この2つの政治的景気循環のピークが20年に1回重なる計算になります。実は、来年がちょうどその年に当たります。特に来年後半の世界経済を考える上ではこれは極めて朗報ではないかと思えます。

■ 2. 中国の株価動向

中国の株価は、2005年の非流通株改革で3分の2の株は国が持たなければならないというルールが廃止されたことを契機に、ようやくファンダメンタルズを反映するようになりました。2006年以降の上海指数を四半期のデータをベースに前期比を被説明変数として、GDP成長率とインフレ率をもってそれを説明すると、結構まとまな推計結果が得られています。

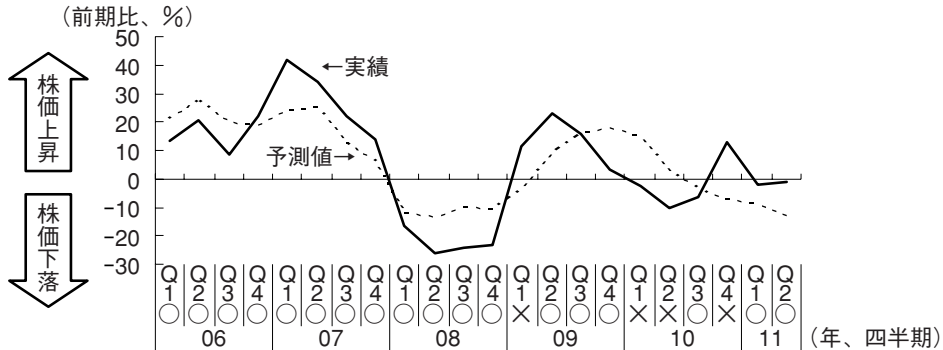
弾性値に沿っていえば、成長率が1%上昇

すれば上海指数は5.55%上昇します。インフレ率については、1%上昇すれば上海指数は3.98%下がるという計算になります。これをベースに2006年以降の四半期のデータでシミュレーションして実績と予測値の乖離状況を確認すると、同じ方向にある場合は「的中」、逆の方向になっている場合は「外れ」とした場合、22四半期のうち外れているのが4期だけで、的中率は80%を超えています(資料5)。

さて、これからの株価をどう見るのか。当面は成長率が引き続き鈍化し、インフレ率が低下をするとはいえまだ高水準で推移するスタグフレーション期においては、やはり株価がなかなか上がりにくいということがこの推計結果からも読み取れるかと思えます。最も株価上昇に有利な条件は、成長率は上昇してもインフレ率は低いままという局面ですが、残念ながら今年はなかなかこういう局面はこないでしょう。来年になるとそういう可能性は高まっていくと思えます。

さらにご存じのように多くの中国企業がA株として上場すると同時に、香港でもH株として上場されています。A株とH株は同じ銘柄で、配当金の権利も一緒に、株主の投票議決権も一緒ですから、本来は同じ価格でなければなりません。実際にはそうはなっていません。特に小型株に関しては常にA株のほうがH株よりはるかに高くなっています。市場全体で見てA株がH株よりどのくらい割高になっているのかを表す指標としてはハンセンAHプレミアム指数が発表されています。

(資料5) 上海総合指数の推移 (四半期ベース) —実績Vs.予測値—



(注) 推計式:

$$\text{上海総合指数 (前期比)} = -42.9 + 5.55 \times \text{GDP成長率 (前年比)} - 3.98 \times \text{CPIインフレ率 (前年比)}$$

(4.34) (-3.83)

() 内はt値 $\bar{R}^2=0.54$

推計期間: 2006年Q1~2011年Q2

○: 予測値と実績はともに上昇または下落

×: 予測値と実績は逆の方向に動く

(出所) CEICデータベースより推計・作成

その時系列の推移を追って見ると、全体のマーケットが上がっているときにはA株のほうがH株と比べて相対的に高いことが確認できます。前回の上海指数が6,000ポイントを超えた局面においては、ハンセンAHプレミアム指標は200ぐらいに達していました(資料6)。200という意味は、A株がH株の倍ぐらいの値段がついたということですが、その後の株価の下落を受けて、足元では大体100前後まで低下しています。このように、株価の上昇局面においてはA株のほうがH株以上に上昇し、下落局面においてはH株以上にA株が下がる傾向が見られています。その理由は、香港は誰でもアクセスできる市場で、国際的機関投資家が中心の経済のファンダメンタルズを見ながら取引されるマーケットであるの

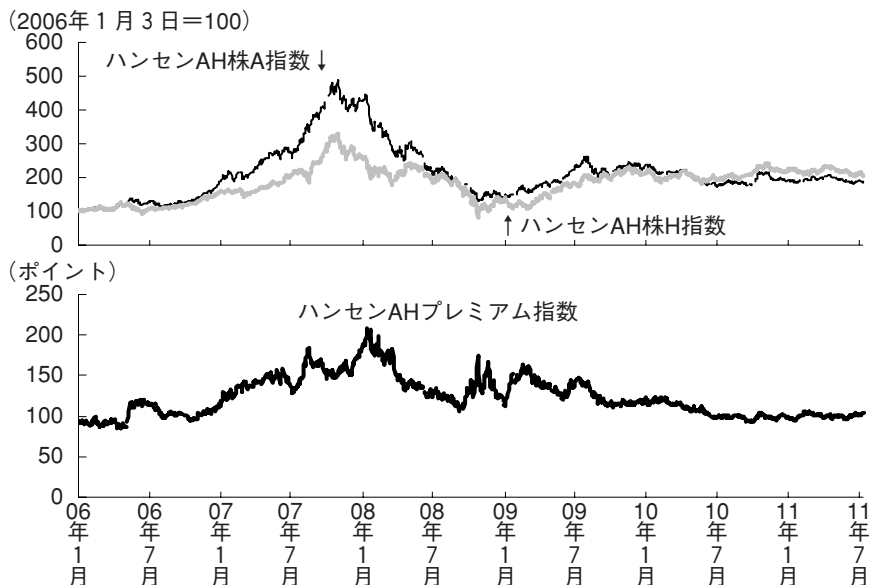
に対して、大陸のほうは逆に個人投資家が中心で相対的に投機性もその分だけ高いからでしょう。もし今のシナリオどおりに来年に入ってからインフレが沈静化して株価が今の低迷の局面から再び上昇局面に転じるとしたら、今までのパターンから判断してA株主導になるのではないかと分析しています。

3. 最近のトピック

(1) 中国は中所得の罠に陥るのか

そもそも中所得の罠とは何なのでしょう。これは世界銀行の『東アジアの復興』という報告書で提起された概念です。多くの発展途上国は貧困の罠から脱した後、一時的には高成長を遂げますが、1人当たりGDPが

(資料6) A株とH株の価格と連動するハンセンAHプレミアム指数



(注) ハンセンAH株A指数は人民元建て、H指数は香港ドル建て。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

中のレベルになると貧富の格差が拡大し腐敗が多発するなど、急速な経済発展に伴うゆがみが顕在化する形で経済成長が停滞してしまう、というものです。このような現象は中南米のブラジル、アルゼンチンまたは南アフリカで1980年代以降に見られた現象で、これらの諸国の成長率は先進国のアメリカよりもこの20~30年間低くなっています。

中国を議論するときにも3,000ドルの壁とか5,000ドルの壁という言葉を目にしますが、これは1人当たりGDPを意味するのでまさに中所得をあらわす数字です。実際に去年の中国の1人当たりGDPは4,400ドル、購買力平価で見ると7,500ドルになっています。世界銀行が発表する2010年の購買力平価ベース

の1人当たりGDPを見ると、1,000ドル未満の低所得国の数は少なく、1,000ドル以上の低所得国から16,000ドル未満の中所得国にかけて国の数が増えていきますが、それ以上になると国の数がどんどん減っていきます。特に人口500万人以上の国のみを対象とすると、8,000ドルから16,000ドルのところに23か国もあるのに、16,000ドルから32,000ドルになるとその半分になってしまいます。

中国は8,000ドルにまだ達していませんが、足元の成長率は9%から10%ですので、ここまでいくにはもう何年もかかりません。したがってそろそろ中所得の罫を意識しておいたほうがいいのではないかと、中国国内でも盛んに議論されています。

胡錦濤政権が2002年に誕生してから、調和のとれた社会の実現のために指導的方針として打ち出されていたのがいわゆる「科学的発展観」ですが、この中にはいわゆる中所得の罍を避けるための対策が多く含まれています。その1つ目は「5つの調和」で、①三農問題である都市部と農村部の調和、②沿海地域と内陸部の格差の問題である地域発展の調和、③雇用問題に加えて社会保障制度や医療、教育といった公共サービスの充実化である経済と社会の発展の調和、④資源の節約と自然環境の保護を指す自然と人間の調和、⑤人民元の切上げの問題に象徴される中国の対外貿易不均衡の是正です。

2つ目は「成長パターンの転換」です。今までの高成長はおおむね労働力と資本投入の拡大によって達成され、あまり生産性の向上が見られないといわれ、特にこれから労働人口が減り高齢化社会を迎えるということもあって、これからはより生産性を向上させなければならないという認識を中国政府も持っています。そのために企業の自主イノベーション能力の向上が強調されていますが、私はそれ以上に産業構造の高度化と国有企業の民営化が重要ではないかと思えます。

これらの政策課題の中で、まず地域格差の問題についてもう少し見てみましょう。

地域格差を是正していくためには3つの政策が必要で、1つ目は国内版FTA、つまり戸籍などヒト、モノ、カネの流動化を妨げるような要因を除去していかなければならない

というものです。戸籍が自由になればより多くの労働者が農村部から都市部に流れるということで、彼らが稼いだ賃金の大半は故郷に送金するという形で所得の平準化が進むわけです。

2つ目は、国内版雁行形態といって、労働力の移動とは逆の形で、資本を沿海地域から内陸部に移すことです。もともとアジア地域において国際版雁行形態というのがありますが、それに沿って言えば、日本は新しい産業を育てていきながら、その一方で、円高、賃金上昇、土地価格の高騰をきっかけに、競争力のなくなった産業を、NIEs、ASEAN、中国など、追い上げてくる国々に直接投資という形で段階的に移転していきます。現在、中国の沿海地域においても、ちょうど1970年代以降の日本と同じように、通貨高、賃金上昇、土地価格の高騰を受けて労働集約型産業の国際競争力は大幅に落ちています。そこでやっていけなくなったものは中部や西部に移されるという形で、国内版雁行形態が急速に進んでいます。

3つ目は国内版ODAで、日本の地方交付税をモデルにして、上海とかの所得の高い地域で取った税収入を遅れた内陸部に再分配するというものです。西部大開発とか東北振興とかいろんな名目で特別予算を組んだ形で、ある程度この国内版ODAも進んでいます。

これらの政策が不十分でありながら進められてきて、その結果として2007年以降中西部の成長率が東部を上回るようになりました。これは私がつけた言い方で、天気予報風に

「西高東低型成長」に転換したと数年前は申し上げましたが、ここにきてもう定着したと考えていいでしょう。この状態はもう5年目に入っており、しかもその差が広がっているようにも見えます。

また成長パターンの転換について補足すると、効率性を高めるためには、まず、資源を生産性の低い従来の国有企業部門からより生産性の高い市場経済に持っていくという方法があります。これは国有企業の民営化によって達成されます。もう1つの方法は、生産性の低い第1次産業からより生産性の高い第2次、第3次産業へという産業の高度化を進めていくことです。今、中国の高成長を支えているのが、まさに市場経済への移行と産業の高度化の同時進行ではないかと思えます。

(2) 中国の新しい5か年計画について

さきほどの5つの調和と成長パターンの転換は、新たに策定された今年から始まる第12次5か年計画の中にも盛り込まれています。目標となっている項目の数として一番多いのは資源と環境や人民の生活の部分ですが、それに続くのが科学技術と教育です。全体の成長目標は7%と前回の当初目標の7.5%と比べても、また過去5年間の実績の11.2%と比べても低くなっています。

これは2つのことを意味します。1つ目は、中国政府はもはや経済の量的拡大だけでなく、質の向上をも求めるようになってきていることです。これは財政資金の配分にも反映され、

今までのインフラ投資中心からこれからは社会保障制度の構築や所得の再分配のために財政資源をもっと使わなければなりませんので、結果として成長への寄与度はその分だけ落ちていきます。企業の立場に立っても、より多くの資金を環境保護のために回さなければならないため、生産の拡大のための投資がその分だけクラウドイングアウトされるということになります。

成長率が低めに設定されたもう1つの理由は、労働市場において大きな変化が起きていることです。端的に言えば、労働力は過剰から不足に変わろうとしています。一人っ子政策のツケが回ってくるという形で、従来享受してきた人口のボーナスはこれから人口のペナルティに変わっていきます。しかも農村部で余っているとされる1億5,000万人の労働力も、もうほとんど都市部に移ってしまっただけで余っていないという状況に変わろうとしています。そうすると、中国は今限りなく発展の過程における完全雇用、いわゆるルイス転換点に近づいてきているので、今後、潜在成長率は下がっていくことになります。潜在成長率は、概念的に労働力の寄与の部分と資本ストックの寄与の部分と全要素生産性の上昇からなりますが、ルイス転換点と高齢化社会の到来によって、働く人が少なくなり、また貯蓄率が下がった分だけ投資のための資金が減ってしまいます。成長パターンの転換という発想は、まさに残りの全要素生産性の向上をもってそれを補うという政府の認識を表し

ています。

全要素生産性の向上でいくら頑張っても、全体の成長率が下がっていくということはおそらく避けられないと私は思っています。ただし政府の目標である7%はあまりにも低過ぎで、目先の5年ぐらいを念頭に置けばまだ9%程度の成長が達成可能であると考えています。もちろん2010年代の後半になると、成長率はさらに緩やかに下がっていくでしょう。

(3) 震災後の日中経済関係について

震災後、日本では東北地方において部品・素材メーカーの一部が操業停止に追い込まれました。産業はサプライチェーンでつながっているのです。世界の工場と呼ばれている中国も相当にその影響を受けました。中国にとって日本は最大の輸入相手国であり、特に部品と素材においては大きく日本に依存しています。

貿易統計で見ても、日本の4月の対中輸出が前年比6.8%（円ベース）減っていました。短期的に見て主にサプライチェーン経由、または貿易経由で中国もそれなりにマイナスの影響を受けました。しかしもう少し長い目で見ると、その影響は直接投資の流れを経由してひょっとしたら中国にとってプラスに働くのではないかと見えています。

震災まではチャイナ・プラス・ワンといって、すべての卵を同じ籠に置きリスクは非常に高いので、中国に投資しながらほかの新興国にも分散投資しようという戦略を一部の日

本企業がとってきました。今回の震災において、すべての設備を日本の国内に置いていたら同じ問題が起こることが判明したので、今、日本企業はむしろジャパン・プラス・ワンという戦略を模索しはじめています。震災後に経産省が実施したアンケート調査を見ると、69%の日本の企業がサプライチェーン全体またはその一部の海外移転が加速する可能性があるかと答えています。このときの海外はどこかということ、ひょっとしたら中国が中心になるのではないかとというのが私の仮説です。

震災前に国際協力銀行(JBIC)が行ったアンケート調査で、日本企業の3年間程度の中期的有望事業展開先に関する質問に対し、複数回答のもとで回答企業の77%が最も有望な事業展開先を中国と答えています。サプライチェーンの復旧とリスクの分散を目指す日本企業にとって、産業の集積が進んでおり、また地理的に近い上に輸送コストも低い中国のほうが、インドやブラジルといったほかの競争相手と比べて魅力的でしょう。もちろん、今までも日本企業の対中投資は結構あったのですが、従来と比べてより付加価値の高いものも中国に移っていくのではないかと考えられます。

今までの日中の投資関係といえば、一方的に日本企業が中国に進出するという事になっていました。ここにきて多くの中国企業は、そろそろ産業の高度化の一環として川上の研究開発、キーパーツ、または川下のブランド、アフターサービスを強化していかなければならないという発想が強くなっています。サブ

ライチェーンを完成させるために、日本企業をM&Aの対象として位置づけてきています。

震災から離れますが、やや長い目で見ると日中関係が深まっているということについては、日本の輸出の地域別構成からもわかります。2009年に中国は戦後初めて日本の最大の貿易相手先になりました。おそらくあと10年ぐらい、日本の対中輸出は全体の3割を超えるということになるでしょう。その一方で、アメリカのウェイトが1割程度まで下がっていくでしょう。

それにもかかわらず、菅総理になってから中国との関係強化を想定した東アジア共同体という話が消えて、そのかわりに実質上の日米FTAとされる、TPPへの参加を検討するようになりました。しかしこれから日本は自国にとって重要性が減っていくアメリカと組むべきなのか、それとも成長する中国と組むべきなのでしょう。これはもちろん単純に結論が出るような論議ではありませんが、やはり真剣に考えなければならない時期が来たと思います。

米国がだめだったら、中国とともにBRICsと呼ばれるインドやブラジルとかロシアもあるじゃないかという議論があります。しかし、成長率で見たら常にといいほど中国はこの3か国より高くなっていますし、GDP規模で比較してもこの3か国の合計でまだ若干中国に及ばない水準です。貿易規模で見ると中国はこの3か国合計のほぼ2倍で、対日

貿易では中国がこの3か国合計の5.5倍にも当たります。日本の新聞を見ると、特に企業業績を発表する季節には「新興国効果」とか「新興国牽引」といった言葉が紙面に躍りますが、その内容を詳細に読んでみるとほとんど挙げている事例が中国で儲かっているという話ですので、日本でいういわゆる新興国効果は実はほとんど中国効果であると私は理解しています。その意味も含めて、やはり日本企業にとって中国から意図的に離れるということはなかなか難しいのではないかと思います。

この辺で私の話を終わらせていただきます。ご清聴ありがとうございました。

(本稿は当研究会主催による講演会における講演の要旨である。構成：桜木 康雄)