

今後5年間の 中国経済の 姿を考える

Dialogue

国際金融危機以降、ますます存在感が大きくなる中国経済と人民元。第12次5ヵ年計画（2011年～15年）では、長年の懸案となっている経済発展方式の転換を加速する方針が打ち出された。一方、この二年間は、人民元の国際化も動き出している。今後、中国経済はどのような姿になっていくのか、その真の実力はどの程度なのか。マクロ経済・国際金融の第一線の研究者であり、中国の経済・金融政策にも影響力を持つ北京師範大学金融研究センター主任の鐘偉教授に語っていただいた。

足元の経済状況

神宮：今日は「中国経済成長の長期的展望」についてお聞きしたいと思います。まず中国経済の現状の見方をご紹介いただけますか。

鐘：まず2011年前半の実質経済成長率は、前年同期比9.6%となり、9.5%以下という予想を上回りました。これほどきつめの経済政策の下で、これほどの成長率はあってはなりません。ですから下半期の経済政策は更に厳しくなるでしょう。特に、省エネ・排出量削減の構造調整面は厳しくなるはずで

神宮：一部には、年後半の政策は緩くなるという予

北京師範大学 金融研究センター
厦門大学 金融学 教授
主任・教授

鐘偉氏



特別企画

金融×IT対談

測もあります。

鐘：それはないと思います。年後半の経済成長率は9～9.2%、通年では約9.4%と予測しています。9.4%は依然高いと言えます。

ここで中国の経済成長が直面する難題を分析してみたいと思います。私は「不可能な三位一体」の概念を提起しています。一つ目は速い経済成長、二つ目は質・効率の良い経済成長、三つ目は安定的インフレです。中国政府はこれら三目標のうち二つしか実現できません。インフレの安定と質・効率の良い成長を求めらるならば、経済成長のスピードを一部犠牲にしなければなりません。現状では、経済成長を犠牲にする決心がまだ足りないようです。

たな物価上昇要因です。年前半のインフレ率5.5%については、この二要素がほぼ半分ずつを説明しています。新たな物価上昇については、食品・家賃価格の上昇が要因のほとんどです。中国のコアインフレ率はさほど高くありません。今後3~4年の間、インフレ率は4%の水準を維持すると見えています。

2011年後半と2012年については、中国の経済成長はやや速いものの安定して推移すると予想しています。インフレも制御可能な範囲にあります。経済成長スピードに問題はありますが、産業構造の改善はかなり難しいと思います。

不動産バブルの可能性

神宮：不動産市場の状況はどうでしょうか。既にバブルが形成されたと考える人もいます。

鐘：第一に、中国全体の不動産価格ですが、統計局発表の70都市の不動産価格は、ちょうど不動産価格の高い大都市が対象となっており、300余りの市や2000余りの県は入っていません。そして、70都市の不動産価格と収入の比率は17~20倍の間で、合理的水準（10倍以内）の約2倍です。これが中国不動産市場の現状です。

第二に、足元の保障性（低所得者向け）住宅の建設は商品住宅に大きく影響します。今後5年間、中国政府は3600万戸の保障性住宅を提供する予定です。これは商品住宅の価格にとっては大きな圧力です。更に重要なのは、保障性住宅は地方政府が提供するため、地方政府財政にも大きく影響します。

第三に、このように中国の不動産価格は高いですが、今後5年間に崩壊することはないと見られます。これは以下の要因と関係しています。

一つ目はマネーサプライの増加スピードです。中国のM2は2桁の増加率を保っていて、4、5年ごとにM2は倍増します。不動産価格上昇の根源には金融政策があります。そして、現時点では、今後マネープリンティングが少なくなるとは思えません。

二つ目の要因は都市化率です。中国の都市化率は

神宮 健

NR I北京
金融システム研究部長

今年前半の経済成長についての分析と今年通年の展望から見ると、中国経済のハードランディングの可能性はほとんどないでしょう。今年前半の中国の経済成長率は依然として世界一です。一方、中国のインフレ率は世界全体から見るとまだ安定的な水準にあります。それ故、グローバル経済の角度から見ると、中国経済は高成長・低インフレ、あるいは安定的インフレの時期にあると言えます。少なくとも2011から12年の間に、ハードランディングの可能性はほぼありません。

続いてインフレーションです。今年前半のCPIは前年同期比5.5%上昇しました。この原因は二つに分類できます。前年のベース効果と今年における新



まだ低いです。2010年末で46%ですが、2020年には55~58%になる見込みです。また、足元でも中国の1家庭当りの住宅数は0.92~0.94軒で、全体の住宅量は不足しています。人口増加と都市化の進展により、さらに多くの住宅が必要となります。

三つ目の要因は、中国の投資家にとって合理的・正常な投資ルートが少ないことです。民間部門の純貯蓄額は大きいですが、それを投資する正常なルートがありません。中国の国債金利も銀行の預金金利も低くて、実質金利はマイナス状態です。中国の株式市場も、過去3~4年では世界で一番パフォーマンスの悪い市場です。ポートフォリオ上、中国の民間部門は資産の正常な運用ルートを欠いているので、不動産に投資するしかありません。

これらの要素のために、中国の不動産価格は高過ぎで、バブルを形成しているところです。ただし、このバブルは硬く、今後5~8年の間に破裂する可能性は非常に小さいでしょう。中国の迅速な金融深化を考えると、北京・上海の不動産価格が東京・ロンドンと同じになる、甚だしい場合は、それらを超えるかもしれません。

「第12次5ヵ年計画」期の中国経済の姿

神宮：次に中長期の経済状況を伺いたいと思います。「第12次5ヵ年計画」（以下、「12-5計画」）の主要目標は、経済発展方式の転換の加速です。特に経済成長のエンジン、つまり輸出・固定資産投資・個人消費等の動向に関心があるのですが、経済発展方式の転換はどのように実現するのでしょうか。

鐘：中国が「12-5計画」期間に転換しなければならないのは経済発展の方式だけではありません。政治・社会・経済の三重の転換が必要です。中国にとってはチャンスでもあり挑戦でもあります。

「12-5計画」期間の経済発展方式の転換について、中国政府はいくつかの突破口を考えています。一つは新興産業、主に新エネルギー・ハイテク設備・新世代インターネット技術・バイオエンジニアリング・電気自動車等です。これらの新興産業の発展目標は、2015年におけるGDPに占める割合が8%、2020年に15%になることです。

二つ目は所得分配です。「12-5計画」期間中、中国は最低賃金を毎年10%以上で上げるかもしれません。今後5年間で労働力の価格が倍になる可能性は非常に高く、労働力はより高い生産要素になります。

三つ目は海洋です。中国政府は海洋資源、特に深海石油を非常に重視しています。また、埋立てにより、中国の東南の海岸線も大きく変化するかもしれません。海洋汚染もひどくなるかもしれません。

経済成長のエンジンについて、消費、投資、対外貿易の三つから見ていくことにします。

まずは消費ですが、消費の中国経済成長への寄与は目立って高くなることはなく、せいぜい安定的といったところでしょう。足元で個人の給与所得はGDPの40%を占めています。農民の可処分所得の年平均増加率は10%弱、改革開放後30年では約7~8%です。都市部住民の所得増加率は毎年11~12%です。こうした所得分配が平等かどうかはともかく、所得増加率はこのぐらいなので、消費の増加率もそれを超えるはずがありません。

また、近年の中国の所得分配では、一次分配における政府と企業の割合が大きくなる一方、個人の割合はどんどん小さくなっています。こうした状況から判断すると、今後5年間の消費は穏やかに増加し、実質増加率（年率）は約10~12%となり、所得増加とほぼ同じとなるでしょう。消費の中国の経済成長に対する寄与度は概ね5ポイントでしょう。

次に投資を見ると、改革開放後30年間の固定資

産投資の年平均増加率は約18%、過去10年間の平均は20%を超えています。これからの中国の成長に一番重要なのは投資か、それとも別の何かか？

労働コストは高くなり、技術革新のスピードも遅く、対外貿易は期待できません。消費については既に述べた通りです。となると今後も中国の経済成長は投資に大きく頼ることになるでしょう。主に政府と国有経済部門からの投資です。今後3~5年間の固定資産投資の増加率（年率）は約20%を維持できると思います。経済成長への寄与度は大体3.5ポイントです。

三つ目の対外貿易ですが、純輸出（輸出－輸入）の80年代の年平均増加率は10%、90年代は15%、過去十年間は20%、過去半年間は25%です。今後5年間は15~20%の間と予想しています。経済成長への寄与度は-0.5%ポイントです。

神宮：経済成長の構造は変わらないのでしょうか。

鐘：大きく変わらないと思います。真の変化は、資源・人口・環境の制限によるのです。

今述べた通り、特に問題がなければ、中国は今後5年間、消費と投資だけで8%以上の成長を維持できます。つまり、中国政府にとっては8%成長の維持は簡単なのです。それ故、中国経済の構造転換は緩やかにしか進まないのです。

神宮：経済成長率が8%とすると、雇用情勢に問題は生じませんか。

鐘：大丈夫です。雇用問題のプレッシャーは中国では常に存在していますが、段々弱まっています。2015年に中国の労働力人口は5.85億人でピークに達し、その後減少します。2020年には、中国の高齢人口は今より倍増します。60歳以上の人口が総人口に占める比率は20%を超えるかもしれません。同時に、14歳以下人口が総人口に占める比率は15%を下回る見込みです。2020年の中国にとって高齢化は非常に深刻な問題です。

神宮：企業の立場からはどうでしょうか。労働コストが高くなる中では、生産効率の引上げを考えなければなりません。

鐘：そうです。ただし、生産効率引上げの意味するところは、さらなる技術進歩の追求でなければなりません。上半期の工業生産の増加率は前年同期比15%に戻りましたが、製造業生産一単位当りのエネルギー消費は上昇しています。中国企業が直面する最大の問題は、原材料の価格でもなく、労働力でもなく、コストの問題でもなく、十分なイノベーション能力があるか否かです。一人当りの特許・発明数を見ると、日本は世界第2位、韓国は5位、中国の順位はかなり後ろです。企業はイノベーションの能力が強くなければ長く存続できません。中国には大きな企業はありますが、強い企業・優秀な企業はないのです。これが最大の問題です。ブランドや販売ルートの問題はイノベーション能力の次です。

まとめると、中国の経済成長について、ずっとこんなふうを考えています。短期の問題は楽観的に考えています。改革開放後の30年間で多くの経験と富を累積してきたからです。一方、長期的問題は悲観的に考えるべきだと思います。中国は依然として解決すべき問題を多くかかえています。中国の経済成長の仕組みは一つの謎です。この謎はこれまで効果を発揮してきましたが、その効果がいつまで続くのか、謎が解けるまで誰もわかりません。

中国の経済成長の極限を過大評価してはなりません。現在、中国とインドのGDPは合計7兆ドル、欧州・日本・米国のGDP総額の約1/5です。しかし、両国の人口は合計25億余りで、日米欧の3倍以上です。中国・インドの一人当たりGDPが今の西側諸国の水準になるとはとても想像できません。

中長期予測によれば、2020年に中国のGDPは



20兆ドルになります。この内70%は経済成長、30%は人民元高によるものです。特に問題がなければ、2020~25年の間に中国の経済規模は米国を超えるはずですが、中国が米国に追いつくとき、両国のGDPは共に25兆ドル程です。中国は今後10~15年の間に世界最大の経済体になる可能性が大きいのですが、それでも中国の一人当たりGDPは現在の先進国の水準の約40%しかありません。これが中国の限界なのです。この水準に達しない可能性もあります。

将来、頂点に立ったとしても、多大な人口・少ない資源・悪化する環境等のため、中国は大きい国に過ぎず、強い国にはなりません。中国は地域の大国の地位を得る可能性はありますが、グローバルな大国ではありません。中国の文化は世界のどの国もが受け入れられるようなものではありません。また、中国の一人当たりの経済的実力が強くないので、世界の政治・社会・軍事・経済を変える力もありません。

資本自由化と人民元

神宮：最後に資本自由化、人民元レート、人民元国際化について先生の意見をお聞かせいただけますか。

鐘：資本・金融勘定の自由化については、今のところスケジュールが立てられていません。個人的意見ですが、中国政府は今後10年間で資本勘定の制限を撤廃する自信も決心もないと思います。人民元高の圧力の下での資本規制の緩和にはリスクがあります。加えて、サブプライム危機以降、米国・欧州・IMFは資本勘定の規制をある程度容認する姿勢を見せています。中国政府はこうした外部環境に甘えて資本勘定の規制を続けるつもりようです。こうしたことから今後10年間で、資本規制が目立って緩められるとは思いません。

次は人民元為替レートです。私が懸念している問題は二つあります。

一つは、中国政府は既に、為替改革を行う最高の機会を逸したのではないかとということです。為替

レートの弾力化にしても、為替自由化にしても、一つの結果、つまり人民元高の加速をもたらします。しかし、これは中国政府が望まないところです。では、為替改革の好機はいつだったかという、私は、1994年から2005年の間であったと思います。

当時、中国政府には為替制度改革を進める十分な余裕がありました。国際収支や外貨準備の規模もま



Zhong Wei

鐘 偉 (ジョン ウェイ)

1969年生まれ。中国銀行業の制度問題や人民元レート問題を研究、著書に『インフレの国際伝導メカニズム研究』『金融資本グローバル化論概要』『危機後のグローバル金融政策と監督管理政策の趨勢』等。アジア開発銀行・中国財政部・人民銀行等に政策研究・コンサルティングを提供。国家外貨管理局『中国外匯』副編集長も務める。

だ小さく、貿易に従事する企業の調整もまだ比較的容易にできたと思いますが、今となってはとても困難です。

もう一つの懸念は、人民元が以前の日本円のようになること、つまり、「自国通貨を切り上げない」から「緩やかな通貨高」を経て「急速な通貨高」になった後、問題が生じることです。2005年の人民元レートは1ドル約8.3人民元で、当時、米国議会は人民元の22%の切上げを要求しました。現在のレートは約6.4で、上昇幅は既に22%を超えています。それでも米国は満足せず、更なる人民元高を望んでいます。2015年に対ドル人民元が名目レートで5まで切り上がっても、彼らは満足しないでしょう。

神宮：日本円も似たような経験があります。では人民元の国際化についてはどうお考えですか。

鐘：人民元の国際化は一連の難題に直面しています。第一は、資本自由化です。先ほども言ったように、資本勘定は短期間には、なかなか開放できません。資本勘定を開放せずに、どうやって外国の政府・銀行に人民元の所有・使用を促すのでしょうか。

第二に、人民元国際化のルートが未決定です。人民元の国際化には二つのルート、つまりオフショア方式とオンショア方式があります。オフショア方式の場合は香港やシンガポールで、主に非居住者業務の国際化を進めることとなります。オンショアの場合は北京・上海で、居住者業務が主となります。貿易決済チャンネルとオフショアで人民元国際化を成し

ソブリン債を買っています。1万ドルの米国債を買っても、米国人は感謝してくれませんが、米国企業にも影響がありません。しかし、中国政府が米国に直接投資して、米国企業の株式を購入すれば、米国企業は中国企業に興味を示すかもしれません。

もう一つは中国の市場の対外開放です。つまり中国がどの国々に対して貿易赤字を記録しているからです。現在、中国が需要を提供している地域は日本・台湾・アセアンです。それ以外の地域に対する貿易赤字についての中国政府の許容度は小さいです。

今のところ、中国は直接投資もしなければ、市場も提供していません。それでどうして人民元国際化を実現できるのでしょうか。投資も市場もなければ、人民元が良い通貨か否かといったことは、外国政府・企業にとって関係のないことなのです。

日本も1985年から1994年の間に円の国際化を進める機会がありました。しかし日本はそれを進めませんでした。中国もチャンスを逃すかもしれません。

我々は人民元国際化の明確なアイデアや路線図を持っていません。これまでしてきたことは、第一にチェンマイ・イニシアチブです。この協議は重要ですが、人民元国際化への影響は小さいです。

第二は、貿易・直接投資における人民元建て決済です。これは人民銀行と非住民という形を取り、民間部門を広く巻き込んでいない点が問題です。中国の商業銀行と関係がなく、中国の中央銀行としか関係がないとすると、みな熱心にはなりません。

第三は国際金融センターの構築です。上海と香港のどちらを選ぶのか、中国政府はずっと揺れ動いてきました。これまで上海、香港とも、人民元国際化の促進に関しての努力は限られています。

現在まで我々がしてきたことはこの三つだけです。この三つを見ても、人民元の国際化が以前の円の国際化よりもうまく進められるとは思えません。中国経済が今後到達する規模は日本よりずっと大きいものですが、犯すミスは非常に似ています。

(文中敬称略)

Takeshi Jingu



神宮 健 (じんぐう たけし)

1983年野村総合研究所入社。88年UCLAアンダーソン・スクール修了(経営学修士)。米国野村総合研究所(現NRIアメリカ)、経済調査部経済調査室長、香港野村総合研究所(現NRI香港)、野村証券北京事務所、野村資本市場研究所北京事務所長を経て、2010年8月より現職。マクロ経済・金融調査に携わる。著書に「中国証券市場大全」(共著)ほか。

遂げるのは現実的でないかもしれません。

第三に、人民元国際化に信用は不可欠です。二つのことが、外国政府・企業を引きつけます。一つはさらに多くの海外直接投資です。ただし、中国企業の海外直接投資はアフリカ以外では比較的少ないです。ここで中国は致命的なミスを犯していると思います。我々は大量の貯蓄をもって海外直接投資を行わず、