



中国経済の行方 —供給側改革は成功するか—

野村資本市場研究所 シニアフェロー
関 志雄

1. はじめに

今日は「中国経済の行方」と題して報告いたします。今、中国政府が潜在成長率の低下に歯止めをかけるために取り組んでいる供給側改革を中心に話しつつ、次の3つのトピックについても説明します。

1つ目は、中国における住宅バブルの行方です。1年前に、株価が急落したときには、

— 目 次 —

1. はじめに
2. 供給側改革に向かう背景
3. 生産性向上への取り組み
4. 中国が進める供給側改革
5. 中国は「二つの罫」を乗り越えられるか
6. 住宅バブルの行方
7. 人民元政策の変遷
8. 中国の台頭と対中ビジネスの今後

中国は90年代の日本の「失われた10年」の轍を踏むのではないかと懸念されました。しかし、その後、資金が株式市場から住宅市場に流れ、今心配すべきはむしろ住宅バブルです。住宅価格が高騰する中、こういった形でソフトランディングさせるのか、それが可能なのかは、中国リスクを考える上で、重要なポイントです。

2つ目は、2016年2月ごろからの中国の為替政策、人民元政策に関する変更点です。中国で毎日発表されている人民元の対ドル中間レートの決め方が、それまでは一種のブラックボックスになっていましたが、2月以降、透明性が高まってきました。当局の説明では、中間レートは、前日終値と通貨バスケット調整を考慮して決めるとなっています。これまで中国の為替政策は、必ずしも当局の説明通りには運営されてきませんでしたが、最近はお概ね守られていると確認できました。中国が目指す変動相場制への移行に向けて一歩前進

していると評価してもいいのではないかと思います。その根拠を本日の話の中で示していきます。

最後に、3つ目のトピックとして、日本企業が今後中国とどう付き合っていくべきかについて、意見を述べたいと思います。日本では中国に対する悲観論が目立ちますが、仮に成長率が6%台になったとしても、世界平均や先進国よりはるかに高いという状況は続いています。したがって、世界のGDPに占める中国の割合が上がることはあっても下がることは、当然考えられません。そうなれば様々な側面から、日本とのつながりは深まっていくでしょう。中国から逃げるという発想ではなく、どう付き合うべきなのか、共に考えたいと思います。

■ 2. 供給側改革に向かう背景

中国経済の成長率は、1970年代末期から30年にわたった10%成長から、11年以降下がり、足元では2016年上半期実績で6.7%です。なぜ短期間で大幅に下がってきたのかは、エコノミストの間でも意見が分かれます。大別して2つの解釈がなされています。

1つ目は、需要側の論理で、国内需要も海外需要も弱いので、今の中国は景気循環に沿っていえば「谷」、不況にあり、景気対策が必要であるという考え方です。2つ目は、中国の潜在成長率自体が従来の10%から、足元では7%前後まで下がってきているのではな

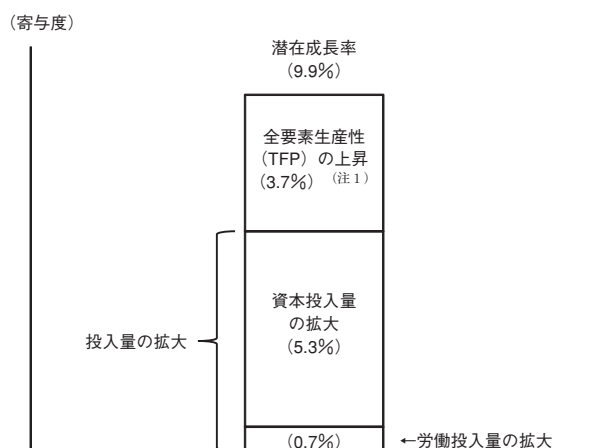
いかという考え方です。10%を基準にみれば、6.7%の実績はそれを大幅に下回っており、中国の景気は悪いという判断になりますが、7%を景気判断の基準にすれば、6.7%はそれほど悪くありません。だから再び、リーマンショック後に匹敵する大規模の景気対策をやる必要性はないのです。

昨年後半から、中国政府は、後者の立場に立って、経済政策を議論するときに、景気対策よりも供給側改革を強調するようになりました。その狙いは、潜在成長率の低下に歯止めをかけることです。私は、政府のこのようなスタンスが極めて正しいと思っています。

中国が直面している問題として最近よく挙げられるのは、地方政府の債務問題、シャドーバンキング、一部業種における過剰設備、「国進民退」です。これらは、いずれもリーマンショック後に行われた4兆人民元の景気対策の後遺症です。今の中国経済を巡る論争では、一部の人はこれらの問題を強調しながら、景気対策の実施を主張しています。まったく矛盾しています。もし再び大型景気対策を実施すれば、今度こそ中国経済はハードランディングし、世界経済に大きな混乱を招くのではないかと心配しています。

潜在成長率は供給側の論理で下がってきていますが、これは労働力が過剰から不足に変わったからです。理由は2つあります。1つは国内の生産年齢人口が2010年以降、増加傾向から減少傾向に転じたことです。日本が1995年以降経験してきたように、これをきつ

(図表 1) 潜在成長率の要因分解 (1995-2011年)



(注 1) 全要素生産性の上昇には人的資本の向上を含む。

(注 2) 各寄与度の合計が潜在成長率と一致していないのは四捨五入によるものである。

(出所) Kuijs, Louis, "China's Economic Growth Pattern and Strategy," Paper prepared for the Nomura Foundation Macro Research Conference on "China's Transition and the Global Economy," November 13, 2012, Tokyoより野村資本市場研究所作成

かけに、人口ボーナスから人口オーナスに転換しています。2つ目は、農村部では出稼ぎに行けそうな人はほとんど行ってしまい、高齢者と子どもしか残っていない状況になっています。1964年頃の日本と同じように、中国も農村部における余剰労働力の枯渇を意味するルイス転換点を迎えたのです。

この2つの転換点は、別々の概念で、直面する時期も一般的に異なります。人口ボーナスが人口オーナスに転じるのは、先進国になってからですが、ルイス転換点の到来は、中所得国が直面する問題です。日本の例をみれば、両者の間には30年間の差がありました。中国の場合は1980年にとった一人っ子政策の影響で、1世代に当たる30年経ったタイミングでツケが回り、人口ボーナスから人口オー

ナスへの転換点が不幸にもルイス転換点と重なったのです。これはまさに潜在成長率が大幅に低下した最大の原因ではないでしょうか。

ルイス転換点の到来を示すように、都市部の求人倍率と実質GDP成長率の推移を比較してみると、2011年以降、本来2つの変数間にあるべきプラスの相関関係が明らかに崩れています。成長率が大幅に下がってきているのに、求人倍率はむしろ高くなり、この差が広がっています。この現象は従来の需要側の論理では説明できません。経済成長率が6.7%という低水準でも、有効求人倍率は1を超えており、完全雇用が達成されていることを示唆しています。

潜在成長率低下を要因分解してみると、1995年から2011年の労働投入量、資本投入量、

全要素生産性の寄与度は図表1のとおりですが、2011年以降はおそらく労働投入量の寄与度はマイナスになっています。また資本投入量の拡大による寄与度も、貯蓄率の低下によって抑えられています。これらと合わせて従来のような労働力と資本といった生産要素の拡大による成長の限界がはっきり見え、今後高い潜在成長率を維持するために、残りの全要素生産性の上昇で工夫するしかありません。これはまさに中国でいう供給側改革の最も重要な部分だと思います。

■ 3. 生産性向上への取り組み

では、国全体として生産性を上げるためにはどうしたらいいのでしょうか。1つはイノベーション、もう1つは資源の再配置だと考えます。資源には労働力、資本、土地が含まれますが、それを生産性の低い分野から生産性の高い分野に移すということです。

長い間、中国におけるイノベーションに対する評価はあまり芳しくありませんでした。メイド・イン・チャイナとは「安かろう悪かろう」の代名詞のように扱われ、また、模倣品が横行しているイメージがつきまとい、中国にはイノベーション能力はないという評価になっていました。しかし、実際、中国は模倣の段階から自主イノベーションの段階に入っています。しかもイノベーションの担い手は、従来の国有企業から民間企業に変わってきています。また、中国では知的所有権の尊

重が不十分だと言われてきましたが、近年中国企業による国際特許の出願件数が急速に増え、件数ベースではアメリカ、日本に次ぐ世界第3位になっています。

産業のレベルでは、中国のネット通販の規模は、既にアメリカの約2倍です。高速鉄道では2015年末の統計で、営業距離は19,000キロメートルと、世界の約6割を占めています。日本の新幹線の営業距離の約6倍に当たります。さらに今年、政府は新しい中長期鉄道網計画を発表し、2020年の目標を30,000キロまで上げるとしています。中国の高速鉄道は、規模が急拡大しているだけでなく、走行スピードも日本より速く、既に世界にも通用する技術力を持っています。

これらを背景に、海外で中国におけるイノベーションの評価が急速に高まってきています。その1つの例として、世界知的所有権機関（WIPO）が毎年発表しているグローバルイノベーション・インデックスの中で、直近2015年の中国の順位は128カ国中25位。前年の29位から4ランク上げ、日本の16位に近づいてきています。

生産性を高めるために、イノベーションに加え、資源の再配分も重要です。資源を生産性が低い分野から高い分野に移すルートは2つあります。1つは産業の観点で、農業から工業へ、工業内では労働集約型製品から、より付加価値の高いハイテク製品へと資源を移していこうというものです。つまり産業の高度化です。もう1つは、中国経済の特色ともいえます

が、民営化を通じて、経営効率が悪い国有企業から資源を民営企業に移していくことです。

こうした状況を中国政府も十分に理解しているためか、2015年後半から公式文書に供給側改革という言葉が頻繁に登場するようになり、世間で注目されています。特に話題になったのは、今年5月9日に人民日報に掲載された「権威筋が語る当面の中国経済」というインタビュー記事です。その中に重要なメッセージが隠されているように思いますので、少し説明したいと思います。

そもそも権威筋とは誰なのか。様々な推測があり、有力なのは中央財經指導グループの弁公室主任、国家發展改革委員会副主任の劉鶴氏とされています。彼は習近平総書記と近く、彼の発言は基本的に習近平の意見だと、専門家達は理解しています。この記事の中で私が最も注目している部分は、需要拡大による景気刺激策には全面的に反対していると書かれていることです。記事のままとを紹介すると、「一層の金融緩和を通じて経済成長の加速を図り、分母（GDP）を拡大することを通じてレバレッジ（債務の対GDP比）を下げるができるという幻想を捨てなければならない。レバレッジをうまくコントロールできなければ、金融危機が起きかねない」と書かれていました。また、株式市場と為替市場、不動産市場に関しても、それぞれが本来果たすべき役割があり、これを悪用して景気対策の手段として使ってはいけないとまで言及しています。これは株式市場でいえば、株

価を無理に上げようとするPKO（株価維持政策）を批判しています。また不動産市場に関しては、住宅価格を上げることでプラスの資産効果を狙って消費を拡大させるという発想も危ないのではないかと指摘しています。為替政策については、2015年8月のように人民元を切り下げることで輸出を刺激する政策もやめるべきだということです。その一方で、供給側の構造改革の推進は、長期的に捉えれば中国が中所得の罅を乗り越えるための生命線であると主張しています。

これは、まさに、もう大規模な景気対策を行わず、その代わりに生産性向上を目的にした供給側改革に全力を上げるという宣言なのです。一方で、今も中国国内においても、景気対策を求める見解は根強くあります。著名な経済学者である中国社会科学院の余永定氏や、元世界銀行のチーフエコノミストで北京大学の林毅夫教授も、こうした見解をメディアで発表していますが、権威筋はその必要性を明確に否定したのです。

■ 4. 中国が進める供給側改革

では具体的に中国政府は、供給側改革の名のもと、どういう政策を進めようとしているのかをみてみましょう。1つの参考となるのは、今年3月に行われた全人代での李克強首相による政府活動報告です。その中で優先課題として、次の項目が挙げられています。「行政改革」「規制緩和」「起業」「イノベーション

ンの促進」「過剰生産能力の解消」です。ここで注目すべきは、中国の公式見解である政府の文書の中で、最近頻繁に「ゾンビ企業」という言葉が登場することです。ゾンビ企業とは、政府が助けず市場に任せたら退場せざるを得ない企業のことです。中国が過剰設備の解消を訴えるようになったのは、もう10年以上前ですが、なかなか成果を上げていません。その最大の原因は、雇用を維持するためにゾンビ企業を銀行融資などで無理に維持しているからです。ここにきて思いきって退場すべきところは退場させようという見解を改めています。それによって生じる失業問題に対応するため、政府は、1千億人民元（約1兆5千億円）の資金を用意し、失業者向け支援のために使うとしています。つまり、生産性の低い分野に労働力を固定させる方針をやめ、積極的にそれを生産性の高い分野に移していく政策に変わってきているのです。

全人代での報告は、供給側改革の優先課題として、最後に「国有企業改革の推進」と「民営企業の活力の発揮」を挙げています。私はこの2つが最も重要ではないかと思っています。この2つがうまくいけば、あとは結果としてついてくるでしょう。しかし、実際には国有企業改革に関しては、私は極めて悲観的です。中国が目指すのは、社会主義という形容詞は付いても市場経済です。これは1992年、鄧小平による南巡講話以降、決まっている目標です。しかし、ほとんどが国有企業のままでは市場経済にはなりません。なぜなら市場

は所有権の取引の場です。国有企業の間取引だけでは市場経済は成り立ちません。

実際、中国が積極的に民営化を進めようとした時期もありました。1999年の中国共産党第15期四中全会では、民営化、私有化という言葉は避けながらも、「国有経済の戦略的再編」という名のもとで、次の4つの分野を例外として、すべての産業を民営企業に任せるという方針が決定されました。例外とされたのは、①国家の安全にかかわる産業、②自然独占および寡占産業、③重要な公共財を提供する産業、④基幹産業とハイテク産業における中核企業です。最初の3業種は、資本主義国でも政府が深くかかわっている分野で、4つ目は幼稚産業の育成という産業政策の一環に当たります。

これらは非常に常識的であり、そのまま実施されれば、中国経済もうまく市場経済に移行できるのではないかと期待しました。しかし、今のところ、国有企業の民営化は中小型の企業にとどまり、大型の国有企業には及んでいません。今問題になっているのは、中央政府が管轄している100社程度の超大型国有企業です。習近平政権になって2013年11月の第18期三中全会で発表された新政権の経済政策の綱領では、国有企業の民営化を示唆する文言はなく、むしろ大きくて強い国有企業を作ろうという方針に転換しています。これは明らかに市場経済化からの後退です。合併を通じて国有企業の独占力が強くなれば、民営企業にとっての参入障壁がますます高くなり

市場の競争がなくなってしまう。これは、市場経済を目指す中国にとっては決して望ましい方向性ではありません。

幸いにこうした悪条件にもかかわらず、ここにきて経済全体に占める民営企業のウェイトは伸びています。一般的に議論されている「国進民退」とは明らかに逆の現象です。輸出においても、国有企業と外資企業のシェアが低下しているのに対して、民営企業のシェアは上昇しています。また、中国では鉄鋼や石炭のように過剰設備を抱え、過剰債務を抱えている産業ほど、国有企業のウェイトが高いのですが、その一方で、新しい成長分野、元気な産業ほど、民営企業のウェイトが高くなっています。その中の代表はインターネット産業です。実際、中国のインターネット企業ビッグ3（バイドゥ、アリババ、テンセント）の時価総額は、グーグル、アマゾン、フェイスブックに続き、世界4位から6位を占めています。また、中国のネット通販の規模は今も躍進の過程にあります。そう遠くない将来、インターネット企業の世界の最上位3社がすべて中国企業に変わっていく可能性も否定できません。

民営企業は、単に大きくなっただけでなく、イノベーションの担い手にもなっています。ボストンコンサルティンググループが毎年行っている調査によると、昨年の世界トップ50のイノベーション企業に、12位テンセント、45位華為技術、50位レノボの中国企業3社がランクインしています。この3社は

いずれも民営企業です。

■ 5. 中国は「二つの罫」を乗り越えられるか

以上を踏まえて、供給側改革をどう評価すべきか。それに答えるために、やや遠回りしますが、まず鄧小平改革以来の30年間で、中国経済に起こった変化を確認したいと思います。端的に言えば、2つの移行過程が同時に進んでいます。

1つは農業中心の発展途上国型経済から、工業とサービス業中心の先進国型経済への移行過程で、経済発展や工業化とも言います。これは、明治維新以来、日本が目指している方向性と同じです。その途中で乗り越えなければならない問題を、世界銀行は「中所得の罫」という形でまとめています。典型的なシナリオとしては、経済発展の最初の段階で外資が資本や技術を持ち込み、場合によっては原材料、部品すべてを持ち込んで、現地の余剰労働力を生かし、10年、20年くらいの間、高度成長が実現されるが、ルイス転換点を通過する中所得のレベルになると、イノベーションの能力がなく、産業の高度化もなかなか進まなければ、いわゆる中所得の罫に陥り、先進国への追い上げが一段落してしまうのです。例外的にこれ乗り越えた国・地域は、日本をはじめ、台湾、韓国、香港、シンガポールなど、数えるほどしかありません。昨年の中国の1人当たりGDPは約8,000ドルで、

まさに中所得の段階にきています。ここから60年代以降の日本のように一気に先進国の仲間入りを果たすか、それとも中南米や多くの途上国のように中所得の罍に陥るのか、その分かれ目にきています。私は比較的に楽観視しています。民営企業の力が十分生かされればという前提付きですが、乗り越えられるのではないかと考えています。なぜならば、イノベーションにおいて、中国はほかの途上国と比べて、海外からの技術を消化して吸収する能力は非常に高いからです。

もう一方では中国は国有企業中心の計画経済からスタートし、市場経済を目指しています。この方向性は、ベルリンの壁が崩壊してからのロシアや東欧の国々とまったく同じです。彼らはビッグバンアプローチ（ショック療法）という短期決戦で、移行過程を実現しようとしていました。経済改革にとどまらず政治体制の民主化も含め、一気に目標達成を目指そうとしていましたが、90年代には例えばロシアの場合は金融危機やハイパーインフレが起こるような紆余曲折がありました。これに対して、中国は、時間をかけて漸進的改革に取り組み、高成長を実現できました。ごく最近までの評判は中国のやり方のほうがうまく、ロシアはだめだとされていました。しかし、残念ながら最近になり、やや評価が逆転しているように思います。

中国の漸進的改革の1つの特徴は、手をつけやすい改革からやっていくことです。その結果として既得権益の尊重につながります。

今の中国で国有企業改革などがなかなかうまくいかないのは、それが原因ではないかと考えられます。イデオロギーの壁以上に既得権益の利害が絡んでいます。特に、国有企業改革は、習近平体制になってからも進展するどころか、むしろ後退しています。これについて、中国が中所得の罍とは別に体制移行の罍に陥っているのではないかという仮説が提起されています。この罍を乗り越えられるかどうかと聞かれば、私はちょっと悲観的です。

中国経済について、「中所得の罍」と「体制移行の罍」はいずれも乗り越えられると考えるなら楽観派、いずれも乗り越えられないと考えるなら悲観派とすると、私は片方だけ乗り越えられると考える「中間派」になります。

■ 6. 住宅バブルの行方

次のテーマは住宅バブルの行方です。昨年この場で講演した際、株価が大幅に下がりましたが、中国経済がハードランディングする可能性は小さいと申し上げました。この根拠として、中国では、株価と住宅価格の間に逆相関がみられ、株価が下がっても、住宅価格が下がらないだろうと申し上げました。振り返ってみると、間違っていないと思いますが、正直なところ、その後の住宅価格の急騰は私の想像を超えるものでした。

なぜ株価と住宅価格が逆の方向に動くかという、資本規制の下で投資対象が限られるため、株がだめなときには資金が不動産に流

れ、逆に不動産がだめなときには株式市場に戻るからです。

昨年の段階で、住宅価格は既にバブルの域に達しているのではないかと申し上げましたが、1年経ってさらにバブルは膨らんでいます。例えば今深圳で普通のマンションを買うには、世帯の平均年収の27年分必要です。東京のバブル時は13から14倍、今の6から7倍と比べれば、相当割高であることは明らかです。仮に家賃収入で稼ごうとしても、2%未満の利回りで、住宅ローンの標準金利は4.5%ですから、いつまで経っても赤字という計算になります。それでも買われているのは、住宅価格そのものがもっと上がっていくという期待が働くからです。期待が実現できている間は、一種の好循環になるのですが、これがひとたび崩れるとバブルが崩壊し、今度こそ中国は大変なことになるリスクが高くなってしまいます。そうすると銀行の不良債権が増えるでしょう。現在公表されている不良債権比率、自己資本比率、貸倒引当金カバー率はまだ健全な水準ですが、それでも既に一部は不良債権がロールオーバーという形で隠れているのではないかとされています。これから住宅価格が本格的に下がっていけば、不良債権比率が上がっていくでしょう。

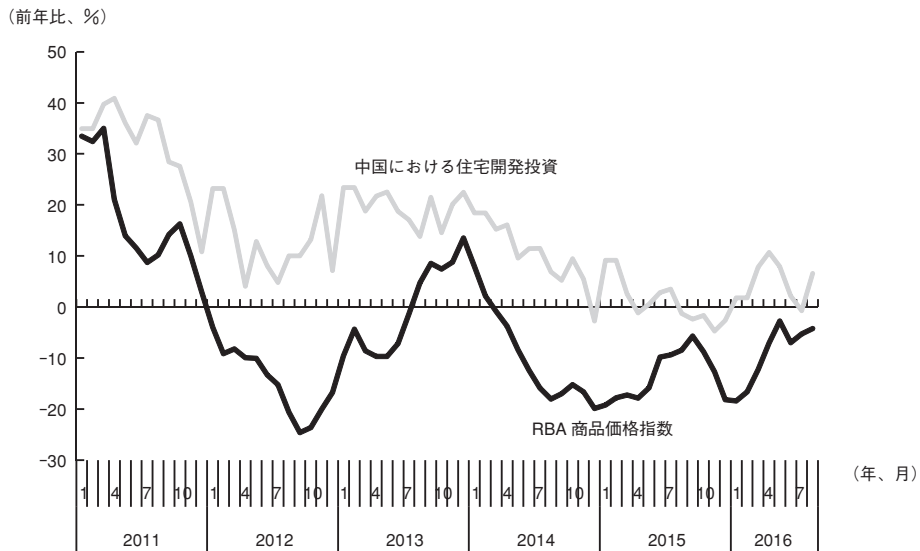
中国における住宅市場の変動は、世界経済にも大きい影響を及ぼします。今、世界の鉄鋼生産の半分、あるいは需要の半分は中国です。そのうちさらに約半数の3.5億トン、建設業によって消費されています。つまり大げ

さにいえば、世界の鉄鋼需要の4分の1は中国における建設業1業種によって占められるのです。実際に産業連関を通じて、鋼材価格だけではなく、鉄鉱石価格、石炭価格、バルチック海運指数のいずれも中国の住宅市場の状況と連動しています。これらをまとめてみるには、オーストラリア中央銀行が発表しているRBA商品価格指数がわかりやすいと思います（図表2）。この指数は概ねオーストラリアの輸出構造を反映した加重平均をとっています。オーストラリアは資源大国で、同国にとっての最大の輸出先は中国です。これを反映して、中国の住宅開発投資の動向とオーストラリアの商品価格指数の間には、きれいな相関関係がみられます。中国の住宅市場がブームのときにはオーストラリアが輸出する一次産品の価格も上昇しましたが、今後仮にバブルが崩壊し住宅投資が伸びなくなれば、オーストラリアをはじめ一次産品輸出国はかなり大きな打撃を受けることが予想されます。

■ 7. 人民元政策の変遷

次に人民元の問題に移ります。それには2005年7月から始まった人民元改革を振り返ってみる必要があります。それ以前はドルペッグ制で、毎日人民元の対ドルレートは変わらなかったのですが、2005年7月以降、中国当局は自称「管理変動制」に移行しました。実際のところ、私からみれば、当時はまだ硬直的な管理で変動はあまりなかったように思

(図表 2) 中国における住宅開発投資と連動するRBA商品価格指数



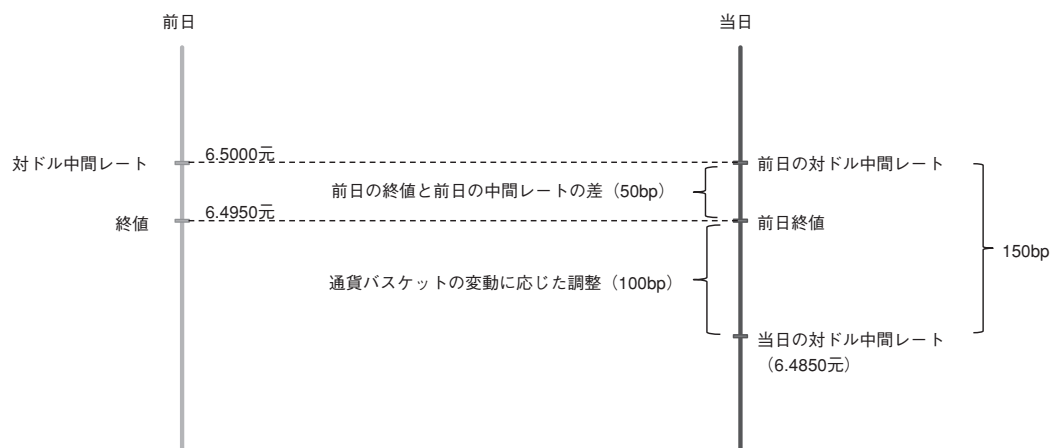
(出所) 中国国家统计局およびオーストラリア準備銀行より野村資本市場研究所作成

います。公式見解では、BBC方式による管理をしていると説明されました。BBCの最初のBはBand、次のBはBasket、CはCrawlingです。毎日対ドルの中間レートが発表されるのですが、市場では人民元は中間レートを中心に容認される為替レートの変動幅を定めるバンドの中で自由に取引できます。バンドの幅は当初のプラスマイナス0.3%から段階的に広げられ、現在の1日の動きはプラスマイナス2%となっています。それを超えないように、中央銀行は介入も辞さないというのが暗黙の理解です。次に通貨バスケットを考慮し、対ドルの安定だけではなく、対ユーロ、対円などの主要通貨ともある程度の安定性を持たせようという考え方をしています。そして、移行当初人民元は切り上げの

圧力にさらされており、為替レートをファンダメンタルズの変化に合わせてドルに対して緩やかに調整していくクローリングという方法をとっていました。

しかし、実態は必ずしも当局の説明通りではない上、様々な問題点があります。そもそも毎朝発表されている中間レートが何を基準に決められているのかまったくわかりません。一種のブラックボックスともいえます。だからアメリカをはじめ、諸外国から批判が多いのです。通貨バスケットも同様に、その構成通貨も割合もわかりません。おおかたの認識ではほとんどドルではないかとされています。そのうえ、緩やかに人民元を上げていくという政策を採っていたため、投資家の間では、人民元は上がることがあっても下がる

(図表3) 「前日終値＋通貨バスケット調整」方式に基づく中間レートの決め方



(注) 市場レートは、当日の中間レートの上下2%の限度を超えてはいけない。

(出所) 中国人民銀行「貨幣政策執行報告」2016年第1四半期、2016年5月6日より野村資本市場研究所作成

ことがないという考えが広がり、投機資金が大量に中国に流れ込みます。そうすると、前述の介入とも絡み、通貨の管理は難しくなります。だからこの制度は決して安定的ではなく、改善すべき点がたくさんあります。

2014年7月以降、外貨準備が減少し始めたことに象徴されるように、人民元の上昇圧力は下落圧力に変わりましたが、これに対して当局は、2015年8月11日から連続3日、合わせて約5%の中間レートの切り下げを実施しました。それ以降、人民元の政策はどう変わったのか、今年5月に発表された中央銀行の金融政策執行報告書の中で、次のように説明が行われています。すなわち、毎日マーケットが始まる前に発表される人民元の対ドル中間レートは、「前日の終値」と「通貨バスケット調整」という2つの要素を合わせて決めるの

です。それぞれについて説明すると、前日の終値は前営業日16時35分の銀行間取引における人民元の終値のことです。これが前日の中間レートから離れることもあるが、その分は市場の需給関係を反映していると理解されます。

もう一方の通貨バスケット調整に関しては、バスケットを構成する通貨、例えばユーロや円がドルに対して変動する中で、人民元の対通貨バスケットの価値を前日の水準に保つためには、どのくらいの人民元の対ドルレートの調整が必要なのか、これを計算して、前日の終値と合わせて、今日の中間レートを決めるのです。

数字例に沿って説明すると、図表3のように、例えば前日発表された中間レートは1ドルに対して6.5000人民元、前日の終値は、6.4950人民元と50ベーシスポイントの元高と

(図表4) 中国当局が参考する3つの通貨バスケットの構成

(単位: %)

	CFETS人民元 レート指数	BIS人民元 実効為替レート	SDR (注1)	参考: CFETS人民元 レート指数の 修正版 (注2)
ドル	26.40	17.76	41.90	55.84
ユーロ	21.39	18.67	37.40	12.83
日本円	14.68	14.13	9.40	8.81
英ポンド	3.86	2.91	11.30	2.32
香港ドル	6.55	0.81	—	3.93
豪ドル	6.27	1.47	—	3.76
ニュージーランド・ドル	0.65	0.21	—	0.39
シンガポール・ドル	3.82	2.74	—	2.29
スイス・フラン	1.51	1.37	—	0.91
カナダ・ドル	2.53	2.12	—	1.52
マレーシア・リングギ	4.67	2.15	—	2.80
ロシア・ルーブル	4.36	1.76	—	2.62
タイ・バーツ	3.33	2.15	—	2.00
韓国ウォン	—	8.47	—	—
台湾ドル	—	5.60	—	—
その他	—	17.68	—	—
計	100	100	100	100

(注1) 中国の人民元は2016年10月にSDRの構成通貨に加わることになっているが、ここでの数字は前回(2010年)の調整を反映したウェイトを示している。

(注2) CFETS人民元レート指数の修正版において、ドル以外の通貨のウェイトは「CFETS人民元レート指数におけるそれぞれのウェイト×0.6」によって推計され、ドルのウェイトは「1-その他の通貨の合計」によって計算される。当局によって実際参考されている通貨バスケットの構成は、CFETS人民元レート指数の修正版に近いと思われる。

(出所) 中国外貨取引(CFETS)センター、BIS、IMFより野村資本市場研究所作成

します。中間レートを決めるときにまず前日の終値を引っ張ってきて、この数字例では50ベースポイントを調整してから、その上に通貨バスケットの変化を考慮し、さらに100ベースポイントを調整し、両方合わせると、150ベースポイントの調整になります。

では、「通貨バスケット調整」の幅は具体的にどう決めるのでしょうか。

通貨バスケットは、やや乱暴にいうと、実効為替レートと極めて近い概念です。共通しているのは、複数の通貨からなり、それぞれのウェイトを合わせると100%になることです。ただ、実効為替レートの場合は、一般的

に貿易のウェイトをとっています。それと比べ、通貨バスケットはより広い概念で、多様なウェイトの付け方が認められています。中国当局が人民元の中間レートを決めるときに参考にしているのは、次の3つの通貨バスケットだとされています(図表4)。まず、中央銀行の傘下にある外貨取引センターが昨年12月から発表しているCFETS人民元レート指数、これも一種の人民元の実効為替指数と理解していいと思います。2つ目に国際決済銀行BISが以前から発表している人民元の実効為替レートです。3つ目はSDR、人民元が入る前の状況では、ドル、ユーロ、日本円、

ボンドからなる通貨バスケットでした。中でもCFETS人民元レート指数が、最も重視されていると思われます。

「通貨バスケット調整」の目的は、主要通貨がドルに対して変動する中で、実効為替レートを安定させることです。仮にユーロがドルに対して上昇していて、人民元が対ドル安定のままなら、人民元はユーロに対して安くなってしまいます。その分だけ人民元の実効為替レートが下がってしまうのです。「通貨バスケット調整」という概念に従えば、人民元はユーロがドルに対して強くなる（または弱くなる）ときに、ある程度付いていこうとします。実際の人民元の対ドルレートの調整幅はユーロの対ドル変化率と、通貨バスケットに占めるユーロのウェイトに比例します。これを通じて、人民元の実効為替レートを一定の水準に維持することができます。むしろ、円など、バスケットのほかの構成通貨がドルに対して変動する場合、同じように人民元の対ドルレートの調整幅に反映させなければなりません。

本当に当局はそのように政策を運営しているのでしょうか。当局のいうとおり人民元の対ドル中間レートを計算すると、「通貨バスケット調整」に対応する調整幅（理論値）がどのくらいなのか。それに対応する実際の調整幅（実績値）は、理論値とどれくらいの乖離があるのか。CFETS人民元レート指数が通貨バスケットとして参考されることを前提にシミュレーションを行うと、今年2月中旬以降、理論値と実績値の乖離幅が結構小さ

くなってきており、当局が公表した方針が概ね守られていることが確認できました。もっともこの誤差がまったくなくなったわけではありません。それには1つのパターンがあり、理論値が上ぶれるときには実績値も上にはぶれますが、その間には差があります。しかし、この関係は極めて安定し、「通貨バスケット調整」に対応する調整幅の実績値は理論値のおおよそ6割となっています。つまり本来、10ベシスポイント調整しなければならないときには、6ベシスポイント程度しか調整されていないのです。

この現象に対する1つの解釈は、当局が実際に使っている通貨バスケットはCFETS人民元レート指数そのものではなく、それにおけるドル以外の通貨のそれぞれのウェイトはCFETS人民元レート指数におけるウェイトの6割程度しかなく、逆に、ドルのウェイトはもっと高いということです。具体的に、CFETS人民元レート指数に占めるドルのウェイトが26.4%であるのに対して、実際当局がターゲットとするバスケットの中のドルのウェイトは、56%程度と推計されます（図表4）。この修正したバスケットを前提に、もう一度シミュレーションを行うと、理論値と実績値の差がほとんどなくなります。人民元レートは検証可能なルールに従った形で決められるようになったという意味では、為替政策の透明性は高まったといえます。これがここに来て、為替レートが安定してきた背景の1つではないでしょうか。

とはいえ、人民元はまだ完全変動相場制に到達したわけではありません。最終的には毎日の中間レートの発表をやめなければならず、そうすると、プラスマイナス2%のバンドの意味もなくなります。当局もできるだけ介入を控えなければなりません。この段階で、中国の為替政策の完全変動相場制への移行は完了します。そこに到達するには、おそらくあと5年から10年かかると考えています。

■ 8. 中国の台頭と対中ビジネスの今後

最後に中国の台頭によって、世界経済の勢力図はどう変化しているのかみてみたいと思います。成長率が他国と比べて高い水準が続く中、世界GDPに占める中国の割合は上昇し続け、昨年実績は15%、日本の2.7倍の規模です。中国のGDPが日本を抜いたのは2009年ですが、その後の人民元高・円安もあり、この差がどんどん広がってきています。

最近、インドの成長率が中国を上回るようになり、インドが中国に取って代わって、世界の成長のエンジンになるという期待が高まっています。しかし、今のインドのGDPは中国の5分の1程度なので、仮に成長率が中国を上回ったとしても、世界全体への寄与度という意味では、まだ力不足です。

東アジア全体の中では、円高がピークだった1985年のプラザ合意の直後に、日本のウェイトが、全体（日本、中国に加え、ASEAN、

NIEs）の4分の3を占める時期がありました。その後は日本のウェイトがどんどん下がり、足元では21%程度になっています。下がった分はほぼそっくり中国のウェイトに代わっています。

また、アメリカと比較をすると、2008年の段階では、中国のGDP規模はその3割程度でした。昨年実績ではおおよそ6割を超えています。いつアメリカのGDPを抜いて、中国が世界一のGDP大国になるのでしょうか。成長率の差だけではなく、為替レートに大きく影響されるので予測しにくいですが、標準シナリオでは10年後くらいではないかとみています。

これらGDPの変化を反映し、今世界貿易に占める中国の割合もどんどん伸びています。10年くらい前までは、アジアのほとんどの国にとって、一番大きな輸出先はアメリカ、2番目は日本でしたが、今はほとんど例外なく、一番は中国です。輸入においても同じような変化が起こっています。日本の対中依存度も高まっています。逆に中国からみて、輸出入における日本への依存度は、むしろ下がってきています。

これらを踏まえて、日本企業としてどう中国と付き合うべきなのでしょう。数年前からの日中関係悪化に伴い、一部の企業がチャイナプラスワンという中国離れの戦略をとっています。しかし、代わりにどこに投資するのでしょうか。インド、ブラジル、ロシアはさらにリスクが高いのではないかと思います。市場規模も中国に及びません。そもそも

日本企業が中国に行かなくても、欧米の企業は入ってきます。これは日本企業にとっては決して望ましいことではありません。

一方、中国経済が発展し、産業の高度化も進むと、日本と競争する分野が増えていきます。長い間お互いにすみ分けができていましたが、競合する部分が増えてきています。日本に求められるのは、無理して衰退産業を守ることではありません。日本も供給側改革を通じて、産業の高度化を図り、資源を衰退する生産性の低い分野からより生産性の高い分野に移していかなければなりません。

中国は世界の工場から世界の市場に変わっていきます。中国における需要側のけん引役は、投資から消費に変わってきています。市

場としてみると、必ずしも物を売るだけではなく、サービス業の需要も重要になってきています。また、日本企業は中国の国有企業と付き合っているケースが多いのですが、中国経済の中心は国有企業から民営企業に移ってきていることを踏まえれば、これからはいかに民営企業と付き合っていくのが重要なテーマになります。各国の対中投資だけでなく、これからは中国の民営企業による海外進出、日本への進出も含めて増えていきます。結論として日本企業に求められるのは、中国における業務の縮小や撤退ではなく、中国の経済構造の変化に合わせて、全般的に対中ビジネス戦略を見直すことではないでしょうか。

