

Contents

特集：チャイナ・コンセンサスを疑う	1p
<今週の”The Economist”から>	
”Beyond a bail-out” 「銀行救済を超えて」	8p
<From the Editor> 「中国情報源」	9p

特集：チャイナ・コンセンサスを疑う

2004年の幕開けです。「小泉政権」「国内景気」「ブッシュ外交」「米国経済とドルの強さ」など、多くの要素のサステナビリティが疑われる年ですが、そんな中で唯一、確かに思えるのが中国経済の高度成長です。あのThe Economist誌も、「中国は米国と並び、世界経済における2つのエンジン」と述べています¹。

ところが、昨年末から急に浮上したのが「過熱する中国経済への警戒感」。中国バブルの調整があるとしたら、世界経済に対する強気見通しを修正する必要があるといえるでしょう。本当のところはどうなのか。大胆に仮説を提示してみたいと思います。

幅広く共有されたコンセンサス

まずは私的な体験談から。昨年2月頃、当社東京本社を訪問した台湾の顧客から、「御社のエコノミストの意見を聞きたい」というリクエストがあった。そこで筆者にお声がかかったのだが、てっきり「日本経済の現状について説明せよ」というご要望かと思って参上した。ところが質問は、「中国経済についてどう思うか？」だった。

ちょっと困って、私の意見は役に立たないと思う、という前置きをしてから、「2008年までは今の高度成長が続くだろう。ただしその後は保証の限りではない」という、実に変哲もない意見を述べた。すると台湾の顧客は感慨深げに、「誰に聞いても同じ答えが返ってくる」と言った。

¹ ”Boom or gloom?” The Economist 2003年11月22日号

そこで当方からは、「それではあなた自身はどう見ているのか。中国市場への参入を考えているのでしょうか?」と聞いてみた。その答えが実に印象深いものだった。「もちろん進出する。あと5年も安心して商売ができるなんて、こんな市場は世界中のどこを探しても見当たらない」。

思うに、中国での仕事に携わる人々は総じて、「中国経済の8%前後の高度成長は、2008年頃までは続くだろう」という認識を共有しているようだ。極端な悲観論者を別にすれば、現場のビジネスマンからエコノミストまで、こうした見方を否定する人はほとんど見かけない。これを「チャイナ・コンセンサス」と呼ぶことにしたいと思う。

そして2003年も、このコンセンサスは的中したようだ。2002年の8.0%成長に続き、2003年はSARSの影響による減速を経験したものの、通年では8%をはるかに超えることがほぼ確実となっている²。この好調さがあと4年も続くのであれば、東アジアの人、モノ、カネといった経営資源が中国に集中するのも当然であろう。

しかしながら、あらためてなぜチャイナ・コンセンサスが成立するかを考えてみると、せいぜい以下の程度の理由しかない。

- ・ 中国経済に対する悲観論は、過去に何度も裏切られている³。
- ・ 中国政府は2008年の北京五輪開催に面子が賭かっており、あらゆる手段を使って成長を持続するはず。
- ・ 過去の日本(1964年)や韓国(1988年)は、オリンピック前に長期にわたる高度成長を遂げたが、それぞれ終了とともに不況入りしている。
- ・ 中国経済が抱える構造的な問題はけっして無視できず、いずれは調整を余儀なくされる懸念がある。

チャイナ・コンセンサスは本当に妥当なのだろうか。この点を疑ってみたいと思う。

好転しつつある中国経済への認識

大方の2004年の経済予測は、中国経済への楽観論を前提として成立している。そして昨今の日本の景気回復も、中国の旺盛な需要によるところが大きい。

実際、この1年で中国経済に対する認識は大きく好転した。2002年頃までは、中国は「強力な競争相手」であり、「産業空洞化の原因」であり、「デフレをもたらす元凶」という見方が多かった。しかしこうした「中国脅威論」の多くは誤解に基づくものであり、2003年にはあまり聞かれなくなってきた。

² 中国経済の2003年のGDP成長率は、第1四半期9.9%、第2四半期6.7%、第3四半期9.1%成長

³ アセアン経済はアジア通貨危機(1997~99年)とITバブル崩壊(2000~01年)でつまずいたが、中国経済はいずれもクリアした。

- ・日本の対中貿易は確かに赤字だが、最近では輸出の伸びが輸入の伸びを上回っており、日本経済に対する寄与度はプラスである。
- ・中国と香港を合わせた貿易額を見ると、日本からの輸出は654億ドル、輸入は592億ドルとなって「出超」である。
- ・日本企業はデジタルカメラ、カーナビなどの高付加価値製品は国内で生産し、カラーテレビ、VTRなど低付加価値製品をアジアに生産を移管し、世界生産シェアを維持している。
- ・中国からの年間8兆円程度の輸入が、年間500兆円のGDPを生み出す日本経済にデフレをもたらしているとは考えにくい。また最近では中国の旺盛な需要により、素材市況やエネルギー価格、海上運賃などが高騰しており、むしろインフレ要因となっている。

2003年の日本経済は、輸出と設備投資を主導とする回復過程をたどったが、対米輸出はむしろ漸減傾向にあり、**輸出が伸びたのはもっぱらアジア向け、特に中国向け**である。中国が輸入大国となりつつあることで、日本製の機械や化学製品などへの需要が高まり、長らく構造不況にあった鉄鋼などの素材産業も活況を呈している。

日本の財務省は2002年から、米国に先駆けて「人民元の切り上げ論」を主張してきた。日本国内でも、繊維産業や農家などでは賛同する声が多かったものの、産業界の支持は意外と少なかった。2003年9月に、日本経済新聞社が主要企業を対象に行ったアンケート調査⁴によると、**人民元レートの現状水準を望む声が全体の6割を占めている**。また、人民元の切り上げの自社への影響については、プラスとの回答は15%、マイナスとの回答は36%であった。

人民元が切り上げられれば、国内だけで生産を行っている企業は助かるが、すでに中国での生産を行っている企業は、部品の輸入価格上昇などのコスト増を懸念しなければならない。今日の日本企業においては、すでに後者が多数を占めているのである。

中国はエンジンか、リスクか？

その一方で、**昨年末から聞こえ始めたのが中国経済過熱への警戒感**である。

最も多くの人々の目に触れたのは、12月17日から3回にわたって連載された日経新聞の経済教室「円と元、過熱リスクの先を読む」シリーズであろう。

- 第1回「中国、3つのバブル懸念」沈才淋氏（三井物産戦略研究所）：固定資産投資、銀行貸出、マネーサプライの3つの指標が過熱しており、なかでも金融機関の貸出急増が懸念される。貸出先の大部分は国有企業であり、貸出債権の多くは将来不良債権になりかねない。中国金融機関の不良債権比率は24.1%、GDPの29%を占める。

⁴ 日本経済新聞2003年9月20日「人民元、現状水準望む6割」

- 第2回「投資過剰、来年引き締めか」陶冬氏（クレディスイスFB）：低いインフレ率、金利の低下、外国直接投資、中国政府による為替介入などが、投資の過剰と景気の過熱を招いている。2004年半ばから大幅利上げが実施され、中国経済は2005年にソフトランディングする可能性が高い。しかしハードランディングの可能性もある。中国の景気循環に大変動が起これば、世界各国に波及しよう。
- 第3回「通貨バスケット制を急げ」村瀬哲司（京都大学）：中国政府の為替介入にもかかわらず、市場は人民元の切り上げを予想して動いている。金融政策の手詰まりは否めず、為替制度をドルペッグからバスケットペッグに移行させることが望まれる。

中国経済の過熱に対する警戒論は、中国人経済学者からも発せられている。経済産業研究所の関志雄上席研究員による「中国経済新論」では、12月22日付の「警戒すべき景気過熱」の中で、中国国民経済研究所の樊綱所長による報告を伝えている⁵。

これによると、「今回の過熱の背景となった景気拡大は投資に牽引されて」おり、中国当局が財政拡大政策の転換と金融引締めによって、2004年の成長率を8～9%以内に抑えれば良いが（ソフトランディング・シナリオ）、**引き締めが不十分な場合は「2005年には需要が供給についていけなくなり、過剰設備が発生する」**（ハードランディング・シナリオ）。その結果、投資の鈍化と成長の失速という悪循環が始まり、中国経済は再びデフレ局面を迎えるだろうという。この見方が正しいとすれば、2004年から2005年には「チャイナ・コンセンサス」は成立しないことになる。

中国経済のリスクを勘案すると、2004年の世界経済に対する楽観論も怪しくなってくる。島本幸治氏（BNPパリバ証券）は、この問題を以下のように整理している⁶。

世界景気回復のサステナビリティ

		中国バブル	
		ソフトランディング 70%	ハードランディング 30%
米国 景気回復	持続 70%	49%	21%
	失速 30%	21%	9%

2004年の世界経済には、「米国の個人消費」と「中国バブルの行方」という2つの景気失速リスクがある。島本氏自身は「米景気回復継続と中国バブルのソフトランディング」をメインシナリオとするものの、その可能性は意外と低いことになってしまう。すなわち、仮にそれぞれの確率を70%とすると、双方が両立する確率は半分以下になってしまうのである。

「米国と中国は世界経済にとって2つのエンジン」というThe Economist誌の見解は、裏返してみると「**米国と中国は2つのリスク・ファクター**」でもあるわけだ。

⁵ <http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/ssqs/031222ssqs.htm>

⁶ Weekly Bond Strategy 2003年12月22日号

鍵を握る資金の流れ

少なくとも実態経済の動向を見る限り、中国経済は良好である。それどころか、需要面と供給面の両方で確固たる足場を築いているように見える。

供給面では、長江デルタ、珠江デルタという強力な産業集積が誕生したことが大きい。これらの地域は、繊維などの労働集約型産業からITなどの技術集約型産業まで、広範な分野で競争力を有している。こうした地域には、重要な技術やノウハウが蓄えられるだけでなく、周囲の資本や人材が継続的に流入する。ゆえに長期にわたって競争力が持続することが予想され、「世界の工場」としての中国の地位は当面、安定であろう。

需要面では、沿岸地域を中心に富裕な中間層が誕生し、国内市場に厚みがついていることが指摘できよう。先進国から見た中国経済の位置付けは、90年代まではもっぱら「生産地」だったが、2000年以後は「消費地」としても注目されている。中国の一人あたりGDPは今だ1000ドル前後に過ぎず、タイやマレーシアよりも少ない。しかし、上海周辺などの先端地域はすでに4000ドルを越えており、「3つのM」(My Car, My home, Mobile Telecom)と呼ばれる消費ブームに沸いている。所得環境の良さや人口の多さを考えると、中国の活発な個人消費が失速することは考えにくい。

こうして考えると、強い輸出競争力と旺盛な内需に裏付けられた中国経済の高度成長は、当分続きそうに見える。ただし、今回の問題点は景気の過熱であり、それをもたらしているのは投資資金の過剰である。

そこで、中国における「カネの出入り」をあらためてチェックしてみよう。

中国の国際収支統計 (単位: 億ドル)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
輸出(a)	1,281	1,511	1,827	1,835	1,947	2,491	2,661	3,257
輸入(b)	-1,101	-1,315	-1,364	-1,369	-1,587	-2,147	-2,321	-2,815
貿易収支(a+b=c)	181	195	462	466	360	345	340	442
サービス収支(d)	-61	-20	-34	-28	-53	-56	-59	-68
所得収支(e)	-118	-124	-110	-166	-145	-147	-192	-149
経常移転収支(f)	14	21	51	43	49	63	85	130
経常収支(c+d+e+f=g)	16	72	370	315	211	205	174	354
直接投資(h)	339	381	417	411	370	375	374	468
証券投資(i)	8	17	69	-37	-112	-40	-194	-103
その他投資(j)	40	2	-276	-437	-205	-315	169	-41
資本収支(h+i+j=k)	387	400	210	-63	52	19	348	323
誤差脱漏(l)	-178	-155	-221	-189	-176	-117	-49	78
外貨準備増加(g+k+l)	225	317	359	62	87	107	473	742

出典: 中国情報ハンドブック(2003)

中国の国際収支統計に関するさまざまな疑問点は、かねてから本誌で何度も指摘している
ので、ここでは繰り返さない⁷。重要なのは最近の動きである。「貿易黒字(C)と直接投資
(h)の2つの項目で、コンスタントな黒字を重ねて外貨準備増加(g+k+1)を積み上げる」
という、例年の傾向は相変わらずだが、この1~2年で目立つのは以下の点である。

- (1) 直接投資の急増。2003年は600億ドルに手が届いたという観測もある。
- (2) アングラマネーを示すと考えられる「誤差脱漏」の項目が、2002年から黒字に転じている。
人民元の切り上げを見越して、投機的な資本移動が始まっているのかもしれない。
- (3) 外貨準備の増加がいよいよ加速している。2003年10月末時点で4010億ドルに達したと伝え
られているので、2002年末から実に1046億ドルも増えたことになる

対中投資が急速に増えている背景には、為替レートの問題がある。昨今、ドルが対円、対
ユーロで下落していることにより、ドルとペッグしている人民元も国際的に連れ安になっ
ている。ユーロ圏や円圏から見ると中国の資産は割安なので、ますます人民元に投資をするチ
ャンスである。そして米国は「双子の赤字」問題があるために、ドルの先安感は強い。

中国はいわばドル圏の一部であり、ドル防衛の一翼を担う立場である。そこで為替介入を
大規模に行って外貨準備を増加させている。当局はドルを買い入れて、それに見合った人民
元を放出する。かくして中国国内では通貨供給量が急増する。普通の国であれば、中央銀行
が債券の売りオペなどの手段で資金を市場から吸収するところだが、あいにく中国にはそう
した金融手段が一般的ではない。必然的にもたらされるのは、国内の景気過熱である。

要するに、中国経済に生じているのは「成功のパラドックス」といえよう。中国政府はこ
れまで、保守的で堅実な経済運営を行うことで順調に外資を導入してきたが、今となっては
カネが入りすぎることが悩みの種となっている。中国の政府と市場に対し、あまりにも信認
があり過ぎるがために、外資の流入をコントロールできなくなっている。今日の中国経済の
過熱を、「根拠ある熱狂」(Rational Exuberance)と呼んでもいいかもしれない。

中国政府のジレンマ

投資過剰による弊害は、さまざまな場所で表れはじめている。2003年の中国では、消費者
物価が2年ぶりにプラスに転じた。製造業の過剰設備や、資産バブルの懸念も生じている。
国内では行き場を失った資金が不動産価格などを押し上げている。普通であれば、バブル期
の資金は株式市場に向かうものだが、中国では2001年の暴落で多くの投資家が痛手を蒙っ
ており、コーポレートガバナンスへの疑念もあることから、投資対象として好まれていない。

⁷ 本誌2003年7月11日号「中国経済のジレンマと人民元」、『Foresight』2002年6月号「中国経済の本当に分らない部分」(筆者)などを参照。

本来であれば、為替レートの調整によって問題解決を図るべきであろう。人民元問題については、(1) 為替レートの切り上げ、(2) 変動幅の拡大、(3) 完全な変動相場制への移行、という3つの選択肢がある。目下のところ、「長期的に柔軟な為替制度に向かう」ことが国際的な規定路線となっている⁸が、そのための条件はまだ整っておらず、**(3) の変動相場制が実現するのは相当先の話になる**だろう。中国の銀行部門は深刻な不良債権問題を抱えており、このようなときに資本移動の自由化を急ぐと、通貨危機や金融危機を招きかねないことは、過去のアジア通貨危機の事例がよく示している。

その点、(1) 切り上げや(2) 変動幅の拡大は、十分に合理的な選択肢といえる。外貨準備高の急増を見れば、通貨の切り上げ圧力が働いているのは明らかである。4000億ドルといえば、中国の1年分の輸入を補って余りあるし、対GDP比でも4割近くになる。これだけの金額を国家建設に使うことなく、外貨で寝かせておくというのは尋常なことではない。しかもこの外貨準備は、日本のように超低金利の円をドルに換えているのではなく、高金利の人民元をそれより低い金利のドルに換えているわけで、中国政府には「損失」が発生していることになる。人民元レートをたとえば20%程度切り上げるか、あるいは変動幅を少しずつ拡大する形で、毎年小刻みに上昇を容認するのが合理的な選択であろう。

しかるに**人民元レートを変えることは、中国が抱えるさまざまな構造的な問題に影響を及ぼす**ことになる。中国経済の発展は、「ヒト」と「土地」は自前で、「カネ」と「技術」は海外に借りて進められてきた。為替レートを切り上げると、外資から見て「ヒト」と「土地」が実質値上げになる。その結果、「カネ」と「技術」が入ってこなくなると、従来の成長のメカニズムが壊れてしまう。

2003年は中国経済に対し、底抜けの楽観論が影を潜め、いろんな意味で中国経済のありのままの姿が認識される年であった。中国経済には「財政の悪化」「国有企業改革の遅れ」「金融部門の不良債権問題」「人口増と失業の増大」「都市と農村部の地域格差拡大」など、構造的な問題点がある。目下のところは高い経済成長によって、これらの問題は表面化しないている。しかし**成長が途切れた場合は、あらゆるリスクが一斉に吹き出るような構造になっている**。となれば、成長を抑制するような政策は取りにくいのである。

チャイナ・コンセンサスの妥当性

つまるところ「チャイナ・コンセンサス」を意識すると、「**中国経済には大きなリスクがある。しかし中国政府は十分に賢明であるから、そのような事態は少なくとも2008年までは先送りするだろう**」と言っているに過ぎない。

たしかにその可能性は高そうだ。中国政府の指導力をもってすれば、2003年のSARS禍を封じ込めたように、現在の金余り現象も不胎化できるかもしれない。その反面、金融引締

⁸ 2003年9月2日、北京での米中会談、9月5日、バンコクでのAPEC財務相会合などで確認済み。

め政策によって、2004年以後の経済成長が減速することは十分に起こり得る。たとえば成長率が6%以下にソフトランディングするとして、それは取るに足りない誤差の範囲なのか、中国の他の社会的問題(失業や農村からの人口流入)から見て許容できないことなのかは何とも言い難い。過去の中国政府は、財政政策を使って強引に7%以上の成長率を維持してきたことを考えると、後者の方が可能性は十分にあるように思える。

「チャイナ・コンセンサス」の想定外となる2008年以後になると、中国経済の矛盾はさらに拡大して、リスクが高まっていくだろう。投資家が、「向こう4年間は大丈夫」と中国市場に楽観的になることは、ますます中長期的なリスクの上昇に手を貸すことになる。すなわち、みずからの中国におけるビジネスや資産を危険にさらすことになる。

結論として、「チャイナ・コンセンサス」は中国でのビジネスに携わる人々にとっては、非常に現実的な認識ではあるが、あまりにも多くの人がそれに沿って行動しているがために、コンセンサス通りにはいなくなる可能性が高い。換言すれば、東アジア経済における中国の「一人勝ち」状態は、決してサステナブルではないということだ。

2004年は「サステナビリティが問われる年」だが、中国経済の過熱というテーマも無視することはできないだろう。

<今週の”The Economist”誌から>

”Beyond a bail-out”

Leaders

「銀行救済を超えて」

January 10th 2004 P.11-12

* 金融問題を取り上げるとき、”The Economist”誌のような米英系メディアはついつい説教調になります。日本はもう慣れっこですが、ここでは中国が槍玉になっています。

<要旨>

伝説の龍にも泣き所がある。中国のそれは金融システムだ。貸し出しを制御できず、資本を割り振ることが出来ず、銀行は不良債権の山に埋もれている。いずれ中国の金融システム全体が脅かされよう。仮にパニックを回避できたとしても、銀行をキャッシュディスペンサーに使っている国有企業が変わらないのなら、中国の急速な経済成長も危うくなるだろう。

北京の政策当事者たちは、このことをよく理解している。そこで銀行の新たな救済策が登場した。最新のスキームは間違いなく必要なものだ。4000億ドルもの外貨準備から、450億ドルを銀行に注入したのは、資産の有効活用といえる。だが、度重なる資本注入は問題解決にはつながらない。1998年以来、中国はおよそ2000億ドルを注ぎ込み、不良債権を処理している。政治主導による特定産業への貸し出しは従来と変わらず、片付けた不良債権にはすぐに新手が加わる。ある推計では不良債権の総額は4200億ドル、GDPのほぼ4割を占める。

今ある問題を処理するだけでも、相当な金額が必要になる。今回の注入はその第一段階に過ぎない。だが必要なのは資金だけではない。その最たるものが法制度の強化だ。中国には

公的な破産法が求められている。腐敗した国有企業が現行法で延命される一方で、外資系企業は別の法律で守られているのは馬鹿げている。すべての企業を包括する破産法案は、何年も前からできているのに、国有企業での大量失業が怖くて施行されない。これはリスクであり、痛みを伴う変化となろうが、なるべく早く取り組む必要がある。

貸し出しが毎年20%も増えているような現状では、中央銀行と金融監督者は更なるガバナンスと銀行文化の改革を行わねばならない。銀行の本部には、西側で教育を受けた優秀な経営者が揃っている。だが彼らの決定は支店まで降りてこないし、末端は腐敗している。銀行は独立した取締役会と監査役、まっとうな給与体系を導入する必要がある。また、与信プロセスは融資の担当と分離すべきだ。これらの改革は進行中だが、まだ十分とはいえない。

これらの改革を推進する最善の方策は、中国の銀行へ外資による直接投資を進めるとともに、国内では同一条件で競争させることだ。外資を敵とし、味方とすることで、中国の銀行家たちは多くを学ぶことが出来る。そうしない場合、中国がWTO加盟で外資への金融セクター開放を約束した2007年以降になっても、この問題が続いている公算が高い。

東欧からラオスまでの他の移行経済においては、政治の介入による弊害を受けた銀行産業の整理のために何年も費やしている。先進国の日本でさえ、なおも不良債権に苦しんでいる。中国の問題にも時間がかかるだろう。だが解決が遅れば、問題はますます悪化する。中国は今や巨大な経済であり、その問題は中国人だけのものではない。

< From the Editor > 中国情報源

今週号では「中国経済新論」をご紹介しましたが、最近ではネット上でも中国関連の情報を(日本語で!)得られる有益なサイトが増えています。筆者が参考に使っているURLを厳選して、ご紹介しておきます。

中国経済新論 <http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/index.htm>

経済産業研究所のHPの中でも、2003年アクセスランキング第1位。

財務総合研究所中国研究会 <http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kouryu/kou09.htm>

議論のクオリティの高さと資料の充実度では群を抜く。

中国情報局 <http://searchina.ne.jp/>

偉大なるポータルサイト。とくに「Data資料庫」は便利。

エクспロア中国 <http://www.nicchu.com/>

いちばん下の方で連載中の「跋渉上海」は必見の名紀行文。

筆者のようにモノグサな人間にとっては、何ともありがたい世の中になったものです。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.niri.co.jp>

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03)5520-2195 FAX: (03)5520-2183

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com