研究会「2011 年経済見通し」②

「日中FTAこそ成長戦略
――中国経済情勢」

関志雄
野村資本市場研究所シニアフェロー

２０１１年1月１４日

「経済見通し研究会」第二弾。中国経済専門家の関志雄氏が前年の 2010 年に続き、中国経済を展望した。資料「中国経済情勢」を示しながら、①経済成長率とインフレ②不動産バブルの行方③人民元の切り上げ④中国と日本の補完関係――の４つのテーマについて次のように語った。

①インフレは景気の遅行指標であり、成長率の鈍化を受けて今後低下していくと予想される。今年後半にインフレが沈静化するにつれ、金融緩和の余地が生じ、2012 年秋の共産党大会に向けて、成長率は上向くだろう。

②不動産バブルはリスク要因だが、中でも地方政府の融資プラットフォームが抱える問題が深刻になってきた。

③人民元をめぐっては、ニクソンショック当時の日本と環境が似ている。年 5－6％の対ドルレート切り上げが続くだろう。

④中国と日本の経済関係は競合というより補完関係にある。これを活かすために、日中間のＦＴＡが欠かせない。中国の輸入関税がなくなれば、自動車は日本国内で生産し中国に輸出できる。日中ＦＴＡは空洞化対策であり成長戦略だ。

司会　篠原昇司　日本記者クラブ企画委員（日本経済新聞編集局次長兼日経ＭＪ編集長）

末尾に、パワーポイント資料があります。

©社団法人　日本記者クラブ

皆さん、こんにちは。野村資本市場研究所の関でございます。約１年ぶりに皆さんにお目にかかります。

きょうは、中国経済の最近のマクロ情勢を中心に報告させていただきます。議論は多岐にわたりますが、まずインフレと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について検討いたします。

続いて、皆さんの関心の高いテーマでもありますが、不動産バブルの行方と人民元の切り上げの今後の行方に焦点を当てます。

最後に、ご存じのように、2010 年に、中国のＧＤＰ規模が、日本を抜いて、アメリカに次ぐ世界第二位になるという可能性は極めて高くなっていますが、台頭する中国と、日本企業として、または日本の国としてどうつき合うべきなのかについても、私なりの考え方について述べさせていただきます。

このような四部構成で説明させていただきます。早速、本論のほうに入らせていただきます。

主要国で最も成長率が高い

まず、景気ですが、ご存じのように、2008 年 9 月にリーマンショックが起きて、これが 1 つのきっかけとなって、中国においても輸出が大幅に落ち込むという形で景気減速を余儀なくされました。これに対して中国政府は極めて早い段階で積極的に 4 兆人民元の景気対策をはじめとする、拡張的金融・財政政策をとり、これらが功を奏する形で、2009 年以降、中国経済は先進国より一歩先に回復してきました。

ここ（**添付資料「中国経済情勢」２、３㌻**）にありますように、2009 年のときに、先進国が軒並みマイナス成長に陥っていたころに、中国は、当初、政府が目指した 8%という目標をさらに上回る 9.1%という高成長を遂げました。2010 年になってから、ほかの主要国も緩やかに回復に向かい始めましたが、中国の場合はさらに成長を加速させて、年間の数字は来週発表される予定ですが、私は、おそらく 10.2%ないし 10.3%程度になるのではないかとみています。やはり主要国の中で、中国の成長率が最も高いという状況はいまだ変わっていないと思います。

これらを背景に、世界経済における中国の存在感が増しています。例えば、去年の世界経済全体の成長率は、ＩＭＦの推計では、大体 4.8%となりますが、その中の中国による寄与度は 1.3%と計算されます。これはどういう計算かというと、「注」に書いていますように、個別の国の寄与度は「その国の成長率×その国の世界ＧＤＰに占める割合」、ここではＧＤＰ購買力平価（ＰＰＰ）という形で計られるのですが、中国の場合は、ＩＭＦの予測では、去年の成長率は 10.5%、世界経済に占める中国の割合が、ＰＰＰベースで 12.6%となっていますので、10.5×12.6 という形で、中国の寄与度は全体の 1.3%になります。世界経済全体の伸び率 4.8%の内、中国はその 3 割近く寄与しているという計算になります。

ご参考まで、アメリカの場合、昨年の成長率が 2.6%とみられ、ＧＤＰで世界経済に占めるアメリカは 20.4%ですから、2.6%×20.4%は 0.5%になります。つまり、去年のアメリカ経済の世界経済への寄与度はわずか 0.5%で、中国の 1.3%を大幅に下回っています。

「中国は世界経済の牽引車になるのか、なれるのか、いつなるのか」という質問を、私、日々いただいているのですが、振り返ってみると、この逆転現象はもう 10 年ほど前から始まっています。

中国は 2001 年にＷＴＯに加盟しましたが、それ以来、世界経済への寄与度は、一貫して中国のほうがアメリカを上回っています。さきの計算式をもう一回思い出せば非常にわかりやすいのですが、世界経済に占めるシェアでみると、もちろんいまだアメリカのほうが断トツで大きくて、中国よりはるかに数値は高いんだけれども、ただ伸び率で比較すると、最近から始まったことではありませんが、大体中国の成長率の

ほうがアメリカの３倍ないし４倍という数字になっています。両方合わせて、中国の寄与度がアメリカを大幅に上回るという結果につながっているかと思います。

以上は、クロスセクションという視点からの、中国の世界経済における位置の確認となります。次に、時系列で、ＧＤＰとＣＰＩの四半期データの動きに沿った形で、最近の景気動向について、もう少し詳しくみてみたいと思います。

実際、リーマンショックの前から、中国はすでに景気減速の局面に入っていました。その理由は、インフレが高くなっており、中国政府は引き締め政策をとらざるを得なかったからです。先ほど触れたように、リーマンショックが起きてから、輸出が大幅に落ち込んだ形で景気がさらに減速して、2009 年の第１四半期の成長率は前年比 6.5%に落ち込みました。振り返ってみると、それが今回の景気循環の底と判断されます。

その後、中国経済が順調に回復して、ここ（**添付資料「中国経済情勢」４ページ**）に描かれているように、一種のＶ型回復をみせました。去年の第１四半期に、成長率は 11.9%に達しまして、これは今回の景気循環のピークと判断されます。中国の潜在成長率は、いくら甘く計算しても 10%程度ではないかと思いますので、11.9%という数字は、持続可能な数字ではもちろんありません。ぐっと上がったのは、やはりその前の年の、非常にベースの低いところからの反動という側面が強いかと思います。また、昨年の後半になると、景気対策の効果も薄れてきていますので、これらを背景に、去年の第１四半期に景気がピークを打った後、緩やかに減速してきています。

これから、成長率はさらに下がっていくとみるのか、近々また上昇傾向に転じるのか。それを判断するために、注目すべきは、やはり前回と同じくインフレの動向ではないかと思います。

成長率とインフレ率は相関関係がある

このグラフからみてもすぐわかるように、成長率とインフレ率の間では、実は極めてきれいな相関関係がみられています。経済学の常識で考えてもそうなのですが、少しタイムラグはあるんだけれども、景気がよくなれば、過熱になって、インフレは上がってきます。逆に、景気が悪くなると､インフレは下がってくるのです。ＧＤＰ成長率のピークとインフレ率のピークの間には、大体３四半期ほどのタイムラグがみられています。

このグラフ（**添付資料「中国経済情勢」５ページ**）でもう一回確認しますと、横の軸に３四半期前の実質ＧＤＰ成長率を書いて、縦の軸には今期のインフレ率と書きますと、極めてきれいな相関関係がみられています。これをもう少し厳密に統計学の手法、いわゆる回帰分析という形で計算してみました。それによると、この２つの変数の間の関係を弾性値で表すと、おおむね 1 程度なのです。つまり、3 四半期前のＧＤＰ成長率が 1%上がれば、この四半期のインフレ率は、それに合わせて同じ 1%上がるという計算になります。もちろん時間軸をずらして説明してもいいのですが、仮に今期の成長率が 1%下がったら、3 四半期後のインフレ率はそれに合わせて、同じ 1%下がるとういう計算になります。

これをベースに推計して、これもまた難しくいえば、シミュレーションということになりますが、太い線はＣＰＩの前年比の実績で、細い線のほうは推計の結果なのです（**添付資料「中国経済情勢」６ページ**）。数式をみるまでもなく、ＧＤＰ成長率のピークは去年の第１四半期ですので、従来のパターンで判断すると、3 四半期おくれて去年の第４四半期にＣＰＩインフレ率がピークを打つという計算になります。

インフレは緩やかに低下に転じる

最近、中国のインフレ率がどんどん上がっていますが、世の中では、意外に上がっている、サプライズだという形で受けとめられています。実は去年もこの場において、私、同じような分析を展開しまして、当時はまだインフレ率のレ

ベルは極めて低かったのですが、すでに景気がよくなった分、いずれインフレになって、中国政府としても、秋ごろにはインフレ率は 4%になる程度で、利上げは実施されるだろう、と申しあげたと記憶しています。振り返ってみると、それほど外れていません。だからといって、これからの予測が当たるというつもりは全くありませんが、このモデルは、やはり中国の景気を予測する時の１つの出発点になります。

すでに、その後景気が悪化の傾向に転じていますので、インフレはこのモデルをベースに申しあげると、去年の第４四半期にピークを打って、これからは緩やかに低下傾向に転じる。幸か不幸か、いま世の中は、こういう見方は極めて少数派の見解になっています。インフレはいままで上がってきているので、これからも上がるだろうというのが大半のエコノミストの考え方です。別に私は成功体験にこだわるわけではありませんが、やはりこの分析をベースに、これからインフレは下がる方向に転換すると見ています。

もちろん、これはあくまでも数字上の計算の結果で、ほかのいろんな指標も総合して考えなければなりませんが、そのときに、やはり金融政策の行方が極めて重要ではないかと思っています。これは、世の中では、いわゆる出口戦略という形で議論されていますが、ここ**（添付資料「中国経済情勢」７㌻）**にありますように、2010 年に入ってから、中国はすでに 6 回にわたって預金準備率を引き上げました。いまの 20%近くというのは、世界一高い水準になっているといっても過言ではないと思います。つまり、銀行の預金の 20%は中央銀行に預けなければならない、これは融資の資金源として使ってはいけない、という形で凍結されているのです。

さらに、おくれながらも去年の 10 月以降、2 回にわたって利上げが実施されています。中国の景気回復が非常に早かった背景には、4 兆元の景気対策に加えて、大幅な金融緩和があったというのは事実なのですが、この超金融緩和政策は、すでに見直されてきています。つまり、出口戦略はすでに実施されているのです。

その結果、一時、前年比 30%も伸びていたマネーサプライ（Ｍ２）の伸びは、現在、大体 20%程度まで落ちついてきています**（添付資料「中国経済情勢」８㌻）**。この 20%という数字は、もちろん先進国と比べると高いんだけれども、中国の場合は、成長率が 10%くらいであることを考えれば、それ程高いわけではない。実はリーマンショック前の正常な時期においても、マネーサプライは大体 2 割程度、一貫して伸びていたので、現在はまさに正常な状態に戻ってきているといえます。経済学の教科書にも書かれているのですが、インフレは常に貨幣的現象です。だから、マネーサプライの伸びが落ちついてきたということは、ある程度またタイムラグをもってインフレの低下につながっていくのではないか、そう考えています。

景気循環の４つの局面

以上の話を景気循環という形でもう一回整理してみたいと思います。

もし、成長率とインフレ率の間では全くタイムラグがなく、成長率が上がれば直ちにインフレが上がってきて、成長率が下がってくれば、インフレも直ちに下がってくるのであれば、景気の局面は 2 つしかありません。成長率もインフレも同時に上がるか、逆のパターンは、成長率もインフレ率も同時に下がるか、この 2 つしかありません。

ただ、いままで申しあげましたように、この 2 つの変数の間では、大体 3 四半期のタイムラグがある。そうなると、分析が少しおもしろくなって、2 つの局面ではなく、従来のそれぞれの平均値と比べて、成長率が高いのか低いのか、もう一方のＣＰＩの伸び率、つまりインフレ率が平均値より高いのか低いのかによって、4 つの組み合わせ、いいかえれば景気循環の 4 つの局面に分けて考えることができるようになります。

概念としては、これは①にあるように、低成長・高インフレ、つまりスタグフレーション期。次の②の段階では低成長・低インフレ、いわゆる景気の後退期。第三段階では③の高成長・低

インフレ、いわゆる回復期。最後に④の高成長・高インフレという過熱期。その次は、またスタグフレーション期という状況に戻ります。

この枠組みをリーマンショック以降の中国の状況に当てはめてみますと、冒頭で申しあげたように、リーマンショックの前から、すでに中国経済が減速局面に入っていましたので、2008 年後半はまさに低成長・高インフレというスタグフレーション期にありました。

景気が悪化すると、タイムラグをもってインフレ率も下がってきます。2009 年に入ってから、第 1 四半期、第 2 四半期においては、インフレ率も成長率も低く、中国は景気後退期にありました。この段階において、思い切った拡張的財政・金融政策がとられて、それを受けた形で、成長率は回復に向かいますけれども、インフレがついていくにはちょっとおくれますので、2009 年の後半においては高成長・低インフレという局面が生じるわけです。

最後に、景気がよくなって、おくれながらも 2009 年に入ってからインフレ率も上昇するようになって、今日に至って中国は高成長・高インフレという景気の過熱の状況にあります。

これは、少し角度を変えたほうがさらにわかりやすく、その循環性がみえてきます。ここ**（添付資料「中国経済情勢」10 ﾍﾟｰｼﾞ）**では横の軸に成長率、縦の軸にはＣＰＩ、インフレ率をとります。リーマンショックのころの 2008 年の第 3 四半期は、中国はスタグフレーション期で、その後、後退期を経て、回復期、さらには足元では過熱期と、反時計回りにちょうど 1 周しました。

なぜこういう循環をみせるかというと、成長率のほうが先行して、インフレ率は同じ方向にタイムラグをもってついてくるからなのです。また、この後退期においては、金融緩和、拡張的財政政策がとられて、これが景気回復のきっかけになって、成長率は上がってくる。逆に、現在のようにインフレも高くて、成長率も高い過熱期では、引き締め政策がとられて、成長率のほうが先に抑えられます。

いまは過熱期　これからスタグフレーション期に入る

私はエコノミストとして嫌でも予測しなければなりません。これからの中国経済はどうなりますかというときに、以上の分析を水晶玉のかわりに使って見ましょう。従来の循環に沿った形で、いまは④にあるんだけれども、これからはまたスタグフレーション期に入ります。ひょっとしたら来週出る数字では、もうすでにこの①のところに分類される可能性もあるかと思います。

次の段階では、おそらく来年の後半になると、インフレ率も沈静化するという形で、②の景気後退期に入ります。成長率も低いんだけれども、インフレ率もおくれて下がってきます。来年の後半は景気の底に当たります。

いま世の中では、中国といえば「インフレが高くなって、過熱だ、利上げだ」という大合唱になっていますが、少し冷静に考えれば、そんなに悲観的になる必要は全くありません。確かに、いまは一番苦しい時期ではあるんだけれども、景気はもうはっきりした形で鈍化してきていますので、今年の後半になると、インフレも落ちついてきます。そうなると、おそらく新聞の記事は、もはや「過熱」とか「利上げ」ではなくて、逆の方向で「金融緩和」を期待する記事に変わっていくのではないかなと思います。

あまりにも景気が悪化したら、金融緩和が実施されるだけでなく、もう一回の 4 兆元の景気対策が出るという可能性さえあるのです。現段階ではそうは考えていませんが、緩和政策が 1 つのきっかけとなって、来年に入ってから、今度は②の後退期から③の回復期に移るということになります。回復期のいいところは、成長率が上がっていってもインフレはなかなか上がらないという状況なのです。

共産党大会の年は成長率が高い

2011 年の中国経済は、悪くいえば調整期、よくいえば、ソフトランディングに向かう時期に

当たります。この調整期を経て、2012 年はひょっとしたら高成長が期待できるのではないか。その理由は、今年の後半からインフレが沈静化して、より緩い金融政策がとられるということに加えて、2012 年秋に中国において 5 年ぶりに中国共産党の全国代表大会が開催されることです。これは一種の政治的景気循環と呼ばれる現象なのですが、中国の場合は、特に改革・開放以来の 30 年間を分析してみますと、成長率の平均は 10.1%ですが、党大会が開催される年に限って計算すると、平均値より 1.2 ポイントほど高い、11.3%となっています**（添付資料「中国経済情勢」11 ページ）**。

どういう計算かというと、党大会が開催されるのは 82 年、87 年、92 年、97 年、2002 年、2007 年、この 6 年分の平均値は 11.3%となります。おまけに直近の党大会が開催された 2007 年の成長率は何と 14.2%でした。その意味で、政治的景気循環の傾向がますます強まってきているともいえます。

なぜこういう現象が起こるのかを説明しないと皆さんはおそらく納得しないと思います。党大会は人事異動の季節でもあるのです。中国は、さすがアメリカのように大統領選挙でリーダーを選ぶという形にはなっていないけれども、地方も含めてリーダーが評価されるときには、経済の実績、特に成長率、省のリーダーであれば、自分の省の成長率がほかの省と比べて高いか低いのかというのは非常に重要な指標の 1 つになっています。地方の幹部たちが中央に出世したい場合は、やはり自分の地方の経済をよくして、特に経済成長率を高めていかなければならない。どうせ高い数値を出すならば、この評価の時期に出したほうが一番都合がいいのではないか、こういう解釈になります。

それと類似しているのは、アメリカの大統領選挙と経済成長の関係です。これは昔からよく知られていることですが、アメリカでは 4 年ごとに大統領選挙が開催され、それに沿った形で大統領選挙の年の成長率は、普通の年と比べて高くなる。数字を確認しますと、76 年から 2009 年でみると、平均の成長率は 2.9%だけれども、大統領選挙の年に限って計算すると、3.5%と、平均値より 0.6 ポイントほど高くなっています**（添付資料「中国経済情勢」12 ページ）**。

米中は 2012 年に景気のピークを同時に迎えるか

2012 年は、中国において共産党大会が 5 年ぶりに開催される年であると同時に、4 年ぶりにアメリカで大統領選挙が行われる年にも当たります。5 年サイクルと 4 年サイクル、5×4 は 20、20 年に一遍、必ず重なるという計算になります。前回重なったのは 1992 年。その年は、鄧小平が広東省や上海に訪問して、南巡講話を発表した年でもありましたが、当時は、乱開発といわれるほど、中国の景気が極めてよかったのですね。ただ、そのときの中国のＧＤＰ規模はまだ日本の 8 分の 1 程度で、いくら頑張っても、世界経済への影響はそれほど大きくなかったのですが、今回は全く違うのです。

世界一のＧＤＰ大国のアメリカと、世界第二位のＧＤＰ大国の中国が、もし私の予測どおりに同じ 2012 年に景気のピークを迎えるということになれば、世界経済全体にとっても、これは非常に朗報ではないかと思っています。

リスク要因は不動産バブルの行方

そうなると、おそらく皆さんは、「ちょっと楽観的過ぎるのではないか。どこか落とし穴はないんですか。リスクはどこですか。」と聞くでしょう。聞かれる前に答えますが、さっき説明したように、インフレについては、私はそれほど悲観していませんので、インフレとは別にリスク要因を挙げるとしたら、私は、不動産市場の状況については、結構心配しています。バブルという言葉を使っていいのかどうか、ややちゅうちょしましたが、ここ**（添付資料「中国経済情勢」13 ページ）**にありますように、リーマンショックの後、70 の都市部の住宅価格は一時期調整局面に入りましたけれども、その後の景気回復と金融緩和を背景に、住宅価格は 2009 年から 2010 年にかけて大幅に上昇しました。

中国の統計は信用できるんですか、という質問をよくいただくのですが、さっきのＧＤＰとかＣＰＩとか、一般のマクロ統計については、私は極めて信憑性が高いとみています。ただし、不動産価格だけは例外です。私がそういう問題を提起しているわけではなくて、中国の国内においても、違うんじゃないかという意見があります。住宅価格指数は、おおむね方向性は合っていると思いますが、数字が上がっているときは、実態のほうが発表された数字以上に上がっていて、下がっているときは、逆に公式の数字以上に落ち込み幅が大きいという感じなのです。公式の数字に沿っていえば、去年の４月に、前年比でみてピークを打って、緩やかに伸びが鈍化してきています。

まず、なぜ鈍ってきたのかという背景について説明しますが、やはり不動産価格がどんどん上がっていくということは、中国政府にとっては、決してプラスではないのです。というのは、庶民の大半は不動産を持っていないので、不動産価格がどんどん上がっていく中で、庶民の間ではマイホームの夢がどんどん遠のいてしまって、不満が高まっています。その上、先進国の場合は、不動産価格が上がれば消費が盛り上がってきて、景気にとってプラスなんだと、教科書にもそう書かれているのですが、中国は違う。なぜならば、まだ発展途上国で、自分の家を持っていない人の数のほうが大半を占めているのです。

そうなると、一般市民がうちを買うためには、極端にいえば、飲まず食わずに頭金をためていかなければならない。ふだんでも大変なのに、不動産価格がどんどん上がってくると、ますます一般の消費を抑えなければならないということになります。景気にとってプラスどころか、むしろ消費を抑えるという意味で、マイナスの側面も極めて大きい。

その対策として、これ以上不動産価格が上がらないように、去年の４月以降、中国政府は一連の不動産価格対策を打ち出しています。その中身について簡単に紹介させていただきます**（添付資料「中国経済情勢」14ﾍﾟｰｼﾞ）**。

まず、一番重要なのは、住宅ローンに対する制限です。要求される頭金の額がどんどん上がってきています。いま自分で住む分でも、従来は20%の頭金を出せばよかったのですが、現在では30%になり、２軒目については、基本50%の頭金を出さなければならない、という状況になってきています。また、買う人の資格にも制限が加えられています。外国人だけではなく、例えば同じ中国人でも、上海で不動産を買うというのは、最近は非常に難しくなってきています。その都市の戸籍を持っているかどうかが 1 つの判断条件となっています。さらには、不動産保有税の導入も検討され、おそらく近々いくつかの都市においては実験の段階に入ると思います。

これらの政策は、それだけで十分なのかどうかは、正直なところ、私もわかりません。ただし、温家宝総理を初め、指導部が不動産価格を抑えようとする決意は極めて強いということだけは、私は読み取っています。もしいままで打ち出した政策だけでは不十分であれば、さらなる対策が打ち出されるだろう。すでに前年比でみて、不動産価格は落ちついてきています。近々また上昇するという可能性は極めて小さいのではないかと思います。

不動産価格は１～２割下がった後、緩やかに回復する

いま不動産の行方について、世の中には、大きく分けて 2 つの考え方があります。1 つは、これは楽観といっていいのかどうかわかりませんが、これからは都市化もどんどん進んでいくでしょうし、不動産価格は上がることはあっても下がることはないというものです。これは懐かしの日本でいう土地神話ということなのです。中国においても、全部とはいいませんけれども、相当の人々がそう信じています。

もう 1 つは、国内よりも外のほうがこの考え方をする人が多いのですが、やはり日本の経験からみて、中国はいずれ不動産のバブルがはじけて、第二の日本になる。いいかえれば、90 年代の日本のように、“失われた 20 年”が中国を

待っているという考え方。大きく分けて、この2つがあります。

私はどちらでもなく、やや中庸に、真ん中ではないのかなと考えています。つまり、一方的に上がるという状況ではなくなっていて、調整は避けられず、大体景気循環に沿った形で、これからあと1年ぐらいは不動産価格は下がる。1～2 割程度下がって、その後はまた緩やかに回復に向かうだろうと考えています。みんなが心配しているように、日本のように3割、4割下がっていくという可能性は、基本、小さいのではないかなとみています。

日本の不動産バブル崩壊とは違う

いまの中国の状況は、プラザ合意の後の日本と似ている。日本だけではなくて、中国の国内でもこういう議論はされていますが、確かに似ている部分が結構ありますが、実は60年代の日本とも非常に似ているのです。というのは、中国はいまだ高度成長期の真っ最中なのです**（添付資料「中国経済情勢」15ページ）**。

成長率でいえば、好景気のときには12～13%。2008年、2009年あたりのように景気が悪くなっても7～8%は何とかキープできる。これはバブルがはじけてからの日本とは非常に違うのです。日本の場合は、景気がいいときでも2～3%、よくないときはマイナス成長になります。日本では 1964 年の東京オリンピックの翌年に不況がありましたが、回復は非常に早かったのです。中国の場合は、仮に大幅な不動産価格の調整があっても、90年代以降の日本と比べて回復は早いと思います。

具体的にいえば、理由は2つあります。まず、不動産価格の割高感は所得の上昇によって解消されます。日本のバブル時は、東京だったら平均年収の15倍とかいわれるんだけれども、現在の上海は、大体25年分とか30年分ぐらいじゃないでしょうか。となると、とんでもない大きいバブルですね、という結論になってしまいますが、そのときの日本との違いの1つは、中国の場合は夫婦共稼ぎしていますので、1 人分の給料で計算してはいけない。また、これから給料もＧＤＰの成長に比例して伸びますので、いまの給料で計算して25年分であっても、10年後の給料で計算すると、その半分ぐらいに数字が小さくなってしまう。これが1つ目です。

もう1つは、仮に大幅に不動産価格が下がっていても、私の同僚のリチャード・クーさんの言葉をかりると、バランスシートシンドロームが起こって、日本の場合はなかなか所得がふえませんので、バランスシートを修復するのに10年も20年もかかってしまったんだけれども、中国の場合はまだ成長期にあり、回復力も早いのではないかと思います。

成長性とは別に、現在の中国は当時の日本と比べて、不動産セクターの銀行部門からの融資への依存度は低くなっています。日本の80年代の後半のときに、不動産関連三業種、これは不動産、建設、ノンバンク、この3つの合計で、住宅ローンを含まないベースでも銀行融資の全体の25%を占めていました。現在の中国は、住宅ローンを含んでも、全体の2割程度しかありません。住宅ローンを除くと全体の 7%程度にとどまっています。

ただし、ここで1つ注意しなければならないのは、その20%とは別に、銀行は、地方政府が設立した融資プラットフォーム会社に対して大量に融資していることです。その金額は後でおみせしますが、全体の2割程度に上っています。不正の分も含めて、その中の一部は不動産市場に流れているとされています。これこそ、これからの中国の景気をみるときの最大のリスクではないのかなとみています。その辺の事情は、日本ではまだあまりなじみがないので、少し詳しく説明したいと思います。

地方政府の融資プラットフォーム会社が最大のリスク

地方政府の融資プラットフォームというのはどういうものなのか。地方政府の資金の調達の仕組みを中心に、あわせて確認してみたいと思います**（添付資料「中国経済情勢」16ページ）**。

地方政府の財源は、大きく分けて2つありまして、1つは税金なんです。1994年に分税制が導入されていて、税種によって、100%地方政府の収入として計上されるものもありますし、国と半分半分の税種もあります。

ただ、日本と比べて、意外にも中国の財政面の分権化が進んでいて、地方政府が自分の意思で使える財源のほうが比較的大きいということです。中国がこの30年間、高成長した理由の1つは、地方間の競争なのです。地方の経済がよくなれば、自分のところでとれる税金がふえ、これをインフラ投資に回せば、また新たな外資の直接投資を誘発できる、こういう一種の好循環になっています。

税金のほかに、土地売買から得られる利益も、地方政府の財源になります。政府は、農民に対しわずかな補償を払って土地を収用し、その土地を工業団地やショッピングセンター用に転売する場合、都市部の郊外であれば、数十倍の値段がつくのです。その差額は地方政府の財源になります。

ただし、それでも地域間の競争で勝つためには、もっとほかのところよりよいインフラを用意しなければならない。支出面のほうが、恒常的に収入より大きくなっています。しかし、地方政府はみずから債券を発行したり、銀行から融資を受けたりすることはできないようになっています。法律上は、中央政府だけではなく地方政府も、均衡財政という原則のもとで借金してはいけないということになっています。財政赤字を賄うために、地方政府は土地を原資に（現物出資）、みずから独立した法人の資格も持つ融資プラットフォーム会社をつくって、銀行から融資してもらう。

正常な状態では、借りたお金を使って事業を展開します。例えば高速道路をつくって、事業が成功すれば、通行料で資金を回収して、銀行に返す、こういう仕組みになっています。

ただ、何が問題かというと、そのお金の一部は、本来の目的ではなく、横流しされて、不動産投機に流れているのではないかといわれています。これらが失敗して赤字が出たときに、融資プラットフォーム会社は自分の借金を返せない。この場合はだれが返すのか。

これは地方政府がつくったものですので、銀行の立場に立ちますと、暗黙的に地方政府の保証がついていると理解しているのです。ただ、実際、中国の法律では、地方政府は債務の保証をしてはいけないということになっていますので、不良債権が発生した時には、いろいろな問題が起きてきます。ルールが非常に不透明であるというのも、その一因になります。おまけに、担保になるのは常に土地ですので、土地の価格が下がれば、銀行にとって、やはり不良債権が膨らむ可能性はどんどん大きくなります。

リーマンショック後、急増した融資プラットフォーム会社

このような融資プラットフォーム会社の歴史を振り返ってみると、1990年代の初めに、当初、上海から始まりました。そのころはいろいろなところが上海をまねしてつくったけれども、本格的に数と融資の規模がふえたのは、実はリーマンショック以降です。4兆元の景気対策を賄うために、中央政府が財政で用意できたのは全体の3割程度しかありません。残りの7割は地方政府がみずから調達しなければならない。そのときに、多くの場合は融資プラットフォームを生かすという形になりました。中央政府もやむを得ずそれを容認せざるを得なかった、という状況になっています**（添付資料「中国経済情勢」17ページ）**。

融資プラットフォーム会社の数は大体8,000くらいに上っています。中国の省の単位は31しかありませんので、それと比べて融資プラットフォームの数がすごく多いというのはどういうことかというと、必ずしも省のレベルではなく、省の下のレベルの政府でもそれぞれプロジェクトごとにそういうような融資プラットフォームをつくっているので、数がすごくふえたわけなのです。

金額も、去年の6月の数字では、融資プラットフォーム会社への融資残高は7.6兆人民元に

達して、当時の銀行融資の 2 割程度に達しています。その後の当局の発表では、その中の 23%は借り手の返済能力または担保に問題があると発表されています。これは外の推測ではなく、中国当局の発表なんです。ただ、問題があるというのは、必ずしも不良債権になっているとはいっていませんので、それもグレーゾーンになっています。

これらを心配して、当局は去年、サンプル調査で、一部の銀行を対象として、欧米でも行われている銀行を対象とするストレステスト、いわゆる健全性審査を行いました。仮に住宅価格が 30%下がり、金利が 1%上昇する場合、銀行の不良債権比率は 2.2 ポイントほど上がるという結論になっています。いままでは銀行は非常にもうかっていますので、こんな程度で済むならば、大した問題にはならないと思います。

ただ、欧米においてさえストレステストというのはどのくらい信用できるのか、損失が過小評価されるのではないかという疑問もあります。繰り返しになりますが、やはりこれからの中国の景気をみるときに、一番リスクはどこにあるのかというと、広い意味では住宅バブル。その中でも、地方政府が融資プラットフォーム会社を経由して借金した分が不良債権にならないのかというのは、おそらく当局も実態を十分把握していないという意味で、最大のリスク要因としてみておくべきではないのかなとみています。

人民元　ニクソンショック前後の日本と似た状況

3 番目は、人民元の問題にまいりたいと思います。人民元の問題について、中国からプラザ合意以降の日本の経験と教訓を教えてください、という問い合わせをよくいただいています。私は、いまの為替政策をめぐる環境が、プラザ合意以上に、71 年 8 月 15 日のニクソンショック前後の日本と極めて近いのではないかとみています**（添付資料「中国経済情勢」18 ページ）**。

結論から申しあげると、中国は今固定相場制から変動相場制に移行する段階にある。移行するというよりも、移行させざるを得ない段階にあるというところは日本と極めて類似しています。環境だけではなく、当局の対応も極めて類似しています。

ニクソンショックまでの日本は高度成長期で、1 ドル 360 円という為替レートのもとで、外から割安になっていると批判されながらも、非常に高い国際競争力を持って、輸出主導型成長に成功した。しかし、70 年代の初めになってから、世の中は変わった。いまの中国も全く同じで、長い間ドルペッグ政策をとって、輸出で成長してきた。急に外からはいままでのやり方じゃだめですよといわれるようになりますが、成功体験があるので、なかなか応じようとしない。場合によっては、これは陰謀だという話につながってしまうわけなのです。

世の中のどこが変わったかというと、1 つ目は、当時の日本、またはいまの中国自身が変わったということなんです。60 年代の日本、またはちょっと前までの中国は、言い方は悪いんだけれども、輸出製品の安かろう悪かろうというイメージが国際市場において定着していた。安かろう、悪かろうの製品しかつくれない国は、製品が高く売れないから通貨は強くならないのです。為替レートと競争力の関係について、世の中では非常に誤解が多くて、中国は為替レートが安いから競争力が強いといっているんだけれども、本当は逆なんです。競争力がないから為替レートが安いだけなんだ。

しかし、これはちょっと前までの話で、いまは様子が変わってきています。70 年代の日本はなぜ円高になったかというと、使ってみたら、実はメイド・イン・ジャパンも悪くないということで、高くても日本製品が売れるようになったから、それにあわせて円高になった。同じように、中国も、メイド・イン・チャイナも実は悪くないと認められ、高く売れるようになったら、中国は 100 円ショップから卒業して、より付加価値の高い製品に移っていく。それに合わせた形で、人民元の上昇圧力は生じているのです。これは今の中国側と当時の日本側の変化です。

もう一方では、ペッグの対象となるドルもおかしくなっている。ニクソンショックはドル危機とも呼ばれています。今回も、世界的金融危機のきっかけはアメリカのサブプライム問題でした。これはおそらくたまたまではなく、それなりの必然性があるのではないか。自国通貨が上昇圧力にさらされるのとは逆の方向で、自国通貨がペッグしている対象となるドルがおかしくなっている。ドルそのものにむしろ下がる圧力がかかっている。そうなると、往復の２つの力が同時に働いて、日本の場合はニクソンショックが起きて、今回、人民元も、いやいやでも2005年７月に、中国でいう為替改革、人民元改革に踏み切らざるを得ませんでした。

その上、両国政府の対応も全く一緒で、いままでドルペッグで成功したのに、何で切り上げしなければならないのかが理解できずに、従来の為替政策のままでいいだろうと考えている。そうなると、無理して現在の為替レートを維持するためには、大規模の為替介入をしなければなりません。当時の日本もそうだし、現在の中国もそうです。その結果、一方では、外貨準備はどんどんふえてきます。去年の年末時点で、中国の外貨準備は2.8兆ドルに達しています。これは中国の中央銀行にとっては、資産として計上されます**（添付資料「中国経済情勢」19ｼﾞｰ）**。

ただ、介入というのは、人民元を売ってドルを買うということですから、その裏返しで、債務としての通貨の発行量もどんどんふえています。これはいわゆる過剰流動性の原因の１つにもなっています。当時の日本では、最終的にはオイルショックと重なって狂乱物価につながったわけなのです。中国の現在のインフレと不動産バブルは、実は、為替レートを無理して安い水準に安定させようとする当局の介入の結果をある程度反映しているのではないかとみています。

これを受けて、おくれながらも、2005年７月に中国は人民元改革を実施しました。最初は2%ほど切り上げてから、その後の３年間、緩やかな上昇を容認して、大体累計20%程度、人民元はドルに対して上昇しました。

リーマンショックの前後から、世界的金融危機を背景に、約２年間ほど中国はまたドルペッグに戻りましたが、アメリカからまたいろいろな圧力がかかってきて、中国国内のインフレ圧力、バブルの圧力も高まる中で、去年の６月に人民元改革が再開されたわけなのです。

管理の基準はＢＢＣ（バンド、バスケット、クローリング）方式

前回と同じように、今回も、公式の発表では、中国は管理変動制に移ったということになっています。どういう基準をもって管理しているのか。よくＢＢＣ方式と呼ばれて、管理の基準は３つありまして、１つ目はバンド（Band）。日々の動きは、朝、政府は、中間値といってベンチマークの為替レートを発表して、その当日の取引はその±0.5%以内におさまらなければならないと決まっています。それを超えようとすると、政府は介入するということになります。ただ、実際は超えなくても、政府は介入しているというのが実態なのです。

２つ目は、通貨バスケット（Basket）といいまして、対ドル安定だけではなく、欲張って、対ユーロも、対円も、ほかの主要通貨との安定性も加味して、為替レートの政策を考えましょうと。もし通貨バスケット制を導入すれば、ほかの主要通貨と人民元との間である程度の連動性がみられるはずなのです。

過去半年のデータを確認しますと、人民元と円との連動性はほとんどみられていません。しかし、人民元とユーロとの連動性はそれなりにみられるようになりました。つまり、ユーロがドルに対して上昇するときに、人民元もユーロと一緒に上昇します。全く対称的に、ユーロがドルに対して安くなるときには、人民元もユーロに合わせてドルに対して下がってきます**（添付資料「中国経済情勢」22ｼﾞｰ）**。

ここで注意しなければならないのは、左と右の目盛のスケールが全然違うということです。いいかえれば、顕微鏡でみたら連動性がみられる。大体、連動の程度は１割程度なんです。つまり、通貨バスケットの中でユーロのウエート

はどのくらいあるのか、この連動関係から判断して、約1割ぐらいじゃないか。例えば、ユーロが仮にきょうはドルに対して 1%上昇すれば、人民元もドルに対して上昇しますけれども、上がり幅はまるまる 1%ではなく、そのウエートの1割に合わせて 0.1%になるということなんです。つまり、気持ちだけユーロと一緒に連動する、という形になります。やや乱暴な計算になりますが、バスケットの残りの 90%はいまだドルになっている。

さらに、3 番目の基準はクローリング (Crawling) です。クローリングとは赤ちゃんがはいはいするという意味で、2005 年 7 月の 1 回目の改革の後、小刻みに 3 年間にわたって人民元が 20%上昇したという部分は、まさにクローリングに対応しています。

だから、世界経済への影響とか、日本経済への影響を考える上では、さっき申しあげたバンドとかバスケットとかはあまりにも規模が小さいので、ほとんど意味はないのです。むしろこのクローリングの部分、つまり、これから年率何%ぐらい人民元が上がってくるのかというのが注目すべきところではないかと思います。

人民元　年率５～６％程度のペースでドルに対し上昇

去年の 6 月から人民元の切り上げが再開され、半年で大体 3%程度、対ドルで人民元が上がってきています。アメリカは 3%では不満で、今度、胡錦濤主席が訪米するときに、また中国に圧力をかけるでしょう。しかし、年率に直しますと、これは 6%になるので、おそらく中国が容認できるのは、大体この程度ではないのかなと思っています。これからも年率 5～6%程度のペースで人民元がドルに対して上昇するだろうとみています**（添付資料「中国経済情勢」21 ページ）**。

人民元は、おそらく一時的ではなく、中長期にわたってドルに対して上昇するとみています。これは日本のニクソンショック以降の経験でもあります。ニクソンショックまでは 1 ドル 360 円でしたけれども、95 年、一時 1 ドル 80 円を割った場面もありまして、25 年間にわたって、年平均でみて、円がドルに対して年率 6%ぐらい上昇しました。とりあえず、いま人民元の対ドルの上昇のペースもほぼ同じぐらいとみていいのではないかなとみています。

では、人民元が強くなったら、日本経済にとってプラスなのか、マイナスなのか。世の中では、日本が人民元の切り上げを要求しているくらいですから、プラスに決まっているじゃないかという答えが多いのですが、私は必ずしもそう思わないのです。多くの日本企業が中国企業と競争しているのであれば、人民元が強くなったら、競争相手の価格が高くなって自分の競争力が高まるでしょうが、このような企業は少数派なのです。日本では、中国と競争しなければならないという企業は、言い方は悪いんだけれども、大体、衰退産業なのです。

むしろ逆に、ユニクロのように、中国と補完しているところのほうが多いのではないか。中国から中間財を輸入しているユニクロにとって、その価格が安いほうがいいのか、高いほうがいいのかというと、彼らにとって投入価格に当たりますので、当然安いほうがいいに決まっているのです。もし、人民元高によって輸入価格が上昇しているのに、国内の景気がよくないため、なかなか産出価格に転嫁できなかったら、ユニクロの収益がどんどん減ります。日本ではこのような企業のほうが、中国との関係においては主流になっていると思います。その意味では、人民元が強くなったら、日本経済にとってプラスであるという主張については、私は極めて疑問に思っています**（添付資料「中国経済情勢」23 ページ）**。

日中経済は競合ではなく補完関係

最後に日中経済関係について、私なりの感想を少しだけ述べさせていただきます。世の中では日中両国はすでに競合関係になっていると認識されていますが、私は逆に「補完関係」にあると見ています。競合関係というのは、中国の強い分野においては日本も強く、中国の弱い分

野においては日本も弱いということです。もしそうではなく、中国の強い分野においては、日本は弱いんだけれども、逆に中国の弱い分野においては日本は強いのであれば、補完関係に当たります。

仮に、中国のＧＤＰが日本を抜いたとしても、人口は10倍ですので、1人当たりＧＤＰはまだ日本の1割程度にとどまっています。発展段階でいうと、ここ**（添付資料「中国経済情勢」24ページ）**にありますように、標準的な指標を比較したら、現在の中国の発展段階は、おおむね 40年前の日本に相当しています。同じ発展段階であれば、つくっているものも似てきて、競合関係が強くなってくるんだけれども、日中関係は、いまだ先進国と途上国、または新興国という関係なんです。だから、補完性のほうが依然として強いということになります。

本当に補完関係になっているかどうかを、ここでは 2 つの角度から確認したいと思います**（添付資料「中国経済情勢」25ページ）**。1つ目は、いわゆる製品間分業、横の軸には右へ行くほどハイテク製品、付加価値の高いものを並べて、左に行くほどローテク製品を並べます。縦の軸には、日本と中国それぞれのこれらの製品の輸出金額を書きます。描かれる山が大きいほど輸出規模が大きいということになります。いまはもうすでに中国の輸出規模は日本の倍以上になっていますので、中国の山が日本の山より大きくなっている。

ただ、この山が右に偏っているほどハイテク製品が中心ということですから、いまも日本のほうが産業のレベルという意味では中国より進んでいるという点については、全く疑問はないと思います。もちろん時間とともにこの2つの山は変化します。

日本からみて中国とどのぐらい競合しているのかを確認してみましょう。1 つの目安として、重なっている部分、この（C）の影の部分が日本の輸出全体（B）の何%かがわかったら、日中の競合度はある程度わかります。私が数年前に計算したときは、まだ2割程度でしたが、その後はおそらく上がってきていると思います。あくまでも推測ですが、いまでは3割程度ではないかとみています。

富士山がヒマラヤの裏に隠れるか

ただ、この関係は時間とともに変わる、ということは、中国の山がどんどん大きくなれば、重なる部分はふえます。大きくならなくても、中国は古い産業を切り捨てながら、どんどん新しい産業が成長していけば、山全体が右のほう（ハイテク製品）にシフトしていきますので、もし、日本がこの20年間のように大きくもならず、止まったままであれば、やがて富士山がヒマラヤの裏に隠れてしまう。そういう可能性があることを私は否定しませんけれども、これはどのくらい中国が頑張るかだけじゃなくて、日本がどのくらい止まったままでいるのかにもよるのです。

だから、日本としてどうしたらいいのか。当然ですが、過去20年間のやり方ではだめです。中国は、積極的に古い産業を切り捨てながら新しい産業を育てているのに対して、日本では百何十兆円の景気対策は、常に衰退産業をいかに守るのかという形で使ってしまったから、この山が止まったままになっているのです。そのお金は本来、ここ（中国製品と競合する製品）ではなく、この辺（付加価値の高いハイテク製品）に使うべきではないでしょうか。付加価値の低いところでいくらがんばっても、中国だけじゃなくて、これからインドとか、いろいろな新興国とも競争しなければならないので、言い方は悪いんだけれども、これ以上の無駄な努力はもはや、やめてほしいのです。

これと類似する話ですが、製品間分業ではなく、工程間分業という形でみると何がみえてくるのか**（添付資料「中国経済情勢」26ページ）**。例えば1台のＰＣの生産過程を念頭に置けば、研究開発やＣＰＵのような部品といった川上の部分に当たるところは付加価値が高くて、中国が得意とする組み立ての部分は常に付加価値が低い。これは労働集約型の工程なんですね。川下に行くと、ブランドや販売、アフターサービスがあり、また付加価値は上がっていきます。バ

リューチェーン、または、サプライチェーンに沿った各生産工程の付加価値の変化は、よく“スマイルカーブ”としてとらえられています。

スマイルカーブの両端でこそ日本は努力すべき

中国は組み立ての部分では強く、賃金水準が高い日本は、もはや中国と競争できなくなる。だから、中国は脅威だという議論をよく耳にします。忘れがちなのは、スマイルカーブの両端については、いまだ日本をはじめとして先進国がしっかり握っているということです。もし握っていなければ、これからは握らなければならないということになります。さっきと同じ結論で、無理して組み立ての部分で無駄な努力をして、中国や、ほかの新興国と競争しても、日本には絶対勝ち目はないので、付加価値の高い両端に力を集中すべきだということになります。

実は、このグラフは日本からみる時だけではなく、最近になって中国の対日投資を考える上でも、極めて参考になるのではないかと私は思うようになりました。いままでは、直接投資といえば、日本が一方的に中国に進出するということでした。しかし、中国はいつまでたってもこのあごの部分（組み立て）に甘んじるわけではありませんので、中国企業も、一刻も早くこのスマイルカーブの両端を手に入れたい、自分の弱いところを少しでも強化しようとしています。

何かいい方法はないのかというと、実は、日本の企業を買ったら、この付加価値の高い両端を手に入れることができる。中国の対外直接投資がふえているというニュースが前からありましたが、どちらかというと、中国石油とか大型国有企業を中心に資源を確保するというのがメーンでした。しかし、ここに来て、一部の民間企業や製造業も含めて、日本企業を買収するという事例が結構ふえてきています。具体的な数字は、ここ**（添付資料「中国経済情勢」27ページ）**にありますように、帝国データバンクの調査では、2010年6月現在、中国企業が出資する日本企業の数は611社もあって、5年前の2.5倍となっています。

中国の対日投資は垂直統合型

Ｍ＆Ａというときには、大きく分けて水平統合型と垂直統合型の2つがあります。水平統合型というのは、同じ業種の企業が一緒になって市場のマーケットシェアを広げようとすることで、例えば日本の同業の企業を買って、日本の市場のシェアを拡大させるというのが水平統合型になります。いま中国の対日投資の中心は、この水平統合型ではなく、もう一方の垂直統合型が中心になっています**（添付資料「中国経済情勢」28ページ）**。

スマイルカーブに沿って言えば、中国企業は、もともとここ（組み立て）しかできないのだけれども、これからは付加価値の高い両端を手に入れて、サプライチェーンを完成させたい。そのために、日本企業を買うという動きが、最近活発化しているのです。例えば、2002年に上海電気グループがアキヤマ印刷機製造を買ったというのは、その技術を獲得したいからなのです。

より直近の事例としては、山東省の如意グループが日本のレナウンを買収しました。狙いは、主にレナウンが持っているいくつかの著名なブランドなのです。

さらには、太陽光電池メーカーであるサンテックパワーは、日本のＭＳＫを買収して、これを使って日本での市場の拡大を目指しています。サンテックパワーは、その後、あっという間にこの業界では世界一の企業になりました。

このリスト**（添付資料「中国経済情勢」29ページ）**をみてすぐわかるように、件数はふえているんだけれども、多くの場合は、日本側は大体つぶれかけている会社が中心になっています。ただ、成功事例が増えれば、今後は大型案件を含めて、これから中国企業によるＭ＆Ａがふえる可能性は大きいのではないかとみています。少なくとも中国側からみて、日本企業を買収するというニーズは極めて高いとみています。

日本にとって中国は工場か市場か

今度は、また日本の立場に戻りますが、このサプライチェーンを完成させるという観点とは別に、中国をマーケットとしてみるのか、それとも市場としてみるのかというのも重要な観点なのです。企業が戦略を立てる際に考えるべきは、第一に、自分の持っている製品の市場優位は中国にあるのか、それとも日本にあるのか。つまりどこで売れるのかということなんですね。

第二に、同じ品質であれば、日本でつくったほうが安いのか、それとも中国でつくったほうが安いのか。難しくいえば、生産優位はどこにあるのか。

概念的には、4 つの組み合わせが考えられます**（添付資料「中国経済情勢」30 ﾍﾟｰｼﾞ）**。1 番目は、これはユニクロが代表選手なんですが、中国で安くつくって、中国で売るのではなく、日本に逆輸入する。これはアウトソーシングともいいます。もちろんユニクロもここに来て中国のマーケットを目指すという形で、2 番目のウエートも最近高まってきています。より一般的にいえば、中国でつくったほうが安いだけではなく、日本に持ち帰るよりも中国で売れるならば、現地生産・現地販売のほうがいいということになります。実際、自動車の対中投資のほとんどは、この現地生産・現地販売に分類されます。

私が一番興味を持っているのは、実はこの 3 番目の部分です。日本でつくったほうが品質もよく、コストも安いのであれば、仮にこれからマーケットはどんどん中国にシフトしても、必ずしも中国での現地生産・現地販売を行う必要がなく、本当に競争力があれば、日本で生産して、中国向けに輸出しても競争できるのです。いいかえれば、同じ中国のマーケットにアクセスする方法として、直接投資と輸出が実は代替関係にある。

その上、日本で生産して中国向けに輸出するならば、雇用は日本の国内に残るというメリットもあります。

すべての工業製品がメイド・イン・チャイナにはならない

こういうと、「中国の賃金水準はまだ日本の 1 割程度しかない。こんなコストの差があって、あらゆる分野において中国でつくったほうが安いに決まっているんじゃないか」、こういう質問をよくいただいています。すべての工業製品はメイド・イン・チャイナになってしまうんじゃないか、というのです。振り返ってみると、日本の 80 年代のバブルのころもそういう話を聞きまして、最終的にはすべての工業製品はメイド・イン・ジャパンになるのではないかといわれた時期もありました。結局、全部メイド・イン・ジャパンにはならなかったと同じように、全部メイド・イン・チャイナになるはずもないのです。

その理由は非常に単純で、もしそうなったら、輸出だけして輸入しないという国の通貨は無限大に強くなって、その結果として、もともと競争力のあるもの、おそらく労働集約型製品から始まって、どんどん国際競争力がなくなってくるからなのです。日本で起きたことは、すでに中国でも起こっています。人民元の切り上げとともに、このような傾向はより鮮明になってきます。これは教科書でいう比較優位なんです。どんな国でも、すべての製品において、国際競争力を持つことはできないということになります。

そうなると、「この辺で具体例を挙げてください」といわれるのですが、エコノミストは抽象論が得意で、具体論が下手なのですが、原理原則でいえば、ハイテク製品であるほど、まだ日本が強い可能性は十分あるし、工程に分けて考えたら、川上と川下は依然として、まだ日本が強い分野がいくらでもあるはずなのです。

自動車現地生産の理由は関税が高いから

1 つの具体例を申しあげると、実は自動車です。トヨタ、日産、ホンダは、いま中国で年間 200 万台以上自動車を生産しています。中国で

つくったほうが安いからではありません。実際、メーカーさんに「何で中国でつくるの？」とたずねると、口を揃えて、「中国のマーケットが大きくなっているからなんだ」と答えます。ただし、これは「何で輸出じゃだめなのか」に対する答えにはなっていないのです。本当に中国でつくらなければならない理由は、大きい声ではいえないんだけれども、中国の輸入関税が高いからです。中国はＷＴＯに加盟してから、自動車に関していえば、関税は 100％から現在の25％まで下がってきています。それでも、日本で生産して、輸送料を乗せて、さらに税金 25％を上乗せすると、現地で生産している企業と競争できません。

日本は極めておもしろい国で、衰退産業における古い工場をたたんで中国に持っていくと、地方の新聞はすぐ空洞化だと騒ぐんだけれども、トヨタ、日産、ホンダのような一番最先端の企業が中国に進出して、年間 200 万台単位でつくっていても、それは市場開拓だと言って、拍手で送り出すのです。いま日本が守るべきものは衰退産業なのか、最先端のところなのか。どうして衰退産業を守るのは熱心で、最先端のところを守らないのか、ということを聞きたくなるわけです。別にトヨタ、日産、ホンダを批判しているつもりは全くありませんが、彼らもいろいろな制約条件のもとでいかざるを得ないと、私はどちらかというと同情しているのです。

関税をなくす日中ＦＴＡが最も有効な成長戦略

日本政府が日本企業を応援するためには、どういう方法があるのか。建設的意見を申しあげますと、もし自動車に関して 25％の中国側の関税がなくなれば、日本で生産して中国向けに輸出することができるようになります。中国の自動車市場は、昨年、年間 1,800 万台、おそらくあと 15 年ぐらいで 3,000 万台になります。仮にその 1 割に当たる 300 万台が日本の国内で生産して中国向けに輸出できれば、付加価値の高い分野において、多くの雇用が日本の国内に創出されるということになります。

どうしたらこの関税をなくしてもらえるのかというと、もはや方法は 1 つしかありません。中国との間で一刻も早く自由貿易協定をつくることです。この意味において、日中間のＦＴＡは、日本にとって空洞化対策を超えて、いまの民主党政権の愛用する言葉をかりれば、最も有効な成長戦略ということになります（**添付資料「中国経済情勢」31 ページ**）。

最近、日本では中国とＦＴＡを組むのではなく、アメリカなどとＴＰＰを組もうとしています。しかし、ＴＰＰの中には中国が入っていなければ全く意味はないことだけつけ加えておきたいと思います。

≪質疑応答≫

質問　住宅バブルについておうかがいしたいんですけれども、まず 1 つは、いま確かに住宅は所得に比べて高いけれども、しかし、所得が上がっていくから、バブルは所得上昇が吸収する部分がある、こういうお話でしたね。しかし、もう 10 年以上にわたって、中国では労働分配率がどんどん下がっている。去年の秋の共産党の中央委員会総会でも、もっと労働者の収入をふやさなければならないといいましたけれども、その後、何も具体的な政策手段はとられていない。むしろ労働分配率がどんどん下がっている。その点が 1 つ。

もう 1 つは、地方政府が土地の不動産売買で財源をつくっているということですけれども、最近はそれをやり過ぎるものだから非常に社会は不安定になってきて、社会的な緊張が高まっている。その図式はもはや成り立たないんじゃないか。労働分配率の問題と、不動産収入という、住宅バブルを支えてきた問題が両方とも崩れるのではないかと思いますが、いかがですか。

市場の力が働くようになった労働分配率

関　労働分配率については、政府は口ではいろいろいっているんだけれども、何もやっていないんじゃないか、この点については、私も基

本、同感です。いままでやっている分は、極めて不十分である。

ただ、幸いに、市場の力は少し働くようになったんです。去年、この場で、中国は労働力過剰の状況から労働力不足の状況に向かっているという話をしました。いわゆる完全雇用を意味する「ルイス転換点」に近づいてきて、ようやく賃金上昇率のほうがＧＤＰ成長率を上回るようになっています。これが定着すれば、労働分配率は改善するという方向に向かう。これは政府が最低賃金を上げたからというよりも、市場の需要と供給の関係が、労働者に有利に働くようになったことを反映しています。

同じことを、やや別の角度からみて、これも前回この場で申しあげたことなんですが、従来のような､所得の高い沿海地域の成長率が高く、内陸部のほうはどっちも低いという状況が2007年以降は逆転しています。私のいう西高東低型が、去年も含めてもう４年間、定着しています。まだ不十分ではあるんだけれども、少しずつ改善の方向に向かっているというほどではないにしても、一方的に悪化するという状況ではなくなっている。

所得格差より不公平に農民は怒っている

社会が安定するかどうかは、あえていえば、所得格差、不平等が問題ではなく、不公平が問題だと私は思うんです。

いま、いろいろな暴動とかが起きているのは､大体土地と絡んでいるところが多いです。さっきも触れたように、農民にわずかの補償を払って追い出して､転売したら何十倍の値段もつく。ルールにのっとって、地方政府の財政になるのならまだいいんだけれども、非常に不透明で、いろいろな不正とか腐敗とかにつながっている。だから、農民のほうが怒っている。彼らは、戸籍の問題も含めていろいろな形で、差別を受けている。これらの問題をいまの体制のもとではなかなか解決できない。そうすると、暴動を起こすしかない、というような状況です。これは非常に望ましくないと思います。

これらの問題を解決するためには、いろいろな考え方があるんだけれども、もはや政治の改革は避けられないという段階です。必ずそろそろ政治改革が行われるというつもりはありませんが、「べき」論としては、それがなければなかなか解決できないと思います。単に市場の力だけでは限界があるということです。

質問　中国のドル建ての米国債保有リスクの問題ですが、アメリカは、金融緩和をＱＥ２でこの間やり、さらに、一段の金融緩和をやるとほのめかしました。裏返せば、ドル安のリスクが高まることになるわけです。圧倒的にドル建て保有の米国債のリスクというのは非常に大きいので、ここのところをどう中国は考えているのか。

国際通貨戦略は三つあるが不十分

関　中国のいわゆる国際通貨戦略は３つの部分からなります。１つ目は、人民元の国際化。できるだけ、国際貿易をはじめとする国際取引において、ドルを使わずに人民元を使う。これは､ある意味では80年代以降の円の国際化の議論とは極めて類似しています。

ただ、直ちに人民元がドルにとってかわって基軸通貨になるという話はではありません。中国の言う、「人民元の国際化」というのは、あくまでも自分と貿易相手の間の取引を自国通貨でやるということであって、第三国間の取引にまで人民元が使われるということは、現段階ではまだ視野に入っていません。人民元の国際化は、この２年ほど、結構加速してきています。

２つ目は、アジア地域における通貨の協力。アジア通貨危機のときには、日本側は榊原財務官（当時）を中心に、いわゆるＡＭＦの構想を提案したのですが、当時は中国が反対したからつぶれたといわれています。しかし、最近になって、逆に中国はＡＭＦ構想をはじめアジアの債券市場の構想にも極めて協力的、熱心になってきました。このきっかけの１つは、やはりドル体制がおかしくなっていることです。

3 番目は、グローバルな観点から、基軸通貨はドルでいいのかということを念頭に、中央銀行の周小川総裁が論文を発表しまして、中国はＳＤＲをもっと国際取引で使うようにしよう――中国に限らず、多くの新興国も――というような提案をしています。

ただ、これはすぐできることでもないし、どのくらい現実的なのかについて、おそらく周総裁本人もわからない。あくまでも１つの構想を打ち出して、皆さんの反応をみてみる、といった意味合いのほうが強いのだと思います。

「錦上添花」から「雪中送炭」に政策転換を

現段階では、戦略らしきものはこの３つになります。それをもってすべての問題が解決できるのかといったら、もちろん極めて不十分です。私は、2002～2003 年ころから、もうすでに外貨準備が多過ぎると、いろいろ書いているんですが、その当時と比べて、また数倍も大きくなっているんです。外貨準備はある意味では国民の貯蓄ですので、貧しい国の中国が、こんな大金を米国債の購入という形で豊かなアメリカに貸すというのは論理的にもおかしい。これは効率性の問題もあるし、公平性の問題でもあるんですね。

中国の四文字熟語でいうと、アメリカにお金を貸すのは「錦上添花」に当たります。すでに豊かなところにさらに花を添えるというような状況です。いま中国の国内で、（農村・農業・農民の）三農問題をはじめとして、多くの問題がまだ解決していません。お金がないから解決できないというのは、明らかに認識が間違っているのです。膨大な外貨準備の一部を三農問題の解決のために使えばいいのです。それは同じ四文字熟語でいうと「雪中送炭」といって、寒いところに炭を送るということです。いま求められるのは、まさにこういうような政策の転換だと思っています。外貨準備をより有効的、しかも公平的に使うことがいま求められるのではないかと思います。

司会　ありがとうございました。まだまだ聞き足りないという感じもありますが、時間ですので、きょうの記者会見を終わります。

関さん、ありがとうございました。

関　どうもありがとうございました。（拍手）

（文責・編集部）

NOMURA

Nomura Institute of
Capital Markets Research

中国経済情勢

2011年1月14日

株式会社　野村資本市場研究所
シニアフェロー　　関　　志　雄

本資料は野村資本市場研究所の研究員による資料を基に作成した、野村證券金融経済研究所の著作物です。

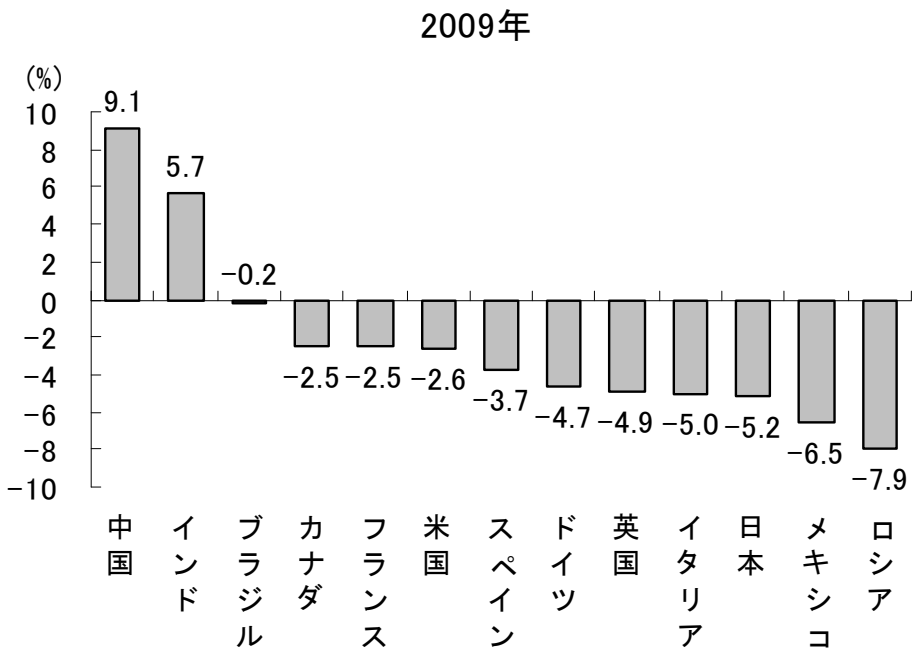
巻末に記載されている重要なディスクロージャーをお読み下さい。

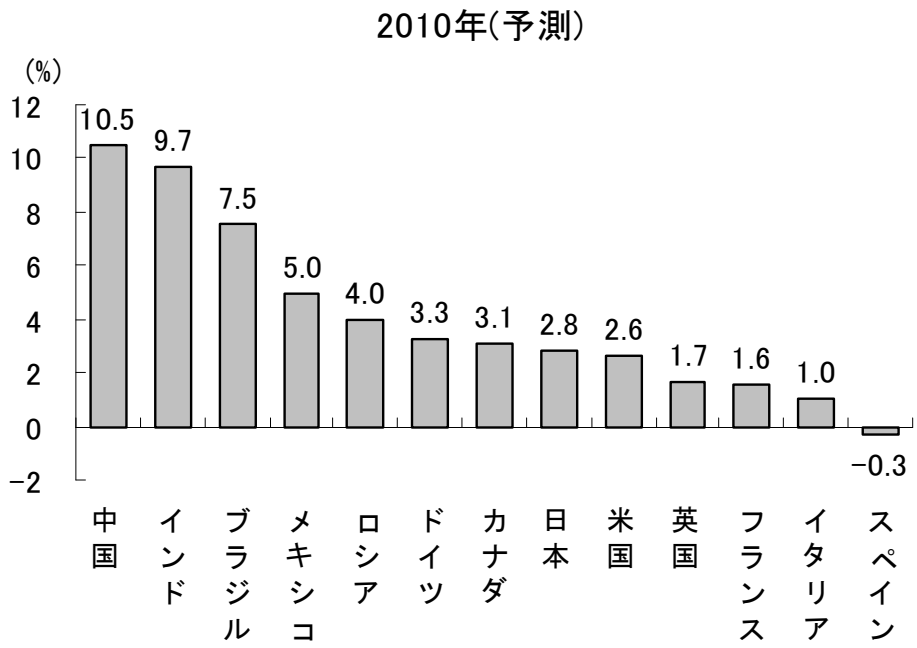
今日のテーマ

- 景気動向と見通し―インフレ率とGDP成長率の関係を中心に
- 不動産バブルの行方
- 再開された人民元の切り上げ
- 中国の台頭と日本

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

主要国の実質GDP成長率

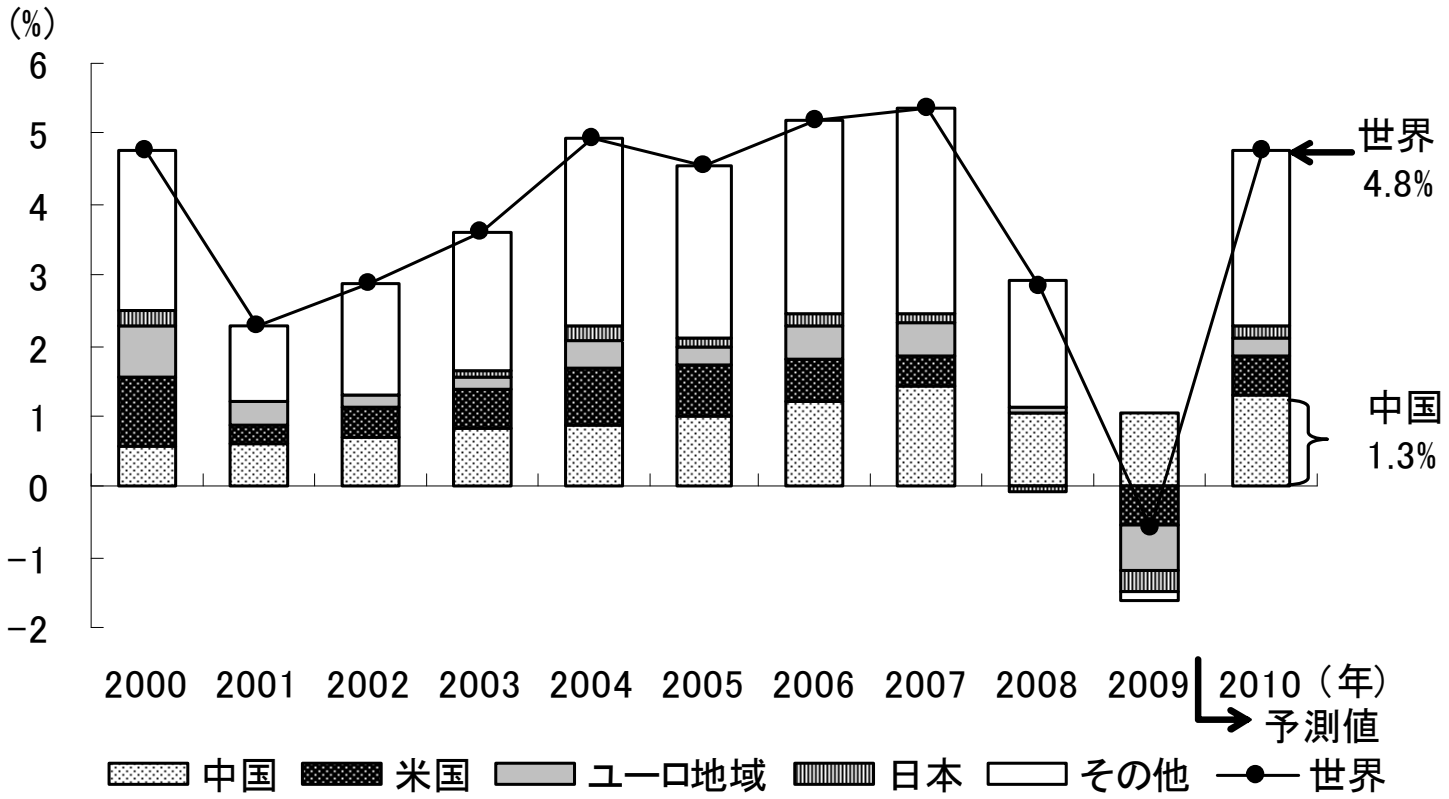




（出所）IMF, *World Economic Outlook*, October, 2010

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

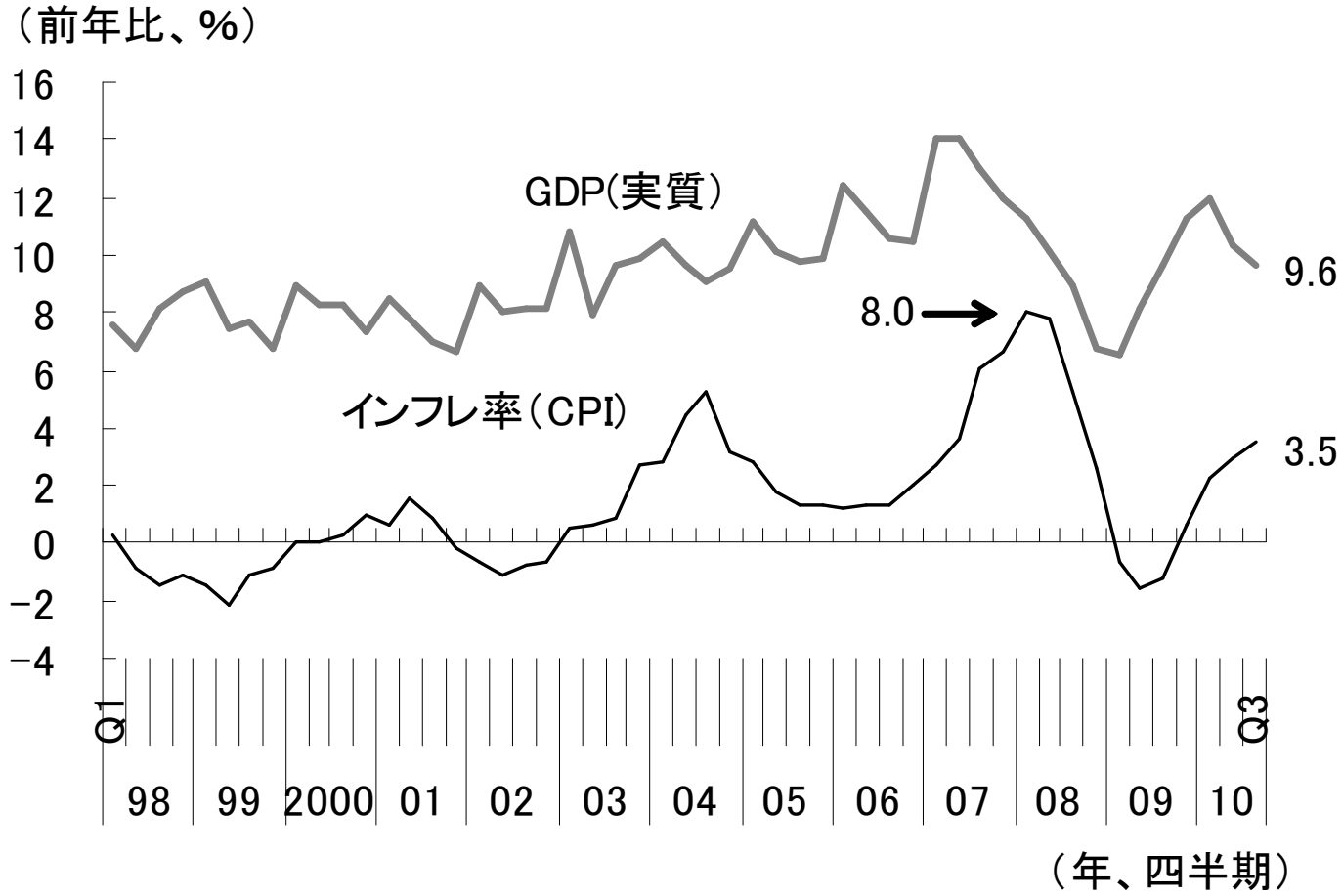
主要国・地域の世界経済成長への寄与度



(注) 寄与度　＝　成長率　×　世界GDPに占める割合（購買力平価ベース）
2010年中国の寄与度（1.3%）＝（10.5%）×（12.6%）
2010年米国の寄与度（0.5%）＝（2.6%）×（20.4%）
（出所）IMF, *World Economic Outlook Database*, October 2010より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

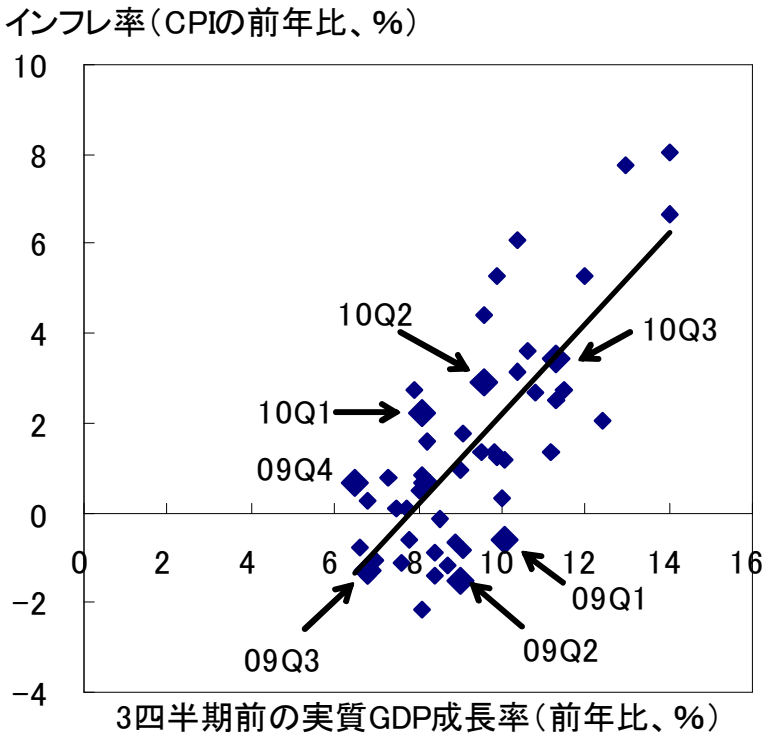
GDP成長率とインフレ率の推移



（出所）CEICデータベースより作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

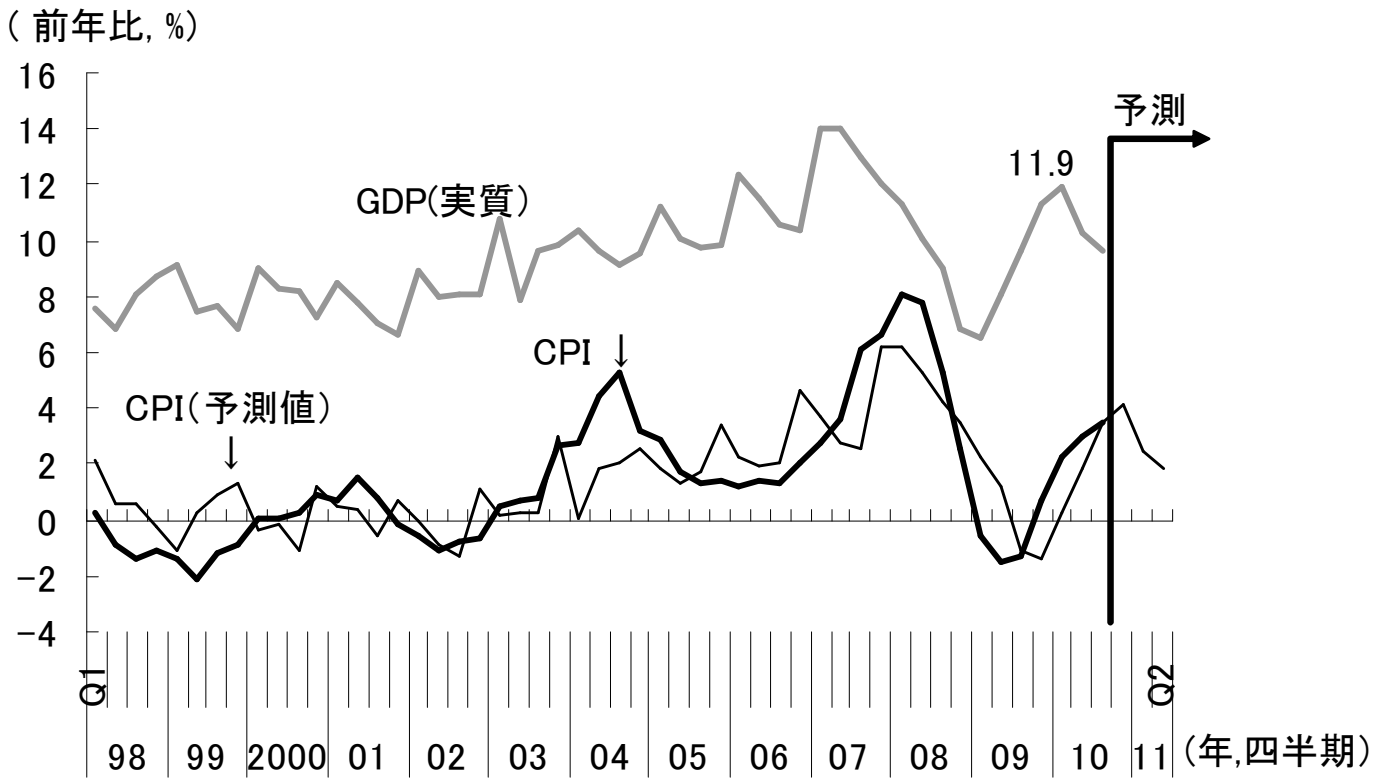
GDP成長率とインフレ率の相関関係



（注）推計結果
インフレ率（CPI）＝－7.95＋1.01×3四半期前の実質GDP成長率
（8.26）
カッコはt-値　　$\overline{R}^2 = 0.57$
推計期間　1998年第1四半期(Q1)～2010年第3四半期(Q3)
（出所）CEICデータベースに基づき作成・推計

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

GDP成長率に遅行するインフレ率

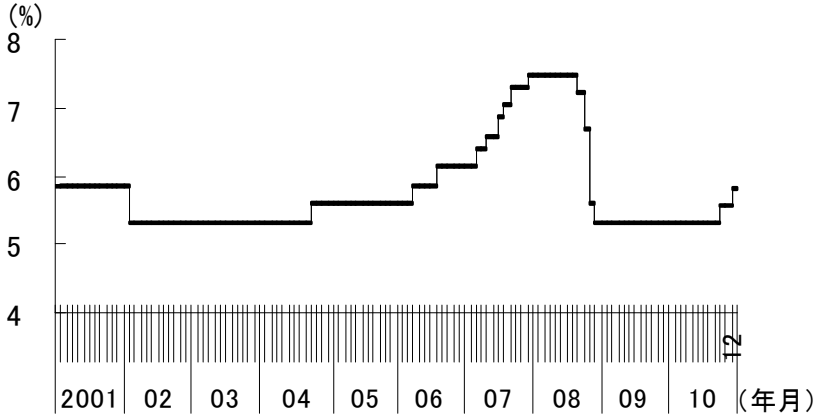


(注)CPIの予測値は回帰分析に基づく次の推計結果による
インフレ率(CPI)＝－7.95＋1.01×3四半期前の実質GDP成長率
(8.26)
カッコはt-値　$\overline{R}^2 = 0.57$
推計期間　1998年第1四半期(Q1)～2010年第3四半期(Q3)
(出所)CEICデータベースに基づき作成・推計

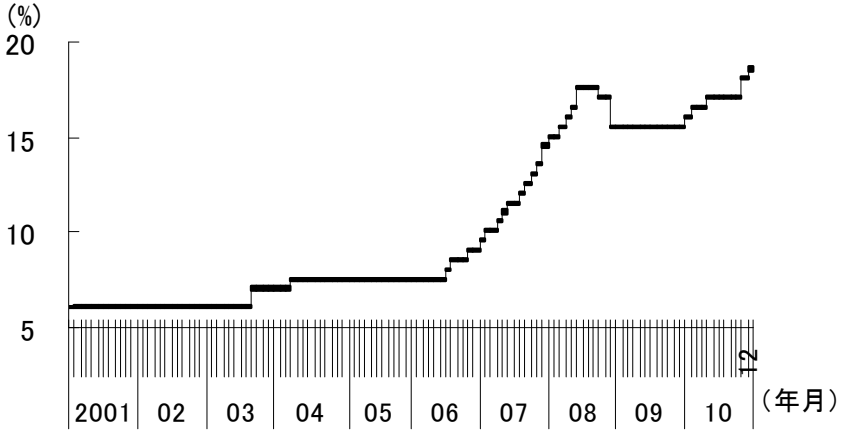
本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

緩和から引き締めに転じた金融政策

a）貸出基準金利（1年物）の推移



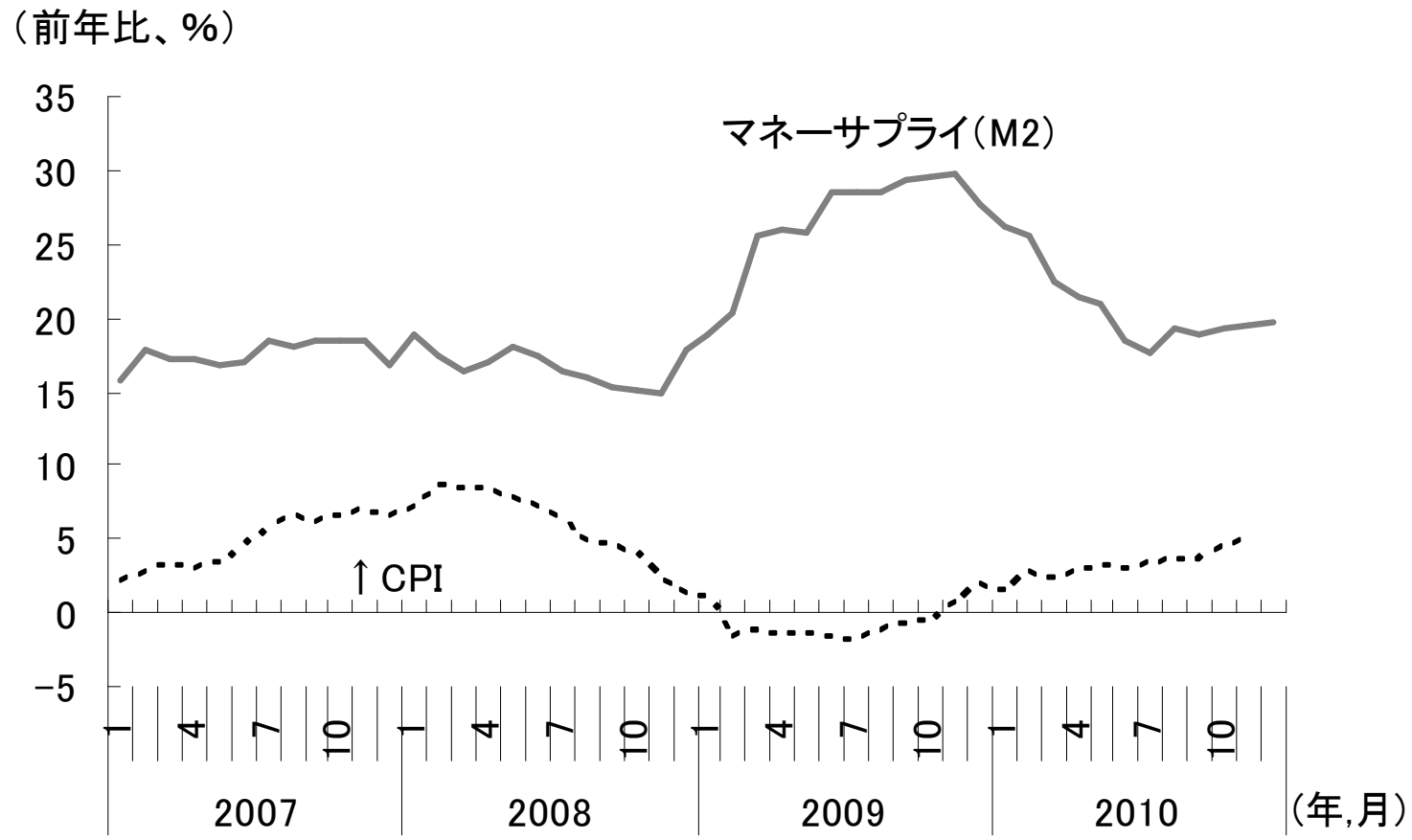
b）預金準備率（大手銀行）の推移



（出所）中国人民銀行より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

マネーサプライの伸び鈍化で低下するインフレ圧力

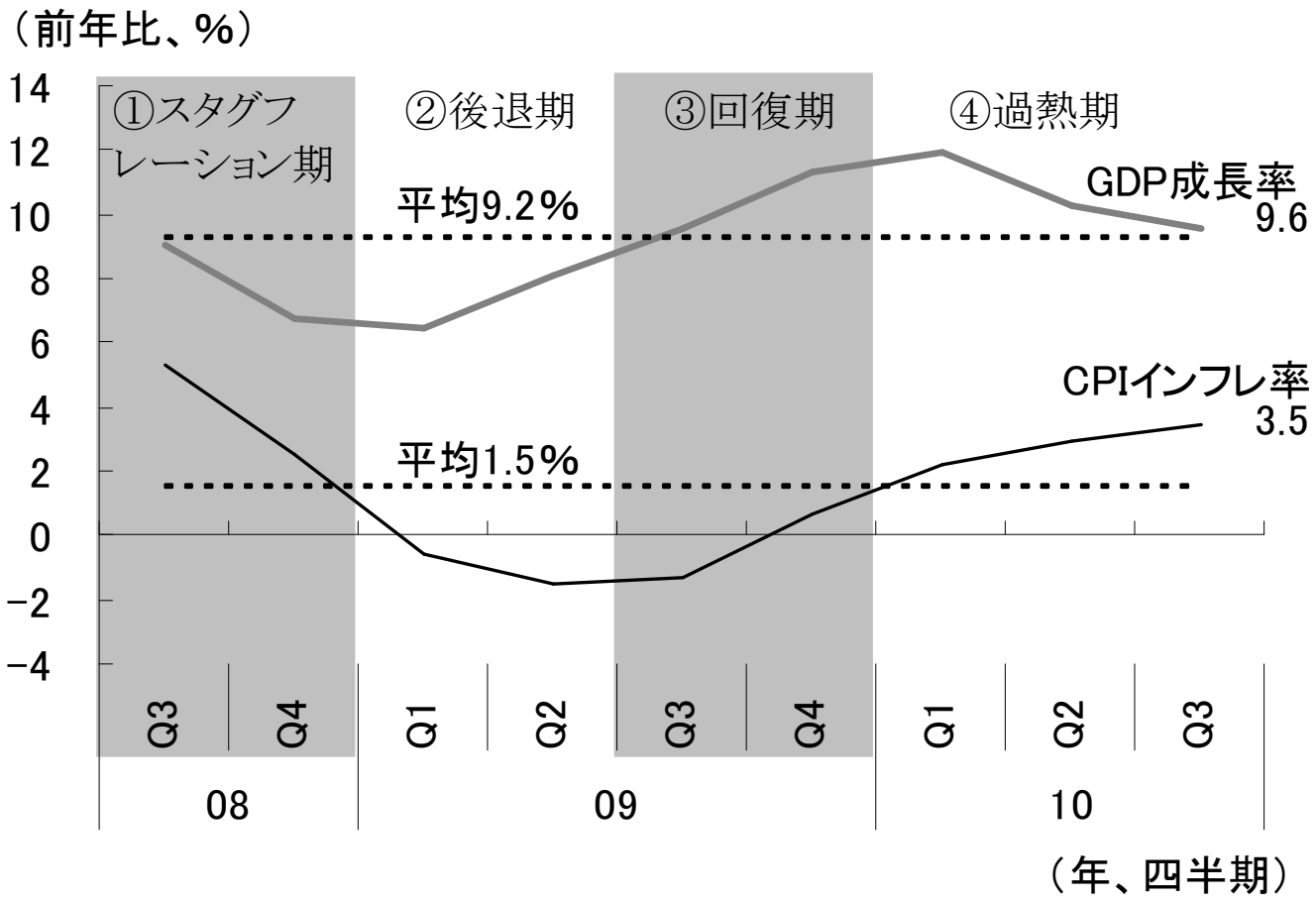


（出所）中国国家統計局より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

リーマン・ショック以降の中国における景気循環　その1

GDP成長率（実質）とインフレ率（CPI）の推移

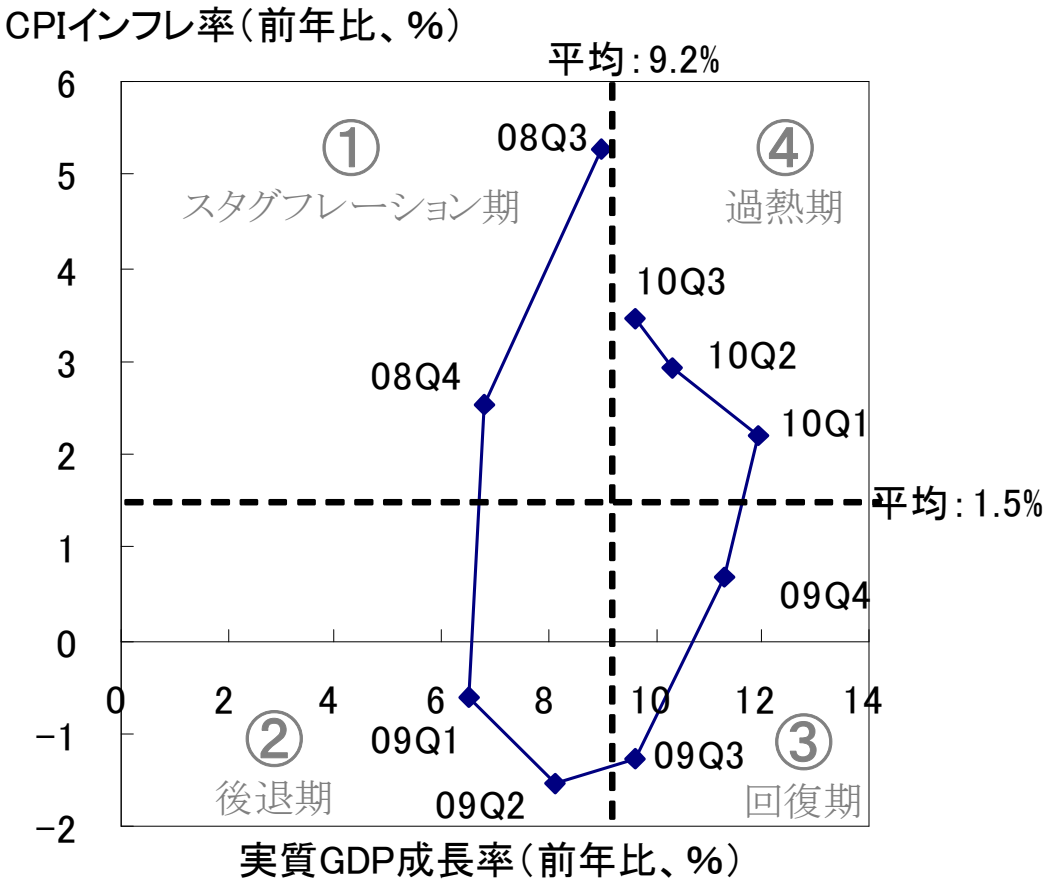


（注）①は低成長・高インフレ、②は低成長・低インフレ、③は高成長・低インフレ、④は高成長・高インフレ
（出所）CEICデータベースより作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

リーマン・ショック以降の中国における景気循環　その2

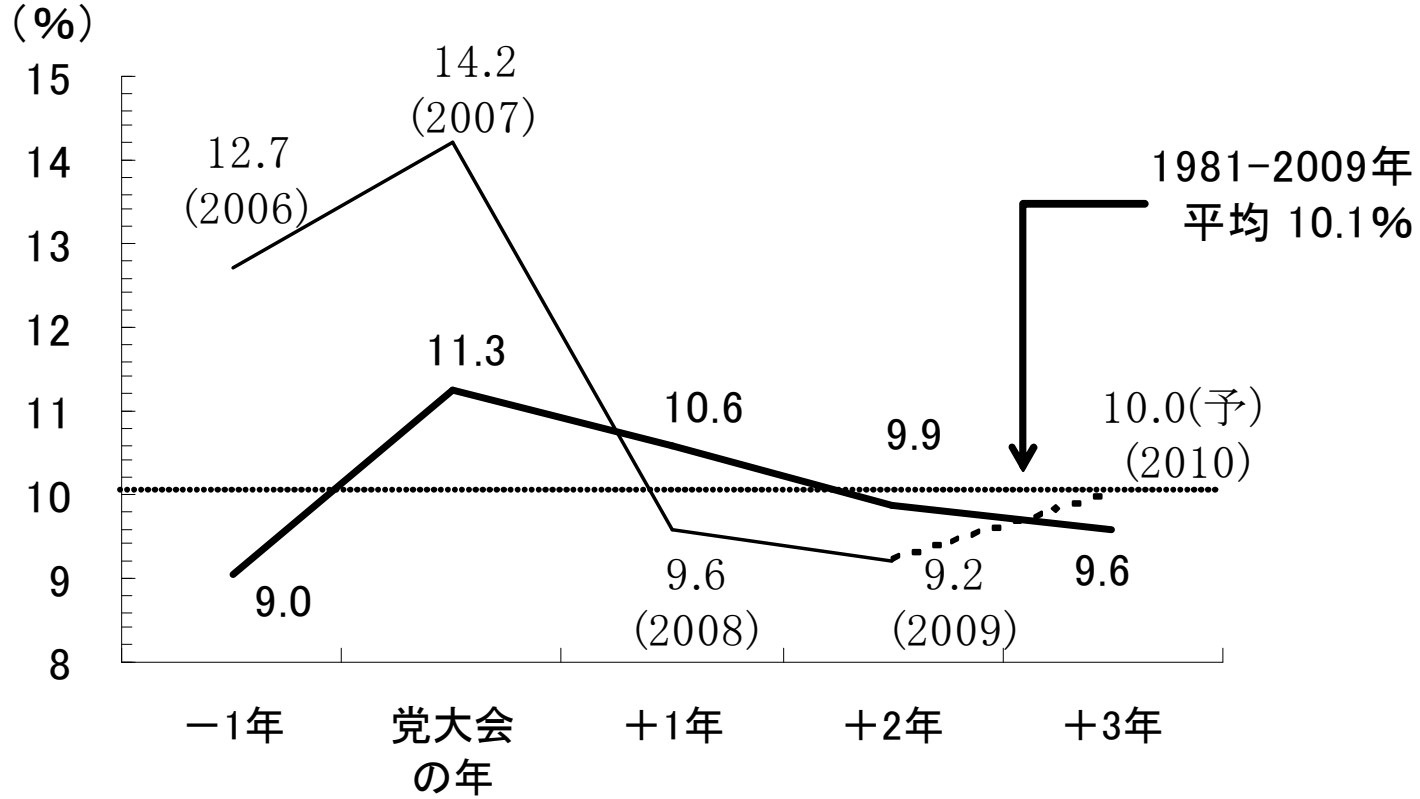
GDP成長率（実質）とインフレ率（CPI）の相対関係の変化



（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

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

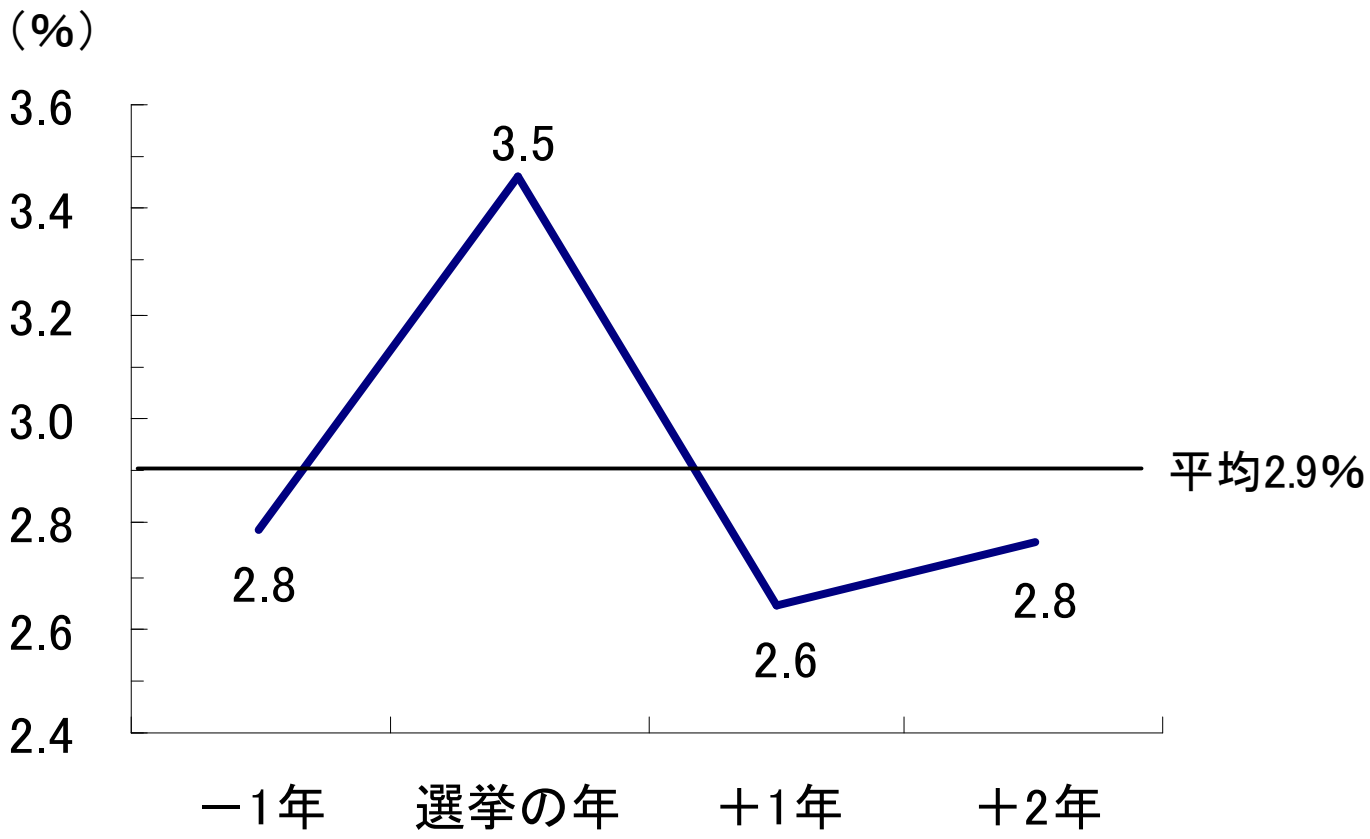
共産党大会と連動する中国の景気循環



（注）太線は1981年～2009年を対象とする平均実質GDP成長率。例えば、党大会の年は、1982年、1987年、1992年、1997年、2002年、2007年の平均。細線は2006年以降の各年の値、2010年は筆者の予測。なお、党大会は5年毎に開催され、前回（第17回）は2007年10月に行われた。
（出所）中国国家統計局より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

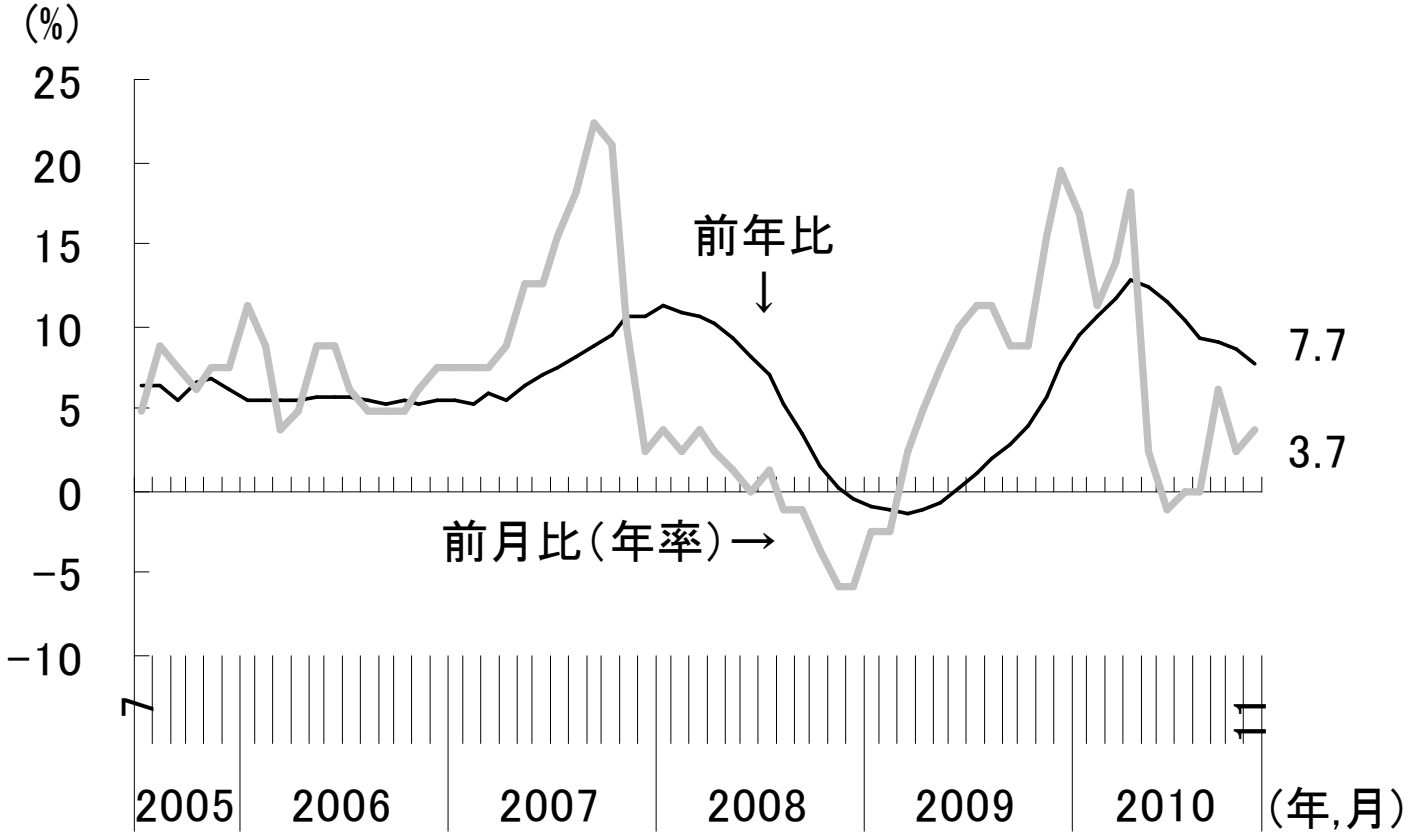
大統領選挙と連動する米国の景気循環



（注）平均実質GDP成長率。対象期間は1976～2009年。
（出所）米国商務省経済分析局(US Bureau of Economic Analysis)より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

不動産バブルの行方
ー70大中都市住宅価格の推移ー



(出所)中国国家統計局より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

本格化する不動産バブル対策

- 住宅ローンへの制限を強化
- 現地の戸籍を持たないものや、外国人の不動産取得を制限
- 不動産保有税の導入を検討
- 不動産市場は調整局面へ

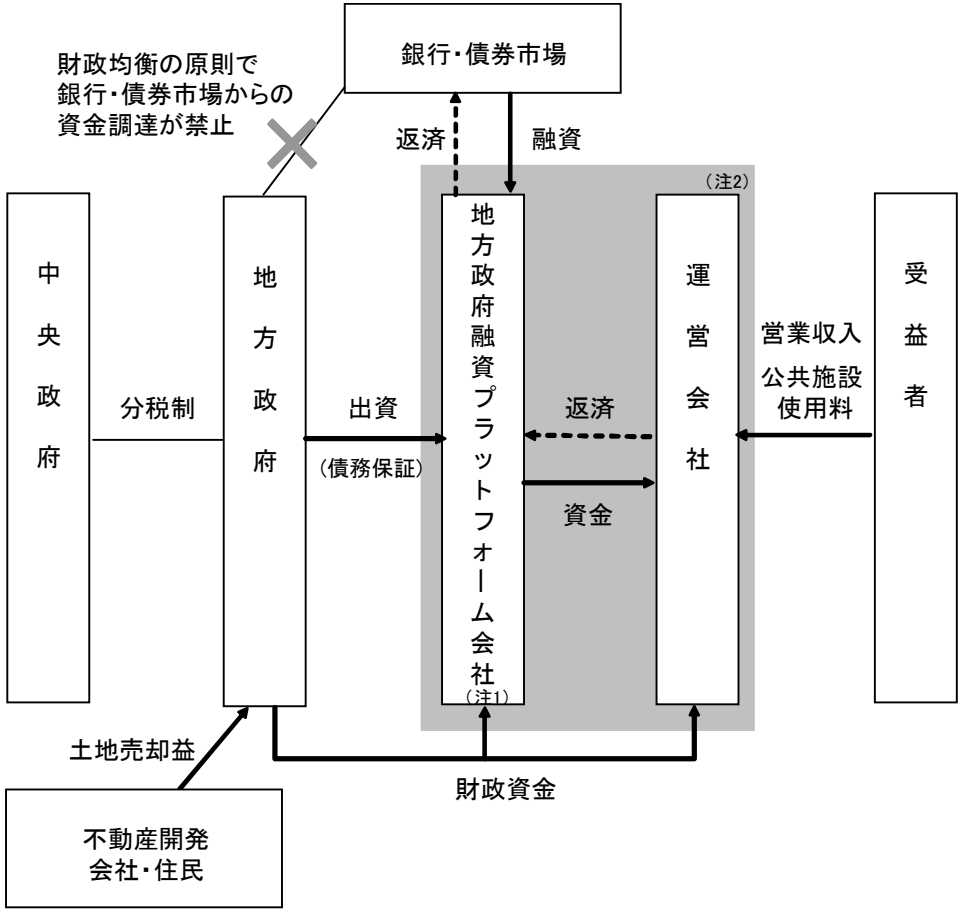
本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

日本のバブル崩壊との相違点

- 成長性
  - 中国の成長率は好景気の時に12～13%、不況の時は7～8%
  - 日本の成長率は好景気の時に2～3%、不況の時はマイナス
  - 成長を通じて、資産価格の割高感、または資産価格の低下による債務超過を解消することができる
- レバレッジ
  - 日本と比べて、中国では不動産購入時のレバレッジが比較的に低い
  - 1980年代のバブル期の日本では、不動産関連三業種（住宅ローンを含まない）への融資は全体の25%を占めた
  - 中国では、2010年3月現在、不動産関連融資（住宅ローンを含む）は、銀行貸出全体の20%（住宅ローンを除くと、７%）
  - ただし、地方政府の融資プラットフォームを経由して不動産市場に流れる分もある

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

地方政府融資プラットフォーム会社を中心とする地方政府の資金調達の仕組み



（注1）地方政府融資プラットフォーム会社とは、地方政府およびその機関が財政資金や土地、株式などを出資して設立した、政府の投資プロジェクトの資金調達機能を担う、独立した法人格を持つ経済主体のことである。
（注2）地方政府融資プラットフォーム会社は運営会社と一体化する場合がある。
（出所）各種資料より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

警戒すべき地方政府融資プラットフォーム会社の債務リスク

- リーマンショック以降、4兆元に上る景気対策の資金を賄うために、中央政府は、地方政府による融資プラットフォーム会社の活用を奨励。金融緩和の実施も加わり、全国の融資プラットフォーム会社の数と債務は急増した。
- 2010年6月現在、商業銀行による融資プラットフォーム会社への融資残高は7.66兆元（銀行融資の約2割）に達しており、そのうちの23%は、借り手の返済能力や担保に問題があると見られる。
- 土地が融資の担保の大半を占めているため、土地価格が大幅に低下することになれば、銀行融資が不良債権になる確率が高くなる。
- 銀行業監督管理委員会が最近、一部の銀行を対象に行ったストレステスト（健全性審査）によると、住宅価格が30%低下し、金利が1.08%上昇した場合、銀行の不良債権比率が2.2%ポイント上昇する。
- 2010年6月に政府は本格的に地方政府融資プラットフォームとその債務の整理に乗り出した。

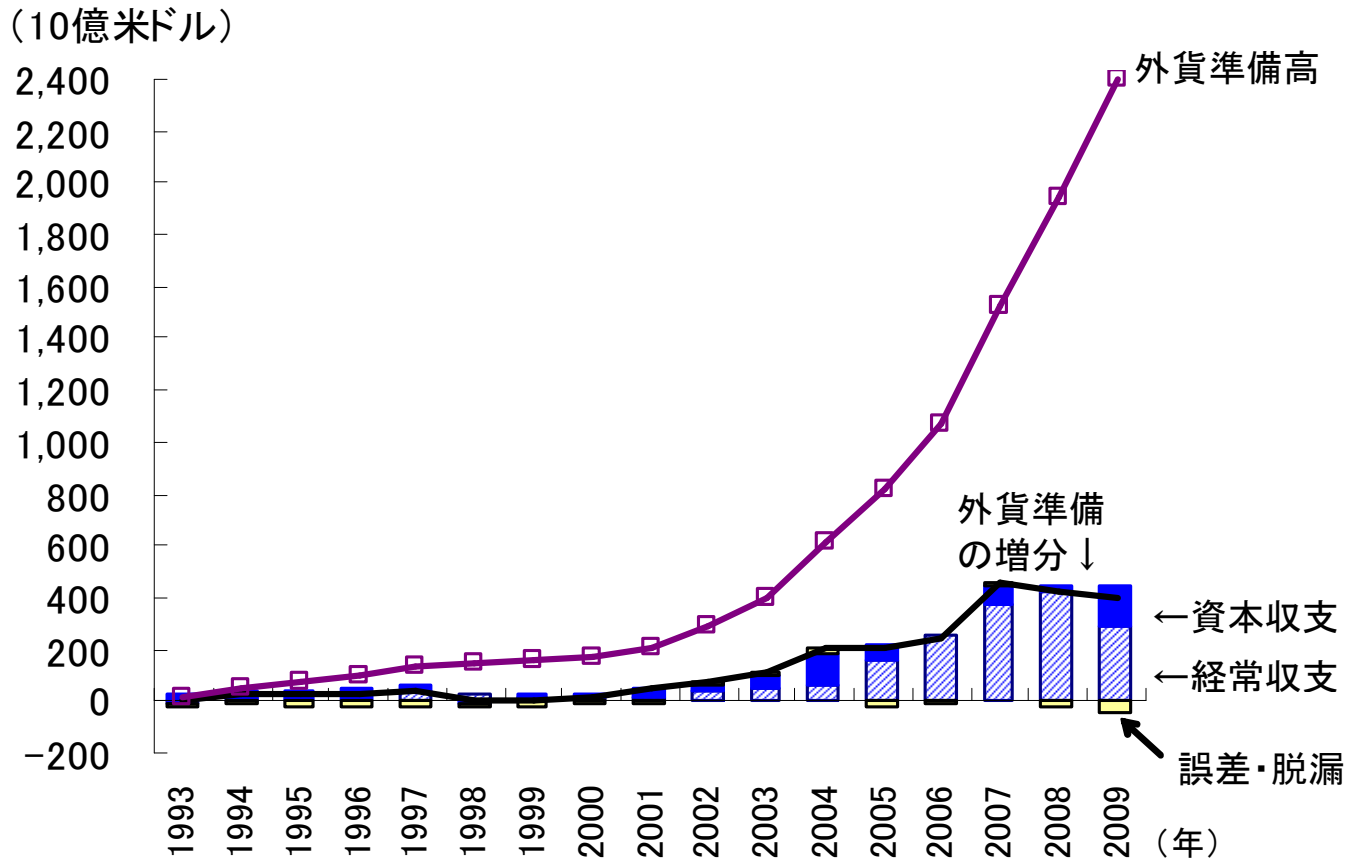
本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

中国と1970年代初頭の日本との類似点
—マクロ経済環境と政策対応—

- 自国製品の国際競争力の向上
- 長期間にわたってドルペッグが採用された
- 基軸通貨であるドルの下落
- 自国通貨が割安となり、貿易黒字も増加
- 強まる切り上げ期待の下でホットマネーが流入
- 為替レートの上昇を抑えるために、当局が介入し、過剰流動性とバブルの膨張を招く
- 固定相場制から変動相場制へ

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

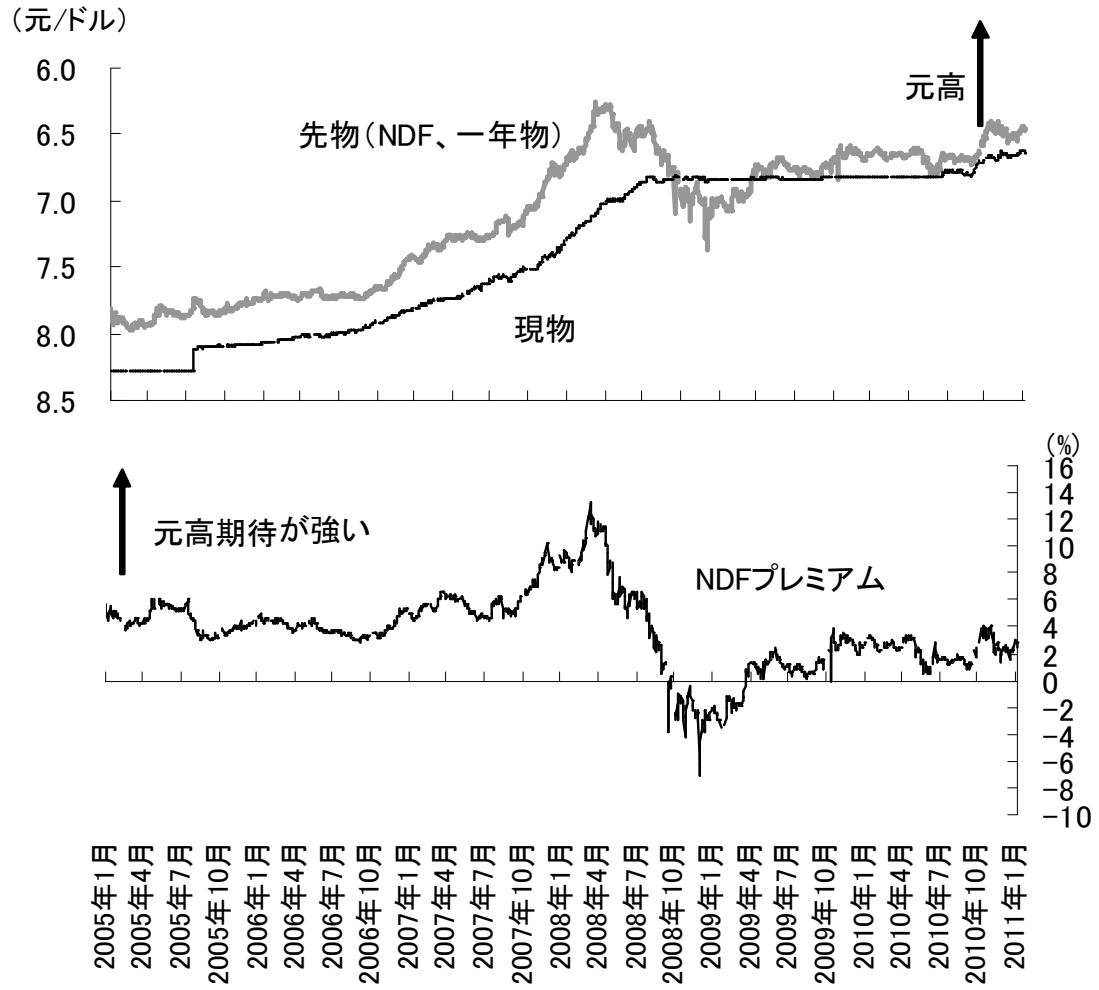
中国における国際収支黒字の拡大と外貨準備の増加



（注）外貨準備の増分＝経常収支＋資本収支＋誤差・脱漏
（出所）中国国家外為管理局http://www.safe.gov.cn/より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

人民元の対ドルレート －現物Vs.先物（NDF）－



（出所）ブルームバーグ、中国国家外為管理局より作成

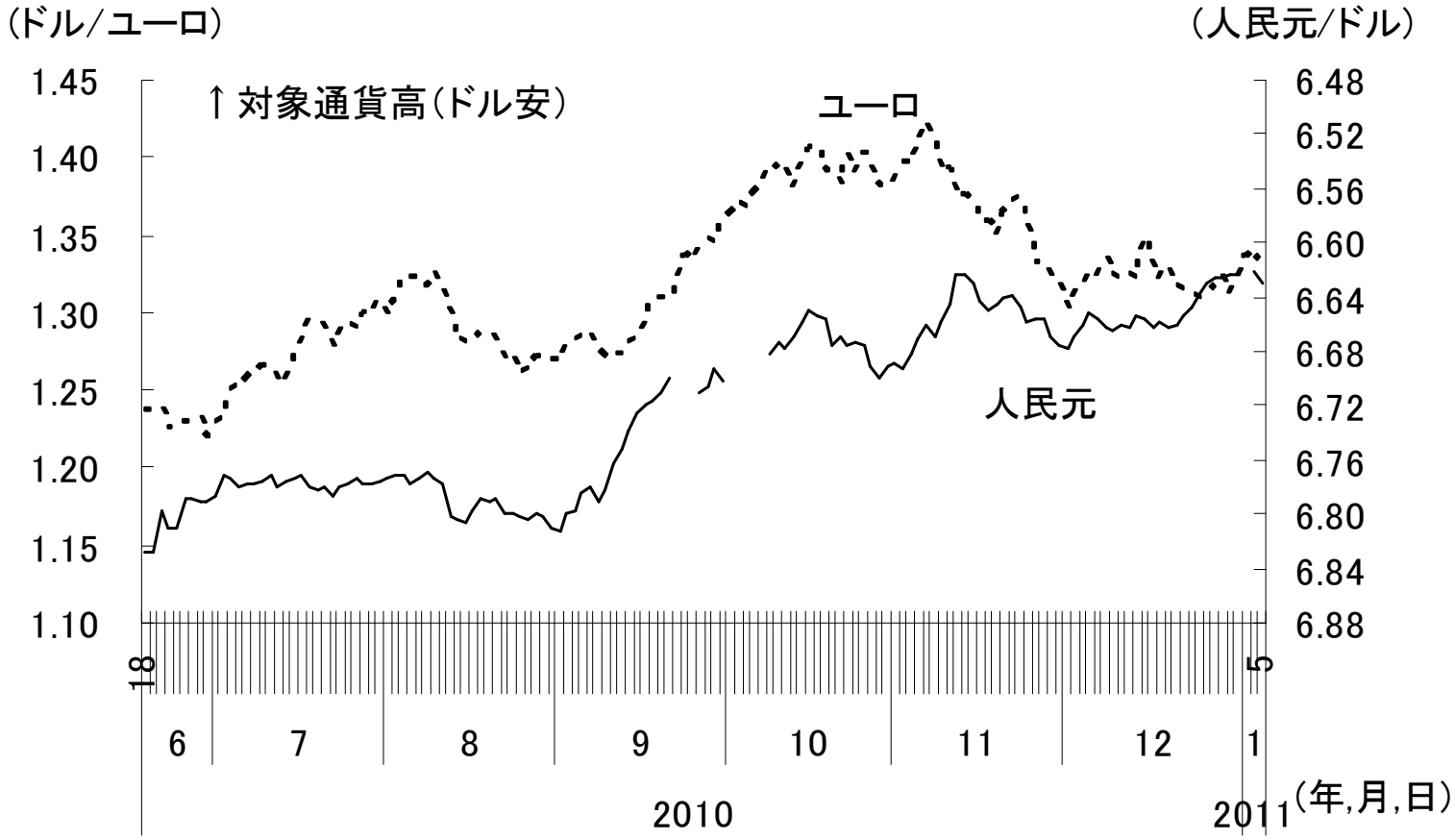
本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

人民元改革の行方

- 2010年6月19日に中国人民銀行は、2008年7月以来続いた実質上のドルペッグ制の終了を表明し、週明けに人民元の切り上げを再開した。
- Band（変動幅）、Basket（通貨バスケット）、Crawling（小刻みな切り上げ）-BBC方式-に基づく「管理変動制」へ。
- 内外の経済情勢に鑑み、当局は今後、年率5～6%程度の切り上げを容認するだろう。

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

ユーロとの連動性を強める人民元

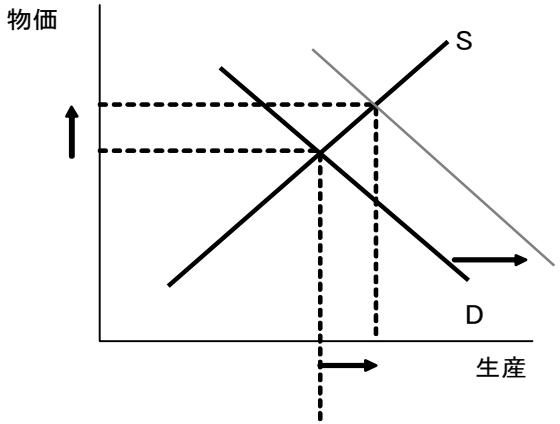


(注)時差の関係でユーロは前日の数字としている
(出所)ブルームバーグ、中国国家外為管理局より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

人民元高に伴う中国発インフレ
－日本（先進国）にとっての影響－

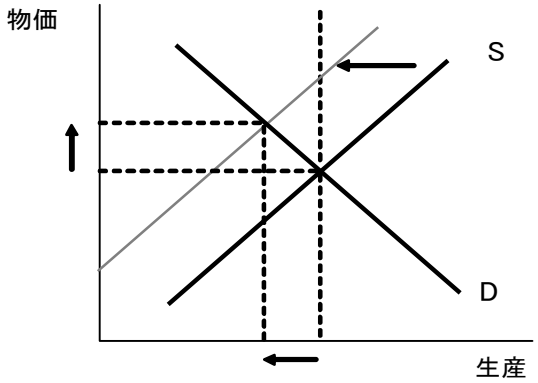
a）良いインフレ



競争力の向上と
中国における内需拡大

・中国と競合する、または、中国市場で販売する業種には有利

b）悪いインフレ



中国での生産コストと
中国からの輸入コストの上昇

・中国からアウトソーシングする、または、中国で生産し第三国に輸出する業種には不利

（出所）筆者作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

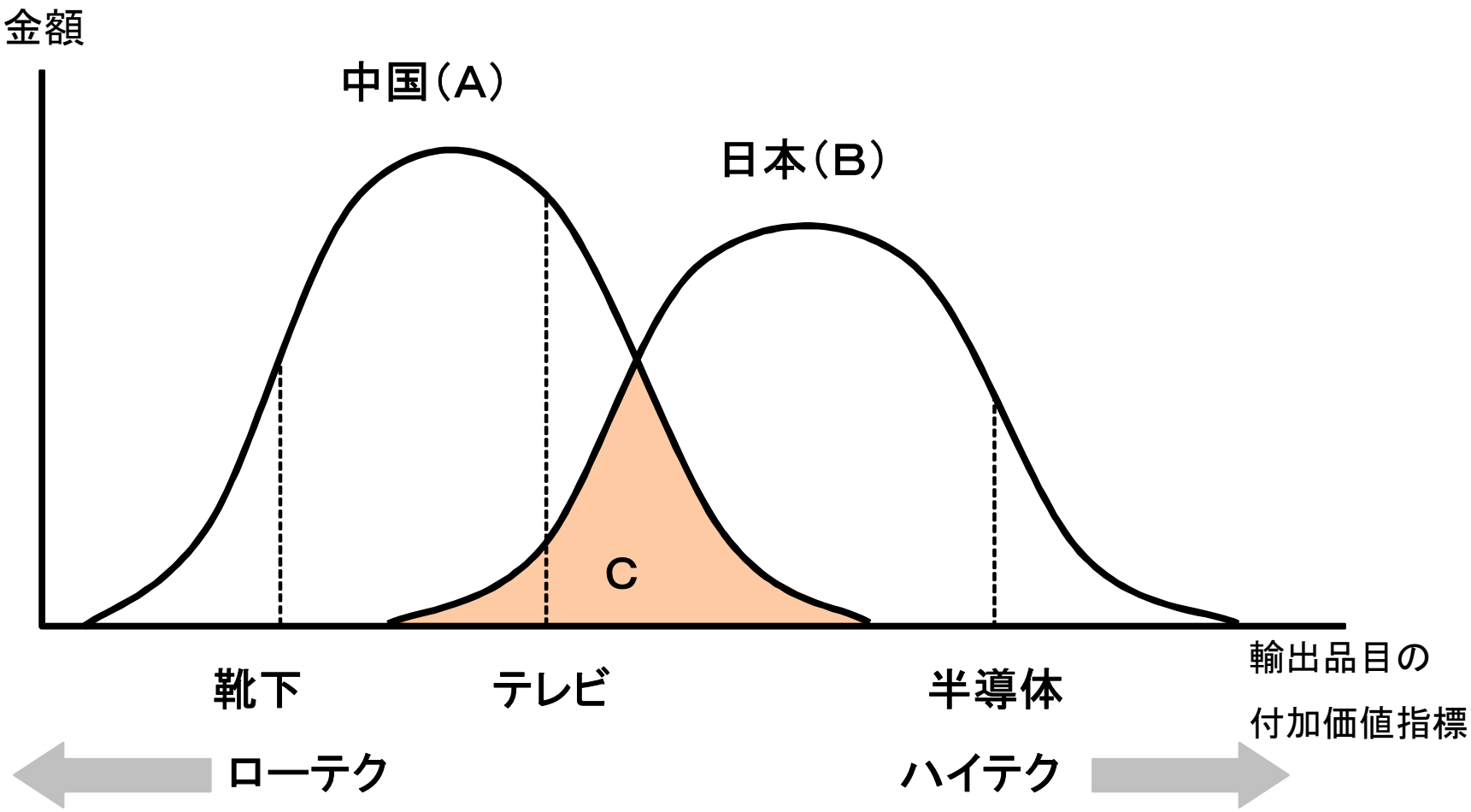
日中主要経済発展指標の比較

	中国（直近）	日本
平均寿命（歳）	73.0 （2005年）	72.9 （1971年）
乳児死亡率（千分比）	14.9 （2008年）	15.3 （1968年）
第一次産業のGDP比（%）	11.3 （2008年）	11.3 （1965年）
都市部のエンゲル係数（%）	37.9 （2008年）	36.7 （1962年）
１人当たり電力消費量(kWh)	2476 （2007年）	2387 （1968年）

（注）平均寿命は男女平均。
（出所）中国国家統計局『中国統計年鑑』2009、衛生部『2009中国衛生統計年鑑』、国務院新聞弁公室記者発表（2009年9月8日）、『数字でみる日本の100年』国勢社（1986年）、厚生労働省『人口動態統計』より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

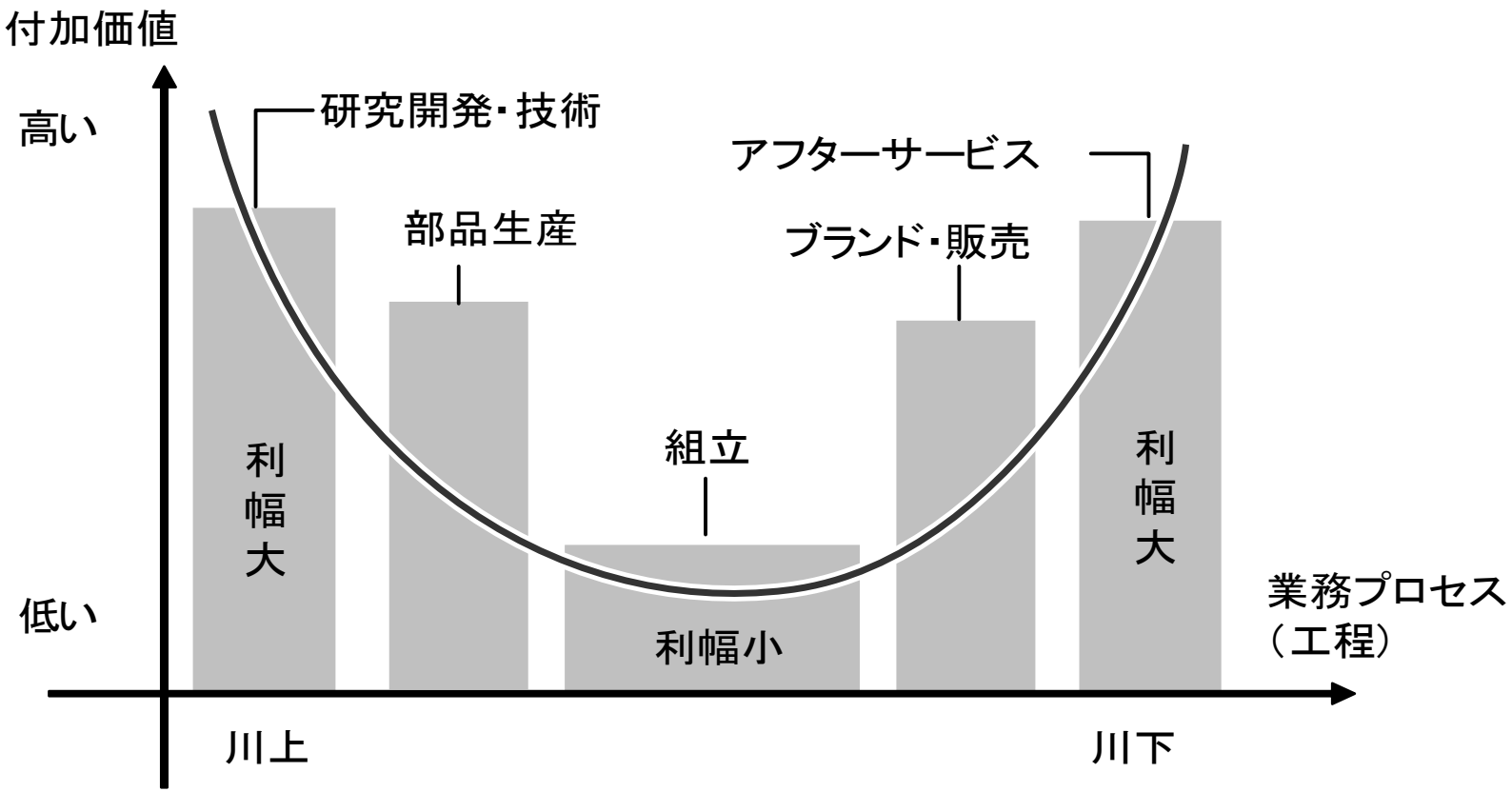
日中間の競合・補完関係



（出所）筆者作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

スマイルカーブの概念図



（出所）筆者作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

加速する中国企業の対日直接投資

- 「走出去」戦略
  - 当初は、石油など、資源の確保が中心、国有企業が主体
  - 最近は、製造業やサービス分野においても増加、民間企業が主体
- 帝国データバンクの調査によると、2010年6月現在、中国企業が出資する日本企業の数は611社に上り、5年前の2.5倍となった。
- 対日投資はグリーンフィールド（新規事業を立ち上げること）よりもM&Aが中心
- 主な目的はサプライチェーンの強化

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

「垂直統合型」VS「水平統合型」のM＆A

- 垂直統合型とは、例えば研究開発型企業と生産企業が提携して物づくりをし、さらに販売企業との提携を行い、商品を流通させるといったサプライチェーンを構築するものである。
- 水平統合型とは、同じ分野の企業同士が提携することによって、マーケットシェアをさらに拡大させるものである。
- 日中両国が補完関係にあることを反映して、中国企業による日本企業のM&Aは「垂直統合型」が主流となっている。

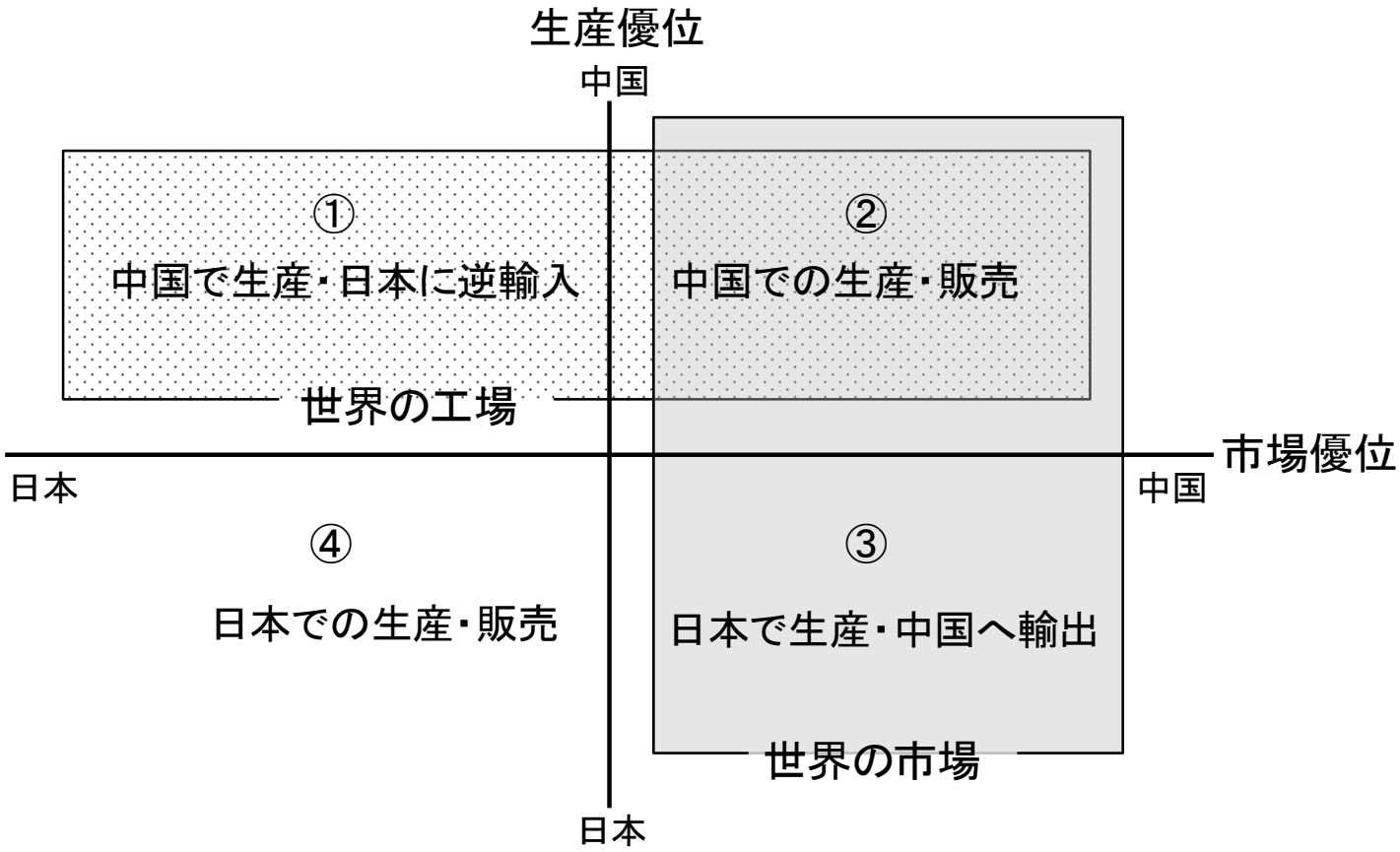
本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

中国企業による日本企業のM&A事例

- 上海電気グループによるアキヤマ印刷機製造の買収（2002年）
  - 買収の目的：同社が持つ特殊印刷機製造など、独自の技術を入手。
- BYDオートによる日本の金型大手オギハラの館林工場の買収（2010年）
  - 買収の目的：同工場で生産製造した金型を中国に持ち込み、生産ラインで活用する上、中国人社員への技術継承を図りながら、国際競争力を向上。
- 山東如意グループによるレナウンの買収（2010年）
  - 買収の目的：レナウンが展開する「ダーバン」、「アクアスキュータム」、「アーノルド・パーマー」など、有名ブランドを獲得。
- サンテックパワー（太陽光電池メーカー）によるMSKの買収（2009年）
  - 買収の目的：MSKの日本を含む世界的販売網を活用して、経営と販売を強化。
- 蘇寧電器によるラオックスの買収（2009年）
  - 買収の目的：日本の家電製造・流通・業界動向を把握し、日本家電メーカーとの提携を深めることを通じて、中国国内で販売する製品の仕入れルートを拡大し、またラオックスの小売サービスのノウハウ（商品陳列、品揃え）を吸収。

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

工場か市場か



（出所）筆者作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

日中FTAの勧め

- 自動車メーカーが中国に投資する本当の理由は貿易障壁・摩擦の回避
- 日中FTAが成立すれば、日本の自動車メーカーは国内で生産し、中国向けに輸出する
- その結果、付加価値の高い雇用機会が国内で創出される
- 日中FTAは、日本にとって空洞化対策になる

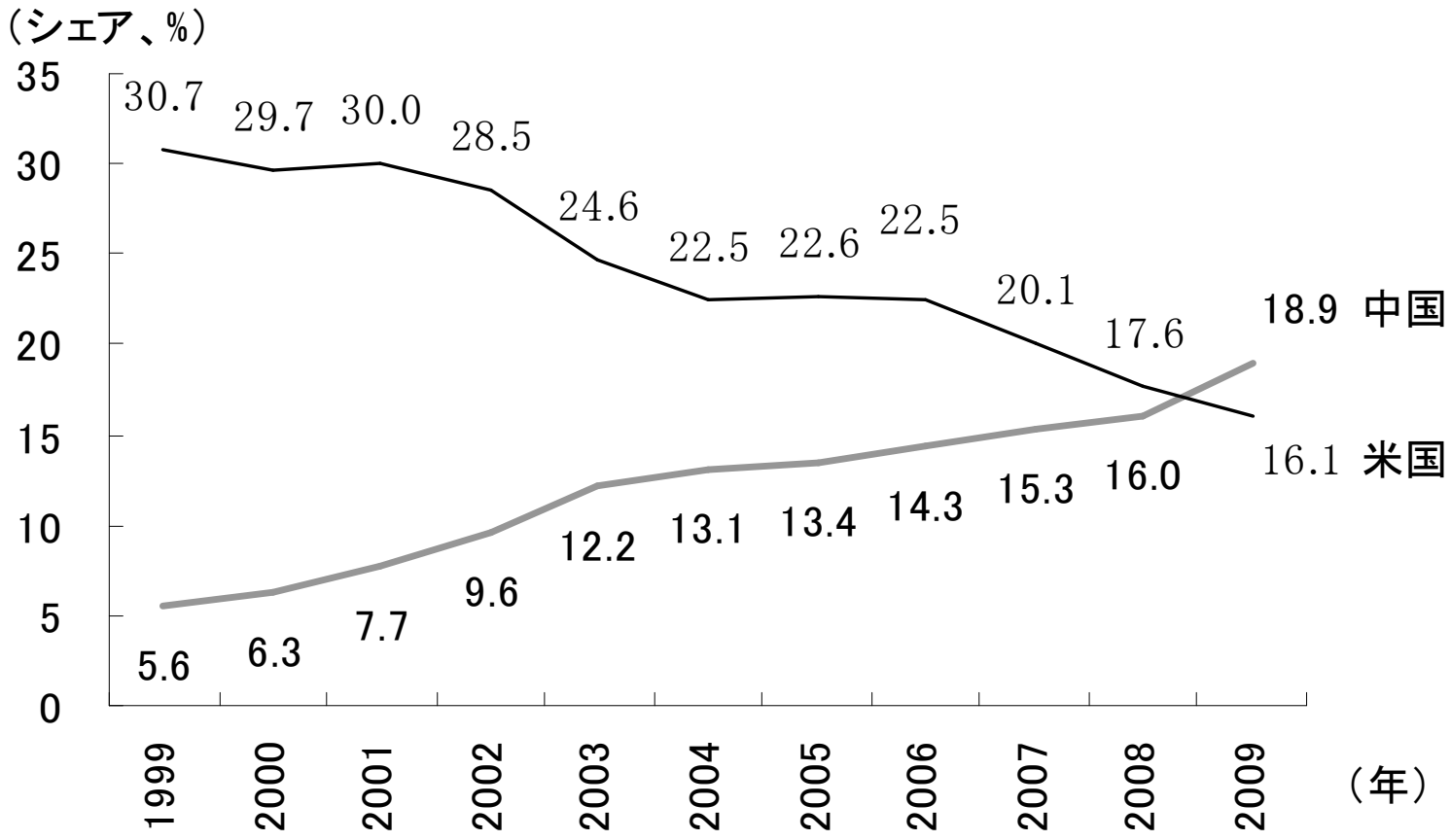
本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

中国と他のBRICS諸国（インド、ブラジル、ロシア）との比較

- GDP規模：1対1（インドの4倍、ブラジル、ロシアの3倍）
- 貿易規模：2対1（世界輸出の順位、中国は第1位、ロシアは第13位、インドは第22位、ブラジルは第24位）
- 日本との貿易：7対1（日本にとっては最大の輸出先）
- 日本の景気回復を牽引するのは「新興国効果」よりも「中国効果」
- 日本企業の中国離れは考えにくい

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

米国に取って代わり日本の最大の輸出相手国となった中国



（出所）財務省「貿易統計」より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

講師略歴

関志雄（かんしゆう）
野村資本市場研究所　シニアフェロー

学歴・職歴	1957 香港生まれ 1979 香港中文大学経済学科卒 1986 東京大学大学院経済学研究科博士課程修了、東京大学経済学博士（1996年） 1986 香港上海銀行（Hong Kong & Shanghai Bank）入社、本社経済調査部エコノミスト 1987 野村総合研究所入社、経済調査部主任研究員、経済調査部アジア調査室室長など 2001 独立行政法人　経済産業研究所　上席研究員 2004 野村資本市場研究所　シニアフェロー
日本政府委員	経済審議会21世紀世界経済委員会委員(1996-97年) 財務省関税・外国為替等審議会専門委員(1997-99年、2003年-2010年) 内閣府「日本21世紀ビジョン」に関する専門調査会　グローバル化WG委員（2004年 ）
主な著書・論文	『円圏の経済学』、日本経済新聞社、1995年（アジア・太平洋賞特別賞受賞） 『日本人のための中国経済再入門』、東洋経済新報社、2002年 『中国　未完の経済改革』、樊綱著・関志雄訳、岩波書店、2003年（アジア・太平洋賞特別賞受賞） 『人民元切り上げ論争』、編著、東洋経済新報社、2004年 『共存共栄の日中経済』、東洋経済新報社、2005年 『中国経済革命最終章』、日本経済新聞社、2005年 『中国経済のジレンマ』、筑摩書房、2005年 『中国を動かす経済学者たち』、東洋経済新報社、2007年（第三回樫山純三賞受賞） 『チャイナ・アズ・ナンバーワン』、東洋経済新報社、2009年
ホームページ	「中国経済新論」（http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/index.htm）というホームページを主宰し、日本の読者向けに発信している。

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

特記事項

・この資料は、下記の作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、この資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料に記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料は、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

・この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

・当社で取り扱う商品等へのご投資にあたっては、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.365%（税込み）（20万円以下の場合は、2,730円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村證券株式会社

金融商品取引業者　関東財務局長（金商）　第142号

加入協会／日本証券業協会、（社）日本証券投資顧問業協会、（社）金融先物取引業協会

＜経済調査部審査番号ERP No.11-026＞

本資料の作成日:2011年1月11日