

中国における投資主導型の成長（1993－2010 年）

孫 根 志 華

【要旨】

中国経済の持続的な成長には、三つの投資主導による成長エンジンの存在が注目される。これらの成長エンジンは、①80 年代以降の「外資主導型投資」、②90 年代以降の「国内企業主導型投資」、③80 年代以降の 30 年の長期にわたる「政府主導型投資」である。

本稿は、社会主義市場経済が本格化する 1993 年以降の中国経済における投資主導型成長を考察する。そのために、本稿は、まず投資主導型成長をもたらした過剰資本の流れを分析し、企業と政府部門における過剰投資の実態を明らかにする。そして、投資主導型成長から生じた様々な歪みを検証する。

キーワード：投資主導型成長、過剰資本と過剰投資、西部大開発、不動産市場過熱、
4 兆元公共投資

中国は、2010 年に GDP 規模が日本を抜き世界第 2 位の経済大国に躍進した。その成長の原動力となるものは、何よりも三つの投資からなる成長エンジンの存在が注目される。これらは、①80 年代以降の海外直接投資の持続的な拡大という「外資主導型投資」、②90 年代以降の企業が内需・外需向けの投資拡大という「企業主導型投資」、③80 年代以降の 30 年の長期にわたって持続的な公共投資を行う「政府主導型投資」という三つの成長エンジンである。それぞれのエンジンが各成長段階において効果的に稼働し続けた結果、中国経済を持続的な高度成長に導いたと言える。一方、過剰投資による様々な問題点も現れた。

本稿は、1993 年から 2010 年までの中国経済における投資主導型の成長を分析する。そのために、本稿は、同期間における投資主導型成長を支える資本蓄積の流れを分析し、特に 2000 年以降の過剰資本下の企業と政府部門の投資行動の変化を考察するとともに、過剰資本によってもたらされる過剰投資の実態を明らかにする。

I 「三つの成長エンジン」

マクロ経済の持続的な拡大を図るには、成長の原動力たるもの、成長エンジンが不可欠である。80年代以降の中国経済の成長を考察するに当たって、三つの投資が原動力となる成長エンジンの存在が注目される。これらの成長エンジンを時間軸からたどっていくと（図1）、1980年代の「改革・開放」初期では、資本と技術の不足に対して、中国が豊富な労働と資源を活かし、加工・組み立て分野を中心に海外直接投資を積極的に受け入れる、いわゆる、市場と技術の交換戦略であった。この「外資主導型投資」の下、中国は海外の技術と経営ノウハウを吸収し続け、やがて沿海部には世界最大の輸出加工生産基地の誕生につながり、「世界の工場」となる生産土台の構築に貢献していたことが特徴となる。

1990年代半ば以降、国民所得の増加に伴った新規消費需要の創出、及び国際競争力の向上に伴った輸出の急増に対して、国内企業主導による投資の拡大が現れた。この「企業主導型投資」は、外資とともに内需・外需向けの生産が拡大し、旺盛な消費需要に答え、中国社会を大衆消費の時代に導く一方で、競争力を高めた中国製品が、特に中・低付加価値分野における輸出ドライブを働かせ、中国の「世界の工場」としての地位を定着させていた。

2001年WTO加盟後、サービス分野を中心に外資投資規制が撤廃しつつある中国では、13億の消費市場が外資にとっては大きな魅力となる。「世界の市場」としての期待が高まるなか、従来の「工場」の機能を重視していた外資は、中国を「市場」として注目するようになり、中国の内需向けの「外資主導型投資」が新たに動き出した。

また、80年代以降の改革過程において、政府主導による公共投資の存在が際立った。持続的な高度成長のもと、政府の財政収支を好転させ、財政出動がしやすくなった政府部門では、公共投資や国有部門への投資拡大を通じて成長をリードし続けていた。特に景気後退時、財政出動規模を拡大させ、世界規模の景気後退に巻き込まれないための内需拡大策を通じて、マクロ経済の安定化を図るという「政府主導型投資」の役割が大きかった¹。

The diagram illustrates the relationships between China, the Global market, and various economic indicators. The nodes and their connections are as follows:

- FDI_{in} Factory Market** (oval) has arrows pointing to **X_{in}** (rectangle) and **China** (circle).
- X_{in}** (rectangle) has an arrow pointing to **M_{in}** (rectangle).
- M_{in}** (rectangle) has an arrow pointing to **X_G** (rectangle).
- X_G** (rectangle) has an arrow pointing to **I_G** (circle).
- I_G** (circle) has an arrow pointing to **Global** (circle).
- China** (circle) has an arrow pointing to **C** (rectangle).
- C** (rectangle) has an arrow pointing to **I_{D,lex}** (circle).
- I_{D,lex}** (circle) has an arrow pointing to **X** (rectangle).
- X** (rectangle) has an arrow pointing to **M** (rectangle).
- M** (rectangle) has an arrow pointing to **X_G** (rectangle).
- X_G** (rectangle) has an arrow pointing to **I_G** (circle).
- I_G** (circle) has an arrow pointing to **Global** (circle).
- China** (circle) has an arrow pointing to **S** (rectangle).
- S** (rectangle) has a dashed arrow pointing to **FDI_{out} Energy Tech Market** (oval).
- FDI_{out} Energy Tech Market** (oval) has a dashed arrow pointing to **Global** (circle).
- China** (circle) has a dashed arrow pointing to **Global** (circle).
- Global** (circle) has a dashed arrow pointing to **China** (circle).
- China** (circle) has a dashed arrow pointing to **I_{D,lex}** (circle).
- I_{D,lex}** (circle) has a dashed arrow pointing to **M** (rectangle).
- M** (rectangle) has a dashed arrow pointing to **X_G** (rectangle).
- X_G** (rectangle) has a dashed arrow pointing to **Global** (circle).
- Global** (circle) has a dashed arrow pointing to **I_G** (circle).
- I_G** (circle) has a dashed arrow pointing to **Global** (circle).

Labels and annotations:

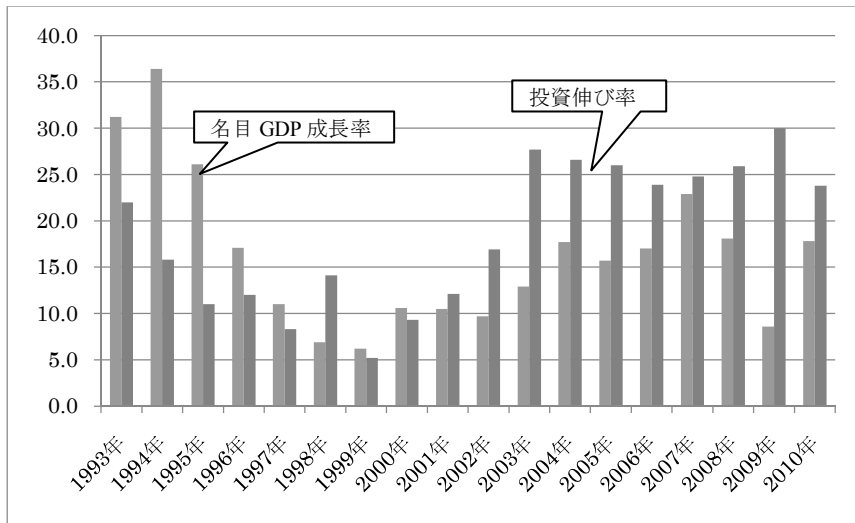
- Auxiliary Engine**: Points to the arrow from **X_{in}** to **China**.
- Spare Engine**: Points to the arrow from **G₁** (circle) to **China**.
- Main Engine**: Points to the arrow from **China** to **I_{D,lex}**.

出所：筆者作成

Ⅱ 投資主導型成長を支える資本構造

この高成長を支えてきたのは、言うまでもなく投資（固定資本形成）である。1993 年から 2010 年までの名目 GDP 成長率と投資伸び率との関係（図 2）を見ると、1990 年代の名目 GDP 成長率はほとんど投資伸び率を上回っていたが、2000 年代に入ると、両者の関係が逆転するようになった。特に 2003 年から 2010 年までの名目 GDP 年平均成長率の 16.3% に対して投資伸び率が同 26.1% に達し、投資伸び率が名目 GDP 成長率を大きくリードし、投資が成長をリードする実態がより鮮明になった。

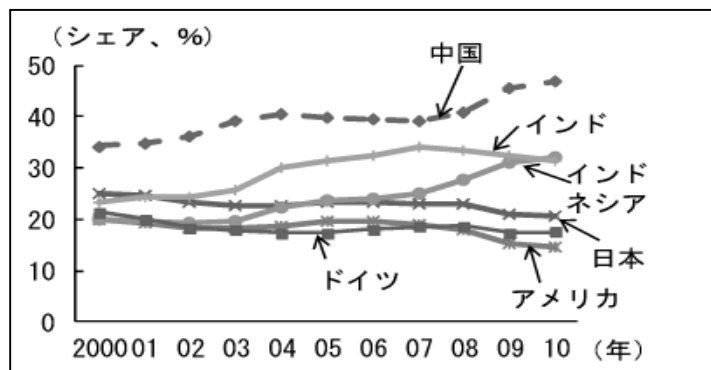
図2 名目 GDP 成長率と投資伸び率の推移



出所：『中国統計年鑑』各年版より

また、投資の大きさについて、名目 GDP に占める総固定資本形成の比率（投資率）から国際比較（図3）を行うと、2000年以降、高い成長を続けるインド、インドネシアと比較しても、中国の投資率は10%ポイント以上、日本、アメリカ、ドイツと比較すると、約2倍の差があるほどの高い投資率であった。

図3 名目 GDP に占める総固定資本形成の比率



出所：国連統計より作成

1. 貯蓄・投資ギャップと経常収支

投資の分析に入る前に、貯蓄・投資と経常収支の関係を確認しておこう。一国が経済活動を通じて稼いだ所得は通常、投資や消費に使われるが、その余剰分は経常収支に当たる。すなわち、経常収支は次の均衡式で書き表せる。

$$B=Y-(C+I) \quad (1-1)$$

但し、 B は経常収支、 Y は国内総生産、 C は消費、 I は投資をそれぞれ表す。この式から、国内における内需 ($C+I$) が、国内総生産 (Y) を超える場合は、右辺は負になると共に左辺 (経常収支) が赤字になり、その逆の場合 (内需が国内総生産を下回る場合) は経常収支が黒字になることが分かる。

また、国内総生産から消費を引いたものは貯蓄 (S) なので、

$$S=Y-C \quad (1-2)$$

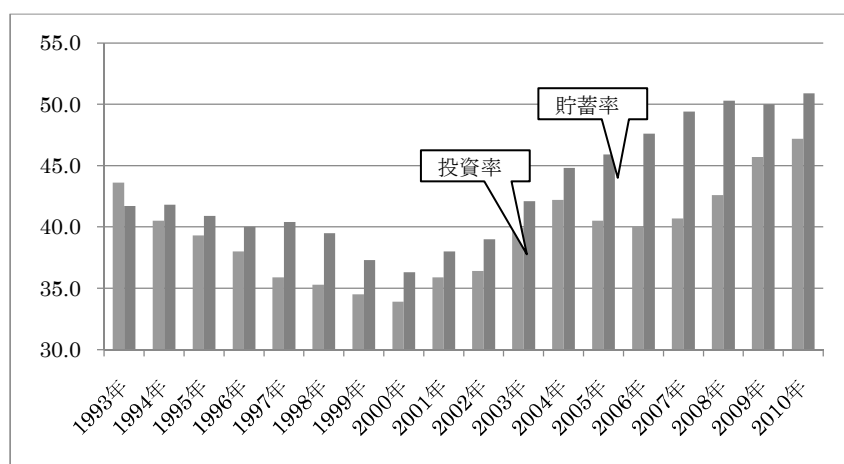
となる。すると、(1-1) 式と (1-2) 式から、経常収支は次のように書き換えられる。

$$B=S-I \quad (1-3)$$

すなわち、経常収支は国内貯蓄と国内投資の差を表す。国内における投資が貯蓄を上回ると、経常収支が赤字になる。反対に貯蓄が投資を上回ると、経常収支が黒字になる。この場合、貯蓄が投資を上回った部分を「貯蓄超過」と言う。通常、「貯蓄超過」は対 GDP 比での貯蓄率の上昇と投資率の低下によるものであるが、中国の場合、持続的な高成長による資本蓄積の増大は、対 GDP の投資率が上昇するとともに、貯蓄率も拡大するという極めて異例な成長パターンを示す。

図 4 のように、1993 年から 2010 年までの年平均投資率は 39.6% に達するほどの高い投資率を実現していた。特に 2000 年以降の投資率の上昇が目立ち、政府の投資抑止政策にもかかわらず、2003 年には投資率が 40% に近づいた後、それ以降は 40% の大台をキープし続け、金融危機後の公共投資が拡大する中、2009 年にはついに 45.7% に達し、2010 年にはさらに 47.2% という異常の高さを見せた。

図 4 中国における貯蓄率と投資率の推移



出所：『中国統計年鑑』各年版より

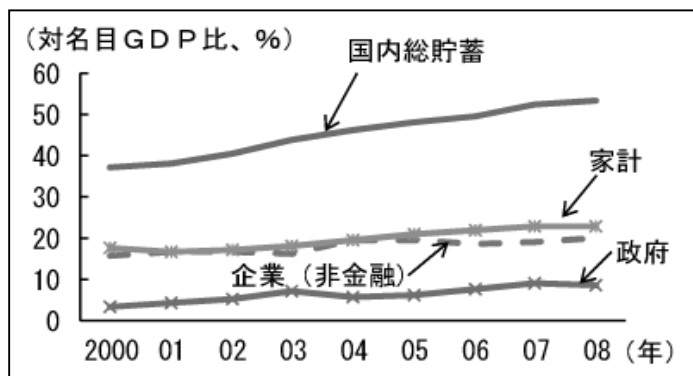
一般に、投資総額が増えれば増えるほど、期待収益率の低い事業にも投資が行われるようになるため、全体としての投資効率は低下する。中国においても、投資の拡大に伴った投資効率の低下が現れるにもかかわらず、投資は拡大を続けていることから、投資過熱であるとの指摘がなされている。こうした投資過熱の背景には、国内各部門において過剰資本蓄積が行われている点が挙げられる。

全国民経済の貯蓄率（貯蓄対名目 GDP 比）を見ると、1993 年以降、一旦 40% 台から 30% の後半まで緩やかな低下を見せたものの、2000 年以降再び増加の傾向に転じ、2000 年の 36.3% から 2010 年の 50.9% に上昇した。これは、GDP の半分以上が消費されずに貯蓄に回っている計算となり、中国経済史上のみならず、世界的に見ても極めて稀のケースと言える。しかも、この高い貯蓄が過剰資本として投資の原動力となっていた。

2. 過剰資本の要因

世界最大の発展途上国として発展し出した中国経済は、これまでの長い期間にわたって発展資本の不足に悩まされてきた。この資本不足経済から資本過剰経済への転換の契機は、国内部門と海外部門の双方から見る事ができる。海外部門では、80 年代以降の積極的な外資誘致による沿海部に世界最大の輸出加工基地の誕生と、そこから生産された製品の輸出拡大による外貨獲得増といった対外開放政策が挙げられる。また、国内部門では、1990 年代以降、都市部を中心に展開される国有地使用权の払い下げを通じた都市開発や、これまで国有企業が提供していた住宅の市場を通じた供給への転換、さらに内陸部への財政補助金を用いたインフラ建設の本格化といった政策に求められる。しかし、過剰資本蓄積が本格的に観測されるようになったのは 2000 年代に入ってからである。図 5 のように、地方政府、家計、企業などの国民経済主要部門の貯蓄率は軒並みに右肩上がりの拡大を見せており、それぞれの要因は以下が考えられる。

図 5 国内部門別の貯蓄率



出所：国家統計局より作成

(1) 地方政府による投資拡大

地方政府は、地域経済を牽引するために、インフラや住宅を中心に投資の拡大を続ける必要がある。その際、地方政府は地元の銀行や不動産業者、建設業者などとの間に、強力な連携関係を構築し、積極的な投資拡大行動をとり続けている。その背景には高成長に対して、社会的なセーフティーネットの整備が遅れており、国民の所得上昇分に比べて消費が伸び悩む状態にある。これは、地方政府主導で行われる投資に必要な資本調達を可能にし、しかもその投資が高成長を支える最大の需要部門になっていた。また、中央政府は調和のとれた社会の建設を政策として掲げ、内陸部を中心に投資資金を傾斜的に配分する政策が行われており、これらの政策は必ずしもすべての資本が有効に配分されていたとは限らず、一部の地域では過剰資本を招く事態となった。

(2) 企業内部留保の増大

企業部門における貯蓄率の上昇は、民間企業を中心に多くの企業がフォーマルな金融機関からの借入れが困難である一方、常に激しい競争圧力にさらされていることがある。そのため、従業員への賃金払いや新規事業に備えるために、企業は一定額の内部留保を残し、その額を増やしていた背景がある。また、そうして増大した企業の内部留保は、より一層の投資を促進することになっている。すなわち、労働分配率の低下→企業内部留保の増大→企業部門の積極的な資本蓄積→投資の増大といった因果関係が働いていたと考えられるⁱⁱ。

(3) 家計部門の高い貯蓄率

家計部門は一貫して高い貯蓄率を保持している。その要因は、社会保障制度整備の遅れが挙げられる。特に農村部では、将来のリスクに対する保険として、貯蓄に頼らざるを得ない事情がある。また、都市部では 1990 年代以降の現代企業制度の導入によって、これまで国有企業が負担していた社会保障機能は企業からの切り離しを図ったが、受け皿となる部分のセーフティーネットがまだ不十分のため、家計部門が保険的な動機から貯蓄性向を高めている。

勿論、以上の諸要因はどれか 1 つが過剰資本蓄積の要因になったというわけではなく、複合的な要因による相互作用した結果と考えられる。本来なら、「未富先老」（豊かになる前に先に老いていく）と言われるように、急速に高齢化社会に突入していく中国社会の現状に対して、高齢者年金制度の整備や社会保障サービスの充実などに重点を置き、現役世代から資金需要の高いリタイア世代への所得移転を推進させることによって、過剰な資本蓄積を抑える必要があるが、実際に政府が取った行動は、社会保障制度を充実させるよりも、財政・金融政策を通じて政府・民間部門の投資を刺激し、当面の需給ギャップを解消することであった。その結果、過剰な資本蓄積が抑えられず、投資の非効率から抜け出すこともできなくなる。

Ⅲ 固定資産投資の動向

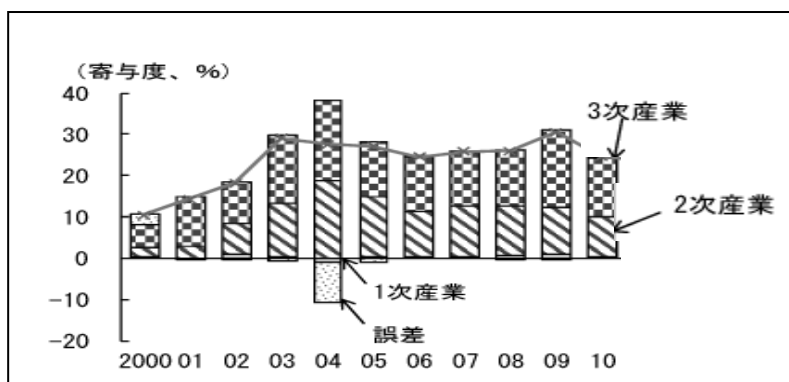
1993 年以降の投資動向を投資伸び率の推移（図 2）から見ると、1993 年～2000 年までは投資抑制期、そして、2001 年～2010 年までは投資拡大期に大別される。投資抑制期には、景気過熱に対処するための金融財政の引き締め策、また投資拡大期には、積極的な財政政策や適度に緩和した金融政策などが採られたことが主因である。全体的に投資の抑制と緩和を繰り返しながら、投資規模の拡大を続けてきたことが特徴である。なかでも、2008 年のリーマンショックに対応した緊急景気対策は、2009 年の投資伸び率が前年比 30%に達し、これまでの最高となった。このような投資の持続的な拡大によってもたらされた様々な変化を、2001 年～2010 年の投資拡大期を中心に以下確認する。

1. 第 3 次産業と第 2 次産業の逆転

2000 年以降の産業別の投資動向では、GDP 成長に対する投資の寄与度は第 2 次産業よりも第 3 次産業のほうが大きくなった特徴が見られる（図 6）。中国経済は、これまで製造業部門の投資拡大によって持続的な成長を実現したことが知られているが、このような第 3 次産業主導の成長が生まれる背景には以下の要因がある。

第 1 の要因は、主要製造業部門における設備投資の減少と生産能力の過剰が挙げられる。一般に第 2 次産業は設備投資の金額が大きい。特に鉄鋼、自動車、半導体といった資本集約型産業では工場建設のために巨額の投資が必要になる反面、一旦設備が稼働し出すと、生産能力が継続的に増強されるため、当面の新規投資による生産能力増の必要性が低下し、投資額の減少が現れる。しかも 2000 年後半、一部消費財の国内市場の飽和や主要輸出相手国の需要低迷などにより、工業製品の過剰供給がより顕著になった。

図 6 各産業部門の投資寄与度



出所：国家統計局より作成

注：04 年以降は統計対象範囲に変更があったため、誤差が生じた。

第2の要因は、都市化による第3次産業の発展である。農村部都市化政策が急速に推進される中、都市人口が次第に増加し、2010年末では人口の半分以上が都市人口を占めるようになった。都市化の進展は小売、流通、飲食、医療、娯楽等の各種サービス業の発展を促進する一方で、まだ都市化されない農村部では、農民の所得向上が従来最小限のサービス産業しか存在しない地域でも都市並みのサービス機能を求めるようになり、農村部におけるサービスの多様化が浸透し始めている。また、大都市では、従来の充実したサービスよりも、さらに高付加価値のサービスに対する需要が生まれ、多様なニーズに答えるための新規サービスへの投資が拡大し続けている。

第3の要因は、所得水準の上昇である。第3次産業は労働集約的な部門が多い。小売、流通、飲食、娯楽、オフィス・メンテナンス等の各種サービス業は、一般に巨額の設備投資を必要としないが、雇用創出効果が高い。そのため、第3次産業の伸びが高まるにつれて、雇用創出効果も高まり、そこから得られる所得の増加は消費の増大を生み出し、サービスに対する需要が一層高まるという好循環を作り出している。主要都市部では、先進国並みの生活水準に達する人口が増え続けており、今後その水準に到達する人口はさらに増加することが予想される。これらが消費のサービス化を促進するとともに、サービス分野への投資も拡大させていく。

2. 西部地域への投資傾斜

地域別の投資動向をみると、東部地域に圧倒的なシェアを維持しながらも、西部地域への投資傾斜が本格化する傾向が現れる。中国経済の「市場」への移行が始まって以来、東部地域の沿海部は改革の恩恵を最大限に受けており、外資導入を中心に飛躍的な発展を遂げた地域でもある。一方で西部との地域格差は拡大していった。この問題を是正すべく、「西部大開発」を推し進める背景となった。

(1) 「西部大開発」の必要性

中国の地域開発計画における地域区分は、沿海部と内陸部という区分のほかに、東部、中部、西部という区分が用いられる。東部地域（11省市）は最も発展が進んでいる地域であるのに対して、中部地域（8省区市）と西部地域（12省区市）は相対的に工業基盤が弱く、インフラ整備が遅れている地域である。なかでも、西部地域は国土三分の二の面積と27%の人口を擁し、全国55の少数民族のうち、51の民族が生活するという、少数民族人口の8割以上が集中する地域でもある。天然ガスや石炭、レアアースなどの豊富な鉱物資源とエネルギー資源を有しながらも、経済開発が全体的に遅れているため、中国における沿海部と内陸部の格差を拡大する要因となっている。

表 1 2000 年都市部と農村部住民一人当たり所得（元）

西部地域	都市部住民一人 当たり可処分所得	農村部住民一人 当たり純収入	東部地域	都市部住民一人 当たり可処分所得	農村部住民一人 当たり純収入
内モンゴル自治区	5,129	2,038	北京市	10,350	4,605
広西チワン族自治区	5,834	1,865	天津市	8,141	3,622
重慶市	6,276	1,892	河北省	5,661	2,479
四川省	5,894	1,904	遼寧省	5,358	2,356
貴州省	5,122	1,374	上海市	11,718	5,596
雲南省	6,325	1,479	江蘇省	6,800	3,595
チベット自治区	7,426	1,331	浙江省	9,279	4,254
陝西省	5,124	1,444	福建省	7,432	3,230
甘肅省	4,916	1,429	山東省	6,490	2,659
青海省	5,170	1,490	広東省	9,762	3,654
寧夏回族自治区	4,912	1,724	海南省	5,358	2,182
新疆ウイグル自治区	5,645	1,618			
地域平均	5,648	1,632	地域平均	7,850	3,476

出所：『中国統計年鑑』2001 年版より

東部と西部の住民一人当たりの所得格差（表 1）をみると、「西部大開発」の元年とされる 2000 年時点では、東部都市部住民の一人当たりの可処分所得は 7,850 元に達したのに対して、西部では同 5,648 元で、東部の 7 割程度に過ぎなかった。また農村部住民一人当たり純収入を見ると、東部は平均 3,467 元に対して、西部はわずか 1,632 元で、東部の半分にも届かなかった。さらに、東部の最も豊かな上海市と西部の遅れている貴州省に比べると、都市部住民の所得格差は 2.3 倍、農村部は同 4.1 倍である。もともと東部地域は、都市人口が多い地域であり、反対に西部地域は農村人口が集中する地域であるため、上記結果から、東部と西部の実質的な所得格差は更に広がっていくことが推察される。

また、地理的に西部は国境を接する辺境地域であると同時に、多数の少数民族が居住している地域でもあり、少数民族の生活水準を向上させることは、中国社会の安定を維持するためにも不可欠である。加えて 1997 年に発生したアジア通貨危機の影響で、中国の輸出が伸び悩む中、西部開発による新たな内需を創出する重要性が次第に高まった。

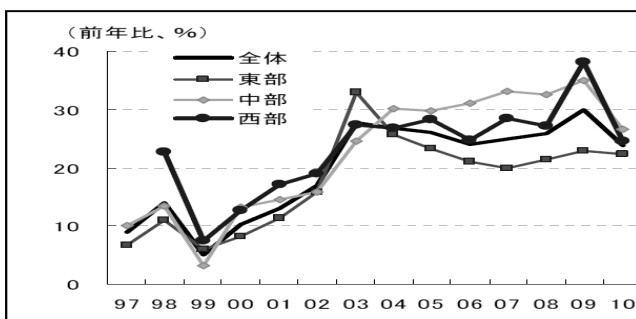
（2）西部地域への投資

2000 年 12 月に国務院は「西部大開発の若干の政策・措置に関する通達」を発表した。通達では、「西部大開発」の重点政策として、①インフラ建設の加速、②生態環境保護の強化、③農業基盤の強化、④産業構造の調整、⑤特色ある観光業の発展、⑥科学技術・教育・文化・衛生事業の発展の 6 点が挙げられている。また、2002 年の「第 10 次五ヵ年計

画西部開発総合プラン」では、①「西気東輸」（西部の天然ガスを東部へ輸送）、②「西電東送」（西部の電力を東部へ輸送）、③「南水北調」（南部の水を北部へ輸送）、④「青藏鉄道」（青海-チベット間の鉄道建設）という4大プロジェクト、及び環境保護に着眼した「退耕還林」（耕地を林に戻す）、「退牧還草」（牧場を草原に戻す）を西部大開発の重点プロジェクトとして決定した。

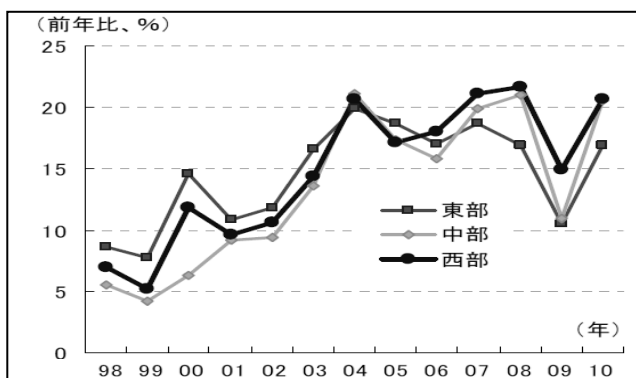
これらの投資プロジェクトに合わせて各種投資優遇策も発表された。2001年に発表された「西部大開発税収優遇政策問題に関する通知」では、①2001年から2010年までの間、西部地域の国家奨励類産業に指定された国内企業、および外商投資企業に対し、企業所得税を25%から15%に軽減する、②奨励類産業、優位産業等のプロジェクトで投資総額内の自家用設備輸入に対して政策規定が定めている範囲内での輸入関税及び輸入増値税を免除などであった。これらの投資優遇策の効果もあって、西部への投資が急速に拡大するようになった。伸び率の推移（図7）をみると、西部大開発政策の実施によって全国を上回るペースで伸びており、なかでも2009年に行われた緊急景気対策としての4兆元が多く西部地域に投入されたため、同年の全国投資伸び率30%を大きく上回り、約40%に達した。

図7 地域別の投資伸び率（%）



出所：CEIC データより作成

図8 地域別の GDP 成長率（%）



出所：CEIC データより作成

このように、西部大開発によって、従来の東高西低の投資パターンから徐々に西高東低へと変化をもたらし、この変化と連動して、これまで他の地域に遅れていた西部の GDP 成長率（図 8）も、2006 年頃から東部や中部を超える水準で推移し始め、今後、投資の拡大による地域間住民の所得格差が確実に縮小方向に向かうことが期待される。

3. 不動産投資の拡大

固定資産投資は、これまで主として都市部に集中する傾向があり、投資総額の 8 割以上を占めていた。なかでも拡大し続ける外需と内需に答えるために、製造業部門における投資過熱を続く時期があった。しかし、投資による生産能力の増強は新規設備に対する需要が減少するし、加えて輸出の鈍化などによって、過剰設備、過剰生産を招く懸念が生じた。このような状況から、内需拡大の一環として、不動産開発が脚光を浴びるようになった。表 2 で示すように、1998 年以降都市部投資総額の平均 2 割が継続的に不動産市場に投入されていた。

不動産開発需要増の背景には、計画経済時代から続いていた住宅支給制と密接な関係がある。長年、中国では政府や国有企業による住宅福利支給制度を実施してきた。公的住宅であるため、自由に売買することはできないが、一旦割当を受けると、定年、転出、死亡とは関係なしに、無期限に本人と家族が住み続けることができる。その結果、同制度のもとでは、政府や国有企業の財政負担が増えることがあっても減ることはなく、国家財政を逼迫する要因の一つとなっていた。なかでも 1980 年代以降の「市場」への移行とともに、地方から大量の労働力が都市部に流入するようになると、もともと慢性的な住宅供給不足と住宅老朽化で苦しんでいた都市部には、さらなる住宅環境の悪化を招く事態となり、都市部における住宅環境の改善は待たなしとなった。

そんな状態の中、1998 年に政府は「居住環境の改善」と「内需拡大」を目的とした「住宅制度改革」ⁱⁱⁱ を発表した。同改革は、①従来の政府や国有企業による分配住宅制度を廃止し、代わりに住宅補助金を支給する、②既存公有住宅の払い下げを推進する、③住宅金融制度を整備し、個人の住宅購入を促進するなどに重点を置いた。これらの改革によって、従来の住宅福利支給制度から個人による持ち家制度への転換を可能にしたため、長年抑えられてきた個人住宅購入の意欲が一気に表面化された。加えて、住宅金融制度の整備は、所得が低い都市部住民でも住宅ローンによる不動産取得の可能性をもたらし、これを機に、都市部住民による不動産取得がブームとなり、商品化された住宅が取引される不動産市場が急速に形成されるようになった。

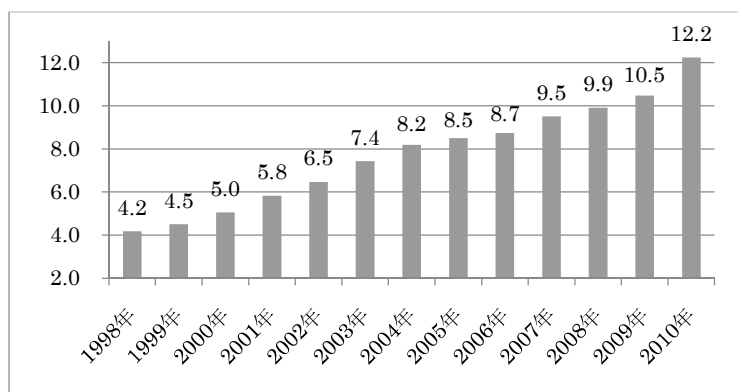
表2 都市部と不動産への投資シェア（億元、％）

年次	固定資産投資①	都市部投資②	②/①	不動産投資③	③/②
1998 年	28406.2	22491.4	79.2	3614.2	16.1
1999 年	29854.7	23732.0	79.5	4103.2	17.3
2000 年	32917.7	26221.8	79.7	4984.1	19.0
2001 年	37213.5	30001.2	80.6	6344.1	21.1
2002 年	43499.9	35488.8	81.6	7790.9	22.0
2003 年	55566.6	45811.7	82.4	10153.8	22.2
2004 年	70477.4	59028.2	83.8	13158.3	22.3
2005 年	88773.6	75095.1	84.6	15909.2	21.2
2006 年	109998.2	93368.7	84.9	19422.9	20.8
2007 年	137323.9	117464.5	85.5	25288.8	21.5
2008 年	172828.4	148738.3	86.1	31203.2	21.0
2009 年	224598.8	193920.4	86.3	36241.8	18.7
2010 年	278121.9	241430.9	86.8	48259.4	20.0

出所：『中国統計年鑑』各年版より

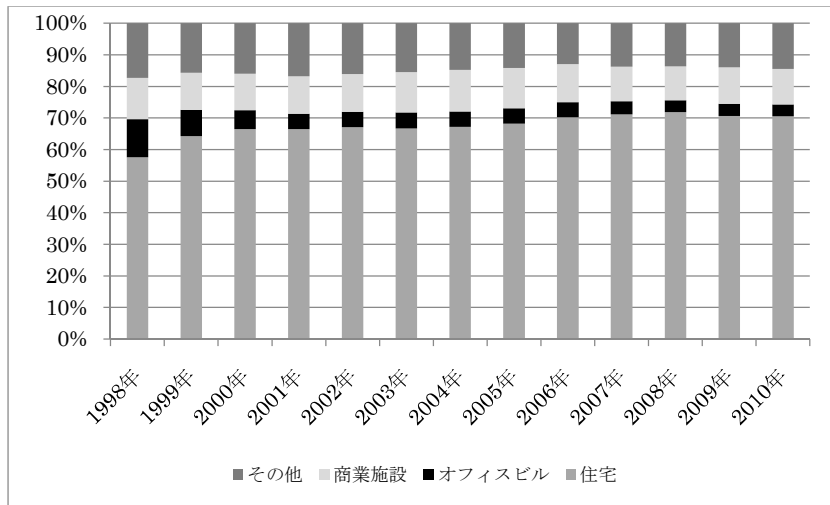
不動産市場の形成は、取引される商品への投資増が不可欠である。このような市場のニーズに答えるために、1998 年から 2010 年にかけて、不動産投資額は 3614.2 億元から 48259.4 億元に拡大し、13.4 倍増加となった。これは、同期間の固定資産投資 9.8 倍増、都市部投資 10.7 倍増を上回る伸びとなり、不動産投資が堅調な拡大をみせていた。また、名目 GDP に占める不動産投資の比率は、1998 年の 4.2％から 2010 年の 12.2％（図 9）に拡大し、同期間における GDP 成長は不動産投資によって下支えられていることを示唆する。

図9 名目 GDP に占める不動産投資の比率（％）



出所：『中国統計年鑑』各年版より

図 10 用途別不動産投資比率の推移 (%)



出所：『中国統計年鑑』各年版より

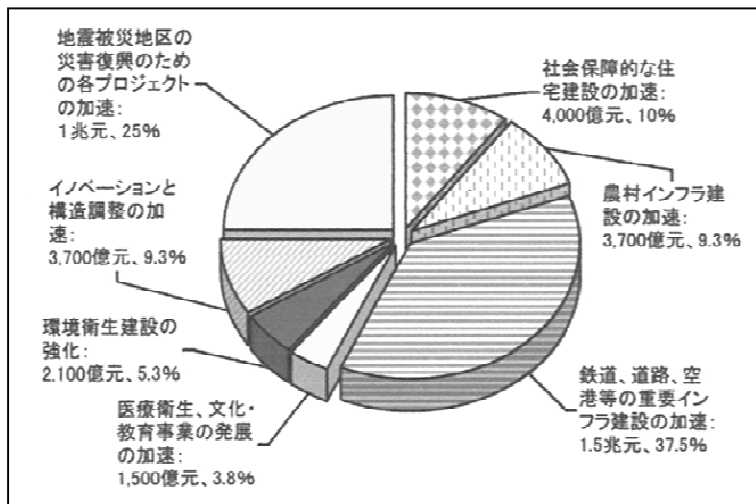
都市部の不動産投資は住宅、オフィスビル、商業施設、その他の4項目に大別されるが、それぞれの構成比の推移(図10)をみると、1998年には不動産投資における住宅投資の割合は58%であったものが、2010年には71%まで上昇した。一方のオフィスビルと商業施設の投資合計は同期間に25%から15%に低下した。この結果から、都市部不動産投資の主役は住宅投資であったことが分かる。また、「住宅制度改革」が実施後、不動産市場は急速に拡大し、投資の増加に伴った不動産の供給量も増え続けているにもかかわらず、不動産価格が一貫して上昇し続けていた。なかでも全社会固定資産投資に対する不動産投資比率の上昇や、住宅価格対家庭年収比の異常な高倍率に達するなど、不動産投資における過熱の様相を呈していた。

4. 4 兆元公共投資

中国の投資を見ると、2008年に実施した史上最大規模の公共投資を抜きにして語ることができない。2008年9月のリーマンショックを受けて、輸出急減による景気悪化が懸念される中、政府は同年11月に総額4兆元(約53兆円)に上る内需拡大策を打ち出した。投資先は主として内陸部のインフラ投資や国有企業の大規模設備投資に重点が置かれる。

投資の内訳(図11)をみると、①重要なインフラ整備(鉄道、道路、空港など)37.5%、②2008年に起きた四川大地震の復興対策費25%、③公共住宅整備関連10%、④農村インフラ整備9.3%⑤国有企業のイノベーションと構造調整9.3%、⑥環境衛生5.3%、⑦医療・文化・教育3.8%の順である。なかでも、最大のインフラ整備費と2位の地震復興対策費、そして、3位の住宅整備費の三者を合わせると、総額4兆元の中の7割以上が公共工事に該当しており、地方政府や国有企業主導の公共投資の実態が分かる。

図 11 4 兆元公共投資の内訳（2009 年 3 月）



出所：中国国家發展改革委員会資料より作成

緊急景気対策の効果もあり、2009 年の投資伸び率はこれまで最高の 30% に達した。部門別をみると、鉄道や道路を含むインフラ部門が急拡大するほか、インフラ建設関連の電気機械、鉄鋼、セメントなども高い伸びが続いた。先進各国の景気回復が遅れるなか、中国が先駆けて V 字型回復を実現し、金融危機後の景気低迷から抜け出すための中国牽引力が注目される一方で、国有企業を中心とする大型製造業はこの「特需」をめがけて生産設備を一斉に増強したため、先進諸国からの外需が低迷し続ける中、内需を上回る生産能力が過剰投資、過剰生産を招くことになった。

IV 投資主導型成長が生んだ歪み

投資の拡大は需要効果と供給効果を生み出し、経済成長に寄与する一方で、需要と供給のバランスが崩れ、超過供給、または超過需要が発生すると、投資主導の成長には様々な歪みが発生した。2000 年代以降、特に一部の製造部門における過剰投資による過剰生産、それに伴った物価の変動、また不動産開発に投資資金の集中による不動産市場の過熱化、消費よりも投資を優先した消費の低迷などが見られる。

1. 過剰投資と過剰生産

2000 年代前半、投資伸び率が再び 10% を超えるようになってから、一部の業種において、生産能力の過剰が懸念されるようになった。なかでも、2008 年のリーマンショックに伴った外需の急減は、その懸念が一層顕著化になった。表 3 で示すように、2008 年時点の鉄鋼、電解アルミ、セメント、製油、板ガラス、紙・板紙などの稼働率（生産量／生産能力）は 100%

を割った状態である。本来なら、企業が所有する生産設備をフルに稼働し、生産能力を最大化しようとするものであるが、実際の稼働率が70%～90%にあることは、過剰生産の兆候が現れたため、企業は設備稼働率の調整を通じて、生産調整が行われたと考えられる。

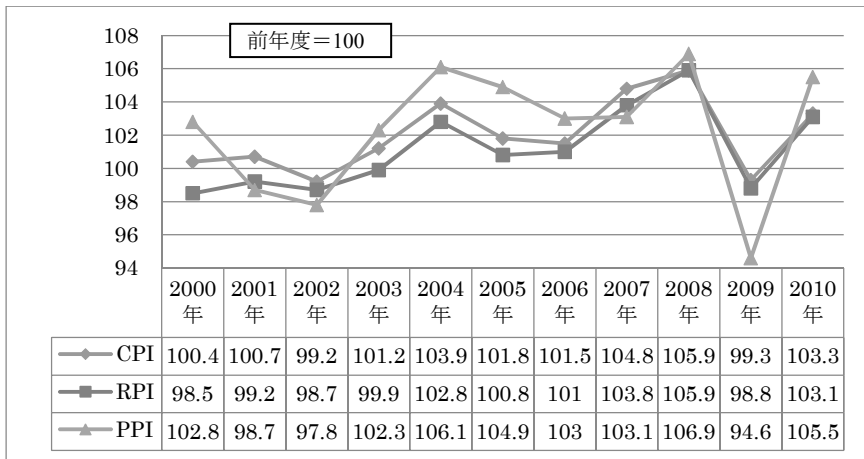
表3 一部の産業における過剰生産（2008年）

	生産能力	生産量	稼働率
鉄鋼	6.44 億トン	5.12 億トン	80%
電解アルミ	1,810 万トン	1,320 万トン	78%
セメント	18.7 億トン	14.2 億トン	76%
製油	3.91 億トン/年	3.14 億トン/年	80%
板ガラス	6.5 億重量箱	5.74 億重量箱	88%
紙・板紙	8,900 万トン	8,000 万トン	90%

出所：European Union Chamber of Commerce in China, "Overcapacity in China: An Impediment to the Party's Reform Agenda", 2016/2/22 より

この過剰生産の動向は物価の面からも確認される。図12は生産者物価（PPI）、小売物価（RPI）、消費者物価（CPI）の動きを示したものである。前年度の物価を100とし、前年度より指数の値が小さくなった場合、物価が下落し、反対は上昇することを意味する。実際の物価動向では、PPIは2000年～2002年、2004年～2006年、そして、2008年～2009年の計3回にわたって物価指数が下落していた。これは、同期間に企業による過剰生産の結果が生産者物価に反映されたと指摘される。なかでも、2009年の指数が94.6に下落し、これまでの最大を記録したのは、明らかに4兆元の景気対策に伴った生産拡大が招いたものと考えられる。また、RPI、CPIは01年に前年度より上昇したことを除けば、ほとんどPPIと同じ動きを示しているのは、同期間の物価下落が生産者物価主導によるものと説明される。すなわち、過剰投資に伴った工業品の過剰供給が、価格の転嫁が十分に進まないため、物価の下落を招き、やがて企業の収益が圧迫されていることが推測される。

図 12 各種物価指数の変化



出所：『中国統計年鑑』各年版より

このような過剰投資と過剰生産の要因は以下があげられる。まず、リーマンショック後の世界規模の景気低迷による輸出減がある。2000年代、「世界の工場」として定着しつつある中国の製造業は、製品の輸出先が先進諸国市場を主とするが、金融危機で消費マインドが急速に冷え込む欧米諸国では対中輸入の減少が見込まれるなか、中国国内に生産能力の過剰が急速に表面化された。景気対策として実施された4兆元の公共投資は、短期的に国内に需要拡大に効果があったが、同時に投資ブームを誘発し、一層の投資超過から生産超過を作り出し、過剰生産が長期化してしまう懸念が生じた。

歪められた価格体系はもう一つの要因と指摘される。中国経済の「市場」への移行は、財・サービス市場が先行する形で進められ、生産要素市場においては政府による介入が多く存在し、需給を反映した価格メカニズムが十分に働いていないことがある。特に企業に提供される土地と資金の取得コストが市場の均衡水準以下に抑えられており、企業は高い投資の収益性が期待されるため、常に投資拡大の意欲を持ち続けている。加えて、国有企業の場合、赤字になっても債務の減免などの形で政府に補填してもらえるため、結局過剰投資を助長し続ける結果となる。

そして、地方政府の人事評価制度にも関係している。地方役人の業績評価は「経済成長」を基準としているため、多くの地方政府はGDPへの寄与の大きい産業を積極的に支援する傾向がある。雇用への配慮も加わり、一部の産業において、生産能力が過剰になっても、政府の意向を受けた国有企業はリストラを避けようとするため、結果的に過剰投資、過剰生産を続けることになる。

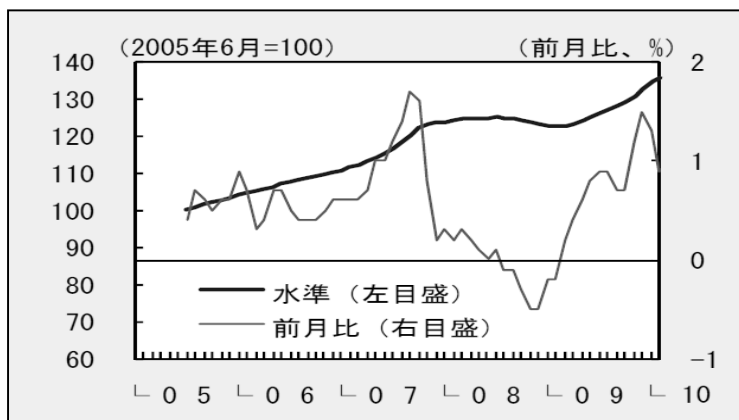
このような歪められた価格体系や政府による市場への介入といった構造的要因に、短期的な需要の低迷が加えられた結果、国有企業を中心とする過剰投資、過剰生産の解消を一層困難化し、資源の有効配分と投資の効率化を妨げている。しかも、企業の収益を悪化させ、産業全体としての国際競争力を低下させるほか、不良債権を増加する現象も現れた。

2. 不動産市場過熱

投資主導の成長は都市部に不動産投資の過熱現象を生み出している。既述のように、1990年代後半の住宅制度改革は、都市部を中心に住民による住宅取得が認められ、実需と投資需要から市民の間には不動産取引のブームが現れた。これらの需要に答えるために、2000年以降、不動産市場には都市部投資総額の平均2割の資金が投入され、供給を増やしていた。それにもかかわらず、根強い投資需要と旺盛な開発意欲から、主要都市部では不動産開発のブームが不動産価格の上昇を促している。図13で示すように、2005年以降の不動産価格を前月比でみると、政府による抑止政策等の影響で価格が上下に大きく変動するが、相場全体の推移をみると、2005年を100とした指数は、2010年には137を超えるほどの上昇となり、不動産市場における過熱の様相を呈した。

こうした不動産市場過熱の背景には、まず地方政府の不動産開発に対するインセンティブの強さが挙げられる。1994年に実施された中央と地方の税率比率の調整によって、地方政府は財源不足に悩まされ続けてきた。そのため、新たな財源を獲得する方法として、中央政府の規制が緩い不動産開発が注目されるようになった。その際、地方政府が農民の土地を従来の使用価値に近い価格で収用し、それを不動産ディベロッパーや自ら出資した「融資平台」と呼ばれる投融資企業に高値で譲渡し、利益を得る方法が多く使われる。このような財政構造を持つ地方政府は、不動産取引が活性化すればするほど、多くの財源を獲得できるし、不動産ディベロッパーや地方商業銀行が積極的に関与すれば、巨額な利益が見込まれる仕組みとなっている。そのため、不動産ディベロッパーによる積極的な不動産開発と地方商業銀行が不動産融資を奨励するインセンティブが働き続ける結果となる。つまり、中央政府が不動産市場の過熱抑制に向けた融資抑制指導等の施策を打ち出しても、地方と中央のインセンティブ構造の相違から、過熱抑制に期待されるほどの効果が現れてこない理由となる。

図13 不動産価格の推移



出所：中国国家统计局

また、同時期における海外からの資金流入の存在も指摘される。本来なら資本取引に厳しい規制を敷いている中国では、簡単に海外資本の流入が難しいとされるが、それでも中国経済の世界経済との結びつきの強まりや、資本取引の抜け道の存在などで、結局、当局の監視外にある投機資金が様々な形で、中国国内に「ホットマネー（熱銭）」と呼ばれる短期資金が流入し、不動産投機に加担している。また、投資収益を目指した海外投資家による不動産業への直接投資も増大している。つまり、政府の抑制策にもかかわらず、地方政府が積極的な不動産市場への投資に、海外のホットマネーによる投機も加えられた結果、中国に不動産市場の過熱を作り出し、価格の高騰に歯止めがかからない状態となった。特に一部の大都市やリゾート地域の住宅価格は年収倍率から考えると極めて高い水準にあると言わざるを得なかった。

上記で見てきたように、市場経済を推進し続ける 93 年以降、中国経済は高度成長を実現するとともに、資本蓄積の充実が図られ、それが中国の投資主導型成長をもたらした。特にリーマンショック後の外需の落ち込みをみせる中、4 兆元の公共投資をはじめとする景気対策が成長の減速を止める効果となった。一方、消費が成長をけん引する度合いが必ずしも強まることはなく、むしろ国民の消費を後回しに実現した投資主導型成長と言っても過言ではない。今後、中国経済の持続的な拡大を図るためには、これまでのもっぱら投資に頼った成長パターンから、「投資から消費へ」、「工業からサービス業へ」という成長構造の転換が重要な課題と言えよう。

【注】

- ⁱ 「三つの成長エンジン」に関しては、孫根志華著『新版 基礎から学ぶ政治と経済』「第 9 章中国の台頭と新たな挑戦」学文社、2015 年、p 142 を参照する
- ⁱⁱ 梶谷懐『中国「資本過剰経済」からの脱出が課題』nippon.com メルマガ、2012 年 10 月 16 日
- ⁱⁱⁱ 1998 年 7 月 3 日国務院が発表した《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》を参照する

【参考文献】

1. 渡辺利夫+21 世紀政策研究所「監修」朱炎編『国際金融危機後の中国経済 内需拡大と構造調整に向けて』勁草書房、2010 年
2. 白井早由里著『人民元と中国経済』日本経済新聞社、2004 年
3. 大橋英夫著『現代中国経済論』岩波書店、2005 年
4. 日本経済研究センター・清華大学国情研究センター編『中国の経済構造改革 持続可能な成長を目指す』

指して』日本経済新聞社、2006 年

5. 大橋英夫著『シリーズ現代中国経済 5 経済の国際化』名古屋大学出版会、2003 年
6. 内閣府『世界経済の潮流 2009 年 II－雇用危機下の出口戦略：景気回復はいつ？出口はどのように？－』
2009 年 11 月
7. 内閣府『世界経済の潮流 2012 年 I－欧州政府債務危機を巡る緊張が続く世界経済』2012 年 6 月
8. Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ『投資の加速段階に入った中国の西部地域』BTMU 中国経済トピックス
(No.41) 2011 年 10 月 31 日
9. 孫根志華著『新版 基礎から学ぶ政治と経済』学文社、2015 年

Investment-led growth in China (1993 – 2010)

Shika Sone

Abstract

The sustainable growth of the Chinese economy relies on the existence of three investment-led growth engines. These growth engines are: (1) "Foreign company-led investment" since the 1980s, (2) "Domestic-company led investment" since the 1990s, (3) "Government-led investment" which has lasted for 30 years since the 1980s.

This paper considers investment-led growth in the Chinese economy since 1993 when the socialist market economy became full-scale. For this purpose, in this paper, I first clarify the actual situation of overinvestment in enterprise and government sectors by analyzing the flow of excess capital that brought investment-led growth. Following, I examine the various distortions caused by investment-led growth.