



中国経済が抱える過剰投資問題
～背景にある低すぎる資本コストと人民元相場～

経済調査部 主任研究員 西村 陽造

過剰投資で累積されるリスク

中国は10%台の高成長を続けるなかで、総固定資本形成(民間部門と公的部門を合計したもの。以下では投資と書く)はそれを大きく上回るペースで拡大が続いている。その結果、投資のGDPに占めるシェア(以下では投資率とも書く)は、2000年の35%から2006年の45%に上昇した。しかも、民間消費のGDPに占めるシェアが2000年の46%から2006年の38%に低下した。このため、GDPに占めるシェアで、投資が民間消費を上回っている(通常の経済では民間消費が投資を上回る)。こうした状況は、過剰投資と呼ばれている。

日本でも景気拡大局面では、投資の伸び率がGDP成長率を大きく上回り、投資率が上昇する。投資率は、高度経済成長期の最終局面である70年代初頭に35%、80年代後半のバブル期の最終局面の90年前後に30%に達した。しかし、それを除けば、70年代以降は20～30%で推移してきた。一方、戦後から現在まで、民間消費のGDPに対するシェアは概ね50～65%の範囲を推移し、GDPに占めるシェアで、投資が民間消費を上回るような局面はなかった。因みに、2006年で、GDPに占めるシェアは、投資が24%、民間消費が57%である。しかも、日本だけでなく、他の新興市場諸国と比較しても、中国の投資率は際立って高い。

過剰投資はなぜ問題なのであろうか。投資はそれ自体、需要であるが、資本設備として蓄積されるため総供給能力の増加につながる。この総供給が総需要の範囲内であればよすが、総供給が総需要を上回ると、その経済は供給過剰に陥る。中国の投資率の高さをみると、企業が投資採算の十分に見込めない事業へも投資を拡大させている恐れがある。もしも将来、何かをきっかけに供給過剰が顕在化すれば、企業の収益率は急速に悪化して、こうした投資は急激に縮小する。投資は需要であるので、総需要が急速に落ち込み、供給過剰はさらに拡大し、景気や物価が深刻な落ち込みを被るリスクが高まるのである。

現在は供給過剰の兆候はみられない。経済は年率10%を超える高成長が続いている。また、2003年以降、企業の収益率(収益の収入に対する比率)は6%程度で、過去との比較では高水準横ばいで推移している。しかし、投資率が45%と高水準にあるので、一度、需要の伸びが鈍化すると、景気が大きく落ち込むリスクがあることは否めない。

このことは日本の80年代後半のバブル期を考えると容易に理解できる。日本ではこの時期、85年以降の急速な円高への対策として金利が大きく引き下げられた。また、株価上昇で増資や転換社債やワラント債による資金調達コストが大きく低下した。その結果、銀行借入、増資、社債発行によって、低い資本コストで大量の資金を調達した。企業はこの資金を資本設備、土地、金融資産に投資した。そのなかには、十分な収益性を見込めない投資もかなりあった(良く例に出されたのが自社の社宅建設である)。景気や地価・株価が上向きの間は、企業収益への影響はみえてこない。しかし、90年代初めに、これらが下向きに転じると、投資採算のとれない投資対象に大量の資金を投入していたこと、すなわち、過剰投資が顕在化し、企業収益は深刻な悪化を被った。

これに類似したリスクが、現在の中国経済でも蓄積されている可能性が高い。

背景にある低すぎる資本コスト

過剰投資の背景には何があるのだろうか。

まず、企業の資本コストが経済実態に比較して低すぎる可能性がある。資本コストが低すぎれば、収益性の低い事業にまで投資を行う、すなわち、過剰投資を行いやすいという筋合いである。

対中直接投資は中国経済に重要な役割を果たしているものの、フローベースで見るとGDP比5%程度を上回らない。投資のGDPに占めるシェアが45%にも達している背景は、直接投資の資本コストではなく、中国企業の資本コストから説明する必要がある。

中国企業の資金調達は銀行融資と利益の再投資がほとんどを占める。このなかで、銀行貸出金利は人為的に低くおさえられている。貸出金利の原資となる預金金利が低く人為的に低くおさえられ、それを原資として行われる銀行貸出金利も低く抑えられている。しかも、国有企業については、その株式は政府が保有しているが、国有企業は政府から配当の支払いを求められることはなかった(2008年からパイロット・プロジェクトとして、一部国有企業で配当支払いが開始される)。このため、中国の企業が直面する資本コストは低く抑えられてきた。

実質経済成長率と実質金利の関係

(年)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	(%) 2000~06年平均
主要先進国								
実質経済成長率	4.0	1.2	1.6	1.9	3.3	2.5	3.1	2.5
実質金利	5.2	4.1	3.4	2.7	2.5	3.1	4.0	3.6
中国								
実質経済成長率	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	10.7	9.6
実質金利	5.5	5.2	6.1	4.1	1.7	3.8	4.6	4.4
インド								
実質経済成長率	5.3	4.1	4.3	7.3	7.8	9.2	9.2	6.7
実質金利	8.3	8.3	7.6	7.7	7.1	6.6	5.1	7.2

(注)実質金利は、貸出金利から消費者物価上昇率を引いたもの。

主要先進国とは、G7のデータをGDP規模に応じて加重平均したもの。

(資料)実質経済成長率はIMF, World Economic Outlook, April 2007のもの。

実際、表が示す通り、実質金利と実質 GDP 成長率を比較すると、先進国では、この両者の間に大きな乖離はなく、2000～06年の期間では実質金利が実質成長率を1.1%上回るにとどまる。これは「最適成長経路では、実質金利と実質 GDP 成長率はリンクする」という経済成長論の命題とも整合的である。

発展途上国では、実質金利が実質 GDP 成長率を大きく下回る例がしばしば見られる。しかし、そのなかでもとりわけ中国では同期間の実質金利が実質成長率を5.2%も下回り、著しく投資助長に傾斜している。直近の名目金利の引き上げもインフレ率の上昇によって実質金利は名目ほど上昇していない。このように、実質資本コストが人為的に低く抑えられていることが、企業の収益率の低い投資の拡大を助長し、投資に過度に依存した経済成長パターンをもたらしていると言えよう(注1)。

人民元相場の過小評価

もう一つの過剰投資の背景は、低すぎる人民元相場である。2005年7月以降、人民元は対米ドル相場では上昇したが、主要貿易相手国通貨に対する実効為替相場ベースでは、ほぼ横ばいで推移している。2005年以降の輸出と貿易収支の急ピッチな拡大の背景には、中国の輸出構造の高度化(軽工業から重工業へのシフト)のなかで輸出競争力が向上していることもあるが、人民元相場が低すぎることも背景の一つである。

人民元相場の過小評価の程度については、いくつかの研究がある。例えば、Peterson Institute for International Economics の報告書では、「人民元相場は貿易相手国通貨全体に対する実効為替相場ベースでは30%、対米ドルで40%の上昇が必要であり、2005年7月以降の対ドル相場での上昇は十分ではない」としている(注2)。

もしも、この過小評価が是正されて、人民元相場が上昇すれば、一部の輸出企業の資本設備は収益を生まなくなり、これまでの投資は過剰投資として顕在化することになる。

過剰投資調整のために必要なこと

過剰投資で累積される供給過剰のリスクを減らすためには、もちろん、過剰投資を減少させる必要がある。そのためには、実質金利ベースを目線にした金利の引き上げと人民元相場の上昇テンポの加速が有効である。

先進国であれば、為替・金融・資本市場の市場メカニズムを通じて、金利や為替相場が調整される。しかし、未だに市場メカニズムが十分に機能していない現在の中国ではそうした経路での調整は、短期・中期的には起こり難い。

当面は、政策当局が人為的に金利や為替相場の引き上げ調整を行う選択肢しか考えられない。当局が銀行の貸出量を指導する経路も考えられる。しかし、そうであれば、中国の政治・行政のプロセスのなかで、調整のテンポは緩やかものにならざるをえない。必要な調整が遅れば、その分、過剰投資で累積されるリスクは高まり、景気後退、バブル崩壊という形で、不可避的な調整が将来に行われるリスクも否定できない。この点には十分に留意しておく必要がある。

(注1) Aziz, Jahangir and Steven Dunaway, China's Rebalancing Act, Finance and Development(A quarterly magazine of the IMF), Volume 44, Number 3, September 2007 も、実

質成長率と実質金利の関係を国際比較したうえで、中国では、実質金利が人為的に低く抑えられていることが過剰投資の一因であると指摘している。

(注 2) Goldstein, Morris, A (Lack of) Progress Report on China's Exchange Rate Policies, Peterson Institute for International Economics Working Paper, WP 07-5, June 2007

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2007 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>