

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

過熱する中国経済と「3つの過剰」の原因

～ 低すぎる資本コストと人民元相場～

(財)国際通貨研究所
経済調査部長 竹中正治

takenaka@iima.or.jp

主任研究員 西村陽造

nishimura@iima.or.jp

要旨

中国経済は過剰投資（固定資本形成）、銀行の過剰融資、貿易収支黒字の急増という「3つの過剰」が拡大し、2007年以降、景気過熱局面に移行した可能性が高い。それがインフレ率の高騰、都市部での労賃高騰・労働力不足、株価のバブル的高騰などの症状として顕現化し始めている。

「3つの過剰問題」の根底には、実質金利を含む資本コストと人民元相場が経済の実態に照らして依然低すぎる事が指摘できる。金利や人民元相場を市場メカニズムが十分に働いていれば実現すると思われる水準に引き上げることが、望ましい経済調整をもたらすはずである。ところが、経済の過熱を懸念する中央の政策にもかかわらず、政策的な調整効果は十分に機能していない。先送りされた不均衡の拡大がハードランディング的調整局面をもたらす可能性が次第に高まりつつあると言えよう。

【高度成長から過熱局面へ】

次ページの図表1は中国の名目成長率と各項目の寄与度の推移である（中国では実質系列の各項目データが公表されていない）。2000年以降の経済成長は以下の3つの局面に分けることができよう。

2004年までの総固定資本形成の急速な拡大に依存した成長

実質GDP成長率で概ね8～10%成長、固定資本形成の名目GDP寄与率は50%前後からそれ以上、同時に低インフレ状態が持続した。

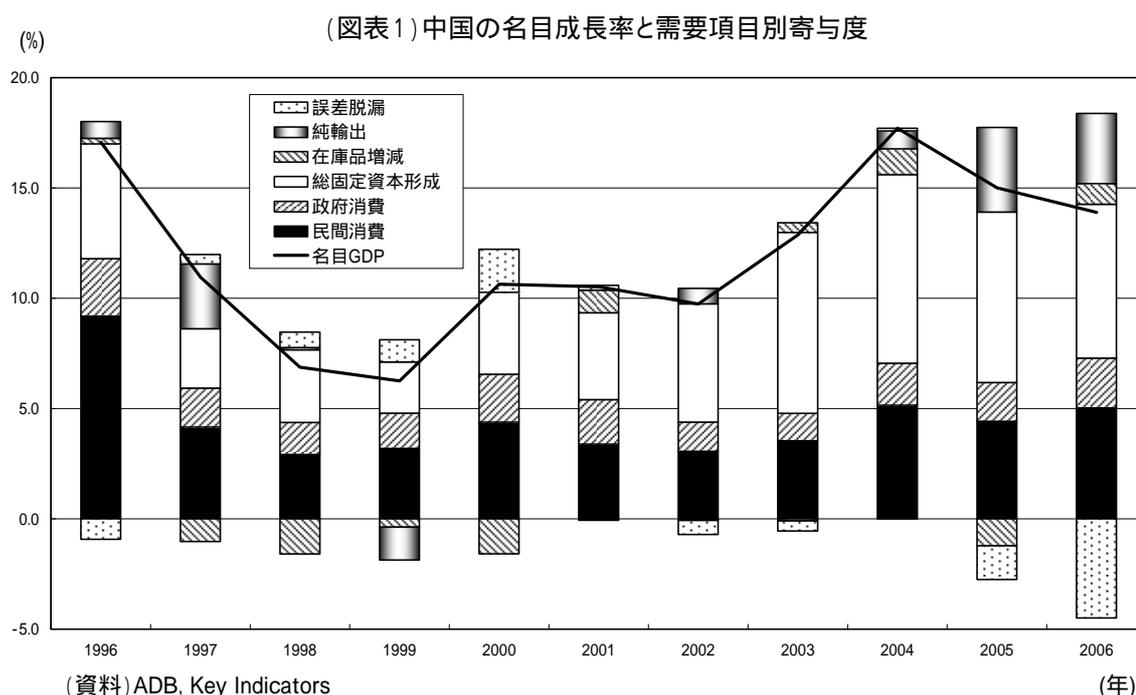
2005年以降の固定資本形成の急速な伸びに純輸出の急速な拡大(貿易黒字の

急増) が加わった成長

実質 GDP 伸び率で 10～11% に成長が加速、純輸出の名目 GDP 寄与率が 20% 以上に上昇。人民元相場の上昇を抑制する大規模介入が国内流動性の急増をもたらし、株式に大量の投機資金が流入し、2005 年以降株価のバブル的高騰が始まった。

2007 年以降の景気過熱局面

11% 前後の成長が続き、インフレと労賃上昇が顕著になり始めた。



局面 から への移行は 2004 年後半から貿易黒字の増加がそれまでとは桁違いとなったことが物語っている。貿易黒字の増加が生み出す外為市場での人民元相場の上昇圧力を相殺するための政府によるドル買い・人民元売り介入も急増した。その結果、外貨準備の増加が顕著になっている。大規模介入で市場に供給される人民元（ベースマネー）は、銀行融資を通じて国内流動性を膨張させ、既にバブルの様相を呈していた不動産価格の高騰を助長。政府の規制強化で不動産投資が抑制されると、投機資金の一部が株式市場に流入した。その結果、低迷していた上海株式総合指標は 2005 年以降急騰し、現在は 5000 を越え、PER は 40 倍～50 倍というバブル的な株価を形成した。

さらに今年になってインフレ率が上昇、8 月の消費者物価は前年比で 6.5% と 11 年ぶりの水準となった。消費者物価高騰の主因は食品価格の高騰である。経済統計の時系列データがまだ短いので、2007 年以降の局面を過熱局面に入った

と判断することには異論もあろう。ただし「過熱」に懸念を示す中央の政策当局者の発言は増えている。

景気の過熱とインフレ率の上昇に対して、政府は2007年に入ってから9月15日までに5回の利上げを行い、合計上げ幅は1.17%となった(預金基準金利3.87%、貸出基準金利7.29%)。また銀行に対する預金準備率は9月25日に実施された今年7回目の引き上げにより合計で3.5%引き上げられたが、中央政府の意図する抑制効果は十分に出ていない(後述)。

【中国がかかえる不均衡問題としての「3つの過剰」】

中央の政策当局者らも高度成長を誇示しながらも、こうした経済の現況を「高度成長が過熱に転じる傾向」とであると警戒し、3つの過剰な伸び方をしている対象として「投資」、「融資」、「貿易黒字」を挙げている。¹

(1) 過剰投資・過少消費

まず、第1の過剰は投資(総固定資本形成)であり、その半面には過少消費の問題がある。既に図表1で見た通り、中国の高度成長の特徴は、日本の戦後の高度成長期をも凌ぐ固定資本形成への高い依存度である。名目GDPの需要項目別構成で見ると、2000年代前半以降、消費のシェアが低下する一方で、総固定資本形成のシェアが上昇した。

図表2に見る通り、総固定資本形成のシェアは、2000年の35%から2006年の45%に上昇した。一方で、民間消費のGDPに占めるシェアは、2000年の46%から2006年の38%に低下した。

(図表2) 中国のGDPに対する需要の構成比

	(%)					
	2000	2002	2003	2004	2005	2006
民間消費	46.2	43.7	41.8	39.9	38.6	38.3
政府消費	15.8	15.9	15.2	14.5	14.1	14.4
総資本形成	35.1	37.9	41.2	43.3	43.3	44.9
純輸出	2.4	2.6	2.2	2.6	5.6	7.7

(資料) ADB, Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries

固定資本形成はそれ自体、需要であると同時に資本設備として蓄積されるた

¹ 国家発展・改革委員会 馬凱主任は、2007年8月29日に、今年の経済政策の実施状況を全人代常務委員会で報告したなかで「『3つの過剰』問題が、なお際立っている。投資の伸びはなお高止まっており、貸出の伸びは依然かなり速く、貿易黒字はなお拡大している」と述べている。

め、総供給能力の増加につながる。総供給能力が総需要を上回ると、その経済は供給過剰に陥る。他の新興市場諸国でも例を見ないほどの中国の固定資本形成シェアの上昇に伴い、収益性の低い事業への投資が拡大している可能性が高い。今後供給能力の過剰が顕現化した時、深刻な景気や物価の落ち込みが発生するリスクを高めている。

経済成長を持続させながら、このような固定資本形成への依存度の高さを修正するには、家計の消費拡大が有効である。しかし中国の家計消費は次のような構造的な問題によって制約されている。

まず、国民所得の家計への分配率自体が低い。分配率が低いので、それから支出される消費支出もその分、抑えられる。また、預金金利が低く規制されているので、家計部門の財産所得もその分、抑制される。

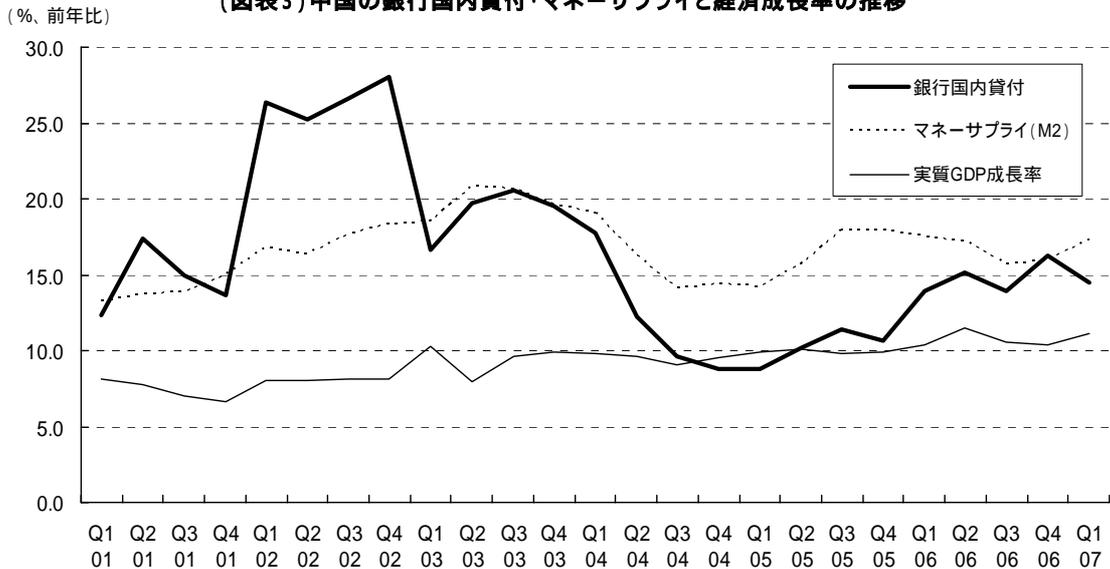
さらに、医療、教育、年金などの制度が未整備であるため、生活の将来への不安を高め、家計の貯蓄率を押し上げることで、消費を抑制している。1994年の国有企業改革で、医療、教育、年金の提供は、国有企業から地方政府に移されたが、十分に進んでいない。医療の自己負担率は80%にも達するともいわれている。要するに国営企業が労働者の年金、医療、教育まで丸抱えする社会主義の枠組みが解体過程にあるものの、先進国のような各種社会保障制度が未整備であるという状態に家計が置かれている結果、家計は防衛的な貯蓄をしていると考えられる。

(2) 銀行融資の過剰な伸び

銀行融資残高の伸び率は図表 3(融資残高の前年比伸び率)の通りである。2002年に急増した後、2004年にかけていったん10%弱に落ち着くが、2005年から再び伸び率が上昇し、前年比15%前後の水準に達しており、中央政府の意図する抑制効果は十分に出ていない。²

² 国務院発展研究センターのレポート「現在の経済生活中の際立った問題を正確に認識せよ」(人民日報 2007年8月13日掲載)は「外貨準備の増加が速いにもかかわらず、貸出の伸びは予期された範囲内に抑制されている」と指摘している。しかしながら、財務総合研究所の田中修研究部長によると「この指摘は事実ではない。2006年、人民銀行は銀行の新規貸出増を2.5兆元に抑えようとしたが、銀行の猛烈な貸出拡大により3.18兆元とはるかに目標を上回った。2007年は人民銀行は抑制目標を設定していないが、これは銀行の貸出抑制が不可能であることを自ら認めた結果とも言える」と指摘し、2007年以降銀行の貸出増が更に加速していると述べている。(田中修「中国経済の現状評価」2007年9月)

(図表3) 中国の銀行国内貸付・マネーサプライと経済成長率の推移



(資料) IMF, *International Financial Statistics* and Bloomberg

(3) 貿易・経常収支黒字の急増

第3の過剰は貿易黒字の伸びである。貿易、経常収支の黒字が、2005年以降急増している。経常収支の対GDP比で2000年代前半は2~3%程度で推移していたが、2005年に7.2%、2006年に9.5%に急上昇した。純輸出のGDPに占めるシェアも、同様の推移を示している(前掲図表2)。

中国に先行して経済発展をとげたアジア諸国のケースに照らしても、中国の安価で相対的に質の高い労働力と、海外先進国からの直接投資を通じて得られる外国企業の資本、技術、ノウハウを結合し、輸出主導の成長戦略を採ったことは適切であった。しかし、輸出部門の生産性の上昇と供給力の拡大に見合った人民元相場の上昇が政府の大規模介入により阻止されており、高度成長下での貿易黒字の急増と言う基礎的な不均衡を生み出している。

既に述べた通り、大規模介入で市場に供給される人民元(ベースマネー)は、先進国ならば債券市場の公開市場操作などを通じて不胎化することができる。しかし、債券流通市場の未整備な中国では、金利と準備率の引き上げなどにもかかわらず、十分な不胎化に成功していないように思われる。

【株価のバブル的高騰】

国内の過剰流動性のひとつの結果(症状)は、株価のバブル的な高騰である。90年代からの高度成長にもかかわらず長く低迷していた中国の株価は、2005年頃から突如として急上昇してきた。それまで投機的な資金の対象であった不動産投資が、政府の諸規制の強化により市況的に頭打ちとなり、投機資金の株式

へのシフトが起こった。

資本移動規制により海外の資本市場と遮断されているため、サブプライム問題に端を発した 2007 年 8 月以降の世界的な株価の調整局面の影響も軽微で、依然として上昇を続けている。上海総合株価指数でみると、最近の PER は 40~50 倍程度に達し、高度成長を遂げる他のエマージング市場に比較しても突出して割高な水準にある。

【「3つの過剰」】の根底にある低過ぎる資本コストと人民元相場】

これら「3つの過剰」の根底には、何があるのだろうか。中国経済では市場メカニズムが十分に働いておらず、実質金利と実質為替相場が、市場メカニズムが働いていれば実現すると思われる水準から、人為的に下方に押し下げられている可能性が高い。

(1) 低過ぎる資本コストが生む過剰投資と資源の浪費

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、年間フローで見ると GDP 比 5% 程度を大きく上回らない。したがって、固定資本形成の GDP に占めるシェアが約半分にも達している主因は、外資系企業ではなく、国有企業を含む中国官民の投資・建設活動であると思われる。

中国企業の資金調達には銀行融資と利益の再投資がほとんどを占める。銀行貸出金利は政策的に低くおさえられて来た。貸出金利の原資となる預金金利が低く規制され、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。

また、国有企業の株式は政府が多くを保有しているが、国有企業は政府から配当の支払いを求められることは従来なかった(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、中国の企業が負う資本コストは極めて低く、今日の先進国のような高い投資リターンを求める株主要求の圧力もない。

実際、次頁図表 4 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 年~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。インドの例では、同期間の実質金利が実質成長率を 0.6% 上回っている。しかしながら、発展途上国では、実質金利が実質 GDP 成長率を下回る例がしばしば見られる。

(図表4) 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、

貸出金利、消費者物価上昇率は、IMF, International Financial Statisticsのものを使用。

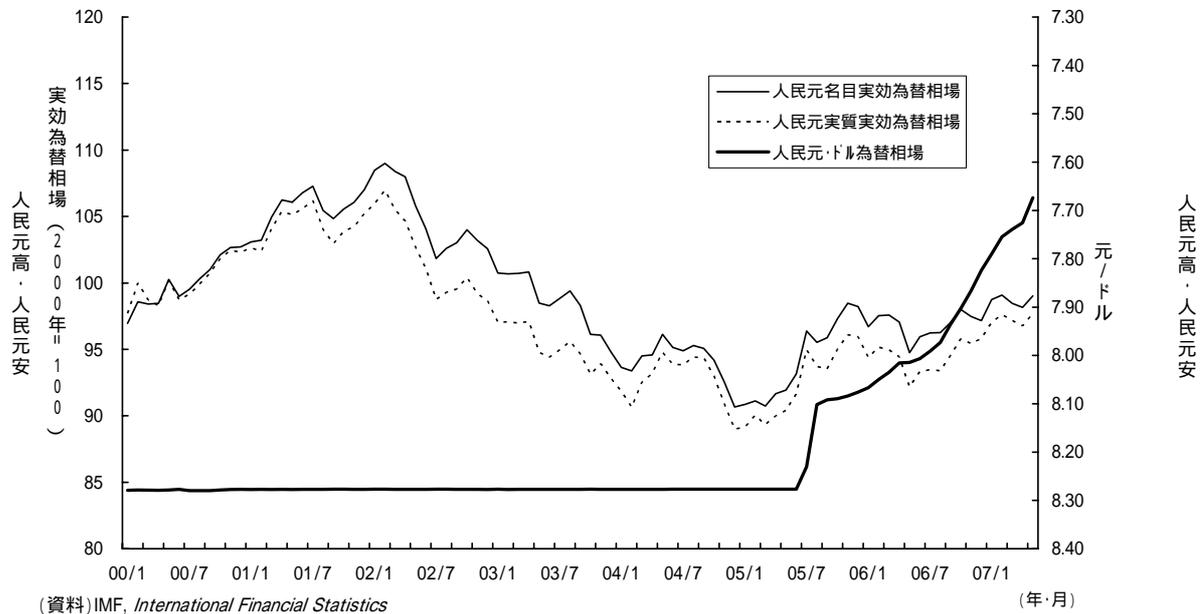
とりわけ中国では同期間の実質金利が実質成長率を5.2%も下回り、著しく投資助長に傾斜している。直近の名目金利の引き上げもインフレ率の上昇によって実質金利は名目ほど上昇していないと言えよう。このように、実質資本コストが人為的に低く抑えられていることが、企業の収益率の低い投資の拡大を助長し、固定資本形成に過度に依存した経済成長パターンをもたらしていると言えよう。³

(2) 人民元相場の過小評価

既に繰り返し指摘されている通り、輸出部門の生産性と供給力の拡大にも関わらず、人民元相場は低く抑えられている。このことが交易条件の向上を犠牲にした輸出企業の価格競争力を支え、特に2004年以降の貿易黒字急増をもたらしている。同時に輸出企業の過剰投資を支えている。確かに、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(次頁の図表5)。

³ 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。

(図表5) 人民元相場の対ドル・ベースと実効相場ベースでの推移



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⁴。

一方、2005 年 10 月の IMF の研究報告書は、人民元相場の均衡水準に関する様々な推計結果を紹介している。人民元は実質実効為替相場ベースで均衡相場よりも市場実勢相場が過小評価されているとの推計結果が多い。しかしながら、過小評価の度合い（均衡相場からの市場実勢相場の乖離率）については、同報告書の欧米のエコノミストの評価が 18% から 49% までの範囲で分布している一方、中国系エコノミスト 2 名の評価が過小評価の度合いを「僅少」、あるいは 5% と試算していることである。⁵ この推計結果のばらつきは、理論上は前提条件や推計手法⁶の違いによるが、研究者の政治的な立場を反映している可能性が

⁴ 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

⁵ Dunaway, Steven, and Xiangming Li, Estimating China's "Equilibrium Exchange Rate," *IMF Working Paper*, WP/05/202, October 2005

⁶ 推計方法としては、購買力平価に基づく方法と、マクロ経済や国際収支のバランスから推計される経常収支の均衡水準と整合的な均衡為替相場を算出する方法に大別できる。例えば、経常収支の均衡水準については、GDP 比で 3.1% の黒字と推計するものがある一方で、1.5% の赤字と推計しているものもあり、バ

ある。

さらに、エネルギー、公共料金、公害対策コストなどのコストが低くおさえられていることも、過剰投資の背景にあると考えられる。

【必要なマクロ経済政策的調整を妨げる国内の政治・経済利害】

こうした不均衡(3つの過剰)は、拡大するほどその後に発生する調整圧力は大きくなり、ハードランディング的なものになる可能性が高まると考えるべきだろう。必要な調整は、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である。後者は外為市場でのドル買い介入量を減らす、あるいはゼロにすれば直ちに実現できる。

経済政策論として中央政府の政策担当者らがこうした経済政策論理を理解できないはずはない。しかしながら、そうした方向へ十分な速度感のある政策対応ができていないのは国内の政治・経済的な利害に基づく抵抗があるからである。そうした状況を生み出している事情としては、次のようなことが考えられる。

中央政府の地方政府に対する統制力の弱さ(地方政府は省、県、市のレベルで経済インフラ建設など莫大な公共事業建設投資を行っている。)

農村の高い潜在的失業圧力やオリンピックを意識して、過熱のリスクを犯しても高度成長を維持しようとする政策当局のバイアス
為替相場や金利水準の変化がもたらす所得分配の変化や既得権益の再編に対する政治的な抵抗

実質金利ベースでの預金金利の引き上げも、人民元相場的大幅切り上げも、中国にとって国内既得権益の重大な変更、所得分配の変更に繋がり、そうした改革が強い政治的な抵抗に遭遇するのは想像に難くない。

まず、低位に設定されて来た貸出金利による国有銀行からの融資に依存してきた国有企業部門にとって、実質ベースでの金利水準の大幅な調整・引き上げは既得権益への重大な挑戦である。

また人民元相場の切り上げ迅速化に対する政治的抵抗は、1971年のブレトンウッズ体制の終焉時、円相場の切り上げに直面した日本の政官民の反応とある程度同種のものとして理解できるだろう。当時は日本でも、「円相場の切り上げは、輸出産業には価格競争力の低下を通じたダメージが生じるが、日本の対外収支の不均衡(日本の黒字、米国の赤字)を是正する効果があるばかりでなく、交易条件の向上を通じて日本の消費者に同じ規模のメリットが生じる」という経済論的な正論は少数派に止まっ

ラツキがみられる。したがって、推計結果が示す人民元相場の過小評価の度合いについては、幅をもって解釈する必要がある。

た。

反対に、円相場を割安に維持することで輸出主導型の経済成長を維持することが「国益」と見なされ、円切り上げ幅を最小限に止めようとする対米交渉と大規模な円売り・ドル買い介入が実施された。⁷ 円高を「米国による不当な圧力」と見なした点で当時の日本の政党は右派から左派まで共通であり、共産党は円高圧力を米国政府の意図を汲んだ米銀の円買い投機の結果と決めつけた。全く同様の事情で、人民元切り上げを「米国による中国への不当な圧力」と受け止める意見が中国国内で支配的な論調となっていると考えられる。

【現在の成長パターンが終焉する時】

中国の建国後のマクロ経済の変動を鳥瞰すると、「経済建設の政策的大号令（典型的には大躍進運動や5ヵ年計画）低効率投資の拡大 貿易赤字の拡大を含む資源制約 調整政策」という政策的経済循環が見られた。しかし対外開放政策によって先進国の資本と技術が直接投資となって大規模に流入するようになった90年代以降、輸出部門の生産性と供給力が大きく向上した結果、対外収支面からの制約は解消されてしまった。このことが、資本コストの政策的な低さと重なって、90年代以降の固定資本形成依存型の高度成長の持続を可能にしたと言える。

先進国であれば、金融・資本市場の変動を通じて、収益性の低過ぎる固定資本形成は淘汰、調整される。しかし、未だ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の調整は短期・中期的には起こり難い。中国の現在の経済成長パターンが長期的に持続困難であることは、内外の多くの研究者やシンクタンクにより過去数年繰り返し指摘されてきたが、現在に至るまで持続していることの原因がここにある。もっともその代償として非効率な固定資本の累積と資源の浪費が進行している。

市場メカニズムを経路にした調整に代わって、現在の成長パターンに調整をもたらすのは、大幅な政策的変更・調整政策の実施（人民元の大幅切り上げ、金利の大幅切り上げ、投資と金融の一種の総量規制の導入など）、労働力供給、資源・生態環境的な制約、のいずれか、あるいは双方しかないかもしれない。

特に の制約要因については、最近になって、「2004年以降、労働需要が既に労働力人口を上回るペースで伸びており、2009年頃には農村部の余剰労働力が枯渇する」との可能性も報告されている。この背景には、経済の高成長の持続と、1980年代の初めから徹底されてきた一人っ子政策の影響がある。このことは、近い将来に、中国が労働力の面から経済成長の制約に直面し、賃金上昇が始まるリスクを示している。

⁷ 加野忠「ドル円相場の政治経済学」日本経済評論社、2006年

また、水不足や生態環境の悪化が深刻化からしていることは様々に報道されている。問題は、水不足や生態環境の悪化から成長が壁にぶつかった場合の「調整局面」は、困難で長いものになる可能性が高いことではなからうか。

以上

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, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-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 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <http://www.iima.or.jp>