

《中国の「新常态」への移行とアジア⑨》

2019年1月21日

No.2018-043

## 中国の個人消費鈍化の真相

— 家計債務の増加が消費を抑制 —

調査部 上席主任研究員 三浦有史

### 《要 点》

- ◆ 中国の個人消費が鈍化している。しかし、米中貿易摩擦の激化により消費者心理が悪化しているわけではない。中国の消費者は世界的にみても最も消費に前向きな範疇に入る。
- ◆ 政府は、個人消費へのテコ入れを強化し、経済成長の安定性を高めようとしている。しかし、住宅ローンの返済負担が重しとなり、消費を抑制せざるを得ない世帯が増えるため、個人消費は一層の鈍化が不可避とみられる。
- ◆ 中国における個人消費の鈍化は家計債務の増加に伴う構造的な問題であり、これまでと同じペースで家計債務が増えると、小売売上高と1人当たりGDPの伸び率は2020年代前半に一桁台前半まで低下する可能性がある。
- ◆ 中国の家計債務が増えた背景には住宅ローンの普及がある。ローンを抱える世帯は都市の中間所得層以上に限定されるとみられるが、彼らは都市の可処分所得の4割を占めるため、消費市場に大きな影響を与える。
- ◆ 政府は住宅ローンの増加スピードを抑制するため、賃貸住宅市場の拡大を図ろうとしている。しかし、賃貸住宅は収益率が極端に低く、不動産開発企業が賃貸住宅の整備に多くの資金を振り向けるとは考えにくい。
- ◆ 個人消費は所得格差の是正により押し上げることができるものの、中国の所得格差は2016年から拡大に転じている。第二次産業の就業者は労働力人口を上回るペースで減少していることから、格差は今後も拡大し、個人消費の下押し圧力になると見込まれる。

本件に関するご照会は、調査部・上席主任研究員・三浦有史宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-2459

Mail: hiraiwa.yuji@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

## はじめに

中国の安定的な経済成長を支えてきた個人消費が鈍化している。これは米中貿易摩擦の激化を見込んだ消費者心理の悪化を反映したものなのか。本稿では中国の個人消費鈍化の背景を探る。まず、個人消費が鈍化しているのは、消費者心理の悪化を受けたものではなく (1.)、家計債務の増加という構造的要因によるものであることを明らかにする (2.)。そして、消費刺激を目的に導入された政策が期待されたほど機能しない一方、所得格差が拡大することから、個人消費が成長をけん引するというシナリオは実現が難しいことを指摘する (3.)。

## 1. 鮮明な個人消費鈍化

### (1) 個人消費鈍化の背景

中国のネット通販最大手アリババが仕掛けた 2018 年の「独身の日」(11月11日)の取引高は 2,318 億ドルと過去最高を記録した。2018 年 1~11 月のネット通販の売上高は前年同期比+25.5%と好調である。しかし、堅調にみえる個人消費は実際には鈍化が鮮明となっている。ネット通販は既存の小売店の売上を奪うかたちで成長しているに過ぎず、同期間の小売売上高は同+9.1%と低調で、2018 年の小売売上高の伸び率は 15 年振りに 10%を割り込む見込みである (図表 1)。小売売上高は経済成長率と歩調を合わせるかたちで緩やかに鈍化しており、今後も 1 桁台の伸びに留まる可能性が高い。

個人消費の鈍化は自動車(新車)販売にもみてとれる。2018 年の自動車販売台数は 7 月から前年同月比マイナスが続き、最終的に前年比▲2.8%となった。販売台数が前年実績を下回るのは統計が公表されるようになった 2003 年以降では例がない。販売台数の減少は前年に終了した小型車に対する減税措置の反動減によるものとする見方もあるが、2017 年後半に駆け込み需要により販売台数が急増した事実はない (図表 2)。自動車販売は一時的に停滞しているわけではなく、個人消費の趨勢的な鈍化に符合するかたちで伸び悩んでいるのであり、そこに中古車市場の拡大という市場の構造的変化が重なり<sup>1</sup>、前年比マイナスとなったとみるのが妥当である。

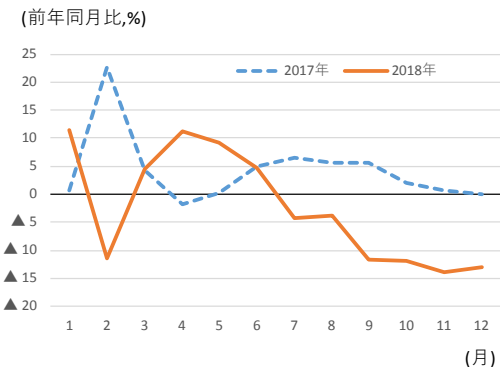
中国の個人消費はなぜ鈍化しているのか。わが国のメディアでは、もっぱら米中貿易摩擦の激化を受けた先行き不安の高まりが指摘される。最大の輸出先である米国への輸出が停滞すれば、企業の業績が悪化するとともに失業率が上昇し、家計所得が減少することになりかねない。こうした不安が消費者心理に影響を与え、財布の紐を固くしているという説明は分かり易く、その蓋然性も高

図表1 小売売上高の伸び率



(注)月次データは累計値による比較  
 (資料)CEICより日本総合研究所作成

図表2 自動車販売台数の伸び率

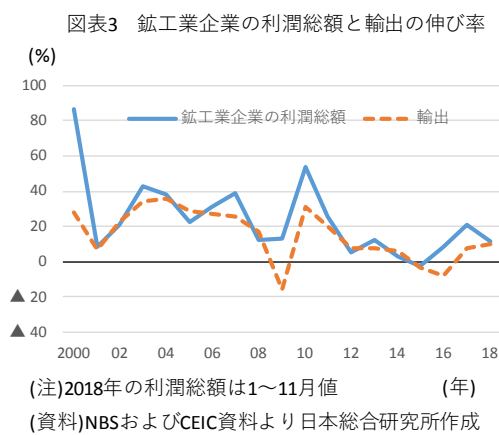


(資料)CEICより日本総合研究所作成

<sup>1</sup> 「2018 年全年二手车交易量有望達 1400 万辆」2019 年 1 月 3 日 搜狐網 ([http://www.sohu.com/a/286269913\\_118560](http://www.sohu.com/a/286269913_118560))

いと思われる。しかし、2018年の輸出は関税引き上げ前の駆け込みの影響もあり、前年比+9.9%と前年実績(+7.9%)を上回り(図表3)、少なくともこれまでのところは輸出停滞により個人消費が鈍化するというメカニズムが働いているとはいえない。

企業の業績と家計の収入も堅調に推移している。1~11月の鉱工業企業の利潤総額も前年同期比+11.8%と順調である。前年実績(+21.0%)を下回るものの、過剰生産能力の問題が表面化し、企業業績が大幅に悪化した2015~16年に比べれば「安定的」<sup>2</sup>(国家統計局)といえる範囲である(図表3)。1~9月の家計の可処分所得も前年同期比+6.6%と堅調である(図表4)。輸出、企業業績、家計収入のいずれの点からみても個人消費の鈍化を裏付ける証拠が出そろっているという状況にはない。



## (2)消費者心理は改善

もちろん、足元の経済が悪化していなくても、消費者が米中貿易摩擦の激化を予想し、消費支出を抑制する可能性はある。米中両国は12月にプエノスアイレスで開催された首脳会談で、米国が予定していた追加関税を90日間猶予することで合意したものの、トランプ政権が今後どのようなカードを切るかは予測が難しく、交渉の着地点はなかなかみえない。多くの国が米中対立の長期化に身構えるなかで、中国の消費者が先行き懸念を深め、財布の紐を固くしても不思議ではない。

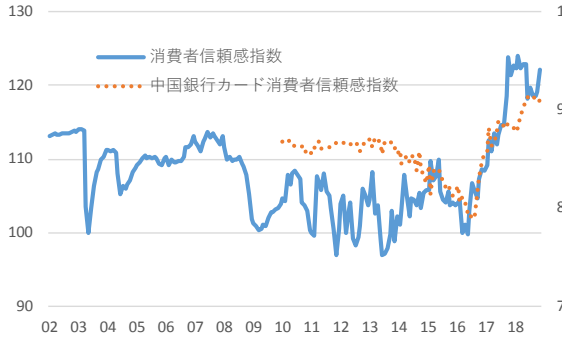
しかし、中国の消費者がこうした環境変化に敏感に反応している様子はない。国家統計局が発表する消費者信頼感指数は、2016年央以降上昇し、2018年に入っても高い水準で推移している(図表5)。この傾向は新華社と中国銀聯が共同で作成している銀行カード消費者信頼感指数にも現れている。さらに、消費者が先行きを楽観していることは中国人民銀行が都市の預金者を対象に実施している調査からもみとれる。将来の所得と雇用に対する期待を表す指数はやはり2016年から上昇し、高止まりの状況が続いている(図表6)。

実際、中国の消費者は世界的にみても消費に前向きな範疇に入る。ニールセンによれば、2018年7~9月期の消費者信頼感指数は112であった。4~6月期から1%ポイント下落したものの、調査対象国64カ国のなかではインド(130)、ベトナム(129)、マレーシア(127)、インドネシア(126)

<sup>2</sup> 「11月分経済運行保持穏中有進発展態勢」2018年12月14日 国家統計局 ([http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201812/t20181214\\_1639467.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201812/t20181214_1639467.html))

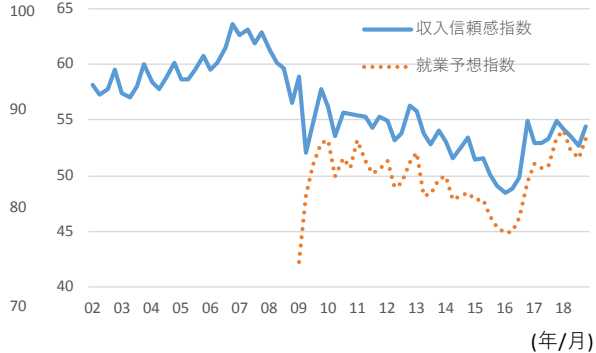
などに次いで9位に入る(nielsen [2018])。この背景には中間所得層の消費を刺激する一連の減税策があるとされる。政府は、10月に個人所得税の課税最低額を引き上げたほか<sup>3</sup>、2019年からは家計を圧迫する医療、教育、住宅ローン金利、高齢者扶養で税控除が受けられるようにした<sup>4</sup>。

図表5 消費者信頼感指数



(注)2018年は11月まで  
(資料)CEICより日本総合研究所作成

図表6 収入期待指数と就業期待指数



(注)各指数は「分からない」、「変わらない」、「増加する」の回答のうち、後者のふたつに0.5と1の加重を掛け算出される比率。  
(資料)中国人民銀行 [2018a] より日本総合研究所作成

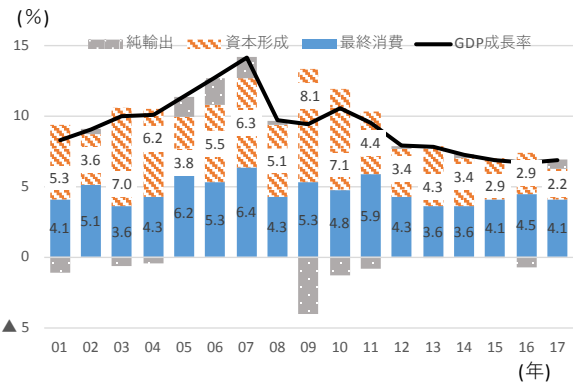
## 2. 家計債務の増加が消費低迷を誘発

### (1)家計債務の増加が消費を抑制

中国の個人消費は、成長減速に対する危機感を強める政府の景気対策によって一定程度は底上げされると見込まれる。2018年12月に開催された中央経済工作会议では、安定的な経済成長を支援するため、2019年も1.3兆元規模の減税を実施し<sup>5</sup>、個人消費のテコ入れを続ける姿勢が示された。投資拡大という従来の景気刺激策は、①投資効率の低下、②地方政府の財政赤字の拡大、③国有企業の財務体質の悪化といった副作用を伴う。政府としては個人消費や民間投資といった副作用の少ない政策で景気の下支えを図りたいところである。

個人消費は既に中国経済をけん引する最大のエンジンである。実質GDP成長率に対する最終消費の寄与度は、2014年以降、一貫して資本形成を上回る(図表7)。最終消費は個人消費と政府消費を合わせたものであるが、個人消費は最終消費の7割を占めるため、最終消費の寄与度は個人消費の動きを反映しているとみることができる。個人消費の拡大を図ること

図表7 GDP需要項目別寄与度



(資料)NBS資料より日本総合研究所作成

<sup>3</sup> 「關於2018年第四季度個人所得税減除費用和稅率適用問題的通告」2018年9月8日 中国政府網 ([http://www.gov.cn/xinwen/2018-09/08/content\\_5320259.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2018-09/08/content_5320259.htm))

<sup>4</sup> 「國務院關於印發個人所得稅專項附加扣除暫行辦法的通告」2018年12月22日 中国政府網 ([http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-12/22/content\\_5351181.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-12/22/content_5351181.htm))

<sup>5</sup> 「中央經濟工作会议透露出的2019年經濟工作信息」2018年12月21日 中国政府網 ([http://www.gov.cn/xinwen/2018-12/21/content\\_5351017.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2018-12/21/content_5351017.htm))

は、投資主導型経済から消費主導型経済への移行を促し、経済成長の安定性を高めることにも繋がることから、合理的な政策といえる。

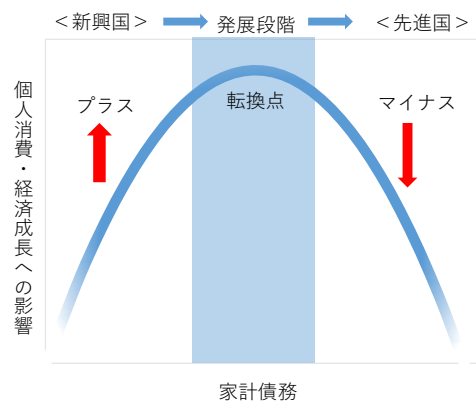
しかし、中国では住宅ローンの返済負担が重しとなり、消費支出を抑制せざるを得ない世帯が増えるため、個人消費は一層の鈍化が不可避とみられる。国際決済銀行 (BIS) や国際通貨基金 (IMF) は、家計債務の増加は短期的には個人消費や経済成長を押し上げる効果があるものの、その効果はあくまで一時的なものにとどまり、中長期的にはそれらを下押しするとしている (Lombardi, Mohant and Shim [2017]、IMF [2017])。家計債務は発展段階が上昇するのに伴って増えるため、新興国では先進国入りする前の段階で、家計債務の経済に与える影響がプラスからマイナスに転じる転換点を迎えるとの指摘がある (図表 8)。

この指摘は中国を含む新興国にとって想定外のものといえる。家計が将来の所得を担保に医療や教育に必要な費用を必要に応じて調達したり、住宅や自動車を手に入れたりすることは、家計の厚生水準を高めると同時に経済成長を促すと考えられてきたからである。実際、GDP 比でみた家計の債務残高と 1 人当たり GDP の間には正の相関があり (図表 9)、多くの新興国は家計の金融アクセスを改善することを開発目標のひとつとしてきた。BIS や IMF の指摘は、新興国が家計の金融アクセスを改善する必要性を否定するものではないが、中所得国入りした新興国は転換点を意識して家計債務をコントロールする必要があるという新たな政策課題に直面していることを示したといえよう。

## (2)消費と成長の減速は不可避

中国における個人消費の鈍化は家計債務の増加に伴う構造的な問題と考えることができる。実際、中国の個人消費の伸び率は GDP 比でみた家計の債務残高が増えるのに伴い鈍化している (図表 10)。IMF は家計の債務残高が GDP 比 30%を超える辺りを転換点としているが (IMF [2017])、中国は既にこの転換点を通過しており、これまでと同じペースで家計債務が増えると、小売売上の伸び率は 2020 年代前半に一桁前半まで低下する可能性がある。個人消費の減速は足元の米中貿易摩擦で

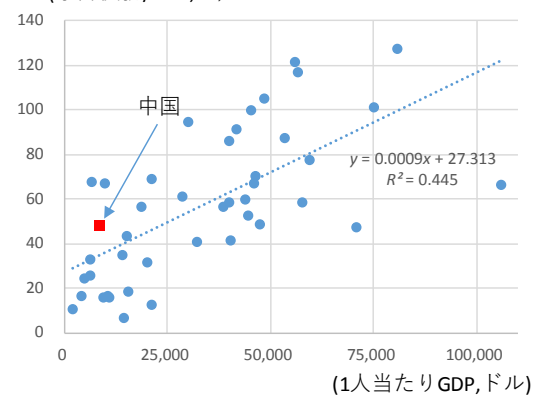
図表 8 家計債務と個人消費・経済成長の関係



(資料)IMF [2017] より日本総合研究所作成

図表 9 家計債務残高/GDPと1人当たりGDPの関係

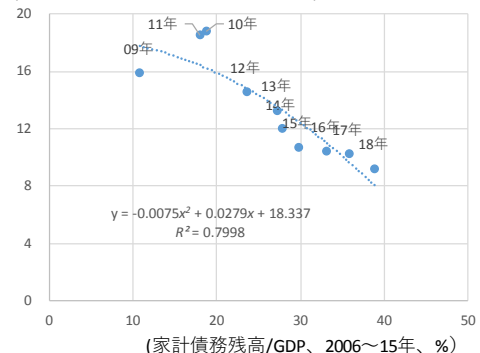
(家計債務/GDP,%) (2017年)



(資料)BIS, IMF資料より日本総合研究所作成

図表 10 中国の家計債務残高と小売売上の伸び率

(3年ラグ)  
(小売売上高伸び率、2009~18年、%)



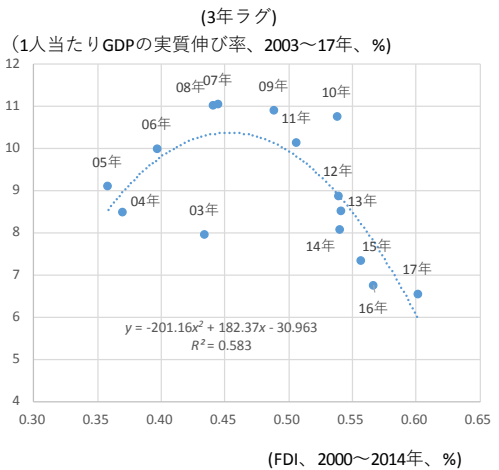
(注)小売売上高の2018年は1~10月値、家計債務残高/GDPは3月末値。

(資料)BIS、NSB資料より日本総合研究所作成

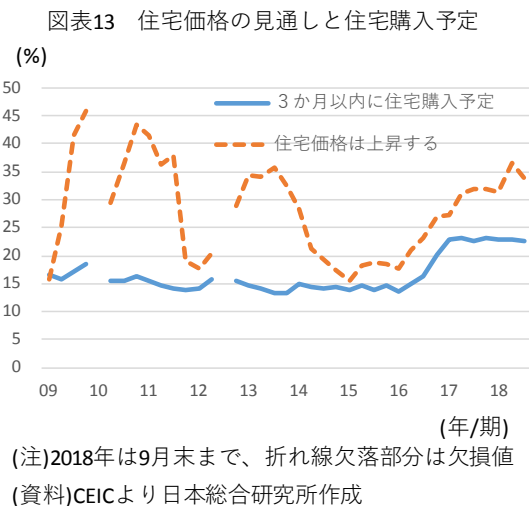
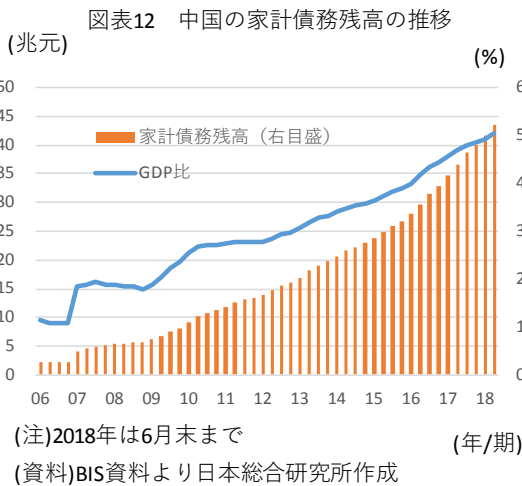
はなく、家計債務の増加という構造的な変化を受けたものであり、個人消費の低迷に起因する成長減速は今後一層鮮明になるとみる必要がある。

個人消費の伸びが鈍化すれば経済成長率も低下する。GDP比でみた家計の債務残高をより長期のデータがとれる金融発展指数（Financial Development Index: FDI）に置き換えて、1人当たりGDPの実質伸び率との関係を見ると、中国はやはり既に転換点を経過していることがわかる（図表11）。FDIは、IMFが金融セクターの発展度合いを測る目的で、金融制度と金融市場を①深化、②アクセス、③効率性という三つの側面から評価した指数であり（Svirydzenka [2016]）、GDP比でみた家計の債務残高と強い相関がある。FDIがこれまでと同じペースで上昇すれば、1人当たりGDPの実質伸び率はやはり2020年代前半に一桁台前半に低下する。

図表11 中国における家計債務と1人当たりGDPの関係



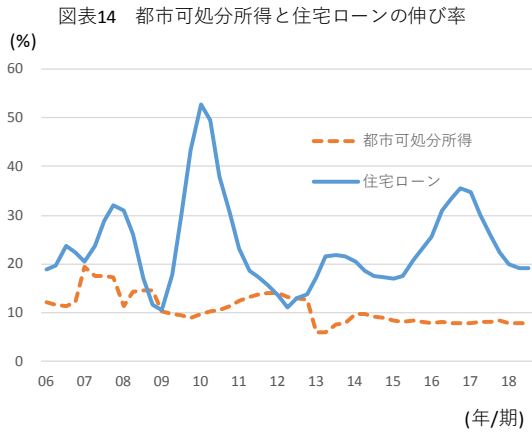
それでは中国の家計債務は今後も増え続けるのであろうか。BISによれば、家計の債務残高は右肩上がりで増え続け、2018年6月末時点で43.5兆元とGDP比50.3%に達した（図表12）。この勢いは今後も衰えないと見込まれる。中国人民銀行の調査では、2016年を境に住宅価格の上昇を予想するとともに住宅購入を考えている人が増えている（図表13）。年平均9.3%で上昇する住宅は格好の投資対象であり、政府が頭金比率の引き上げや購入後一定期間の売却を禁止する売却規制を強化するなどして市場に介入しない限り、住宅ローンは増え続け、家計債務の拡大を後押しするであろう。



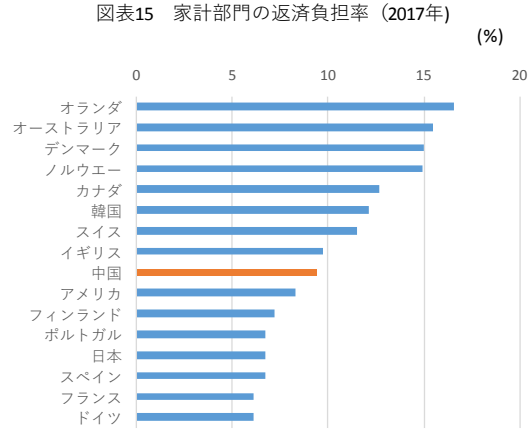
### (3)消費抑制のメカニズム

中国の家計債務が増えた背景には住宅ローンの普及がある。住宅ローンの伸び率は都市の可処分所得の伸び率を大幅に上回り、家計の重しになっている（図表14）。家計全体のローン返済額を可処分所得で除して得られる返済負担率は2017年時点で9.4%と低く（図表15）、中国人民銀行は「国際的にみて平均的な水準」とする（中国人民銀行 [2018b]）。ただし、これはローンを組んでいない世

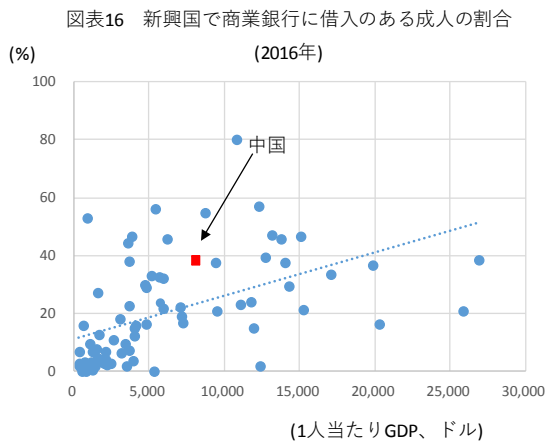
帯を含む平均値である。中国はそもそも銀行融資を受けている成人の割合が4割に満たないため(図表16)、ローンを抱える世帯に限ってみれば返済負担は非常に重い。ローンを抱える世帯は都市の中間所得層以上に限定されるとみられるが、都市の個人消費の4割を占めることから(図表17)、彼らが消費を抑制すると消費市場に大きな影響が及ぶ。



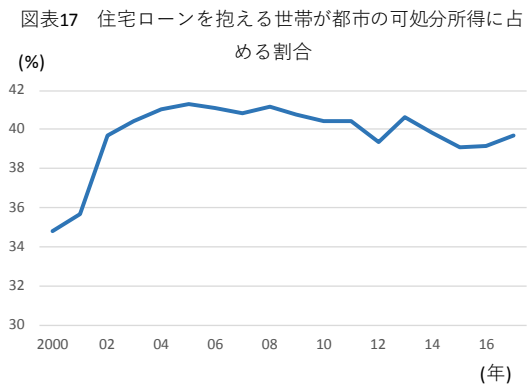
(注) 2018年は9月末まで、四半期データは累計値  
(資料)CEICより日本総合研究所作成



(注)返済負担率 = 家計部門の返済額 / 家計部門の可処分所得 × 100  
(資料)中国人民銀行 [2018] より日本総合研究所作成

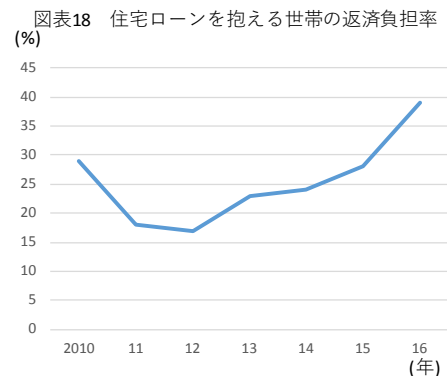


(資料)IMF資料より日本総合研究所作成



(注)住宅ローンを抱える世帯を都市の所得上位2割の世帯と仮定して算出  
(資料)CEICより日本総合研究所作成

中国では一般的に住宅ローンの返済を収入の3割以下に抑えないと生活水準を下げることになることとされているが、現地報道をみると返済負担が重く、消費支出を抑制せざるを得なくなった事例<sup>6</sup>が数多く報告されている。香港の広発証券によれば、住宅ローンを利用している世帯の返済比率は、2014年から急上昇し、2016年には39%に達し(図表18)、サブプライム・ローンの問題が表面化した2007年のアメリカ(32%)を上回ったとされる。中国では住宅ローンの返済に汲々としている人は住宅の奴隷と



(注)返済負担率 = 返済額 / 可処分所得 × 100で算出  
(資料)現地報道資料より日本総合研究所作成

<sup>6</sup> 「貸款買房必看！房貸月供占收入的比例多少為好？」 2017年8月30日 房天下



いう意味で「房奴」と称される。房奴が増え、消費に強い下押し圧力がかかっているというのが個人消費鈍化の真因である。

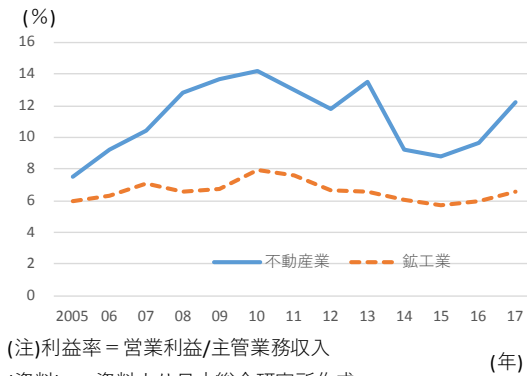
### 3.政府の対応

#### (1)賃貸住宅市場の整備

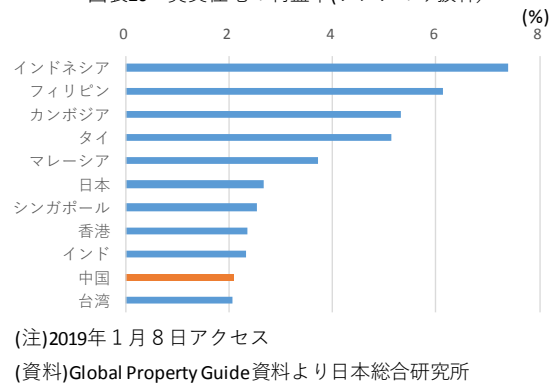
住宅ローンの増加が個人消費を鈍化させているのであれば、ローンの増加スピードを抑制する必要がある。政府がそのために打ち出したのが賃貸住宅市場の拡大である<sup>7</sup>。賃貸住宅市場の拡大は住宅市場を過度に冷ますことなく、家計債務を抑制する効果が期待できる。中国では購入を前提に住宅整備が進められてきたため、賃貸住宅を利用する人は人口の1割に過ぎず<sup>8</sup>、賃貸住宅市場は小さく、拡大の余地が大きい。政府は不動産投資信託（REIT）や賃貸住宅を原資産とする資産担保証券（ABS）を活用して賃貸住宅の整備を促し、2020年までに都市の住宅難を解消するとしており、大手不動産開発企業も賃貸住宅の整備を進め始めた。

しかし、中国における賃貸住宅の利益率は非常に低く、賃貸住宅市場が政府の思惑通りに広がるか否かは予断を許さない。不動産業は2017年の利益率が12.2%と、鉱工業の6.6%を大幅に上回ることから、利幅の大きい産業といえるが（図表19）、賃貸住宅については利益率が極端に低い。世界の主要都市の不動産価格を調査しているGlobal Property Guideによれば、中国の賃貸住宅の利益率は2.1%と調査対象83都市のなかで下から3番目に位置し、アジアのなかでも最も低い範疇に入る（図表20）。

図表19 鉱工業と不動産業の利益率



図表20 賃貸住宅の利益率(アジアのみ抜粋)



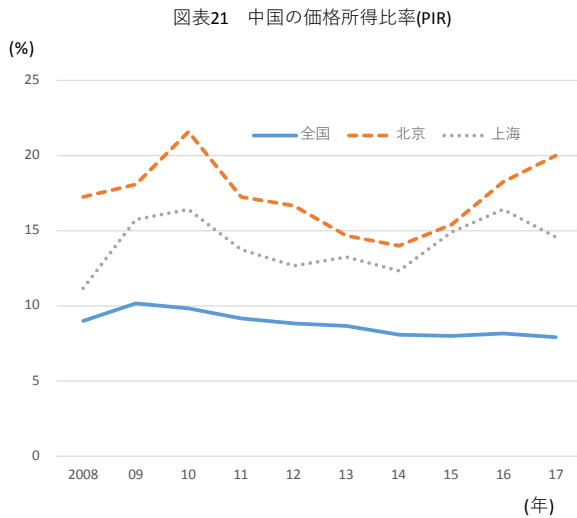
この理由としては、主な借り手が大学生や都市に流入した農民工であるため、家賃を高く設定できないことが指摘されるが、より根本的な問題として住宅価格そのものが非常に高いことがある。住宅価格の高低を判断する指標としては、可処分所得との対比でみる価格所得比(price to income

([http://zhishi.fang.com/xf/qg\\_308127.html](http://zhishi.fang.com/xf/qg_308127.html))

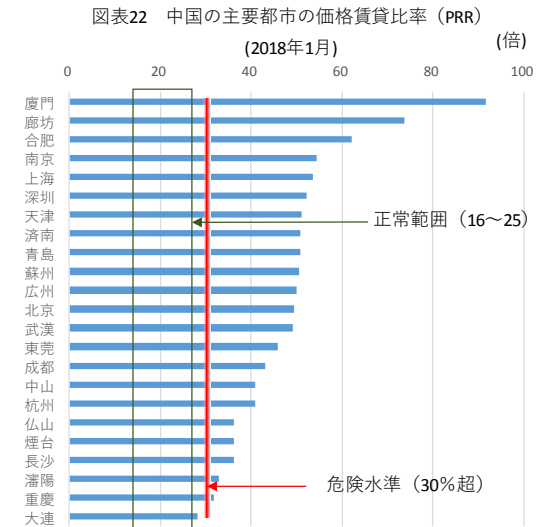
<sup>7</sup> 「国務院弁公庁印発《關於加快培育和發展住房租賃市場的若干意見》」2016年6月30日 中国政府網([http://www.gov.cn/xinwen/2016-06/03/content\\_5079470.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2016-06/03/content_5079470.htm))、「關於在人口淨流入的大中城市加快發展住房租賃市場的通知」2017年7月18日 住房城鄉建設部

<sup>8</sup> 「2018年中国住房租賃市場發展趨勢預測【図】」2018年3月20日 中国産業信息 (<http://www.chyxx.com/industry/201803/617744.html>)

ratio : PIR)が一般的であるが、中国は「灰色収入」と呼ばれる合法か非合法かの判断の難しい収入があること、また、親戚からの借入といったインフォーマルな資金調達が多くみられることから、PIRが高くても必ずしも住宅価格が高いことを示す根拠にならないという指摘がある<sup>9</sup>。実際、北京ではPIRが20に達するなど、沿海大都市のPIRは高いものの、中国全体としてみれば7.7と突出して高いとはいえない(図表21)。



(注)PIR=都市住宅価格(元/平方メートル) × 102.48 (平方メートル) / 都市1人当たり可処分所得 × 2.8 (世帯平均人数)  
(資料)NBS資料より日本総合研究所作成



(資料)「中国房地產發展報告No.15(2018)」(社会科学文献出版社)より日本総合研究所作成

しかし、中国でも頻繁に利用される価格賃貸比 (Price Rent Ratio : PRR) とみると、主要都市は軒並みバブルの危険性が指摘される 30 倍を大きく超えていることがわかる (図表 22)。PRR は住宅価格を年額家賃で除したもので、PIR よりも都市の発展段階と市場の動きを敏感に反映するとされる。PRR が 92 倍と最も高い福建省廈門を例にとれば、住宅を購入し、賃貸しても投資を回収するのに 92 年かかることを意味する。これはもちろん家賃が安いのではなく<sup>10</sup>、住宅が桁外れに高いことに起因する。利益率 10%以上とされる住宅販売を収益源とする不動産開発企業が<sup>11</sup>利益率の低い賃貸住宅に積極的に資金を振り向けるとは考えにくい。

## (2)個人所得税の減税

消費鈍化に対する懸念を強める政府は、2018年10月、個人所得税の大幅減税に踏み切った。課税最低限度額を3,500元から5,000元に引き上げることで、中間層の消費を刺激しようとするもので、減税規模は3,200億元に達する。これは2017年の同税による税収1兆1,966億元の26.7%

<sup>9</sup> “Plunging Chinese rental yields point to property bubbles in major cities”, 18 July, 2017, South China Morning Post(<https://www.scmp.com/business/china-business/article/2103116/plunging-chinese-rental-yields-point-property-bubbles-major>)

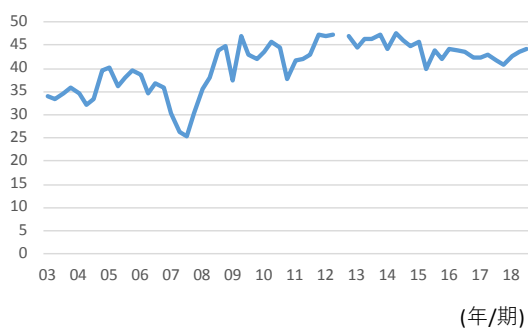
<sup>10</sup> 例えば、北京、上海、深圳の家賃収入比(家賃/可処分所得)は2018年で60.1%、57.7%、47.6%とされる。「2018年全国各大城市房租收入比排行榜：北京第一 成都漲幅居首」2018年8月24日 鳳凰網 ([https://finance.ifeng.com/a/20180824/16468385\\_0.shtml](https://finance.ifeng.com/a/20180824/16468385_0.shtml))

<sup>11</sup> 「2017年中国房地產企業銷售金額全国市占率及淨利潤增速分析【図】」2018年6月1日 中国産業信息 (<http://www.chyxx.com/industry/201806/645952.html>)

に相当することから、個人消費を刺激することでなんとか成長減速をとどめたいという政府の思惑を反映した政策といえる。政府のシンクタンクである社会科学院は、2018年の経済成長率を+6.7%としたうえで、小売売上高は前年比+10.1%に回復するという見通しを示した<sup>12</sup>。

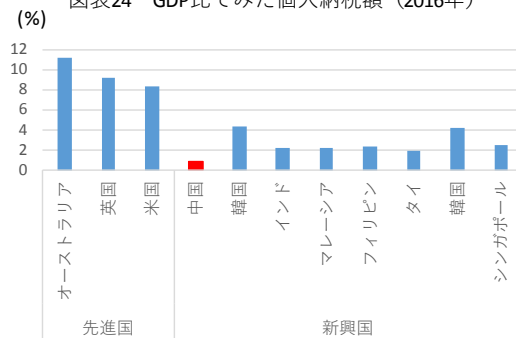
ただし、減税が個人消費をどこまで押し上げるかは不透明である。中国は貯蓄性向が非常に高く、減税による収入増加分が消費に回るとは限らないからである。手厚い社会保障制度によって保護される人は国有企業の就業者や公務員に限られる一方、教育熱の高まりに伴い教育費が急騰するなど、家計の先行き不安は高まる一方である。中国人民銀行によれば、貯蓄志向は2009年から高止まりの状況が続いており、低下する気配がない（図表23）。米中貿易摩擦が激化し、実際に輸出や企業の業績が鈍化することになれば、減税による収入増加分は貯蓄に回り、期待された効果を発揮しない可能性がある。

図表23 貯蓄志向



(注)2018年は9月末まで。「消費」、「投資」、「貯蓄」から貯蓄を選んだ人の割合。  
 (資料)CEICより日本総合研究所作成

図表24 GDP比でみた個人納税額 (2016年)



(注)キャピタルゲインを含む  
 (資料)IMF, *Government Finance Statistics 2017*より日本総合研究所作成

また、減税には副作用があることに留意する必要がある。減税による消費押し上げ効果は短期間で消失し、その反動は必ず1年後に現れる。また、減税は個人消費税の課税ベースを狭め、財政赤字の拡大に拍車をかける。中国のキャピタルゲインを含む所得に対する個人の納税額は2016年でGDP比0.8%と、先進国はもちろん周辺アジア諸国と比べても極端に低い（図表24）。その一方、IMFによれば2017年にGDP比35.5%であった公的債務残高は2023年に43.2%に拡大する（IMF [2018]）。中国の財政はわが国に比べれば健全といえるが、政府は赤字拡大を防止するためにいずれ歳出カットや増税に踏み切らざるを得なくなる。減税による押し上げ効果は将来の増税によって減殺されてしまうのである。

### (3)所得格差の是正

中国政府は必ずしも積極的とはいえないが、IMFは所得格差の是正によって個人消費の底上げを図ることを奨励している。上位所得層は所得が増えたほどには消費しないため、所得格差が拡大するのに伴い家計全体の消費性向は必然的に低下する。消費性向を引き上げるには、中間所得層以下の所得を増やす必要がある。しかし、中国では所得格差の度合いを表すジニ係数が2016年から上昇に転じており（図表25）、格差拡大によって個人消費が下押しされている。

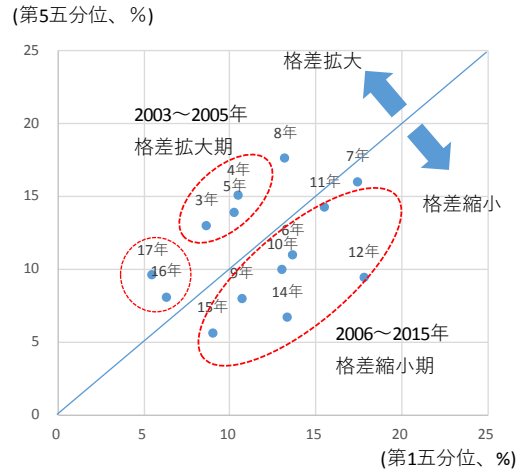
<sup>12</sup> 「2018《経済藍皮書》」 発佈：預計 GDP 増長率為 6.7%」 2017 年 12 月 20 日 千龍網 (<http://news.sina.com.cn/o/2017-12-20/doc-ifypxmsq8362659.shtml>)

図表25 中国のジニ係数



(資料)NBS資料より日本総合研究所作成

図表26 第1五分位と第5五分位の可処分所得の伸び率

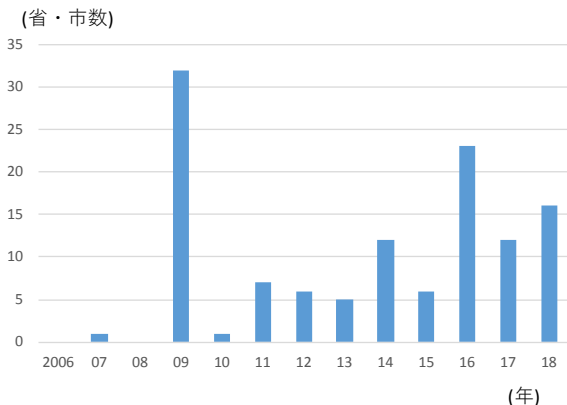


(注)2002年、2013年は第1五分位の伸び率がマイナスとなるため除く。数値は西暦年。

(資料)CEICより日本総合研究所作成

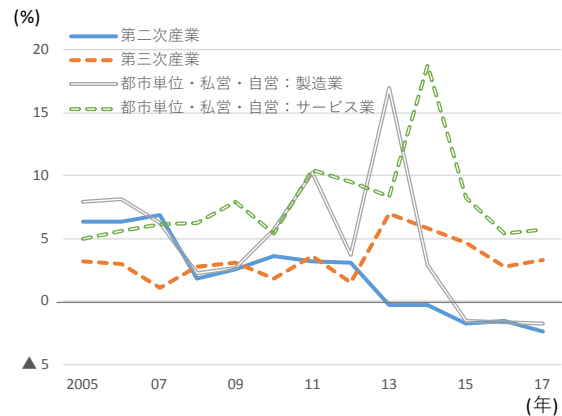
縮小方向にあった所得格差が拡大に転じたのは、可処分所得全体の8割を占める都市の所得格差が拡大したことが大きい。都市の所得下位2割の第1五分位の可処分所得の伸び率は2016年と2017年に前年比+6.3%、+5.3%にとどまり、上位2割の第5五分位の同+8.1%、+9.6%を下回った(図表26)。都市は、若干の例外を除けば2006~15年には第1五分位の可処分所得の伸び率が第5五分位を上回り、所得格差が縮小する傾向にあったが、2016~17年についてはこの関係が逆転し、格差が拡大した2000年代前半と似た状況にある。この背景には、最低賃金の引き上げを見送る地方政府が増えるなど、人件費高騰に歯止めをかける動きが顕在化するとともに(図表27)、被雇用者が多い第二次産業から自営業が多い第三次産業への労働力移動が加速したことがある(図表28)。

図表27 最低賃金の引き上げを見送った省・市



(資料)CEICより日本総合研究所作成

図表28 産業別にみた就業者の伸び率



(資料)NBS資料より日本総合研究所作成

最低賃金が上昇するか否かは、未熟練労働に対する需給に左右される。労働力人口の減少は最低

賃金引き上げにプラスの、人件費の高騰や米中貿易摩擦の激化を見込んだ生産拠点の海外移転はマイナスの影響を与える。労働力人口はピークの 2013 年から 2017 年までの間で年平均▲0.19%減少しているのに対し、第二次産業の就業者は同じ期間でそれを大幅に上回る同▲5.3%も減少していることから、今後も多くの地方で最低賃金引き上げが見送られる可能性が高い。この結果、所得格差はさらに拡大し、個人消費を下押しすると見込まれる。

## おわりに

政府は米中貿易摩擦の影響を緩和するため、個人消費の底上げなどの景気対策を打ち出しているものの、その効果は限られることから、中国は結果的に前進も後退もできない隘路に入り込む可能性が高い。最も警戒すべきは、個人消費や民間投資による景気下支え効果が十分に発現せず、投資主導型経済に戻ってしまうことである。BIS によれば、2017 年に 4 四半期連続で減少した非金融法人の債務残高は 2018 年に入ると再び増加し、6 月末に GDP 比 253.1%と前年末から 11.6%ポイントも上昇した。投資主導型経済への回帰はこの問題を悪化させ、投資効率の一層の低下や地方政府の財政赤字拡大といった問題を誘発する。

国務院発展研究センターは、中国の 2017 年の投資効率は 6.7、つまり、1 元の付加価値を生み出すために 6.7 元の投資を必要とするとしている。1998~2007 年が 4.0、2008~17 年が 5.7 であることから、投資効率は急速に悪化している<sup>13</sup>。これはリーマン・ショックに伴い導入された 4 兆元の大規模景気対策による過剰投資の結果にほかならない。政府もこのことは十分に承知しており、社会科学院は 2018 年の固定資産投資の実質伸び率を前年比+2.4%と控え目に予測しているが<sup>14</sup>、個人消費が期待外れに終われば、政府内で即効性がある投資を強化しようという話が持ち上がる可能性は十分にある。

地方政府の公的債務残高も深刻化している。スタンダード・アンド・プアーズは、2018 年 10 月、地方政府のバランスシートに計上されていない隠れ債務を含めれば、中国の公的債務残高は 2017 年で GDP 比 60%と、前述した IMF の 35.5%を大幅に上回るとした (S&P Global Rating [2018])。隠れ債務を増加させているのは主に地方融資平台という地方政府傘下の投資会社である。中央政府は地方政府の財政赤字削減のため、融資平台による銀行借入を厳しく抑制する方針を示したものの<sup>15</sup>、足元では景気対策として地方政府にインフラ投資の拡大を促しており、これが債務増加の隠れ蓑になっている模様である。

習近平政権は足元の景気維持に注力するあまり、抜本的な改革の先送りを行っているようにみえる。個人消費を成長のけん引役に据えるためには、やはり、住宅ローンを抑制する必要がある、わが国の固定資産税に相当する不動産税の導入が期待される。中国には住宅の取得と売却に対して課税する制度はあるものの、所有に対して課税する制度はない。このため、少しでも余裕のある世帯にとっては住宅を購入することが最も効率のよい資産運用方法となり、投機目的の住宅需要を押し上げる要因となってきた。不動産税はこのメカニズムを抜本的に変える契機となる。

不動産税は 2011 年に上海と重慶で導入されており、2016 年末の中央経済工作会議で習近平総書

<sup>13</sup> 「国研中心李偉：我国資本投資効率逐年降低」2018 年 1 月 14 日中国消費網(<http://www.ccn.com.cn/html/shishangshenghuo/licai/2018/0114/337116.html>)

<sup>14</sup> 注 13 に同じ。

<sup>15</sup> 「国務院關於加強地方政府性債務管理的意見」2014 年 10 月 21 日 中国政府網([http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content\\_9111.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm))



記が「住宅は住むものであって、投機の対象ではない」<sup>16</sup>と発言したこともあり、立法化が期待される段階にある。不動産税の導入は富裕層の反発が大きく、住宅市場にも影響を与え、業績の悪い不動産開発企業の経営行き詰り招く可能性がある。それでも、問題の先送りによって後にそれらが一気に噴出するリスクを考えれば、十分に取り組む価値のある政策といえる。

## 参考文献

(英語)

nielsen [2018] .Global Consumer Confidence Q3 2018 Result. (<https://www.nielsen.com/content/dam/niensenglobal/ru/docs/global-consumer-confidence-report-q3-2018.pdf>)

Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Bi, Ran., Ayala, D., Gao, Y., Kyobe, A., Nguyen, L., Saborowski, C., Sviridenka, K., and Reza Yousefi, S [2015] .“Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets.” IMF Staff Discussion Note 15/08, IMF (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>)

IMF [2017] . Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk? (<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017>)

Lombardi, M., Mohant, M and Shim, I. [2017] . The real effects of household debt in the short and long run, BIS Working Papers No 607, BIS. (<https://www.bis.org/publ/work607.pdf>)

IMF [2018] . PEOPLE’S REPUBLIC OF CHINA, 2018 ARTICLE IV CONSULTATION—PRESS RELEASE; STAFF REPORT; STAFF STATEMENT AND STATEMENT BY THE EXECUTIVE DIRECTOR FOR THE PEOPLE’S REPUBLIC OF CHINA, IMF Country Report No. 18/240(<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/07/25/Peoples-Republic-of-China-2018-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-Staff-46121>)

S&P global Rating [2018] . “China's Hidden Subnational Debts Suggest More LGFV Defaults Are Likely” October 15, 2018 ( <https://www.spratings.com/documents/20184/0/ChinasHiddenSubnationalDebtsSuggestMoreLGFVDefaultsAreLikely.pdf>)

(中国語)

中国人民銀行 [2018a] .「2018年第三季度城鎮儲戶問卷調查報告」(<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116227/3627750/index.html>)

中国人民銀行 [2018b] .「中国金融穩定報告 (2018)」 (<http://www.pbc.gov.cn/jinrongwendingju/146766/146772/3656006/index.html>)

以上

<sup>16</sup> 「習近平告訴你房子不是拿來“炒”的」 2016年12月23日 人民網(<http://fj.people.com.cn/n2/2016/1223/c377118-29507501.html>)

