

2013年1月25日

No.2012-19

投資効率の低下が続く中国経済

— 金融・国有企業改革の実行が求められる習近平体制 —

調査部 主任研究員 三浦有史

《要点》

- ◆ 中国では、2012年11月、第18回共産党全国代表大会を経て習近平・総書記をトップとする新体制が発足。翌12月、習近平体制下で初となる中央経済工作会議で、重複インフラ建設など公共投資の増加に強い懸念が表明された。名目GDPに占める総資本形成の割合は徐々に上昇、2010年には最終消費と同じ割合に。投資効率の低下を受け、投資主導型の成長パターンの抜本的是正に取り組むか否かが注目される。
- ◆ デフレーターの影響を排除して資本効率を表す限界投資係数を求めると、2008年から投資効率の低下が鮮明。また、アジア諸国の高成長期の経験と比較しても、中国の同係数は2000年以降際立って低下。金融取引の裏付けのない「全社会固定資産投資」を投資統計として採用すると、限界資本係数の低下が一層鮮明に。2006～2010年の同係数は5.98と1990年代（3.17）の倍、つまり、投資効率は半分の水準に低下。
- ◆ 中国国内では、東部（南東と環渤海）に比べ中西部の成長率が高い「西高東低」現象が定着。しかし、地域別の限界資本係数をみると、南東が最も低く（投資効率が）、「西高東低」は投資効率の低下という犠牲の上に成り立っている。
- ◆ 中国の総資本形成がGDPに占める割合は、周辺アジア諸国の開発経験と比較して、また、発展段階からみても非常に高い。高投資を可能にするのは高貯蓄。高貯蓄は公的制度によって十分な社会保障や教育を受けられる人の割合が少ないといった中国特有の構造的問題を反映したもので、その是正は容易ではない。
- ◆ 投資効率の低下を投入量の増大で補い続けることは不可能であり、投資主導型の経済成長をもたらすメカニズムの抜本的改善が急務。習近平総書記は、就任早々、重複インフラ投資の増加と地方政府の「加水」（成長率の水増し）に強い懸念を表明した。地方政府や国有企業などの反発を抑え、改革を着実に実行し、成長率を潜在成長率に収斂させることができるか。それによって、中長期的な成長の持続性が左右される。

< 目 次 >

1. 現状：「経済発展方式の転換」が喫緊の課題に	1
2. 分析	2
(1) 投資効率の低下—限界資本係数	
(2) 投資効率のアジア諸国比較	
(3) 地域および省・市・自治区別の投資効率比較	
(4) 投資依存および高貯蓄体質の国際比較	
3. 展望：投資効率の改善による「巡航速度」への回帰	6

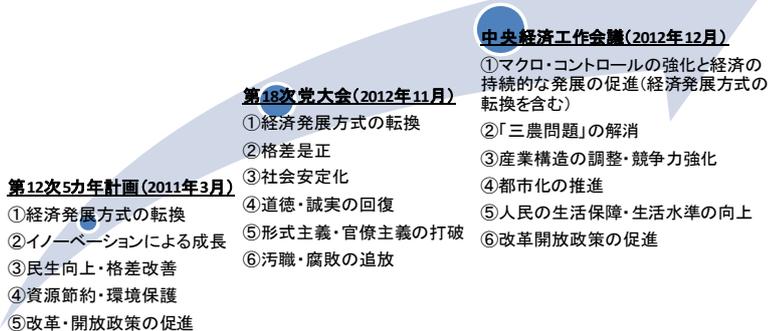
※本資料は、金融記者クラブ、経済研究会、財政研究会、経済産業記者会、金融庁記者クラブにて配布しております。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・三浦有史宛にお願いいたします。
Tel:03-6833-2459

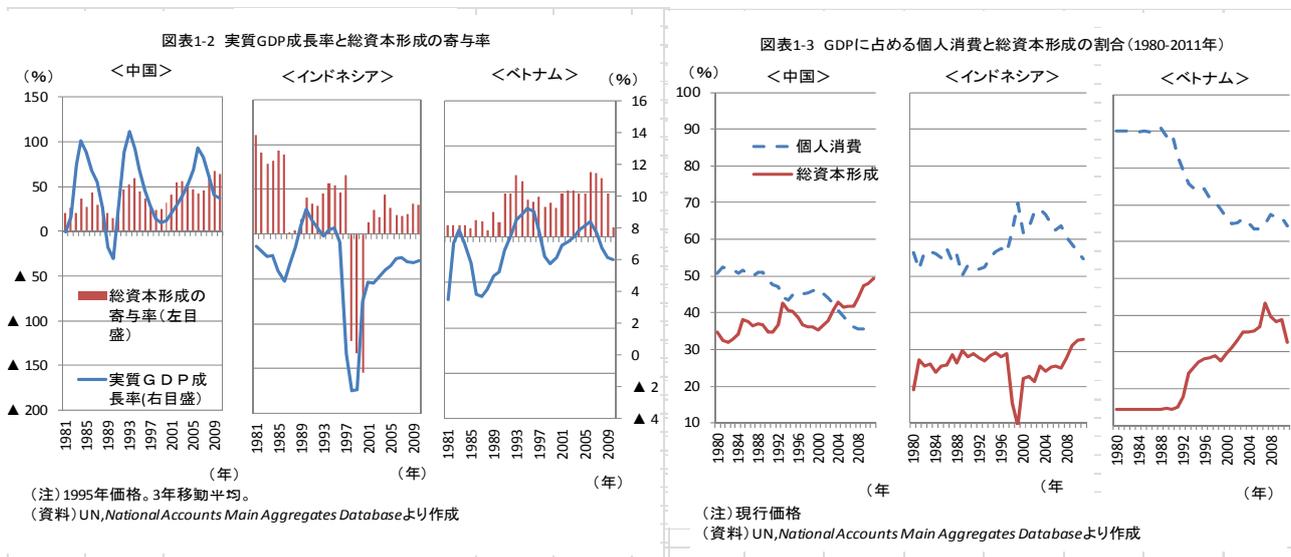
現状 「経済発展方式の転換」が喫緊の課題に

- (1) 中国では、2012年11月、第18回共産党全国代表大会を経て習近平総書記をトップとする新体制が発足。経済政策では胡錦濤前体制の路線を継承。なかでも重視されているのが「経済発展方式の転換」（図表1-1）。
- (2) 「経済発展方式の転換」とは、①投資・輸出主導型の経済成長を消費主導型に変えること、②資源浪費型の経済を資源節約・循環型経済へ変えること、③イノベーションや人的資本の成長に対する寄与度を高めること、④近代的なサービス業と戦略的新興産業を振興すること、⑤都市―農村間の格差是正を通じ社会の安定性を高めることの5つから構成される。
- (3) 2012年12月、習近平体制下で初となる中央経済工作会議が開催。同会議は、翌年の経済運営政策を決定するもので、「積極的な財政政策と穏健な金融政策を維持する」と前年と同じ表現を引用しながらも、重複インフラ投資の増加に強い懸念を表明。投資依存型の経済成長に対する危機感を高めていることが読み取れる。
- (4) 実質GDP成長率と総資本形成の寄与率を、中国と同様に高成長を続けるインドネシアとベトナムと比較すると、中国の寄与率が際立って高いとは言えない（図表1-2）。しかし、名目GDPに占める総資本形成の割合は徐々に上昇、2003年には個人消費を上回る水準に（図表1-3）。総資本形成の伸長は投資効率の低下を示唆。2012年の実質GDP成長率が7.8%と低い水準にとどまったことを受け、習近平体制が従来の投資主導型の成長パターンを踏襲するのか、あるいは、その抜本的是正に取り組むのかが注目される。

図表1-1 党と政府が取り組むべき経済社会政策



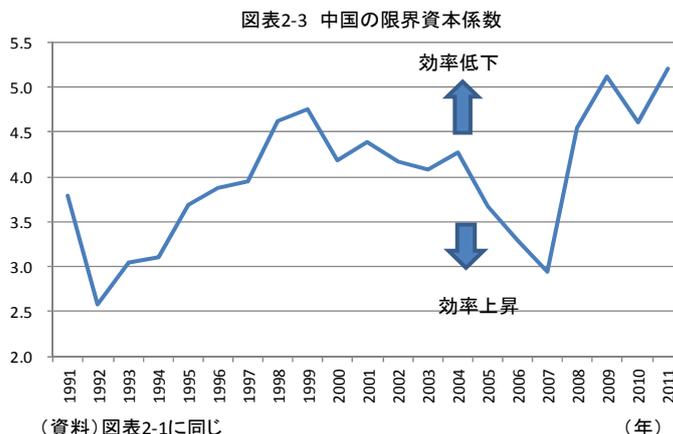
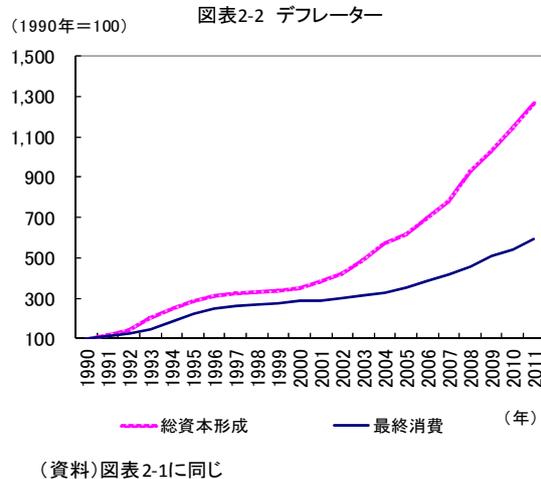
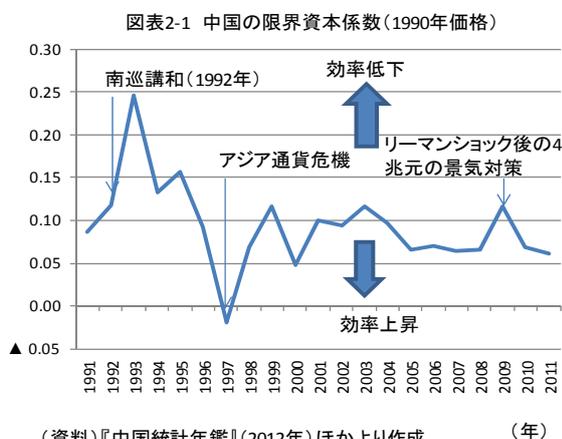
(資料)各種資料より作成



分析 投資効率の低下—限界資本係数

- (1) 資本効率を表す限界資本係数は、一般的に資本 (K) の追加分 (ΔK) と国民純所得 (Y) の増加分 (ΔY) との比率 ($\Delta K / \Delta Y$) で表される。これは一単位の成長を生み出すのに必要な投資単位を表し、数値が高いほど効率が低下していることを意味する。資本を国民経済計算上の総固定本形成、国民純所得を国内総生産 (GDP) で代替し、1990年価格で中国の限界資本係数を求めると、投資効率の低下は認められない (図表 2-1)。
- (2) 図表 2-1 が鉄鋼、太陽光パネルなど世界的なサプライヤーとなった産業の多くで過剰生産が指摘されている実情を正確に反映しているとは思えない。これにはデフレーターが強く影響。名目値/実質値で GDP の需要項目別のデフレーターを求めると、総資本形成のデフレーターは最終消費より高水準にあり (図表 2-2)、GDP に占める総固定資本形成の割合は名目値より実質値の方が小さく、最終消費は名目値より実質値の方が大きくなる。中国の GDP 統計を巡っては、デフレターの信頼性を疑問視する (Wu[2006])、あるいは、供給項目別 GDP と需要項目別 GDP の不整合を指摘する (He([2010]) 先行研究がある。
- (3) デフレターの影響を排除するため、限界資本係数を名目 GDP (NGDP) に占める名目総資本形成 (NK) の比率 ($NK / NGDP$) と Y の実質伸び率 ($\Delta Y'$) の比率 $\{ (NK / NGDP) / \Delta Y' \}$ で求めると (注 1)、投資効率は 2008 年から急速に低下 (図表 2-3)。この限界資本係数はリーマン・ショック後の 4 兆元の景気対策に整合的な反応を示しており、図表 2-1 よりも実態を反映している可能性が大。

(注 1) 具体的には、1%の成長を遂げるために GDP に占める総固定資本形成の割合をどの程度引き上げる必要があるかを意味する。



分析 投資効率のアジア諸国比較

- (1) 国民経済計算上の総固定資本形成がGDPに占める割合を分子にとり、中国の限界資本係数をアジア諸国の高成長期の経験と比較すると、2000年以降急速に低下していることがわかる（図表3-1のB/A）。
- (2) 中国の投資統計には国民経済計算上の総固定資本形成以外にも「全社会固定資産投資」がある。国民経済計算上の総固定資本形成は金融取引の裏付けがある投資で、GDPの供給側と整合性が保たれているのに対し、「全社会固定資産投資」は国家統計局の定点観測に基づくもので、金融取引の裏付けがない投資も含み、2007年から国民経済計算上の総固定資本形成を大幅に上回る傾向に（図表3-2）。
- (3) 「全社会固定資産投資」が投資の実態をより正確に反映していると仮定し、そのGDP比率を分子にとると、限界資本係数の低下が一層鮮明に。2006~2010年の同係数は5.98と1990年代（3.17）の倍、つまり、投資効率は半分の水準に低下（図表3-1のB'/A）。投資効率の点からは、胡錦濤前体制は「失われた10年」といえる。

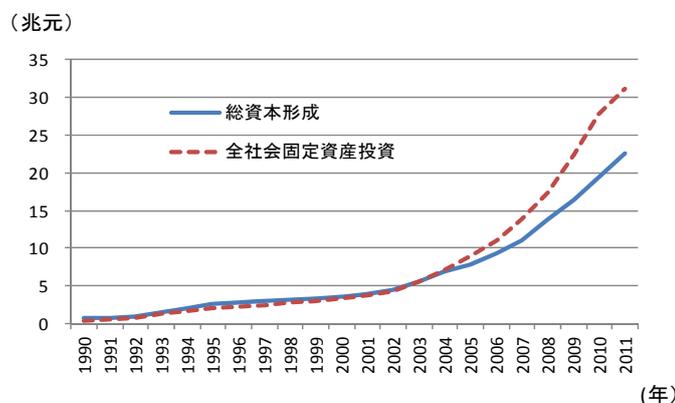
図表3-1 限界資本係数

	高度成長期 (年)	実質GDP成 長率(年平均、%)	投資/GDP (いずれも名目値、%)		限界資本係数	
			A	B	B'	B/A
韓国	1986-90	9.65	30.09	-	3.12	-
インドネシア	1989-93	8.30	26.79	-	3.23	-
マレーシア	1992-96	9.56	40.37	-	4.22	-
フィリピン	1986-90	4.74	19.01	-	4.01	-
タイ	1987-91	10.94	34.99	-	3.20	-
日本	1966-70	11.56	33.50	-	2.90	-
中国	1981-89	10.50	35.91	26.80	3.42	2.69
	1990-99	10.66	37.82	31.66	3.55	3.17
	2000-05	9.76	39.74	40.56	4.07	4.16
	2006-11	10.54	45.75	62.99	4.34	5.98

(注) 中国を除く各国の期間は5年平均で実質GDP成長率が最も高い期間。中国は期間中の年平均成長率。投資(B)は国民経済計算における総固定資本形成、(B')は「全社会固定資産投資」で求め、2011年値は集計基準の変更を考慮し、前年実質伸び率から求めた値(34.4兆元)で代替した。

(資料) 中国以外は『通商白書 2007年』より引用、中国は『中国統計年鑑』(2012年)より作成

図表3-2 中国における二種類の投資統計

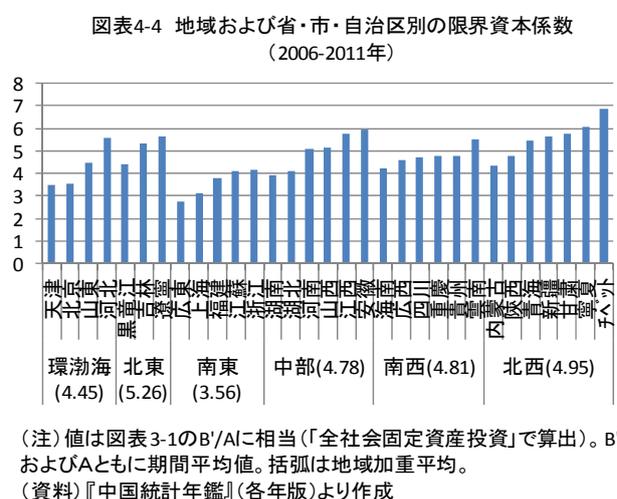
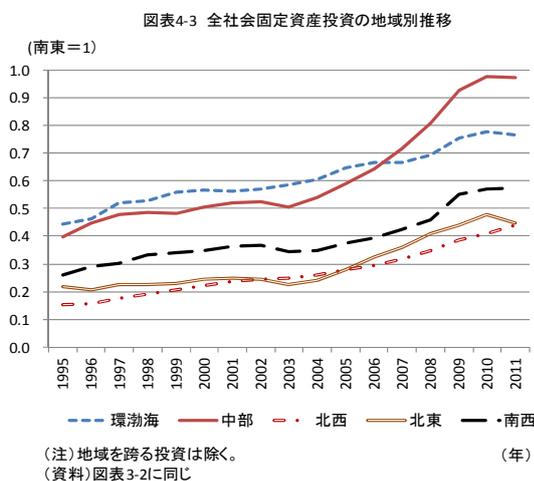
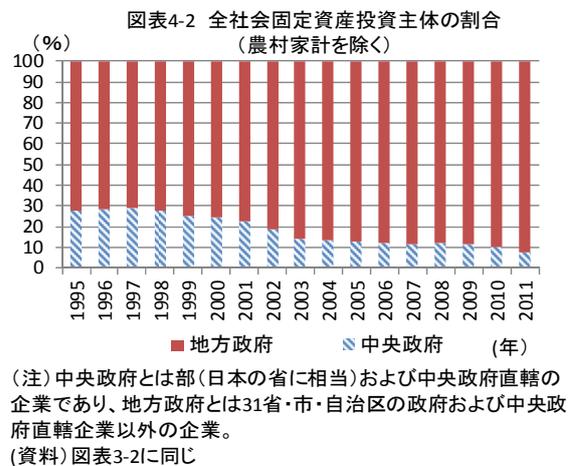
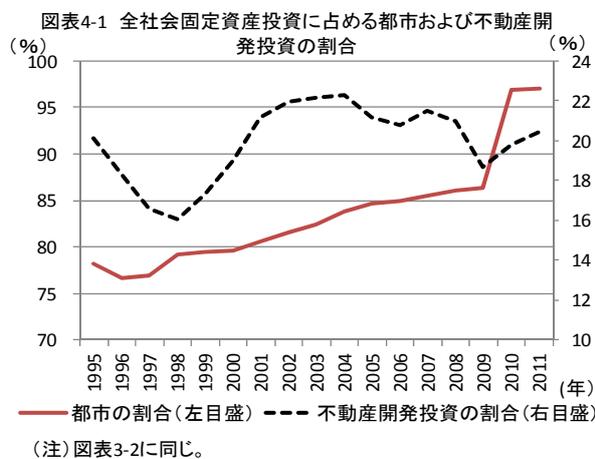


(注) 現行価格。「全社会固定資産投資」は、1996年までは投資額5万元、97年以降は50万元、2010年以降は500万元以上が集計対象。

(資料) 『中国統計年鑑』(2012年)より作成

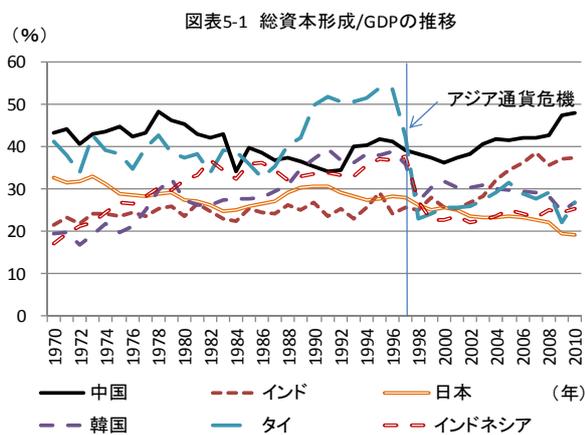
分析 地域および省・市・自治区別の投資効率比較

- (1) 「全社会固定資産投資」は農村ではなく、都市に集中する傾向(ただし、2010年の急増は統計集計基準の変更によるもの)。不動産開発投資は2009年を底に回復しつつあるものの、全体としては低調(図表4-1)。投資主体は中央政府ではなく、地方政府(図表4-2)。
- (2) 地域別にみると、投資規模において、南東(上海、江蘇、浙江、福建、広東)にその他の地域が急速にキャッチ・アップ(図表4-3)。国内では、東部(南東と環渤海)に比べ中西部の成長率が高い「西高東低」現象が定着し、経済成長の持続性が高まっているとの評価も。
- (3) しかし、南東以外の地域では全社会固定資産投資のGDP比が8割に達する省・市・自治区が続出。2000年に27.2%であった遼寧が79.8%、安徽が27.7%から81.4%、江西が26.0%から77.0%、チベットが54.4%から85.2%、甘肅が37.6%から79.0%、青海が57.3%から85.9%、寧夏が53.4%から78.2%へ上昇。全社会固定資産投資が増加した2006~2011年までの地域別および31省・市・自治区別の限界資本係数をみると、南東が最も低く(投資効率が高く)、その他の地域との差が大きい(図表4-4)。こうしたことから「西高東低」は投資効率の低下という犠牲の上に成立。
- (4) 習近平総書記は、就任直後の経済に関する座談会で地方政府による成長率の「加水」(「水増し」の意味)に強い警戒感を表明。背景には、投入量の増加で目先の高成長を維持しようとする地方政府の投資依存体質が中国全体の投資効率を低下させることに対する危機感があると思われる。



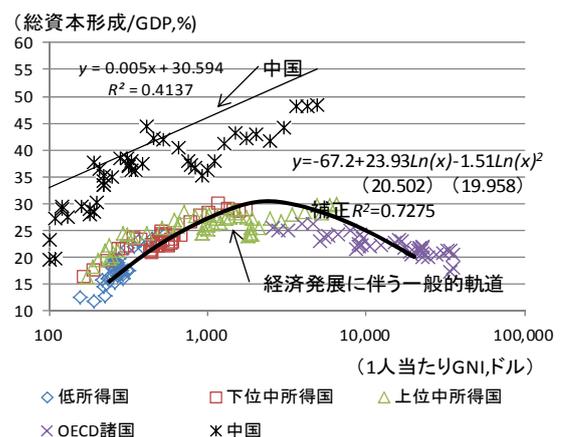
分析 投資依存および高貯蓄体質の国際比較

- (1) 中国の国民経済計算における総固定資本形成がGDPに占める割合は、周辺アジア諸国の開発経験と比較しても高い(図表5-1)。発展段階別に同割合を比較しても同様のことが指摘できる。1人当たりの国民所得を横軸に、縦軸にGDPに占める総資本形成の割合をとって、各所得グループ毎のデータを図表上にプロットすると、緩やかな逆U字の曲線が描ける。しかし、中国にはこの経験則が全く当てはまらない(図表5-2)。
- (2) 高投資を可能にするのは高貯蓄(図表5-3)。貯蓄率は、公的制度によって十分な社会保障や教育を受けられる人の割合が少ないところに、所得格差が拡大、それに伴い消費性向が低下したことで、2000年を境に急速に上昇。個人消費に占める都市の割合は20年間で50.5%から77.4%に上昇する一方、都市家計の可処分所得に占める消費支出の割合は46.0%から25.2%へ低下(図表5-4)。こうした中国特有の事情を踏まえると、「投資」から「消費」へという成長牽引役の交代は容易には進まない。

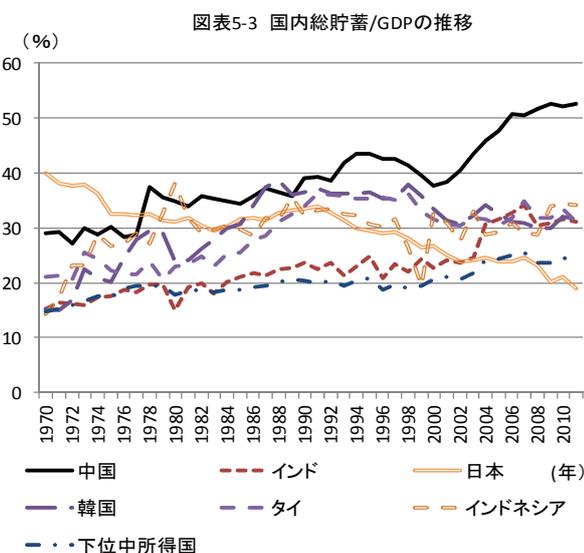


図表5-1 総資本形成/GDPの推移
(注)1995年価格
(資料)UN, National Accounts Main Aggregates Databaseより作成

図表5-2 発展段階別にみた総資本形成/GDPの推移 (1962~2011年)

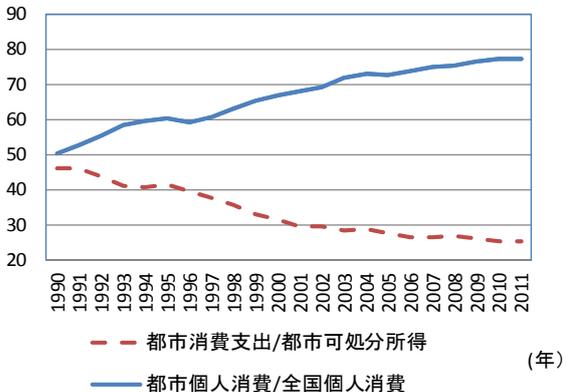


(注) 低所得国は、1人当たりGNI(2011年)が\$1,025以下、下位中所得国は\$1,026~\$4,035、上位中所得国は\$4,036~\$12,475。()はt値。
(資料) World Bank, World Development Indicatorsより作成



図表5-3 国内総貯蓄/GDPの推移
(資料) World Bank, World Development Indicatorsより作成

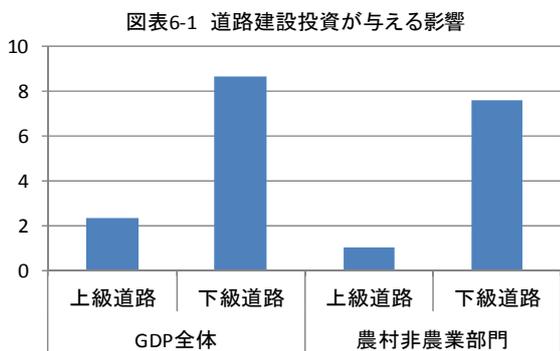
図表5-4 中国の個人消費に占める都市の割合および都市の可処分所得に占める消費支出の割合



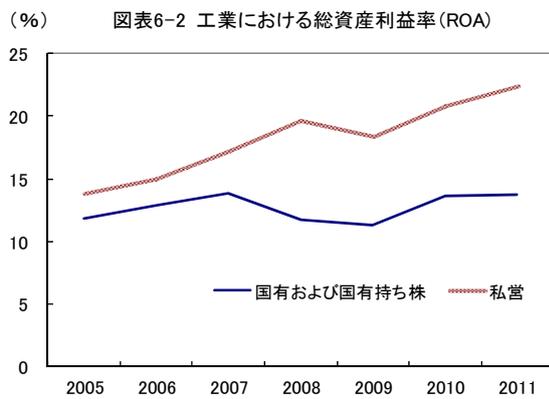
(資料)『中国統計年鑑』(2012年)ほかより作成

展望 投資効率の改善による「巡航速度」への回帰

- (1) 近年、投資効率の低下を示唆する実証研究が増加。例えば、高速道路などの「上級道路」よりも都市と農村をつなぐ「下級道路」の建設が経済全体にプラスであるにもかかわらず（図表6-1）、地方政府は大型投資案件を選好する傾向があるとされる（Fan and Chang-Kang[2008]）。第12次5カ年計画では、「西部大開発」、「東北振興」、「中部興起」という地域振興戦略に「二横三縦」という都市化計画が加えられ、インフラ投資は一層加速する見込み（三浦[2012]）。
- (2) 投資効率の低下を投入量の増大で補い続けることは不可能。投資主導型の経済成長をもたらすメカニズムの抜本の見直しが急務。まず、地方政府幹部の人事考課における教育、医療、環境などの「成果」の比重を高め、「成長率」の比重を引き下げる必要あり。また、金融セクターおよび国有・国有持ち株企業の改革を通じて、「モラル・ハザード」と称される両者の関係を健全化できるかも鍵（World Bank[2012]）。工業では、国有・国有持ち株企業よりも私営企業の総資産利益率が高いにもかかわらず（図表6-2）、小規模私営企業の多くは融資難の状況にあり（図表6-3）、工業における投資効率の低下を招く一因に。
- (3) 習近平総書記は、就任早々、重複インフラ投資の増加と「加水」に強い懸念を表明したことから、上のメカニズムの見直しの必要性を認識。2016年以降の潜在成長率は7%台に低下、生産性の低下に加え、労働力やエネルギー・環境負荷のマイナスも深刻に。地方政府や国有企業の反発を抑え、改革を着実に実行し、成長率を潜在成長率（図表6-4）に近い「巡航速度」に収斂させることができるか否かが中長期的な経済成長の持続性を左右。



(注) 上級道路は高速、一級、二級道路。数値は投資1単位に対する付加価値の増加単位。
(資料) Fan and Chan-Kang(2008)より作成

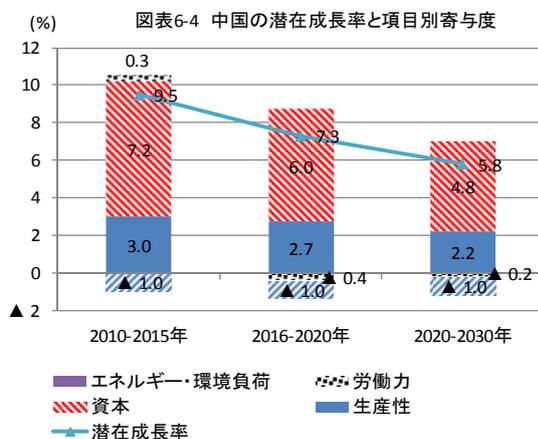


(注) ROA=(利潤総額+税金総額+利息支払い)/総資産 (年)
(資料)『中国統計年鑑』(各年版)より作成

図表6-3 銀行融資の問題(複数回答、2011年8~10月実施)

		平均	規模別		所有形態別	
			大規模	小規模	国有	非国有
金利水準	高い	54.3	27.2	62.3	32.6	56.1
	標準	41.0	59.2	35.2	58.1	39.6
	低い	4.7	13.6	2.5	9.3	4.3
利息以外の徴収費用	ない	18.4	25.7	16.0	28.2	17.8
	少ない	30.4	34.2	29.5	26.5	30.7
	普通	29.3	28.6	29.8	31.7	29.1
融資難易度	多い	21.9	11.5	24.7	13.6	22.4
	難しくない	6.1	13.5	3.8	8.4	6.0
	それほど難しくない	28.3	42.5	23.0	29.3	28.4
	難しいこともある	30.0	25.4	30.7	30.0	29.8
	やや難しい	20.9	12.7	24.2	20.2	20.9
	非常に難しい	14.7	5.9	18.3	12.1	14.9

(注) N=4,256社。業種別では製造業が70.8%と最も多く、地域別では東部が57.2%、中部が20.5%、西部が15.7%、東北部が6.6%。所有形態別では国有が7.4%、非国有が92.6%。
(資料)「資本市場与中国企業家成長:現状と未来、問題と建議—2011中国企業経営者成長と発展専門調査」中国企業家調査系統 (<http://www.ceoinchina.com/Item/16720.aspx>)より作成



(資料)Zhang and Wang(2011)より作成

参考文献

(日本語)

梶谷懐[2012] 「『過剰資本蓄積』の罣と和諧社会」 中国経済学会『中国経済研究』2012年9月号

関志雄[2012] 「景気対策と構造改革の同時実施」2012年7月2日 中国経済新論：实事求是 経済産業研究所 (<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/ssqs/120702ssqs.htm>)

三浦有史[2012] 「中国内陸部への産業移転はどこまで進んだか—経済センサスによる「西高東低」の検証—」日本総合研究所 『環太平洋ビジネス情報 RIM』Vol.12, No.46(www.jri.co.jp/file/report/rim/pdf/6255.pdf)

(英語)

Fan,S and C, Chnag-Khag [2008]"Regional Road Development, Rural and urban Poverty: Evidence from China", *Transport Policy*,Vol.15

He, X[2010] "Noteworthy Discrepancies on China's GDP Accounting", Institute of World Economies and Politics, Chinese Social Academy of Social Sciences, *China and World Economy*, 8-102, Vol.18, No.4, 2010

World Bank and Development Research Center of the State Council [2012] China 2030 Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society

Wu, X, H [2006] *The Chinese GDP Growth Rate Puzzle: How Fast Has Chinese Economy Grown?*, Discussion Paper Series No.176, Research Unit for Statistical Analysis in Social Sciences, Hitotsubashi University