

第2節 アジア経済

1. 軟着陸を模索する中国経済：投資主導による経済成長の限界

中国は、2010年に日本を抜き世界第2位の経済規模となるなど、世界経済におけるプレゼンスが拡大する一方、その成長の原動力となってきた投資が国内経済にもたらした様々なひずみが顕在化しつつある。中国政府も従前よりその是正に向けた取組を明言しているものの、構造改革が着実に行われているとは言い難い状況にある。以下では、投資主導の経済発展の経緯を概観し、投資主導による経済成長がもたらした問題の1つである、不動産市場の歪みの現状と背景について分析するとともに、中国政府の12年の重点政策目標¹である投資主導から消費主導への転換の可能性について展望する。

(1) 投資主導で高成長を続けてきた中国経済

中国は1978年以降の改革開放政策の実施以降、高成長を継続しており、2000年から11年までの平均成長率は10.2%、08年の世界金融危機後は若干低下しているものの9%を超える成長率を維持してきた（第2-2-1図）。

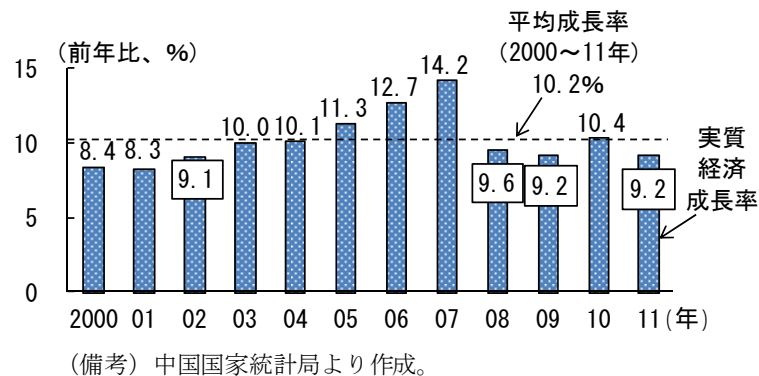
この高成長を支えてきたのは、投資（固定資本形成）である。2000年から11年までの実質経済成長率に占める固定資本形成の寄与率平均は50%を超えている。なかでも、世界金融危機後の09年の寄与率は90%を超えており、08年以降に行われた4兆元の景気対策²のインパクトの大きさがうかがえる（第2-2-2図）。

投資規模の大きさについて名目経済成長率に占める総固定資本形成の割合（投資率）から国際比較を行うと、中国における投資率は、近年高成長を続けるインド、インドネシアと比較しても10%ポイント以上、日本、アメリカ、ドイツと比較すると約2倍の差があり、中国の投資率の高さが浮き彫りとなっている（第2-2-3図）。

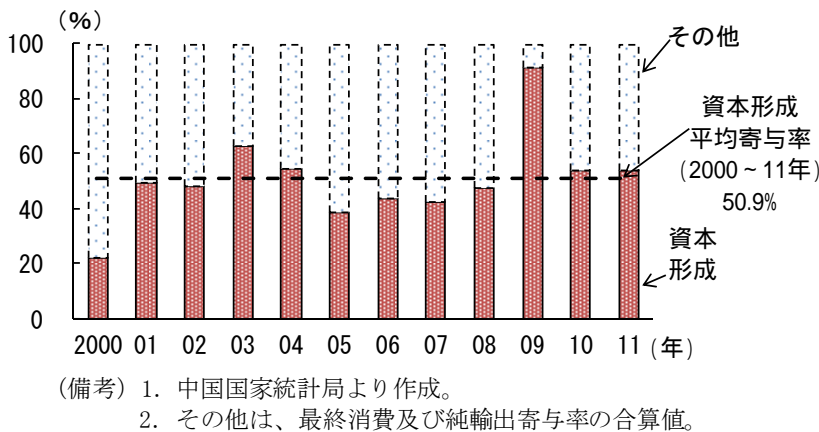
¹ ただし、「消費の拡大」については、「第10次5か年計画（01～05年）」から言及されている。

² 08年11月に政府が打ち出した内需拡大・経済成長促進のための措置。10年末までに、中央政府投資の1.8兆元を含め、4兆元規模（GDP比約13%）の投資を実施。詳細は、内閣府（2011b）参照。

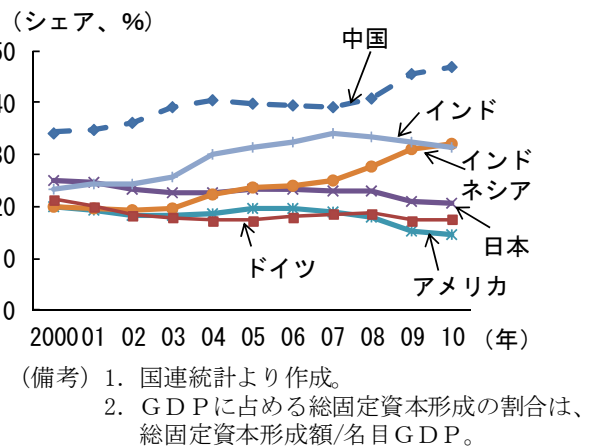
第2-2-1 図 実質経済成長率：高い成長率が続く



第2-2-2 図 実質経済成長率（寄与率）：
資本形成の寄与が5割を超える



第2-2-3 図 名目GDPに占める
総固定資本形成の比率（投資率）：
中国の投資率の高さが際立っている



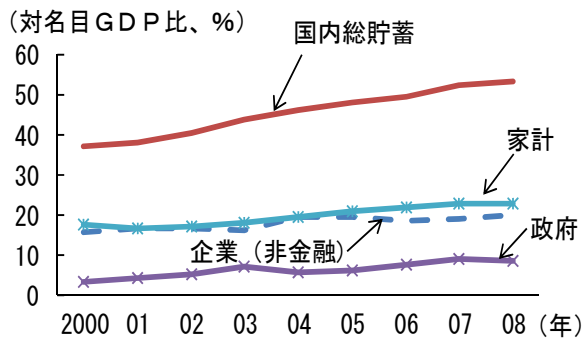
こうした投資率の高さ（＝投資主導）の要因の1つとして、国内各部門において貯蓄が積極的に行われている点が挙げられる（第2-2-4図）。家計等各部門の貯蓄額（名目GDP比）は、2000年以降も緩やかに増加し、各部門を合算した国内総貯蓄額³（同上）は2000年の37%程度から08年には50%を超えており、国内各部門⁴で蓄積された貯蓄が投資への原動力となっていることがうかがえる。

また、金融面からもみても、08年の世界金融危機時に金融緩和政策を実施した結果、09年の新規貸出額は前年の約2倍の規模となり、4兆元の景気対策を推進するため、大量の資金供給が行われたことがみてとれる（第2-2-5図、第2-2-6図）。

³ 国内総貯蓄額＝家計＋企業（非金融）＋金融＋政府

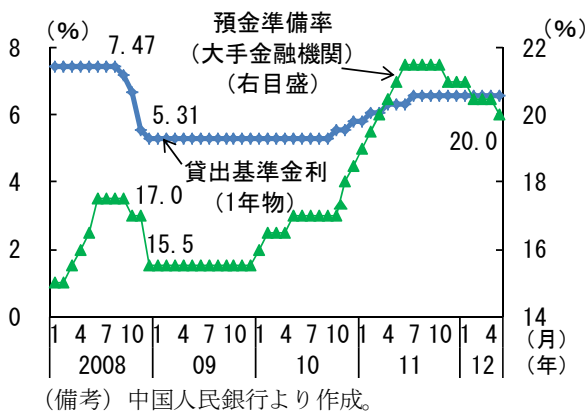
⁴ 金融部門については、ここでは省略している。

第2-2-4図 部門別国内貯蓄（名目GDP比）：高い貯蓄率を持続



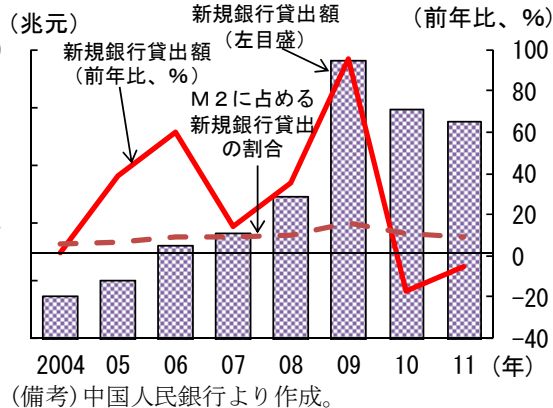
(備考) 1. 国家統計局より作成。
2. 各部門の貯蓄は、固定資本減耗を含む総貯蓄。

第2-2-5図 預金準備率と金利：
08年の世界金融危機後に金融緩和を実施



(備考) 中国人民銀行より作成。

第2-2-6図 新規銀行貸出額：
09年の新規貸出額は、前年の約2倍に



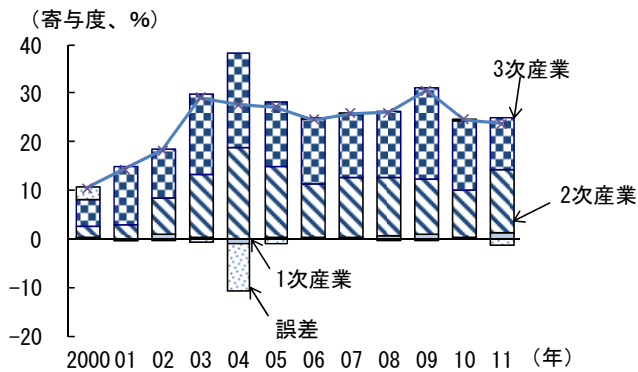
(備考) 中国人民銀行より作成。

続いて、固定資産投資の動向を産業別、地域別からみていく。まず、2000年以降の産業別の投資動向をみると、製造業等の第2次産業と並び、第3次産業の寄与が大きい(第2-2-7図(1))。さらに、第3次産業の内訳をみると、不動産サービス業を含む不動産業の寄与が大きく、不動産開発が投資のけん引役となっていることが分かる(第2-2-7図(2))。

地域別でみると、内陸部の中西部に比べ、沿岸地域の東部地域のシェアが圧倒的に高い。近年、西部開発を始めとした内陸部への投資プロジェクトの実施等により、中西部地域の投資額に占めるシェアは拡大傾向にあるものの、東部地域のシェア及び寄与度が全体に占める割合が高い傾向はここ10年でほぼ変化していない(第2-2-8図)。

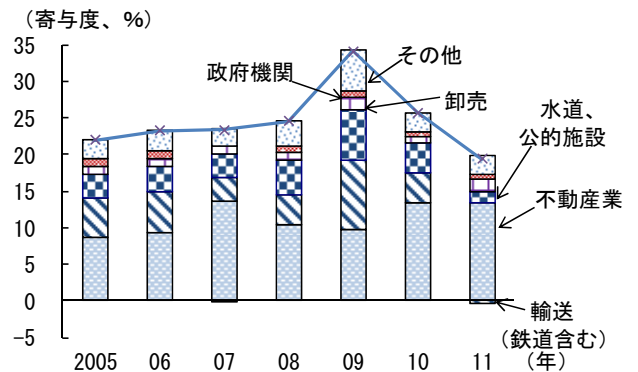
第2-2-7図 固定資産投資（寄与度）：2次及び3次産業が中国の投資を牽引

(1) 産業別



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 04年と11年に統計対象範囲の変更が行われているものの、遡及改定がされていないため、各年で誤差が生じている。

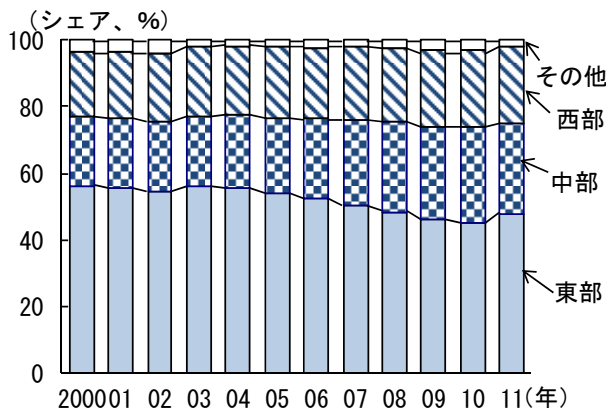
(2) 3次産業



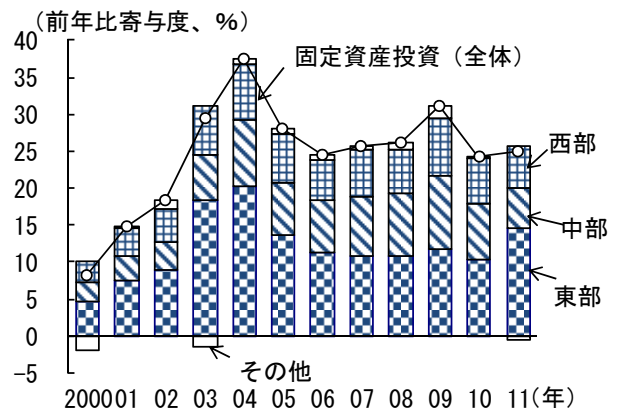
(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 04年と11年に統計対象範囲の変更が行われているものの、遡及改定がされていないため、各年の寄与度に誤差が生じている。

第2-2-8図 固定資産投資（地域別、2000～11年）：

東部地域のシェアが5割程度を占める



(備考) 中国国家統計局より作成。



(備考) 中国国家統計局より作成。

(2) 投資主導型の経済成長が生んだ歪み

(i) 過熱してきた不動産市場

(ア) 不動産市場に流れ込む流動性

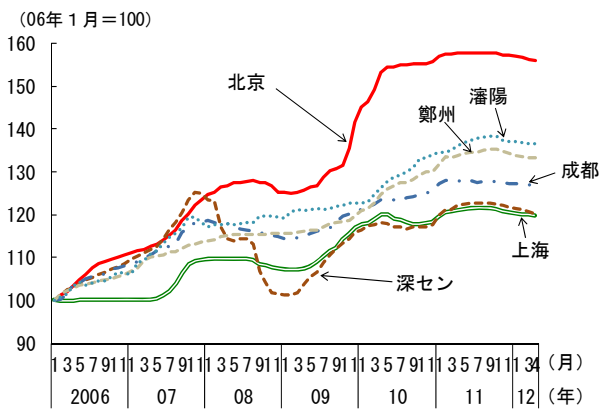
このような投資主導の経済成長が生んだ最大の歪みが、一部都市を中心とした不動産市場の過熱である⁵。中国の不動産価格は、後述するような実需と投資需要から上昇を続けてきたが、とりわけ08年の世界金融危機後、東部の主要大都市を中心に著しく上昇し

⁵ 内閣府（2009）参照。

た（第2-2-9図）。

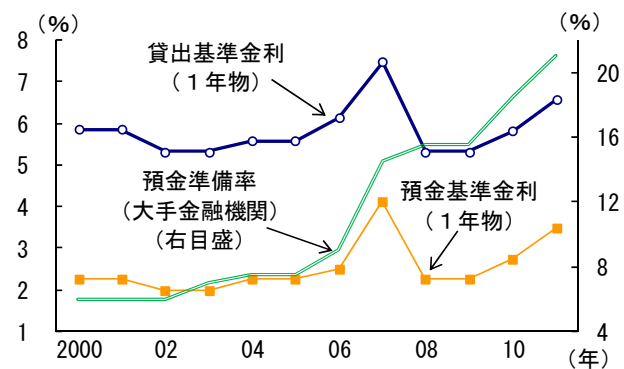
その背景として、中国政府が4兆元の景気刺激策を打ち出したことや金融政策の緩和に伴い市中に流動性が流れ込んだことが挙げられる（第2-2-10図）。名目GDPと対比した流動性の大きさを示すマーシャルのkをみると、09年に大幅に上昇していることが分かる（第2-2-11図）。また、実質金利をみてみると、低い水準あるいはマイナスが続いており、余剰資金が投機目的で不動産市場に流れやすい環境が存在していたといえる（第2-2-12図）。

第2-2-9図 新築住宅販売価格の推移：
東部主要都市では08年以降著しく上昇



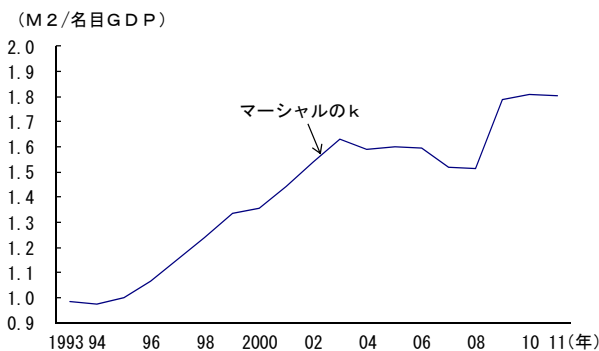
(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
2. 価格水準は、06年1月の1㎡当たりの価格を100として指数化。
3. 11年1月に基準改定があったため、厳密には11年1月前後で継続しない。なお、全国70都市の平均価格は11年1月からは公表されないこととなった。

第2-2-10図 金利及び預金準備率の推移：
08年に金融緩和



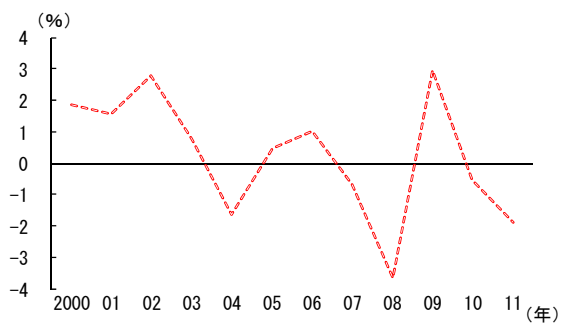
(備考) 1. 中国人民銀行より作成。
2. 08年以前は大手金融機関の預金準備率が公表されていないため、全体の預金準備率としている。

第2-2-11図 マーシャルのk：
09年に大幅に上昇



(備考) 国家統計局、中国人民銀行より作成。

第2-2-12図 実質金利：低水準で推移

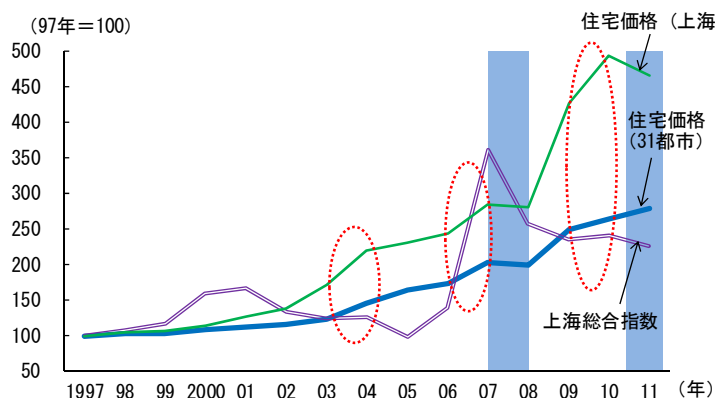


(備考) 1. 中国人民銀行より作成。
2. 実質金利は、預金基準金利－消費者物価上昇率で計算。

さらに、金融市場が発展途上であることや資金運用のための金融商品が限られていることも、投機資金の不動産市場への流入を促したと考えられる。上海総合株価指数と住

宅価格の推移をみると、住宅価格が金融緩和時には上昇しているのに対し、株式指数は必ずしも同様の動きをしていない（第2-2-13図）。中国の株式市場は多くの取引規制が存在していることや不動産の転売によって得られるキャピタルゲインとの比較においても、株式市場よりも不動産市場へより資金が流れやすい構造が存在しているといえる。

第2-2-13図 住宅価格と上海総合指数の推移：異なる動き

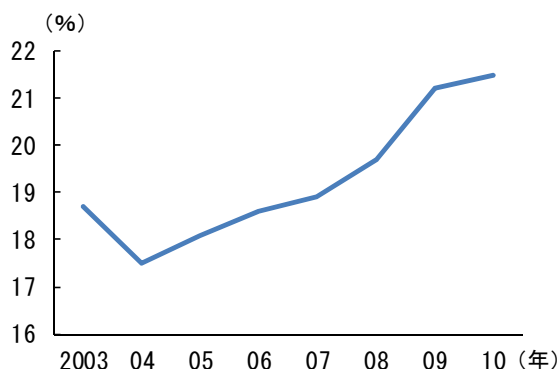


(備考) 1. 国家統計局、ブルームバーグより作成。
2. 網掛けは金融引締め時（預金準備率引上げの時期）。

(イ) 不動産市場過熱がもたらした格差

このような低金利の継続や金融商品の未発達を背景に、企業や富裕層の間で、資産運用のために不動産投資・投機が活発化した。また、国有・民間企業ともに、不動産事業に進出し、本業部門以外に設立した不動産部門が収益全体の大部分を占める例もあるといい、上海A株市場に上場する企業のうち、不動産業務を手掛ける企業の割合は年々増加してきている（第2-2-14図）。

第2-2-14図 上海A株市場上場企業に占める不動産業経営企業数の割合：上昇

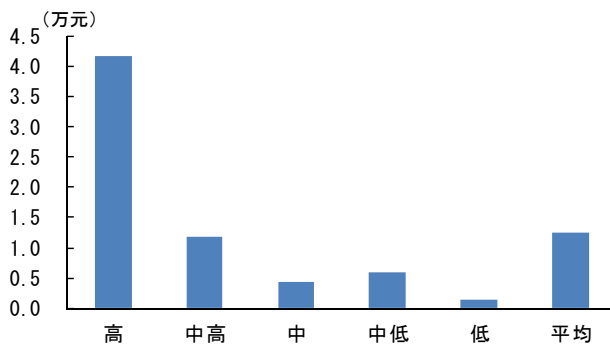


(備考) 1. 中国住房发展报告（2011～2012）（住房绿皮书）より作成。
2. 不動産業以外が本業の企業も含む。

大都市における不動産価格の高騰は、一部の富裕層以外の階層の住宅購入を困難なも

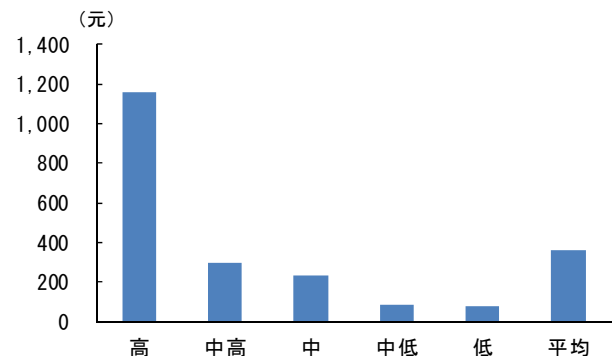
のとさせた（第2-2-15図）。また、それら一部富裕層は、自らの居住以外にも住宅を保有して家賃収入を得るケースもあり、都市住民間における格差の一因となっている（第2-2-16図）。

第2-2-15図 上海市民の所得階層別
住宅購入支出額（09年）



(備考) 1. 上海市統計局より作成。
2. 1000戸を対象としたサンプル調査、各階層の割合はそれぞれ20%。

第2-2-16図 北京市民の所得階層別
家賃収入額（09年）



(備考) 1. 北京市統計局より作成。
2. 5000戸を対象としたサンプル調査、各階層の割合はそれぞれ20%。

(ウ) 地方政府の潜在的債務問題⁶

地方政府融資プラットフォーム（以下「プラットフォーム」という。）の債務問題は、不動産市場を過熱させた要因の1つであるとともに、過熱した不動産市場が生んだ歪みの1つであるといえる。

地方政府は、恒常的に財源不足に陥っているものの制度的に直接資金調達ができない⁷。そのため、地方政府は、プラットフォームという第3セクターを設立し、それを利用して銀行から融資を受け、土地開発業者に投資して土地開発を行わせる。そして、不動産開発業者が、地方政府から土地使用权を譲渡される際に地方政府に収める土地使用权譲渡金をもって財源不足を補充する。不動産開発をめぐるこのような三者関係が形成されている。

しかし、プラットフォームは、常に不動産譲渡金を債務返済に充当し続けなければならない。不動産開発の減少とともに、プラットフォームの債務、すなわち実質的には地方政府の潜在的債務は増大している。特に、08年の金融危機後に実施された景気刺激策の影響⁸で、地方政府はプラットフォームを通じて調達した資金を元に不動産投資を含めたインフラ投資を推進し、結果的に09年以降、地方政府の債務は増加した。審計署（会計検査院に相当）の報告によると、プラットフォームの債務を含めた地方政府の債務残高

⁶ 詳細は、内閣府（2011b）参照。

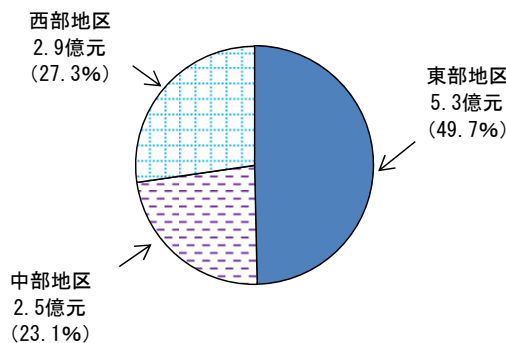
⁷ 地方債の発行は、予算法上原則禁止されているが、09年から例外的に中央政府（財政部）が代理発行する形で認められている。また、10年11月より、上海や浙江省等の一部の地方政府による地方債の起債も認められることになった。

⁸ 4兆元の景気刺激策のうち、約30%が地方政府支出分であった。

は10年末で、約10.7兆元（10年名目GDP比26.7%）に上り、とりわけ、不動産開発が旺盛であった東部に集中していることが分かる（第2-2-17図）

中国政府は、12年の「政府活動報告」の中で地方政府融資プラットフォーム問題の解決を重要政策として掲げており、引き続き、今後の動向に注意が必要である⁹。

第2-2-17図 地方政府債務残高の地域別割合（10年末）：東部が約5割を占める



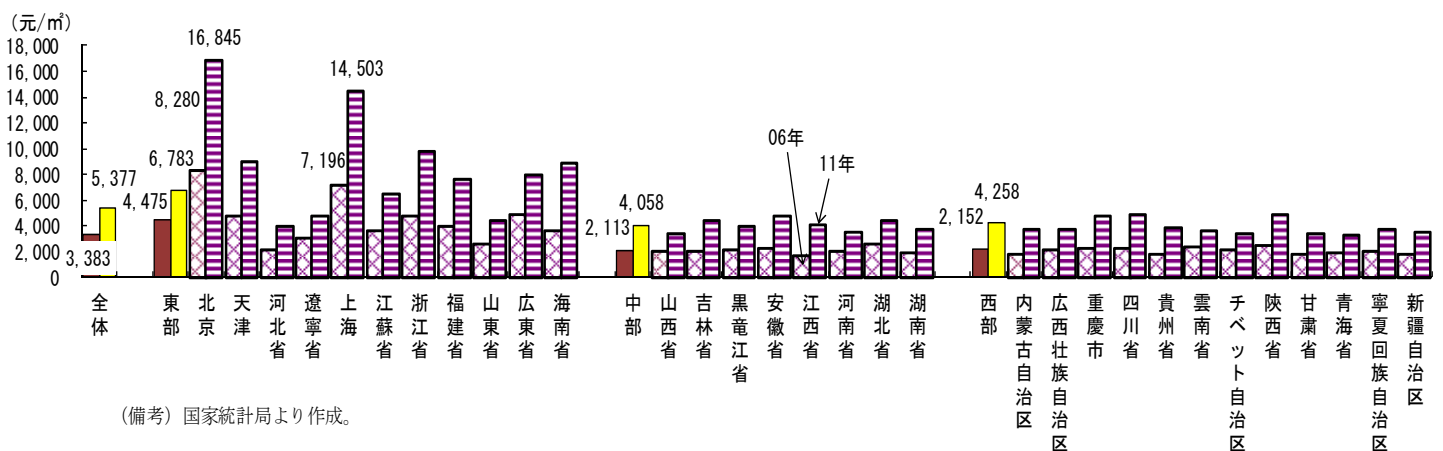
（備考）中国審計署より作成。

(ii) 転換期にある不動産市場

(ア) ばらつきがみられる住宅価格

これまでの各地の住宅価格の推移をみると、一律に同じ動きをしているわけではない。全国の直轄市・省（台湾を除く）・自治区（以下、31直轄市・省等）の1㎡当たりの価格をみると、東部では、早くから価格が上昇して、高水準で推移してきたことが分かる。一方、中部や西部では、水準は東部よりはまだ低い状態であるが、価格上昇の伸び率は東部より高まってきている（第2-2-18図、第2-2-19図）。

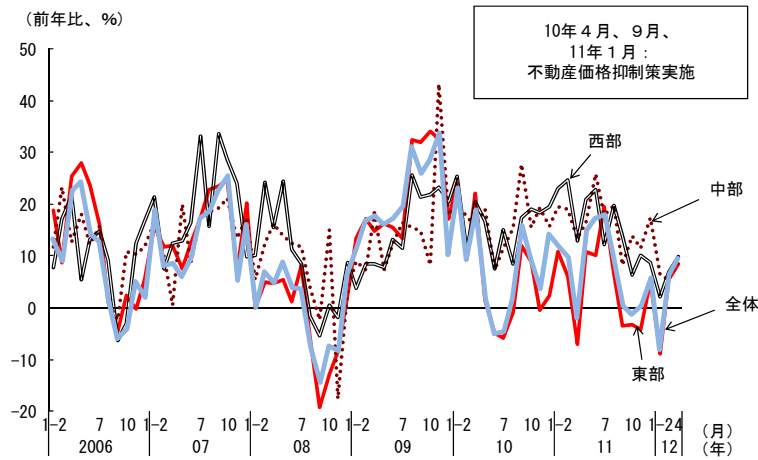
第2-2-18図 分譲建物販売価格（1㎡当たり価格）



（備考）国家統計局より作成。

⁹ 地方政府の債務を分類して管理し、段階的に解消していくという原則に基づき、適切に処理するとともに、プラットフォームをさらに整理、規範化している。

第 2-2-19 図 分譲建物販売価格の前年比推移

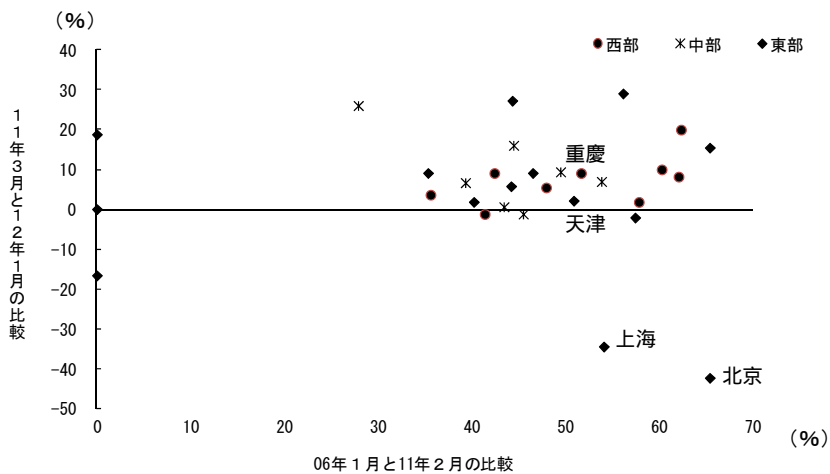


(備考) 国家統計局より作成。

さらに、個別に直轄市・省レベルでみると、06年1月から11年2月までの価格上昇局面では、総じて価格の伸び率が上昇しているのに対し、11年3月から12年1月までの価格下落局面では、東部のうち特に上海と北京の伸びが際立って低下していることが分かる(第2-2-20図)。

次に、31直轄市・省等の分譲住宅販売価格のばらつきの変化について、変動係数¹⁰を計算して調べてみると、08年は前年に比べて低下しているが、03年から10年にかけて上昇基調となっている。すなわち、住宅価格が全体的に上昇する一方で、地域間で価格のばらつきが広がってきていることが確認できる(第2-2-21図)。ただし、その後11年にはばらつきがやや低下している。

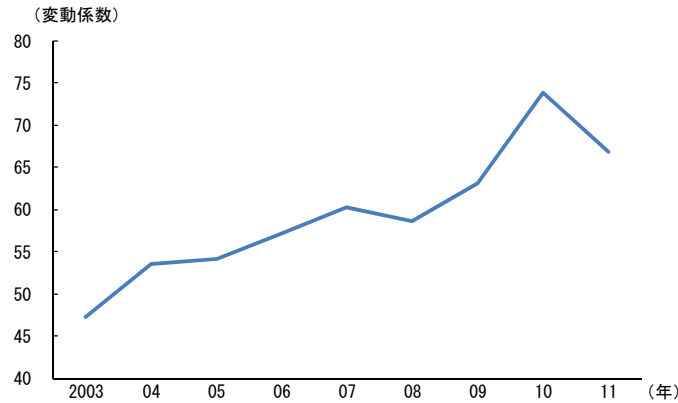
第 2-2-20 図 価格上昇局面と価格下落局面の価格の伸びの比較



(備考) 国家統計局より作成。

¹⁰ 直轄市・省等の分譲住宅販売価格の平均値で標準偏差を割って算出。変動係数の上昇はばらつきが大きいことを示す。

第2-2-21 図 31 直轄市・省等の分譲住宅販売価格のばらつき（変動係数）の推移



(備考) 1. 国家統計局より作成。
2. 対象都市数は31直轄市・省等。

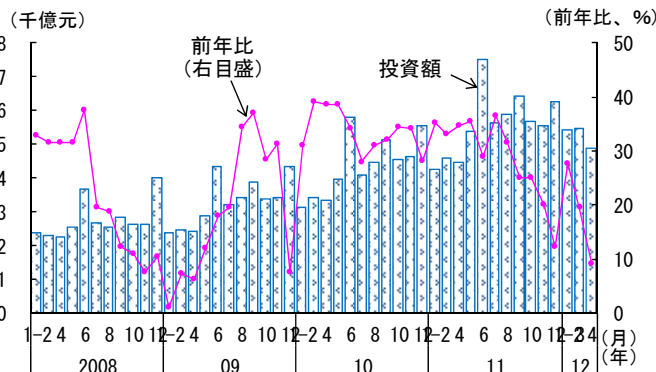
(イ) 不動産開発投資の減速と下落をはじめた不動産価格

こうした一部の大都市での不動産価格の高騰を抑えるため、政府は10年4月以降、2軒目の住宅購入の頭金比率の引上げ、当地戸籍非所有者の住宅購入制限等、投機需要を抑制することを主な内容とする不動産価格抑制策を相次いで打ち出すとともに、金融引締めを継続的に行ってきた¹¹。

その結果、09年半ば以降高い伸びを続けてきた不動産開発投資は、11年7月以降前年同月比で低下している（第2-2-22図）。

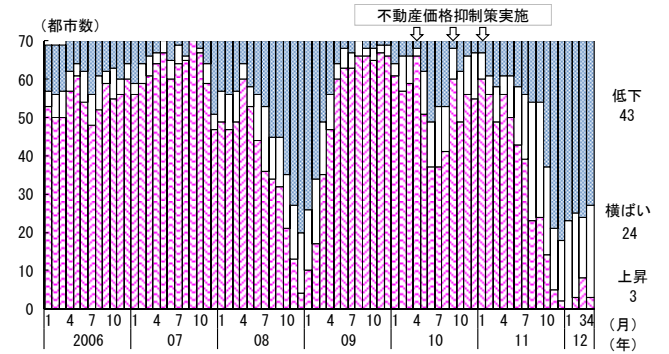
また、住宅販売価格も東部の大都市を中心に低下し、11年1月をピークに価格が前月比で上昇した都市数は減少傾向にある（前掲第2-2-9図、第2-2-23図）¹²。

第2-2-22 図 不動産開発投資の推移：
伸びは低下傾向



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 09年11月の不動産開発投資に、土地購入費に関する統計の変更が行われた。
3. 当局は累積値のみ公表しているため、単月の額及び前年比は内閣府試算値。

第2-2-23 図 主要70都市の前月比：
上昇した都市数は減少



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 価格水準は、06年1月の1㎡当たりの価格を100として指数化。動向は、前月比で、プラスの都市を「上昇」、0.0%の都市を「横ばい」、マイナスの都市を「低下」とした。
3. 11年1月に基準改定があったため、厳密には11年1月前後で接続しない。なお、全国70都市の平均価格は、11年1月から公表されていない。

¹¹ 内閣府（2010b）、内閣府（2011b）参照。

¹² ただし、先月より価格が上昇した都市数は、2月には2都市、3月には8都市と増加していることには注意が必要である。

(ウ) 先進諸国における不動産市場過熱との比較

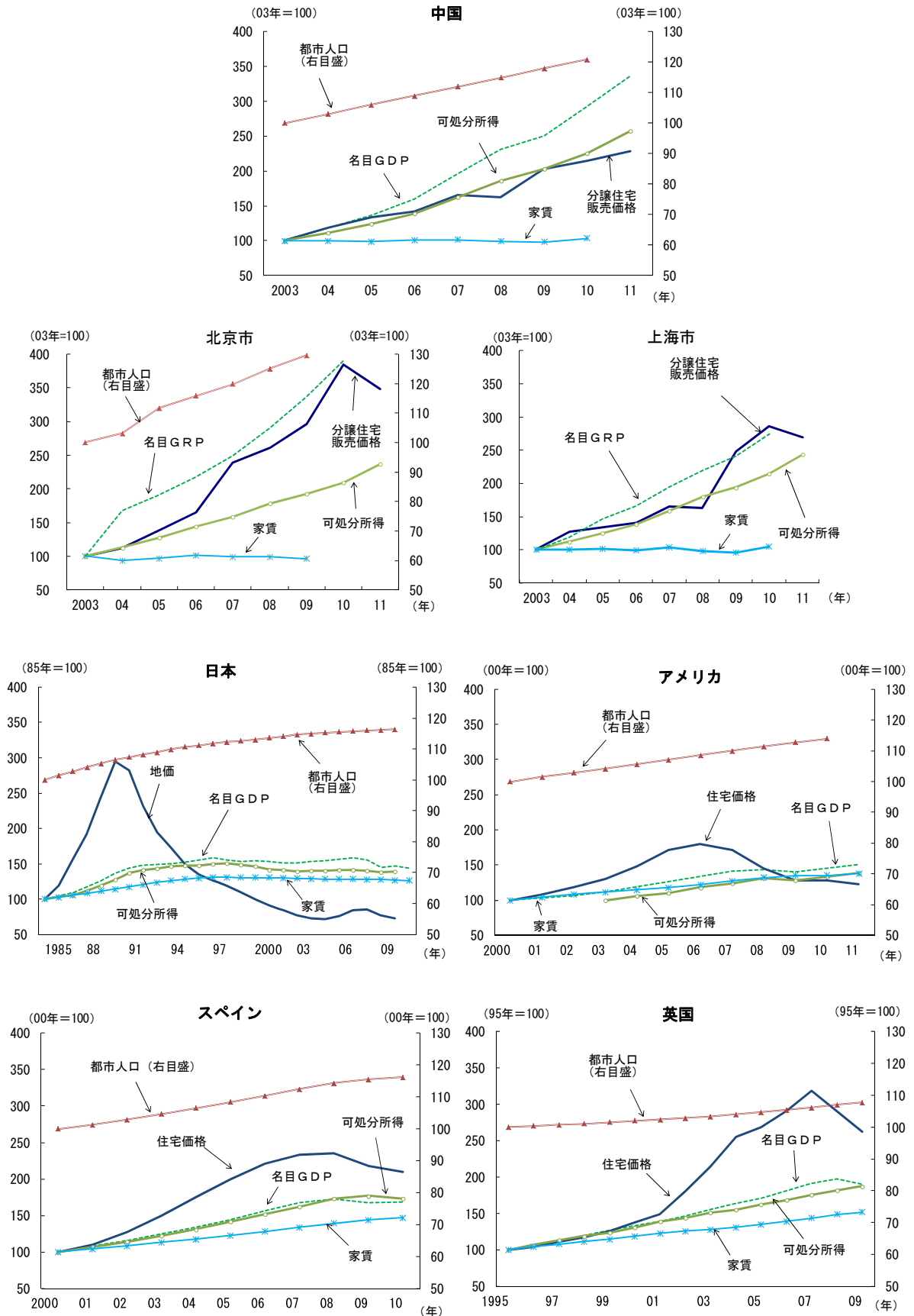
不動産市場が過熱した国々と、住宅価格と経済のファンダメンタルズを示すとみられる名目GDP、可処分所得、及び都市人口の推移について比較してみると、中国（31直轄市・省等）の住宅価格は必ずしもこれらの動きからかい離して顕著に上昇しているわけではなく、むしろ名目GDPと可処分所得の勢いは、住宅価格を上回っており、都市人口増加のペースも他国より速い（第2-2-24図）。

一方、家賃価格の推移をみると、緩やかに上昇している他国と比べて、中国ではほとんど横ばいとなっている。これは、前述のように、持ち家住宅への投機的需要が特に旺盛であることに加え、持ち家志向の強さから賃貸住宅市場が未発達であること、賃貸市場のルールが規範化されておらず住宅賃貸にかかるリスクが高いことなどを背景として、持ち家住宅市場と賃貸住宅市場の間に裁定が働いていないことが原因のひとつと考えられる¹³。

以上のように、中国の住宅市場は、必ずしもいわゆる「不動産バブル」を経験した国々ほどの過熱をしているわけではないことが分かる。ただし、価格の水準が高い上海では、住宅価格の上昇が、可処分所得や名目GDPの上昇を上回る局面がみられることには注意すべきである。

¹³ ただし、特に上海では10年に家賃の上昇がみられる。これは、先述した厳格な住宅購入制限令の実施によって、賃貸住宅への需要が高まったことが背景にあると考えられる。

第2-2-24 図 不動産市場が過熱した国々と住宅価格動向等の比較



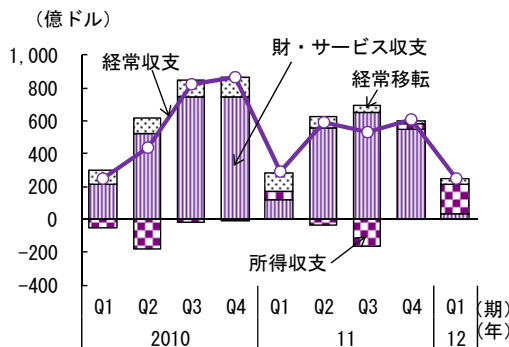
(備考) 各国統計より作成。

コラム2-4：人民元の国際化に向けた動き

96年、中国はIMF 8条国入り^(注1)をした。しかし現在も、株式投資等の取引を当局が承認した一部の適格海外機関投資家(QFII^(注2))にしか認めていないなど、資本取引における規制は依然として厳しい状態である。

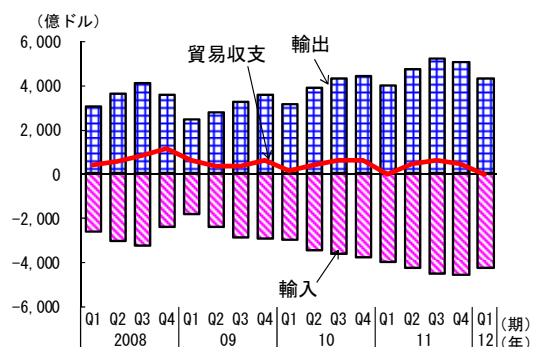
中国の経常収支をみると、財・サービス貿易収支にけん引され、黒字で推移している(図1)。中国の貿易額の推移をみてみると、貿易取引額は増加しており、貿易収支は11年1～3月期を除いて黒字で推移していることが分かる(図2)。その背景の一つとして、中国政府が段階的に経常取引の規制緩和を行ってきたことが挙げられる。中国人民銀行は11年8月、クロスボーダー人民元建て貿易決済の対象範囲を中国全土にある全ての企業と世界各国に広げ、12年3月には輸出入経営ライセンスを持っている全ての企業の元建て貿易決済が可能になる通知を発表するなど、段階的に経常取引の可能範囲を拡大してきた(表1)。これらの措置を受け、10年では約5340億元だったクロスボーダー人民元建て取引額は、11年では2兆元を超える額となり前年比で大幅に増加した(図3)。

図1 経常収支：黒字で推移



(備考) 中国外貨管理局より作成。

図2 貿易取引額の推移



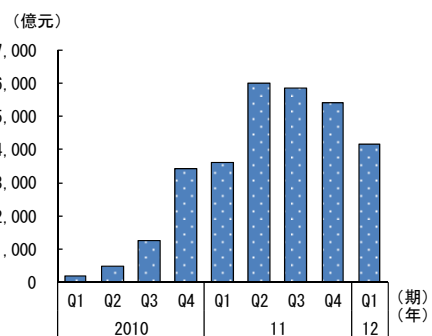
(備考) 1. 中国海関総署より作成。
2. 数値は原数値。

表1 クロスボーダー人民元建て
決済規制緩和の経緯

	対象地域		対象企業
	国内	海外	
09年7月	5都市	香港、マカオ、ASEAN	365社
10年6月	20省・自治区・直轄市	全世界	16省・自治区・直轄市
11年8月	中国全土	全世界	企業数等詳細不明
12年3月	中国全土	全世界	輸出入経営ライセンスをもつ貿易企業すべて

(備考) 各種資料より作成。

図3 クロスボーダー人民元建て
取引額の推移：増加傾向



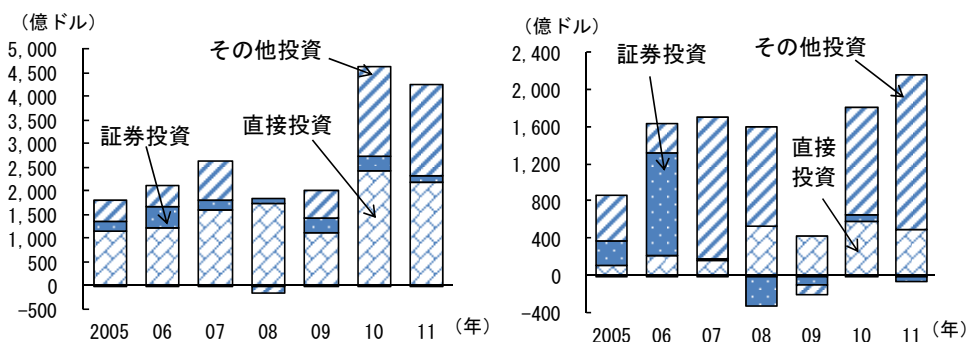
(備考) 中国人民銀行より作成。

一方、資本取引については依然として厳しい規制が存在しており、対外・対内投資をみると、直接投資に支えられる形で対内投資が対外投資を上回っている。結果として資本収支は黒字で推移し、流入超の状態が続いている（図4）。

こうした状況下で、12年2月に中国人民銀行が部局及び個人名で公表した資本取引自由化に向けた報告は注目に値する。報告では、10年かけて段階的に資本取引の自由化の範囲を直接投資から不動産取引等へ拡大していくことが提案されており、人民元の国際化へ向けた積極的な姿勢が示されている（表2）。

図4 対内・対外直接投資の推移

(1) 対内投資：直接投資が5割超 (2) 対外投資：その他投資（銀行貸出・貿易信用等）は増加を占める



(備考) 中国外貨管理局より作成。

表2 資本取引自由化の段階的なプラン

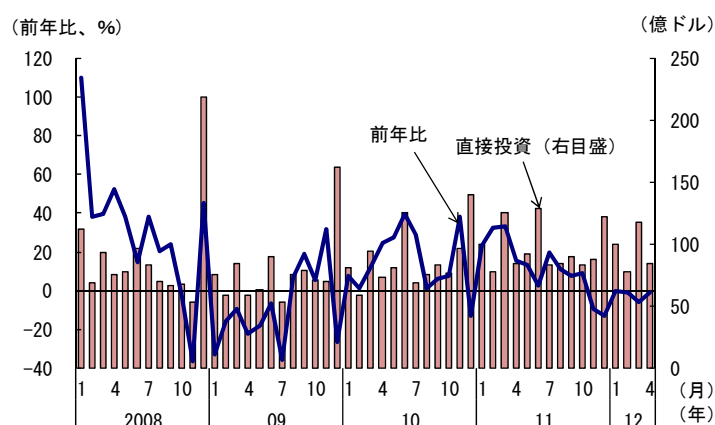
1～3年	直接投資の規制を緩和し、企業の海外進出を奨励
3～5年	貿易取引を背景とした商業融資を緩和し、人民元の国際化を推進
5～10年	金融市場の建設を強化し、不動産、株式、債券取引を徐々に緩和
その他	<ul style="list-style-type: none"> 資本取引に基づかない外貨と人民元との交換に関する自由化は最後に実施。 投機性の強い対外短期債務取引に関しては、当面自由化しない。

(備考) 中国人民銀行調査統計局課題班「我が国の資本取引の開放を加速する条件は基本的に熟した」より作成。

さらに、12年4月に、QFIIのA株^(注3)への投資枠を従来の500億から800億ドルに引き上げることなどを通知するなど、資本取引規制の緩和をすすめていることがうかがえる。しかし、前述した報告の中でも指摘されていたように、資本取引の自由化に伴い、短期債務の増加等のリスクが発生する可能性もあり、規制緩和には注意も必要である。

12年4月14日に、人民銀行は、人民元の変動幅を従来の0.5%から1.0%へ拡大することを発表した。これには、11年8月頃から貿易黒字が縮小傾向にあることや、対中直接投資が11年11月から6か月連続で前年比の伸びが低下していることが背景にあると考えられる（図5）。変動幅を拡大するのは07年5月以来の約5年振りとなる。これにより、人民元は元高・元安双方向への振れ幅が大きくなり、それぞれの方向でのリスクが考えられ、今後それらにどのように対応していくか注視が必要である。

図5 対内直接投資の推移：11年11月から前年比でマイナスの伸び



(備考) 中国商務部より作成。

(注1) IMF協定第8条は、加盟国に対して経常取引のための支払い及び資金移動に対する制限を禁止している。自国通貨の経常項目における交換性を実現している国をIMF8条国と呼んでいる。

(注2) QFIIとは、中国証券監督管理委員会(「証監会」)の認定を受けて、中国の証券市場において投資を行うことができる海外の証券会社、保険会社、商業銀行、基金管理機構、投資信託会社およびその他の資産管理機関等をいう。

(注3) 詳細は内閣府(2011b)参照。

(3) 内需中心の成長構造は投資主導から消費主導へ

(i) 政策の重点は消費拡大へ

消費の動向をみると、主要指標である社会消費品小売総額(名目)は、08年の世界金融危機発生の影響を受け同年8月をピーク(前年比23.2%増)に伸びは鈍化したが、09年から始まった自動車や家電の買換え支援策等の消費刺激策の実施により、09年以降、前年比15%以上の高い伸びを続けてきた(第2-2-25図)。しかし、この買換え支援策の多くが10年末に終了¹⁴したことの影響で、11年に入ってから伸びがやや鈍化している(第

¹⁴ 10年12月末に「汽車下郷」及び自動車関連の買換え支援策、11年12月末に家電買換え支援策が終了。なお、