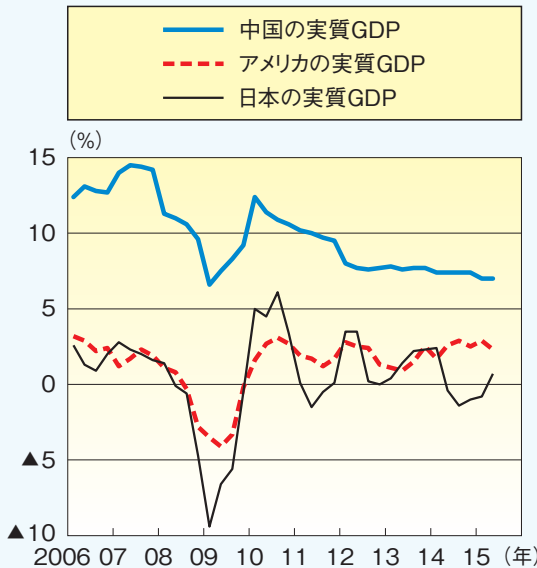


中国経済の現状と課題

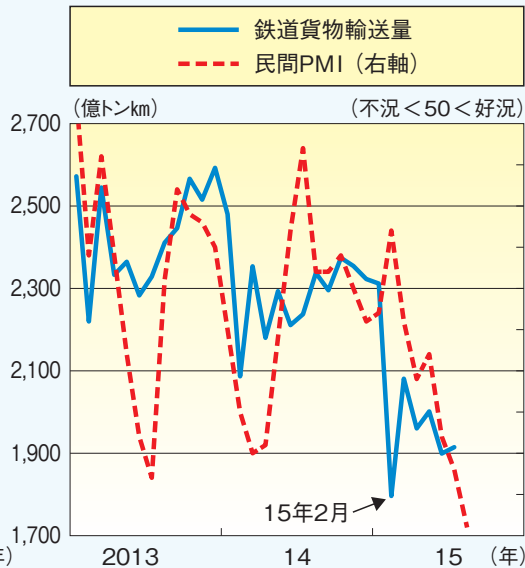
中国経済は、かつては年率2桁台の成長を続けていたが、最近では7%前後まで減速している。しかもその数字がどこまで信用できるのか不安視する声もある。本稿では、最近の中国経済の減速の実情を実際のデータによって確認しつつ減速の原因について整理した。

図1 中・日・米の実質GDP (前年比)



データ出所：中国国家统计局、内閣府、米商務省

図2 鉄道貨物輸送量とPMI (製造業購買担当者指数)



データ出所：中国国家统计局、英マークイット

足許では大きく減速している可能性

中国政府の発表によると、成長率はかつてに比べれば鈍化したと

はいえ、前年比7%の成長を続けているという。確かに実質GDPの前年比変動率は、図1にあるように日本やアメリカを大幅に上回っている。中国はGDPの内訳項目を公表していないため正確なことは分からないが、GDPの約5割を占める設備投資は高い伸びを続けている。別途公表されている固定資産投資（公的部門と民間部門の合計。名目値）によると2014年は前年比+15・7%、15年1月～8月も+10・9%と2桁台の増加が続いている。GDPの3割強を占める個人消費の動向をあらわす社会消費品小売総額（名目値）も2014年は前年比+12・0%、15年7月も同+10・5%である。消費者物価の上昇率は1・2%であるから実質ベースでもかなり高い計算になる。

しかし、統計データの中には、7%成長の国では起こり得ないと思われるような数字もある。その典型が図2の2つのデータである。一つは、鉄道貨物輸送量で、2014年（月平均）は前

年を▲5・6%下回った。15年4～6月は14年平均を▲15・2%も下回っている。製造業の購買担当者に受注や生産動向等をアンケート調査した指標（民間PMI）も今年に入り大きく落ち込んでいく。PMIは世界各国で公表され、50を上回ると経済が拡大、50を下回ると縮小していることをあらわす。中国は2013年50・3、14年49・7、15年4～8月48・2であるから、この1年半は経済が縮小してきたことになる。しかも8月は47・1と大幅に落ち込み、8月24日の世界同時株安の引き金になった。

最も深刻な問題は 過剰な設備投資

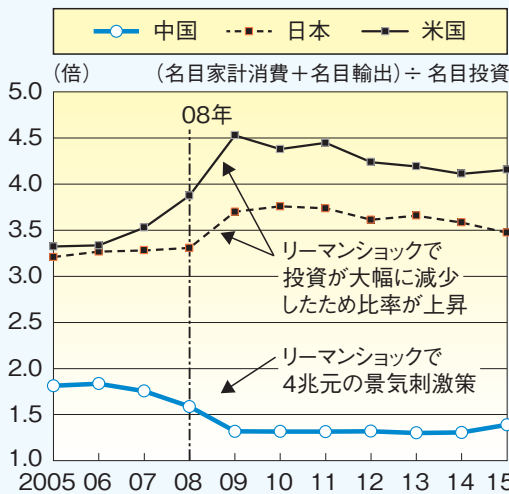
中国経済には多くの問題があるが、なかでも深刻な問題は過剰投資である。中国は何十年も前から過剰投資の状態にあったが、2008年のリーマンショックを機に行われた超大型景気刺激策により非常に深刻な状態に陥った。

多くの先進国経済においては、企業は自らの判断に基づいて投資を行ってきた。将来、売上げが増加する可能性があれば投資によって生産能力を高め、先行き売上げが落ち込みそうであれば投資を抑えてきた。ところが、中国の場合

には社会主義市場経済という独特の経済の下で、景気が悪化するたびに中央政府の判断で多額の投資が行われてきた。このことは図3からも明らかである。一般に投資は消費や輸出のために行われるため、消費と輸出の合計額を投資で割った倍率は4倍前後で均せば横ばいである。投資が消費や輸出に比べて過大になると過剰供給になり、製品価格が低下し、企業収益が悪化するので投資が抑制される。投資が抑制されると、やがて過小供給の状態になり、価格が上昇し、企業収益が好転、投資が増加する（あとはその繰り返し）……という相互に原因、結果になって抑制し合う関係がある。このため製品やサービスによって違いはあるが、一国経済全体としてみると先進国では約4年で設備が更新される関係にある。

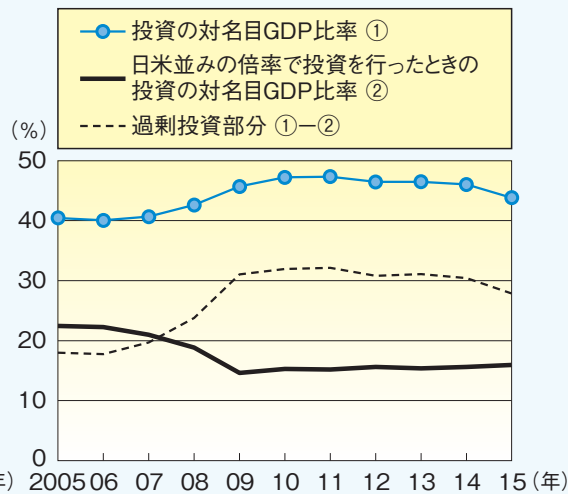
ところが、2005年以降の中国経済においては、最もその倍率が高いときでも1・8倍（2005年）であった。しかもリーマンショック時には4兆元（約50兆円）の景気刺激策により分母の投資が大幅に増加した結果、1・3～1・4倍に低下した。公共投資の増加によって景気の悪化を食い止めたといふ3千万人に及ぶ失業者が発生

図3 名目消費と輸出の合計額に対する投資の倍率



データ出所：中国国家统计局、内閣府、米商務省

図4 設備投資の過剰の度合い



データ出所：中国国家统计局、内閣府、米商務省

し社会が大混乱することを恐れての対応と言われている。ちなみに、図4は、中国の投資がどのくらい過剰であるかを試算したものである。消費と輸出の合

計額を投資で割った倍率が日本やアメリカと同じと仮定すると、名目GDPの約30%に相当する過剰な投資が毎年行われてきた計算になる。

中国の場合には投資の中心は公的部門で、鉄道や道路等のインフラ投資もかなりあるため、先進国の倍率がそのまま当てはまらないとしても、「世界の工場」と言われる鉄鋼、非鉄、セメント、電力等の工場設備においてもかなりの過大投資が行われてきたのは間違いない。リーマンショック後に行われた投資の多くは地方政府が多額の資金を銀行以外の部門から調達することによって実現したため（いわゆるシャドーバンキング等）、過剰投資と過剰債務は不可分の関係にあり、過剰雇用の問題も内包している。

過剰な設備は物価下落の原因にもなってきた。生産者物価は2012年以降前年比マイ

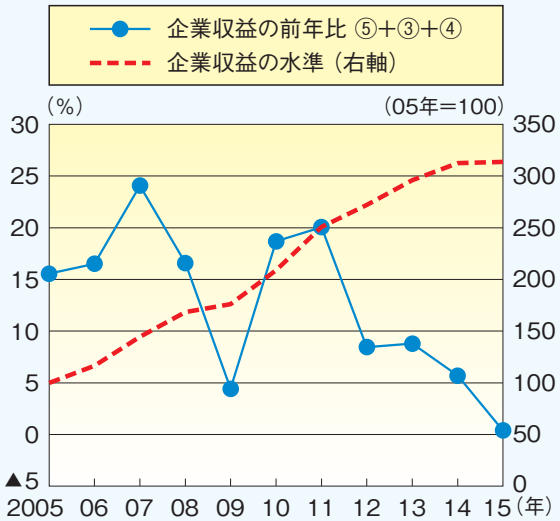
ナスの状態が続いており、マイナス幅は拡大しつつある（12年▲1・7%、13年▲1・9%、14年▲1・9%、15年6月▲4・8%）。製品価格の低下は収益を圧迫し、企業体力を低下させる。経済が高い成長率を維持しているときには売上高が増えるので資金がショートすることは少ないが、成長がスローダウンすれば資金不足が表面化する。これが将来の大きな不安材料ともなっている。

大幅な賃金の上昇と企業収益力の低下

中国経済の第2の問題は、成長率が鈍化し、製品価格が低下しているにもかかわらず高い賃金上昇率が続く、その面からも企業収益が圧迫されていることである。いくつかの仮定を置いて試算してみると、図5にあるように中国企業の収益力はこのところ低下の方向にある。2000年代前半の企業収益は均してみれば前年比+16・0%であったが、12年+8・5%、13年+8・8%、14年+5・7%と縮小し、15年は+0・4%（見込み）とほとんど横ばいである。

図6はそのような計算を行う際に用いた5つの指標を図示したもので、2015年の賃金上昇率は

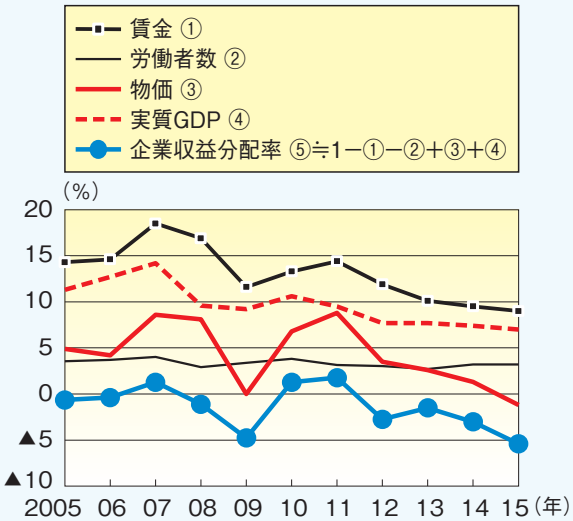
図5 企業収益の変化率とその水準



(注) 名目GDPと賃金、物価、企業収益等の間には、物価(P)×実質GDP(Y)≒賃金(w)×労働者数(ℓ)+企業収益(Π)という関係がある。これはマクロ経済の恒等式とも言うべき関係で、両辺をPYで割ると、 $1 = wℓ/PY + Π/PY$ となる。変化率をΔであらわすと、企業収益分配率の変化率は、 $Δ(Π/PY) = 1 - Δw - Δℓ + ΔP + ΔY$ として算出できる。企業収益(Π)は、 $Π = Π/PY × PY$ だから、 $ΔΠ = Δ(企業収益分配率) + ΔP + ΔY$ として算出できる。なお、労働者数の時系列データがないため、都市部に流入した人口の伸び率を使用した。また、2014年と2015年はデータが公表されていないので過去5年間の平均伸び率で延長した。賃金は2014年までは企業労働者平均賃金を用いたが、2015年はまだデータがないので一人当たり可処分所得の増加率(+9.0%)を用いた。

データ出所：中国国家統計局

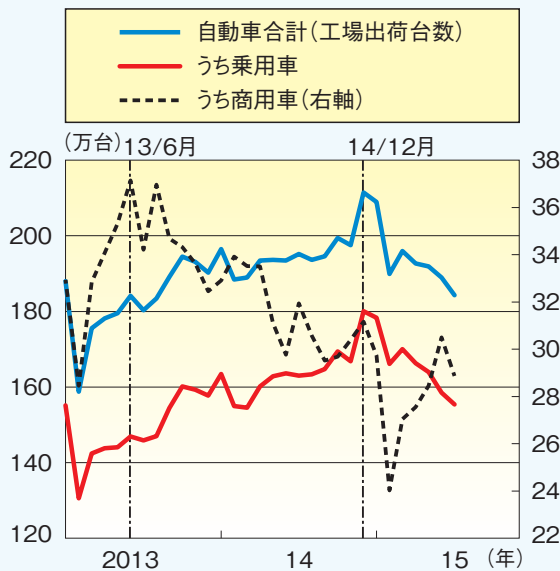
図6 企業収益を計算するに当たって用いた指標 (前年比)



9%前後と見込まれる。これに対し実質GDPの増加率はせいぜい7%である。大雑把に言えば、家は生産量の増加率を上回った所

得を得ていたため、企業収益がその煽りを受けて圧迫され、企業収益の名目GDPで割った企業収益分配率の前年比はこの4年間ずつとマイナスである(12年▲2.7%、13年▲1.5%、14年▲3.0%、15年▲5.9%)。

図7 乗用車・商用車別にみた自動車の出荷台数



データ出所：中国国家統計局

先進国の場合には、企業は厳格な会計ルールを適用している。その内訳をみると、民間企業は増益を維持したが(14年+4.9%↓15年1~7月+6.0%、15年▲5.9%)。ちなみに、2015年1~7月の工業部門の企業収益は前年比▲1.0%と、前年までの増益(+1.6%)から一転して減益になっている。民間企業は増益を維持したが(14年+4.9%↓15年1~7月+6.0%、15年▲5.9%)。ちなみに、2015年1~7月の工業部門の企業収益は前年比▲1.0%と、前年までの増益(+1.6%)から一転して減益になっている。それが国民に知らされていない可能性がある。

5%)、石油・ガス、非鉄・レアメタル等の鉱業を中心とする国有企業は減益幅を大幅に拡大した(同▲5.7%↓▲22.1%)。外資との合併企業も減益になった(同+1.6%↓▲1.4%)。しかし、政府の発表文には業種別の売上げや利益の水準、それらの前年比変化率程度の情報しかなく、なぜ減益になったのかという肝心の部分の説明はない。また、利益は最終利益だけで、営業利益や経常利益といった区分がない。このため、本業ではどうか、金融取引やその他の取引でどのような損益になっているかといった点も分からない。

とはいえ、「賃金上昇によって家計が潤っている一方、企業部門は苦戦を強いられている」状況は否定できない現実で、このことは自動車の出荷台数にもあらわれている。図7にあるように、中国の自動車出荷台数の約85%は乗用車で、商用車は15%である(商用車の出荷台数は日本全国の自動車出荷台数とほぼ同じ規模である)。同図を見ると商用車は2013年6月をピークに減少傾向にある。商用車はトラック、

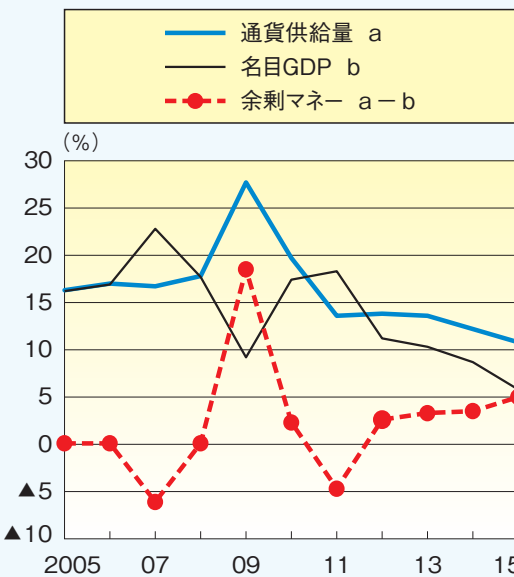
バスなどの業務用であるから、企業活動が活発で収益が増加傾向にあれば増加する筋合いにある。ところが、商用車は14年が前年比▲7・1%、15年1～7月が▲11・0%と減少の方向にある。これは企業の収益力が先に述べたように低下していることと整合性の取れる落ち込みである。

一方、乗用車は2014年末まで増加を続けた。マイカーブームに支えられたこともあるが、それを可能にしたのが高い賃金上昇率であったと考えると納得がいく。ただし、15年に入り減少に転じ、15年7月はピーク月である14年12月に比べて13・7%低い水準にある。乗用車は金額が高む買い物のため、さすがに消費者も先行き慎重になったと考えれば理解できる現象である。

金融緩和が招いたバブルとその崩壊

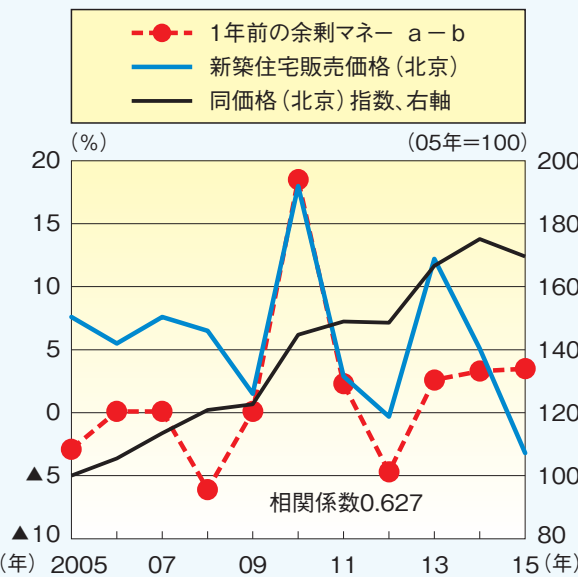
このように中国経済は実質GDPが示しているほど良くないため金融が緩和され続けてきた。貸出基準金利は1年間で5回も引下げられた。市場に供給する通貨の量も年率2桁のペースで増え続けてきた。図8を見ると、通貨供給量(M2、現金と定期性・流動性預

図8 通貨供給量と名目GDP (前年比)



データ出所：中国国家統計局

図9 金融緩和の度合と住宅価格 (前年比) 等



データ出所：中国国家統計局

金の合計)の前年比増加率は名目GDPの前年比増加率をこのところ上回っており、その差(余剰マネー)は年を追って拡大の方向にある(12年+2・6%、13年+3・

3%、14年3・5%、15年+5・0%)。通貨供給量が高い伸びを続けてきたことは銀行部門の貸出が同じように増加してきたことを意味し、その結果、住宅価格が上昇を続けた。図9は、通貨供給量の増加率から名目GDPの増加率を引いた余剰マネーの前年比増加率を1年前に移動し、住宅価格の変化率と並べたものである。实体经济を超えて金融が緩和すると1年後に住宅価格が上昇する関係が見て取れる(タイムラグがあるのは、金融が緩和すると住宅取引量は増加するが、住宅価格が上昇するまでには時間がかかるためである)。中国の場合には住宅事情がタイトであったこと

も加わり住宅市場がバブル化した。しかし、2014年後半からは崩壊の動きが拡がり、住民の住まない大型マンション(鬼城(ゴーストタウン))が各地にあらわれた。「飛ばし」と呼ばれる不適切な経理処理も行われているという。最近では株式市場にも資金が流れ大幅な株価の上昇と反落が生じ、中国発のショック(チャイナショック)が世界中に拡がる懸念されている。

金融緩和と財政支出は問題の先延ばし

中国経済の減速の背景には、過剰投資、企業収益力の低下、住宅・株価バブルの崩壊などがある。景気減速から抜け出すために金融を一段と緩和し政府支出を増加させることは、一時的には効果があるが問題の先送りに過ぎない。このことは同国の歴史が教えてくれている。しかし、おそらく同じ道を進むのであろう。中国経済については今後も目が離せない。

(株)京都総合経済研究所
東京経済調査部長 村山晴彦

* この点についての詳しい説明は拙著『データが語る経済変動のメカニズム』(2011年3月、多賀出版)第3章「生産量変動のメカニズム」を参照願いたい。