

世界金融危機以降の中国経済情勢に関する分析

張 忠 任 ・ 陳 志 勇

はじめに

1. 中国における経済成長の虚実
 2. 中国のバブル形成
 3. 新型バブルの特徴と行方
- むすびにかえて

はじめに

中国では、米金融危機時に打ち出した4兆元の景気対策などによって、不動産価格の急高騰を背景に、2008年以降巨大なバブルが形成され、大きな経済問題となっている。それによって、中国経済のバブル崩壊の可能性に関しては注目を浴びている。

悲観的な見解については、特に、2010年5月には、日本のバブル経済崩壊やアジア金融危機を予言したマーク・ファーバー博士（Dr. Marc Faber）は、現在中国の経済・金融市場の状況は1929年当時の米国と非常によく似ており、今後9～12ヶ月以内にクラッシュする可能性もあると語っても¹、2011年にも中国経済は9.2%の成長率を見せているため、その予測が外れたが、2012年に入ると、1月2日にノーベル経済学賞受賞者のポール・クルーグマン（Paul Robin Krugman）博士は、米紙ニューヨーク・タイムズのコラムで、2012年の中国経済の行方を分析して、1980年代末の日本や2007年の米国のように、バブルは弾けかかっており、世界経済の新たな震源地となりそうな気配を見せていると香港紙・文匯報が伝えた²。

楽観的な見方については、特に、2011年6月3日付フィナンシャルタイムズ・ドイツ（Financial Times Deutschland）紙に掲載した文章において、米エール大学のスティーブン・ローチ（Stephen S. Roach）教授は「中国経済が欧米と異なる10の理由」を挙げ、西欧の物差しで中国を判断すべきではなく、中国は自らが立てた経済発展戦略を実現するだろ

1 「災難預言家称中国経済将在一年内放缓甚至崩溃」、香港・鳳凰網2010年5月4日、<http://finance.ifeng.com/news/20100504/2142092.shtml>。

2 「中国経済は下個危機震源」、香港・文匯報（電子版）2012年1月2日、<http://news.wenweipo.com/2012/01/02/IN1201020004.htm>。

うとの見方を示した³。また、2012年3月17日に北京で開催された2012年度の「中国経済発展ハイレベルフォーラム」において、彼は再び「中国の経済はいつまでも硬着陸にならない」と強調した⁴。

日本では、「中国“不動産バブル”崩壊の足音」や「中国バブル崩壊にいまさら気づいても遅い」というような悲観的な報道や議論があり、中国バブルの崩壊説を「狼少年」と決めつけるのも早計であろう⁵と思われるが、中国のバブル経済について楽観的な見方を持つほうが多い。例えば、2010年1月に岡田剛志は、ジム・チェイノス（Jim Chanos）氏による中国経済にバブル形成の発言に対して、現時点の中国で起こっていることのどこまでがバブル状態なのかは判然としないところであると反論した⁶。2010年8月のみずほ総合研究所のレポートにおいても過剰流動性を背景に、中国で不動産バブルが発生しているとの見方は非常に強い。実際、不動産価格は大きく上昇しているが、実体経済も好調であり、本当に不動産バブルが発生しているのか、その深刻度はどの程度なのか、といった点については、今一つはっきりしないと中国の不動産バブルについて懸念している⁷。2010年11月に北野ちぐさは、不動産市場を取り巻く現在の中国は、バブル期の日本と異なる点が多いと考えられるが、皆さんは「中国は不動産バブル崩壊の時期が近づいてきている」と思うかと疑問視している⁸。ごく最近には、関辰一は、現状では、中国の不動産バブル崩壊を心配する必要はまずないと指摘している⁹。

このような先行研究の成果を踏まえて、本稿では、中国経済の現状と問題点を考察し、バブル形成の要因を分析し、豊富な統計データを用いて、国有銀行と国有企業の関係を検討し、短期的観点からバブル問題を中心に中国経済の行方を展望しようとしている¹⁰。

3 「中国経済が崩壊しない10の理由—米エール大教授が分析」、2011年6月8日『エキサイトニュース』http://www.excite.co.jp/News/chn_soc/20110608/Searchchina_20110608023.html。

4 http://finance.ifeng.com/news/special/zgfgzlt_2012/20120317/5764428.shtml。

5 高田創「中国のバブル崩壊論は狼少年？」『リサーチ TODAY』2012年2月3日。

6 岡田剛志「中国経済はバブルなのか？バブルへ向かっているのか？」『外為どっとコム総研』2010年1月8日（第1号）。

7 みずほ総合研究所「中国の不動産バブル懸念について」『みずほアジア・オセアニアインサイト～ファンダメンタルズからの論点整理～』2010年8月5日。

8 北野ちぐさ「中国のバブル崩壊は本当か」『アイザワ週報』第2137号、2010年11月29日。

9 関辰一「中国の不動産バブル崩壊リスクは極めて小さい」『環太平洋ビジネス情報 RIM』2012 Vol. 12 No. 45、http://www.gaitamesk.com/report/pdf/member/100108_sk_okada.pdf。

10 本稿は、平成23年度島根県立大学学術教育研究特別助成金による中国現地調査に基づき、中国中南財經政法大学財政稅務学院の協力を得ている。

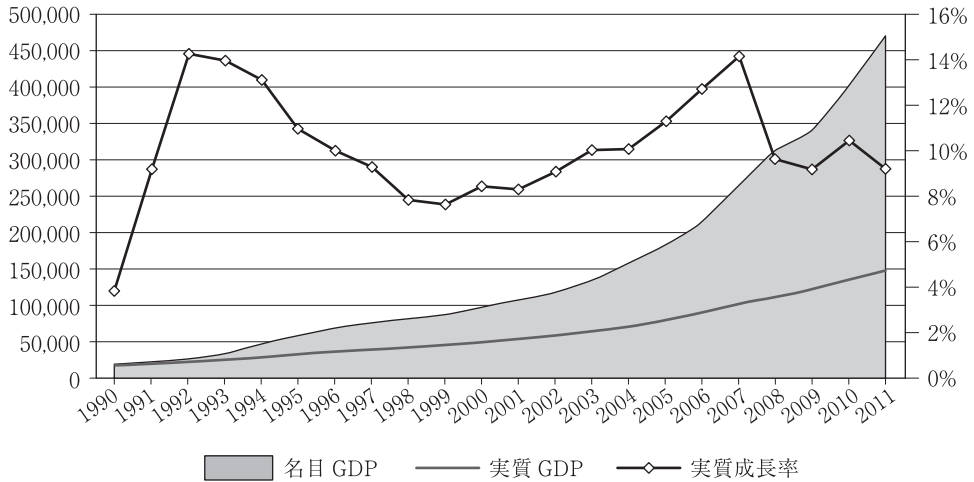


図1 中国のGDP成長（億元、%）

出典：『中国統計年鑑』各年版、および中国国家统计局『国民经济・社会発展の統計公報（2011年）』より筆者作成。

1. 中国における経済成長の虚実

中国のGDPは、過去30年間（1982～2011年）、年平均10.2%の成長を続けてきている。ただし、その間に、2008年に米金融危機の影響を受けて、図1に見るとおり、実質成長率は、14.2%から9.6%へ急下落しており、2010年には、一度10.3%の高い成長率を示したが、2011年には再び9.2%へ低迷し、波動しながら低下する趨勢を見せている。

中国の成長率が9.2%になっても一般的に高く見られるが、13億人の人口を持つ中国にとっては、危険ラインに近く問題となると思われる。なぜかという、過去の経験から見れば、いわゆる二元経済の中国では経済成長率が7%以下になると、失業が深刻化し、社会不安も激しくなるおそれがあったからである¹¹。

また、図1のように、中国の経済成長には名目と実質のズレが拡大しており、インフレーションの進展が見られる。

確かに、2010年には、世界の名目GDPに占める中国のシェアは、2005年の5.0%から9.3%に上昇し、日本の8.7%を超えており、また、中国のGDP総額は日本を抜いて世界2位になっている。しかし、中国の人口は日本の約10倍であるため、図2のとおり、2010年においても日本の一人当たりのGDPは、中国の約10倍（右軸）となり、また、2010年の中国の数値は日本の1975年のレベルに相当して（左軸）、中国は日本に35年の格差が

11 厲以寧「走向城乡一体化：建国60年城乡体制的变革」『北京大学学报』Vol. 46, No. 6, 2009年11月。

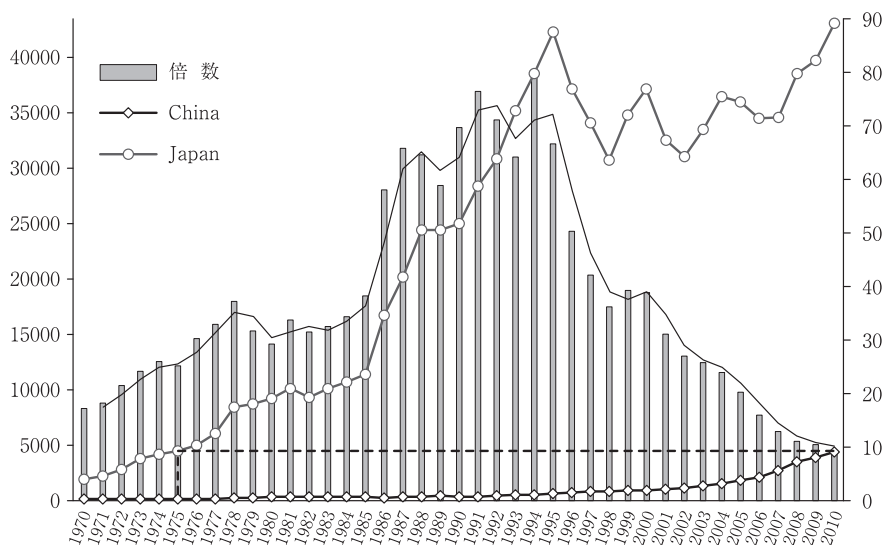


図2 日中における一人当たりのGDPの推移

出典：国連の統計データ（<http://unstats.un.org/unsd/snaama/dnlList.asp>）により筆者作成。

あると思われる（なお、図2にある細い折れ線グラフは倍数“近似曲線”であり、倍数変化の趨勢を示めている）。

そして、一人当たりのGDPについては、中国国内にもバランスがとれず、大きな格差が見られている。このような経済格差は通常には変動係数12で図る。1978～2011年には、中国各省における一人当たりのGDPの変動係数を見ると、1990年に1978年の0.95から0.59に下がってから再び上昇し、2003にトップになると、2009年まで低下しており、2010年にやや上がっている（図3を参照のこと）¹³。

また、図3に見るとおり、中国の一人当たりのGDPでは、最高値を取る上海と、最低値を取る貴州との倍数（上海／貴州）は、1978年の14.20倍から1989年の7.15倍に低下してから再び上がって、2000年に10.89倍に達した後下がってきて、2009年に7.63倍を示したが、2010年にはやや上昇して7.66倍となった¹⁴。

中国のGDP構成を考えると、現在の中国の民間消費率（民間消費額／GDP）は世界で際立って小さく見られる。

図4のとおり、1980～1989年の間、中国の民間消費率はほぼ5割前後横ばいとなって

12 変動係数（Coefficient of Variation）とは、データの標準偏差をその平均値で割ったものである。

13 2011年の速報値（<http://finance.china.com.cn/news/gnjj/20120207/516239.shtml>）により計算すると、この変動係数が急に0.5以下になる。しかし、この速報値による計算結果は、不自然に見られる。

14 2011年の速報値（<http://finance.china.com.cn/news/gnjj/20120207/516239.shtml>）により計算すると、5.12倍であった。

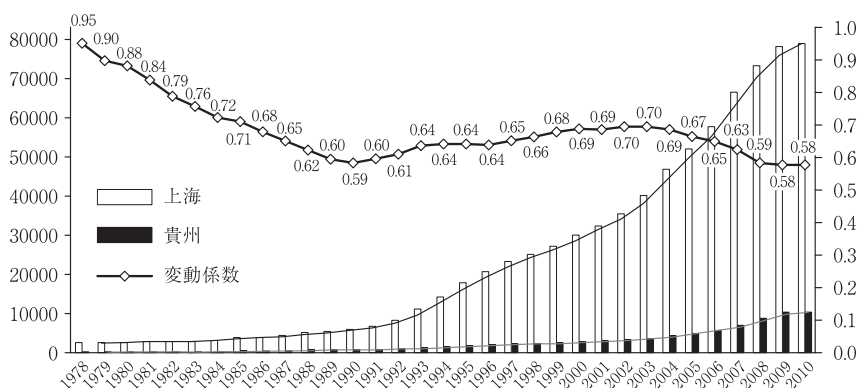


図3 変動係数に見る中国の経済格差（1978～2010）

出典：『中国統計摘要』各年版より筆者作成。

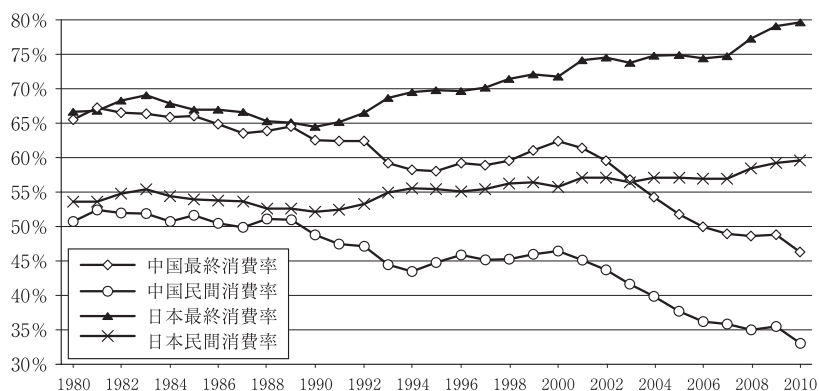


図4 日中における民間消費率の推移（1980-2010）

出典：『中国統計年鑑』と『日本統計年鑑』各年版より筆者作成。

おり、1990年から45%へ低下して、1994～2000年には起伏があってもほぼ安定的に見られるが、2011年から急低下する傾向に変わって、2010年には33.1%になり、著しく低い水準を見せている。日本では、1980年代以来、民間消費率はずっと50%以上流れてきて、近年60%に近づき上がっている。そして、日本の最終消費比率が約80%になっていることに対して、中国の方はどんどん低下しており、2010年には50%未満に落ちた。国内消費率の低さは、内需の低迷を意味するので、消費率の低下とともに、輸出にさらに依存することになる。世界経済不景気の現在、中国にとっては、輸出依存型の経済発展政策は持続可能であるかが疑問である¹⁵。

15 ここで、「最終消費」とは、民間消費と政府消費の合計である。

2. 中国のバブル形成

前節では、中国のバブル形成の背景を考察した上で、中国経済が軟着陸になる条件（大きな経済格差や低すぎる消費率）を提示して第3節の準備ともなる。

この節では、2008以降中国の経済成長過程に起きたバブル問題の形成要因を解明しようとしている。それが土地財政問題であると思われる。

具体的に言えば、中国では、1988年4月に行われた第7期全国人民代表大会第1次会議で憲法改正案が通過されるまで、土地の使用権を売買することは憲法上で禁止されていたが、1979年7月1日公布した『中外合資経営企業法』より、土地は無償に使われる公共財ではなく、都市土地使用制度を改革しはじめた。1987年には、経済特区の深圳市では、土地使用権の売買を試作した。張清勇[2008]によると、当年の土地譲渡収入額が0.352億元であった。

1988年の憲法改正から、国有の土地所有権のもとで、土地使用権の譲渡が人民代表大会に認められた。これは中国の「土地財政」が形成される出発点となる¹⁶。1988年から中国の土地取引が正式に開始して、当年の土地譲渡収入額が4.16億元であった。

中国の「土地財政」の制度的形成要因を1994年の分税制改革に伴う財源の中央集権化に帰着すると思われることが多いが、図5に示したように、そうではない結論がつけられる。1994年には、確かに土地譲渡収入額が前年度より14.6%増の639億元になったが、その後、大きな起伏がなく、2000年までに600億元を超えたことがなかった。土地譲渡収入の対地方歳入比もほとんど10%前後であった。よって、分税制改革は「土地財政」の形成要因とならないといえる。

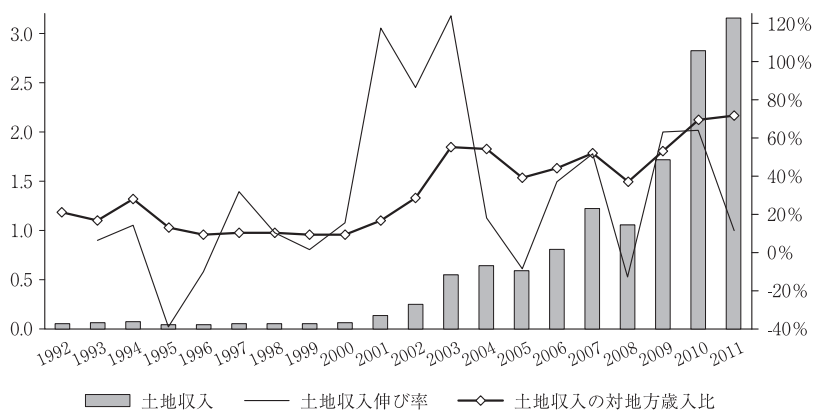


図5 中国の土地譲渡収入の推移（兆元、%）

出典：1999年までのデータは張清勇[2008]、『中国国土资源統計年鑑』各年版、『中国財政年鑑』各年版、2011年のデータは速報値より筆者作成。

16 徐一睿「中国の不動産バブルと土地財政」『東亜』2011年5月号。

図5に見るとおり、2001～2003年の3年間、連続的に土地譲渡収入額が前年度の倍増が見られる。この影響を受けて、2003年には、土地譲渡収入の対地方歳入比は55%に急上昇しており、「土地財政」の形成を宣告したといえる。この3年間には、制度上どのような動きがあったのか。

2001年4月30日に国務院は『国有土地資産管理を強化することに関する通知』を公布して、土地使用権の売買を推進した。ちなみに、2002年には、1月1日より財源配分での集権傾向がある両所得税（日本の所得税に相当する個人所得税と法人税に相当する企業所得税）改革が行われて、地方財政の財源削減への補償として、土地規制を緩めたことを代価としたと思われる。同年5月9日に、国土資源部は「国有土地使用権譲渡方法を入札、オークションまたはリストの方式へ転換する諸規定」を公布し、土地売買について、8月31日より従来の協議譲渡方式から入札、オークションまたはリストの方式に転換するとされている。この「通知」は「新土地革命」の起点と思われる。

それから、地方財政の土地譲渡収入への依存度が高まってきた。

土地財政の進展による土地価格高騰に伴って、住宅価格も上昇して、バブルを形成することとなった。そして、2004年3月18日に、国土資源部と監察部は「8.31大限」といわれる「営利を目的とする土地使用権の入札や転売に関する監督を継続する通知」（国土資発〔2004〕71号）を公布して、2002年からの土地売買のオークション方式転換を強めて全国に普及した。それにしても、土地財政の拡張は収まらなかった。その後、特に2010年に一連の不動産抑制政策が実施されても、土地譲渡収入の対地方歳入比が69.4%へ急躍進し、2011年には、さらに71.8%へと進んでいる（図5を参照のこと）。

土地財政を進展する中で、2008年に世界金融危機の影響が中国に及んだ。2007年度に一度穏健な財政政策へ転換したが、世界金融危機の影響を軽減するため、再び積極的な財政政策に戻った。特に、世界金融危機対策としては、2008年11月5日に、温家宝総理は国務院常務会議で内需をさらに拡大して経済の穏やかな成長を促進する措置について、安定住居事業、農村インフラの整備、生態環境のビルディングの強化、地震被災地域の復興などの10項目の措置を発表した。そして、11月9日に国務院の常務委員会で4兆元もの景気刺激策が採決され、景気の下支えへの取り組みを始めたことは、世界中から関心を集めている。

これらの事業を実施するために、4兆元のうち、中央財政が1.18万億元のみ負担し、あとは地方政府などに調達させるという。12月の「中央経済工作会议」では、4兆元の投資重点を決定して、その内訳を見ると、最も大きいのが道路・鉄道・電気などのインフラ整備（15,000億元）、次に2008年の四川大地震の復興対策費（10,000億元）、三番目の低所得者向けの住宅開発費（4,000億元）、4番目の農村部対策費（3,700億元）および5番目の技術開発・産業構造調整対策費（3,700億元）、6番目の環境保護対策費（2,100億元）7番目の医療・福祉・教育対策費（1,500億元）などからなる。そのうち、約3/4は、公共投資と思われる。

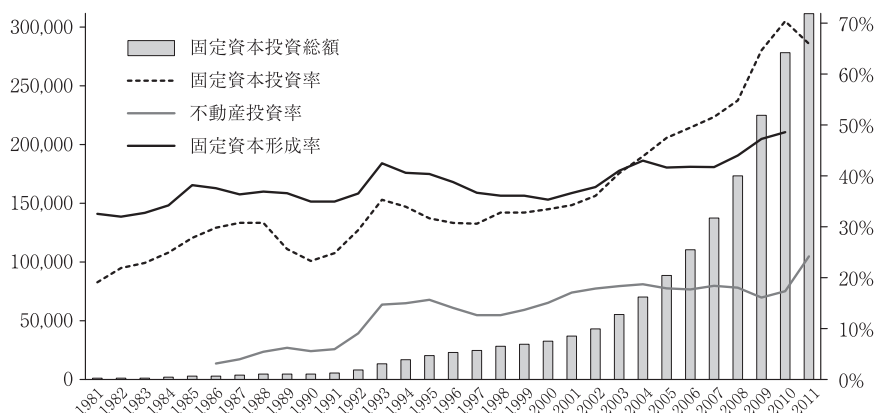


図6 中国の固定資本投資と形成の推移（兆元、%）

出典：『中国統計年鑑』各年版、および中国国家统计局『国民経済・社会発展の統計公報（2011年）』より筆者作成。

同じ時期に、日本では、生活者と中小企業への支援や地方活性化対策について、医師確保・緊急医療対策、難病対策、新型インフルエンザ対策などを含め、いわゆる景気対策3段ロケット（麻生政権）における民生重視政策¹⁷に対して、中国の景気刺激策は公共投資を強調したことが目立つのである。

4兆元の景気刺激策の実施によって、図6に見るとおり、中国の固定資本投資の対GDP比は、どんどん上がってきて、2003年に40%、2010年には70%を超えている。これに対して、中国の固定資本形成の対GDP比の上昇は、それよりやや緩慢に見られても、2003年に40%を超え、2010年には50%に近づいている（同比率については、日本のほうが低下しており、現在約20%となっている）。特に、2003年を境に、中国の固定資本投資の対GDP比は固定資本形成の対GDP比を超えて、バブルの形成を示している。

そして、中国の固定資本投資の中で、不動産開発投資¹⁸の割合（不動産開発投資額／固定資本投資額）が2000年以降、ほぼ17%前後の横ばいをしてきたが、不動産抑制政策実施中の2011年には皮肉にも24.3%に急上昇して、バブルがさらに大きくなる可能性を示している。土地価格の高騰は住宅価格に反映して、不動産投資を拡大して、バブル形成を大きく推し進めている。したがって、中国の不動産抑制政策は、固定資本投資の勢いをやや控えるように見えるが、不動産開発投資については効果が全くなかったといえる。つまり、土地財政の深刻化と同時に、中国の住宅制度改革政策も問題となり、不動産抑制政策

17 マクロ経済学的な意味で景気対策とみなせるものは、定額給付金2兆円以外には見当たらないというような指摘もあるが。

18 1986年以前、不動産開発投資についての統計がなかった。

だけで問題解決できるかは疑問となる。

3. 新型バブルの特徴と行方

中国の繁栄を推進する原動力は高騰する不動産価格であって、経済成長はバブルの典型的な特徴を示していると指摘されている。その原因については、融資の急増にあるが、その大部分は伝統的な銀行融資ではなく、政府の規制を受けないいわゆる「影の銀行システム」によるものと思われることもある¹⁹。しかし、図7に示したように、中国の金融状況を深く分析すると異なる結論が出てくる。

金融問題によるバブル分析については、いわゆる「マーシャルのK」はよく使われる。それは、イギリスの経済学者であるアルフレッド・マーシャル（Alfred Marshall、1842-1924年）によって考案されたもので、GDPに対するマネーサプライの割合を示し、その値が大きいほど、社会に多くのお金が出回っていることを意味する。

計算には、マーシャルのKは、マネーサプライの対名目GDP比として求められる。日本銀行のマネーサプライ統計でM2に譲渡性預金（CD）を加えたものであるが、中国の

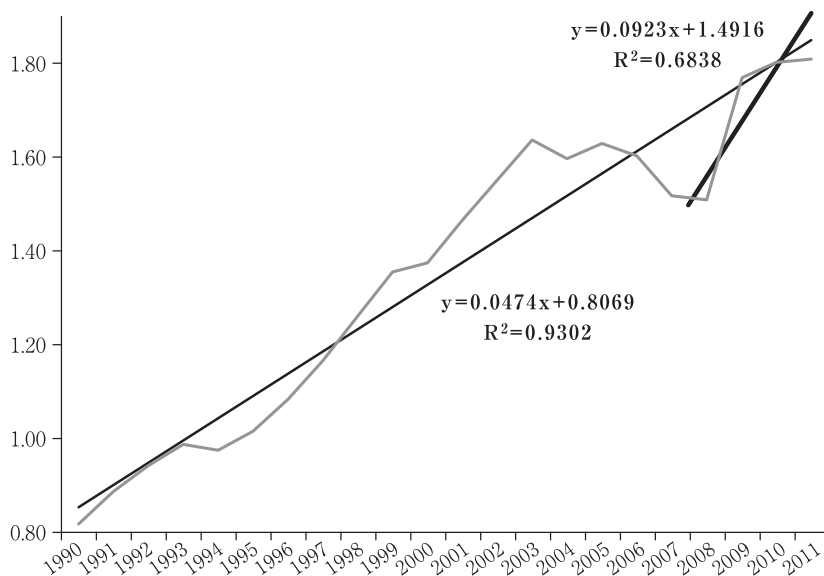


図7 中国におけるマーシャルのKの推移

出典：『中国統計年鑑』各年版より筆者作成。

19 中国における「影の銀行システム」とその影響について、「コラム：中国の影の銀行システム、野放しすると深刻な事態に」（http://jp.reuters.com/article/jp_column/idJJPJAPAN-22996320110902）をご参照。

統計にはCDの項目がないので、通常M2を使う²⁰。

マーシャルのKは、現在の値が長期間のトレンドラインからどれくらい離れているかを見ることで、貨幣供給量の過不足を判断できる。

図7には、1990～2011年の22年間のデータを用いて（トレンドラインが $y=0.0474x+0.8069$ で、 $R^2=0.9302$ ）、中国のマーシャルのKにおける長期趨勢からみると、1997～2007年の間、いわゆる「カネ余り」の状態が続いたといえるが、その後、2009年にしか極小さな「カネ余り」が見えなかった。2008～2011年の4年間のデータを用いて（トレンドラインが $y=0.0923x+1.4916$ で、 $R^2=0.6838$ ）、中国のマーシャルのKを短期的に考察しても、2009年にしか「カネ余り」が存在しないことが分かる。現在、中国のマーシャルのKが上昇して、2010年から1.80台（近年日本におけるマーシャルのKも高くなっており、2009年に1.59、2010年に1.62、2011年に1.76）になっても、貨幣供給量は中国のバブル形成の主要な要因とはいえない。

図7を見ると、中国のマーシャルのKが上昇する勢いは2010年から控えられ、金融政策の効果とコメントできる。

なお、中国にはいわゆる「影の銀行システム」のような民間融資機構が存在して、確かに不動産への過剰投資推進の役割を果たしたが、国の貨幣供給量に対して民間融資額がそんなに多くないので、ある局部に一時煽り立てる効果があるといえるが、全社会に影響を大きく与えないと思う。ただし、不動産価格が急下落したとき、民間融資のほうが穴埋めをするリスクが大きい²¹。

中国のバブルは不動産価格の高騰により形成されたもので、日本や米国のバブルと共通点があるが、日本の場合、バブルの主役は商業用の不動産で、中国や米国のそれが住宅である。不動産バブル発生の経済環境については、日本は低成長（潜在成長率3～4%）、米国成熟経済（潜在成長率3～4%）に対して、中国は高度成長（潜在成長率10%）である。などの諸点が指摘されている²²。

しかし、上記の諸点は中国のバブルの特質をまだ解明できていない。次に、中国のバブルをより深く分析しよう。

20 2011年11月15日、中国人民銀行は、10月分の統計データから、「預金を取り扱わない金融機関」の「預金を取り扱う金融機関」における預金と、住宅積立金貸付が広義貨幣流通量（M2）に算入されている。上記2項目はこれまでM2に含まれていなかったため、それまでにM2が低く評価されていたと思われる。

21 後文に分析したように、中国の国有銀行が破産にならないことに対して、民間融資には保証や保険がないため、破綻が可能である。2011年以降、民間融資破産の新聞ニュースが続々と出てきている。

22 小関広洋「中国の不動産市場：日本のバブルとの比較」、PIMCO “ASIAN PERSPECTIVES” 2009年12月。

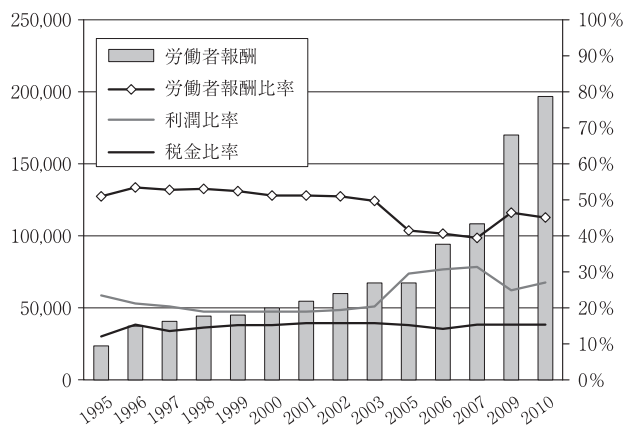


図8 中国の分配国民所得の構成の推移

出典：『中国統計年鑑』各年版より筆者作成。

従来のバブルは一般的には实体经济から乖離した資産価格の大幅な高騰によるものであって、通常は消費にはほぼ影響を与えない。例えば、図4に見るとおり、日本のバブル時代には、最終消費率も民間消費率もほとんど変わっていなかった。

現在、中国で形成された経済バブルは、消費を大幅に圧迫することを特徴とする。中国は発展途中国として、資本に比べて労働が相対的に豊富であったので、分配に資本への傾斜を進んできた。労働者報酬額がGDP（分配面）に占める比率（労働者報酬率）は1995～2002年には50%前後で横ばいをしてきたが、2003年から低下しており、2007年に40%割れたこともあり、2010年に45.1%となり、賃金の伸び低迷が見られる。また、この期間内には、税金がGDP（分配面）に占める比率はほぼ15%前後の横ばいとなっていたので、労働者報酬率の低下と利潤（営業余剰）の上昇は相殺しているようである（図8を参照のこと²³）。

本稿の第1節にすでに述べた中国の消費低迷と同時に、貯蓄率が上昇しており、資金源としてバブルを支えてきたが、特に所得分配不平等の深刻化により階層分化が進んで、所得格差を拡大して、富は富裕層に集中され、その住宅取得性も旺盛になるので、不動産バブルの進め手となる。そういうことで、ある程度において消費の圧縮を通じてバブルに

23 図8に使われたデータには、2004年と2008年のものが欠けている。その原因については、『中国統計年鑑』に公表された分配国民所得データには、2004年と2008年のものはそれぞれその前年度のものに重複したのであったから。また、2004年より、分配国民所得について中国の統計規定が改正した。特に、従来労働者報酬額として計上された自営業経営者の収入を新たに「営業余剰」項目に変更し、農業については、労働者報酬と営業余剰の区分を撤廃し、すべて労働者報酬にした。この改正を反映するためのデータ調整研究は、次の論文がある。白重恩、銭震傑「国民所得の要素分配：統計データの背後の物語」『経済研究』2009年3月号。

なるための資金を集めたといえる。歴史的に見れば、中国の民間消費率が低かったため、55%と考えると、資本収益（Capital Gains）を当てにして不動産などへの過大な投資は少なくともGDPの20%と推測できる。

バブル崩壊の引き金として、株や土地などの資産価値下落はもちろん、不良債権、大手銀行の破綻などが挙げられる。

しかし、中国では株市場は不十分でその変化の景気への影響力がまだ弱いから株の価値下落はバブル崩壊の引き金とならないといえる。不動産価値の急低下が発生しても、それはいわゆるホットマネーを用いて過大な投資をした企業や投機家の損失で、不動産以外の分野への波及が大きくないと推測できる。

問題は、株や不動産などの価値急低下によって、中国で不良債権問題、そして大手銀行の破綻をもたらすかということである。

実際に、中国のバブルは、主に政府の投資により起こされたもので、特に日本や米国と違う点にも特徴がある。それは、「謎の循環」といわれるように、中国の土地投資では、中国の国有銀行の主要な貸出対象となる国有企業は大部分の土地を購入して（地価を上げる主役は中央政府に所属する国有企業である）、土地譲渡収入はすべて地方財政に入り、資金流は外部にはほぼ逸出せず主に政府系のものに把握され、政府のコントロールできる範囲内にサイクルしているようである（図9を参照のこと）。本稿の第2節にすでに述べた土地財政問題はこのようなメカニズムの表となるといえる。

以上分析したように、中国のバブルは、消費を大幅に圧迫する下で、政府により起こされたものとしての特徴があり、新型バブルといえる。

このような中国の新型バブルは崩壊せず軟着陸する可能性が強そうである。その理由と

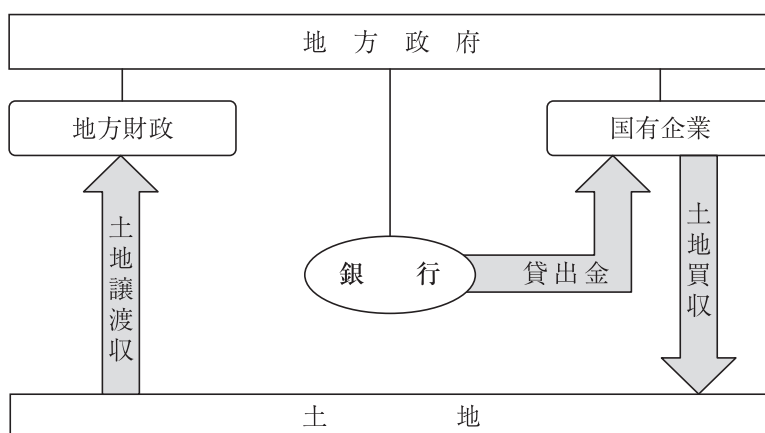


図9 バブル崩壊への迷い：謎の循環

出典：筆者作成。

しては、まず、中国は2011年末に世界一の外貨準備高（32,027.9億ドル）²⁴ および強い財政規模²⁵ を持っているため、不良債権が多くなっていても、中国の国有銀行は破産になるリスクが薄いことにある。そして、中国においては、本稿の第1節にすでに述べたように、低い消費率と、大きな地域間経済格差の存在は、大きな市場潜在力があることを意味して、特に広大な農村部市場は軟着陸の空間となるだろうと思われる。

むすびにかえて

本稿を通じて明らかになったのはおよそ以下の諸点である。

現在中国で形成された経済バブルは、消費圧縮による投資の膨脹を特徴とする新型バブルとなる。なぜかという点、発展途中国として、中国では資本が労働より希少であるので、分配に優位性を持ってきた。よって、貸金率伸びが低迷して、消費率が低くなりつつあり、高い資本収益率を通じて、GDPの20%以上の資金を投資者の手に集めたからである。これに金融緩和政策による貨幣過剰供給や「影の銀行システム」の投機活動などを加えて、中国のバブルがさらに膨れてきた。

もちろん、不動産バブルによる景気はいわゆる「石像経済」²⁶ であり、ポンジー・スキーム（Ponzi scheme）²⁷ に類似して、ながく継続できるはずがない。それが破綻すると、通常不良債権問題をはじめ、大手銀行の破産、そして破産銀行をメインバンクとした企業も倒産の危機に瀕することになる。ただし、中国において主要な銀行は国有であるし、現在の中国はGDP総額の40%に相当する外貨準備高と、GDP総額の30%に相当する財政規模を持っている。中国の土地投資については、大部分の土地を購入したのは国有企業であり、大部分の土地購入資金は国有銀行から貸出されたもので、それによる土地譲渡収入は

24 世界二位の日本は12,581.7億ドルであった。

25 2011年には、中国は103,740億元の歳入額、また34,796億元の政府基金額を実現した。

26 「石像経済」はいわゆるイースター島の物語（Story of Easter Island）による言葉である。この島は、昔は森に囲まれた豊かな島であった。文明の発達につれて、祖先の記念などのため、大きな石像を彫刻した。石像を運ぶため森を伐採し切れた。最後に、石像にはほかの用途もないし、森の木がなくなってしまったので、貧しくなったという。近年、「石像経済」は、中国では不動産バブルの例えとして皮肉的に使われている。

27 ポンジー・スキームとは、異常に高いリターンを謳って出資者から資金を集め、その資金を使ってその後が続く投資家に利益を配分する、といった資金操作を繰り返す詐欺の一形態であり、出資を煽って新規の投資家を無限に呼び込まなければ、必ずどこかで破綻する。「ポンジー」の名称は、1903年にイタリアから米国に移民してきたチャールズ・ポンジーに由来する。ポンジーは国際返信用切手を使った取引会社を設立、高配当を謳って数多くの出資者を募り巨額の富を手に入れたが、やがて破綻して当局により逮捕された。引用・参考サイト：http://www.hf-klug.jp/hfglossary/line_ha/ho/003744.html。

すべて地方財政の収入になるので、ほとんどの資金流れは事実上政府の圏内にまわっているといえる。したがって、不良債権が多くなってしても、国有銀行破産の可能性が薄いだらう。

さらには、経済格差が大きく消費率が低い中国には市場潜在力があり、内需の拡大が期待でき、輸出志向型経済政策をとって貿易依存度が高いが、2011年にも貿易も好調に見えるので、不動産価格が急下落しても、中国经济全体に大きなショックにならないと考えられる。よって、中国经济が軟着陸になるだろう。

しかし、軟着陸の代価としては、インフレーションと経済減速が避けられないと思われる。バブルによる不動産価格の急騰はとうてい人件費を含めるコストに反映して、物価上昇として具現する²⁸。巨大なバブルはすぐ消化できるものではないので、2～3年程度のイン

付表 中国经济の基本データ（1990～2011年、単位：億元、%）

	名目GDP	実質成長率%	国家歳入	予算外収入	社会保障収入
1990	18,718.3	3.8%	2,937.1	2,708.64	186.79
1991	21,826.2	9.2%	3,149.5	3,243.30	225.00
1992	26,937.3	14.2%	3,483.4	3,854.92	377.40
1993	35,260.0	14.0%	4,349.0	1,432.54	526.10
1994	48,108.5	13.1%	5,218.1	1,862.53	742.00
1995	59,810.5	10.9%	6,242.2	2,406.50	1,006.03
1996	70,142.5	10.0%	7,408.0	3,893.34	1,252.40
1997	78,060.9	9.3%	8,651.1	2,826.00	1,458.20
1998	83,024.3	7.8%	9,876.0	3,082.29	1,623.10
1999	88,479.2	7.6%	11,444.1	3,385.17	2,211.80
2000	98,000.5	8.4%	13,395.2	3,826.43	2,644.50
2001	108,068.2	8.3%	16,386.0	4,300.00	3,101.90
2002	119,095.7	9.1%	18,903.6	4,479.00	4,048.66
2003	135,174.0	10.0%	21,715.3	4,566.80	4,882.90
2004	159,586.8	10.1%	26,396.5	4,699.18	5,780.30
2005	183,618.5	11.3%	31,649.3	5,544.16	6,975.20
2006	215,883.9	12.7%	38,760.2	6,407.88	8,643.17
2007	266,411.0	14.2%	51,321.8	6,820.32	10,812.30
2008	315,274.7	9.6%	61,316.9	6,617.25	13,696.00
2009	341,401.5	9.2%	68,476.9	6,414.65	16,116.00
2010	403,260.0	10.4%	83,101.5		18,823.00
2011	471,564.0	9.2%	103,740.0		

28 中国の物価上昇は2010年の第4四半期から始まった。中国国家统计局が公表した2011年の中国国民経済・社会発展の統計公報によると、2011年消費者物価指数（CPI）が5.4%であるが、そのうち、食料価格は11.8%、固定資産投資価格は6.6%、工業品出荷価格（企業物価）は6.0%、工業品入荷価格は9.1%、農産品生産価格は16.5%上昇しているという。

フレクションが続くだろう。物価上昇について、中国製品の国際競争力が弱体化され、輸出への影響が必至である。また、輸出の減速がもたらした労働力集約型産業の発展への影響などの連鎖効果も現実的であり、金融緩和の終了につれて、不動産バブルにはほかかわっていなかった中小企業も資金難に陥り倒産が続出するようになるだろう。

ともあれ、中国経済が軟着陸できる可能性が強いが、インフレションが不可避で、すでに現れた景気減速が長期化するだろうと展望しておきたい。

なお、本稿では、関連のある要因として中国の住宅改革制度、所得分配不平等の深刻化と格差の拡大、貯蓄率上昇の影響などにもすこしふれているが、十分に展開していなかった。これらの問題を今後の研究課題として平成 24 年度の研究調査を中心に次稿に述べたい。

参考文献

- 岡田剛志「中国経済はバブルなのか？バブルへ向かっているのか？」『外為どっとコム総研』2010年1月8日（第1号）。
- 小関広洋「中国の不動産市場：日本のバブルとの比較」、PIMCO “ASIAN PERSPECTIVES” 2009年12月。
- 温家宝『政府活動報告（2011年度）』http://news.xinhuanet.com/politics/2012lh/2012-03/15/c_111660147.htm
- 北野ちぐさ「中国のバブル崩壊は本当か」『アイザワ週報』第2137号、2010年11月29日。
- 胡洪曙「財産税新設による地方財源の不足額測定に関する研究」『財貿経済』、2011年10月号。
- 徐一睿「中国の不動産バブルと土地財政」『東亜』2011年5月号。
- 関辰一「中国の不動産バブル崩壊リスクは極めて小さい」『環太平洋ビジネス情報 RIM』2012 Vol.12 No.45、http://www.gaitamesk.com/report/pdf/member/100108_sk_okada.pdf。
- 高田 創「中国のバブル崩壊論は狼少年？」『リサーチ TODAY』2012年2月3日。
- 中国国家统计局『新中国60年統計資料彙編』中国統計出版社、2010年。
- 中国国家统计局『中華人民共和国2011年国民経済・社会発展の統計公報』http://www.stats.gov.cn/tjgb/ndtjgb/qgndtjgb/t20120222_402786440.htm
- 中国財政部『2011年中央・地方予算の執行状況と2012年中央・地方予算草案に関する報告』http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201203/t20120316_635884.html
- 張清勇「縦の財政競争、交渉と中央—地方の土地収入配分：20世紀80年代以来の土地収入に関する考察」(Vertical Fiscal Competition, Bargaining and the Land Revenue Sharing Relationship between Central and Local Governments in China: Survey on the History of Land Revenue Since the 1980s)、『制度経済学研究』(Research of Institutional Economics)、2008年第4月号。
- 白重恩、銭震傑「国民所得の要素分配：統計データの背後の物語」『経済研究』2009年3月号。
- 樋浩一、篠原哲「日米バブルの比較—バブルとサブプライム—」『ニッセイ基礎研究所・経済調査レポート』No.2008-02、2008年5月。
- みずほ総合研究所「中国の不動産バブル懸念について」『みずほアジア・オセアニアインサイト〜フ

『北東アジア研究』第24号（2013年3月）

『ファンダメンタルズからの論点整理～』2010年8月5日。

楊 聖明、廖 康玉、韋 韻琅「深圳経済特区土地市場考察報告」『中国物価』1989年4月号。

頼 小瓊「経済成長と雇用成長について」『厦門大学学報（哲学社会科学版）』2001年3号、2001年9月。

厲 以寧「都市と農村の一体化に向かい：建国60年間における都市と農村の体制の変革」『北京大学学報』Vol. 46, No. 6、2009年11月。

統計資料

『中国統計年鑑』各年版

『中国統計摘要』各年版

『中国財政年鑑』各年版

(ZHANG Zhongren and CHEN Zhiyong)