

【2004 年の投資過熱と改革・開放前との共通点】

2004.4.28 鈴木貴元 研究員

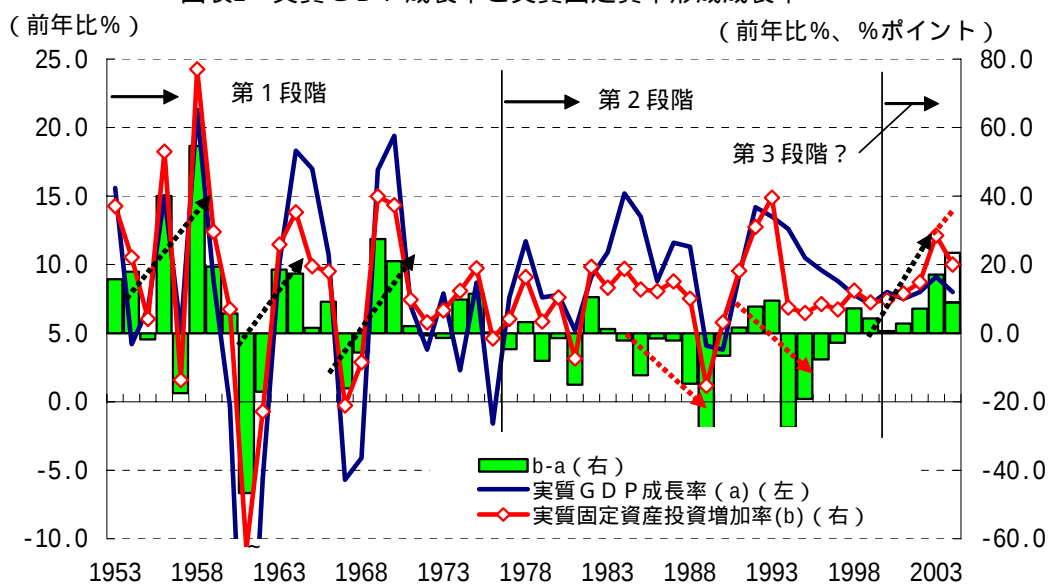
～ 足元の投資過熱は「文革期」に匹敵

春先以降、「投資過熱」が中国経済のリスクとしてクローズアップされている。2004 年 1～3 月期の固定資産投資が前年同期比 43% 増と、鄧小平の「南巡講和」で沸いた 93 年や、毛沢東の「文化大革命」に熱狂した 60 年代末から 70 年代初期に並ぶ高い伸び(図表 1)となっている。今後、速やかに投資ブームが沈静化しなければ、資材の価格高騰と製品の生産過剰がますます進行し、過熱後の調整が深く長いものになってしまうかもしれないという不安が広がっている。

過去の景気循環と比較するとこうした不安が現実味のあるものであることがわかる(図表 2)。53 年以降 10 の景気循環が認められるが、これらは改革・開放(78 年)の前と後、そして足元 2000 年以降の 3 段階に大きく分けられる。改革・開放前の第 1 段階では、景気拡大期には GDP と投資がかなり高い成長を達成したが、後退期には一転して大幅なマイナス成長に陥っている。また、改革・開放前の平均投資成長率は、GDP 成長率を大きく上回っており、結果として投資効率は低下を続けていた。自力更生・重工業路線の下、「大躍進」期(58 年～62 年、第 2 循環)に、原材料調達元も製品販売先も計画せずに「土法高炉」という古い技術による高炉を各地に建設し、大增産の後に失速したのが典型例である。

次に、改革・開放後の第 2 段階では、景気拡大期の GDP 成長率は 10% 台前半にとどまったが、後退期に大きく落ち込むこともなかった。また、改革・開放後の平均投資成長率は GDP 成長率にほぼ等しく、非効率な投資行動に歯止めがかかっていたとみられる。実際この時期、比較優位を無視した改革・開放前の自力更生・重工業路線から、比較優位を重視した技術導入・軽工業路線に転換したことで、繊維、雑貨、家電分野を中心に「世界の工場」として発展することに成功した。

図表1 実質 GDP 成長率と実質固定資本形成成長率



(注) の2004年の数字は、景気が軟着陸する通常のケース。は、1-3月期実績が年間を通して続く過熱のケース。2004年の棒グラフは網掛けが通常のケース。白抜きは過熱のケース。

(出所) CEIC

図表2 中国の景気循環（GDP成長率と投資の関係）（％、年）

景気循環		期間	GDP成長率					投資成長率 平均	投資-GDP 成長率格差
			最高	最低	最高-最低	拡張期間	平均		
第1段階	1	1953-57	15.6	5.1	10.5	2.0	9.2	18.2	9.0
	2	1958-62	21.3	-27.3	48.6	1.0	-2.0	-6.8	-4.8
	3	1963-68	18.3	-5.7	24.0	3.0	7.3	9.6	2.3
	4	1969-72	19.4	3.8	15.6	1.0	11.6	21.5	9.9
	5	1973-76	8.7	-1.6	10.3	2.0	4.2	8.8	4.6
第2段階	6	1977-81	11.7	5.2	6.5	2.0	8.0	5.1	-2.9
	7	1982-86	15.2	8.8	6.4	4.0	11.5	15.2	3.7
	8	1987-90	11.3	3.8	7.5	2.0	7.6	2.6	-5.0
	9	1991-99	14.2	7.1	7.1	3.0	10.4	14.9	4.5
第3段階？	10（通常）	2000-05？	9.1	7.0	2.1	3.0	7.9	14.7	6.8
	10（過熱）	2000-06？	9.1	6.0	3.1	3.5	7.7	15.1	7.4
平均値									
第1段階	第1-5循環	1953-76	16.7	-5.1	21.8	1.8	6.1	10.3	4.2
第2段階	第6-9循環	1977-99	13.1	6.2	6.9	2.8	9.4	9.5	0.1
第3段階？	第10循環（通常）	2000-	9.1	7.0	2.1	3.0	7.9	14.7	6.8

（注）投資成長率は推定したGDPデフレーターにより実質化した推計値。

（出所）解三明編「中国経済増長潜力と経済周期研究」などよりUFJ総合研究所作成

～ 投資効率の急速な悪化と産業政策の誘導方向が改革・開放前に類似

最後に、足元の景気循環では、消費は過熱しておらず、消費者物価上昇率は3%程度で比較的落ち着いている、外貨準備が豊富にあり、輸入の制約が少なくなっている、政府の財政・金融政策手段が徐々に整備されている、などからGDP成長率の過熱感は小さい。しかし、投資が過熱に向かう中、平均の投資成長率とGDP成長率の差が、改革・開放後の「南巡講話」のピークを超え、改革・開放前の「中国建国」（第1循環）や「文化大革命」（第3循環後半～第4循環）に近づきつつあり、投資効率が急速に悪化方向に向かっていることが示唆される。

また、中央政府の産業政策が、高度成長に自信を強める中で、改革・開放前の誘導方向と良く似ていることが注目される。鉄鋼や自動車、工作機械重視の重工業路線への転換が起きている。地方では、不動産需要のみを頼りに小規模高炉建設が盛んになっており、「大躍進」に似てきたと懸念されている。また、自動車需要を当て込んだ「汽車城」（自動車工業団地）開発ブームが起きている。中西部への投資を重視している。改革・開放前、軍需関連産業を避難させるために中西部で「三線建設」と呼ばれる工業基地開発が行われたが、現在は、東部との格差縮小のために「西部大開発」が行われている。

現在の「投資過熱」の主因は、直接投資の拡大を契機に高度成長への自信が強まる中、地場企業や中西部の地方政府が実力不相応な投資を始めたことにあるとすれば、中央政府の財政・金融政策による沈静化は難しい可能性が高い。地方政府にとっては、中央政府に従うよりも開発目標を達成する方が、優先順位が高いからである。

この場合、中央政府は一段と引き締めを強化するものの、効果が計画通りにあがらなければ、来年の政策方針を作成し始める今年の夏場までに、行政指導による一斉引き締め動く可能性が高い。他方、直接投資については、経済構造改革と景気のソフトランディングに必要なとの位置づけから、奨励姿勢が続こう。

引き締めの効果が夏場までにみえてくれば、2004年のGDP成長率は8%台前半、2005年7%前後となり、2006年には回復に向かうとみられる。しかし、引き締めの効果が上がらず、一斉引き締めをやらざるを得ない場合は、2004年9%前後の高成長の後、2005年には6%前後まで減退しよう。2006年には景気は回復に向かうが財政政策に依存したものとなると考えられる。