

中国経済と過剰投資問題

—不動産から新興産業へ—

2024年8月29日 アジア太平洋研究所フォーラム

梶谷懐（神戸大学大学院経済学研究科）

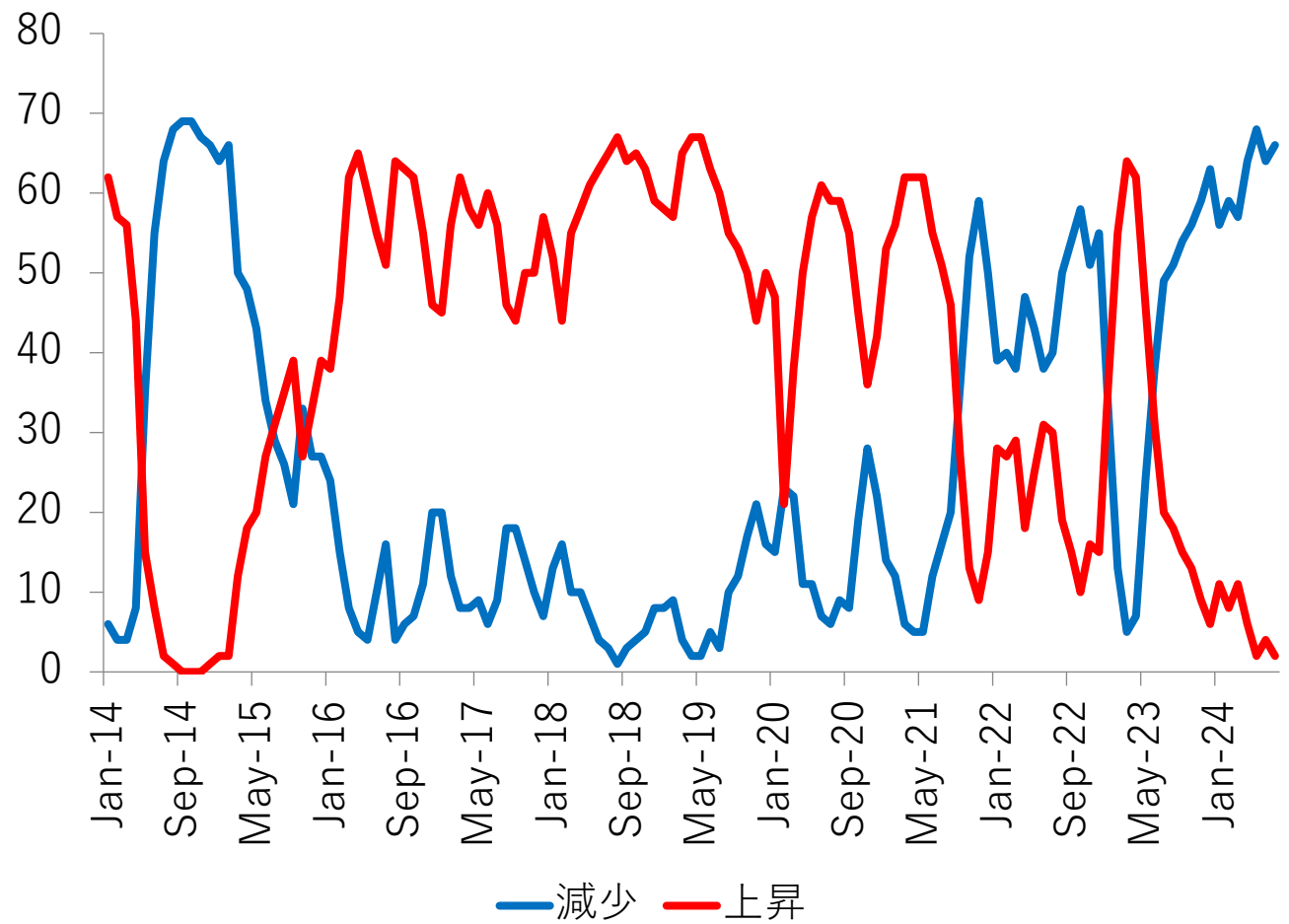
kajitani@econ.kobe-u.ac.jp

1. 不動産市場の低迷とその背景

2020年以降の不動産市場の動向

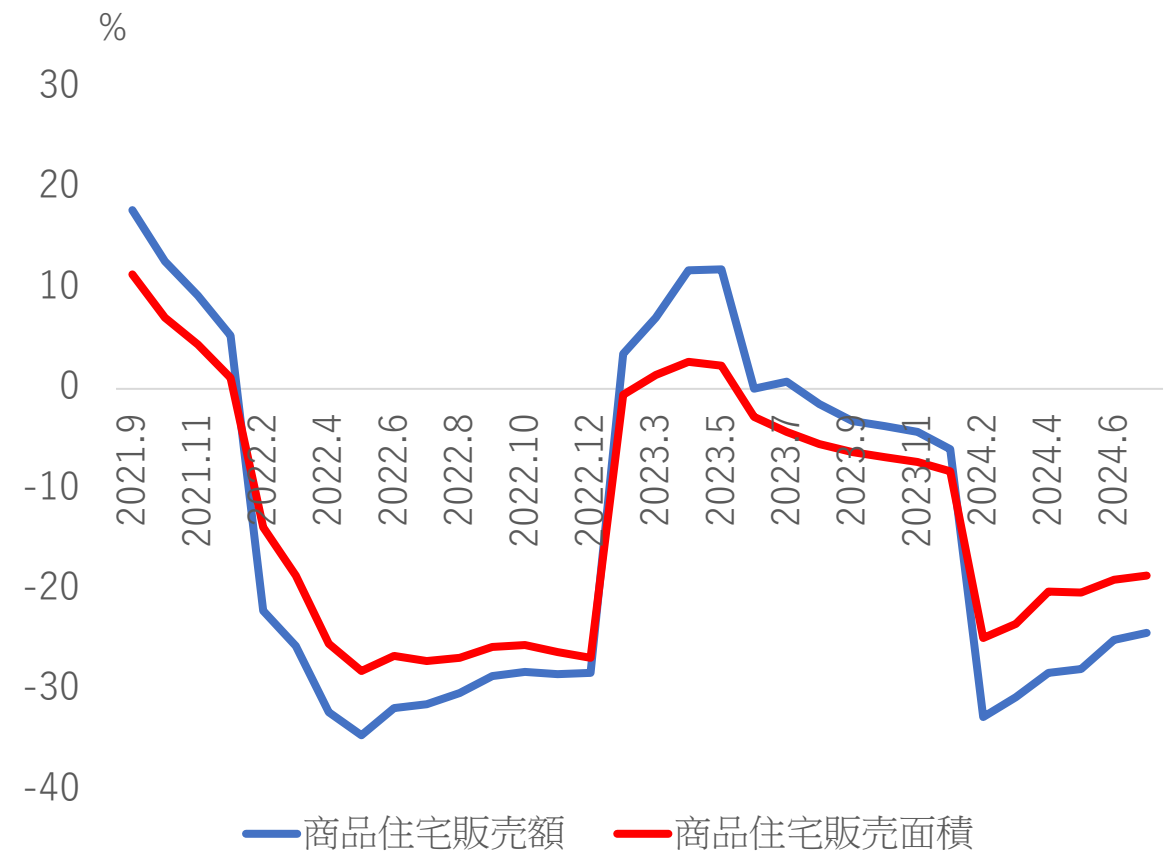
- 2020年夏まで： 不動産市場に多額の資金流入、住宅価格高騰
- 2020年8月：「3つのレッドライン」（①前受け金などを除く資産負債比率が70%以下、②自己資本に対する純負債比率が100%以下、③短期負債を上回る現金保有の3条件）
- 21年7月： 恒大集団のデフォルト懸念、株価・社債暴落、取り付け騒ぎへ（12月に部分デフォルト）
- 21年9月：70都市の平均新築マンション価格が値下がり
- 21年12月：中央政治局会議で不動産規制修正の方針
- 22年4～6月： 上海ロックダウン
- 22年夏： 住宅購入者のローン支払い拒否問題顕在化
⇒「保交楼、保民生」
- 22年11月11日：中国人民銀行と銀行保険業監督管理委員会「足元の不動産市場の安定健全発展に対する金融支援の実施に関する通知」（金融16条）
- 2023年8月:不動産大手、碧桂園の経営不安が問題視

不動産価格変動の状況（全国70都市、対前月比）



出所： CEIC Data (<http://www.ceicdata.com/ja>)

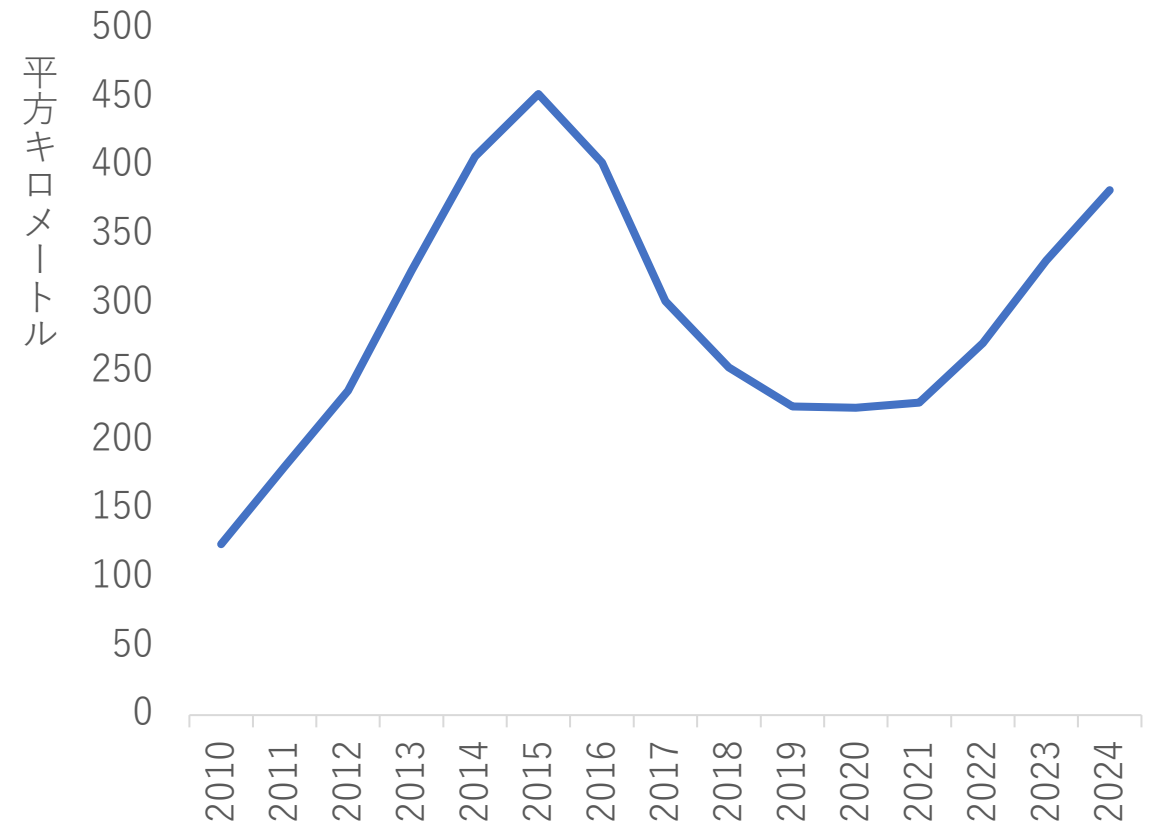
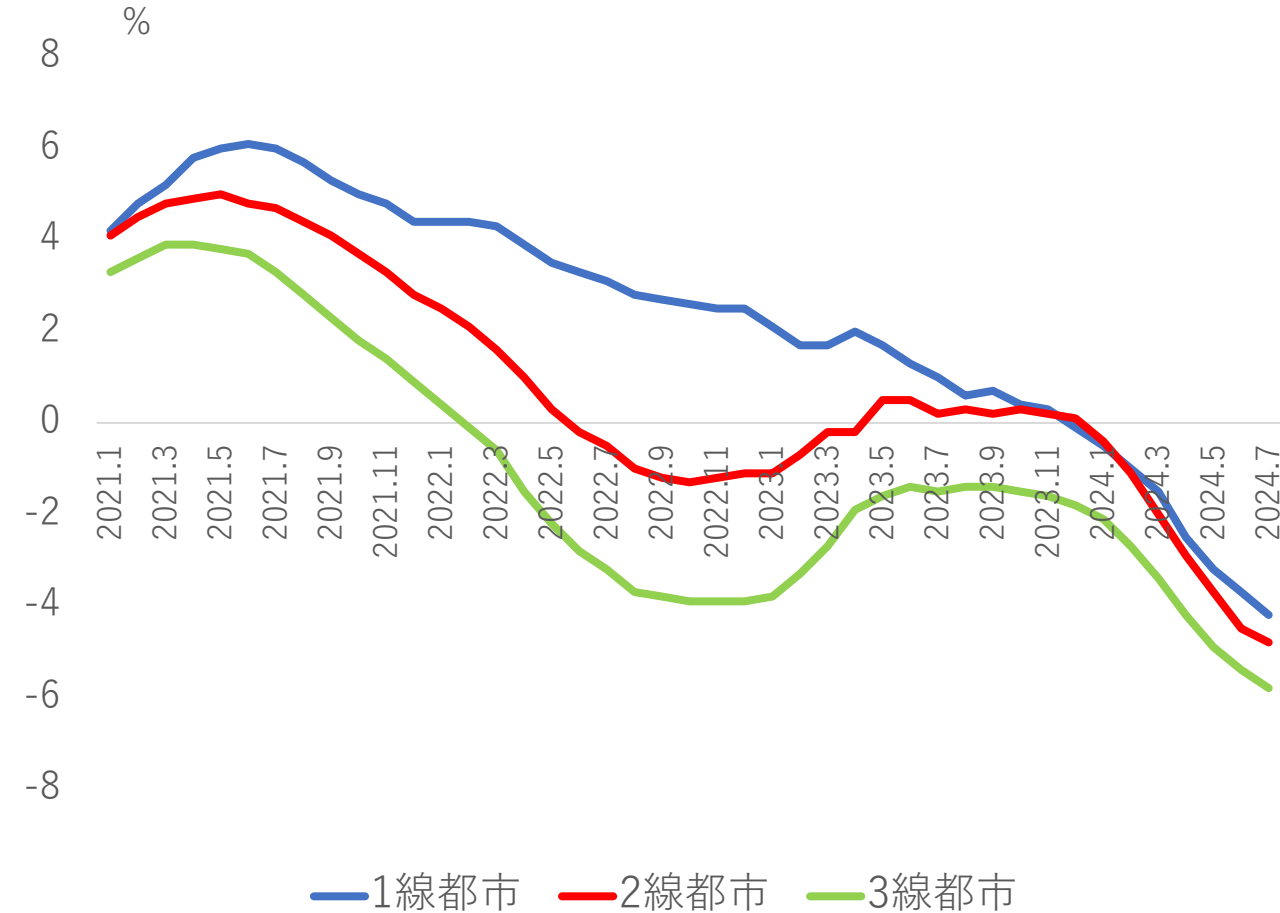
住宅市場の動向（年初からの累計額、対前年比、%）



出所： 国家統計局ウェブサイト
<http://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=A01>

深刻な3線都市の価格下落

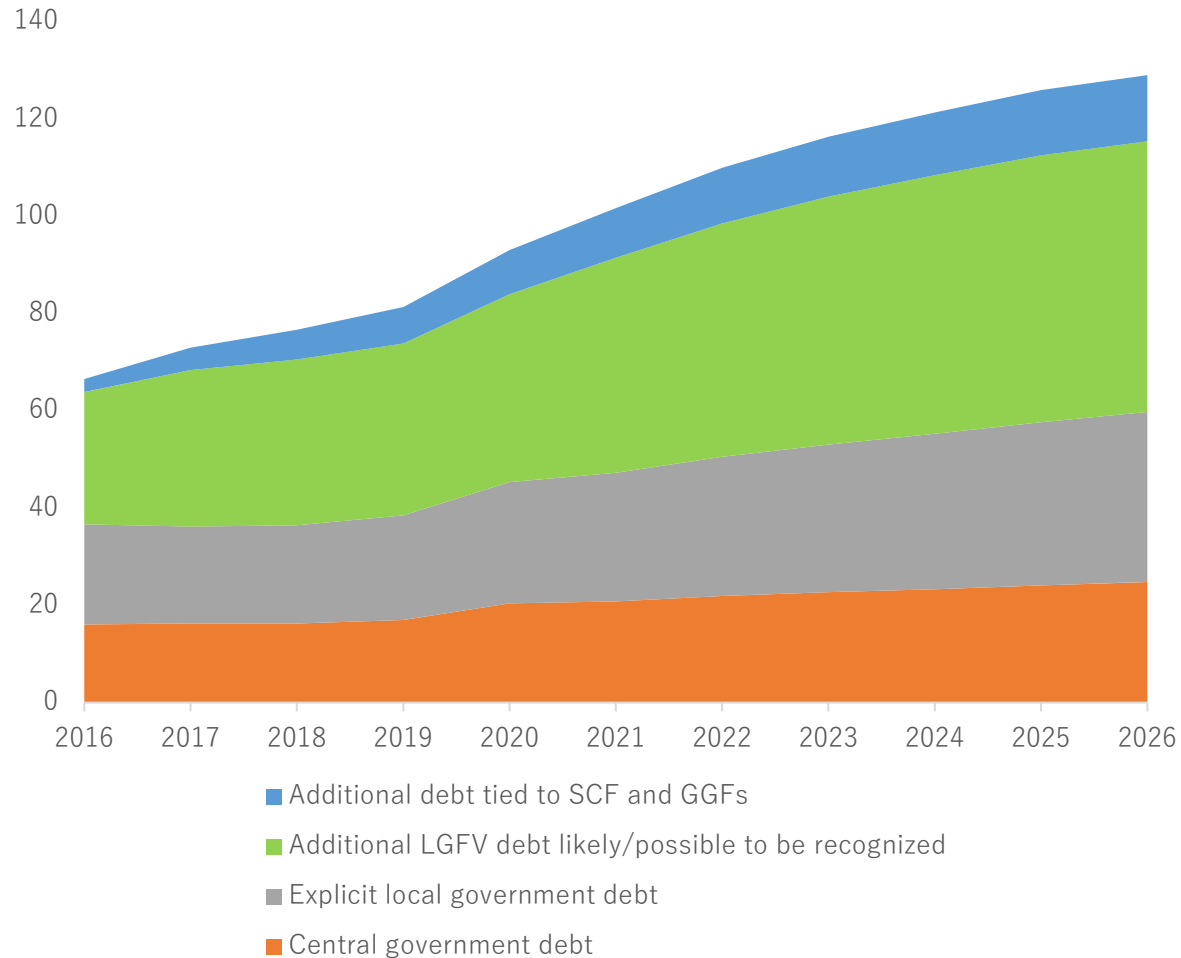
新築住宅在庫面積の推移



数値は各年末の値。ただし2024年のみ、7月末の値。

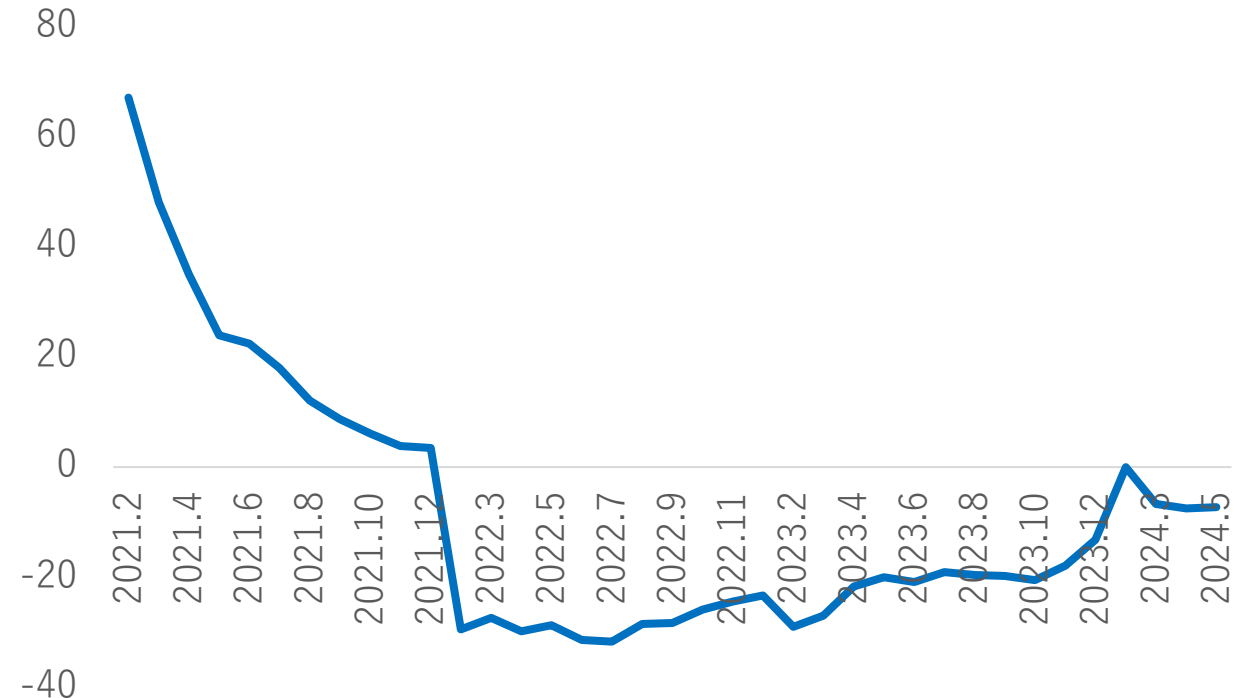
出所： 国家統計局ウェブサイト (<http://www.stats.gov.cn/>)

広義の政府債務の動向（IMF推計、予測値含む）



出所：IMF（2022）

国有地使用权譲渡収入対前年伸び率（%）



出所： 財政部ウェブサイト「財政収支状況」
 (<http://www.mof.gov.cn/index.htm>)

不十分な政府の不動産市場対策

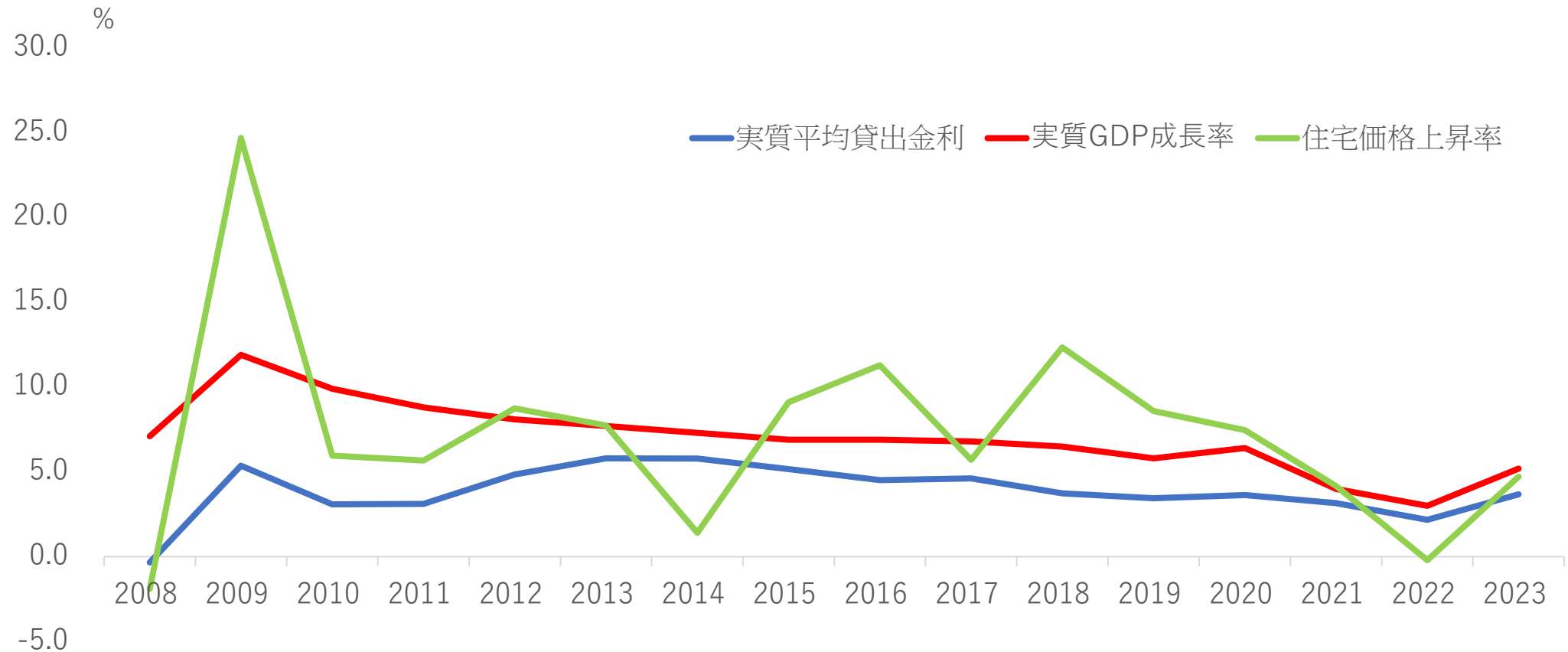
- 2023年2月： 主要70都市の新築マンション価格は平均で前月比0.3%上昇（1年半ぶり）、55都市が前月比価格上昇
⇒6月以降になると下落の都市が再び多数に
- 2023年6月、期間1年・5年のLPRを0.1%利下げ、8月に1年のLRPを0.1%下げ
- 2024年2月、5年のLPRのみ0.25%利下げ、7月にも1年・5年を0.1%下げ
⇒価格回復せず・・・元安懸念と**国有銀行の利鞘確保**が足かせに
- 2024年3月、政府活動報告：重要任務として**①現代化産業体系の構築**、**②科学技術教育興国戦略の実施**を強調
- 24年5月17日：住宅在庫を地方政府が買い取り、公営住宅にする方針を発表、住宅ローン金利の下限を撤廃
⇒IMFから効果に疑問符、GDPの5.5%程度の財政支出を提言

低金利の経済とバブル

(櫻川昌哉『バブルの経済理論』)

- 成長率が金利を上回る状態が持続するとき、定常状態の経済でもGDP成長率を上回らない程度の資産バブルが長期間持続することを指摘
 - ⇒ 定常状態の下で持続するバブルこそ「合理的バブル」
- 成長率が金利を上回る「低金利の経済」のもとでは、バブルは次々と対象を変えながら流転していく
 - ⇒ 1980年代における不動産と株式のバブルが終焉した後の日本経済では、国債がバブルの対象となっており、そのことが日本の巨額の財政赤字を支えている

金利、成長率、住宅価格の推移



出所： CEIC Data、国家統計局ウェブサイト

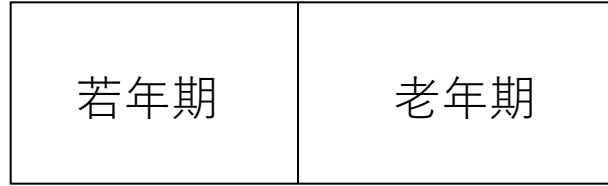
住宅上昇率は、全国平均の新築販売価格の対前年比として求めた。

動学的非効率性と「合理的バブル」の理論

- 分権的な経済において投資が過剰状態にあるとき（実質成長率が資本収益率を上回るとき）、異時点間の資源配分に関して、市場取引を通じてはパレート最適な配分が実現されない状態をさす。
- 政府による強制的な主体間の資源再配分、あるいは「合理的バブル」の発生により、全ての経済主体の厚生を向上させる余地がある

⇒ 「世代重複モデル」による説明

世代重複モデルⅠ： 1期あたり10%の金利で資産を運用するケース
(経済は每期20%ずつ成長と仮定)



収入・100万円
貯蓄・50万円

消費・50万円+
5万円

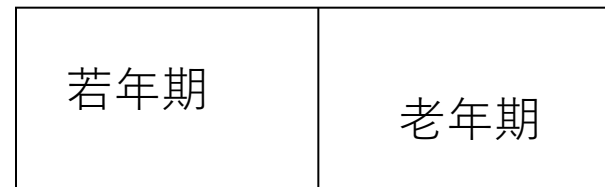
第Ⅰ世代



収入・120万円
貯蓄・60万円

消費・60万円+
6万円

第Ⅱ世代



第Ⅲ世代

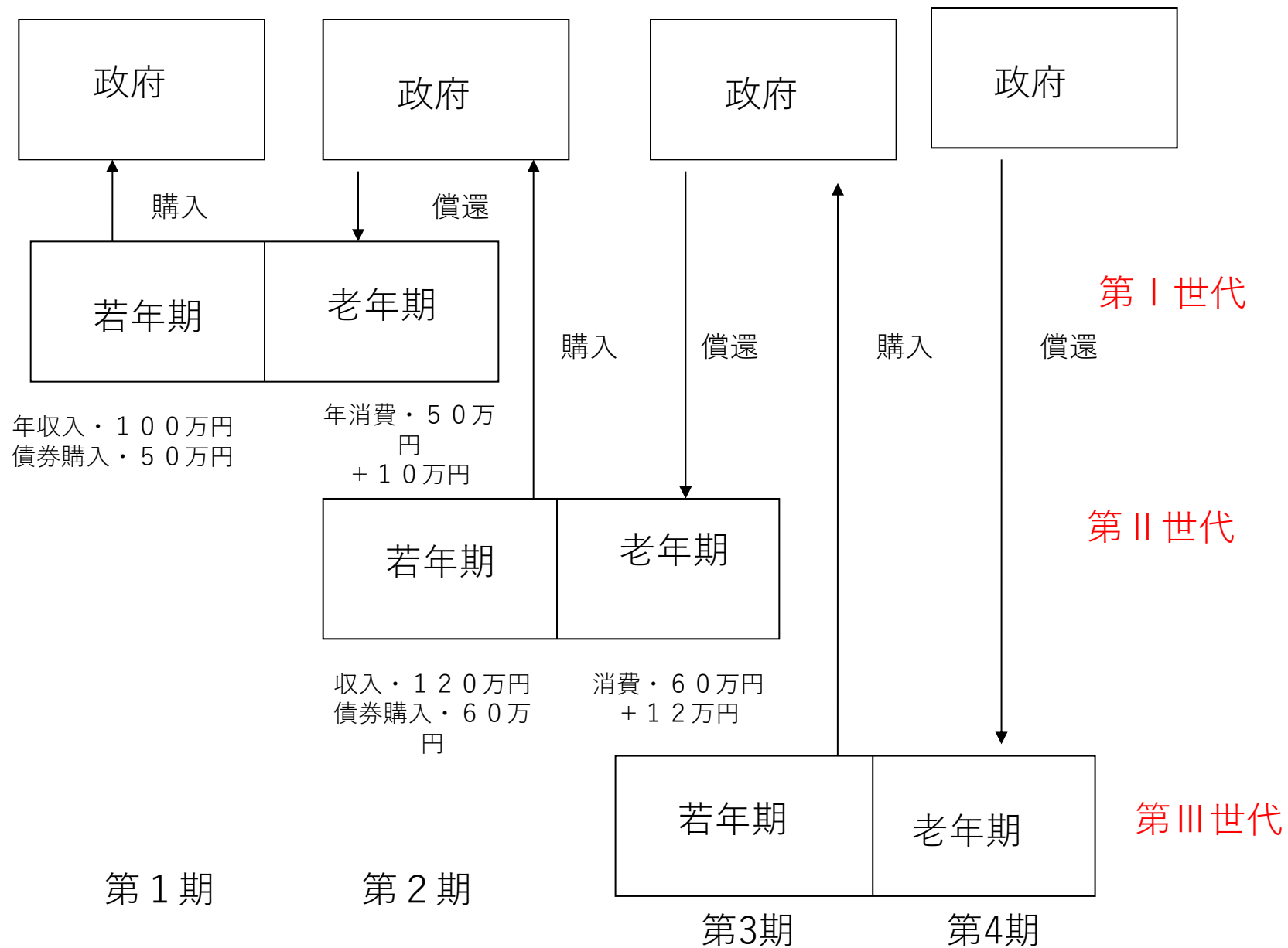
第1期

第2期

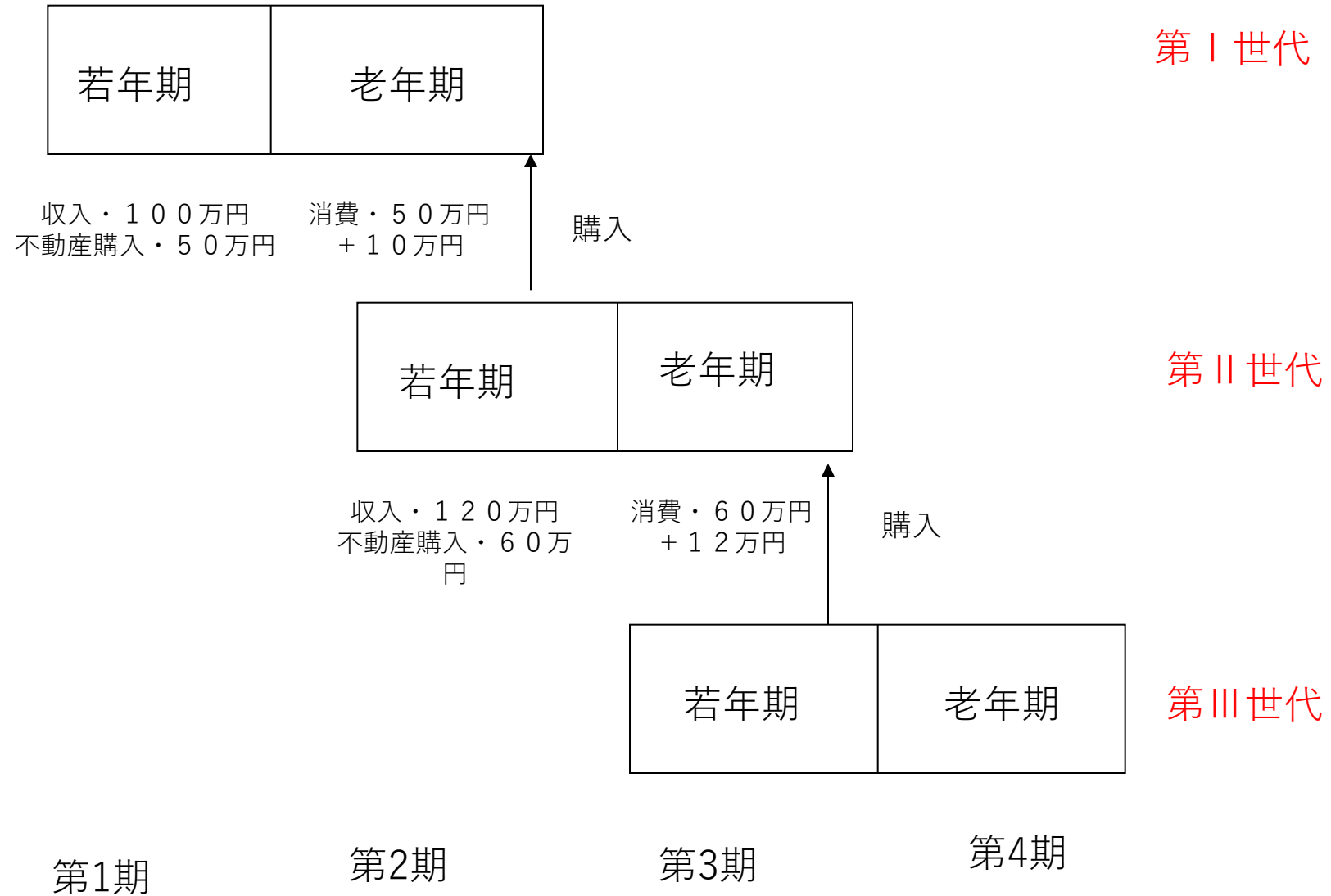
第3期

第4期

モデルII：政府が経済成長率（20%）に等しい金利の国債を発行するケース



モデルⅢ： 貯蓄・国債購入の代わりに不動産投資を行うケース



マンション実需動機と「老後の安心」

- 中国においてマンション購入がしばしば「安心した老後を過ごすため」という動機から行われる
 - 都市に住む比較的裕福な家庭では、自分の息子が結婚して住むための二件目のマンションを購入するケースが多いが、その背景には老後の生活のサポートを息子夫婦に期待する、という強い動機が存在する
 - Wei=Zhang=Liu (2017) : 住宅資産が結婚市場における選別のための重要な変数=地位財であるとするれば、結婚相手をめぐり競争の激しさが、より高価な家・アパートを追求する動機となる
- ⇒ 地域ごとの男性比率と住宅価格上昇率に正の関係

2. 不動産から産業政策へ

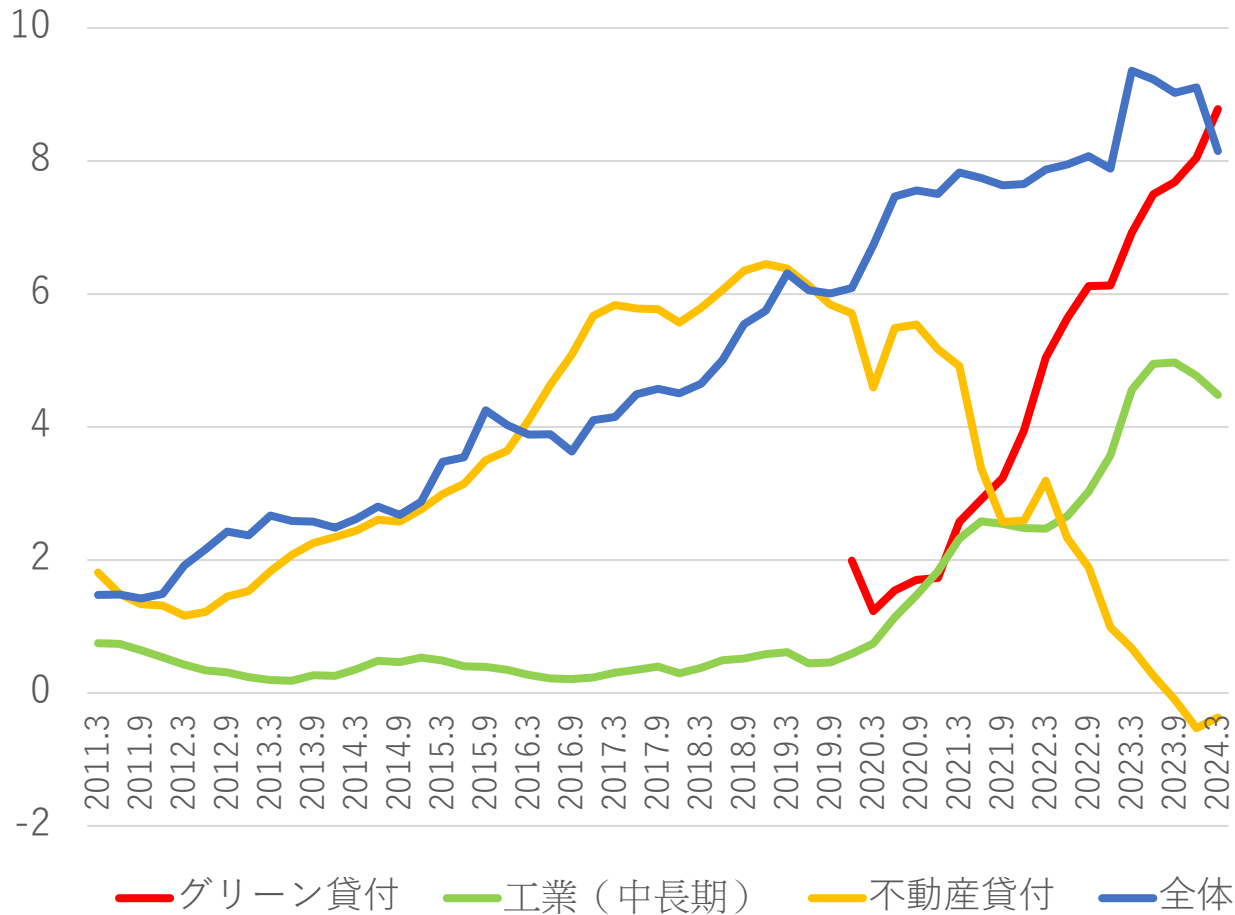
過剰投資のゆくえ

「新三様」と過剰生産能力（王=于、2024）

- 2024年第一四半期の中国の輸出自動車数は132.4万台に達し、対前年比で33.2%増加、そのうちの30.7万台が**新エネルギー車**
- 中国の自動車メーカー全体の稼働率は2017年には62%であったものが2023年には48%にまで低下
 - ⇒稼働率が60%を超えているのは20社に過ぎず、36社については30%を切っている
- **太陽光パネル**と**リチウムイオン電池**の輸出は数量ベースでそれぞれ36.6%、69.4%増加
- リチウムイオン電池についても生産設備の稼働率は50%前後、太陽光パネルに至っては全世界の需要の2.5倍の供給能力を有する

国内需要と「生産能力過剰」批判

新規金融機関融資の動向（兆円）



- 2024年5月イエレン財務長官訪中：中国のEVや太陽光パネルなど新エネルギー産業の分野をはじめとした製造業の過剰生産能力には強い懸念を表明
- 最近の製造業部門におけるアグレッシブな設備投資
⇒不動産価格の低迷を埋めるものとして政策的に誘導されてきた（図）

出所：財新数拠通、CEIC

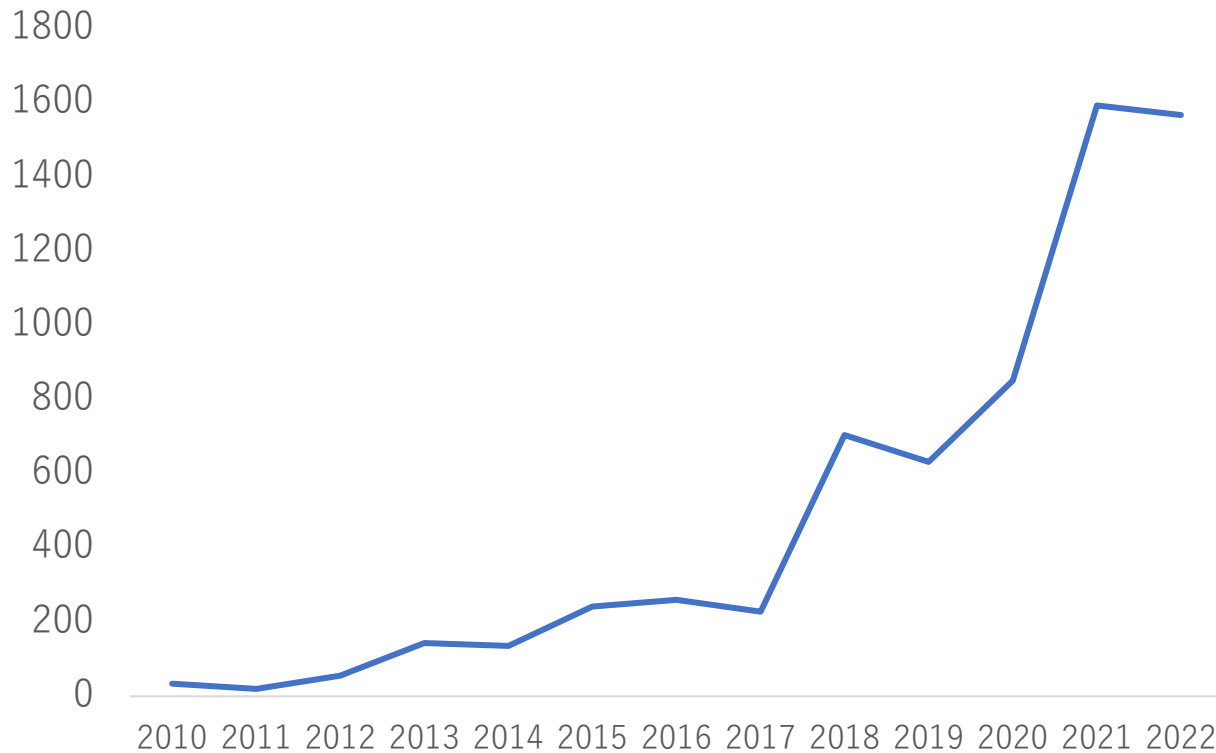
注1：「グリーン投資」と工業投資の間には重複が存在している。

新エネルギー車（NEV）の普及政策

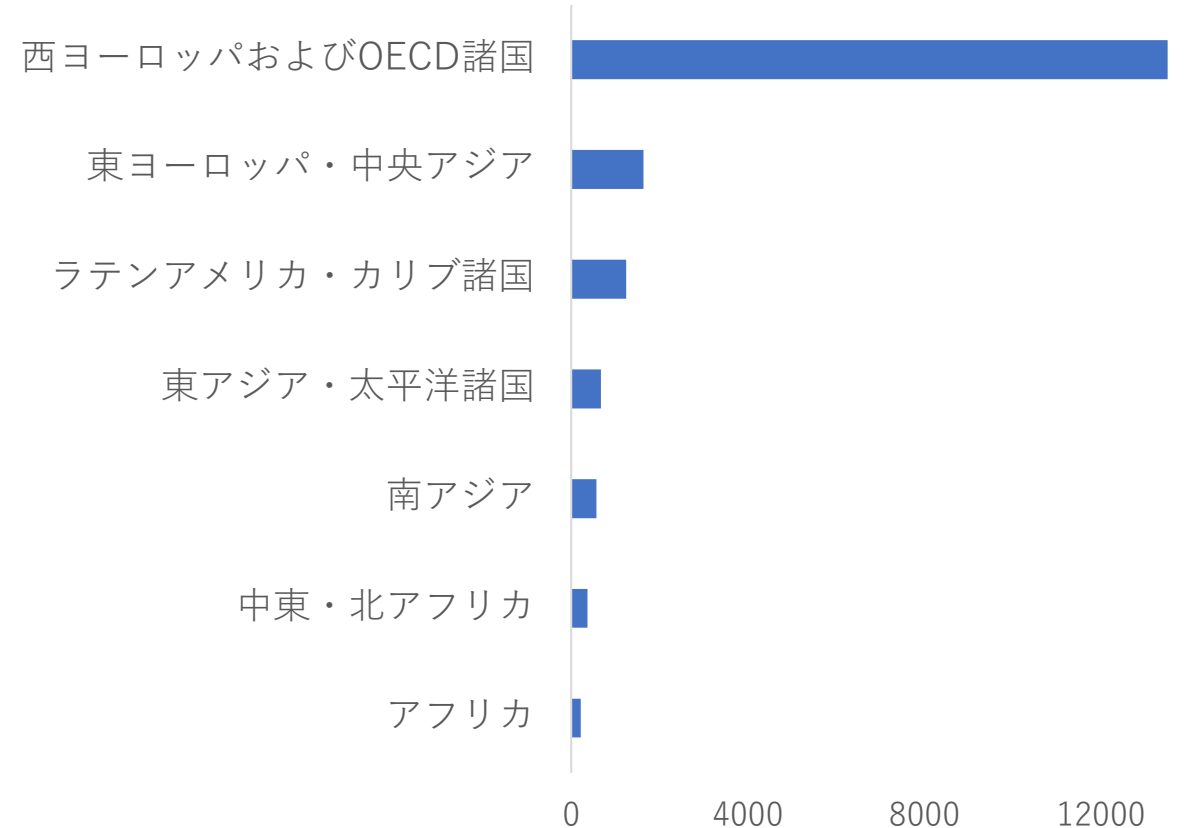
- 2014年：習近平国家主席「NEVシフトこそ中国自動車強国への唯一の道」・・・NEVの本格的な普及に向けた政策の実施
 1. NEV購入補助金政策（2013～2022）
 2. メーカーに対する平均燃料消費（CAFC）規制とNEV規制という「ダブルクレジット政策」
 3. 地場の部品メーカー（特に車載電池）の育成を目的とする産業保護政策・・・CATL（寧徳時代新能源科技）
- 2020年10月「省エネ・新エネルギー車（NEV）技術ロードマップ」：2035年をメドに、新車販売の全てのクルマを環境対応車に
- 同年11月「NEV産業発展計画（2021～2035）」：今後15年間でEVを新車販売の主流とし、公共車両全てをEVとする

復活した産業政策(Juhász=Lane=Rodrik,2023)

産業政策の総数の推移



地域別の産業政策件数



出典：Juhász R, Lane N, Oehlsen E, Pérez VC. 2022. The Who, What, When, and How of Industrial Policy: A Text-Based Approach
注：産業政策の総数は、一般に公開されている政策目録（Global Trade Alertデータベース、GTA）について自然言語処理を用いて「産業政策」と分類されたものを用いている。

表1 主要国における各種補助金の対GDP比（2019年）

	ブラジル	中国	フランス	ドイツ	日本	韓国	台湾	米国
直接補助金	0.07%	0.38%	0.01%	0.05%	0.10%	0.05%	0.00%	0.01%
R&D税控除	0.05%	0.07%	0.28%	0.00%	0.10%	0.12%	0.20%	0.12%
R&D補助金	0.01%	0.07%	0.19%	0.10%	0.07%	0.18%	0.02%	0.15%
その他税優遇	0.13%	0.38%	0.02%	0.12%	0.00%	0.16%	0.07%	0.11%
低金利貸付	0.07%	0.52%	0.04%	0.13%	0.22%	0.12%	0.01%	0.00%
政府系投資基金	0.00%	0.07%	0.00%	0.00%	0.02%	0.04%	0.10%	0.00%
中国固有の政策	0.00%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

出所：DiPippo, Mazzocco, and Kennedy（2023）

表2 EV生産に関する中国政府の補助金 (単位：10億ドル)

	2009 – 2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	合計
購買補助金	37.8	4.3	3.3	3.5	7.4	9.2	0	65.37
税減免	10.8	7.7	6.4	6.6	16.4	30.3	39.5	117.6
インフラ整備補助	2.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6	0.6	4.5
R&D補助金	2	3.6	3.4	3.5	4.3	3.9	4.3	25
政府調達	7.8	1.6	1.4	2.9	1.7	1.8	0.8	18
合計	60.7	17.4	14.8	16.8	30.1	45.8	45.2	230.8
補助金総額/ 総売り上げ	42.4%	22.7%	23.3%	25.4%	18.3%	15.1%	11.4%	18.8%
1台当たりの補助 金額(ドル)		13860	12311	12294	8538	6656	4588	

Scott Kennedy. 2024. "The Chinese EV Dilemma: Subsidized Yet Striking" *CSIS Blog* June 20, 2024, <https://www.csis.org/blogs/trustee-china-hand/chinese-ev-dilemma-subsidized-yet-striking>

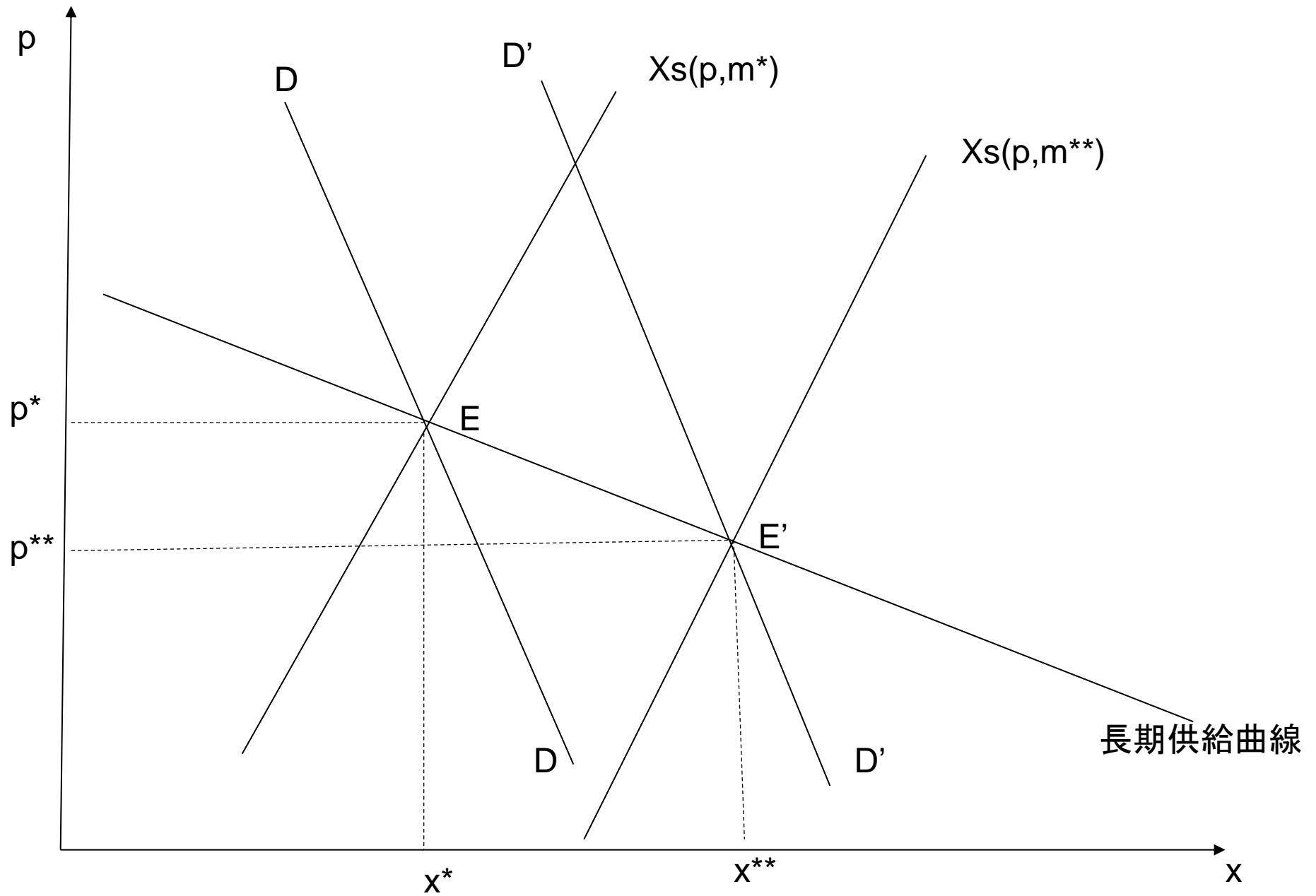
需要拡大型の産業政策と自国市場効果

- 新エネルギー車を対象とした産業政策には、市場をまず拡大し、そこに民間企業が「殺到」し、競争によって価格が低下しさらに市場が拡大するというサイクルが存在（「**需要拡大型**」の産業政策）
- 現在の「**過剰生産能力**」批判は、自国市場効果による比較優位を確立した先進国＝中国に、新興国＝欧米が「戦略的通商政策」で対抗しようとしたもの（参考：クルーグマン2000）
- 摩擦を回避するためには輸出自主規制、内需の拡大、欧米での現地生産、欧米以外の市場の開拓などが有効だが・・・

規模の経済・産業政策・比較優位

(伊藤 = 奥野 = 清野 = 鈴木、1988)

- 中間財 Y と最終財 X からなる経済を考える。
- 中間財 Y : セットアップコストの存在、右下がりの長期供給曲線・・・クールノー型の寡占状態
- 最終財 X : 完全競争的
- X への需要拡大により生産規模が拡大 (企業数 m の増大)
⇒ Y の生産規模拡大 (新規企業参入) による価格低下
- X の生産規模拡大と共に価格が低下 ($E \rightarrow E'$)
⇒ X の長期供給曲線も右下がり (費用逓減) に
- ※国内市場が大きいほど費用は低減し、比較優位を持つように (自国市場効果)



出所: 伊藤=清野=奥野=鈴木(1988)

貿易摩擦回避策としての「一帯一路2.0」

- 黄益平氏：北京はマーシャル・プランに倣い発展途上国に巨額の融資を行ってグリーン化を促進すべきだと提案（「黄益平：設立绿色经济时代中国版马歇尔计划 提升金融强国的国际影响力」『新浪财经』2024-05-27）
⇒国内貯蓄の不足により製造業の投資が制約されている途上国への資金援助を増やし、「**新三様**」を輸出すれば「三方よし」？
- 問題は①元安トレンド、②政府系金融機関の「BRI疲れ」、③アフリカ諸国の「早すぎる脱工業化」の促進、④アフリカの産油国は？

まとめに代えて

- これまで続いた不動産価格上昇の背景にあるのは基本的に過剰投資による「合理的バブル」
 - ⇒ 低金利政策 + 財政出動で底入れは可能だが、その気配なし
- 不動産低迷と工業・グリーン投資への資金シフト
 - ⇒ 不動産の低迷と「新三様」の好調はコインの裏表の関係
- 7月の三中全会：政府は「質の高い発展」「供給側の構造改革」を強調
 - ⇒ 過剰投資 + 需要不足をさらなる製造業部門への投資 + 海外市場に求めようとする姿勢

参考文献

- 伊藤元重=奥野 正寛=清野 一治=鈴木興太郎 (1988) 『産業政策の経済分析』 東京大学出版会
- 櫻川昌哉 (2021) 『バブルの経済理論：低金利、長期停滞、金融劣化』 日本経済新聞出版
- クルーグマン、ポール (2000) 『良い経済学、悪い経済学』 山岡洋一訳、 日経BPマーケティング

- 佐野淳也 (2020) 「中国の産業支援策の実態—ハイテク振興重視で世界一の強国を追求—」 『JRIレビュー』 Vol.3, No.75
- 湯進 (2021) 『中国のCASE革命 2035年のモビリティ未来図』
- 王力為 = 于海荣 (2024) 「求解産能過剩」 『財新周刊』 第1103期、2024年4月29日
- DiPippo, Gerard, Mazzocco, Ilaria and Scott Kennedy. 2022. *Red Ink; Estimating Chinese Industrial Policy Spending in Comparative Perspective*. Center for Strategic and International Studies.
- Juhász, Réka, Lane, Nathan J. And Dani Rodrik. 2023. “The New Economics of Industrial Policy.” *NBER Working Paper* 31538.
- IMF (2022), “*People’s Republic of China: 2021 Article IV Consultation*,” *IMF Country Report*, No. 22/21
- Kennedy, Scott. 2024. “The Chinese EV Dilemma: Subsidized Yet Striking” *CSIS Blog* June 20, <https://www.csis.org/blogs/trustee-china-hand/chinese-ev-dilemma-subsidized-yet-striking>
- Wei, Shang-Jin, Zhang, Xiaobo and Yin Liue (2017), “Home ownership as status competition: Some theory and evidence,” *Journal of Development Economics*, Vol.127, pp. 169–186.