



# China Insights

## 中国市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社

2021年10月20日

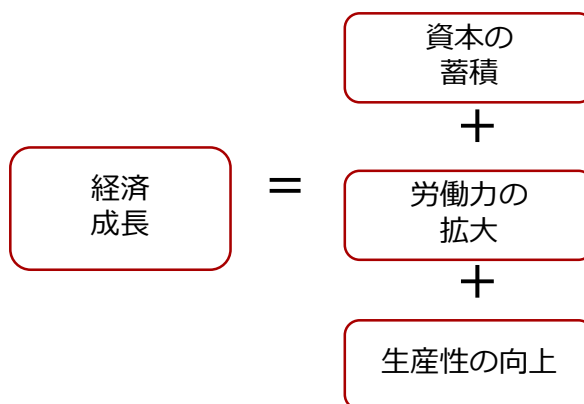
### トピックス：今後の成長の道筋

- ◆ 現代の経済理論に基づけば、国家が経済成長を遂げるには3つの経路がある。「労働力の拡大」、「資本の蓄積」、「生産性の向上」である。
- ◆ 中国経済は、アジアの四小龍（韓国、台湾、香港、シンガポール）と同様に、主に「資本の蓄積」によってここ数十年で目覚ましい成長を遂げてきた。
- ◆ しかし、中国の発展段階を考えると、経済成長がさらに進む中で、今後はこれまでの「資本の蓄積」の効果 が失われていくことが考えられる。今後の成長への道は「生産性の向上」にかかっていると言える。
- ◆ こうした中、中国政府は、将来の経済成長の不確実性を高める要因でもある、人口増加の減速に対する懸念を強めているようだ。肝入りの一人っ子政策を覆すことに加えて、現在政府が家庭教師や不動産の分野でも躍起になって取り組んでいる施策は、家庭を持ち、子供を育てるコストを下げることに主眼を置いたものだ。そして、これらの施策が市場を混乱させていることは周知の通りである。しかし、このような混乱と困惑の中でも、少し前に戻って長期的な視点で眺めると、その先に何があるのかが見えてくるのではないだろうか。持続的な経済成長のためには、継続的な人口増加は本当に必要だろうか。中国の政策担当者がより豊かな未来を実現するためには、より重要な要素があるのではないだろうか。

### 経済成長の原動力

- ◆ 現代の経済理論に基づけば、アウトプットは「資本」と「労働力」という2つの重要なインプットを用いて生み出される。簡単な例として自動車メーカーを取り上げると、労働者が「労働力」であり、機械やそれらが設置される工場の建物は「資本」である。どちらのインプットが欠けても、自動車を製造することはできない。どちらかのインプットが多ければ、アウトプットも多くなるという点も重要である。
- ◆ しかし、それで終わりではない。例えば、技術革新や教育の向上により、労働者がより少ない資本でより多くのことを行えるようになるかもしれない。

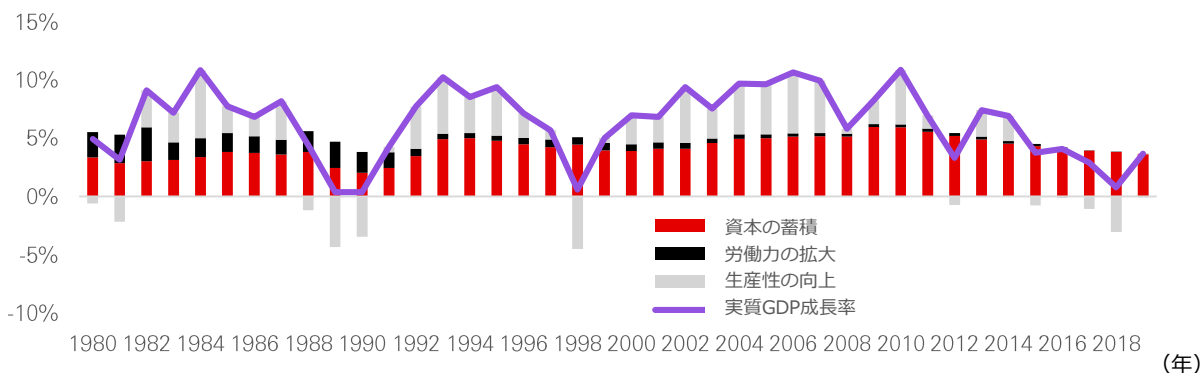
図表1：経済成長の3つの原動力



出所：HSBCアセットマネジメント、2021年9月

いし、ビジネス法を改正することでも同様のことが起こる。経済学者は、これらの他の要素をまとめて「生産性」と呼んでいる。マクロ的には、国家には、その経済成長を促す3つの手段がある。それが、「労働力の拡大」、「資本の蓄積」、そして「生産性の向上」である。

図表2：1980年以降の中国の実質GDP成長率の内訳（2017年米ドル基準）

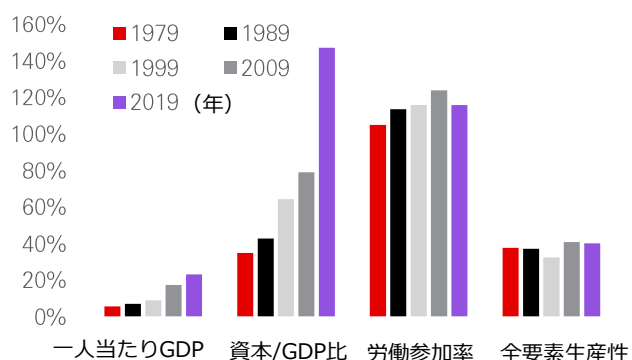


出所：HSBCアセットマネジメント、ペン・ワールド・テーブル10.0、2021年6月現在

## 中国の成長の奇跡、そしてこれからの道のり

- ◆ 図表2は、1980年以降の中国の経済成長を「資本の蓄積」、「労働力の拡大」、「生産性の向上」という3つの要素に分けて表している。これから分かることは、1990年代初頭に経済成長論の研究者アルイン・ヤングが初めて観察し、後にノーベル賞受賞者のポール・クルーグマンが1994年に発表した論文「アジアの奇跡の神話」で広めた理論を裏付けているということだ。つまり、アジアの四小龍（韓国、台湾、香港、シンガポール）が達成した著しい成長は、ほとんどが積極的な資本の蓄積によるものであり、これには東アジア人が驚異的な貯蓄家であったこと、そして今でもそうであるという背景がある。中国の急成長は四小龍よりも少し遅れて始まったが、中国人も高い貯蓄率を誇り、ここ数十年にわたり同じ台本に従った成長を維持してきた。
- ◆ 機能的な金融システムを通じてもたらされた貯蓄は、工場やインフラの建設に使われ、中国のその後の経済発展の基礎となった。図表2を見ると、過去40年間の経済成長の大部分は資本蓄積に根ざしていることがわかる。経済改革の初期（1980年代）を除き、労働力の拡大が国の生産高の増加に貢献する役割は比較的小さかった。同様に、今後数年間に予想される労働力の緩やかな減少は、将来の経済的繁栄の大きな足かせとはならないとも推測される。一方、生産性の向上は、様々な時期、すなわち1980年代と1990年代には散発的に、そして新しいミレニアムの最初の10年間に重要な成長要因となってきた。ただし、その影響は近年小さくなっている。
- ◆ アジアの四小龍の経験から見て、資本蓄積に頼った経済成長は、ある一定の時点までしか機能しないと考えられる。その先にあるのは、生産性の向上による高成長である。実際、中国政府は、旧来の成長モデルが限界に来ていることを理解しており、技術革新による「質の高い成長」へのギアチェンジを目指している。

図表3：経済成長要因：米国に対する中国の割合



出所：HSBCアセットマネジメント、ペン・ワールド・テーブル10.0、2021年6月現在

## 欧米に追い付く

- ◆ ここまで中国の経済成長がどのように発展してきたかを検証した。しかし、空間軸に沿った比較も可能である。先進国が定めてきた枠組の中で、中国はどのように対応しているのだろうか。図表3が示すとおり、中国は米国に追いつくことにおいて、過去40年間でかなりの成果を挙げてきたが、それでもまだ多くの課題が残されてる。
- ◆ 現在、中国の1人当たり実質GDPは、米国の4分の1をわずかに下回る水準にある。経済規模に対する経済投入量では、中国は資本蓄積と労働参加率では米国を上回ってさえいる。では、中国が残りの差を縮められないのはなぜか。それは、現在の生産性レベルではまだアメリカに遅れをとっているからである。このことは、生産性を向上させることこそが、中国の今後の成長の道筋であるという、我々の考え方につながるものである。

## 留意点

### 【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBC投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

### <個人投資家の皆さま>

#### 投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

#### 投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
- ◆ 費用の料率につきましては、HSBC投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

#### HSBC投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号

加入協会 一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/日本証券業協会



ホームページ

[www.assetmanagement.hsbc.co.jp](http://www.assetmanagement.hsbc.co.jp)



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

※2021年11月1日付けで商号を「HSBC アセットマネジメント株式会社」に変更します。