

## 資産価格の動向が命運を握る中国経済

～「資産デフレ」に陥るリスクも懸念される～

発表日：2014年9月24日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 中国景気を取り巻く状況は厳しさを増す中、直近の製造業PMIは改善の動きをみせるなど意外な内容であった。しかし、その内訳は共産党・政府が意図する経済構造の転換を示しておらず、一段と歪さを増している。直接投資の鈍化は中長期的な潜在成長率の低下を招く可能性もあり、状況は深刻と言えよう。
- シャドーバンキングなどのリスクが懸念される中、不動産市況の調整は金融市場を混乱させる可能性がある。閉鎖的な市場ゆえ政府の資金供給策などの対応は効果を挙げているが、足下の対応は場当たりのである。一定の『痛み』を許容しつつ、金融市場の透明度を上げる取り組みが望まれる状況は変わらない。

- 中国景気を取り巻く状況は一段と厳しさを増しているが、23日にHSBCが発表した9月の製造業PMI（購買担当者景況感）の速報値は50.5と景況感の分かれ目である50を4ヶ月連続で上回り、前月（50.2）から+0.3p上昇するなど底堅い動きをみせた。しかし、内訳をみると先行きの中国経済に対する楽観視は依然難しい様子も浮かび上がる。足下の生産動向は依然50を上回るなど拡大基調が続いたが、大きく下落した前月から横這いに留まるなど浮揚感には乏しい。先行きの生産に影響を与える受注動向は内需・外需ともに改善の動きをみせ、米国をはじめ先進国を中心とする海外経済の回復を追い風に輸出向けに顕著な改善の動きがみられる一方、内需向けは緩やかな改善に留まる。この動きは過去数ヶ月における貿易統計など経済指標からも確認されるが、同国経済が共産党及び政府の望む成長のエンジンを外需から内需に移行させる動きが円滑に進展していないことを示している。さらに、直近では内需の中で個人消費の動向に影響を与える雇用を巡る環境は悪化を強めており、足下の中国景気は必ずしも共産党や政府の思惑通りとはなっていない。製造業においては過去数十年に亘り、日本企業をはじめとする外国企業が中国国内の低廉で豊富な労働力を目指して直接投資を加速させる動きが強まり、同国を文字通りの『世界の工場』に押し上げる役割を果たした。しかし、ここ数年は同国内でも人件費が急上昇している上、通貨人民元相場の上昇も輸出産業の足かせとなっている。さらに、日本企業を中心に政治的な日中関係の悪化やいわゆる『チャイナ・リスク』と呼ばれる問題が噴出する事態となったことは経済関係にも大きな悪影響を与えて直接投資の足かせになっており、直接投資流入額に下押し圧力が掛かっている。同国では既に生産年齢人口が減少局面に突入

図1 HSBC 製造業 PMI の推移



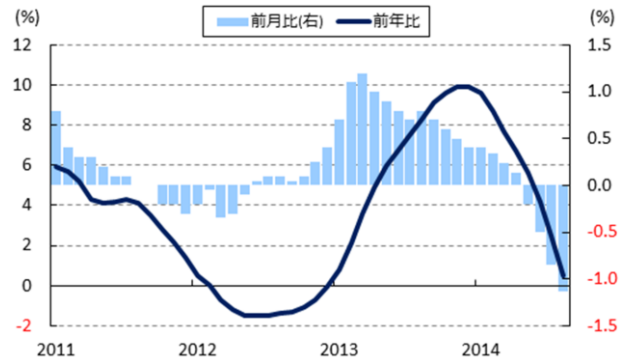
図2 対内直接投資流入額の推移



するなど労働力確保の困難が見込まれ、潜在成長力の維持には資本及び労働生産性の向上が不可欠だが、生産性向上に大きな役割を果たしてきた対内直接投資の鈍化は短期のみならず、中長期的にみても中国経済の足腰の弱体化に繋がる可能性がある。欧州系を中心に外資企業による同国への進出意欲は依然高いが、足下の海外経済の回復ペースも 2000 年代中盤に比べて力強さに欠けることを勘案すれば、同国経済の浮揚は極めて難しくなっていると想定される。

- 目下の中国経済を巡るリスク要因となっているのは、シャドーバンキングをはじめとする金融市場を取り巻くリスクである。特に、近年のシャドーバンキングの急拡大は地方政府による不動産開発と必要資金の調達拡大に拠るところが大きいが、足下では不動産市況の調整が急速に進んでおり、こうした事態が長期化すれば信用収縮から景気減速を招く資産デフレに陥る可能性がある。直近 8 月の新築住宅価格は前年同月比+0.5%と 20 ヶ月ぶりの低い伸びに留まり、前月比は▲1.1%と 4 ヶ月連続で下落し、調査対象の 70 都市のうち 68 都市で下落するなど、不動産市場は極めて厳しい状況に直面している。同国では地方政府の独自財源が乏しいなかで不動産開発による譲渡収入が重要な財源となる一方、開発資金の調達手段として理財商品をはじめとする金融商品が急拡大する状況が続いてきたが、資金調達期間と投資回収期間に大きな差が生じてきた。さらに、不動産の所有権が認められていない同国では供給過小な状況にある一方、都市部への人口流入を追い風に不動産需要が喚起しやすい状況が続き、低金利状態が続いたことも重なり、不動産価格は高まりやすい環境が続いた。また、資金調達手段として『高利回り』を謳う金融商品が乱立したことで不動産市況は収益性で説明が付かない水準に上昇する一方、市況急騰による国民の不満の高まりを受けて共産党及び政府は取引規制を強化する動きをみせており、足下では市況が一転して下落している。とはいえ、市況低迷は上述のように様々な金融商品の資金繰りに悪影響を与える恐れがある上、それに伴い資産切り売りに拍車がかかる事態になれば市況は一段と調整の度合いを深め、金融市場における信用収縮が急速に進むことも懸念される。共産党及び政府は今年 4 月と 6 月に『的を絞った』資金供給策を実施し、農業部門のほか個人消費に関連する分野で信用収縮が起こらないよう資金供給を拡大する姿勢をみせたほか、今月には五大国有商業銀行に対して総額 5000 億元の資金供給を行っており、金融市場全体で信用収縮が起こる『ハードランディング』を避けるべく方策を打ち出している。しかしながら、足下では比較的堅調な推移をみせていたが、地方政府の税外収入に占める不動産関連収入の割合が高い北京や上海など大都市圏でも市況は下落しており、事態は深刻の度合いを増している。理財商品をはじめとする信託商品残高は 6 月末時点で 12.48 兆元と GDP の 2 割を上回る水準に達しており、この対応を誤れば金融市場を巡るシステミック・リスクに発展する可能性もあることから、慎重な対応が必要になっている。同国では 3 月に一部の社債でデフォルトが発生して短期金利が急上昇するなど金融市場に混乱が生じたものの、その後は政府・人民銀が短期金融市場における資

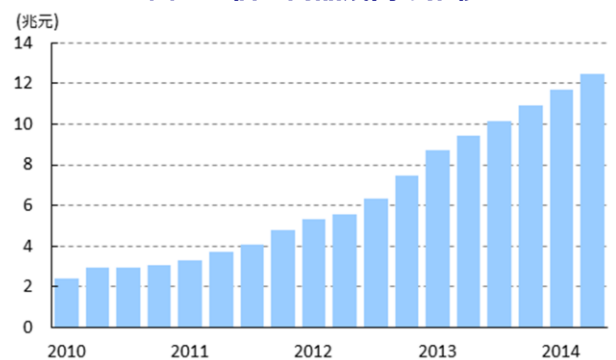
図 3 新築住宅価格の推移



(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

産党及び政府は今年 4 月と 6 月に『的を絞った』資金供給策を実施し、農業部門のほか個人消費に関連する分野で信用収縮が起こらないよう資金供給を拡大する姿勢をみせたほか、今月には五大国有商業銀行に対して総額 5000 億元の資金供給を行っており、金融市場全体で信用収縮が起こる『ハードランディング』を避けるべく方策を打ち出している。しかしながら、足下では比較的堅調な推移をみせていたが、地方政府の税外収入に占める不動産関連収入の割合が高い北京や上海など大都市圏でも市況は下落しており、事態は深刻の度合いを増している。理財商品をはじめとする信託商品残高は 6 月末時点で 12.48 兆元と GDP の 2 割を上回る水準に達しており、この対応を誤れば金融市場を巡るシステミック・リスクに発展する可能性もあることから、慎重な対応が必要になっている。同国では 3 月に一部の社債でデフォルトが発生して短期金利が急上昇するなど金融市場に混乱が生じたものの、その後は政府・人民銀が短期金融市場における資

図 4 信託商品残高の推移



(出所) 中国信託業協会より第一生命経済研究所作成

金需給の調整を行っていることに加え、一連の資金供給策による景気下支えも奏功する形で短期金利は比較的落ち着いているが、足下の対応は場当たりの対応に終始しており、必要とされる抜本的改革とは程遠い。他方、同国の金融市場はその閉鎖性ゆえに政府・人民銀による調整が効きやすい側面があるのも事実であり、これだけの大きな問題を抱える中で性急な市場開放を行った場合は資金移動が急激に進むことで市場の混乱が際限なく広がる可能性も考えられる。金融市場の開放や制度整備を通じて金融取引の透明度を高める取り組みを進めるとともに、相当の『痛み』を伴う可能性はあるが、巨額に積み上がった不動産関連を巡る金融取引の全容把握と責任の所在を明確化することにより、同国の不動産市場の健全性を高める取り組みが不可欠になろう。

以 上