

2016.2.19

中国経済情勢／現地出張レポート

**2016年の中国経済は安定を保持しながら緩やかに減速  
～先行きの大幅元安リスクには警戒が必要～**

<北京・成都・上海出張報告（2016年1月25日～2月5日）>

キャノングローバル戦略研究所

瀬口清之

<主なポイント>

- 2015年の実質GDP成長率は前年比+6.9%と、前年（同+7.3%）に比べて0.4%ポイントの下落となった。四半期別の推移を見ると、緩やかな減速傾向が続いている。実質成長率6.9%のコンポーネント別寄与度をみると、外需が-0.2%、投資が+2.5%にとどまっており、残りの4.6%は消費が支えた。成長率の3分の2が消費によって支えられる、消費主導の成長モデルへと転換が進んだ。
- 輸出は、2010年以降、長期的に伸び率鈍化・減少傾向が続いている。人民元の実質実効レートを見ると、8月の基準値変更以降も殆ど元安にはならず、今も過去最高の元高水準圏内にとどまっている。これが中国の輸出競争力の低下をもたらしている。
- 固定資産投資は伸び率の鈍化傾向が続いている。その背景は、中央政府が「新常态」＝ニューノーマルの基本方針を堅持し、過剰設備の削減と不良債権化している不動産開発投資案件の処理を推進し続けていることが主因である。
- 消費堅調の要因は経済のサービス化である。昨年のGDPに占めるサービス産業のウェイトは初めて5割を上回った。サービス産業の発展は、雇用創出と賃金上昇を通じて所得を押し上げ、消費を支える。これが現在の中国の成長の原動力である。15年の名目GDP成長率の寄与率を見ると、サービス産業が全体の約9割を占めた。
- 中国人民銀行が昨年10月24日に預金金利自由化の完成に合わせて預金・貸出基準金利と預金準備率を同時に引き下げたことを契機に元安期待が再燃した。人民銀行は根強い人民元売り圧力に対して、巨額の元買いドル売り介入を続けて立ち向かっているが、元売り圧力が衰える兆しは見られていない。外貨準備は11月以降3か月連続で月間約1千億ドルずつ減少し、本年1月末は3.23兆ドルまで減少している。
- 人民元レートの先行きを展望すれば、今後のリスク要因はドル高と輸出の減少である。今後、ドル高、輸出減少の持続、外貨準備の3兆ドル割れといったリスク要因がすべて揃う最悪ケースに陥れば、元売り圧力が一段と高まる可能性が高い。
- 大幅な元安を容認する場合には、現在の管理フロート制の下で大幅な元安に誘導するか、変動相場制に移行し、市場取引の中で人民元レートを決定する方法がある。大幅な元安は周辺国への悪影響が懸念される。
- 農民の都市住民化に伴う住宅需要の持続的増大という実需を考慮すれば、現在不動産の過剰在庫を抱える3～4級都市でも3～5年後には需給バランスが徐々に改善に向かう可能性が高く、数年以内にかかなりの過剰在庫が消化されると見られている。

1. 足許のマクロ経済と先行きの見通し

(1) 実質 GDP 成長率は緩やかな減速傾向が持続

1月19日に国家統計局が公表した2015年の実質成長率は前年比+6.9%と、前年(同+7.3%)に比べて0.4%ポイントの下落となった。これはほぼ市場予想通りだった。四半期別の推移を見ると、緩やかな減速傾向が続いている(図表1参照)。

【図表1】主要経済指標(前年比%)

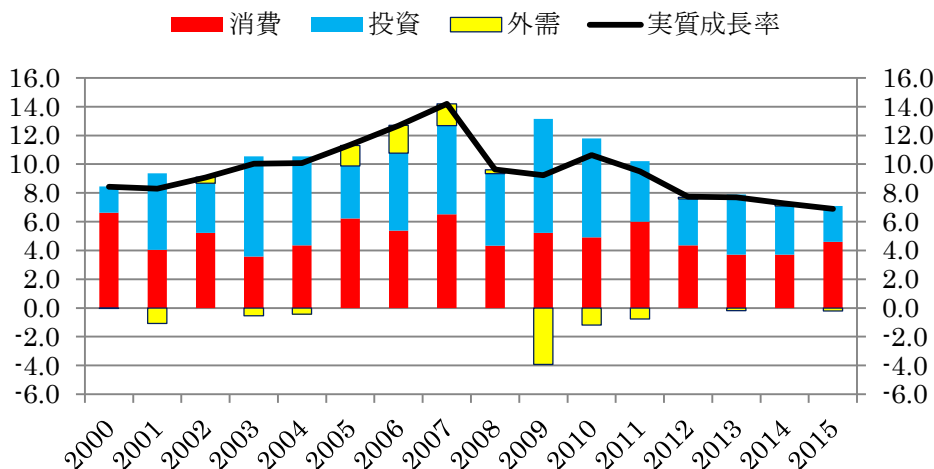
	実質 成長率	輸出 (USD)	輸入 (USD)	固定資産投資 (年初来累計)	消費財 売上総額	消費者 物価	不動産 販売価格 (年初来累計)
14年1Q	7.3	-3.4	1.6	17.6	11.9	2.3	-1.5
2Q	7.4	4.9	1.3	17.3	12.3	2.2	-0.8
3Q	7.2	12.9	1.2	16.1	11.9	2.0	-0.3
4Q	7.2	8.5	-1.6	15.7	11.7	1.5	1.4
15年1Q	7.0	4.6	-17.8	13.5	10.5	1.2	-0.1
2Q	7.0	-2.2	-13.6	11.4	10.2	1.4	5.9
3Q	6.9	-5.9	-14.4	10.3	10.7	1.7	7.2
4Q	6.8	-5.2	-11.9	10.0	11.1	1.5	7.4

(資料：国家統計局、CEIC)

(2) コンポーネント別動向

GDP成長率の寄与度をコンポーネント別に分解してみると、2009年以降、外需の押し上げ効果は殆どなく、固定資産投資の寄与度も低下傾向が続いており、中国経済の成長は消費が支える構造へと転換したことが顕著となっている(図表2参照)。

【図表2】GDP成長率に対する産業分野別寄与度の推移(前年比%)



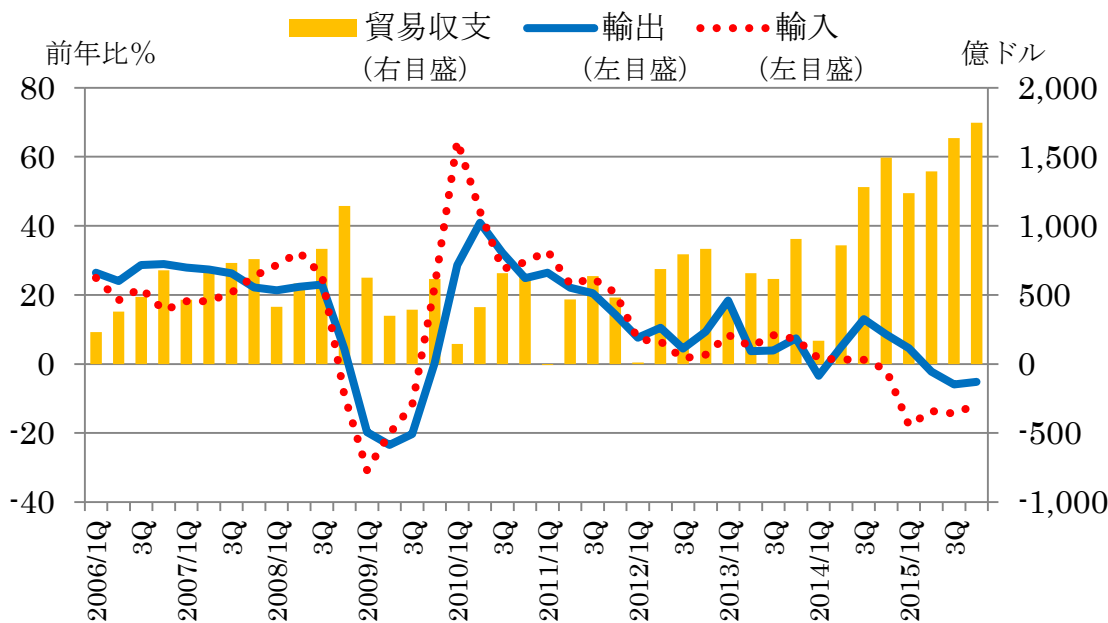
(資料 CEIC)

①外需

輸出（ドルベース）は第4四半期の前年比-5.2%と、前期（同-5.9%）に比べてマイナス幅が若干縮小した（図表1参照）。通年でも同-2.9%とリーマンショック直後の2009年（同-16.0%）以来のマイナスを記録した。

月次データの推移を見ると、15年10月は前年比-7.3%、11月同-7.5%と2か月連続で-7%台の減少を示した後、12月は同-1.7%とマイナス幅は縮小した。しかし、単月の数字だけでは輸出の減少傾向に歯止めがかかったかどうかの判断は難しいため、先行きの不透明感が強い（1月は同-11.2%<2月15日公表>）。とくに足許は昨年12月の米国の利上げを背景に各国の為替レートが不安定な動きを示しており、それが先行きの予測を一段と難しくしている。このため、輸出の先行き見通しについては、今回面談した政府内外のエコノミストのほぼ全員が「わからない」と回答。国際経済を専門とするエコノミストにあえて2016年の輸出見通しについて数字を置くとすればどうなるかと質問したところ、「0%±3%。要するによくわからないということだ」との答えが返ってきた。こうした見方はほぼ全員の共通認識だった。

【図表3】輸出入・貿易収支（ドルベース金額）の推移



(資料 CEIC)

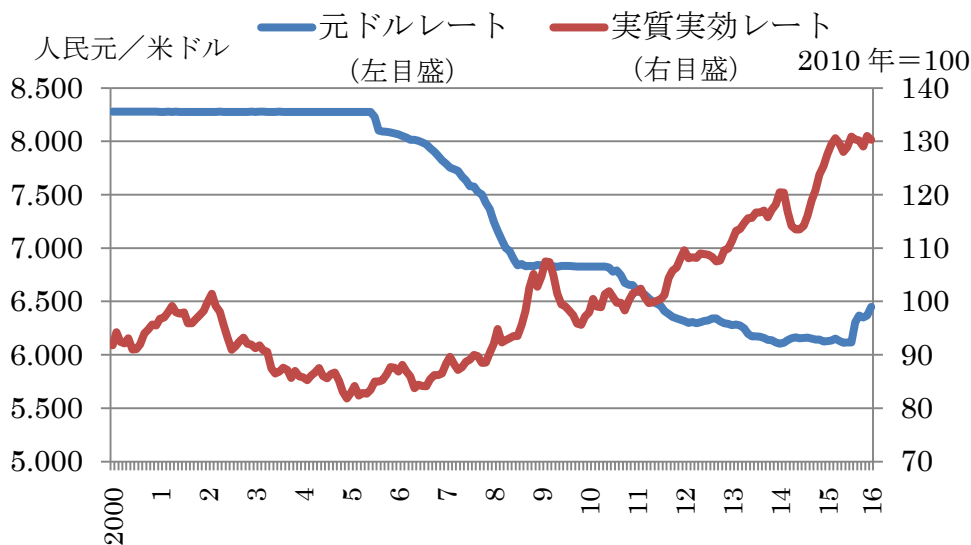
ここ数年の輸出の推移を振り返ってみると、2010年以降、長期的に減少傾向が続いている（図表3）。2014年の夏場から秋にかけて一時的に回復傾向が見られたが、第4四半期以降、再び伸び率が鈍化し、現在も減少傾向が続いている。

2014年央に一時的に回復傾向が見られたのは、欧米諸国の景気回復に加えて、2014年1月から同年5、6月までの数か月間で一時的に人民元レートが実質実効ベ

ース<sup>1</sup>で6%程度元安に向かったことも若干押し上げ要因となったと考えられる。その後、2014年6月から15年3月までの間に15%元高となり、それとともに輸出の伸びは再び鈍化し、15年第2四半期以降マイナスに転じた（図表4参照）。

人民元の実質実効為替レートを見ると、8月の基準値変更以降も殆ど元安にはなっておらず、ごくわずかな変動にとどまっている。これが中国の輸出競争力の低下をもたらしている。

【図表4】為替レートの推移



(資料 CEIC)

この間、2015年の輸入（ドルベース）は-14.2%と、やはり2009年以来のマイナスを記録した。四半期ベースでは、15年第1四半期以降、ずっと2ケタのマイナスが続いている（図表1参照）。その結果、貿易収支は15年通年で5930億ドルと過去最大の巨額の黒字額となった。

ただ、この輸入金額のマイナス要因は、鉄鉱石、原油、石炭等の国際商品市況の大幅下落により輸入価格が大きく下がったことが主因であり、輸入数量は減少していない。このため、貿易収支の黒字額の大幅拡大にもかかわらず、実質GDP成長率に対する外需の寄与はむしろマイナス（実質成長率6.9%に対する外需の寄与度は-0.2%）となった。

## ②固定資産投資

固定資産投資は、通年で前年比+10.0%と、前年の伸び率同+15.7%を大きく下回った。四半期ベースでも伸び率の鈍化傾向が続いている（図表1参照）。伸び率鈍化の背景は、中央政府が「新常态」=ニューノーマルの基本方針を堅持し、重化学

<sup>1</sup> 輸出相手国別の為替レートを輸出金額ウェイトで加重平均したものが名目実効為替レート。さらに自国と貿易相手国の物価上昇率格差を調整して実質値を算出したのが実質実効為替レート。これが輸出全体への影響を反映する為替レートと考えられる。

工業を中心とする過剰設備の削減と 3、4 級都市の不良債権化している不動産開発投資案件の処理を推進し続けていることが主因である。

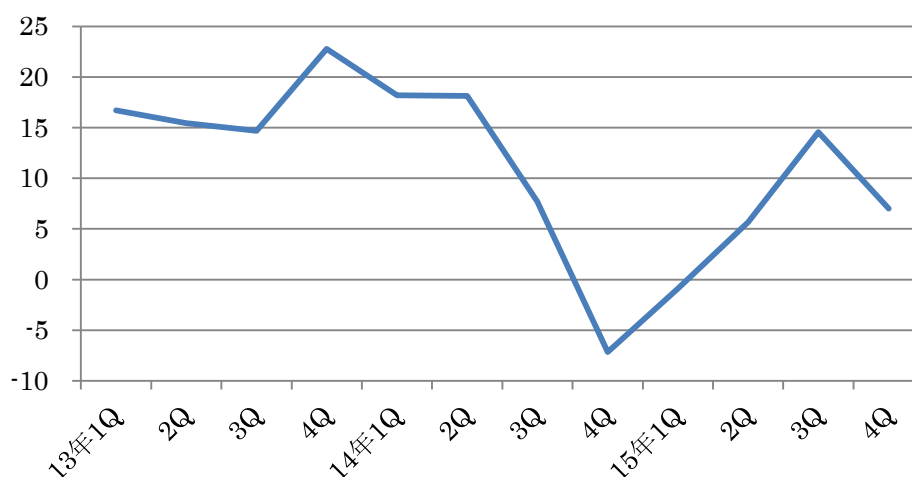
本年の経済政策運営方針を決定した中央経済工作会議（12 月 18～21 日開催）においても、過剰設備の削減、不動産在庫の削減、それらに関する貸出の削減が重点目標として明示されたことから、この政策は堅持される見通しである。

この間、地方財政の財源調達は回復傾向にあるが（図表 5 参照）、反腐敗運動の影響から地方政府の投資姿勢が消極化しているほか、税外収入の大幅減収を背景にインフラ建設や不動産開発など経済誘発効果の高い投資案件が伸び悩んでいることもあって、地方プロジェクトの回復が鈍い<sup>2</sup>。

不動産投資は、1、2 級都市では回復に向かうと見られるが、3、4 級都市では依然下押し圧力が強いいため、全体では 1～3%の低い伸びにとどまるとの見方が多い。

以上の固定資産投資の伸び率鈍化要因は、今後も変わらないと見られているため、本年の伸び率は昨年の 10.0%からさらに鈍化し、8～9%程度にとどまるとの見方が大勢である。

【図表 5】 地方財政支出（前年比%）



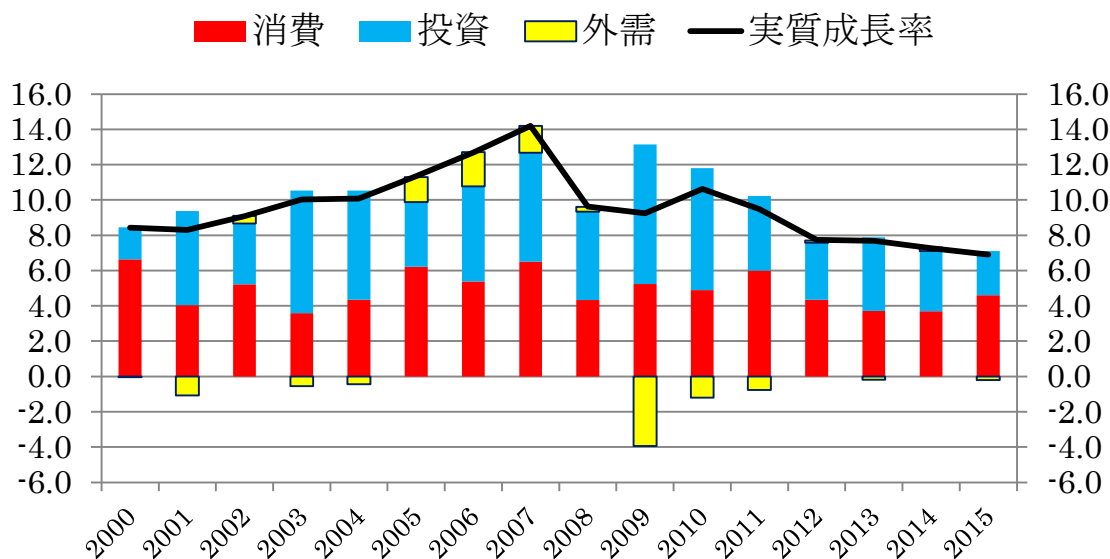
（資料 CEIC）

### ③消費

以上のように、昨年は輸出が減少し、固定資産投資も伸び率が大幅に鈍化した。実質 GDP 成長率 6.9%への寄与度をコンポーネント別にみると、外需が-0.2%、投資が+2.5%にとどまっており、残りの 4.6%は消費が支えた（図表 6 参照）。成長率の 3 分の 2 が消費によって支えられる、消費主導の成長モデルとなった。本年も輸出が大幅に回復する可能性は低く、投資の鈍化傾向が続く見通しにあることから、消費主導の成長パターンが続くと見られている。

<sup>2</sup> 詳細は当研究所 HP 掲載の筆者コラム「中国経済は安定を持続しているが、地方財政の回復が予想比下振れ～日中関係改善が進む中、日本企業の悩みはメディア報道の中国経済悲観論～<北京・広州・上海出張報告（2015 年 10 月 26 日～11 月 6 日）>」 p.5～6 を参照。

【図表6】 実質 GDP 成長率のコンポーネント別寄与度の推移（前年比%）

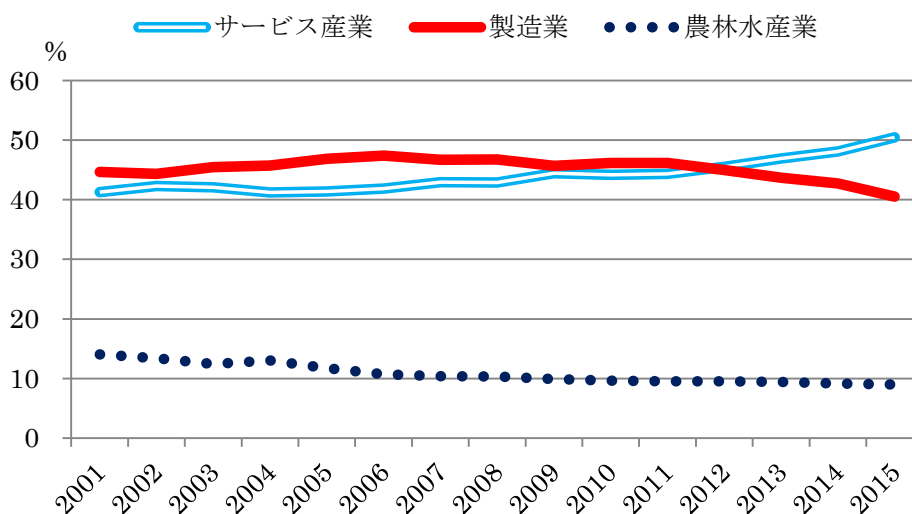


(資料 CEIC)

輸出、投資の下押し圧力が続く状況下、消費が堅調を維持する要因は経済のサービス化である。都市化の進展を背景に経済のサービス化が進んでおり、昨年の名目 GDP に占めるサービス産業のウェイトは 50.5% に達し、初めて 5 割を上回った（製造業 40.5%、農林水産業 9.0%）（図表 7 参照）。本年はさらにサービス産業のウェイトが高まり、一段と経済のサービス化が進む見通しである。

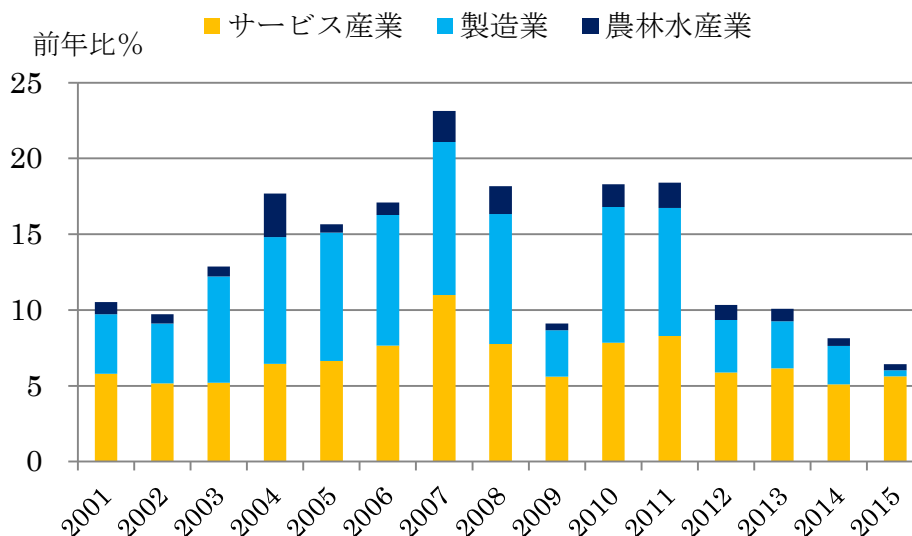
サービス産業の発展は、雇用創出と賃金上昇を通じて所得を押し上げ、消費を支える。これが現在の中国の成長の原動力である。

【図表 7】 名目 GDP の産業別ウェイトの推移



(資料 CEIC)

【図表 8】 名目 GDP の産業別寄与度の推移

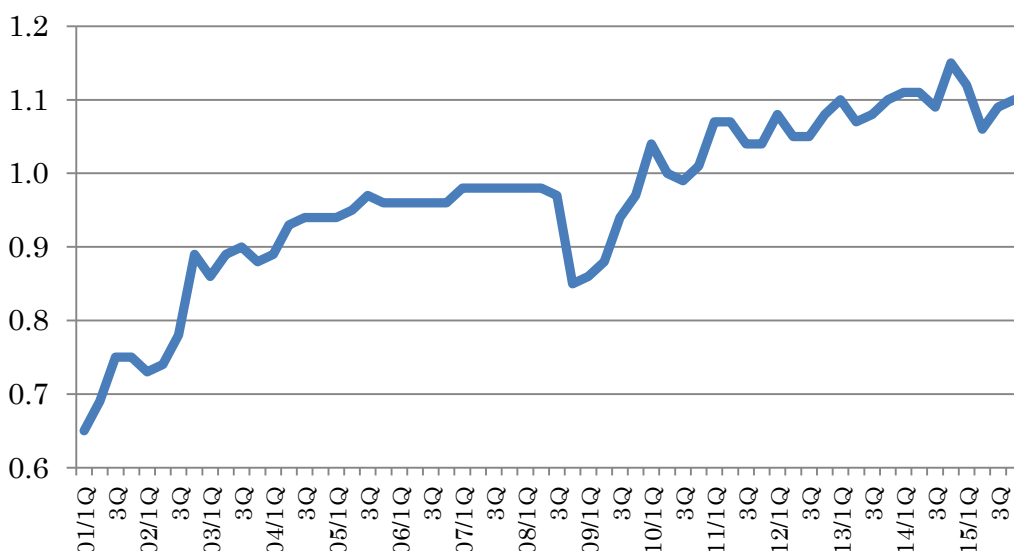


(資料 CEIC)

15 年の名目 GDP 成長率 (6.4%) の産業分野別寄与度を見ると (図表 8 参照)、サービス産業が 5.6%と、全体の約 9 割を占めるに至っている。製造業と農林水産業はそれぞれ 0.4%ずつの寄与度しかない。

ちなみに、雇用については、引き続き労働需給の逼迫が続いている。都市部における有効求人倍率を見ると (図表 9 参照)、昨年前半には地方財政の急減の影響で低下したが、第 4 四半期は再び 1.1 まで上昇し、過去最高水準圏内で推移している。

【図表 9】 都市部における有効求人倍率



(資料 CEIC)

重化学工業を中心に、レイオフの動きが相次いでおり、多くの農民工 (農村からの出稼ぎ労働者) が仕事を失い、農村に戻っている。その際に、退職金と失業手当により約 1 年分の収入に相当する手当を得ていると言われている。それを生活保

障としながら、農村に戻った後に都市部のサービス産業で新たな仕事をみつけ、再び都市部へと戻っていくパターンが多い。かつて 1980 年代の日本では終身雇用が定着していたため、重工業で事実上のレイオフを行う場合には、臨時工として家電、自動車産業等に派遣した。しかし、終身雇用の習慣がなく労働力の流動性が高い中国では、農村を介して製造業からサービス業への労働移動が比較的スムーズに進んでいる。

#### (4) 先行きの見通し

以上のように、本年も消費主導の成長パターンが続くことについては、今回面談したすべての経済施策担当者、エコノミスト等の一致した見方である。ただし、成長率の見方についてはばらつきがある。

昨年の実質成長率 6.9%のうち、0.3~0.4%は株式売買高急増による押し上げ分であるため、今年はこの部分が剥落する。この間、地方財政の資金調達は回復するが、地方政府の積極性が低下しているため、自然体では押し上げ要因にならないと見られている。したがって、自然体では 6.5~6.6%に着地するとの見方が多い。

ただし、習近平政権指導層は 2016~2020 年の第 13 次 5 か年計画の平均成長率目標を 6.5%とするとの見方が強いことから、初年度が 6.5%程度では目標達成が難しくなることが懸念される。このため、財政刺激策の上積みにより、成長率を若干押し上げ、6.7~6.8%程度の成長率の実現を目指すのではないかと見方がある。

その一方で、習近平政権のマクロ経済政策運営に携わる政策担当者の間では、最大限で 6.5%であり、6.5%に達しない可能性もあるとの見方が多かった。彼らの予想の共通点は、中央政府が推進する過剰設備削減、不動産在庫処理のマイナスインパクトを大きめに見ている点である。これは政権中枢に近いほど、習近平政権指導層の「新常态」政策=構造改革推進の決意の固さを実感していることによるものではないかと推察される。一部には自然体では 6.1~6.2%もありうるとの見方もあった。とは言え、来年は第 19 回党大会（全国代表大会）が開催され、次期党指導層の重要人事が決まる年であるため、現指導層が低い成長率を回避する意向が働くことと推察されることから、6.4~6.5%の着地を目指すのではないかと予想している。

## 2. 人民元安リスクについて

### (1) 年初来の人民元安の背景

#### ①昨夏以降の人民元レートの推移

昨年 8 月 11 日に中国人民銀行は、毎朝発表する人民元レートの基準値の算定方式を変更し、前日終値時点の市場実勢がより反映されやすくなるようにした。そのことをきっかけに、一昨年来続いていた人民元安期待が一段と高まり、元売り圧力が強まった。その後、9 月から 10 月にかけて人民元売り圧力が弱まり、一旦落ち着いたかのように見えた。しかし、10 月 24 日に中国人民銀行が、預金金利自由化の完成に合わせて預金・貸出基準金利と預金準備率を同時に引き下げたことを契機



に元安期待が再燃した。

11月以降、人民銀行は根強い人民元売り圧力に対して、巨額の元買いドル売り介入を続けて立ち向かったが、2月中旬の現在に至るまで、元売り圧力が衰える兆しは見られていない。

その間の外貨準備の推移を見ると、昨年7月末は3.65兆ドルだったが、その後、8月末3.55兆ドル、10月末3.53兆ドル、11月末3.44兆ドル、12月末3.33兆ドル、本年1月末3.23兆ドルと急速に減少している。とくに11月以降は3か月連続で月間約1千億ドルずつ減少している。このペースで減少し続ければ、3月末または4月末にも3兆ドルの大台を割ることになる可能性が高い。この間、中国人民銀行は為替介入に加えて、水面下で資本規制も強化し、必死に元安を防いでいる。

しかし、一方で以下のような、市場との対話能力不足と受け止められる政策対応が続いていることから、根強い人民元安期待を払拭することができていない。

## ②CFETS 人民元為替指数

中国人民銀行が運営するCFETS（中国外貨交易中心、The China Foreign Exchange Trade System）は昨年12月11日、「CFETS 人民元為替指数」の公表を開始した。これは13の通貨からなる通貨バスケットを人民元レート決定の参考指標として示すものである。これまで対ドルレートばかりに市場参加者の注目が集中していた状況を修正し、通貨バスケットに連動する形で人民元レートを動かす方向に持っていくことが、当局の政策意図である。

人民元対ドルレート（出所：外貨交易中心）は13年央以降、1ドル=6.1台のレートを維持してきたが、昨年8月の基準値改訂以降元安に向かい、1月末では1ドル=6.552元と昨年7月末対比7%強の元安になっている。しかし、多くの貿易相手国通貨を含んだ実質実効レートベースでは、14年6月から15年3月にかけて、ドル高傾向に引っ張られる形で15%の元高となり、昨夏以降も殆ど元安にはならず、過去最高の元高水準圏内で推移している。中国通貨当局はこの事実を示して、昨夏以降も中国政府には人民元安に誘導する意図がなかったことを示そうとしたものと推察される。

そうした当局の意図に反し、市場参加者はCFETS為替指数の公表を中国政府が人民元安を容認する姿勢を示したものと受け止めた。同指数公表開始の数日後の12月16日（米国現地時間）、米国FRBがゼロ金利政策から脱却する利上げを決定した。それにより同指数の通貨バスケットに含まれる他通貨がドルに対して減価し、同指数を参考にして人民元レートを誘導することが元安化を意味したからである。このため、同指数の公表がかえって人民元売り圧力を強めさせる結果を招いてしまった。事前に米国FRBと中国人民銀行がすり合わせをしておけば、こうした事態を回避できたかもしれない。

## ③不可解な基準値の設定

年明け早々、さらに事態は悪化した。1月4日（月）と6日（水）の両日、朝一番で公表された基準値が前日の終値に対して元安に設定された。市場関係者はこれを通過当局が元安を容認する姿勢を示したと受け止め、元売りに向かった。

その市場の反応を見て、人民銀行はすぐに方針を変更し、1月8日以降、前日終値対比元高水準の基準値を発表するようになった。こうした首尾一貫しない不透明な基準値操作が市場関係者の通貨当局に対する不信感を煽った。

## （2）金融政策への影響

巨額の元買いドル売り介入の継続は、中国国内金融市場で資金不足の要因である。そのまま放置すれば、中国国内金融市場の資金需給が逼迫し、金融引き締め効果が生まれる。現在、中国経済は安定を保持しているが、緩やかな減速が続いていることから、先行きの景気減速に対する不安が根強いほか、株安を招いた習近平政権批判もある。このため、適度に緩和的な金融政策運営を目指しており、金利の上昇を抑制するよう適切な資金供給を行うことが必要である。本来であれば、より効果的な資金需給緩和策として、現在 17.5%（大手行適用準備率）と高止まりしている預金準備率を引き下げたいところである。しかし、昨年 10 月の預金・貸出基準金利と預金準備率の同時引下げが元安を招いたとの批判があるため、元安を加速するリスクのある預金準備率の引き下げは実施しにくい。そこで、預金準備率は下げずに大型の公開市場操作による資金供給の継続を余儀なくされている。

## （3）今後の展望

足許 2 月中旬の人民元相場を見ると、実質実効レートベースでは昨年 8 月以降もほぼ横ばいで推移しており、殆ど元安には振れていない（図表 4 参照）。これは市場の根強い元売り圧力に対して、中国人民銀行が断固たる為替介入を継続しているためである。このため、11 月以降、毎月約 1 千億ドルずつ外貨準備の減少が続いている。

先行きを展望すれば、今後のリスク要因はドル高と輸出の減少である。2010 年以降の長期的な輸出の伸び率鈍化・減少傾向が元安期待の基本的な背景であることから、元売り圧力を止めるにはこれを反転させることが必要である。それを妨げているのが、ドル高にリンクして過去最高の元高水準圏内にある人民元レートである。

幸い年明け後、米国経済に対する弱気の見方が増えて、ややドル安方向に向かい始めている。それとともにドルにほぼリンクしている人民元レートも元安に向かうことから人民元売り圧力が緩和する可能性がある。しかし、一昨年から昨年にかけての 15%もの大幅な元高に比べれば足許の変化はまだ不十分である。

人民元レート変動の鍵を握る輸出の先行きについては前述の通り不透明感が強い。もし大幅な元安になれば、輸出にはある程度押し上げ効果が働くことが期待できる。すでに加工貿易型産業の生産拠点は、元高や賃金上昇による中国国内の生産コスト上昇を嫌気して、アセアン諸国等に移転してしまったため、元安になっても

輸出は回復しないと指摘が多く聞かれる。しかし、今回の出張期間中に成都を訪問した際、四川省（その省都が成都）政府関係者は次のように語った。

「生産拠点は移転したが、比較的付加価値の高い製品の生産設備は最近まで稼働していたことから、これらを再稼働させることは比較的容易である。したがって、もし大幅な元安になれば、そうした生産拠点は輸出を再開する可能性が高い。」

こうした事情を考慮すれば、大幅な元安が生じれば、輸出が回復に向かう可能性が高いと考えられる。

#### （４）大幅元安に向かうシナリオ

今後、ドル高、輸出減少の持続、外貨準備の 3 兆ドル割れといったリスク要因がすべて揃う最悪ケースに陥れば、元売り圧力が一段と高まる可能性が高い。これに対して中国自身ができることは限られている。

資本規制を強化し、外貨の流出を抑制するのが 1 つの方法である。しかし、年間貿易額が約 4 兆ドル（2015 年、輸出 2.3 兆ドル、輸入 1.7 兆ドル）という巨額の貿易取引額でドルが大きなウェイトを占めており、実需原則で認められている輸出入代金の移動だけでも相当な額になるため、資本規制にも限界がある。

輸出回復の可能性に関しては、中国政府もインフラ関連産業等の輸出競争力強化に注力してはいるが、これだけで現在の輸出の長期減少トレンドを反転させるほどの効果は期待できない。そうであるとすれば、大幅な元安を容認する以外に、有効な対処方法は見当たらないように思われる。

対ドルレートを維持しながら、実質実効レートベースで元安を実現するためには米国のゼロ金利復活がひとつの方法である。そもそも現在の根強い元安期待の原因は、人民元が対ドルレートを維持したため、一昨年から昨年にかけて実質実効レートで大幅な元高になったことにある。加えて、最近の世界的な為替・株式市場の不安定化は、昨年央以降中国の金融が不安定化している状況下で、米国が 12 月に利上げを実施したことが金融市場のさらなる不安定化の引き金を引いたと見られている。したがって、その根本的な原因である米国の金融政策を修正するのが一つの方法である。しかし、これは米国が同意しない可能性が高いように思われる。

そうなれば、中国に残された選択肢は、対ドルレートの大幅な切り下げしかなくなる。それは中国自身にとってそれほど深刻な問題ではなく、むしろ輸出が回復に向かい、人民元売り圧力が解消するといったメリットの方が大きいように思われる。

しかし、経済状態が相対的に不安定で、通貨安リスクに直面しているブラジル、ロシア、インドネシア等新興国等では通貨安の連鎖によって、輸入インフレ、景気引き締め、失業率増大といったミドルインカムトラップ（中所得国の罠）の状況が深刻化する懸念が高まる。さらにはそうした新興国と関係の深い欧州諸国にも悪影響が及び、世界経済全体に大きなマイナスインパクトを与える可能性がある。

大幅な元安を実現する方法としては、現在の管理フロート制の下で大幅な元安に

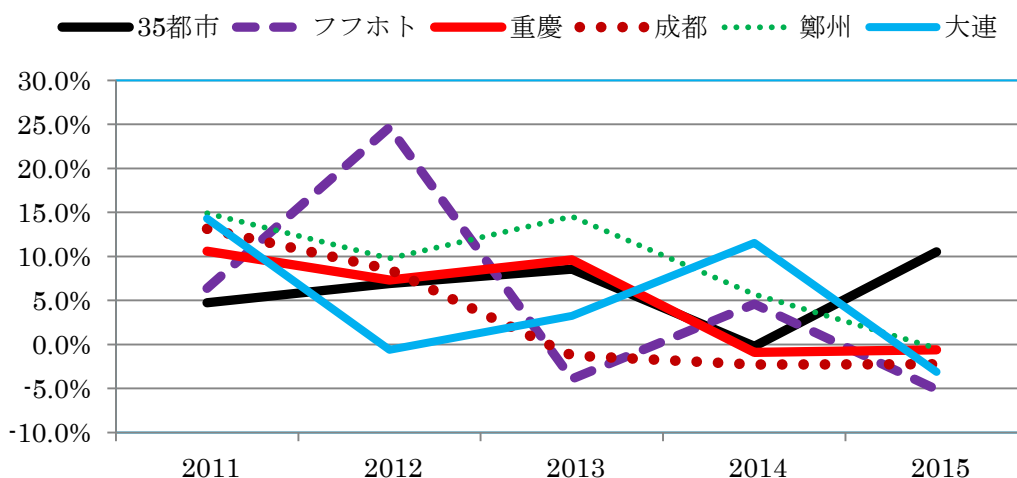
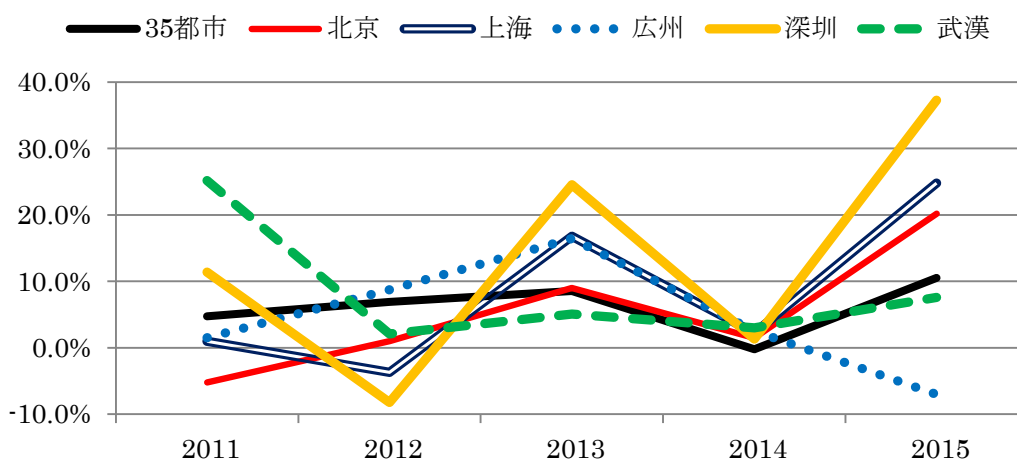
誘導するか、もしくは一気に変動相場制に移行し、市場取引の中で人民元レートを決定する方法がある。前者は市場との対話の中で適正な人民元レート水準を模索する必要があるが、これを中長期的に実現するのは極めて困難であり、投機筋の格好のターゲットにされやすい。

後者は大幅な元安レベルにまでオーバーシュートする可能性が高いが、金融自由化の主要施策として中国政府自身が実現を目指している目標の一つでもある。通常、変動相場制への移行は市場の混乱を招く。しかし、日本を含む多くの国も混乱の中で移行を余儀なくされた歴史があることを考慮すれば、中国においても変動相場制への移行に伴う市場の混乱は避けられないコストであると覚悟が必要となる。

### 3. 不動産市場の動向

#### (1) 二極分化：1～2級都市は価格上昇、3～4級都市は小幅下落

【図表10】主要都市の不動産価格（前年比）



(資料 CEIC)

中国各地の不動産市場は二極化が進んでいる。1級都市である北京、上海、深圳

では昨年 20%以上値上がりしたほか、武漢等の 2 級都市でも上昇率が 2 ケタに達した（図表 1 0 参照）ことから、価格抑制のための不動産投資抑制策<sup>3</sup>を堅持している。つまり、実勢価格はもっと高い。

一方、2 級都市の一部や 3~4 級都市では、殆ど投資抑制をしていないにもかかわらず、前年比数%程度下落している都市が多い（図表 1 0 参照）。実際の市場実勢はもっと低く、20~30%下落していると見られている。もしそうした市場実勢価格を表面化させると、デベロッパーの保有する不動産の含み損が明らかとなり、金融機関によって不良債権先と認定される先が増える。そうすると金融機関にとっても不良債権比率が高まり、当局による厳しい指導を受ける。そこで、デベロッパーは表面上の販売価格を高く維持している。このため、物件が売れず資金繰りが悪化する。資金繰り難になると銀行が追い貸しするが、そのままでは要注意先に指定され、1 年後には貸出が回収されてしまう。そこでデベロッパーは、不良債権認定を避ける方法として、一旦借入を全額返済し、2 週間後に新規借入れを起こす。その間は、信託から高金利で 2 週間のつなぎ融資を受ける。こうした方法で不良債権先として認定されるのを避けているのが実態である由。

## （2）不良債権増大による金融システム不安リスクは高まるか

上記のような 3~4 級都市における不良債権化した不動産を保有するのは地方の中小デベロッパーであり、そこに追い貸しを行っているのもやはり地方の中小金融機関である。このため、地方の不動産絡みで個別金融機関が破綻したとしても、中国の金融システム全体に与える影響は小さい。

中央政府はそれを見越して、問題がこれ以上先送りされないよう、早期処理に消極的な地方政府や金融機関の抵抗を抑えて、業績悪化が深刻な中小デベロッパーの倒産を促進している。不良債権化した不動産の過剰在庫の処理促進は、過剰設備の削減と並んで、本年の国家経済政策の特別重点施策と位置付けられている。

しかし、もしこのまま 3~4 級都市の不動産需要が回復しなければ、数年後には多数の中小金融機関と中小デベロッパーを巻き込む形で不良債権問題を深刻化させるリスクを内包している。この点を憂慮するエコノミストも見受けられる。

そこで信頼できる不動産業者にこの問題の将来展望について確認したところ、以下のような見方を示した。

中国では、1990 年半ば以降、毎年約 2 千万人の農民が都市住民になっている。これが 3~4 級都市の住宅需要を支えている。すでに 1~2 級都市では農民戸籍からの転入制限が強化されており、農民は都市戸籍を得ることが難しい。そのため、まずは都市戸籍を得やすい、故郷の農村に近い 3~4 級都市の住宅を購入する。

一般的に 3~4 級都市の不動産であれば、数十万元であるため、夫婦共働きで月収 1 万元程度の所得水準があれば、年収の 5 年分程度で十分購入できる。1 軒目を

<sup>3</sup> 北京、上海では 1 軒目の住宅購入時に必要な住宅ローンの頭金は借入額の 30%、2 軒目は 70%と厳しい制限が課されている。

購入した後、沿海部主要都市周辺地域に2軒目を持つことも可能である。

こうした農民の都市住民化に伴う実需を考慮すれば、3～5年後には徐々に3～4級都市の需給バランスも回復に向かう可能性が高い。過剰設備については重化学工業関連企業の設備稼働率が今後大幅に改善する見通しは殆どないため、地道に処理を進めるしかないが、不動産の過剰在庫については、数年以内になかなりの部分が消化されると見られている。

以 上