

軟着陸が見込まれる中国経済

【ポイント】

1. 中国経済は、金融危機後の緩和局面から移行する過程にあり、不動産規制などで想定以上に減速するとの懸念がある。そこで中国を訪問し、実状を探った。
2. 輸出の先行きに不安材料が残るものの、不動産市場では最悪期を脱する動きがみられ、当面利上げは行われないと見込まれる。
3. 中国経済は、ほぼ政府の思惑通りに推移しており、景気過熱局面の調整から軟着陸する可能性が高いとみられる。

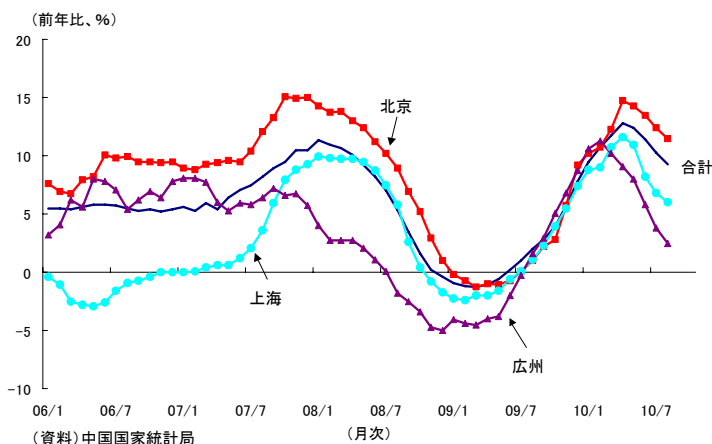
中国経済は、10年4～6月期の実質GDP成長率が前年比+10.3%と前期の伸びを下回るなど、高成長ながらも拡大テンポが鈍化している。08年秋の金融危機後、景気対策や新規銀行貸出の急増などで内需を刺激し、中国経済はいち早く回復したが、世界経済が持ち直し傾向にある中、非常時モードから安定成長に向けて舵を切っている。そのため、政府の思惑通りの景気過熱抑制であり、現時点では想定範囲内の動きとの政府関係者の意見も聞かれる。しかし、輸出動向を左右する先進国経済の先行きに不透明感が強まったことや4月に実施した不動産取引に関する規制強化の影響など、中国経済の先行きに対する不安材料もある。そこで、9月中旬に中国（広州、上海、北京）を訪問し、現地企業（製造業、不動産デベロッパー等）、金融機関等にヒアリングする機会を持った。

1. 軟着陸にむかう中国経済

①政府の規制に左右される不動産市場

中国経済の先行きをみる上でポイントの一つと考えるのは不動産市場の動向である。中国においては、これまでも不動産ブームと規制強化を繰り返している。図表1は、主要都市の不動産価格指数の前年伸び率を示しているが、足元ではプラス幅が縮小傾向となっている。それは09年以降、一級都市を中心に不動産価格が上昇したことで、10年4月17日に国務院から「一部都市における住宅価格の速すぎる上昇の抑制に関する通知」¹が発表されたことなどが契機となっている。規制後、一級都市を中心に価格が下落し、住宅販売が大幅減となったことで、不

図表1. 不動産価格指数の推移



¹規制の主な内容は、①1軒目の住宅を購入する場合、住宅ローンの頭金比率を30%以上とする（建設面積90㎡以上）、②2軒目の住宅を購入する場合、住宅ローンの頭金比率を50%以上とし、金利は基準金利の1.1倍以上とする、③（住宅価格が高騰等した地域では）3軒目以上の住宅購入者の住宅ローンを禁止する。

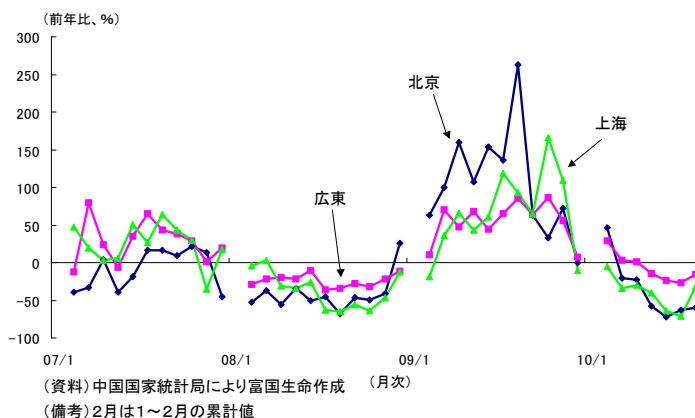
不動産市場に対する悲観的な見方が台頭した。図表 2 は、今回訪問した都市の不動産販売の推移を示しているが、規制発表前後には前年割れとなっており、そのマイナス幅も極めて大きくなっている。しかし、ここ 1、2 ヶ月はマイナス幅の拡大に歯止めがかかり、底打ちの兆しがみられるようになっている。また、今回のヒアリングでも軟着陸できるとの感触を得た。複数のデベロッパーの話は、「規制発表後、供給者側、需要者側ともに様子見姿勢で供給、成約ともに大幅減となったものの、販売価格を 10～15%引き下げたことで、8 月頃から需要者の購入意欲が徐々に上向いている」と要約できる。特に、実需のある中間所得者層が購入する物件の動きが早いようである。例えば、北京で大規模開発を行っているデベロッパーによれば、「近々、第 3 期分の販売を予定しているが、その販売申し込みは高水準にあり、

09 年に販売した時の申し込み率と遜色ない。ただし、住宅販売価格は、規制が発表されたことで当初の予定より 10～15%引き下げた」とのことであった。

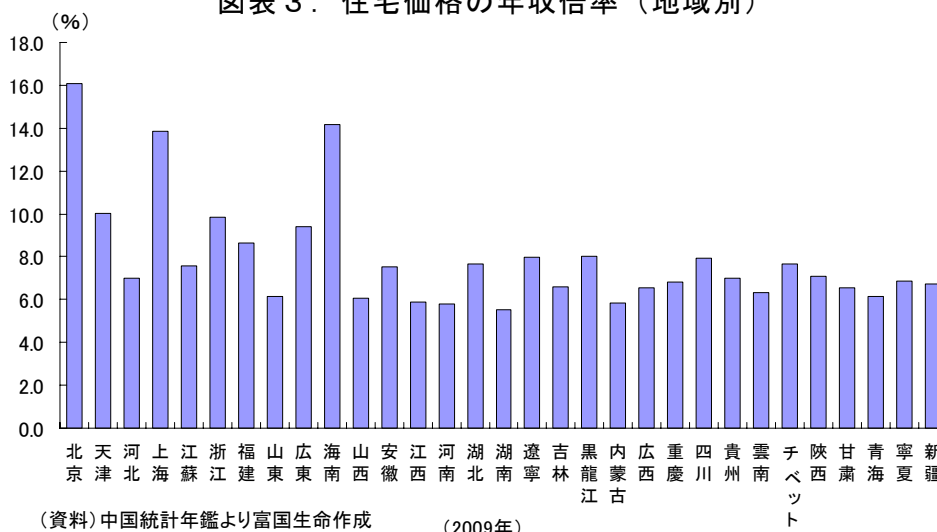
次に、どのくらい住宅価格が上昇しているのかを確認する。図表 3 は、各地域の年収倍率²（住宅価格／平均賃金）を示しているが、供給量の制約がある一方で、流入人口が多い上海、北京やリゾート

地として人気のある海南では 10 倍を大きく超えているものの、他の地域は概ね 6～8 倍となっている。このように北京や上海などの住宅価格は、年収対比でかなり値上がりしているが、比較的低価格な物件を購入する中間層のモデルケース（上海：世帯年収 12～15 万元（約 150～180 万円）、住宅価格 170～200 万元（約 2,100～2,450 万円））を聞いたところ、住宅を購入する際、頭金を 3 割程度用意し、残りを期間 20 年の住宅ローン（利率 5%強）を組むようである。住宅ローン借入額が年収倍率の 5～10 倍であり、

図表 2. 不動産販売面積の推移



図表 3. 住宅価格の年収倍率（地域別）



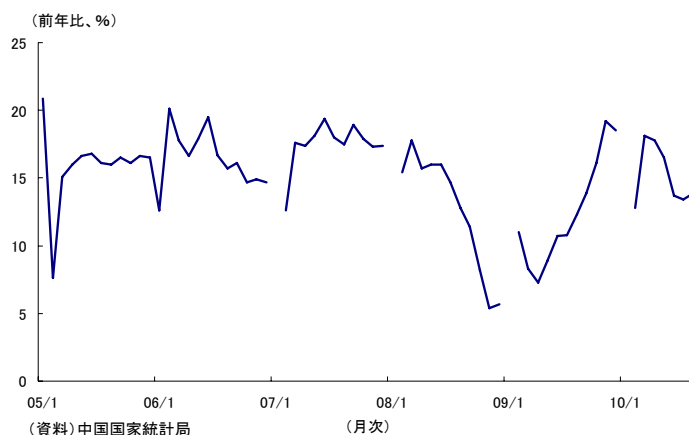
² 年収倍率は、2009年の各地域における平均世帯年収と住宅価格の倍率。住宅価格は、販売面積と販売金額の合計で1㎡あたりの販売単価を算出し、1戸あたり90㎡として算出している。

中には、世帯年収の半分をローン返済にあてる世帯もあると言う。日本の感覚では過度なローンであるが、①夫婦共稼ぎが普通であること、②供給が少ない一方、流入人口が多く、中期的には住宅価格の上昇見込みが強いこと、③世帯年収の伸びが期待できること、などの相違点がある。例えば、当初年収の10倍の住宅ローンを組んでも、毎年10%賃金が上昇すれば、7年経過後、年収倍率はほぼ半減することになり、高度成長期にある中国と日本との単純比較はできない。実際、賃金の動向をみても、平均賃金の上昇率は二桁の伸びが続く中、第12次5ヵ年計画においては所得倍増計画が盛り込まれる予定であり、実需が急激に落ち込む可能性は低いとみられる。不動産市場は地方の税収とも密接に関係している状況において、今回の中央政府の規制は、有効かつ適切とみられ、住宅バブル崩壊によって景気が失速するというシナリオの蓋然性は低いだろう。

②一時的に生産活動は停滞する見込み

足元の生産活動は徐々に勢いが失われつつある。図表4は、鉱工業生産付加価値額の前年比伸び率の推移であるが、ここ数ヵ月伸び率が低くなっている。中でも、鉄鋼、自動車などでは製品在庫が積み上がり、一部では生産調整の動きがみられる。鉄鋼業は、業界再編を急ぐなど企業数が過剰であり在庫が積み上がりやすい状況にあり、また、自動車についても、供給力が余剰となる中、小型車に対

図表4. 工業生産付加価値額の推移



する減税などの消費刺激策の効果が薄れてきたことで、急増していた販売に高水準ながらもブレーキがかかったことが影響している。外資系企業の自動車販売は、概ね好調を維持しているものの、地場のメーカーではディーラー在庫が積み上がり、適正在庫が1~2ヵ月と言われる中、4ヵ月以上になっている企業もあるようだ。

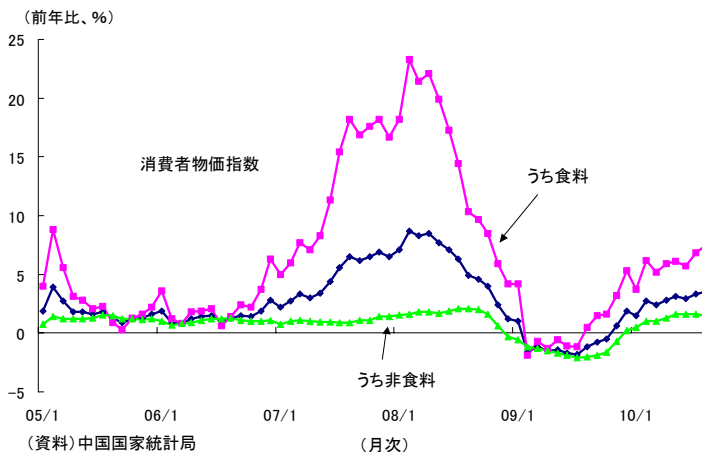
また、懸念されていた欧米先進国の減速に伴う輸出の伸び悩みも一部では現実味を帯びつつあるようだ。今回、電気機器などに部品を供給している企業を訪問したところ、「7月までの受注は良好を維持したものの、8月以降受注が急減している」「10年下期の計画を下方修正した」との声を複数の企業から聞いた。主に最終的な需要は先進国であるとみられ、今後タイムラグをもって受注減の影響が顕在化する可能性があるだろう。

さらに、需要動向以外でも生産の下押し要因がある。今年は第11次5ヵ年計画の最終年にあたり、その計画で単位GDP当たりエネルギー消費量を20%削減する目標が掲げられている。地方政府の幹部にとって、計画の未達成は人事に影響を及ぼすことから、一部地域では、電力消費の多い素材産業を中心に電力供給を制限する動きがあるようである。しかしながら、この生産抑制は実需とかけ離れた要因であるため、新計画に移行する来年以降は解消に向かうと思われる。また、供給過剰を要因とした在庫調整についても、中国国内の内需（消費と投資）はあまりにも急激に伸びた前年と比較すると勢いは弱まっているが、依然として高水準の推移が続いており、調整が徐々に進展すると見込まれる。外需に不安は残るが、他の要因は短期間の下押し要因にとどまるだろう。

③金融政策の引き締めには慎重な姿勢が続く？

前述した不動産規制の強化に加え、人民元の弾力化を行っている状況では、更なる景気抑制政策を採用するのは難しいと思われ、金融政策の先行きに注目が集まる。その金融政策へ影響を及ぼす消費者物価指数の推移をみると、足元では、政府の目標（前年比+3%）を上回る前年比+3.5%となっている。ただし、この上昇要因は、食料品の値上がりが主因であり、非食料の価格は概ね安定して推移

図表 5. 消費者物価指数の推移



している (図表 5)。中国の金融関係者によれば、「先進国の過去の事例を分析すると、3~5%上昇のインフレ率は許容できる範囲である」「食料品の高騰は、洪水など自然災害によるものであって、他の物価は安定している」と認識しており、足元の物価上昇によって直ちに金融引き締めが実施される訳ではないと指摘している。また、金融政策を決定する際には、「物価だけに着目するのではなく、景気情勢を含めて総合的に判断する」とのことである。主に、①国家の安定的発展（経済成長）、②物価水準の安定、③就業の安定、④国際収支のバランスの4つのポイントを重視し判断しているようである。

このような点を踏まえると、足元の景気のスローダウンは政府の想定通りと言える状況であっても、そもそも消費者物価の水準は許容範囲内である上、先進国の減速という火種が燻っている中では、「利上げ」というカードが切られる可能性は低く、インフレを起因とする景気の低迷というシナリオは、当面蓋然性が乏しいと考えられるだろう。ただし、実質マイナス金利であることによる預金金利の引き上げや、預金準備率の引き上げなどの観測は流れているようだ。既に金融当局者も引き上げに言及しており、実現可能性はあるものの、この政策実行のみでとどまれば景気の腰折れ要因にならないだろう。

4. まとめ

今回の中国訪問で感じたことは、政府関係者が言及しているように、政府の思惑通りの景気過熱抑制であり、非常時モードから安定成長に向けた舵取りが今のところ有効に機能していることである。また、不動産規制や金融政策（利上げ）については、高インフレなどを背景に、政府の意図しない政策を選択しなければならなくなる事態は当面避けられそうである。欧米先進国への輸出などに若干不透明感が残るものの、内需については、生産の調整を経た後、概ね順調に推移すると見込んでいる。金融環境をみても、既にプラス幅が縮小傾向にあったマネーサプライの伸びは、8月には昨年11月以来の拡大に転じている。また、政治的なサイクルでは、来年には第12次5ヵ年計画がスタートし、12年は指導者の交代の時期にあたり、中央・地方ともに次の人事異動を前に功績をあげるというインセンティブが働くことになる。これらを踏まえると、中国経済は、景気過熱局面の調整から軟着陸する可能性が高いだろう。

(財務企画部 森実 潤也)