

2023. 9. 13



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

苦境に陥る中国経済

～不動産不況と対中直接投資の減少が重荷に～

ポイント

- 碧桂園の自転車操業は続く。政府は金融危機への発展だけは全力で阻止すると考えられるが、長引く不動産不況や対中投資の減少が、慢性的な経済への下押し圧力として残る可能性は低くない
- 不動産投資規制の大幅緩和にもかかわらず、市況が上向く兆しは乏しい。元々は、高騰を続ける不動産価格が格差拡大と社会の不安定化の象徴との認識のもと、投資規制を強めてきた経緯があり、習近平政権は悩ましい。当面は、理念と現実のはざまで経済運営のバランスに苦慮する状況が続こう
- 習近平政権の経済運営手法や、米中対立の長期化が、中国の中長期的な成長性への疑念につながっている。中国経済の「日本化」もありえなくはない

1. 中国の不動産不況は長引く

中国経済が苦境に陥っている。コロナ禍後の反動増が期待される状況にもかかわらず、4-6 月期実質 GDP 成長率は前期比+0.8%（1-3 月期：同+2.2%）と、早くも息切れが明らかになった。若年層の 6 月の失業率は 21.3%に達し、政府は 7 月から発表を止めてしまった。

恒大集団や碧桂園の経営危機に象徴されるとおり、長引く不動産不況の影響が大きい。碧桂園の経営危機が表面化したきっかけは、8 月 7 日が支払期限の 2,250 万ドルのドル建て社債の利払いができなかったことだった。デフォルト（債務不履行）認定までは 30 日の猶予期間が設けられていたが、期限切れ間際に支払いを実施、その後到来した複数の人民元建て社債の償還も期限延長の同意を取り付けるなど、なんとかデフォルトは逃れている。ただ、年内にはさらに 20 億ドル前後の元利払いを控えているとされている。向こう 1 年だと 150 億ドル近くに達する。碧桂園は、新規の販売増が見込めないなか、手持ちの不動産を投げ売りしてキャッシュを用意する必要があり、引き続き自転車操業を強いられる。

碧桂園の債務残高は恒大集団の 60%程度だが、抱えるプロジェクトは 3000 件を超え、恒大集団の約 4 倍に上っている。住宅の引き渡しが進んでいない契約負債が 6,681 億元に達するなど、国民生活へ直接与える影響も大きい。無秩序な破綻ということになれば、恒大集団を上回る負のインパクトを経済にもたらす可能性がある。最悪のシナリオは、これが大手銀行を巻き込んだ金融危機に発展することだが、そこまで行く可能性は高くないかもしれない。経済の問題というより、習近平氏の面子と国家的体面に関わる問題であり、米中対立にも負の影響を及ぼすのは確実である。中国政府はこれまで、民間企業の個別救済は慎重に避けてきたが、いざとなれば碧桂園の救済はもとより、大手銀行への資本注入等、大胆な財政的措置も躊躇しないとみられる。事前に議会に諮るといった民主主義のコストがかからないのが、危機管理の際は強みを発揮する。

2. 慢性的な影響は残る

ただ、急性的な危機は避けられたとしても、長引く不動産不況が慢性的な経済への下押し圧力として働く可能性は低くない。政府はすでに不動産政策の方針転換を図っているが、今のところ不動産市況が反転する兆しは乏しい。7月24日に開催された中央政治局会議では、これまで繰り返し言及してきた「住宅は住むためのものであり、投機のためのものではない」という文言が削除され、「不動産政策の調整・最適化を行なう」という文言を追加した。その後、最大80%だった2軒目の住宅購入の頭金比率を最低30%に引き下げるなど、各種の規制緩和に踏み切っている。以前であれば、少しでもブレーキを緩めれば不動産市場は簡単に吹き上がるというのがパターンだったが、今回はどうも様相が異なる。

習近平政権は悩ましい。大規模な財政支出で不動産市場や景気を支えるという手段は残っているが、リーマンショック後に打ち出した「4兆元の景気対策」が、地方政府傘下の投資会社である融資平台に不良債権の山を作り出した反省もあり、財政支出の拡大には依然及び腰である。足元で融資平台には約66兆元の債務残高があり、これだけでGDPの約60%に達する。地方政府の債務が約40兆元、中央政府の約30兆元と合わせ、合計すると名目GDPの121兆元（2022年）を上回る。規模の割には効果が乏しく、いたずらに政府債務を積み上げるだけに終わった1990年代の日本の景気対策の経験も念頭にあるかもしれない。元々は、高騰を続ける不動産価格が格差拡大と社会の不安定化の象徴との認識のもと、3つのレッドライン等、ここまで投資規制を強めてきた経緯もある。当面は、理念と現実のはざままで経済運営のバランスに苦慮する状況が続くだろう。

かつての日本同様、国民の「不動産市場の右肩上がり神話」が崩壊したのだとすると、政策的に不動産市場を支えるのは今後も苦しい。2022年末時点の人口が61年ぶりに前年を下回ったことも明らかになっており、そうした悲観的なストーリーが広がりやすい素地も整っている。

3. 中長期的な成長力への疑念が台頭

不動産不況だけではなく、習近平政権の左寄りかつ強権的な経済運営手法や、米中対立への不安が、ここへきて中国への投資を控える動きにつながっている点も見逃せない。4-6月期の対中直接投資は前年同期比で87%減と、過去最大の落ち込みを記録した。このまま資本の純流出が続けば、人民元売りとのスパイラルを引き起こしかねない。

2020年以降の巨大IT企業への規制強化、ゼロコロナ政策、上海ロックダウン、学習塾の経営禁止（非営利団体化）等の一連の政策は、中国经济にとって最も大きなリスクが政治的リスクであることを改めて印象付けた。アリババの創業者であるジャック・マー氏が一時行方不明になったのは象徴的で、あれほど中国经济の発展に貢献した巨人であっても、虎の尾を踏んだら最後どうなるかを全世界が目当たりにした。学習塾の件もやはり、起業家や投資家は、苦勞して育て上げた企業が鶴の一声で、しかも一夜にして奪われるリスクを否が応でも意識せざるをえなくなった。

米中対立、特に半導体輸出規制の影響も大きい。中国政府は先端部品の内製化を推進しているが、こうした環境・体制下で、イノベーションの持続は難しいのではないかと。これは中長期的な生産性の伸び悩みを通じ、潜在成長率の押し下げ要因となる。中国经济の「日本化」がだんだん冗談に聞こえなくなってきた。

4. 世界経済への影響

政府は2023年の実質GDP成長率の政府目標を「5.0%前後」と発表している。前年の目標よりも0.5ポイント低い水準だったが、これも達成困難との声が増えつつある。世界経済への影響が問題になるが、不動産については中国国内の問題であり、リーマンショック時のように金融危機が世界に伝播する可能性は低い。その可能性が少しでもあるのだったら、NY株や日本株はとっくに急落していただろう。ただ、世界第二の経済大国が失

速ということになれば、需要減を通じ世界経済に相応の下押し圧力がかかるのは避けられない。当社の経済モデル（OEGM）では、向こう1年の中国経済の成長率がベースラインから1%下がると、世界経済には0.22%の下押し圧力がかかることが示される。特に、中国経済と関係が深い新興国への下押し圧力が大きい。中国経済の動向は世界経済の大きなリスクである。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●株式会社明治安田総合研究所 〒102-0073東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411