

独立行政法人 経済産業研究所 (RIETI)



BBLセミナー プレゼンテーション資料

2024年3月28日

「ポストバブルの中国経済」

関 志雄

※資料からの引用は不可

<http://www.rieti.go.jp/jp/index.html>

ポストバブルの中国経済

シニアフェロー

関 志 雄

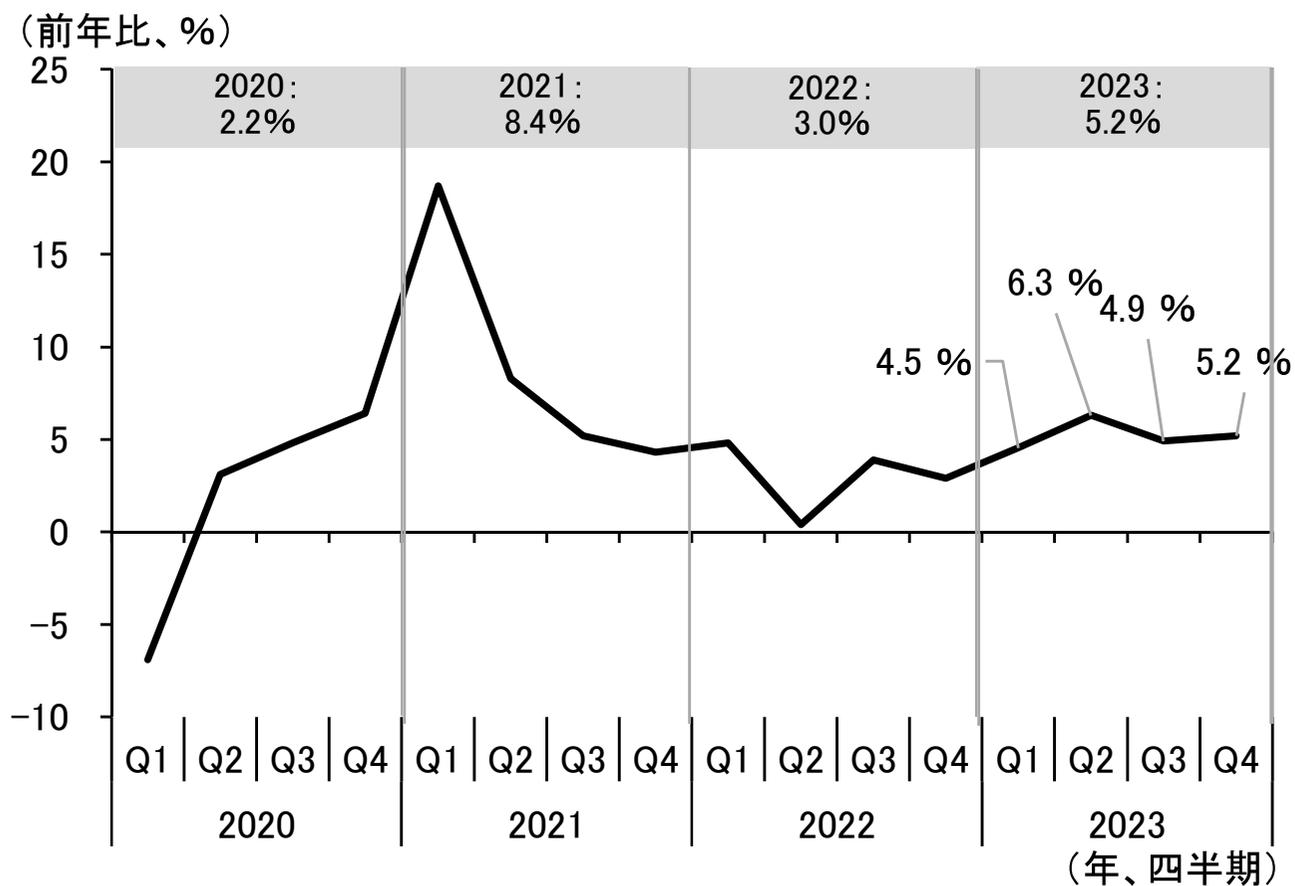
2024年3月28日

野村資本市場研究所

今日のテーマ

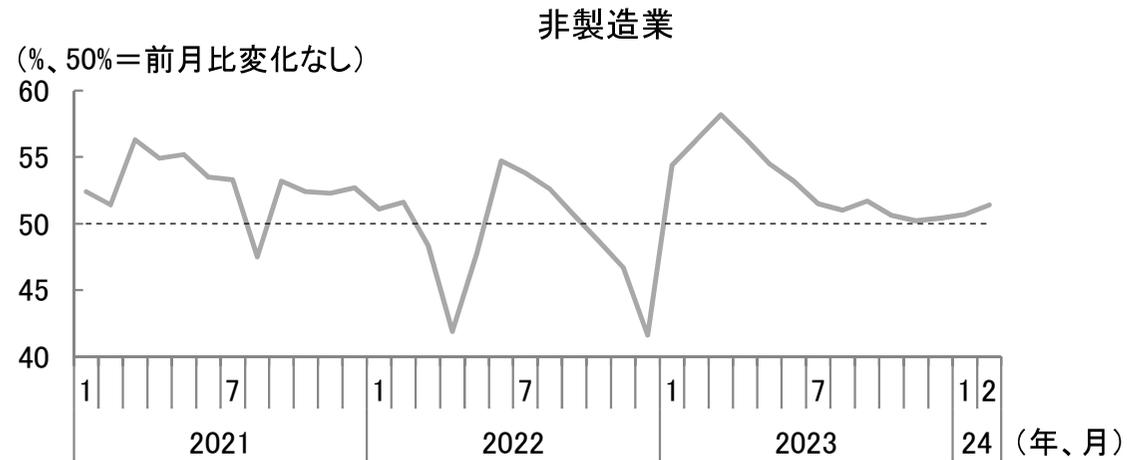
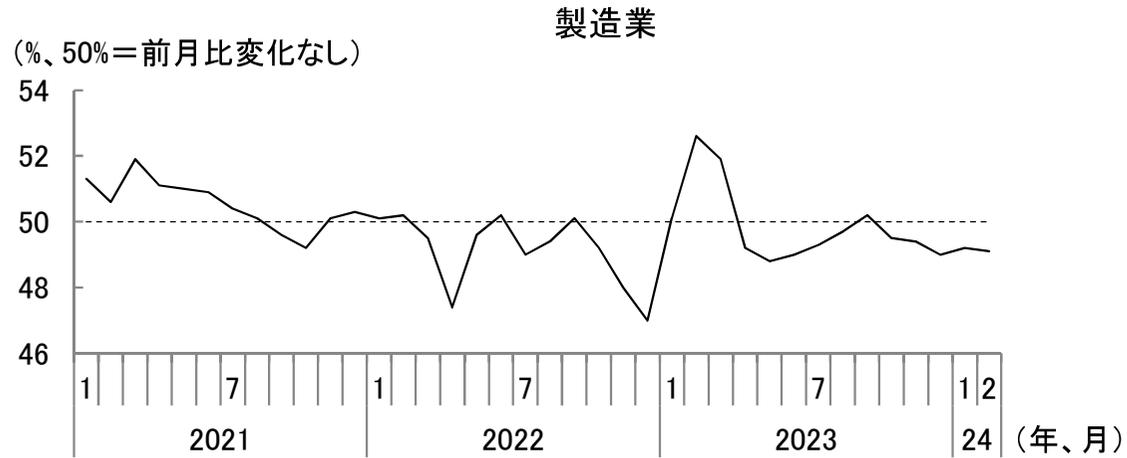
- 長引く住宅不況
 - 避けられないバランスシート調整
 - 景気回復の重荷に
- 潜在成長率の低下
 - 市場化改革の後退
 - 労働力の減少と貯蓄率の低下
 - 顕著になった米中デカップリング
 - 生産性の上昇のカギとなるとなる民営企業の発展

中国における実質GDP成長率の推移



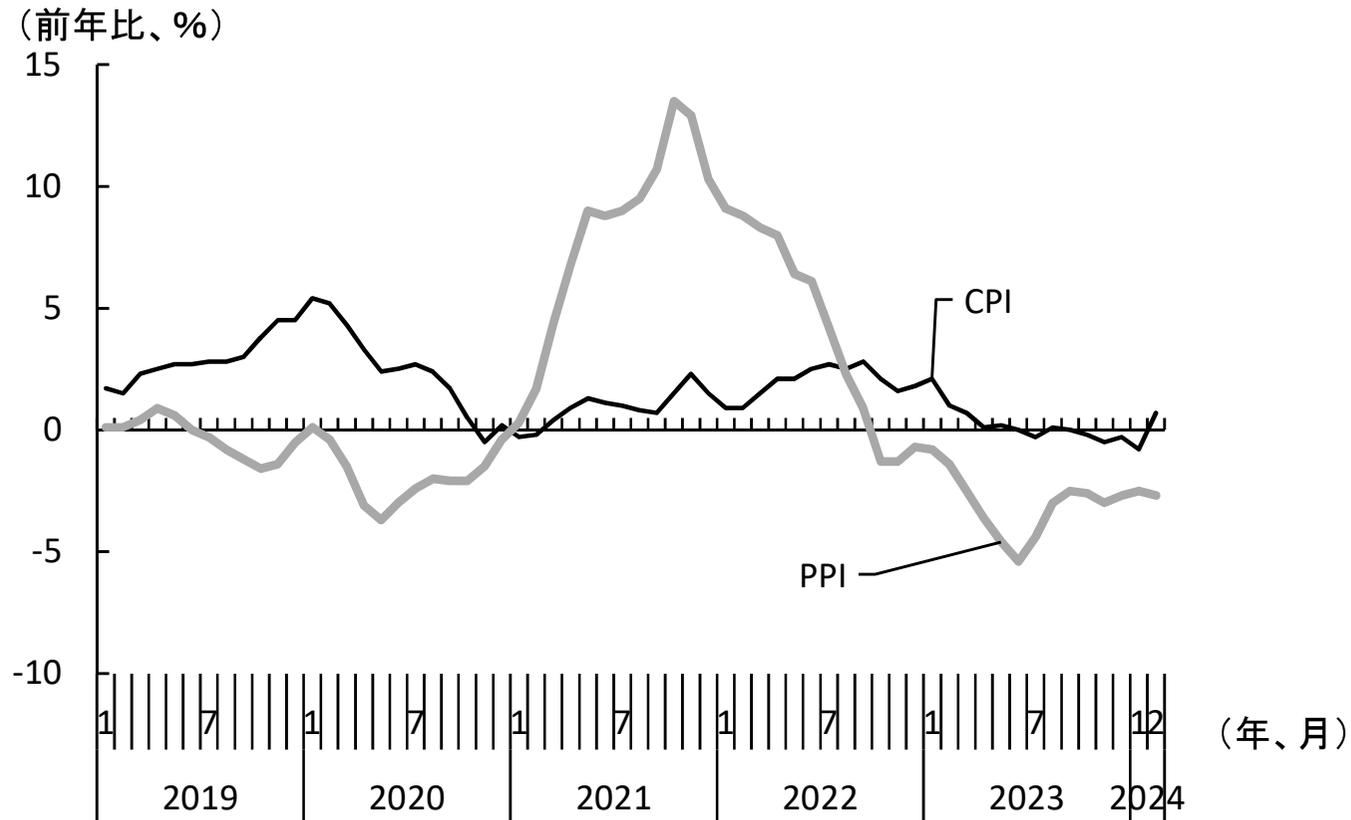
(出所) 中国国家统计局より野村資本市場研究所作成

購買担当者景気指数(PMI)の推移



(出所) 中国国家统计局より野村資本市場研究所作成

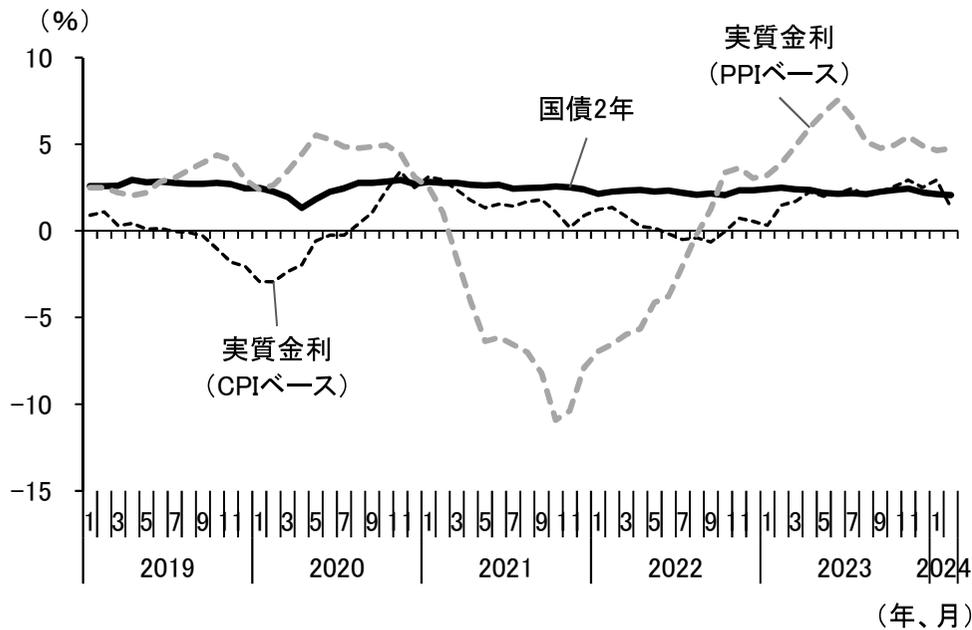
中国におけるCPI（消費者物価指数）PPI（生産者物価指数）の推移



(出所) 中国国家统计局より野村資本市場研究所作成

実質金利の上昇と内外金利差の拡大の影響

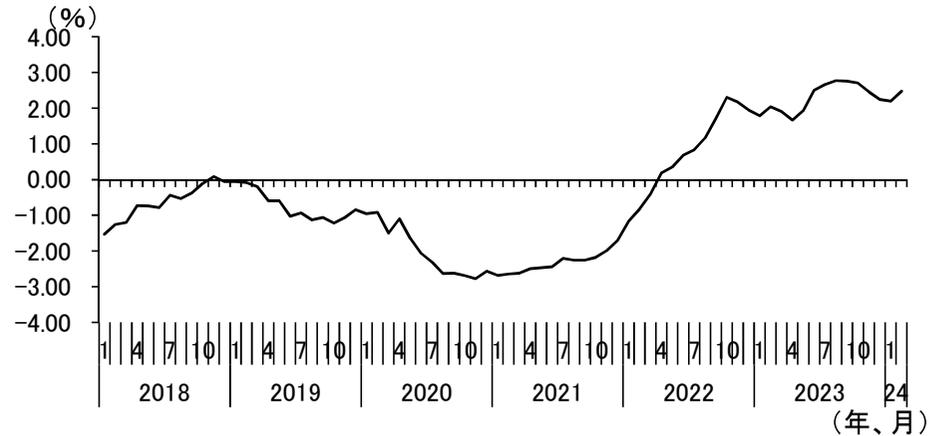
中国における名目と実質金利の推移



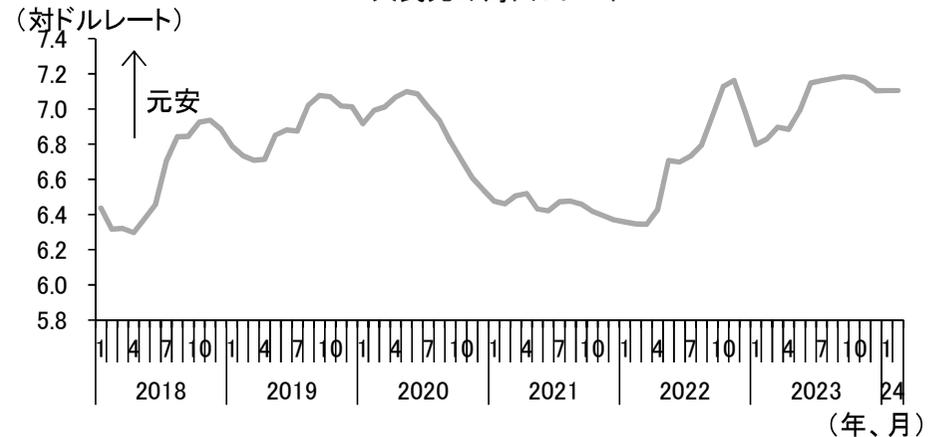
(注) 実質金利=名目金利-インフレ率 (CPIまたはPPI)
 (出所) CEICデータベース (原データは全国インターバンク同業コールセンターおよび中国国家统计局) より野村資本市場研究所作成

内外金利差と連動する人民元レート

米中金利差(2年物国債)

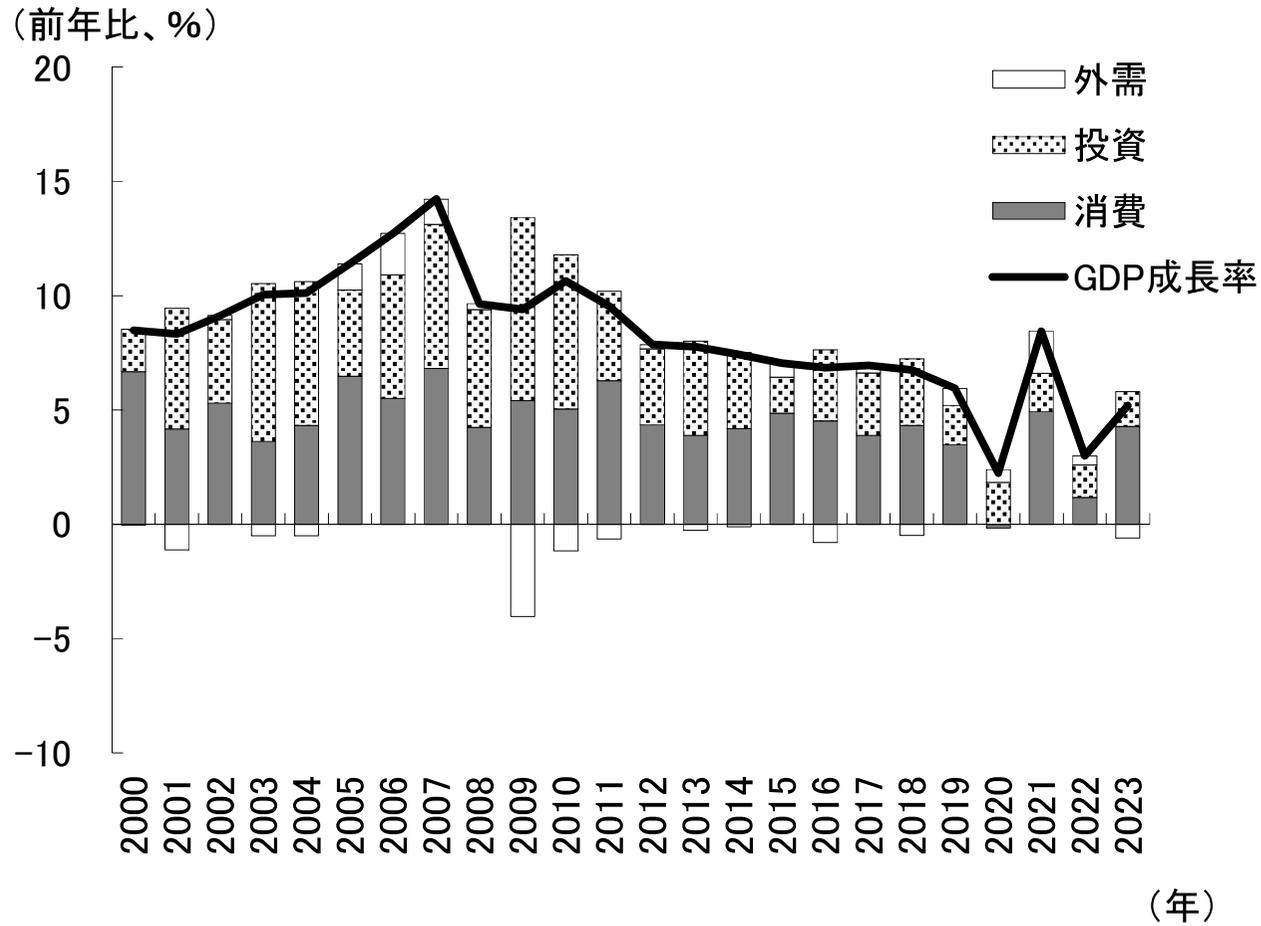


人民元の対ドルレート



(出所) CEICデータベース (原データはFederal Reserve Board および中国国国家外為管理局) より野村資本市場研究所作成

GDP成長率の需要項目別寄与度の推移



(出所)CEICデータベース(原データは中国国家统计局)より野村資本市場研究所作成

不動産開発企業の債務危機の進行

- 中国では、不動産開発企業は経済成長や都市化の波に乗って、借金に頼って住宅建設を進め、高い利益を得ていた。その一方で、住宅を対象とする投機も盛んになり、住宅価格はバブルの域に達した。
- 政府は、バブルの崩壊に伴う金融リスクを防ぐために、2010年から頭金と住宅ローン金利の下限や家計ごとに購入できる軒数といった制限を導入した。これに加え、2020年に不動産開発企業を対象に、「三つのレッドライン」(「三道紅線」)を設けた。
 - ①(前受金控除後の)総資産に対する総負債の比率が70%を上回ってはならない
 - ②自己資本に対する負債の比率が100%を上回ってはならない
 - ③保有する現金に対する短期負債の比率が100%を上回ってはならない
 - 「三つのレッドライン」を同時に突破した企業は、有利子負債を増やしてはならない。
- これらの政策により、不動産開発企業の資金繰りは悪化した。業界大手である恒大グループは、2021年9月にドル建て債券の利払いを滞納し、破産の危機に陥った。恒大グループの債務危機は、その後、他の不動産開発企業にも波及した。
 - 中国における不動産開発企業の2020年の売上ランキングトップテンのうち、恒大グループ(第二位)のほかに、碧桂園(第一位)、融創(第四位)、緑地(第七位)、世茂(第八位)も債務不履行または返済猶予という状態に陥っている。
- 多くの不動産開発企業は、事実上債務超過に陥っており、債権者との交渉を通じて、債務再編を進めざるを得ない。その一部(主に民営企業)は倒産する、または他社(主に国有企業)に吸収合併されるだろう。

恒大グループと碧桂園の債務構成(2022年末)

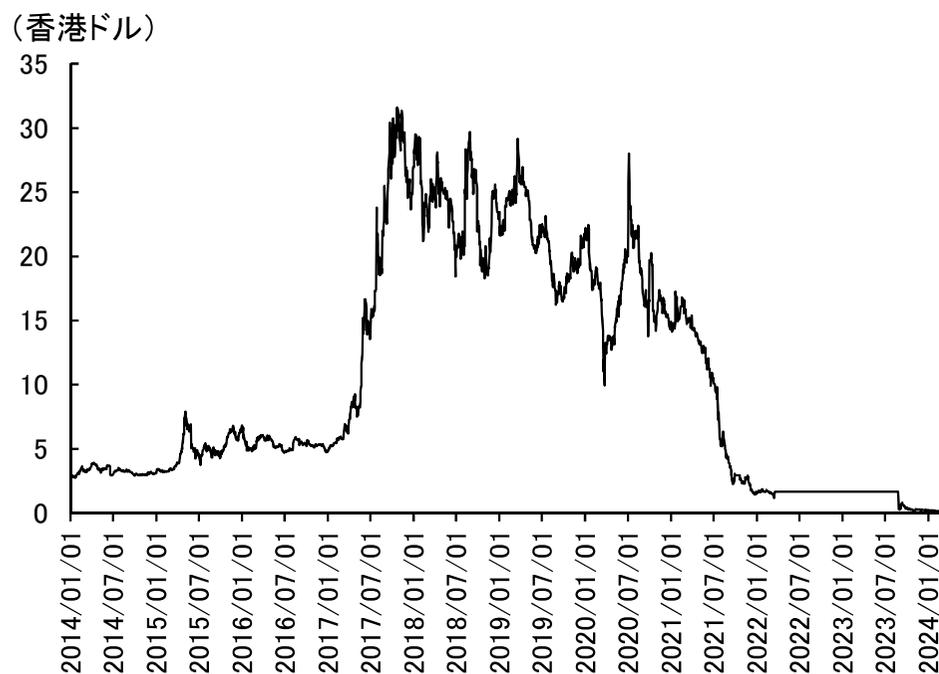
	恒大グループ		碧桂園(カントリー・ガーデン)	
	金額(億元)	シェア(%)	金額(億元)	シェア(%)
予約販売の前受金	7,210	29.6	6,682	46.6
銀行などからの借入金	6,124	25.1	2,713	18.9
取引先に対する未払い金	10,023	41.1	4,374	30.5
その他	1,017	4.2	581	4.0
合計	24,374	100.0	14,350	100.0

(出所) 中国恒大グループ「2022年12月期年度決算発表」2023年7月17日、碧桂園「2022年12月期年度決算発表」2023年3月30日より野村資本市場研究所作成

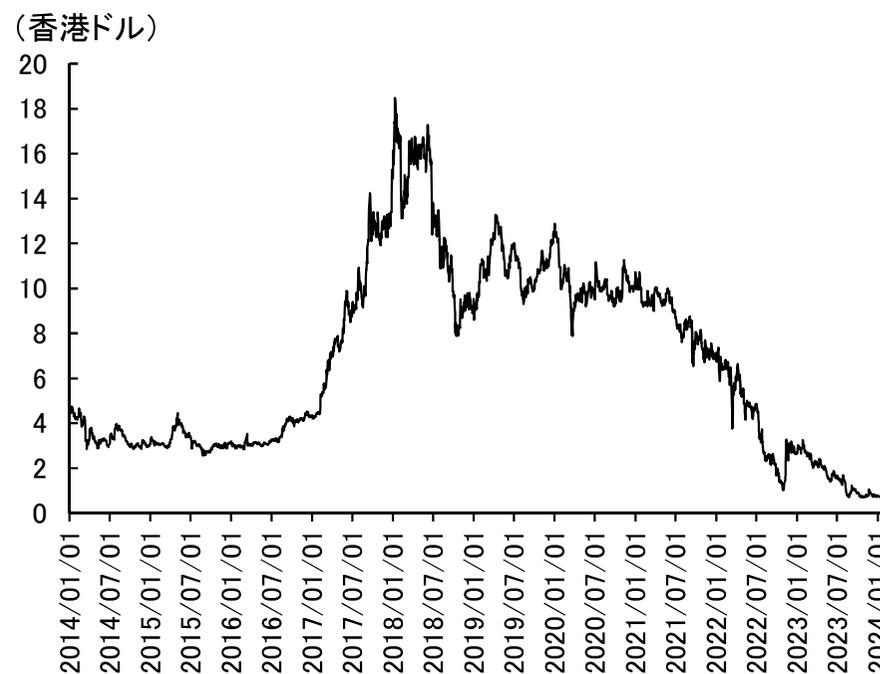
- 2023年6月末現在、恒大の債務は資産を6,442億元上回っている(中国恒大グループ「2023年6月30日までの6ヵ月の会計監査前の中間業績公告」2023年8月27日)。

恒大グループと碧桂園の株価の推移

恒大グループ



碧桂園 (カントリー・ガーデン)



(出所) Bloombergより野村資本市場研究所作成

避けられないバランスシート調整

- 不動産開発企業の大規模な債務再編と倒産は、住宅価格の下落とともに、他の部門の純資産の減少、ひいてはバランスシート調整をもたらしている。
 - 銀行は、不動産関連の融資の一部が不良債権になり、経営の健全性を保つために、全体の融資を抑えなければならない。
 - 多くの不動産開発企業の取引先は、建材や工事代金などの未収金の一部が回収できなくなり、倒産を余儀なくされている。その中には多くの中小企業が含まれている。
 - 多くの家計はローンを組んで住宅を取得しているため、住宅価格の低下は、純資産の減少を意味する。この負の資産効果により、消費が抑えられる。中でも、未完成住宅の購入者は、いつまで待てば物件が引き渡されるかという不安に晒されることになる。
 - 景気の低迷に加え、国有地の使用権の売却によって得られる土地譲渡金収入の急減を受けて、地方政府の財政状況が急速に悪化している。その上、地方政府が設立した多くの融資プラットフォーム会社は、土地を担保に銀行などの金融機関から巨額融資を受けているが、土地価格が低下する中で、資金調達が困難になるだけでなく、返済が滞るリスクが高まっている。

中国における住宅市場の主要指標

(前年比、%)

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
住宅開発投資	13.4	13.9	7.6	6.4	-9.5	-9.3	-9.7
着工面積	17.2	8.5	-1.2	-11.4	-39.4	-20.4	-29.7
販売面積	2.2	1.5	3.2	1.1	-26.8	-8.2	-24.8
在庫面積	-16.8	-10.4	-0.4	1.7	18.4	22.2	23.8
地方政府の土地譲渡金収入 ^(注)	25.0	11.4	15.9	3.5	-23.3	-13.2	-
70大中都市の住宅価格	10.6	6.8	3.7	2.0	-2.3	-0.9	-1.9

(注)在庫面積と住宅価格は期末値。2024年は1-2月(期末値は2月)。

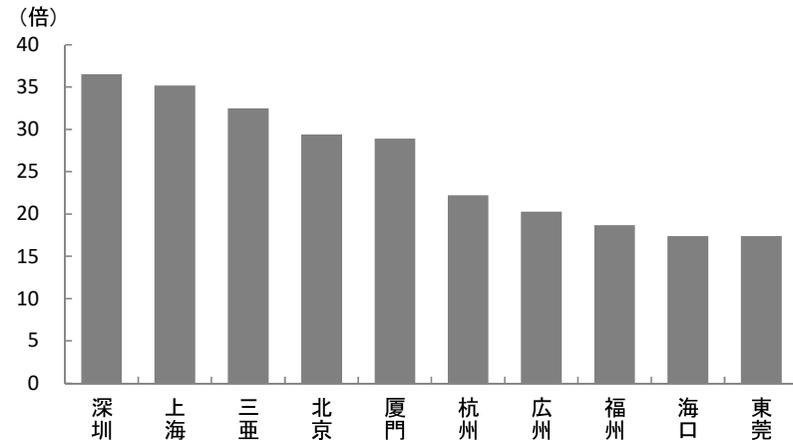
(出所)中国統計摘要2023および中国国家統計局サイトより野村資本市場研究所作成

- 2022年11月に「三つのレッドライン」は実質上撤廃され、それを前後に住宅購入制限も大幅に緩和されたが、住宅市場の低迷が続いている。
 - 住宅開発投資、着工面積、住宅販売面積は前年の水準を下回る状況が続いている。
 - 住宅価格(70主要都市の平均)は、一部の地域において値下げ制限が実施されていることもあり、公式の統計では2023年2月現在、2021年8月のピーク時の水準と比べて4.9%しか下落していないが、実態がより深刻である。

短期的には住宅市場の回復が見込めない

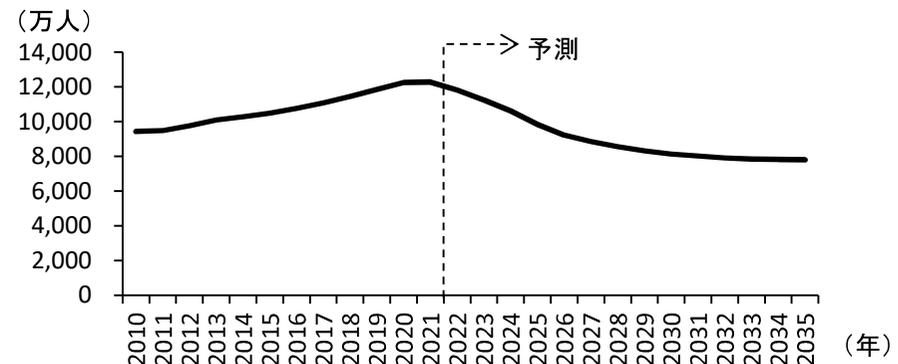
- 住宅価格は対可処分所得比で見てまだ高い。
- 在庫のレベルが高く、それを消化するには時間がかかる。
- 住宅市況が低迷する中で、価格の上昇を見込んだ投機的需要(二軒目以降の購入)は細くなる。
- 住宅の一次取得者が集中する30-34歳の人口は低下傾向に転じている。今後、住宅に対する実需の減少は止まらないと予想される。
- 出稼ぎ農民の都市部での定住に伴う住宅需要があるが、彼らの収入レベルでは、市場価格での購入は困難である。

住宅販売価格の対世帯可処分所得比 (2022年)



(出所) 諸葛找房数据研究中心「2022年百都市の住宅価格収入比は持続的に下落 一線都市の住宅購入負担が高まる」(2023年2月10日)より野村資本市場研究所作成

住宅購入者が最も多い30-34歳の人口の推移



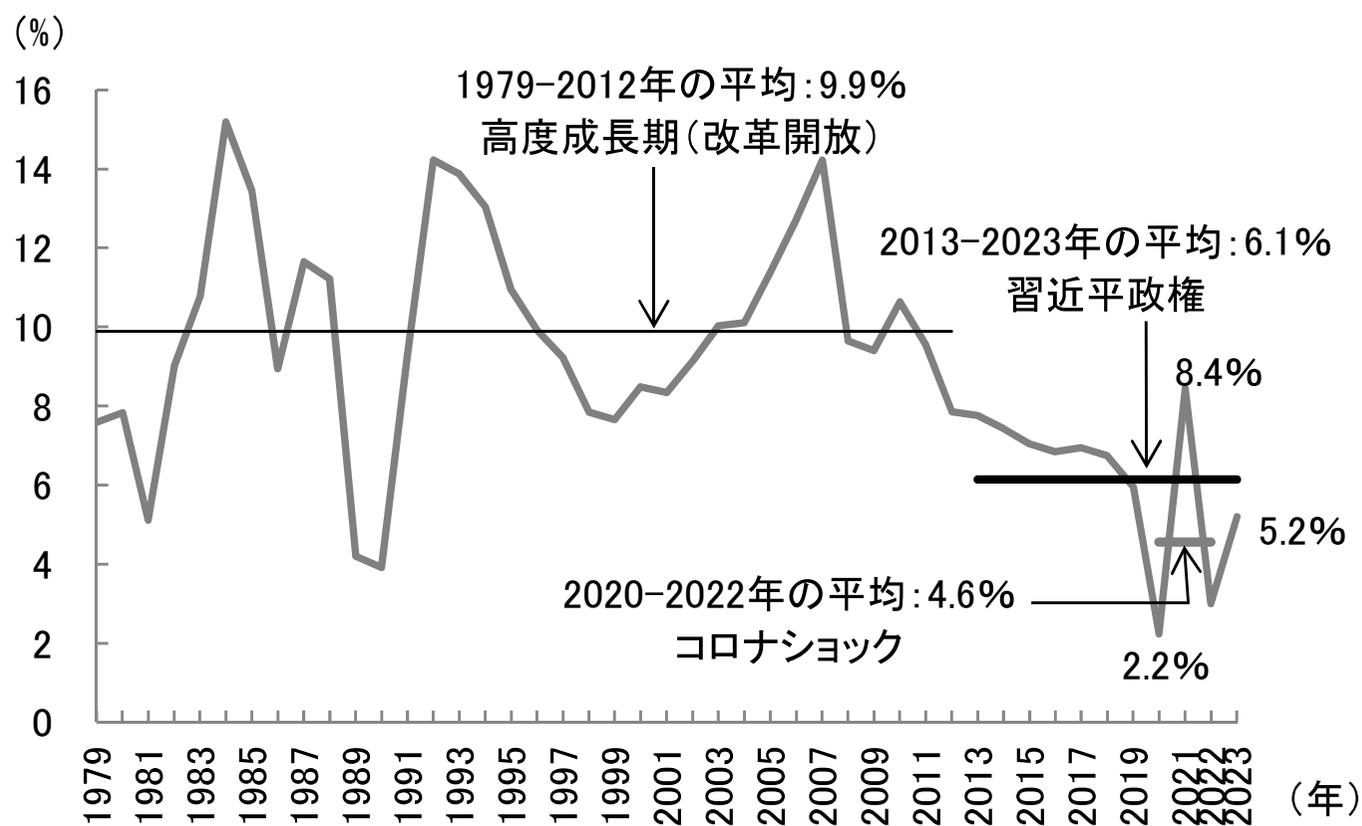
(注) 予測は国連の推計による。

(出所) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, *World Population Prospects 2022*より野村資本市場研究所作成

景気回復の重荷に

- 住宅開発は中国経済を牽引してきた重要な産業である。住宅市場の調整は、コロナ禍からの景気回復の足を引っ張っている。
 - 各部門のバランスシート調整は、銀行による貸し渋りと企業と家計による「借り渋り」を通じて、投資と消費の拡大を抑えている。
 - 住宅開発投資は、GDPの約1割を占めており、2023年には前年の水準を9.3%下回っている。これにより、GDP成長率が0.93% ($9.3\% \times 10\%$) 押し下げられるという計算になる。
 - 土地譲渡金収入は、全国の財政総収入の約4分の1を占めており、住宅市場の調整を背景に、大幅に落ち込んでいることにより、インフラ関連を中心に、公共投資も抑制されている。
- 日本では、1990年以降、バブルの崩壊を受けて、経済は後に「失われた30年」と呼ばれるようになった長期低迷に入った。その轍を踏まないために、中国は銀行部門の不良債権の処理や不動産開発企業の債務再編を中心に対策を急がなければならない。
- 幸いなことに、中国における主要銀行がほとんど国有であり、万が一の際に、政府による救済が予想されるため、銀行の倒産による金融危機の発生は避けられるだろう。

中国における実質経済成長率の推移



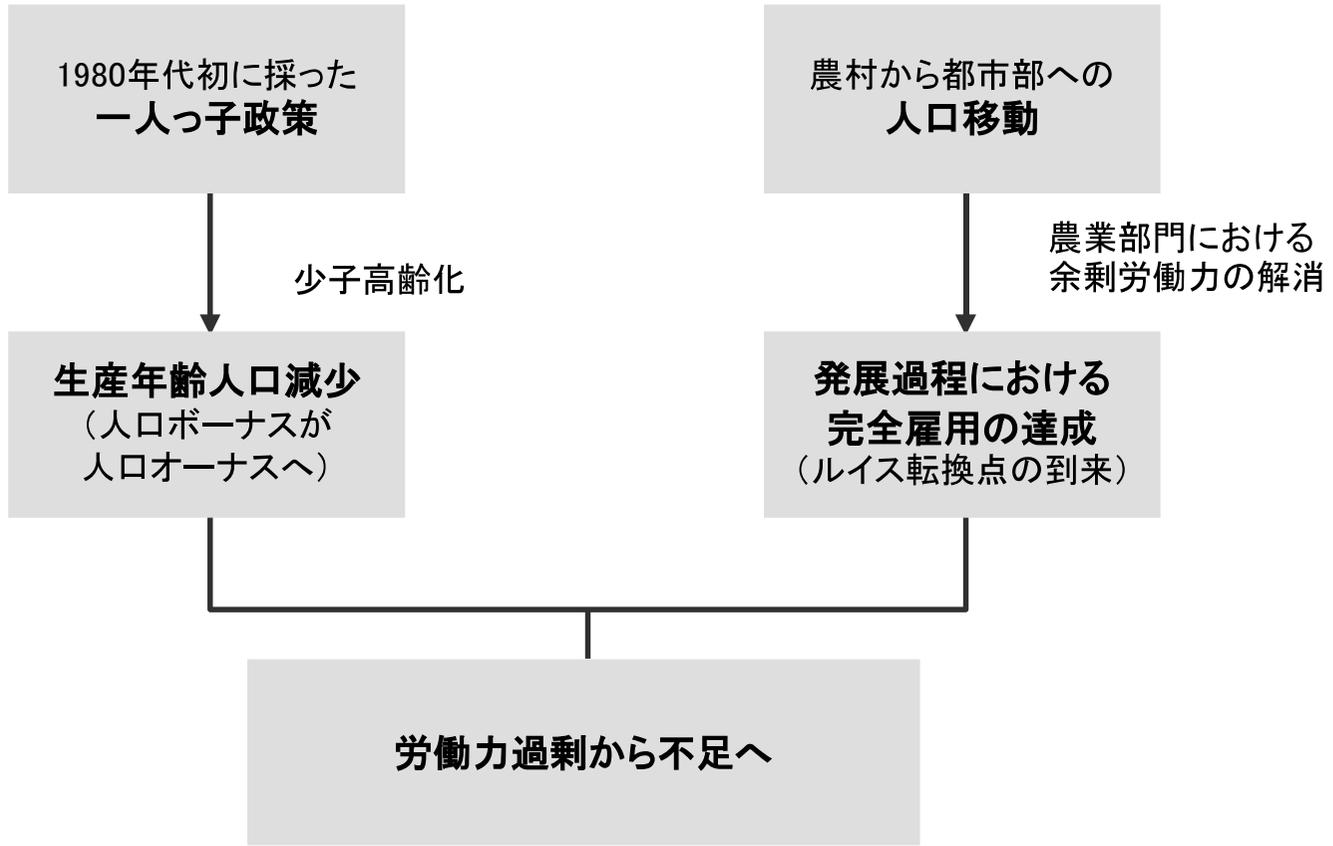
(出所) 中国国家統計局より野村資本市場研究所作成

見直される鄧小平路線(経済)

	鄧小平路線	習近平路線
経済成長	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 高成長を通じて経済規模の拡大を目指した。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 「革新、協調、グリーン、開放、共有」という理念を体現した「質の高い発展」を追求している。
市場と政府の役割	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 資源配分における市場の役割を重視した。 ▪ 経済改革を、市場化を中心に進めた。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 資源配分における政府の役割、中でも産業政策、イノベーションにおける挙国体制を重視している。
所得分配	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 経済発展を優先すべく、「先富論」を根拠に、格差の拡大を容認した。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 格差を是正すべく、貧困撲滅に力を入れ、「共同富裕」を目指している。
所有制	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 市場化改革の一環として、国有企業の民営化などを通じて、国有企業の退場と民営企業の発展(国退民进)を推進した。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 大きくて国際競争力を持つ国有企業を育成する一方で、民営企業への規制を強化している。これを背景に、「国進民退」という現象は顕著になった。
対外開放	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 西側諸国と良好な関係を維持し、WTOへの加盟などを通じて経済のグローバル化を進めた。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 米中デカップリングに備えて、国際循環への依存度を減らし、「国内大循環」を主体とする「双循環戦略」を進めている。

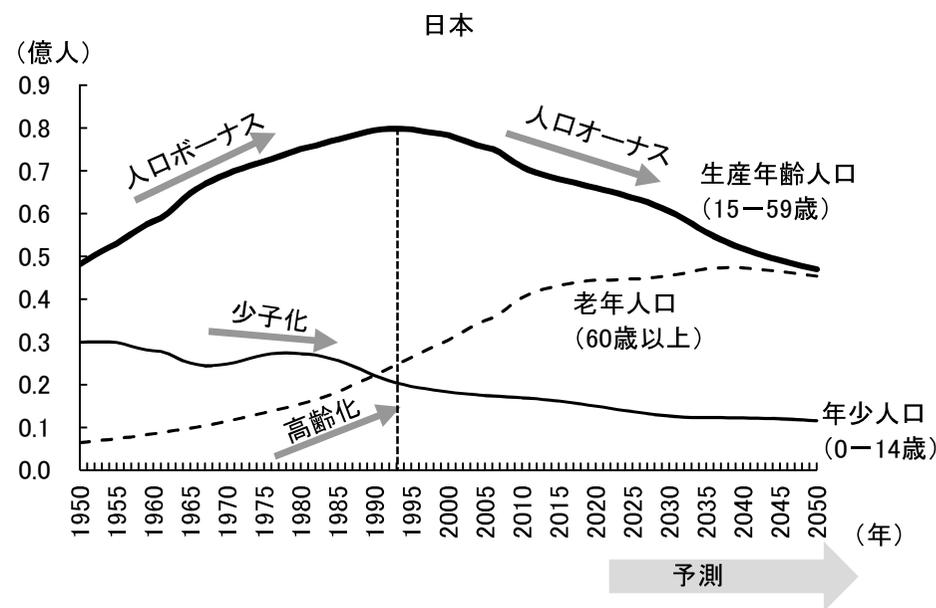
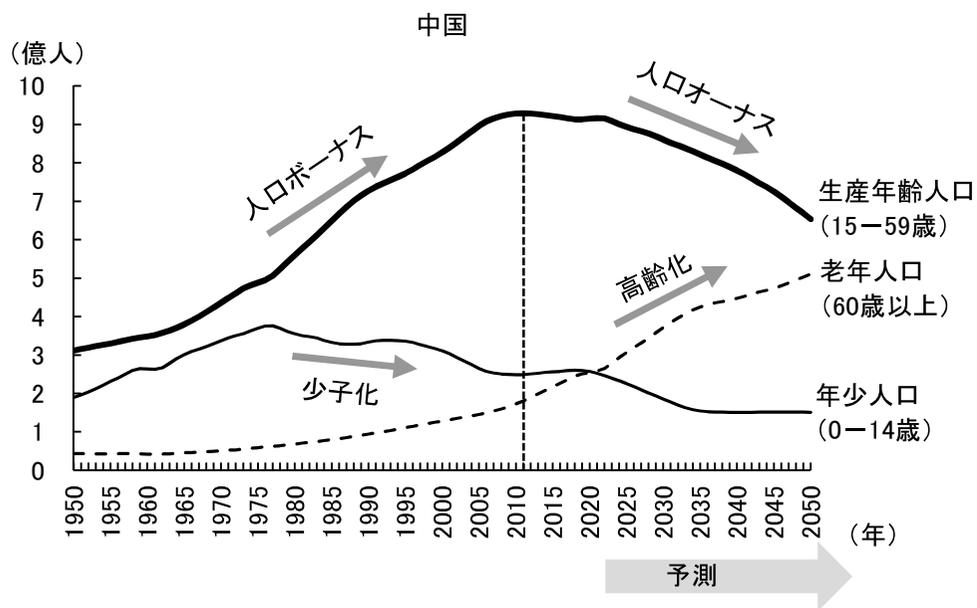
(出所) 共産党大会報告などより野村資本市場研究所作成

労働力過剰から不足へ



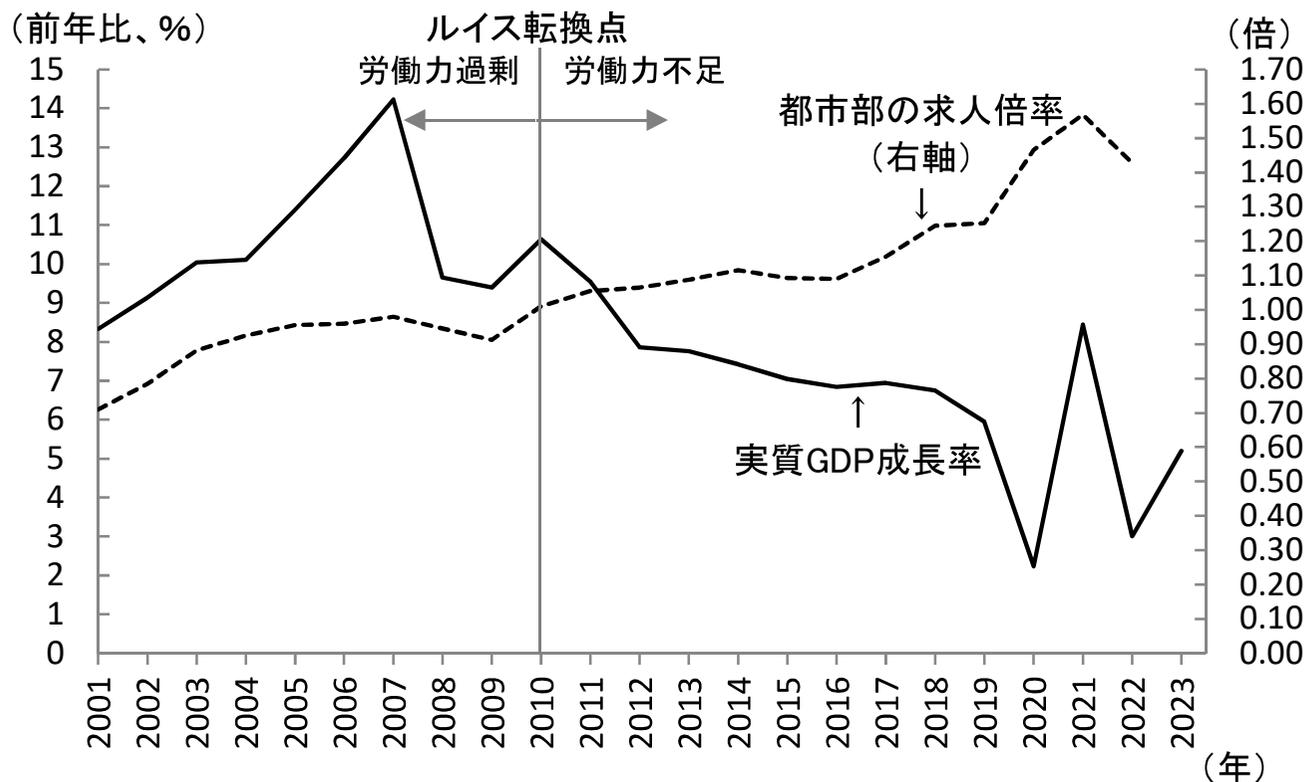
(出所) 野村資本市場研究所作成

中国における年齢別人口の推移 —日本との比較



(出所) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, *World Population Prospects 2022*より野村資本市場研究所作成

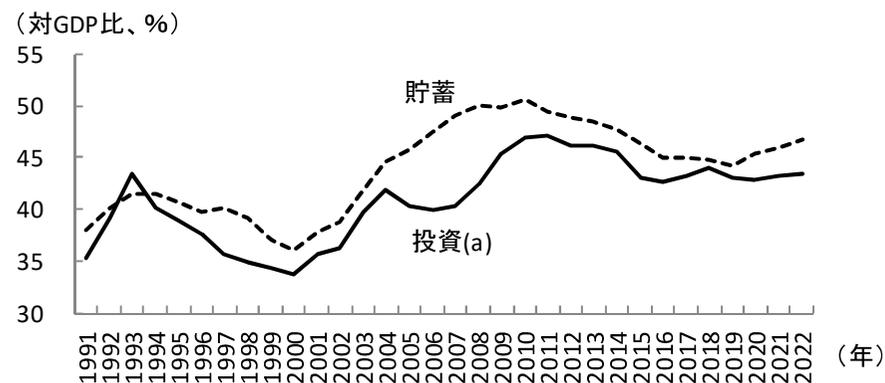
中国における経済成長率と都市部の求人倍率の推移



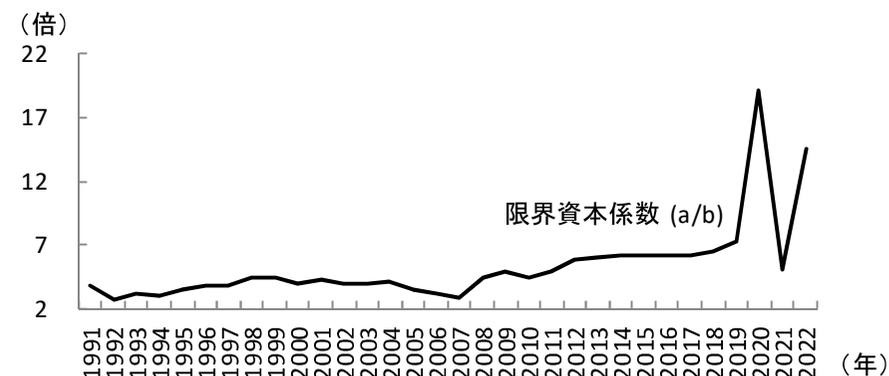
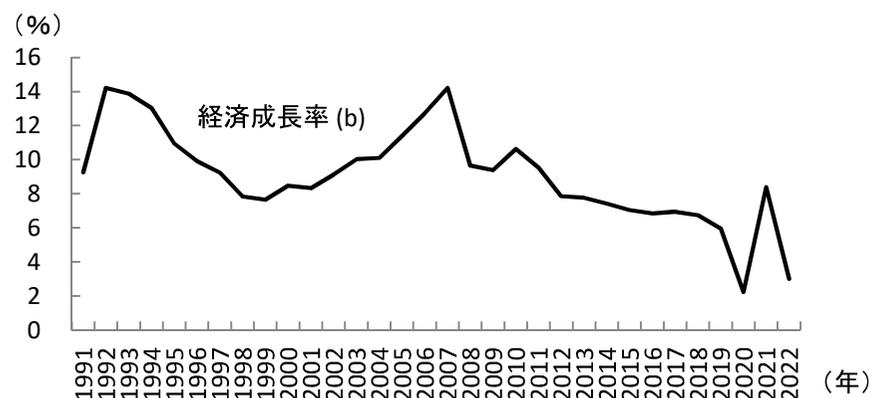
(注) 中国の都市部の求人倍率は、約100都市の公共就業サービス機構に登録されている求人数／求職者数によって計算される。

(出所) 中国国家统计局、人力資源・社会保障部の統計より野村資本市場研究所作成

中国における貯蓄・投資の対GDP比、経済成長率、 限界資本係数の推移



- 貯蓄は投資の資金源である。2010年以降、貯蓄率とともに投資比率も低下しており、このことは、成長率の低下につながっている。
- 成長率が投資比率以上に低下しており、限界資本係数の上昇が示しているように、投資効率は悪化している。

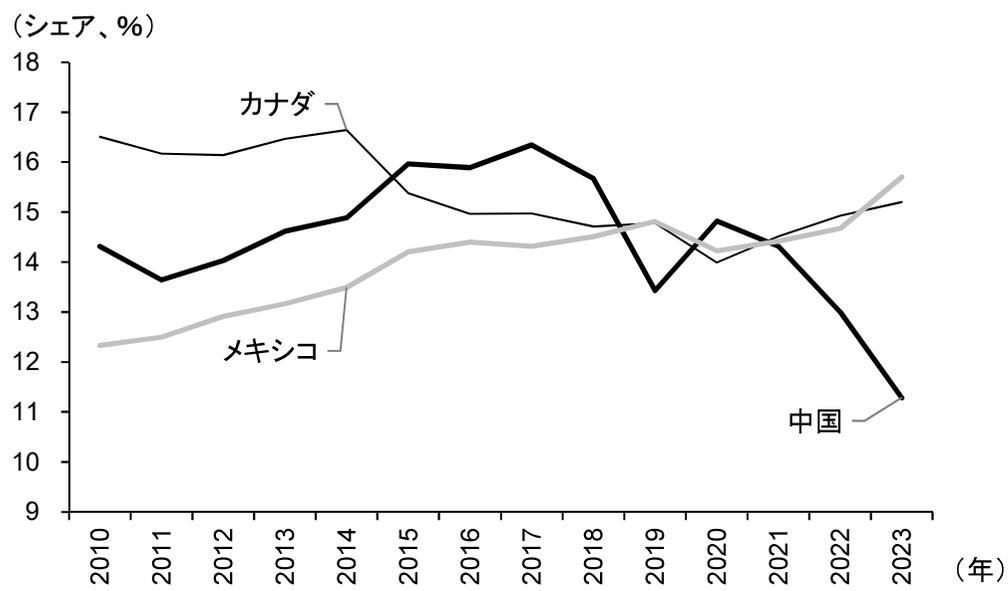


(注) 限界資本係数は、値が大きいほど投資効率が悪いことを示す。

(出所) CEIC (元データは中国国家统计局) より野村資本市場研究所作成

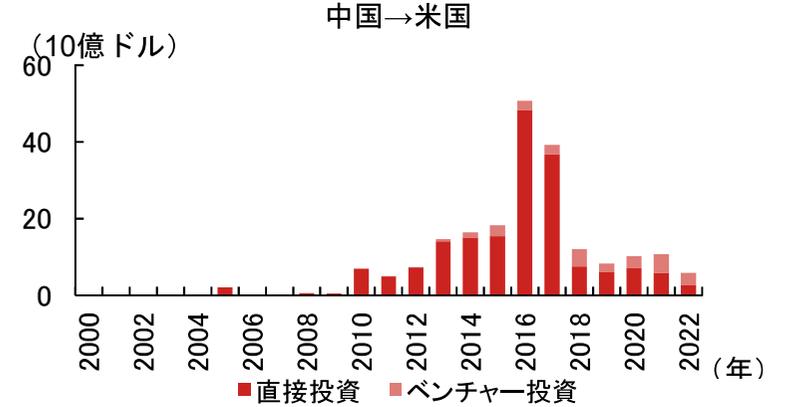
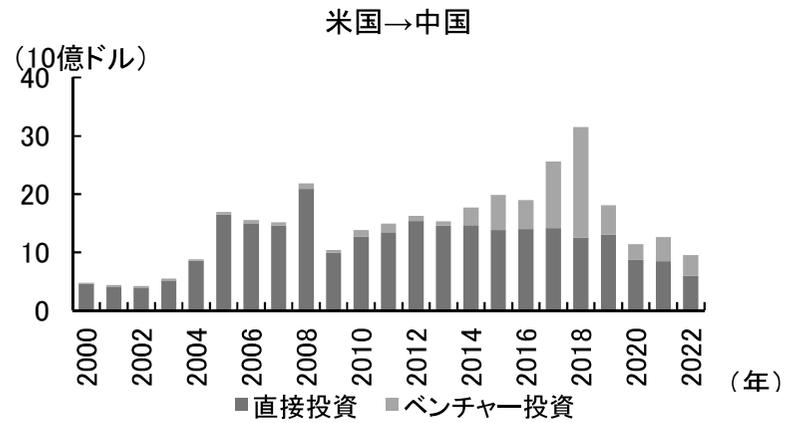
進む米中デカップリング

低下する米国の輸出入に占める中国のシェア ーメキシコとカナダとの比較ー



(出所)U.S. Census Bureauより野村資本市場研究所作成

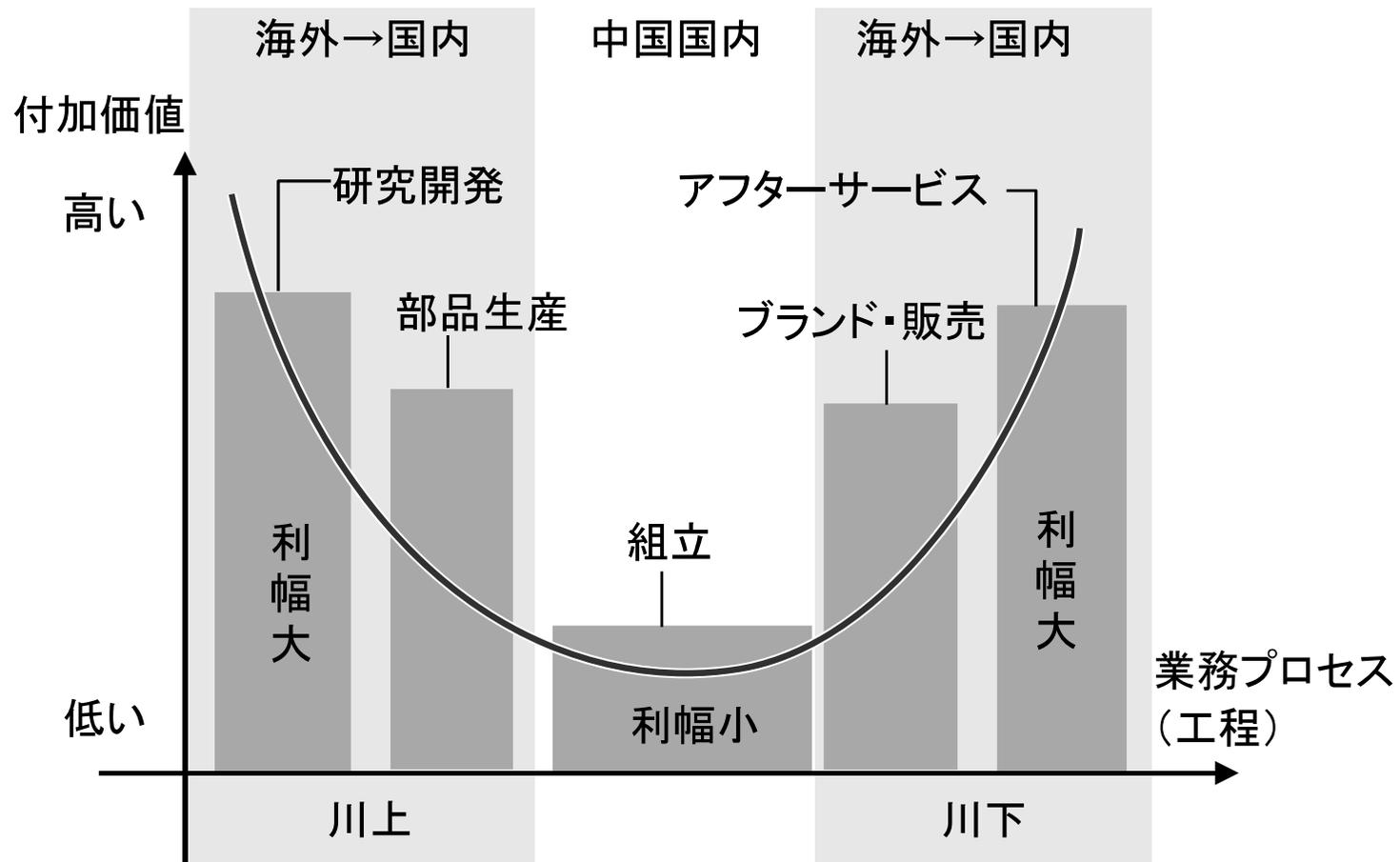
減少する米中間の直接投資とベンチャー投資



(注)100万ドル以上の案件のみを対象。
(出所)Rhodium Groupより野村資本市場研究所作成。

- 後発国の中国にとって、貿易と直接投資を通じて、安いコストで海外から技術を導入することは、これまでの高成長をもたらした要因の一つである。「先進国にならないうちに、後発の優位性を失ってしまう」ことは、中長期の成長の大きな制約となる。

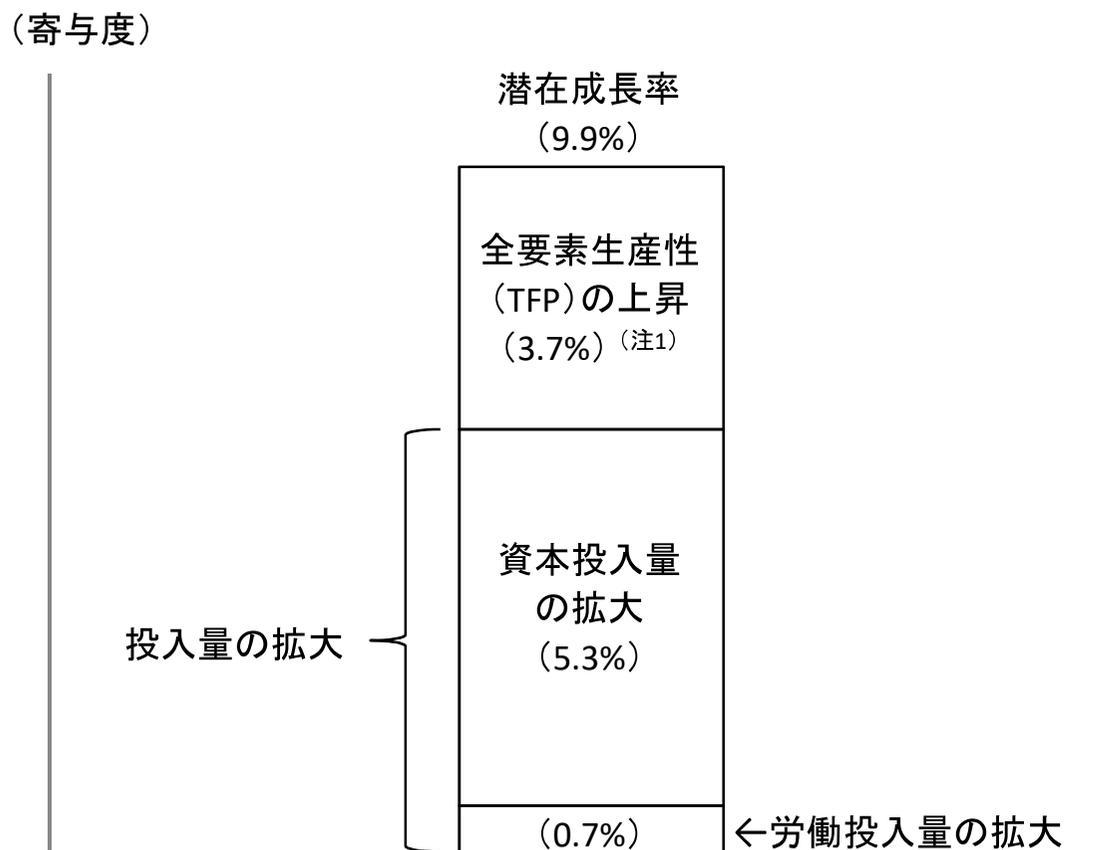
スマイルカーブから見た国際循環から国内循環へのシフト



(出所)野村資本市場研究所作成

生産性の上昇を目指す供給側改革

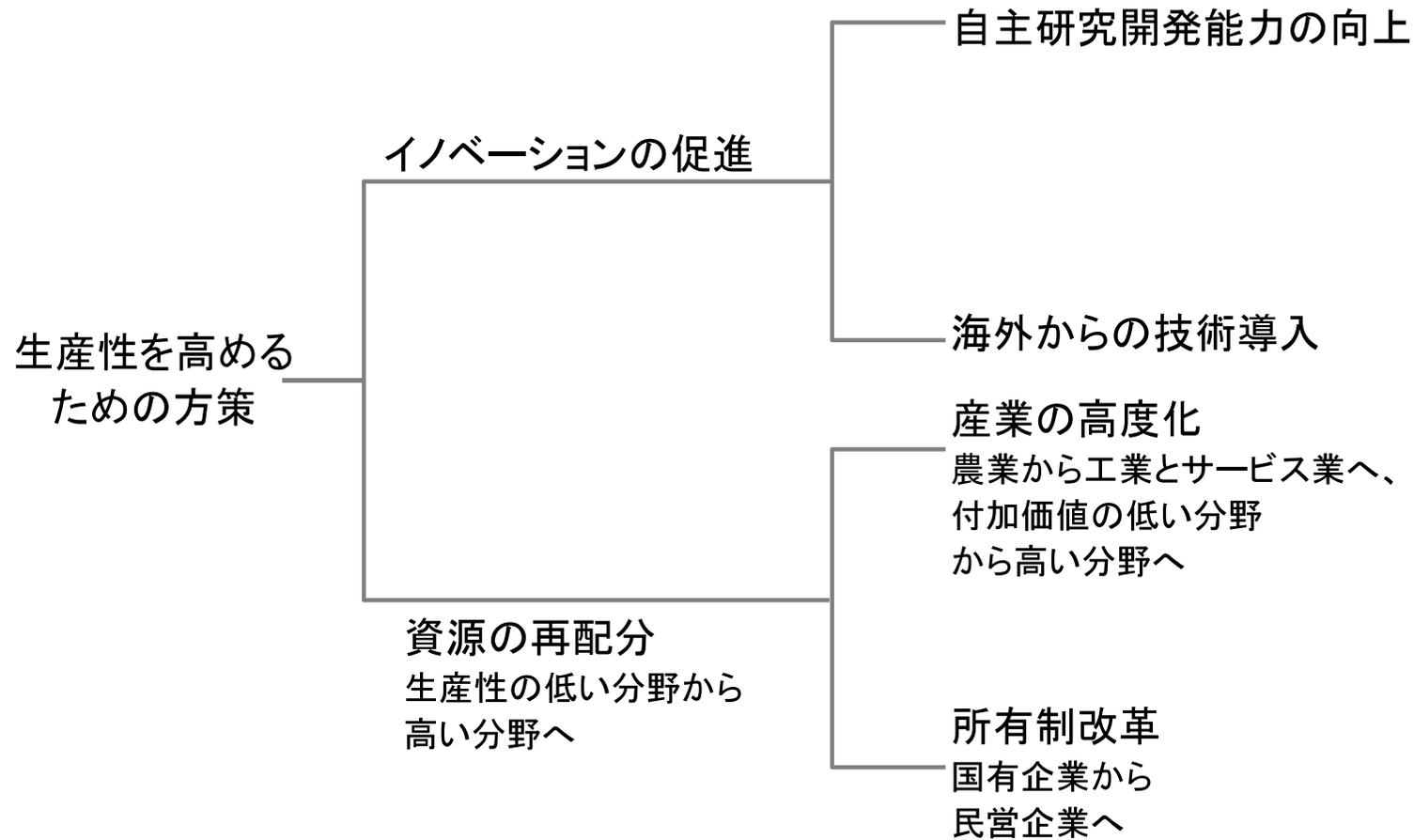
潜在成長率の要因分解（1995-2011年）



(注1) 全要素生産性の上昇には人的資本の向上を含む。

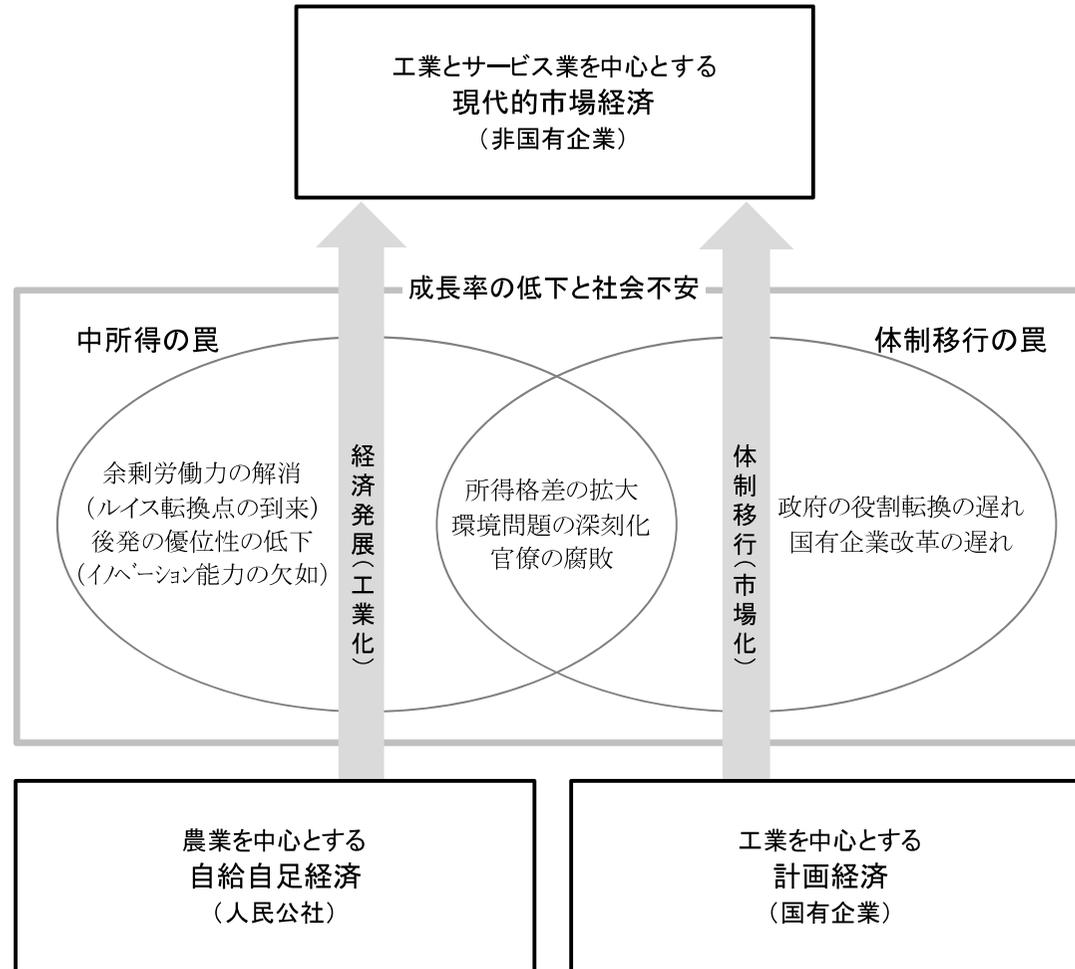
(注2) 各寄与度の合計が潜在成長率と一致していないのは四捨五入によるものである。

(出所) Kujis, Louis, "China's Economic Growth Pattern and Strategy," Paper prepared for the Nomura Foundation Macro Research Conference on "China's Transition and the Global Economy," November 13, 2012, Tokyoより野村資本市場研究所作成



(出所) 野村資本市場研究所作成

中国が直面する「二つの罠」



(出所)野村資本市場研究所作成



略歴

関志雄（かんしゆう）

野村資本市場研究所 シニアフェロー

学歴・職歴

1957 香港生まれ
 1979 香港中文大学経済学科卒
 1986 東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学、東京大学経済学博士(1996年)
 1986 香港上海銀行(Hong Kong & Shanghai Bank)入社、本社経済調査部エコノミスト
 1987 野村総合研究所入社、経済調査部主任研究員、経済調査部アジア調査室室長など
 (1999.9~2000.6 ブルッキングス研究所北東アジア政策研究センター客員研究員)
 2001 独立行政法人 経済産業研究所 上席研究員
 2004 野村資本市場研究所 シニアフェロー

日本政府委員

経済審議会21世紀世界経済委員会委員(1996-97年)
 財務省関税・外国為替等審議会専門委員(1997-99年、2003年-2010年)
 内閣府「日本21世紀ビジョン」に関する専門調査会 グローバル化WG委員(2004年)

主な著書・論文

『円圏の経済学』、日本経済新聞社、1995年(アジア・太平洋賞特別賞受賞)
 『中国の国有企業改革』、林毅夫、蔡昉、李周著・関志雄監訳、日本評論社、1998年
 『日本人のための中国経済再入門』、東洋経済新報社、2002年
 『中国 未完の経済改革』、樊綱著・関志雄訳、岩波書店、2003年(アジア・太平洋賞特別賞受賞)
 『人民元切り上げ論争』、編著、東洋経済新報社、2004年
 『共存共栄の日中経済』、東洋経済新報社、2005年
 『中国経済革命最終章』、日本経済新聞社、2005年
 『中国経済のジレンマ』、筑摩書房、2005年
 『中国を動かす経済学者たち』、東洋経済新報社、2007年(第三回樫山純三賞受賞)
 『チャイナ・アズ・ナンバーワン』、東洋経済新報社、2009年
 『中国 二つの罫』、日本経済新聞出版社、2013年
 『中国「新常态」の経済』、日本経済新聞出版社、2015年
 『未完の人民元改革』、文眞堂、2020年

ホームページ

「中国経済新論」(<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/index.htm>)というホームページを主宰し、日本の読者向けに発信している。

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。