



市川レポート

中国経済減速の背景と今後の焦点

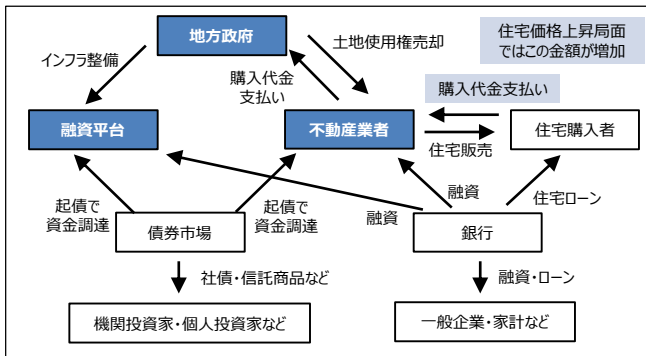
- 中国では、地方政府や融資平台などを軸とする不動産市場の活況が、経済の成長を支えてきた。
- ただ住宅価格が急騰し当局は規制強化へ、その結果、不動産市場が低迷し、経済成長が減速。
- 焦点は、不動産市場の回復度合いや不動産関連の債務返済動向、当局の方針や施策に注目。

中国では、地方政府や融資平台などを軸とする不動産市場の活況が、経済の成長を支えてきた

中国では、先月発表された7月分の主要経済指標が市場予想を下回るなど、循環的な景気の本質的な鈍化が続いています。この背景には、中国経済の成長を支えてきた不動産市場の冷え込みがあると思われる、以下、その経緯を確認していきます。中国不動産市場の最大の特徴は、土地の「公有制」であり、不動産業者は建設用地を確保するため、地方政府から土地の使用権を購入します（図表1）。

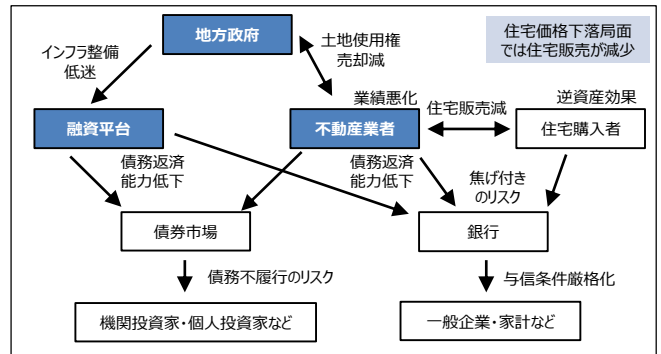
不動産業者は、確保した土地にマンションを建設、販売しますが、住宅価格の上昇局面では、大きな利益を計上できるため、積極的に借入れを増やし、地方政府から土地の使用権の購入を継続しました。一方、地方政府は、土地の使用権を売却した資金をインフラ整備に充て、地域経済の成長につなげてきました。橋や道路などを実際に整備するのは、地方政府傘下のインフラ投資会社「融資平台」で、融資平台は銀行融資や社債発行で資金を調達します。

【図表1：不動産市場の活況が経済成長をけん引】



(出所) 各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：不動産市場の低迷で経済成長が減速】



(出所) 各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## ただ住宅価格が急騰し当局は規制強化へ、その結果、不動産市場が低迷し、経済成長が減速

しかしながら、このような不動産依存型の経済は、いくつかの問題を生み出しました。1つは、融資平台の債務の膨張です。地方政府傘下の融資平台は、その債務に暗黙の政府保証があるとみなされ、政府並みの低コストで借入れを増やしていきました。国際通貨基金（IMF）によると、2023年の融資平台の債務規模は、中央政府（約30兆元）と地方政府（約40兆元）の合計額に近い約66兆元に達する模様です。

もう1つは、住宅価格の急騰です。住宅価格の値上がりを見込んだ投機目的の購入が、富裕層を中心に広がり、特に北京などの大都市では住宅価格が高騰しました。中国当局はこれらに対処すべく、2020年夏に大手不動産業者が守るべき負債比率などの財務指針「3つのレッドライン（三道紅線）」を設け、2021年1月には銀行の住宅ローンや不動産開発企業への融資に総量規制を設けましたが、問題はさらに深刻化しました。

## 焦点は、不動産市場の回復度合いや不動産関連の債務返済動向、当局の方針や施策に注目

中国当局の規制により住宅価格が下落に転じると、家計は逆資産効果で消費を抑制、不動産業者は業績悪化と債務返済能力の低下、地方政府は土地権利売却の収入減、融資平台は債務返済能力の低下、という状況が発生しました（図表2）。仮に不動産業者や融資平台が債務不履行（デフォルト）となった場合、それらが発行する債券を保有する投資家や、融資を行っている銀行は、損失を被る恐れもあります。

以上より、今後、中国経済をみる上では、不動産市場の回復度合いや不動産関連の債務返済動向が焦点になると思われます。ただ、中国では初めて住宅を購入する30歳前後の人口が減少傾向にあることや、融資平台の債務の全貌は把握されていないとの声もあり、問題解決には時間を要すると考えられます。なお、中国当局は強力な市場管理能力を有しているため、今後どのような方針、施策を打ち出すのか、しっかりと見極める必要があります。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的財産その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会