

2016年11月25日 全5頁

中国出張報告：3つの問題を識者に聞く

住宅市場、人民元レート、企業債務問題

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 2016年11月9日～11日にかけて中国北京市で政府系シンクタンクや識者にヒアリングをする機会を得た。過熱する住宅市場の行方、対米ドルで8年5ヵ月ぶりの安値水準となった人民元レートの評価、そして急増した企業債務と潜在的不良債権問題の3点を重点的にヒアリングした。住宅市場の過熱や企業債務問題については、問題として認識されつつも、これが中国経済の成長を大きく損なうとは見られていない。

過熱する住宅市場の行方

【大和総研による現状認識】

トムソン・ロイターによると、2016年10月の全国70都市新築商品住宅価格は前年同月比12.3%上昇となった。中国政府は、住宅価格の上昇率が、都市一人当たり可処分所得の伸び率を下回ることを重視しているが、2016年1月～9月の都市一人当たり名目可処分所得は前年同期比7.8%増であり、住宅価格上昇は既に当局の警戒を喚起する水準を大きく上回っている。このため、10月の国慶節前後には、新たな住宅価格抑制策の発表や強化が相次ぎ、その数は20都市以上に達した。特に、多くの都市が打ち出した「住宅購入制限」は投資・投機需要を直接抑制する手段としてよく使われ、効果も高い。住宅価格はそう遠くない時期にピークアウトしていく可能性が高い。

【識者の見方】

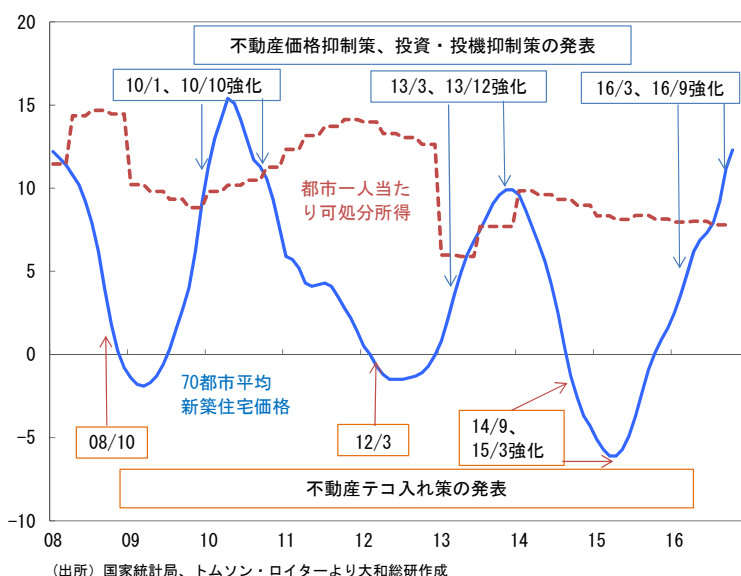
不動産関係者の住宅市場に対する見通しは概ね楽観的なものであった。「中国の住宅市場には中期サイクルと長期トレンドの2つがある。中期サイクルは、近々ピークアウトする可能性が高い。その一方で、北京市、上海市、広州市、深圳市といった大都市や省都など人口流入が続く都市では、住宅価格は短期的な踊り場はあっても長期的な上昇トレンドがこの先も続くであろう。」「土地所有権売却収入は地方政府の重要な財政収入であるが、これまでのように住宅価格の調整が短期間で終了する、中期サイクルが続く限り、大きな問題にはならない。」との指摘があった（下線はヒアリング内容。以下同じ）。こうした見方に対して、中国で住宅購入層とい

われる30歳～34歳人口は、2015年～2020年は5年間で29.2%増加して実需を支えるが、一人っ子政策の影響を受けて2020年～2025年には18.2%減少、2025年～2030年には26.1%減少するなど、住宅市場には向かい風が吹くのではないかと質問したところ、「中国全体ではなく、都市ごとの分析が重要である。今後、人口が流入する都市と流出する都市で二極化がより激しくなり、前者では長期的な上昇トレンドは維持される。一方で人口流出が続く都市では住宅供給の度合いにもよるが、価格が長期低迷する可能性がある。」との見方であった。

10月の国慶節前後に打ち出された住宅価格抑制策については、効果を疑問視する指摘もあった。例えば、「土地所有権の入札価格に上限を設けると、需要の大きい都市ではほとんどの入札価格は上限に張り付くことになる。この場合は、その土地にエコノミー住宅¹を建設する割合の多いデベロッパーが落札する決まりとなっている。エコノミー住宅の割合が多いほど、デベロッパーは残りの商品住宅の価格を引き上げて利益を確保しようとするため、投資・投機の対象となりやすい商品住宅の価格はむしろ一段と上昇することになる。別の都市では住宅価格に上限を設けているが、この場合、デベロッパーがマージンを確保するために、住宅の質を落とす(安普請になる)リスクが高まる。」という。

さらに、住宅市場に関わる当面のリスク要因を質問したところ、全ての識者が「利上げ」と答えた。「今回のティア1～一部ティア3の住宅ブームを支えたのは高レバレッジ(低い頭金の割合)であり、中国の住宅ローン金利はほとんどが変動金利となっているため、利上げは利払い負担増加に直結する。一方、ティア4～ティア5(小規模な地方都市)の多くでは、2008年11月発動の4兆元の景気対策で供給しすぎてしまった住宅の在庫を削減するのに四苦八苦して

70都市平均新築住宅価格(前年同月比)、都市一人当たり可処分所得(1月から累計の前年同期比)と不動産政策(単位:%)



¹ 政府が各種費用・税金を減免し、デベロッパーもマージンを抑えて廉価で供給する社会保障的な住宅。

いるのが現状である。住宅市場が二極化するなか、住宅価格抑制を目的に利上げが実施される可能性は極めて低い。」とされた。

今から心配する必要はないのかもしれないが、物価動向によっては利上げの可能性は否定できなくなろう。原油価格は上昇し、輸入価格に上昇圧力がかかっている。さらに、中国では石炭や鉄鋼の過剰生産能力削減が強化され、需給タイト化の思惑で、これらの価格は大きく上昇している。卸売物価は2016年9月に55ヵ月ぶりに前年同月比でプラスに転じた後、10月は同1.2%の上昇となった。これが最終製品の価格に転嫁されていくかに注視が必要であろう。消費者物価上昇率が、3月の全人代で提示される抑制目標に近付くと、利上げ懸念は高まるだけに、2017年後半、特に終盤にかけては、物価動向が注目点の一つとなろう。

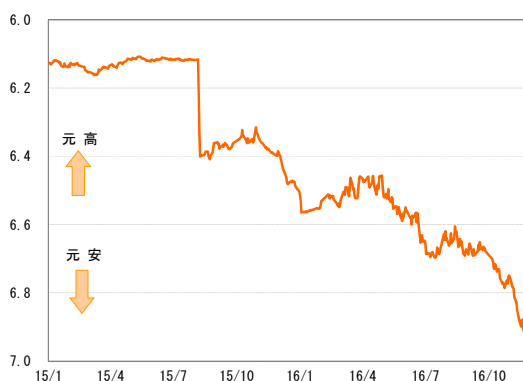
8年5ヵ月ぶりの安値水準となった人民元レートをどうみるのか

【大和総研の現状認識】

2015年8月と2016年1月に上海総合株価指数は急落し、それぞれ月間12.5%の下落、22.6%の下落となった。きっかけは人民元急落と外貨準備の急減であり、「人民元ショック」と呼ばれた。中国の外貨準備は2015年8月に前月末比939億米ドル減少し、12月には過去最大となる同1,079億米ドルの減少を記録。2016年1月にも同995億米ドル減少した。元買い介入で外貨準備が急減するなかで元安が進んだことで、マーケットはそれを「コントロール不能な元安」と見なし、中国経済、あるいは政府の政策遂行能力への不信を生み、株価が急落したのである。

足元で再び元安が大きく進展し、11月24日の基準レートは1米ドル=6.9085元と、2008年6月以来8年5ヵ月ぶりの元安水準に設定された。一方で、2月以降、外貨準備は急減しておらず、今回は「人民元ショック」といった事態は回避され、株価も堅調に推移している。「コントロール不能な元安」でなければ、むしろ元安は輸出競争力の回復などにつながる好材料と捉えることが可能であろう。

対米ドル人民元レート（単位：元）の推移



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

上海総合株価指数の推移（単位：ポイント）



(出所) CEICより大和総研作成

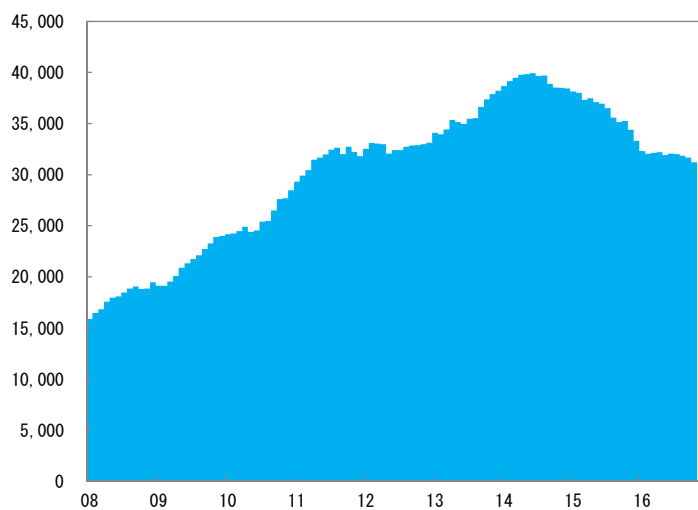
【識者の見方】

「中国政府は、輸出をサポートするためもあり、緩やかな元安は容認するが、急速な元安は回避しようとしているのではないか。」との見方が大勢であった。ちなみに、トランプ氏が米国の次期大統領に決まってから11月24日までの間に、人民元は1.8%の元安にとどまり、他の主要通貨との比較ではむしろ堅調に推移している。

この他、10月に外貨準備が月間457億米ドル減少したことについては、「2016年10月1日に人民元がSDR（国際通貨基金の特別引出権）に採用されて以降、中国人民銀行による為替介入（人民元買い介入）は大きく減少している。同月に外貨準備が月間457億米ドル減少したのは、米ドル高によるユーロや円などの為替評価の影響が6割程度を占め、元買い介入による外貨準備の減少が主因という見方は間違っている。」とのことである。ただし、「外貨送金等に対する窓口指導は強化されている。」との指摘があるなど、「緩やかな元安」にとどめたい中国政府の意向がにじみ出た政策も実施されている。

基本的に、人民元レートの決定は市場に多くを委ねた方が得策であり、多額の外貨準備を費消する元買い支えは避けるべきであろう。

外貨準備の推移（単位：億米ドル）



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

急増する企業債務と潜在的不良債権問題

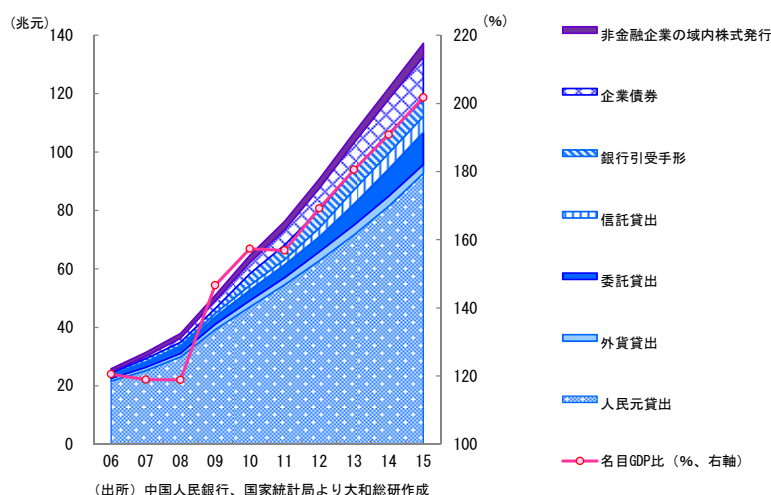
【大和総研の現状認識】

中国人民銀行によると、社会資金調達残高²（国内非金融機関と個人が金融システムから調達した資金の残高）の名目GDP比は、2008年末の118.9%から2015年末には201.7%へ急速に増

² 約8割が国内非金融機関による資金調達残高。

大した。これは、2008年11月に発動された4兆元の景気対策に伴う製造業、不動産、インフラ投資など固定資産投資の急増と、それを資金面で支えた未曾有の金融緩和に起因するものであり、このうちどの程度が実質的に返済不能に陥っているのか、よく分からないことが、中国経済に対する極端な悲観論や疑心暗鬼を生んでいる。

社会資金調達金額残高と名目 GDP 比の推移（単位：兆元、％）



【識者の見方】

「中国銀行業監督管理委員会が発表している統計では、2016年9月末時点の商業銀行の不良債権は1兆4,939億元、不良債権比率は1.8%である。この他、要注意先貸出残高は3.5兆元あり、これを全て含めても、潜在的不良債権比率は最大で6%弱程度となろう。貸倒引当金は2兆6,221億元が計上され、期間利益による不良債権処理を勘案すれば、8%程度の不良債権比率でも対応が可能である。いざとなれば、財政からの資本注入も選択肢となり、海外で騒がれている程、この問題は深刻ではない。」というのが、ほぼ共通した見方であった。中国政府に近いヒアリング先を考えれば、当然の答えであったかもしれない。

10月10日付で国務院から発表された企業債務問題に関する意見では、債務の株式への交換(デット・エクイティ・スワップ、以下DES)の活用が債務削減の方法の一つに挙げられたが、これについては、懸念を指摘する声が多かった。例えば、「DESは債権者(銀行)と債務者(企業)の協議によって実施されるが、これは国有銀行—国有企業との間での協議であり、例えば家族会議といえる。」「政府はゾンビ企業にDESは活用しないとしている。技術や経営能力がなく商品・サービスが売れず、収入がない企業、環境保護に適応していない企業、そして、社会保障のためだけに延命されている企業をゾンビ企業としているが、基準はやや曖昧である。どのような企業がDESの対象となるかについて明確な基準がなければ、ゾンビ企業が温存され、国有企業が改革を後退させる可能性がある。」との指摘があった。(地方)政府の裁量の余地が大きく、マーケット機能を重視しないDESはうまくいかないとの評価なのであろう。