

2017年5月24日 全9頁

中国経済の2018年問題

住宅価格下落と土地使用権売却収入の減少、地方債への置き換え一巡

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 米国政府と中国政府は5月11日に、貿易不均衡是正に向けた「100日計画」の具体策を発表した。これらの政策が実行に移されても2016年に中国側統計で2,500億米ドルに達する中国の対米貿易黒字を大きく減らすことは期待できない。北朝鮮問題に対する中国の貢献を強く期待する米国と、5月14日、15日の「一帯一路」（海と陸のシルクロード経済圏構想）国際会議の箔を付けるために米国からの代表派遣を切望する中国が、合意しやすい項目を選んで成果を強調したというのが現実的な評価であろう。それでも、米トランプ大統領就任で懸念された米中通商関係の悪化が回避されていることは、米中貿易にとって良い話である。
- 中国の実質GDP成長率は2016年1月～3月以降、3四半期連続で前年同期比6.7%（以下、断りのない限り前年比、前年同期比、もしくは前年同月比）であったが、10月～12月は6.8%、2017年1月～3月は6.9%と成長が加速した。大和総研は想定以上に強い足元の成長率を受けて、2017年の成長率予想を従来の6.4%から6.6%へ上方修正した。ただし、今後は内需の勢いが鈍化していくことを背景に、この1月～3月を当面のピークとして、成長率は緩やかに減速していくと見ている。
- 2016年以降の景気を支えた乗用車、住宅、インフラの3本柱のうち、乗用車販売は既に息切れし、不動産開発投資も年後半には減速する可能性が高い。さらに、2018年は住宅価格の下落が中国経済の下振れリスクを高める懸念がある。前回の住宅価格下落局面、即ち土地使用権売却収入が減少する局面では、地方政府債務の地方債への置き換えという政策対応が奏功し、インフラ投資の高い伸び率を維持することができた。しかし、地方債への置き換えが一巡する2018年以降は、少なくとも同じ手法は使えない。
- 2017年秋に5年に一度の党大会の開催を控えて、中国政府は経済の安定成長を最優先し、実質GDP成長率が加速する局面が出現した。ただし、それを支えた政策対応は息切れしつつあり、特に2018年の中国経済には不透明感が漂い始めている。財政のさらなる拡大などの政策対応がなければ、景気下振れリスクが増大することになる。

米中通商関係の悪化は回避

米トランプ大統領は大統領選挙中に、「中国からの全ての輸入品に45%の関税をかける」、「中国を為替操作国に認定する」などと発言したが、高関税はかけられていないし、4月14日に発表された米財務省為替報告では、中国の為替操作国認定は見送られた。

4月6日～7日に行われた米中首脳会談では、貿易不均衡問題（中国側の大幅な出超）の是正に向けた「100日計画」の策定で合意し、米国政府と中国政府は5月11日に、10項目の具体策を発表した。その内容は以下の通りである。

- ①牛肉：中国は2003年に米国でBSE（牛海綿状脳症）が発生したことを理由に米国産牛肉の輸入を禁止していたが、7月16日までに輸入を再開。
- ②調理済み肉：米国は規則を制定し、中国からの調理済み肉の輸入を認可。
- ③バイオテクノロジー：中国は安全審査待ちとなっている米国のバイオテクノロジー製品への評価を行い、承認するか、または製品が安全審査に通らなかった理由を明確に説明。
- ④天然ガス：中国は天然ガスの輸入契約（長期契約を含む）について交渉。
- ⑤格付けサービス：中国は外資系金融サービス会社による格付けサービスの提供を許可。
- ⑥クロスオーバー決済：中国人民銀行と米商品先物取引委員会（CFTC）は、クロスオーバー決済機関の監督管理について合意。
- ⑦電子決済サービス：中国は米国の電子決済サービス会社に市場参入を認可。
- ⑧銀行業：米国は中国の銀行を他の外国銀行と同等に待遇することを承諾。
- ⑨債券決済：中国は米国の金融機関2社に対して債券の引き受けと決済を許可。
- ⑩国際フォーラム：米国は、中国の「一带一路」国際会議に代表を派遣。米国は、中国が6月18日～20日にワシントンで開催される Select USA Investment Summit に参加することを歓迎。

上記①、③、④は中国の対米輸入を増やし、②は中国の対米輸出を増やす政策であり、⑤、⑥、⑦、⑨は中国のサービス業の対外開放を促進する政策となっている。これらの政策が実行に移されても2016年に中国側統計で2,500億米ドル（米国側統計では3,470億米ドル）に達する中国の対米貿易黒字（米国の対中貿易赤字）を大きく減らすことは期待できない。北朝鮮問題に対する中国の貢献を強く期待する米国と、5月14日、15日の「一带一路」（海と陸のシルクロード経済圏構想）国際会議の箔を付けるために米国からの代表派遣を切望する中国が、合意しやすい項目を選んで成果を強調したというのが現実的な評価であろう。

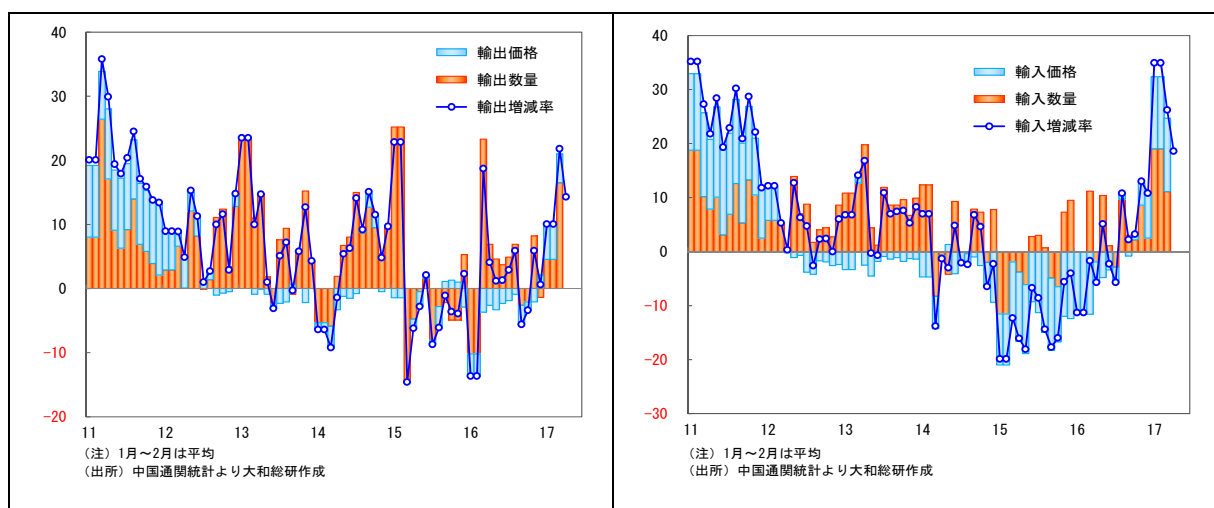
それでも、米トランプ大統領就任で懸念された米中通商関係の悪化が回避されていることは、米中貿易にとって良い話である。

中国通関統計によると、2017年1月～4月の世界向けの輸出（米ドル建て）は8.1%増（1月～3月は8.2%増（以下、断りのない限り前年比、前年同期比もしくは前年同月比））、輸入は20.8%増（同24.0%増）と、それぞれ2016年の7.7%減、5.5%減から大きく改善した。貿易収支は30.1%減の1,033億米ドルであった。

輸入急増は、前年比で見た原油価格の急騰によるところが大きかったが、この効果も一巡しつつある。原油価格（WTI）は昨年1月～2月の1バレル＝30米ドル割れという歴史的な低水準から同年6月初旬には50米ドルを回復。2017年2月末時点で60.0%に達した上昇率は、4月末には7.4%に圧縮された。ちなみに、4月単月の中国の輸入は11.9%増に減速しており、中国の輸入が原油価格の要因によって急増する局面は終わりつつある。

一方で、輸出は米国を中心とした主要先進国の景気拡大を背景に、当面は順調な増加が期待できる。今後、輸出と輸入の伸び率の差はさらに縮小に向かい、貿易黒字の減少幅はより小さくなるだろう。

輸出入増減率（価格、数量）の推移（前年同月比、%）



乗用車販売は既に息切れ

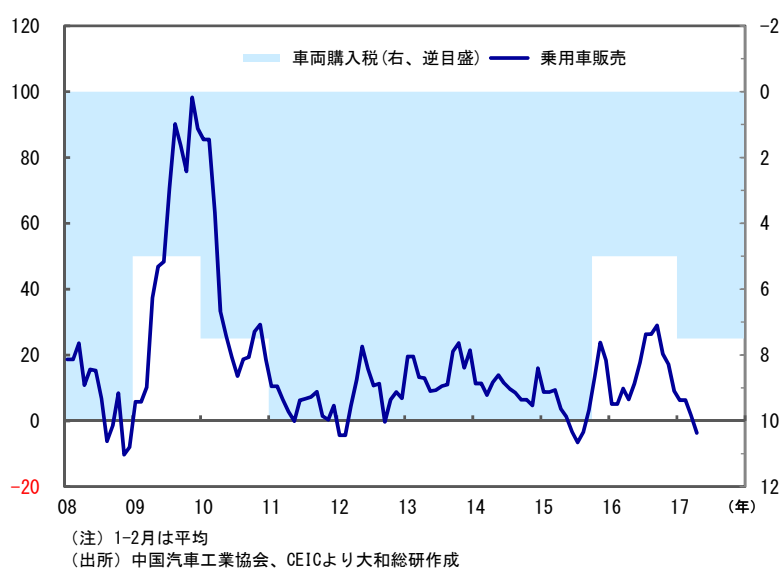
中国の実質 GDP 成長率は2016年1月～3月以降、3四半期連続で6.7%であったが、10月～12月は6.8%、2017年1月～3月は6.9%と成長が加速した。大和総研は想定以上に強い足元の成長率を受けて、2017年の成長率予想を従来の6.4%から6.6%へ上方修正した。ただし、今後は内需の勢いが鈍化していくことを背景に、この1月～3月を当面のピークとして、成長率は緩やかに減速していくと見ている。

2016年以降の景気を牽引したのは、(1) 2015年10月～2016年12月の排気量1.6L以下の乗用車に対する車両購入税の半減措置（価格の10%⇒5%）による乗用車販売の好調、(2) 2015年3月、10月、2016年2月に発表された頭金比率の引き下げ等一連の住宅販売刺激策の奏功に

よる住宅販売の好調と不動産開発投資の回復、さらには、(3) 2013 年以降、固定資産投資の急減を回避する原動力となってきたインフラ投資の堅調、などであった。

しかし、乗用車販売は既に息切れしている。2017 年の車両購入税は 7.5%と、通常税率よりは軽減されたが、2016 年年末までの 5%との比較では「増税」となり、乗用車販売は 2016 年の 14.9%増から 2017 年 1 月～4 月は 3.1%増に減速した。4 月単月では 3.7%減と、2015 年 8 月以来の前年割れとなった¹。2018 年の車両購入税は通常税率の 10%に戻るとみられ、2017 年年末に向けては若干の駆け込みも期待されるが、その後は需要先食いの影響が一段と濃くなるろう。

乗用車販売伸び率（前年同月比）と車両購入税の推移（単位：％）



足元で加速している不動産開発投資も年後半には減速へ

住宅販売金額は 2016 年 1 月～4 月の 61.4%増を直近のピークに伸び率は低下し、2016 年年間 は 36.2%増、2017 年 1 月～4 月は 16.1%増となった。

全国 70 都市平均の新築住宅価格は上昇傾向を強め、2016 年 11 月と 12 月には 10.8%の上昇となった。住宅価格の上昇は、需要が大きく、過剰な住宅在庫を抱えていなかったティア 1（北京市、上海市、深圳市といった大都市）⇒ティア 2（省都レベル）⇒一部ティア 3 へと波及し、住宅価格抑制策も 2016 年 3 月、2016 年 9 月～10 月、2017 年 3 月と期間を置いて発表された。その内容は、当該地域に戸籍を有する世帯への 2 軒目の住宅ローンの頭金比率の引き上げや 3 軒目以降の住宅ローンの停止、戸籍を有さない世帯の住宅購入制限など、投資・投機需要を制限するものであり、2016 年 9 月、10 月以降はその対象都市が急増している。

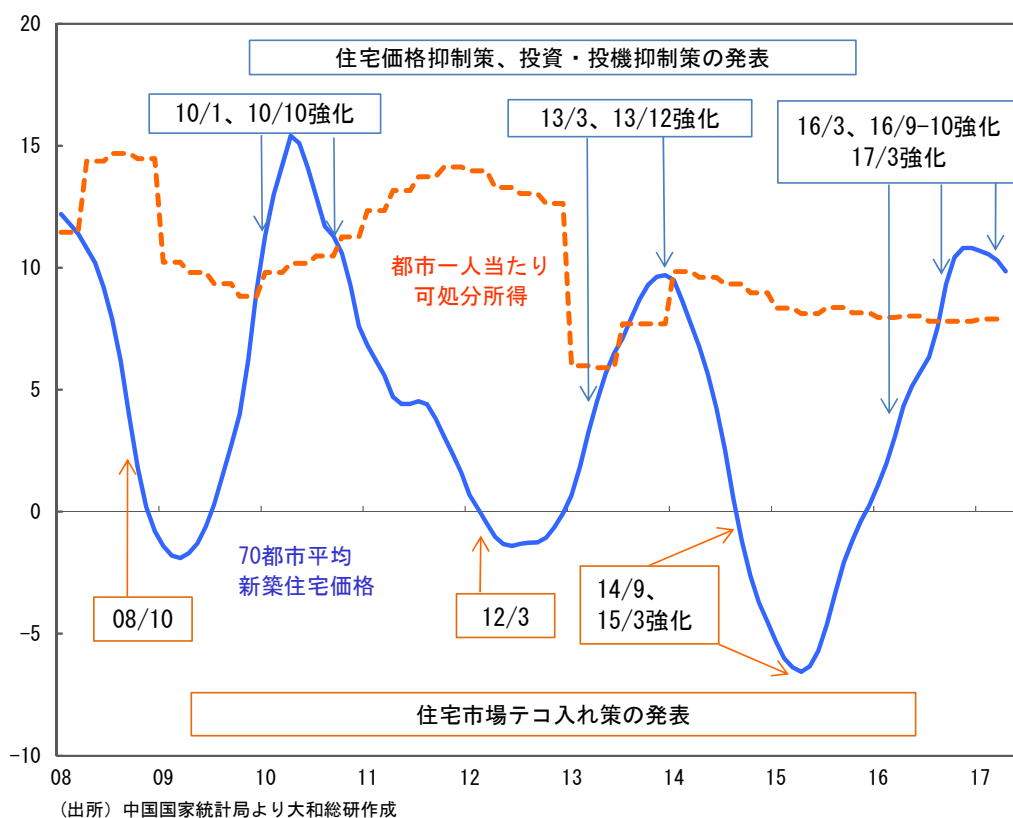
¹ 旧正月の時期のずれの影響を大きく受ける 1 月と 2 月は平均値で比較。

下図表は、住宅価格の上昇率と、都市一人当たり可処分所得増加率の推移であり、前者が後者を上回るタイミングの前後で当局が住宅価格抑制策を発表し、それが強化されると住宅価格が調整していくことが示されている。2017年4月の住宅価格は9.9%上昇と、直近ピークの2016年11月、12月の10.8%上昇から既に低下し始めているが、今後、価格の上昇ペースはさらに鈍化していこう。

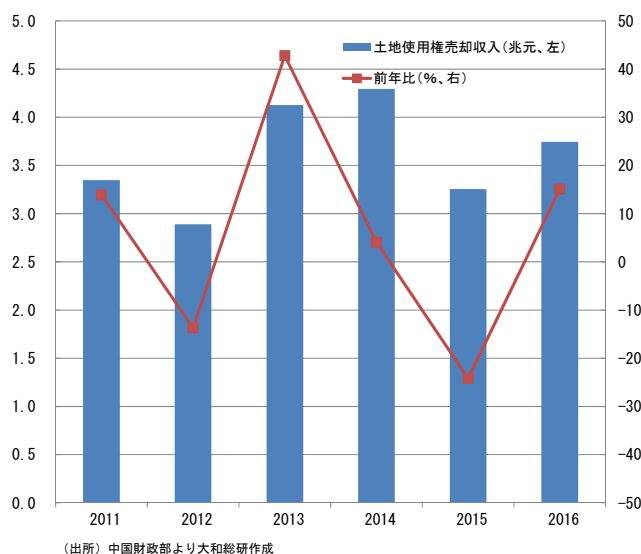
一方で、2017年1月～4月の不動産開発投資は9.3%増と、2016年夏場以降の改善が継続している。これは、住宅価格の変化が、不動産開発投資に影響するには時間差があるためであり、年後半以降は不動産開発投資も減速していく可能性が高い。

さらに、住宅価格が前年割れとなると、中国経済へのマイナスの影響は大きくなる。土地使用権売却収入は地方政府の重要な財政収入であり、これが減少に転じる可能性が高くなるためである。前回の住宅価格のピークは2013年12月の9.7%上昇であったが、2014年9月にはマイナスとなり、前年割れが2015年11月まで続いた。こうした中、土地使用権売却収入は、2014年の4兆2,931億元から2015年には3兆2,543億元へと24.2%減少した。財政収入の減少から地方政府が「無い袖は振れない」状態に陥るのを防ぐために、後述する地方政府債務の地方債への置き換えという政策対応が取られた可能性がある。

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）と住宅政策 （単位：％）



土地権利売却収入と前年比の推移（単位：兆元、％）



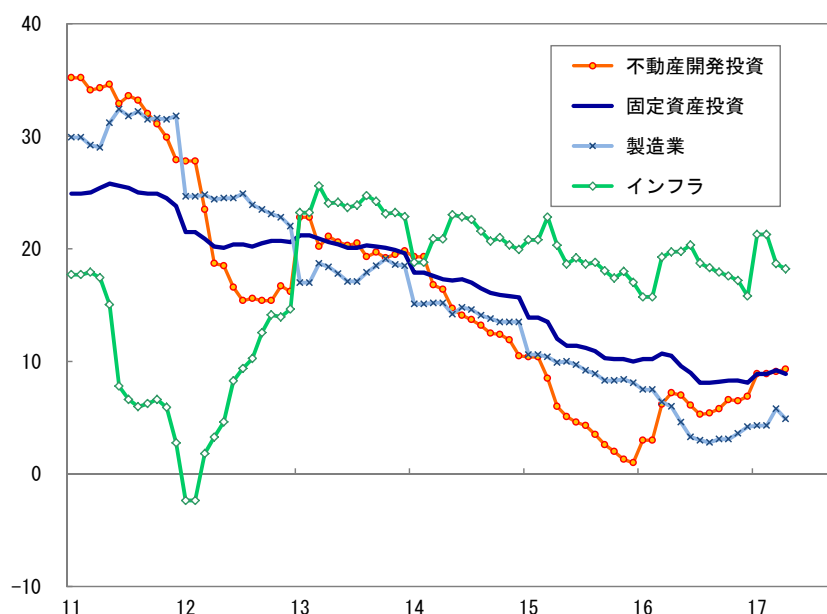
地方債への置き換えは2017年で一巡

2017年1月～4月の固定資産投資は8.9%増（1月～3月は9.2%増）と、2016年の8.1%増をやや上回る伸びが続いている。2016年の伸び率との比較では製造業投資、不動産開発投資、インフラ投資はともに伸びを高めているが、全体を支えているのは、やはりインフラ投資であり、1月～4月は18.2%増となった。インフラ投資が高水準の伸び率を維持している背景は、①高金利・短期の地方政府債務が、2015年以降、返済期限が到来したのから順次、低金利・中長期の地方債に置き換えられたことで、地方政府や国有企業の資金繰りが改善し、これらの投資余力が高まったこと、②民間資本によるインフラ投資増加を目指したPPP（官民連携投資）が増加していること、などである。上記①の地方債への置き換えは、2015年は3.2兆元、2016年は4.9兆元、2017年は6兆元程度とされ、金額は増加しているが、増加率は圧縮されている。さらに、地方債に置き換えられるべき地方政府債務は14兆元であり、2017年を以て置き換えは一巡することになる。

こうしてみると、2016年以降の景気を支えた乗用車、住宅、インフラの3本柱のうち、乗用車販売は既に息切れし、不動産開発投資も年後半には減速する可能性が高い。さらに、2018年は住宅価格の下落が中国経済の下振れリスクを高める懸念がある。前回の住宅価格下落局面、即ち土地権利売却収入が減少する局面では、地方政府債務の地方債への置き換えという政策対応が奏功し、インフラ投資の高い伸び率を維持することができた。しかし、地方債への置き換えが一巡する2018年以降は、少なくとも同じ手法は使えない。

2017年秋に5年に一度の党大会の開催を控えて、中国政府は経済の安定成長を最優先し、実質GDP成長率が加速する局面が出現した。ただし、それを支えた政策対応は息切れしつつあり、特に2018年の中国経済には不透明感が漂い始めている。財政のさらなる拡大などの政策対応がなければ、景気下振れリスクが増大することになる。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



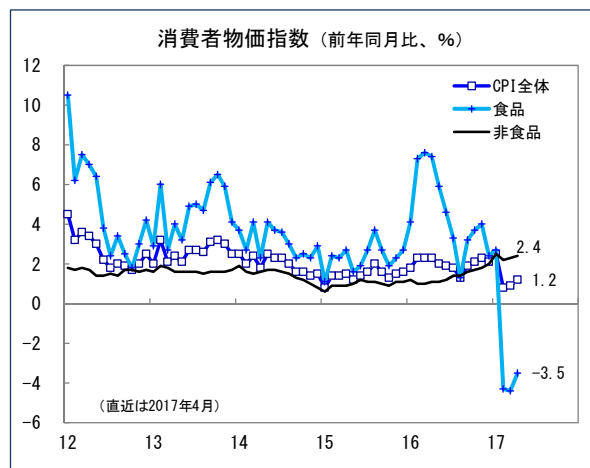
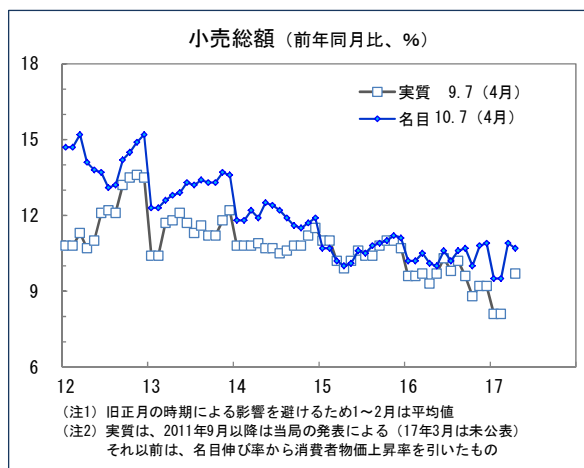
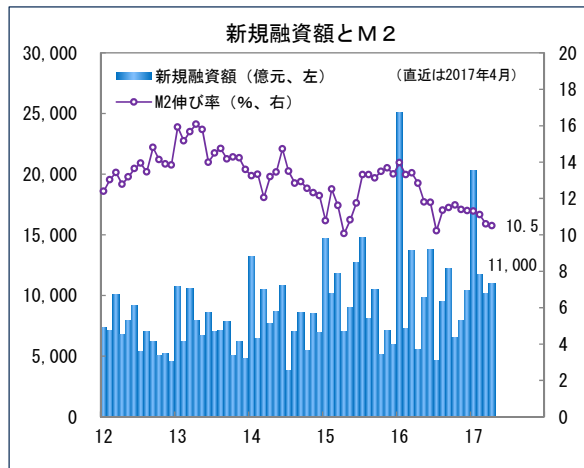
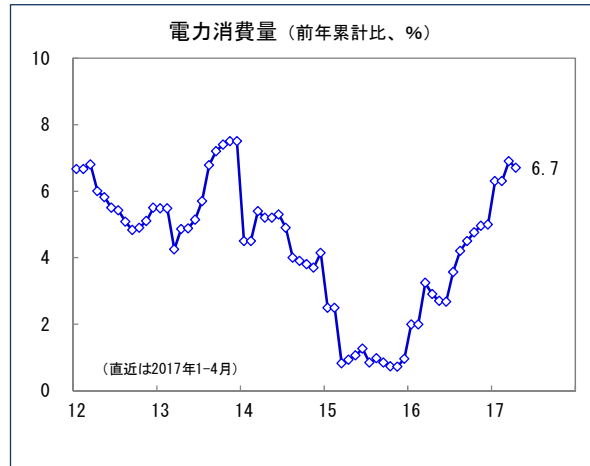
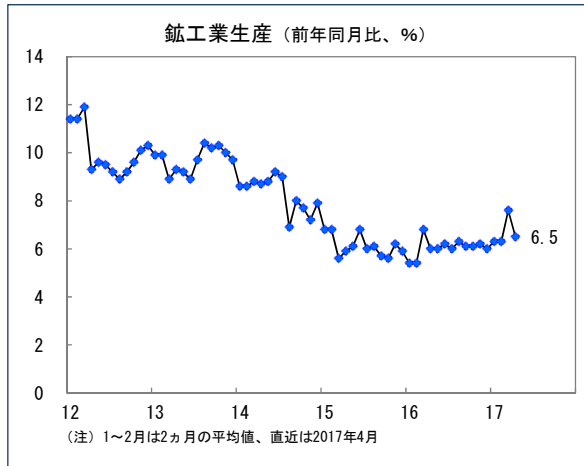
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2016年11月	12月	2017年1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	6.8	-	-	6.9	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.2	6.0	6.3		7.6	6.5
電力消費量（前年累計比、%）	5.0	5.0	6.3		6.9	6.7
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	13.9	9.8	10.4	19.4	17.3	15.5
固定資産投資（前年累計比、%）	8.3	8.1	8.9		9.2	8.9
不動産開発投資（前年累計比、%）	6.5	6.9	8.9		9.1	9.3
小売総額 名目（前年同月比、%）	10.8	10.9	9.5		10.9	10.7
実質（前年同月比、%）	9.2	9.2	8.1		-	9.7
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2
食品（前年同月比、%）	4.0	2.4	2.7	-4.3	-4.4	-3.5
非食品（前年同月比、%）	1.8	2.0	2.5	2.2	2.3	2.4
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	3.5	6.3	8.4	9.9	10.0	9.0
新規融資額（億元）	7,946	10,400	20,300	11,700	10,200	11,000
M2伸び率（%）	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.5
輸出（前年同月比、%）	-1.5	-6.3	7.6	-1.5	16.4	8.0
輸入（前年同月比、%）	5.5	3.6	16.8	38.0	20.3	11.9
貿易収支（億米ドル）	430.9	396.8	509.1	-92.5	239.2	380.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	28.9	28.4	27.0	24.1	20.6	17.4
上海（前年同月比、%）	34.8	31.7	28.3	25.0	19.8	15.4
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	7.6	8.1	10.4		11.6	11.1
完工面積（前年累計比、%）	6.4	6.1	15.8		15.1	10.6
不動産販売 面積（前年累計比、%）	24.3	22.5	25.1		19.5	15.7
金額（前年累計比、%）	37.5	34.8	26.0		25.1	20.1

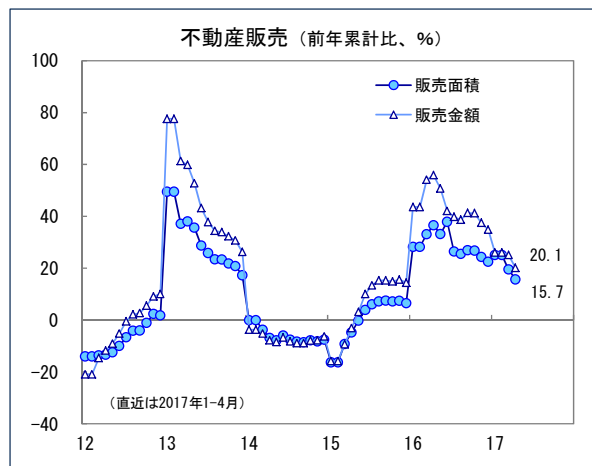
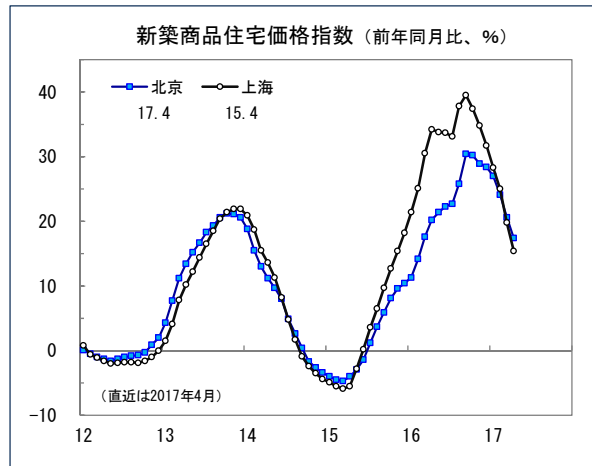
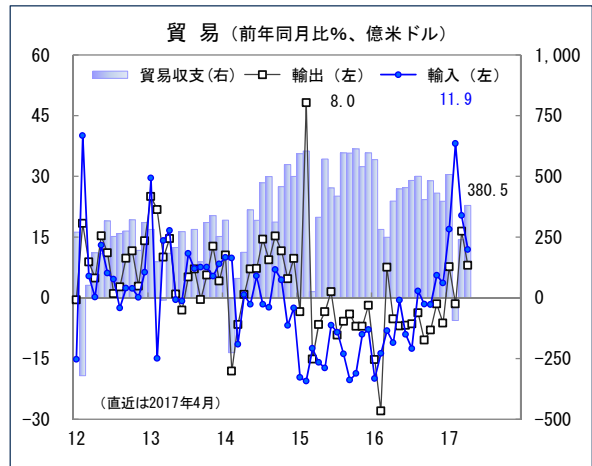
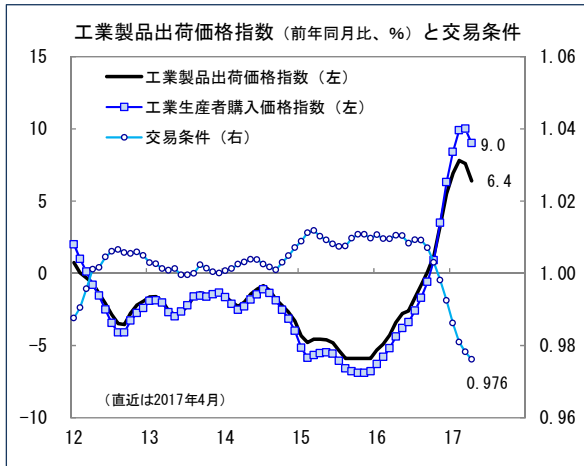
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成