

2021年5月21日 全8頁

中国：「灰色のサイ」をどう制御するのか

不動産投資・投機の抑制とそれにかかわる銀行貸出等の抑制

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国の「灰色のサイ」は不動産バブルである。コロナ禍でも住宅市場への悪影響は短期間で終了し、その後の住宅販売は回復から過熱の様相を呈した。中国政府は昨年12月以降、不動産投資・投機の抑制とこれにかかわる銀行貸出等の抑制に力を入れている。これを受けて投資・投機需要は減退するとの期待が高まり、4月単月の新規住宅着工面積は前年同月比8.1%減（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）と前年割れとなった。ある程度のタイムラグを経て、不動産開発投資も抑制されよう。
- 中国国家统计局によると、2021年1月～4月の固定資産投資は19.9%増、小売売上は29.6%増となり、1月～3月のそれぞれ25.6%増、33.9%増から伸び率は低下した。ただし、これはコロナ禍における中国経済の最悪期であった2020年1月～2月との比較による反動増の影響が縮小したためであり、内需はむしろ加速している。コロナ禍以前の2019年1月～4月との比較では固定資産投資は8.0%増（1月～3月の同比較は6.0%増）、小売売上は7.8%増（同7.6%増）であった。中国経済見通しに変更はなく、2021年は8.8%程度、2022年は6.0%程度の実質成長を遂げよう。

「灰色のサイ」（不動産バブル）をどう制御するのか

いわゆる「ブラックスワン」は事前の予測が困難で、発生した場合に甚大な影響をもたらす事象であり、「グレーリノ（灰色のサイ）」は深刻な影響をもたらす可能性が高いにもかかわらず、軽視されているリスクを指す。そして中国の「灰色のサイ」は不動産バブルである。かつて辣腕首相として名を馳せた朱鎔基氏の四天王の一人で、現在も高い改革意識を持つとされる郭樹清・中国人民銀行党委員会書記・中国銀行保険監督管理委員会主席は、その論文「金融リスクの防止・解消という堅塁攻略戦に断固不動に取り組む」（中国人民銀行『政策研究』2020年第2期）の中で、「中国の金融の安全に対する最大の灰色のサイは不動産バブルである」とした。

2017年10月に開催された第19回党大会¹では、2020年までを小康（ややゆとりのある生活ができる）社会を全面的に完成するための非常に重要な局面と位置付けた。これを勝ち抜くための重点として掲げられたのが、①金融リスクなど重大リスクの防止・解消、②貧困脱却、③環境汚染対策、であり、これらが「三大堅塁攻略戦」とされた。2020年11月に発表された郭樹清氏の論文は上記①に関する自己評価であり、(1)金融資産の急膨張に歯止めがかけられたこと、(2)シャドバンキングの一部整理などにより金融リスクが低減したこと、(3)不良債権の認定の厳格化と処理が大幅に進展したこと、(4)インターネット金融の取り締まり強化などにより、金融リスクが大幅に低下したこと、(5)国有大中型企業の債務リスクが低減したこと、(6)不動産の金融化・バブル化の勢いが抑制されたこと、(7)地方政府の「隠れ債務」のリスクがある程度抑制されたこと、などの成果を列挙した。成果を謳う中での「中国の金融の安全に対する最大の灰色のサイは不動産バブルである」との記述には、不動産市場が抱える潜在的なリスクに対する中国政府の警戒感が表れている。

かねて、中国の不動産市場を巡っては多くの問題が指摘されてきた。主なものは、①地方の財政収入の土地使用権売却収入への依存度は高く、地方政府にとって同売却価格は上昇することが望ましく、安定化のインセンティブが働きにくいこと、②このため、住宅価格は上昇傾向が強く、居住目的以外の投資・投機目的の住宅所有も多いこと、③居住目的の家計にとって、特に大都市圏では住宅は高嶺の花²となり、過度な住宅ローン負担が消費の抑制要因となっていること、④住宅ローンに加え、デベロッパー向けの貸出など、金融機関の不動産関連のエクスポージャーが大きく拡大し、仮に住宅価格が長期に低迷した場合は、不良債権の急増が懸念されること、などがある。

上記③に関連して、給与総額と個人住宅ローン残高の推移を見ると（次頁左図）、2015年以降は前者の伸びが抑制される一方で、住宅ローン残高は急増しており、ローン負担が家計に重くのしかかっている可能性が高い。住宅価格の高騰により家賃負担も増大しているよう。

上記④について、中国の住宅実需を支えるのは30歳～34歳の比較的若い層である。国連の

¹ 党大会は5年に1度開催される中国共産党の最重要会議であり、今後5年間の施政方針が決定される。直後の中央委員会第1回全体会議（1中全会）では、党の主要人事が決定される。

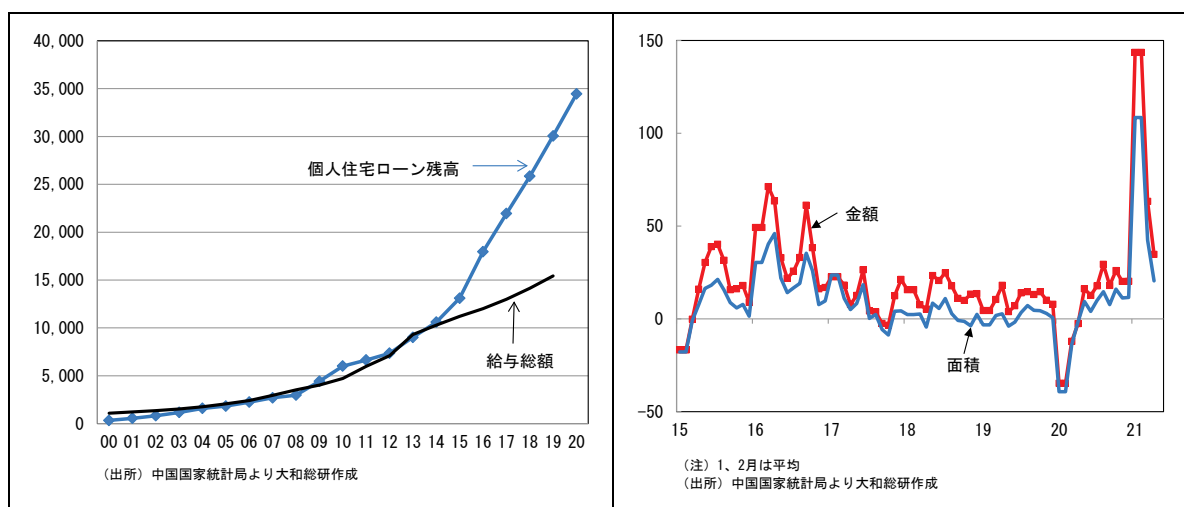
² 中国国家統計局のデータを基に計算すると、例えば、北京市で90㎡の平均的な住宅を購入する場合の家計年収倍率は2020年で18.1年分、上海市では14.6年分となっている。

“World Population Prospects: The 2019 Revision”によると、中国の30歳～34歳人口は2015年から2020年の5年間で27.8%増加して、住宅需要を支えた。しかし、この人口層は2020年～2025年に24.3%減少し、2025年～2030年にはさらに11.6%減少すると推計されている。需要が減退する中で供給調整がうまく行われなければ、住宅価格は大きく下落し、価格低迷が長期化するリスクがあろう。住宅は家計だけでなく企業も投資・投機目的で保有しており、負債圧縮を目的に、家計は消費を、企業は投資を抑制する可能性がある。銀行にしても不良債権の増大により、貸出余力が低下することが想定される。

こうした中でコロナ禍が発生したのだが、住宅市場への悪影響は短期間で終了し、その後の住宅販売は回復から過熱の様相を呈していった。2020年1月～2月の住宅販売金額こそ前年同期比34.7%減（以下、変化率は前年同期比、前年同月比）となったが、その後は改善・回復傾向を強め、年間では10.8%増となった。2021年1月～2月は143.5%増を記録し、3月³は63.3%増、4月は34.7%増となったが、これは前年同期がマイナスだった反動だけではない。コロナ禍以前の19年1月～2月比、3月比、4月比でもそれぞれ58.9%増、43.5%増、31.3%増となっており、過熱といえる状況となっていた。コロナ禍とそこからの立ち直りの過程で大胆な金融緩和が行われたが、資金の一部が不動産市場に流入し、投資・投機が助長された可能性は高い。

急増する住宅ローン残高（単位：億元）

住宅販売金額・面積（前年同月比）の推移（単位：%）



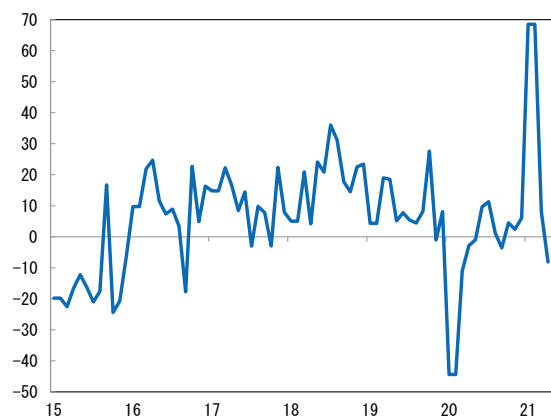
こうした状況を受け、中国政府は住宅の投資・投機の抑制とこれにかかわる銀行貸出等の抑制に力を入れ始めた。中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会は2020年12月31日に「銀行の不動産貸出集中度管理制度の構築に関する通知」を发出し、銀行による過度な不動産貸出を抑制する方針を示した。同通知によると、銀行は資産規模等によって5分類され、大型銀行の不動産貸出残高が貸出残高全体に占める割合は最大で40%（うち個人住宅ローンは32.5%）～農村銀行は同12.5%（同7.5%）とした。それを超える部分は数年間かけて是正するとした。

³ 中国国家统计局が発表するのは1月からの累計のデータであるが、ここでは変化を明確にするために、単月のデータを作成した。

現地報道によると、春節の連休（2月11日～17日）明け以降、貸出に関する審査や事後の調査が強化され、例えば、運転資金の名目で借り入れた資金が不動産市場に流入していた場合、期日前の返済が求められるなどしたという。これが政策として確認されたのが、3月26日に中国銀行保険監督管理委員会、住宅・都市農村建設部、中国人民銀行のそれぞれ弁公庁が発出した通知である。「経営用途の貸出が違法に不動産分野に流入することを防止することに関する通知」では、借入人と用途の審査、貸出期限と担保の管理、銀行の内部管理などを強化するとした。加えて、各地方政府は、当該都市に戸籍のない家計の住宅購入を制限したり、条件を厳しくしたりなどの措置を矢継ぎ早に打ち出している。

住宅関連統計を見ると、新規住宅着工面積は2021年1月～2月の68.5%増から3月⁴は8.2%増に伸び率が鈍化し、4月は8.1%減へと一気に前年割れとなった。上記政策により、住宅の投資・投機需要は減退するとの期待が高まったのであろう。ある程度のタイムラグを経て、不動産開発投資も抑制されよう。

新規住宅着工面積（前年同月比）の推移（単位：％）



（注）1、2月は平均
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

最後に一連の政策によって、不動産市場を巡る諸問題は解決に向かうのか？事はそう単純ではない。現状は、取り敢えず住宅投資・投機の過熱を冷やすことを優先し、改めて落としどころを探るところだろう。住宅価格が大きく下落し、価格低迷が長期化すれば、金融危機発生のリスクが高まるから、これは避けなければならない。かといって所得上昇率を上回る住宅価格の上昇が続けば、既述の諸問題は一向に解決されないことになる。これまで、中国政府は可処分所得の伸び率を基準として、住宅価格の上昇率がそれ上回ると、購入制限などの需要引き締め策を打ち出して価格を抑制してきた。今後は所得伸び率を上限とするなど、そのレンジを下げるつもりなのだろうか。それをどのようにして安定的、かつ長期的に維持するのか。ソフトランディングは相当なナローパスであることは間違いない。

⁴ 当局が発表する累計の統計から単月のデータを作成。

足元の内需は拡大加速

中国国家统计局によると、2021年1月～4月の固定資産投資は19.9%増、小売売上は29.6%増となり、1月～3月のそれぞれ25.6%増、33.9%増から伸び率は低下した。ただし、これはコロナ禍における中国経済の最悪期であった2020年1月～2月との比較による反動増の影響が縮小したためであり、内需はむしろ加速している。コロナ禍以前の2019年1月～4月との比較では固定資産投資は8.0%増（1月～3月の同比較は6.0%増）、小売売上は7.8%増（同7.6%増）であった。

2021年1月～4月の固定資産投資を分野別に見ると、不動産開発投資は21.6%増（1月～3月は25.6%増）、製造業は23.8%増（同29.8%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が16.9%増（同26.8%増）となり、インフラ投資の伸び率の低下が比較的大きくなった。大胆な金融緩和の修正が進められる中、1月～4月の経済全体の資金調達金額のネットの増減額は14.8%減となった。インフラ投資の資金調達のひとつである地方政府特別債券を含む政府債券は46.1%減となっており、インフラ投資減速の背景となった可能性がある。ただし、2021年の地方政府特別債券の発行枠は前年の3.75兆元から微減の3.65兆元とされており、今後の順調な発行が、インフラ投資を下支えしよう。

今後、先行きが最も懸念されるのが、不動産開発投資である。詳細は前章で述べた通りであり、早ければ10月～12月には、不動産開発投資の伸びが大きく鈍化する可能性があるろう。

2021年1月～4月の小売売上は29.6%増、コロナ禍以前の2019年1月～4月との比較では7.8%増（1月～3月の同比較は7.6%増、4月は8.8%増）となった。

ただし、いわゆる接触型の消費の回復ペースは想定していたほど速くはない。中国では2021年1月に新型コロナウイルス感染症の1日当たりの感染者数が百数十人に増え、1月～2月上旬には局所的なロックダウンが実施され、2月11日～17日の春節の連休を含めた1月28日～3月8日の期間は帰省や省を跨いだ旅行を自粛することが全国的に求められた。この結果、新規感染者数は再び抑制され、5月1日～5日の労働節の連休には、旅行・観光の完全復活も期待されたのだが、そうは問屋が卸さなかった。文化観光部（省庁）によると、労働節期間中の国内旅行金額は138.1%増の1,132.3億元（約1.9兆円）となったが、2019年の同時期を100とすると、77の水準にとどまったという。旅行客数は2.3億人と119.7%増、19年比でも3.2%増となったことから、旅行は「安・近・短」が主流で、省を跨ぐ旅行は本格的な回復には至ってないことが示唆される。世界的に猛威を振るう変異株への警戒を安易に解くわけにはいかないということなのだろう。

1月～4月の輸出（ドル建て）は44.0%増、2019年1月～4月比は30.7%増

2021年1月～4月の輸出（以下、貿易はドル建て）は44.0%増（4月は32.3%増）、輸入は

31.9%増（同 43.1%増）となり、貿易収支は 1,579 億ドルの黒字（同 429 億ドルの黒字）を計上した。2019 年 1 月～4 月比でも輸出は 30.7%増、輸入は 23.7%増と大幅な増加となっている。輸出の好調については、欧州の一部などのロックダウンの実施により、中国がその供給を部分的に代替したこと、マスク・防護服など繊維品や、医療機器・器械、リモートワークのためのパソコン・周辺機器などのコロナ特需が続いていること、が背景にある。さらに、3 月、4 月については、輸入の伸び率が輸出のそれを上回っているが、これは石油や銅、鉄鉱石など資源・商品価格上昇の効果も大きい。

今後、10 月～12 月頃には、ワクチン接種の拡大等に伴うパンデミック収束が中国の輸出に与えるマイナスの影響に留意する必要があるが、米国の大規模経済対策によって、同国経済の V 字回復が期待されるなど、世界需要の回復が中国の輸出を支えることが期待できる。

2021 年は 8.8%程度、2022 年は 6.0%程度の実質成長へ

中国の成長率見通しに変更はない。実質 GDP 成長率は、2020 年の 2.3%から 2021 年は 8.8%程度に高まろう。中国経済は昨年 4 月～6 月以降、前年比でプラス成長となったことから、今後伸び率は鈍化し、10 月～12 月には巡航速度とみられる 6%をやや下回る成長率となろう。

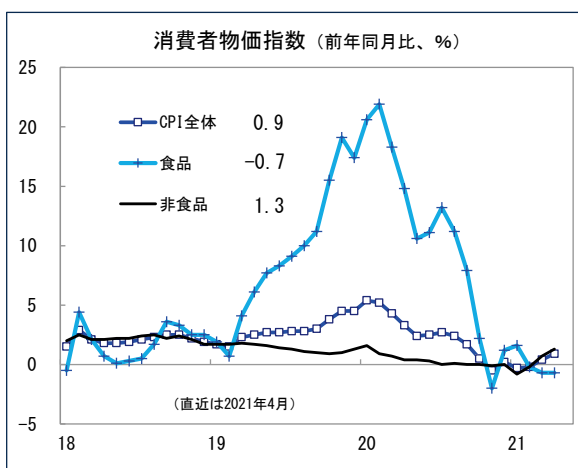
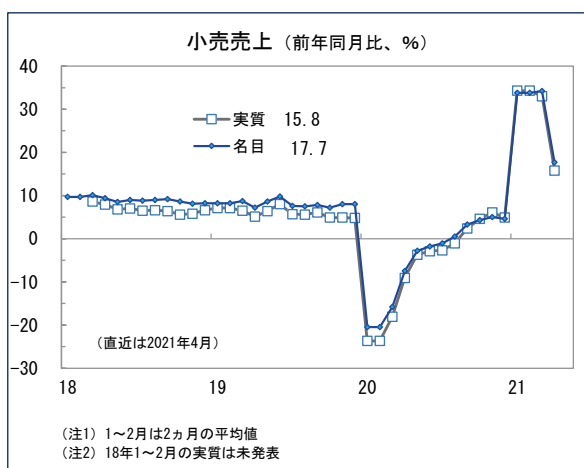
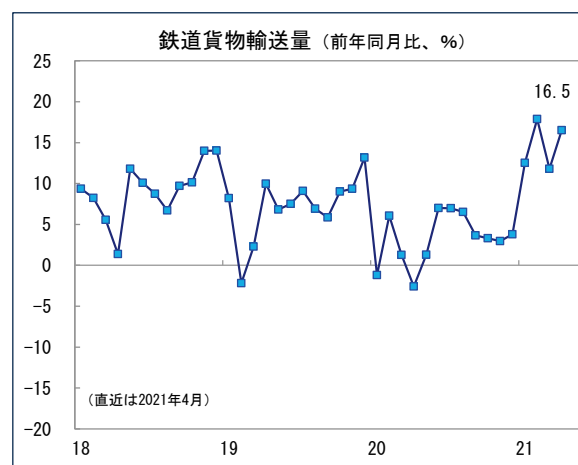
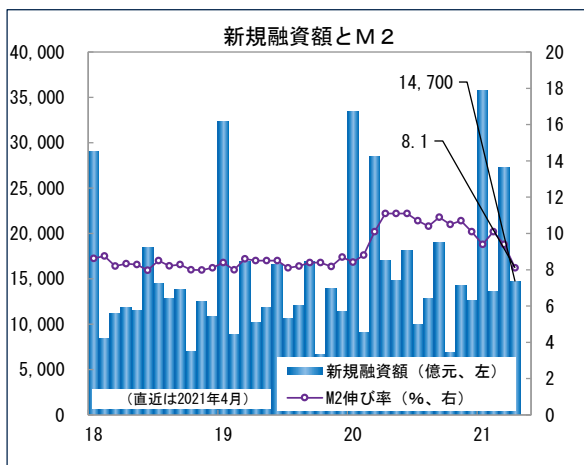
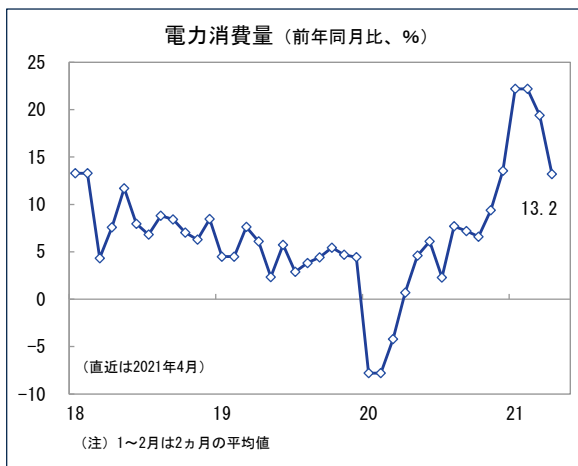
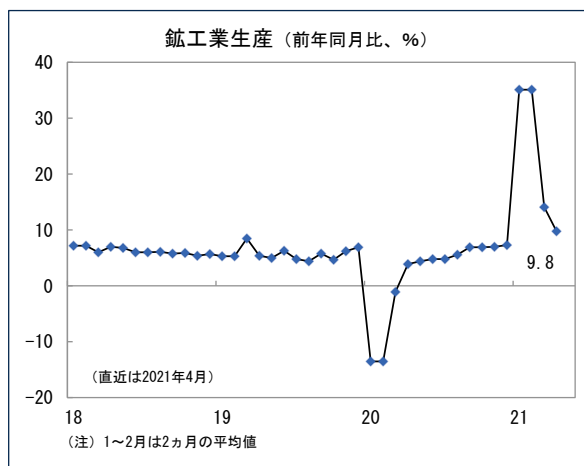
2022 年については、2021 年の高成長の反動もあり、5%程度の実質成長を想定する向きが多い。ただし、秋には 5 年に 1 度の党大会が開催される予定であり、大和総研は政治的な要請でもう少し高い成長率が期待できるとみている。2022 年は 6.0%程度の成長率となろう。

主要経済指標一覧

| | 2020年5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 2021年1月 | 2月 | 3月 | 4月 |
|------------------------|---------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%） | - | 3.2 | - | - | 4.9 | - | - | 6.5 | - | - | 18.3 | - |
| 鉱工業生産（前年同月比、%） | 4.4 | 4.8 | 4.8 | 5.6 | 6.9 | 6.9 | 7.0 | 7.3 | 35.1 | | 14.1 | 9.8 |
| 電力消費量（前年同月比、%） | 4.6 | 6.1 | 2.3 | 7.7 | 7.2 | 6.6 | 9.4 | 13.6 | 22.2 | | 19.4 | 13.2 |
| 鉄道貨物輸送量（前年同月比、%） | 1.3 | 7.0 | 7.0 | 6.5 | 3.6 | 3.3 | 3.0 | 3.8 | 12.5 | 17.9 | 11.8 | 16.5 |
| 固定資産投資（前年累計比、%） | -6.3 | -3.1 | -1.6 | -0.3 | 0.8 | 1.8 | 2.6 | 2.9 | 35.0 | | 25.6 | 19.9 |
| 不動産開発投資（前年累計比、%） | -0.3 | 1.9 | 3.4 | 4.6 | 5.6 | 6.3 | 6.8 | 7.0 | 38.3 | | 25.6 | 21.6 |
| 小売売上 名目（前年同月比、%） | -2.8 | -1.8 | -1.1 | 0.5 | 3.3 | 4.3 | 5.0 | 4.6 | 33.8 | | 34.2 | 17.7 |
| 実質（前年同月比、%） | -3.7 | -2.9 | -2.7 | -1.1 | 2.4 | 4.6 | 6.1 | 4.9 | 34.3 | | 33.0 | 15.8 |
| 消費者物価指数 全体（前年同月比、%） | 2.4 | 2.5 | 2.7 | 2.4 | 1.7 | 0.5 | -0.5 | 0.2 | -0.3 | -0.2 | 0.4 | 0.9 |
| 食品（前年同月比、%） | 10.6 | 11.1 | 13.2 | 11.2 | 7.9 | 2.2 | -2.0 | 1.2 | 1.6 | -0.2 | -0.7 | -0.7 |
| 非食品（前年同月比、%） | 0.4 | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | -0.8 | -0.2 | 0.7 | 1.3 |
| 工業製品出荷価格指数（前年同月比、%） | -3.7 | -3.0 | -2.4 | -2.0 | -2.1 | -2.1 | -1.5 | -0.4 | 0.3 | 1.7 | 4.4 | 6.8 |
| 工業生産者購入価格指数（前年同月比、%） | -5.0 | -4.4 | -3.3 | -2.5 | -2.3 | -2.4 | -1.6 | 0.0 | 0.9 | 2.4 | 5.2 | 9.0 |
| 新規融資額（億元） | 14,800 | 18,100 | 9,927 | 12,800 | 19,000 | 6,898 | 14,300 | 12,600 | 35,800 | 13,600 | 27,300 | 14,700 |
| M2伸び率（%） | 11.1 | 11.1 | 10.7 | 10.4 | 10.9 | 10.5 | 10.7 | 10.1 | 9.4 | 10.1 | 9.4 | 8.1 |
| 輸出（前年同月比、%） | -3.5 | 0.2 | 6.8 | 9.1 | 9.4 | 10.9 | 20.5 | 18.1 | 60.5 | | 30.6 | 32.3 |
| 輸入（前年同月比、%） | -16.4 | 3.2 | -0.8 | -1.7 | 13.3 | 4.7 | 4.3 | 7.0 | 22.7 | | 38.2 | 43.1 |
| 貿易収支（億ドル） | 619.2 | 447.9 | 604.7 | 572.5 | 355.8 | 575.3 | 747.8 | 769.9 | 507.5 | | 135.5 | 428.6 |
| 新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%） | 3.1 | 3.6 | 3.3 | 3.4 | 3.8 | 4.2 | 2.4 | 2.3 | 2.9 | 3.4 | 3.6 | 4.5 |
| 上海（前年同月比、%） | 3.5 | 3.7 | 4.2 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 4.1 | 4.2 | 4.4 | 5.0 | 5.3 | 4.9 |
| 商用不動産 着工面積（前年累計比、%） | -12.8 | -7.6 | -4.5 | -3.6 | -3.4 | -2.6 | -2.0 | -1.2 | 64.3 | | 28.2 | 12.8 |
| 完工面積（前年累計比、%） | -11.3 | -10.5 | -10.9 | -10.8 | -11.6 | -9.2 | -7.3 | -4.9 | 40.4 | | 22.9 | 17.9 |
| 不動産販売 面積（前年累計比、%） | -12.3 | -8.4 | -5.8 | -3.3 | -1.8 | 0.0 | 1.3 | 2.6 | 104.9 | | 63.8 | 48.1 |
| 金額（前年累計比、%） | -10.6 | -5.4 | -2.1 | 1.6 | 3.7 | 5.8 | 7.2 | 8.7 | 133.4 | | 88.5 | 68.2 |

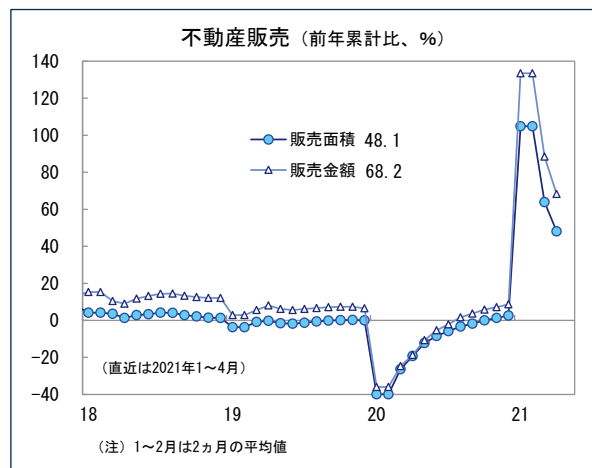
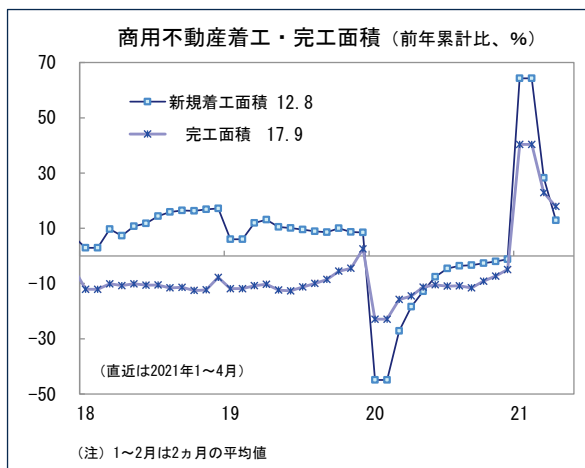
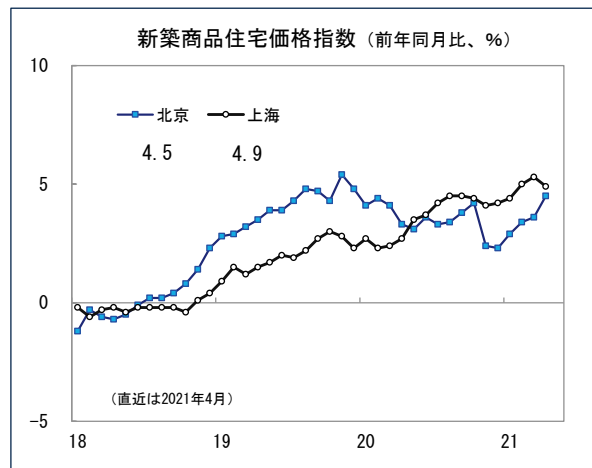
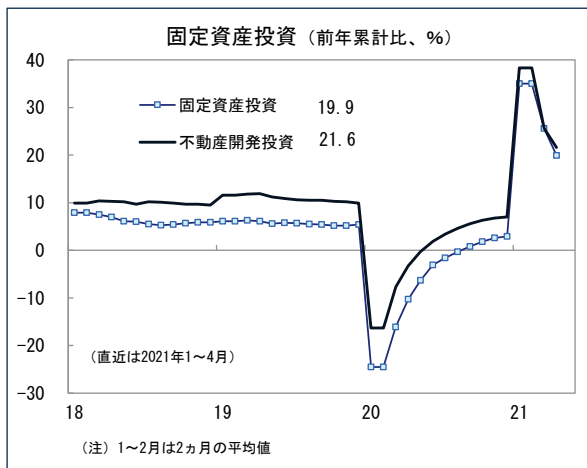
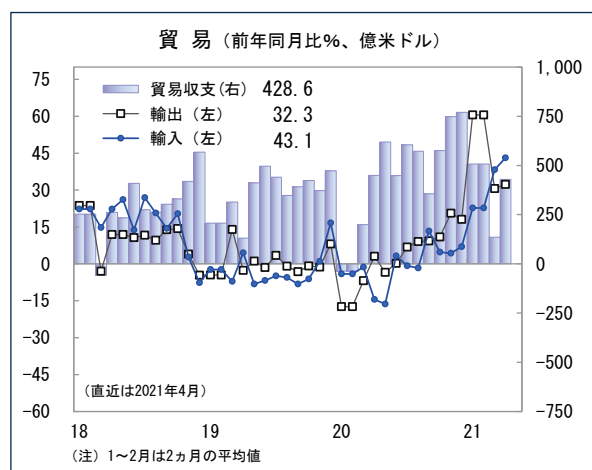
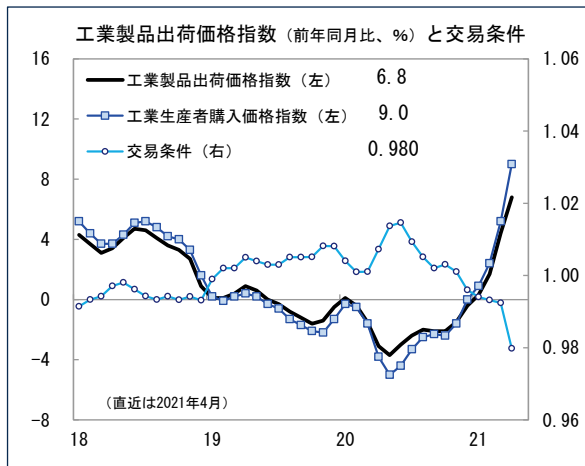
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄路総公司、CEIC より大和総研作成

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