

## 第772回: 景気動向と陳勝吳広

世界銀行は10月2日、中国の来年(2024年)の経済成長率が前年比+4.4%に減速する予測を公表した。前回4月の予測から0.4pt引き下げた。世銀は、中国が高度成長の過程でインフラ投資や不動産投資などを成長ドライバ(原動力)に据えてきた成長モデルが転換点を迎えていると指摘すると同時に、直近の問題点として、不動産業界の不振や、企業や地方政府などが抱える負債への懸念を示した。

23年の成長率について、世銀は1月発表のレポートで+4.3%と発表していたが、今回の見通しでは+5.1%の見込みであり、中国政府の掲げる実質成長率目標の「+5.0%前後」は、なんとかギリギリで達成できることになりそうだ。

さて、現時点における中国の今年の成長率(実績)は、第1四半期(1Q)が+4.5%、そして2Qが+6.3%だから、“成長続伸”の印象がある。

でも、これは数字のトリックだ。「前年の2Q」は、中国最大の産業都市・上海において、23年4月から5月までロックダウン(都市封鎖)が強行され、その結果生産活動や消費が停滞し、経済がボトムに落ち込んだ特殊な時期であった。

だから、ボトムの時期とその1年後(23年2Q)を比較すれば、伸び率が「反作用」として一気に高くなるのは当然のことである。しかも、この成長率を測る尺度を、(前年同期比ではなく)先進国が採用する「前期比ベース」に変えて比較すれば、23年1QのGDP成長率は+2.2%、そして続く2Qは+0.8%となり、足元の中国経済は成長どころか、減速しているのが現実だ。

中国経済が長らく停滞している要因は枚挙に遑がない。個人消費の低迷、輸出の減少、過剰債務、不動産市場の低迷等が複雑に重なり合って、複合不況を構成していることから、早期解消が困難であることだけは誰の目にも明らかである。

中国当局は、足元では下期の経済政策につき、いろいろ知恵を絞っているが、いつまで経っても新機軸を打ち出すには至らず、小出しの金融政策でお茶を濁している。足元の実質金利の高さから、中国当局は「追加利下げは不可避」と理解しているようだが、なかなかアクションが見えてこない。

況や、財政政策においてをや。野党の存在しない専制国家にとって、財政政策は“伝家の宝刀”であるが、それによって発生する(将来の財政赤字、将来の需要の先食いなどの)副作用のリスクを取り、財政出動に踏み切る太っ腹な政治家は本土にいない。

なぜか？習近平一極体制の下で、権力闘争が過熱し、綱紀粛正や汚職追放などの現象が猖獗する中、官僚機構の中で、保身、責任回避、事なかれ主義などの弊害が噴出しているからだ。

景気対策として最大の効果が期待できるのは、(財政出動も含む)政府主導による個人消費需要の喚起策である。中国の個人消費がGDPに占める比率は、米国の7割、日本の6割と比べて40%程度しかない。だからこそ、「伸びしろ」は大きい。

だが、習近平政権は、個人消費が拡大すれば、それが奢侈や墮落、汚職、社会の混乱などをもたらすと警戒しているようで、「個人消費拡大」を政策スローガンとして打ち出すのを控え、その代わりに「製造強国」、「軍事大国」、「格差是正」などを目標に掲げ、プロパガンダ活動に余念がない。

---

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

1/3

そんなわけで、個人消費の伸びに苦戦する中国。そこに不動産不況が低迷に輪を掛けている。

中国でも発展著しい「一線都市(北京・上海・広州・深圳)」の住宅価格は堅調に推移している。

問題は、3億人を超える市民や農村からの出稼ぎ労働者たちが住み、経済規模が比較的大きい、唐山、洛陽、揚州、桂林など(一線都市、新一線都市、二線都市に続く)「三線都市」の不動産価格の下落にあり、これが景気の足を引っ張っている。

現代中国において、都市部に住む市民の最大資産は居住用、および投資用の住宅(マンション)だ。

銀行の預金金利ではインフレをカバーできない。資本市場は前途有望だが、政治動向に左右され易く、透明性にも欠ける。従って、投資の選択肢が不動産に片寄ってしまうのである。

中国経済において不動産業界(広義)のGDPに占めるウェイトは約25%と推定されており、もし業界大手の中国恒大集団(03333/HK)や碧桂園控股(02007/HK)などの経営危機が拡大し、投資家がマンションの完工前にデベロッパーに払った(手付を打った)「住宅手付金」が返済されず、債権が「紙切れ」になってしまったら、中国の個人投資家の多くが、家計貯蓄に巨大な不良債権を抱えることになる。

恒大集団の22年12月決算を(1人民元=20円換算で)ざっと債権・債務をまとめると、総資産=37兆円、総負債=49兆円、純資産=▲12兆円・つまり12兆円の債務超過となる。

総負債(49兆円)は「借款(ローン)」が12兆円、「応付貿易账款及其他応付款項(買掛金)」が20兆円、「契約負債(契約負債)」が14兆円だ。つまり負債を大きい順に並べると、①建設会社や建材会社などへの未払い金>②住宅購入者が前払いした「手付金」>③銀行等からの借入金となる。

恒大集団の貸借対照表は様々な不良債権の存在を示している。だが、その深刻さには濃淡が見られる。

銀行借入(③)のウェイトは案外低く、金融当局公表する「商業銀行・貸倒引当金統計」を基に試算すれば、中国の大手商業銀行は(恒大も含め)中国の不動産危機に対し一定の備えと耐久力を有している。

銀行借入れよりも深刻なのが(①の20兆円の)「買掛金」。日本なら連鎖倒産の危機だが、仕入れ先の多くは中国の国有企業。従って、1990年代に流行した「三角債」つまり「国営企業間のツケのたらい回し」による“時間稼ぎ”で、危機の到来を暫時延長することは可能だろう。

最も深刻な問題は、②の市民が貯蓄を投下して契約したマイホーム「手付金」の多くが、物件未完成にも拘わらず、返済されず放置されていること。

こんな事態が長期化すれば、陳勝呉広や紅巾黄巾の乱が現代中国に甦る。仮に習政権が国内の治安維持に成功したとしても、虎の子の貯蓄が不良債権投資で焦げ付き始めている状況下、個人消費など回復するわけがないのである。(了)

文中の見解は全て筆者の個人的意見である。

2023年(令和5年)10月4日

## 筆者プロフィール

杉野光男

東洋証券株式会社 主席エコノミスト

一橋大学商学部卒、三菱信託銀行(現三菱UFJ信託銀行)入社、上海華東師範大学へ留学

同行北京駐在員、上海駐在員事務所長、理事中国担当部長を経て、2007年より現職

著書 日本の常識は中国の非常識(時事通信社)、中国ビジネス笑劇場(光文社)等

---

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

2/3



東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第121号

日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 加入  
本社所在地 〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1 TEL03-5117-1040

## ご投資にあたっての注意事項

### 外国証券等について

・外国証券等は、日本国内の取引所に上場されている銘柄や日本国内で募集または売出しがあった銘柄等の場合を除き、日本国の金融商品取引法に基づく企業内容等の開示が行われておりません。

### 手数料等およびリスクについて

#### ①国内株式等の手数料等およびリスクについて

・国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2650% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 1.2650% (税込み) に相当する額が 3,300 円 (税込み) に満たない場合は 3,300 円 (税込み)、売却約定代金が 3,300 円未満の場合は別途、当社が定めた方法により算出した金額をお支払いいただきます。国内株式等を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式等は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ②外国株式等の手数料等およびリスクについて

・委託取引については、売買金額(現地における約定代金に現地委託手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対して最大 1.1000% (税込み) の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・国内店頭取引については、お客さまに提示する売り・買い店頭取引価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で基準価格を算出し、基準価格と売り・買い店頭取引価格との差がそれぞれ原則として 2.50% となるように設定したものです。

・外国株式等は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ③債券の手数料等およびリスクについて

・非上場債券を募集・売出し等により取得いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、元本の損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動等により価格が上下するほか、カントリーリスクおよび為替相場の変動等により元本の損失が生じるおそれがあります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本の損失を生じるおそれがあります。

#### ④投資信託の手数料等およびリスクについて

・投資信託のお取引にあたっては、申込(一部の投資信託は換金)手数料をいただきます。投資信託の保有期間中に間接的に信託報酬をご負担いただきます。また、換金時に信託財産留保金を直接ご負担いただく場合があります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なるため、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該金融商品市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ⑤株価指数先物・株価指数オプション取引の手数料等およびリスクについて

・株価指数先物取引には、約定代金に対し最大 0.0880% (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数オプション取引には、約定代金、または権利行使で発生する金額に対し最大 4.400% (税込み) の手数料をいただきます。約定代金の 4.400% (税込み) に相当する額が 2,750 円 (税込み) に満たない場合は 2,750 円 (税込み) の手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

・株価指数先物・株価指数オプション取引は、対象とする株価指数の変動により、委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

### ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をご覧ください。

最終ページに重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。