

中国経済の中長期的な減速がもたらす 米中関係の新たな火種

インフレを背景にして世界的に金融引き締めが進むなかで、中国は、人口減少や住宅市場の構造的な調整といったディスインフレ要因が重なって経済が減速しており、金融緩和や通貨安への圧力が高まっている。

中長期的な景気減速要因が山積する 中国

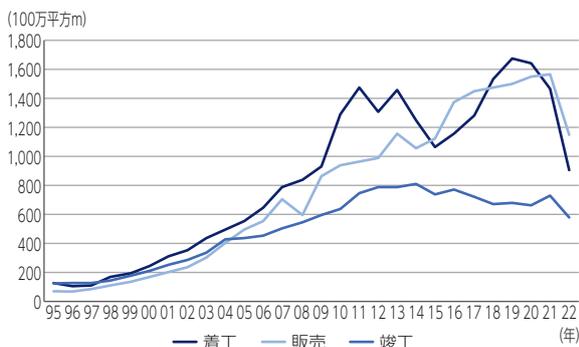
世界経済は、アメリカの連邦準備制度理事会（FRB）が、インフレ率が2%に戻るまで金融引き締めを続ける強い覚悟を繰り返し示すことで、景気失速への懸念が日ごとに強まっている。そういったなかで、インフレとは異なる中長期的な要因がいくつか重なって、景気減速への不安感が高まっているのが中国である。

その一つは同国の人口減少である。今年7月に発表された国連の「2022年世界人口推計」によると、中国の総人口（各年7月1日時点）は、減少ペースは当面、極めて緩やかではあるものの2021年にピークを迎え、今年から減少基調に入ったと見られている¹⁾。

また、中国の住宅市場は、上述の人口減少の始まりに伴う需要面の変化に触れるまでもなく、量的拡大の行き詰まりから既に非常に困難な状況に陥っている。

その最たる原因は、図表1にあるように、同国では、この10年余りにわたって竣工床面積の2倍前後の住宅床面積が着工・販売され続けたことにあると考えられる。

図表1 中国の住宅着工・販売・竣工床面積



(注) 2022年の値は1-8月の前年同期比から割り出した試算値
(出所) CEIC Data、中国国家统计局のデータを基に野村総合研究所作成

報道などによれば、中国での新築住宅販売は日本とは違って未完成物件であっても先払いで取引されることが多く、購入者は物件の引渡し前から住宅ローンの返済を行っていると言われる。ということは、同国の不動産企業の資金繰りは、金融機関からの直接の融資だけでなく、（竣工前の）住宅の販売による売り上げや住宅購入者の住宅ローンなどにも依存していた可能性が高い²⁾。

だとすれば、政府による不動産企業への融資の厳格化が進んできたなかで、ゼロコロナ政策によるロックダウンで住宅販売が滞れば、多くの同企業が資金繰りに行き詰って建設が止まり、今年の夏に話題になったように、それを見た住宅購入者が住宅ローンの支払いを拒否する行動に出たとしても不思議ではない。

この問題を正面から解決し、住民の不安を少しでも和らげるには、政府による政策誘導や暗黙の保証をもとに金融機関による不動産企業への“追い貸し”で、一旦止まった住宅建設を再開し、一つでも多くの住宅を完成させていくほかないのかもしれない。だが、こうした手法で住宅の供給を増やせば金融機関の不良債権が増加しかねず、かといって、住宅市場への政府支援がなければ、建設投資の滞りから社会不安や経済のさらなる低迷を招きかねない。その意味で、中国政府は住宅市場に大きなジレンマを抱え込んでしまっている。

中国経済が抱える問題はこれだけではない。例えば、中国政府は今年、各都市で厳格なロックダウン政策を打ち出しているが、この動きは、欧米各国の企業などからは、地政学的な環境の悪化とも重なって、中国事業に対するリスクの拡大と映る。実際、米中ビジネス評議会（USCBC）が加盟企業を対象に今年6月に行った調査では、今後5年の中国事業の見通しを「楽観的」と回答

NOTE

- 1) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2022). World Population Prospects 2022, Online Edition. 本稿で参照したのは中位推計。
<https://population.un.org/wpp/>
- 2) National Bureau of Statistics of China (中国国家统计局) が9月16日に公表した“National Real Estate Development and Sales from January to August 2022”によると、今年1-8月に不動産開発企業が調達した資金10.08兆元(前年同期比-25.0%)のうち、預り金・前払金 (Deposits and Advance Payments) が3.28

- 兆元、個人住宅ローン (Personal Mortgage) が1.62兆元を占めている。
http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202209/t20220916_1888409.html
- 3) 今後5年の中国事業の見通しに対して楽観的(「楽観的」と「やや楽観的」の合計)と回答した企業の割合は、昨年の調査では69%だったが、今年の調査では51%となり、18%ポイント悪化している。US-China Business Council, “USCBC 2022 Member Survey”
[https://www.uschina.org/reports/uscbc-2022-](https://www.uschina.org/reports/uscbc-2022-member-survey)

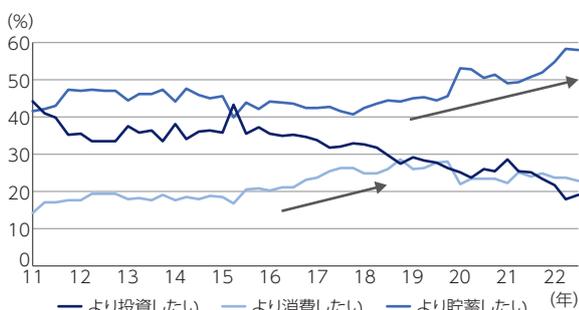
member-survey

- 4) 実質実効為替レートはその値が高いほど、通貨としての価値が高いことを意味する。ここでの実質実効為替レートは27か国・地域の通貨をもとに計算されたナローベースを用いている。プラザ合意がなされた1985年9月の同レートは140.33だった。

した企業の割合は前年に比べて大幅に減っており³⁾、こうした同国への不安感の高まりは、外国企業の中国への中長期的な投資抑制要因となりうる。

このような先行きへの不安要因が同時に重なると、人々はどうしても将来に備えて消費や投資を抑えて貯蓄を増やそうとする。中国人民銀行は3か月に1度、都市部の預金者に対してアンケート調査を行っているが、それによると、今年第2四半期には「預金を増やしたい」と答えた人の割合が58.3%にまで急増した(図表2)。

図表2 中国都市預金者の投資・消費・貯蓄意欲



(出所) 中国人民銀行「都市預金者調査(城镇储户问卷调查)」より野村総合研究所作成

ドル高・人民元安が政治問題化する可能性

中長期的な需要や投資の伸び悩み、あるいは貯蓄志向の高まりは、デシインフレ要因である。そのため中国は、これらに伴う経済の悪化を防ぐため、財政出動や金融緩和といったマクロ経済政策を長期にわたって続ける可能性が高まっている。

だが、こうした中国による拡張的なマクロ経済政策は、急速なインフレに苦しんで金融引き締めへ突き進む現在の世界的な流れとは明らかに逆方向であり、その影

響は金利差の拡大を通じて、足元で既に(日本などとともに)自国の通貨安として表面化している。

問題は、このような人民元安がアメリカ、特に同国の政治にどのように映るかである。

今のアメリカはインフレ抑制に目が向いているので、それに寄与するドル高・人民元安は、現時点では気にも留めていないかもしれない。しかし、アメリカの急速な利上げがどこかの時点で、市場参加者が懸念するような行き過ぎたものとなって同国の経済が失速し、その原因が利上げやそれとともに進んだドル高にあると見なされれば、同国経済の競争力回復のために、ドル高の流れを止めなければならないという声が政治面から上がってきても不思議ではない。

現に、国際決済銀行(BIS)による米ドルの実質実効為替レート(2010年=100)を見ると、直近2022年8月では137.31と、プラザ合意翌月の1985年10月の値134.06を上回るドル高水準にある⁴⁾。ましてや、次の米大統領選挙は今からわずか2年後だ。目先は同国内で政治的な主張の先鋭化が進む一方だろう。

そうした時に、アメリカが、中長期的な経済の安定を目指して拡張的な経済政策を続ける中国を、ドル高・人民元安を誘導しているかのように捉え始めたらどうなるか。人民元安は足元ではさほど問題視されなくとも、どこかの時点で、米中関係をさらに悪化させる新たな火種に変化しかねない点には注意が必要だろう。

Writer's Profile



佐々木 雅也 Masaya Sasaki

未来創発センター 戦略企画室
 エキスパートエコノミスト
 専門はマクロ経済分析
focus@nri.co.jp