

market:update

金融経済の見通し

2021年10月25日

中国：金融市場危機より景気後退に懸念

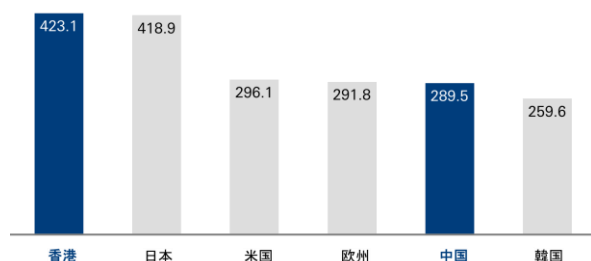
中国恒大集団が倒産すると、金融市場が危機に直面するか動静に注目が集まっています。通常、金融市場の危機は、流動性が不足することで引き起こされますが、中国政府は、銀行、保険会社等の機関投資家をコントロール出来ており、国内投資家による資産の投げ売り状況は回避が可能と考えられ、さらに中国の金融市場は、需給面で外国人投資家への依存が殆どない為、資本逃避によって金融市場危機が引き起こされる可能性は極めて低いと思われる。従って、中国が金融市場の危機に直面することは無いと考えています。

中国恒大集団は肥大化した不動産セクターで氷山の一角に過ぎない

中国恒大集団が深刻な財務問題により経営危機に陥っていることは、突然降って湧いた話ではなく、寧ろ、この問題は、不動産セクターの多くの企業が急激な成長を専ら信用で賄ってきた事実を象徴していると考えられます。

例えば、中国における2020年第4四半期の企業部門の負債はGDPの約160%で、そのうち不動産部門が主要な割合を占めていますが、これに対して、消費者の負債は60%程度に過ぎず、政府の負債は約70%の水準に留まっています。

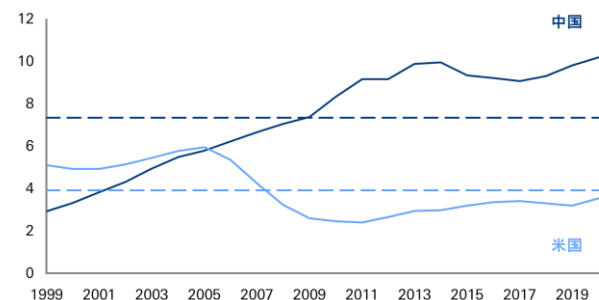
このように、中国の不動産部門の債務残高は、米国、日本、欧州と比較しても非常に高い水準にあります。

香港と中国の高い負債率は主に不動産部門に起因
政府、家計、非金融企業部門における債務残高の対GDP比

出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー 2020年12月31日現在

こうした状況は、中国における不動産部門の経済的重要性を裏付けていると思われ、例えば、同国では、住宅用不動産市場の建設活動だけで、2020年のGDPの約10%を占めています。一方、米国では、これが昨年のGDPの約3.5%を占めるに過ぎず、不動産バブルのピークにあった2005年でも約6%に過ぎなかったことを考慮すると、その規模を窺い知ることができます。

専門家は、商業用不動産市場とその関連市場への経済的波及効果等、間接的な影響も考慮すると、中国の経済生産高の約30%が不動産市場に依存している可能性があるかと推測しています。

中国では住宅用不動産投資が急ピッチで進行
GDPに占める住宅投資の割合

出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー 2020年3月19日現在

中国では、1998年まで不動産市場が存在せず、土地改革によって100年の眠りから覚めた状況の為、住宅用不動産やインフラに対する膨大な潜在需要が存在していました。これを考慮すると、中国の不動産セクターの規模が他国に比べて大きいことは驚くべきことではないと考えられます。

いま危機が起きる理由：需要減少、規制強化

近年、中国政府は、不動産市場のキャッチアップ・プロセスが行き過ぎて過熱感が高まった結果、これが危険なバブルにつながる恐れがあるとの問題意識を強めてきました。それに伴い、これまで不動産ローンへのアクセスが幾度となく規制されてきましたが、中国政府は、従来の措置が期待通りの結果をもたらさなかったとの認識から、今年は年初から不動産市場の規制を大幅に強化しました。

market:update

実際に、個人住宅向けの不動産ローンへのアクセスが著しく困難になると同時に、不動産会社に対する負債比率に関する厳しい要求も課せられました。その結果、不動産市場の勢いは弱まり、8月の販売額はベース効果も相俟って、前年同月比20%減となりました。このように、中国恒大集団の経営危機問題の引き金になったのは、需要減少と規制強化であったと言えます。

目的は負債の削減

中国政府には、経済生産高との比較で債務を削減し、不動産部門を縮小したい意図があると考えられます。実際に、倒産によって債務が償却され、同時に新たな債務が殆ど発生しなければ、債務総額は減少する為、政府が、中国恒大集団やその他の不動産会社が倒産に至るプロセスを黙認する可能性は排除し切れないと思われま。その場合、不動産部門の縮小は経済成長を妨げることになる為、今後数ヶ月のうちに中国で景気後退が避けられなくなる可能性があり、例えば、住宅用不動産建設が2年間でGDPの約10%から約4%に低下した場合、その間のGDP成長率は少なくとも約3%ポイント低下するとの予想も示されています。もっとも、これについては、実際には急激な景気後退ではなく全体的に緩やかなペースでの低下になるのではないかと予想しています。

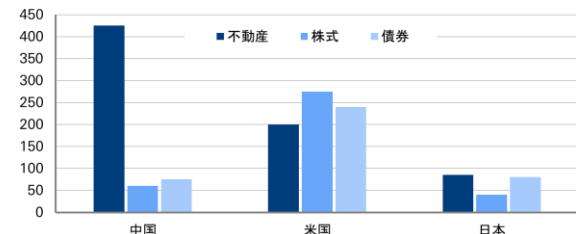
総じて、メツラーの中国経済に対する成長率予測は、2021年がコンセンサス予想8.4%に対して7.0%、2022年が同5.6%に対して4.5%と、コンセンサスを大きく下回るものとなっています。2021年9月は、中国の購買担当者指数に時系列での低下傾向が示され、厳しい経済状況に立ち至っていると見られる中、中国政府が規制のネジを締めすぎて、近時予想される不況の度合いが当初考えられていたより遥かに深刻になるということにも留意が必要と考えています。

中国政府は安定を志向して介入

中国では、家計資産の約80%を不動産が占めており、株式や債券がそれぞれ約10%であることを考えると、個人の財産管理の意味においても、不動産の重要性が高いことは明らかだと思われま。

中国の家計資産は不動産が圧倒的に多い

不動産、株式、債券の市場価値 2017年 単位：兆元



出所: NBER ワーキング・ペーパー "Peak China Housing"、メツラー
2020年8月

前述の状況から、不動産価格の大幅な下落とそれに伴う強制売却などの発生は、社会不安を引き起こす可能性があると見られます。その為、中国政府は早急に経済支援策を講じることが肝要であり、理想的には消費を刺激することによって、中国経済のバランスをより健全なものにする必要があると考えています。

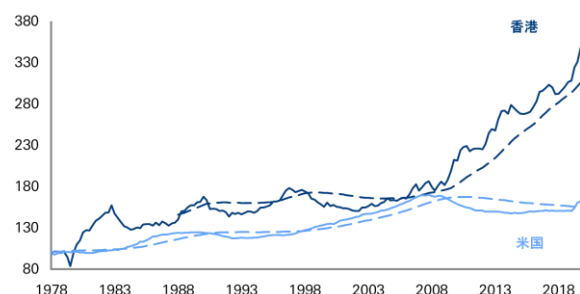
なお、日本の経験からは、消費者に消費を促すことは非常に困難な側面があるのですが、中国の消費には依然としてキャッチアップの余地が多く残っており、来年には中国経済の好転が期待できるのではないかと考えています。

香港の不動産市場が抱えるリスク

近時は、香港の不動産市場にも弱さが顕在化し始めており、動向を注視する必要があると考えています。香港では不動産が不足しており、価格が非常に高騰している為、関連部門が莫大な負債を抱えていると見られます。

中国の景気後退は、高水準の負債を抱える香港に深刻な影響を及ぼす可能性がある

GDPに占める民間債務の割合



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年3月19日現在

market:update

従来、香港の不動産市場では、常に力強い需要があったことを背景に、これまで顕著な価格の下落は観察されてきませんでした。今後もこうした状況が続けば危機が発生する可能性は低いと思われませんが、危機を招く要因としては、融資の大幅減額、急な買い控え、景気悪化などが挙げられます。

一方、危機を誘発するのは、負債の水準ではなく、金利負担の水準だと考えられます。実際に収入減少や金利上昇が起きることによって金利負担は増加しますが、政府は景気刺激策によって家計収入を安定させ、こうした危機を未然に防ぐことが可能だと思われま

す。さらに、現時点では金利が容易に上昇する可能性は低いのではないかと見ており、実際に香港政府にとっては不動産保有者の金利負担を上手くコントロールすることが当面の課題ではないかと考えています。

欧州には中国の景気後退の影響はないだろう

欧州の産業界は、足元で見られる高い受注残を背景として、現状以上に生産を増加させることが可能と考えら

れますが、実際にサプライチェーンにおけるボトルネックが深刻な問題となっています。興味深いのは、多くの欧州企業にとって、中国の景気後退は、これ以上の需要増に対応することが、恐らく困難になると見られるタイミングで起こる可能性があることです。こうした予測が正しく、景気刺激策により中国経済が、来年には回復に向かうとするならば、欧州企業にとってのサプライチェーンの問題も再び状況が改善され、大幅な増産が可能になると見えています。

また、中国が景気後退に入ると、需要減少による影響が世界中に波及する可能性があり、米国や欧州のインフレリスクが低下することも考えられます。従って、中国の経済的困難が予想されるにもかかわらず、今後発表されるユーロ圏の景況感指数などは、緩やかな低下に留まる可能性が高いと予想しています。

尚、中国での政府支援策の結果として、銀行預金が潤沢になることも想定され、銀行の豊富な流動性が市中貸出しを促進するか否かにも注目しています。



Edgar Walli

メツラー・アセット・マネジメント GmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

market:update

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
8. 害について一切責任を負いません。
9. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10. 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

W21-040

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会