

「グローバル経済の課題と中国 ～中国の『日本化』はあるのか～」へのコメント

シニアフェロー
関 志 雄

2024年1月25日

野村資本市場研究所

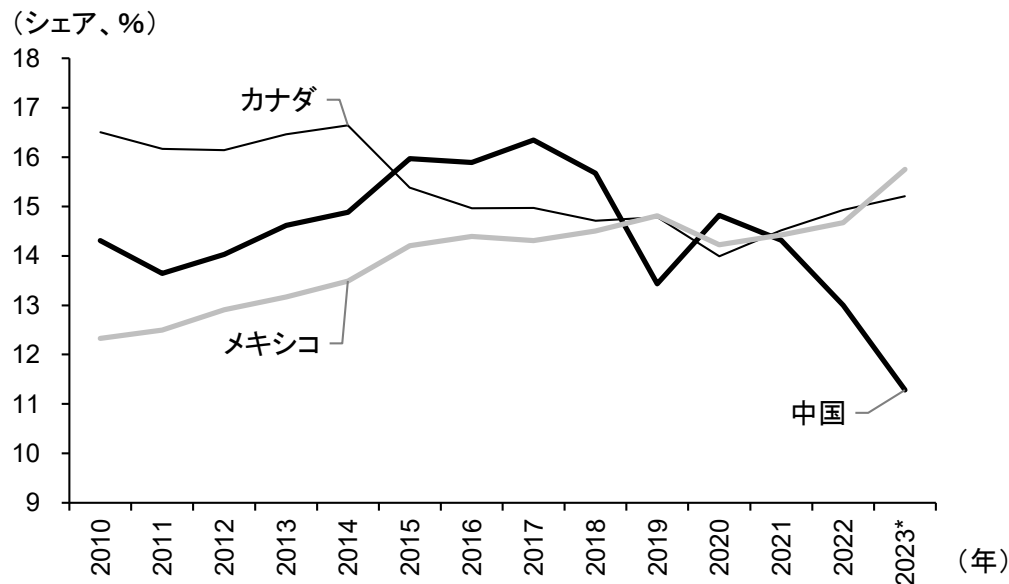
- グローバル経済の行方と国際秩序
 - 米中デカップリングの進行と双循環戦略による中国の対応
 - 一帯一路の展望

- 中国経済の現状と「日本化」のリスク
 - 住宅バブルの崩壊に伴うバランスシート調整
 - 低下する中国経済の潜在成長率

- 今後の見通しと政策提言に関する質問

進む米中デカップリング

低下する米国の輸出入に占める中国のシェア —メキシコとカナダとの比較—

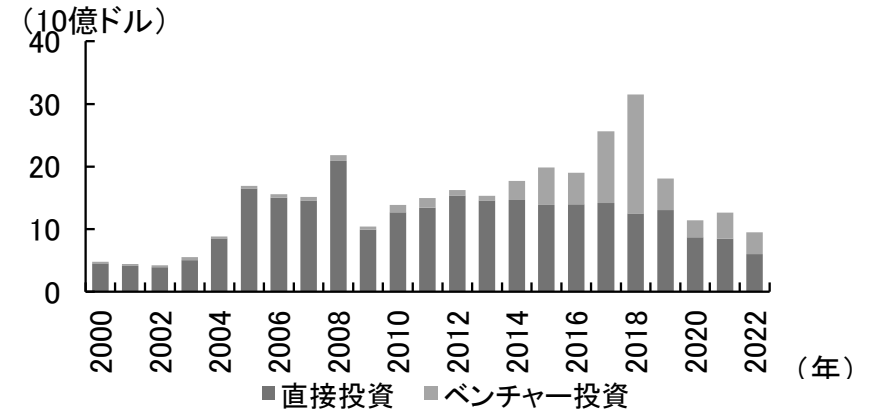


(注)*2023年は1-11月のみ

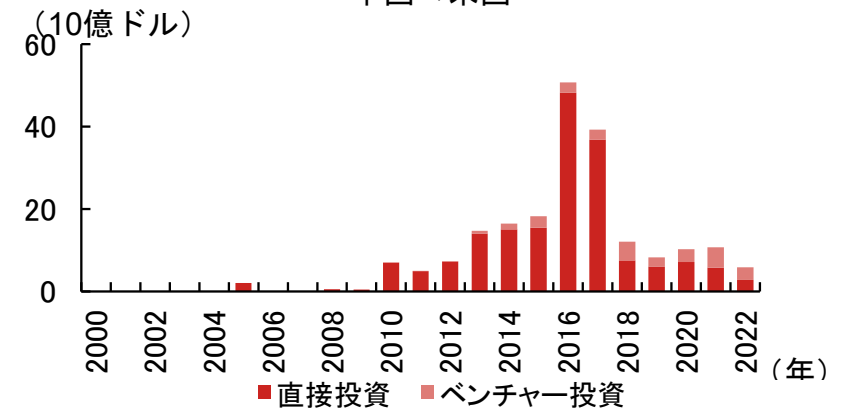
(出所)U.S. Census Bureauより野村資本市場研究所作成

減少する米中間の直接投資とベンチャー投資

米国→中国



中国→米国

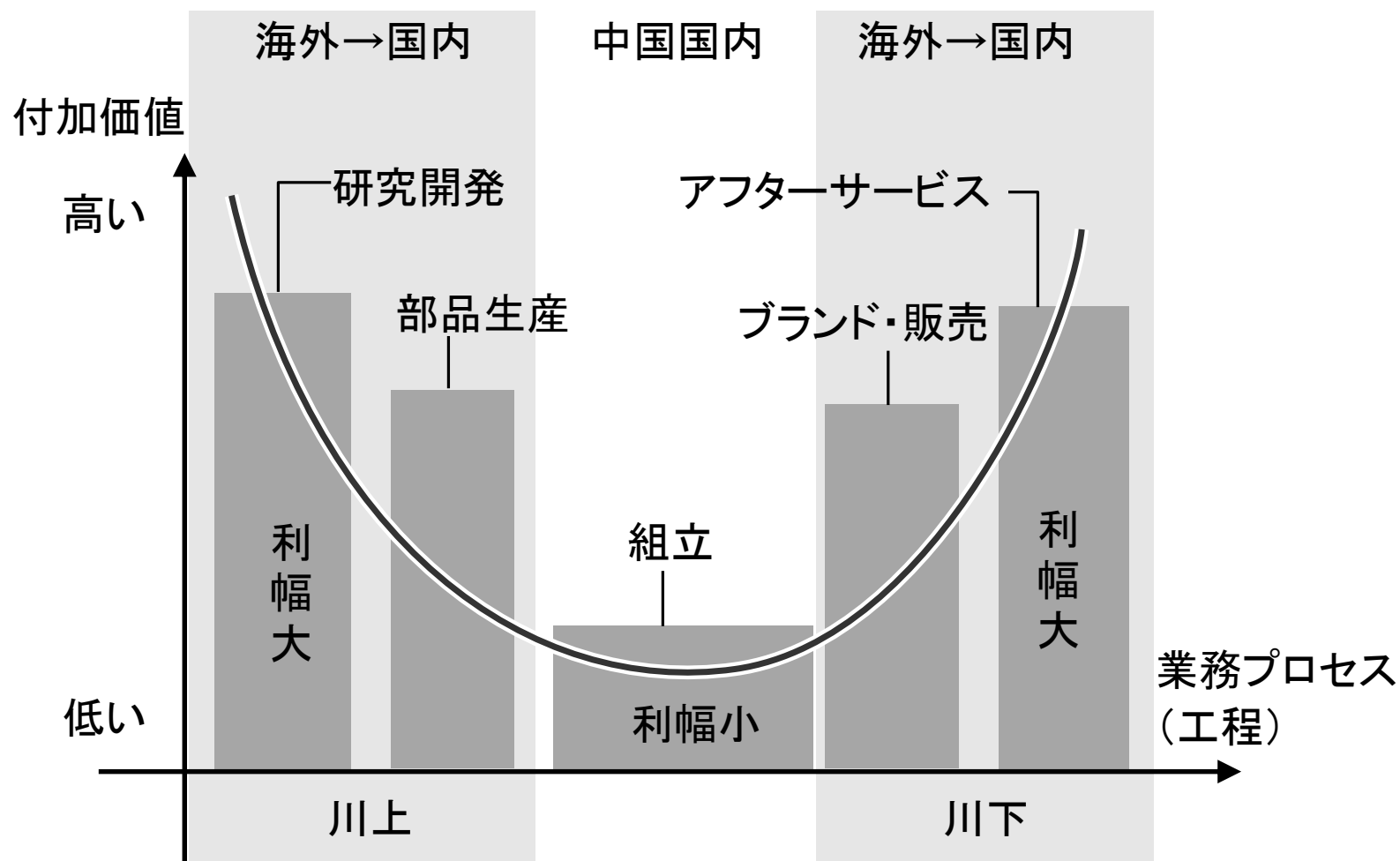


(注)100万ドル以上の案件のみを対象。

(出所)Rhodium Groupより野村資本市場研究所作成。

- 後発国の中国にとって、貿易と直接投資を通じて、安いコストで海外から技術を導入することは、これまでの高成長をもたらした要因の一つである。「先進国にならないうちに、後発の優位性を失ってしまう」ことは、中長期の成長の大きな制約となる。

スマイルカーブから見た国際循環から国内循環へのシフト



(出所)野村資本市場研究所作成

一帯一路は成功するか

- 楽観シナリオ：一帯一路は中国版マーシャル・プランになる
 - シルクロード基金や、アジアインフラ投資銀行の設立をはじめ、「一帯一路」の実現に向けた中国政府の一連の取り組みは、戦後米国が西欧諸国を対象に実施したマーシャル・プランを思わせるものである。
 - かつて、マーシャル・プランは、西欧諸国の戦後の復興に大きく貢献をする一方で、米国企業には巨大な欧州市場を提供した。「一帯一路」を中心とする「中国版マーシャル・プラン」も、中国と周辺諸国とのウィンウィン関係の発展につながると期待される。
- 悲観シナリオ：帝国の過大拡張(imperial overstretch)により中国経済が衰退する
 - ポール・ケネディの「帝国の過大拡張説」(『大国の興亡』)
 - 投資効率が悪く、対象地域の政治経済情勢も不安定であるため、不良債権が大量に発生し、中国にとっても重い負担になる。
- 標準シナリオ：石を探りながら川を渡る(試行錯誤)
 - 中国における対外開放は、「点」から「線」へ、さらに「面」へという三段階を踏んで対象範囲を漸進的に広げる。これをモデルに、「一帯一路」も完成するには数十年かかるだろう。

恒大グループと碧桂園の債務構成(2022年末)

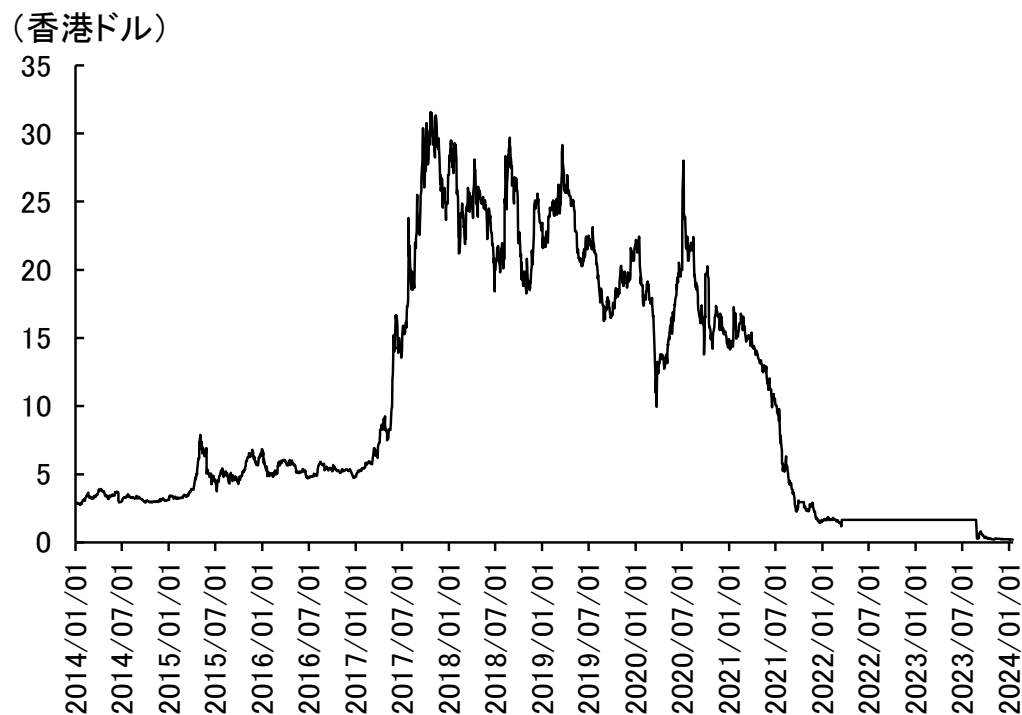
	恒大グループ		碧桂園(カントリー・ガーデン)	
	金額(億元)	シェア(%)	金額(億元)	シェア(%)
予約販売の前受金	7,210	29.6	6,682	46.6
銀行などからの借入金	6,124	25.1	2,713	18.9
取引先に対する未払い金	10,023	41.1	4,374	30.5
その他	1,017	4.2	581	4.0
合計	24,374	100.0	14,350	100.0

(出所)中国恒大グループ「2022年12月期年度決算発表」2023年7月17日、碧桂園「2022年12月期年度決算発表」2023年3月30日より野村資本市場研究所作成

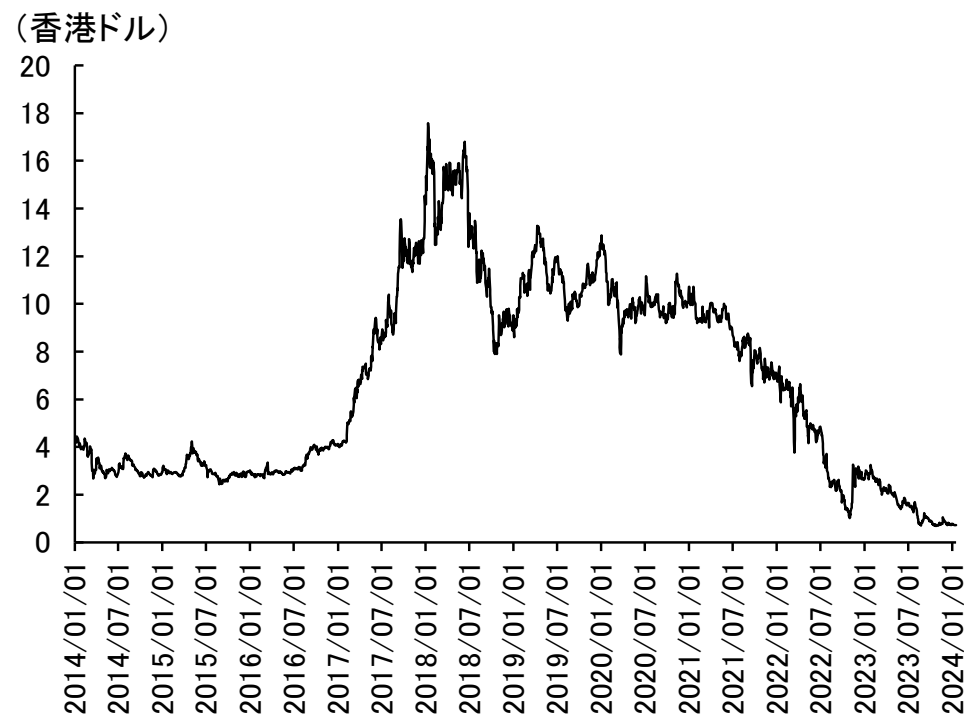
- 恒大グループをはじめ、多くの不動産開発企業は、事実上債務倒産超過に陥っており、債権者との交渉を通じて、債務再編を進めざるを得ない。その過程において、利害関係者は、それぞれ重い負担を強いられることになる。

恒大グループと碧桂園の株価の推移

恒大グループ



碧桂園(カントリー・ガーデン)



(出所) Bloombergより野村資本市場研究所作成

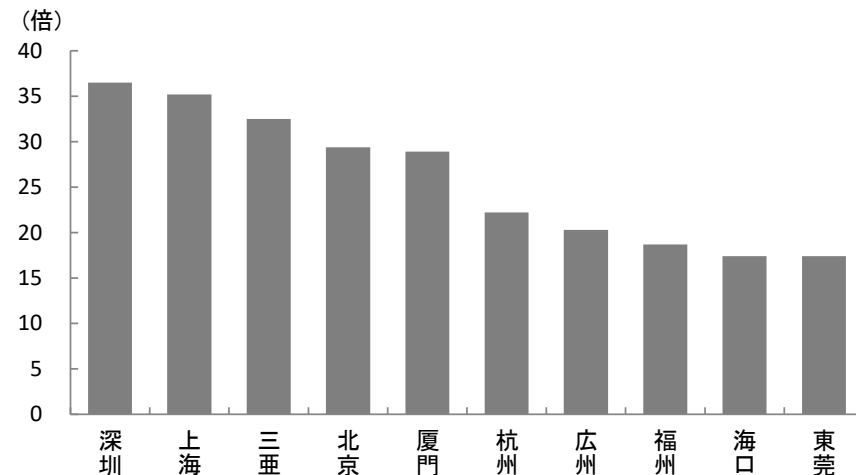
避けられないバランスシート調整

- 不動産開発企業の大規模な債務再編と倒産は、住宅価格の下落とともに、他の部門の純資産の減少、ひいてはバランスシート調整をもたらしている。
 - 銀行は、不動産関連の融資の一部が不良債権になり、経営の健全性を保つために、全体の融資を抑えなければならない。幸いなことに、中国における主要銀行がほとんど国有であり、万が一の際に、政府による救済が予想されるため、銀行の倒産による金融危機の発生は避けられるだろう。
 - 多くの不動産開発企業の取引先は、建材や工事代金などの未収金の一部が回収できなくなり、倒産を余儀なくされている。その中には多くの中小企業が含まれている。
 - 多くの家計はローンを組んで住宅を取得しているため、住宅価格の低下は、純資産の減少を意味する。この負の資産効果により、消費が抑えられる。中でも、未完成住宅の購入者は、いつまで待てば物件が引き渡されるかという不安に晒されることになる。
 - 景気の低迷に加え、国有地の使用权の売却によって得られる土地譲渡金収入の急減を受けて、地方政府の財政状況が急速に悪化している。その上、地方政府が設立した多くの融資プラットフォーム会社は、土地を担保に銀行などの金融機関から巨額融資を受けているが、土地価格が低下する中で、資金調達が困難になるだけでなく、返済が滞るリスクが高まっている。

短期的には住宅市場の回復が見込めない

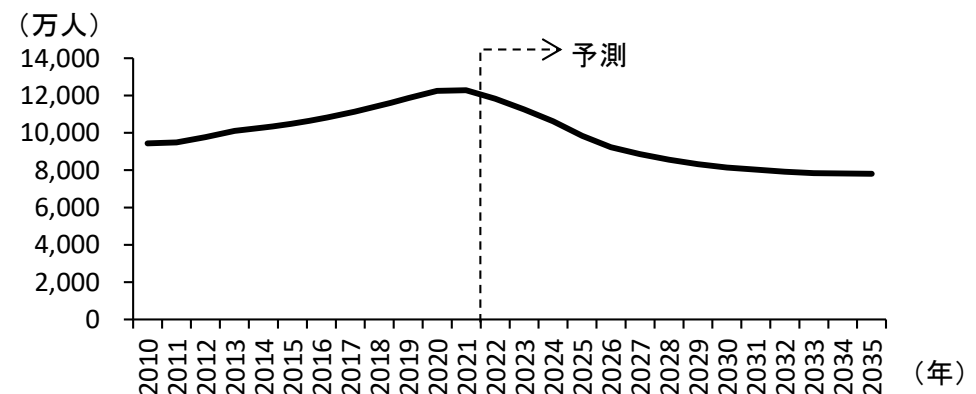
- 住宅価格は対可処分所得比で見てまだ高い。
- 在庫のレベルが高く、それを消化するには時間がかかる。
- 住宅市況が低迷する中で、価格の上昇を見込んだ投機的需要(二軒目以降の購入)は細くなる。
- 住宅の一次取得者が集中する30-34歳の人口は低下傾向に転じている。今後、住宅に対する実需の減少は止まらないと予想される。
- 出稼ぎ農民の都市部での定住に伴う住宅需要があるが、彼らの収入レベルでは、市場価格での購入は困難である。

住宅販売価格の対世帯可処分所得比 (2022年)



(出所) 諸葛找房数据研究中心「2022年百都市の住宅価格収入比は持続的に下落 一線都市の住宅購入負担が高まる」(2023年2月10日)より野村資本市場研究所作成

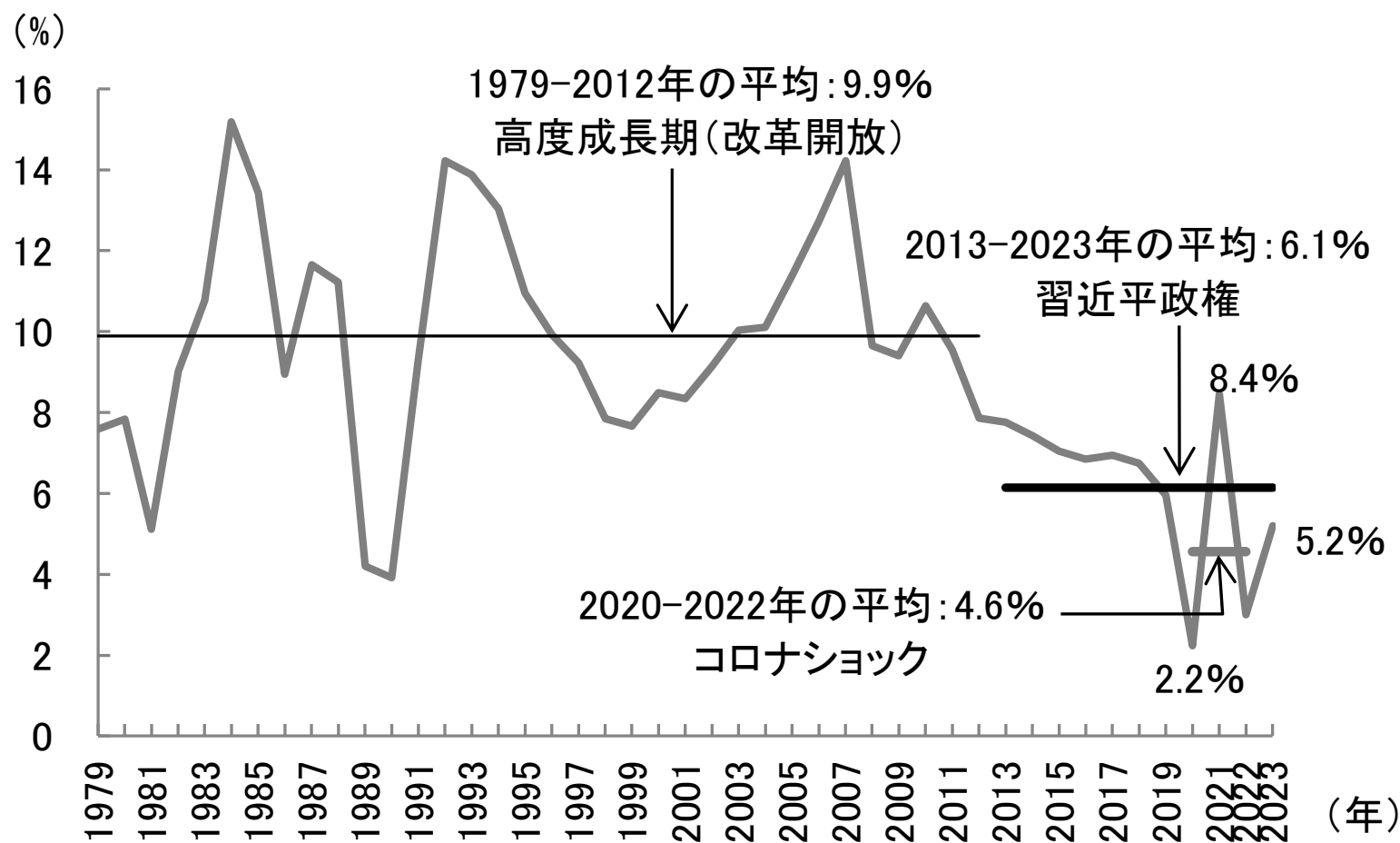
住宅購入者が最も多い30-34歳の人口の推移



(注) 予測は国連の推計による。

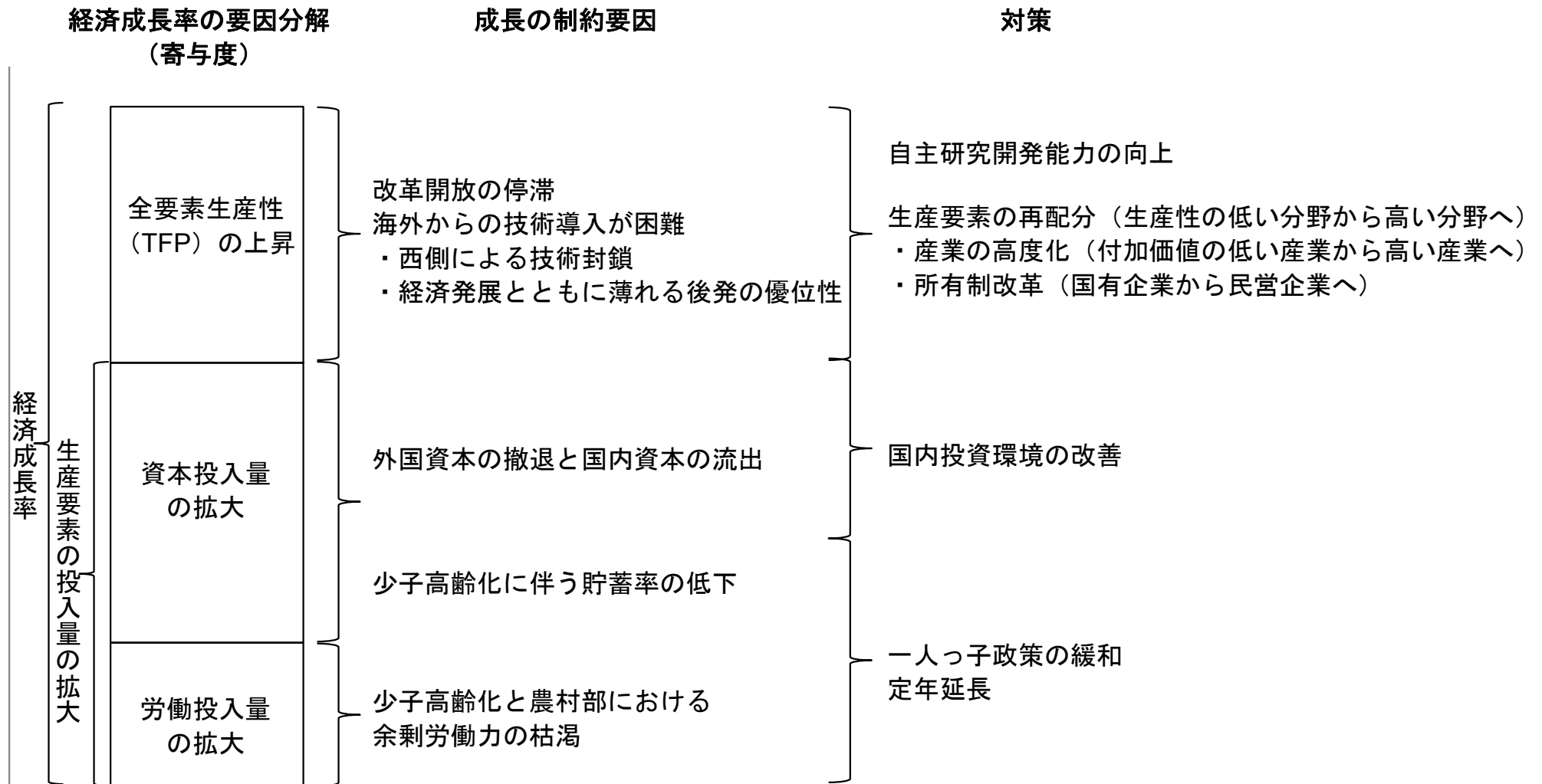
(出所) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, *World Population Prospects 2022*より野村資本市場研究所作成

中国における実質経済成長率の推移



(出所) 中国国家统计局より野村資本市場研究所作成

供給側から見た経済成長の低下要因と求められる対策



(出所) 野村資本市場研究所作成

質問

- 日本は米国と同調して、経済安全保障の強化を通じ、中国をけん制しようとしている。その結果、米中デカップリングに続き、日中デカップリングも進むと予想されるが、今後の日中経済関係をどう展望しているか。
- 西側による技術封鎖を背景に、中国では、拳国体制で臨む自主開発能力の向上が双循環戦略を成功させ、経済成長を持続させるカギになるが、この戦略はうまくいくと思われるか。
- 一带一路の推進は、中国が大型インフラ投資によって途上国を借金漬けに陥らせる「債務の罠」なのか、それとも中国に「帝国の過大拡張」を招く「債権の罠」なのか。
- 日本の失われた30年は、主に供給側の問題によるものか、それとも需要側の問題によるものか。日本の経験を踏まえて、中国政府にどのようなアドバイスができるか。



略歴

関志雄（かんしゆう）

野村資本市場研究所 シニアフェロー

学歴・職歴

1957 香港生まれ
 1979 香港中文大学経済学科卒
 1986 東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学、東京大学経済学博士(1996年)
 1986 香港上海銀行(Hong Kong & Shanghai Bank)入社、本社経済調査部エコノミスト
 1987 野村総合研究所入社、経済調査部主任研究員、経済調査部アジア調査室室長など
 (1999.9～2000.6 ブルッキングス研究所北東アジア政策研究センター客員研究員)
 2001 独立行政法人 経済産業研究所 上席研究員
 2004 野村資本市場研究所 シニアフェロー

日本政府委員

経済審議会21世紀世界経済委員会委員(1996-97年)
 財務省関税・外国為替等審議会専門委員(1997-99年、2003年-2010年)
 内閣府「日本21世紀ビジョン」に関する専門調査会 グローバル化WG委員(2004年)

主な著書・論文

『円圏の経済学』、日本経済新聞社、1995年(アジア・太平洋賞特別賞受賞)
 『中国の国有企業改革』、林毅夫、蔡昉、李周著・関志雄監訳、日本評論社、1998年
 『日本人のための中国経済再入門』、東洋経済新報社、2002年
 『中国 未完の経済改革』、樊綱著・関志雄訳、岩波書店、2003年(アジア・太平洋賞特別賞受賞)
 『人民元切り上げ論争』、編著、東洋経済新報社、2004年
 『共存共栄の日中経済』、東洋経済新報社、2005年
 『中国経済革命最終章』、日本経済新聞社、2005年
 『中国経済のジレンマ』、筑摩書房、2005年
 『中国を動かす経済学者たち』、東洋経済新報社、2007年(第三回樫山純三賞受賞)
 『チャイナ・アズ・ナンバーワン』、東洋経済新報社、2009年
 『中国 二つの罫』、日本経済新聞出版社、2013年
 『中国「新常态」の経済』、日本経済新聞出版社、2015年
 『未完の人民元改革』、文眞堂、2020年

ホームページ

「中国経済新論」(<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/index.htm>)というホームページを主宰し、日本の読者向けに発信している。

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。