

# 行動制限緩和後の中国景気と不動産問題再考

## Topics

- ▶ 上海でのロックダウンの解除など行動制限の緩和が進み、中国景気の本質的な改善。その一方、行動制限以外の景気の下押し要因、特に不動産問題が依然として残されていることに注意すべきだろう
- ▶ 不動産の悪化は、直接的には固定資産投資が減少するほか、家計の消費や地方政府の財政余力にも波及するため、景気を押し下げる要因として意識される
- ▶ 当局は不動産政策を見直しているものの効果は薄く、関連投資の減速が続く。景気がある程度回復した後に、不動産投資の減速と成長のけん引役の不在から、中国経済の伸び悩みが再び意識される可能性も

エコノミスト 須賀田 進成

## 足元までの中国景気を確認

3月下旬に始まった上海でのロックダウンは2カ月続き、この間、中国景気には大きな下押し圧力が掛かりました。1-3月期の景気は比較的堅調でしたが、4-6月期には2020年1-3月期以来の前期比マイナス成長となる可能性が高い状況です。

速報性の高いPMI統計（国家統計局版）で5月までの中国経済を確認してみます。中国では3月上旬に、上海や深センなど大都市での感染が増え始め、多くの都市で行動制限が採られました。感染が拡大した地域では外出や店舗の営業が制限されたほか、5月上旬にかけての連休期間の旅行の自粛が要請されるなどサービス業の活動を大きく下押ししました。また、今回感染拡大の中心となった上海が物流の要衝であったことから、全国的な物流の停滞が発生、製造業の供給制約が強まり、4月には部品の納期が長期化し、製造業の生産活動に影を落としました（図表1）。

こうした中、都市部の失業率は上昇基調で推移しています。都市部の失業率は4月には、2020年前半の水準を超え、中でも16-24歳の若年層の失業率が18%超に達するなど、経済活動の停滞が雇用には大きな悪影響を及ぼしました（図表2）。

もっとも、感染者数自体は4月下旬をピークに減り始め、多くの都市で行動制限が解除され始めました。5月のPMIの改善が示すように、感染のリバウンド懸念はくすぶりますが、景気の最悪期は一旦脱したと考えられます。今後は生産活動の改善や消費の戻りなど経済活動の正常化に伴い、景気の回復が続くでしょう。

## ゼロコロナ政策以外の下押し圧力を考える

しかし、中国経済は、ゼロコロナ政策によるもの以外の下押し圧力にも直面しています。それは、主に以下の2点で、いずれも当局の政策に起因するものであり、行動制限が解除されるだけでは、大きな改善が見込みにくい分野になります。

I. 不動産関連産業の急減速

II. 当局による新興産業規制

上記2つの要因に加えて、昨年の景気を支えた外需の鈍化懸念も中国景気の下押し要因としてのしかかります。

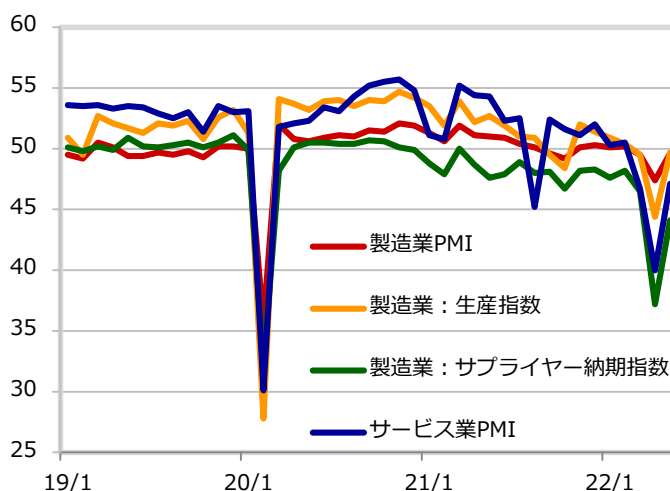
本稿では、経済活動の正常化後も残る、見落とされている中国景気の下押し圧力として、経済的な規模の大きい不動産関連産業の急減速に焦点を当て、行動制限の解除後の中国景気を考えます。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

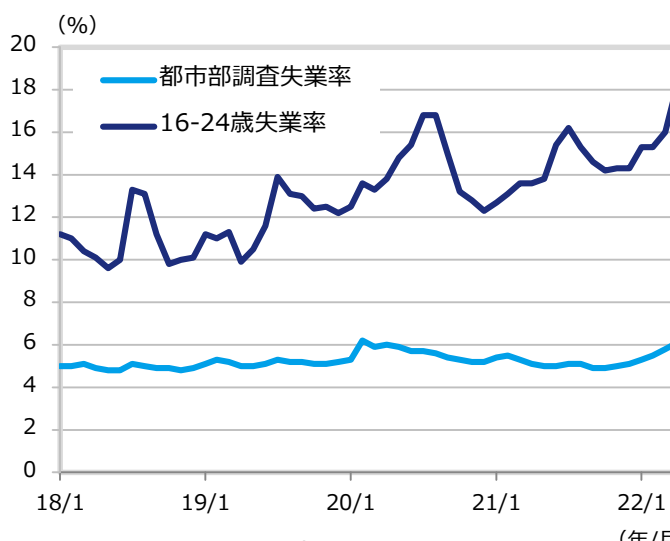
図表1 中国国家统计局PMIの推移



期間：2019年1月～2022年5月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 失業率の推移



期間：2018年1月～2022年4月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 当局の規制で不動産関連投資が急減速

中国の不動産産業が苦境に立たされているのは、当局が不動産開発業者のレバレッジ拡大を懸念し、3つのレッドラインと呼ばれる財務規制を設けたことが発端でした。その後、共同富裕の提唱もあり、高騰していた住宅価格の抑制を目指して銀行への不動産関連融資の割合規制導入、不動産税の導入検討など、当局は不動産への規制を強めました。こうした規制の悪影響が顕在化したのが昨年の恒大社の債務不履行懸念でした。需要も冷え込み、不動産開発投資は前年比▲2.7%、住宅の着工は前年比▲28.4%と、関連投資は急減速しています（図表3）。

## 不動産問題再考

不動産関連産業の落ち込みは、直接的な投資の減少以外に、次の2つの経路で中国景気に影響を与えられれます。①住宅価格の低下に伴う逆資産効果、②土地利用権の譲渡収入減少による地方政府の財政余力縮小、です。

住宅や金融資産の価格が上昇するに伴い、消費が増えることを資産効果と呼びますが、資産価値が低下する環境下で家計が消費を手控える可能性があります。北京や上海などのTier1と呼ばれる大都市では住宅価格の伸びは依然プラスですが、地方都市を含むTier3都市では新築住宅価格上昇率が既にマイナスに転じています（図表4）。今後も住宅価格の下落が続くようであれば、逆資産効果から消費が抑制される可能性があります。

②は、地方政府の独自歳入の多くが不動産開発業者への土地の利用権譲渡収入であり、不動産投資の減少は地方政府収入の減少につながることを指します（図表5）。土地利用権の譲渡収入は、足元では前年比▲30%近く減少しており、地方政府の財政余力を狭めている可能性があります。今後も投資の減速が続くようであれば、機動的な財政政策実施の妨げとなります。

当局は住宅ローン金利引き下げや融資規制の緩和など、不動産政策の見直しを行っています。しかしそれでも関連投資や住宅販売は回復せず悪化を続けています。一度規制が導入されたことで、開発業者、家計ともに新規の不動産開発や住宅購入へ及び腰になっている可能性があり、不動産産業の悪化が続く可能性があります。

## 不動産政策の行方と成長のけん引役の不在

中国では依然として都市化率が低く、潜在的な不動産需要は強いと考えられますが、かつてのような不動産の開発投資の成長ペースに戻るには、抜本的な規制の緩和が必要と考えます。しかし、党大会を前に、権力基盤を整えようとする習指導部にとって、鳴り物入りで開始した不動産投機抑制政策の撤回は政治的なダメージになると思われ、規制が完全に撤回される可能性は低いと考えられます。習指導部には債務リスクの抑制と景気の安定化のバランスを模索するという難しいかじ取りが求められています。

不動産投資に代わる新たな成長のけん引役として注目されていたのが、サービス産業やハイテク製造業でした。しかし、当局の新興産業への規制や地政学リスクを背景とした最先端部品・機材の対中国供給の厳格化などを受けて、期待されていたようなけん引役としての姿には程遠い状況です。

中国経済は今後コロナ禍からの回復過程に入り、景気の本質的な回復は上向いていく見込みです。しかし、不動産投資の減速と新たな成長のけん引役の不在から、ある程度回復した段階で、再び景気の鈍化に直面する可能性があることに留意すべきと考えます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

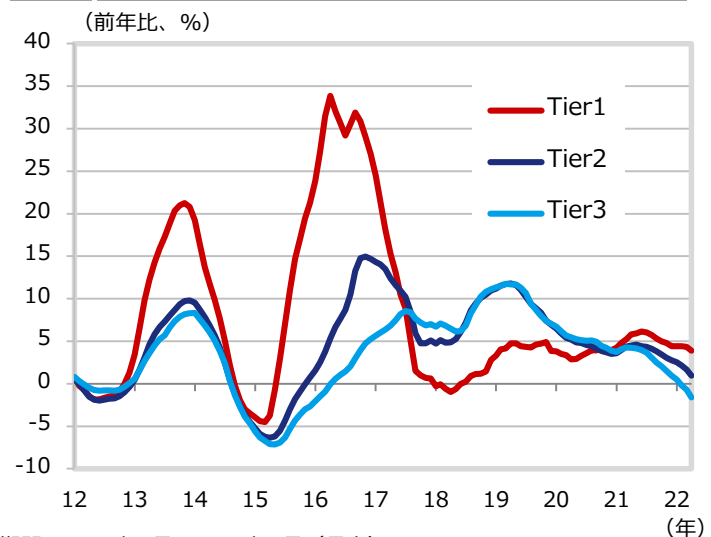
図表3 住宅着工面積と不動産開発投資額の伸び率の推移



期間：2012年2月～2022年4月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 規模別の住宅価格上昇率の推移



期間：2012年1月～2022年4月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 国有土地の利用権譲渡収入伸び率の推移



期間：2016年2月～2022年4月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

## 取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号等:岡三証券株式会社 岡三オンライン証券カンパニー/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

●加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引、先物取引、オプション取引、株価指数証拠金取引(以下、「株価指数CFD」)および暗号資産関連店頭デリバティブ取引(以下、「暗号資産CFD」)では、投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX等)等、先物取引、オプション取引、株価指数CFDおよび暗号資産CFDは対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場投資信託(ETF)および指数連動証券(ETN)のうち、レバレッジ型・インバース型の価格の上昇率・下落率は、2営業日以上以上の期間の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資効果が得られないおそれがあります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数CFDでは建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【暗号資産CFD】暗号資産は法定通貨(本邦通貨又は外国通貨)ではなく、特定の者によりその価値を保証されているものではなく、代価の弁済を受ける者の同意がある場合に限り代価の弁済に使用することができます。暗号資産CFDは、暗号資産の価格変動によって、元本損失が生じることがあります。また、預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象銘柄の相場変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金30万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の30%以上の委託保証金が必要です。【先物・オプション】発注必要証拠金および最低維持証拠金は、「(SPAN 証拠金額×当社が定める掛け目)ーネットオプション価値の総額」とし、選択取引コース・取引時間によって掛け目は異なります。当社のWebサイトをご確認ください。また、変更の都度、当社のWebサイトに掲載いたします。【株価指数CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1取引単位(1万又は10万通貨)、店頭FXでは、1取引単位(1,000通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【暗号資産CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、取引金額(銘柄レート×取引数量)×50%以上の額とします。発注証拠金・取引単位は銘柄ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には1注文の約定代金に応じたワンショットと1日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で3,300円、信用取引で1,320円。定額プランの手数料は現物取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,430円、以降約定代金100万円ごとに550円加算、また、信用取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,100円、以降約定代金100万円ごとに330円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品賃料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の1.1%(最低手数料5,500円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用等の諸費用が必要です。売買に当たり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【先物】取引手数料は、通常取引コースの場合、日経225先物が1枚につき330円(取引枚数により段階的減額あり)、日経225mini、ミニTOPIX先物、東証REIT指数先物、TOPIX Core30先物、東証マザーズ指数先物、JPX日経インデックス400先物が1枚につき44円、TOPIX先物、日経平均VI先物が1枚につき330円、NYダウ先物が1枚につき880円。アクティブ先物取引コースの場合、日経225先物が1枚につき275円、日経225miniが1枚につき27円です。【オプション】取引手数料は、日経225オプションが約定代金に対して0.176%(最低手数料220円)、TOPIXオプションが約定代金に対して0.22%(最低手数料220円)です。【株価指数CFD】取引手数料は、セルフコースは1枚につき330円、サポートコースは1枚につき3,300円です。【投資信託】換金時には基準価額に対して最大0.50%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書をご確認ください。【FX】取引所FXの取引手数料は、セルフコースはくりっく365が無料、くりっく365ラージが1枚につき1,018円、サポートコースはくりっく365が1枚につき1,100円、くりっく365ラージが1枚につき11,000円です。店頭FXの取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。【暗号資産CFD】取引手数料は無料ですが、建玉を翌営業日に繰り越した場合に建玉金額の0.04%をご負担いただきます。スプレッドは、銘柄ごとに異なり、対象暗号資産の相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等およびWebサイト上の説明事項をお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。