



不動産を中心とする中国政府の政策動向とリスク評価

(本稿は 2022 年 3 月に執筆した原稿に一部修正を加えたもの)

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 上席研究員
梅原直樹
umehara@iima.or.jp

<要旨>

1. 中国では 1998 年の住宅の商品化改革により都市住民への居住不動産の払い下げが始まり、その後、不動産業は「支柱産業」として経済成長の牽引役を担うようになった。
2. 2012 年秋に発足した習近平指導部は、2 期目に入った 2017 年以降、金融リスクの防止・解消に乗り出した。金融は実体経済を支えるものと定義され、劉鶴副首相をトップに置く「国務院金融穩定發展委員会」が設置され改革を推進していくことになった。不動産市場に関しては、2016 年に「因城施策」、と呼ばれる新たな管理方式が打ち出され、「家は住むためのものであり投機の対象ではない」と定義。不動産市場の安定維持と政策の持続性・安定性が目指されている。
3. しかし、地方政府では、土地所有権の売却収入に頼る「土地財政」が一般化しており、ディベロッパーは負債を積んで土地を落札し、民間の旺盛な住宅需要に応じてきた。人々の間では「不動産神話」が形成され、都市内の格差の象徴にもなってきた。政府は居住コストを抑えた保障性住宅や賃貸住宅建設を推進し、住宅市場の長期的な構造改革に取り組むが、不動産価格高騰を抑制する効果を発揮するには至っ

ていない。

4. 中国政府は、2019 年に不動産を短期的な経済刺激の手段としない方針を示し、不動産市場において長期的で効果的な管理メカニズムを実現していく目標を掲げた。これにより金融当局も不動産バブル対策が打てるようになった。
5. 2020 年初頭、新型コロナウイルス感染症対策としての財政支出・金融緩和により不動産を中心とするレバレッジが再度高まったことを受け、金融当局は継続的な金融リスクの防止・解消策を打ち出す必要が生じた。同年 8 月、中国における不動産バブルは「灰色のサイ」であるとされ、3 つのレッドラインと呼ばれるディベロッパーが守るべき貸借対照表上の指標を示し、さらに 2020 年末に、当局は銀行業界に対する不動産融資の集中規制を発表、不動産バブルの抑制に本格的に乗り出した。この影響を受け、恒大集団などの不動産ディベロッパーの資金繰りが悪化、2021 年 12 月に同社は実質破綻となり、政府がリストラ案を策定することになった。恒大集団の破綻は不動産購入者の模様眺め気分を醸成、不動産販売が落ち込んだ。
6. 経済悪化の警戒感が強まり、2021 年 12 月の中央経済工作会议で習近平指導部は、2022 年の経済運営は「安定を最重視する」方針を打ち出した。不動産市場の急速な悪化に歯止めを掛けようとしているが、不動産ディベロッパーの危機が克服され、経済が軟着陸できるかは予断を許さない。
7. 今後を展望すると、楽観シナリオでは、政府の下支え策が強力に効き、不動産市場の明るさが夏頃までに戻ることが期待される。2022 年の経済成長率は政府目標の 5%前後、または 5%台前半で持ちこたえる。このシナリオの実現可能性 6 割程度と見る。悪化シナリオは、新型コロナ変異株の散発的な拡散の影響も出て、成長率が 4%台後半へ減速する。実現可能性は 3 割程度と見る。一方、悲観シナリオでは、景気減速も相俟って不動産購入の模様眺めが長引き、大手不動産ディベロッパーの追加破綻も生じ、成長率が 4%台前半または、それ以下に落ち込み、2023 年も悪化傾向が続く。実現可能性は 1 割程度と見る。中国においては不動産の購入需要が、買い換え需要を含めて強く、不動産は有力な投資対象資産であり続けている。そうした強い潜在需要と強固な政策対応力を前提にすれば、楽観シナリオや悪化シナリオで収まる公算が大きい。ただし、当面は不良債権処理圧力の高止まりや地方政府支出の鈍化が景気の重しになる点には留意が必要。政府挺入れ策を受けた不動産市場における開発動向や銀行貸出、販売・在庫・価格動向を通じ、不動産市場の改善状況を確認していくことが重要である。

8. 不動産バブルへの対応強化と並行し、2021 年は資本の無秩序な拡張と独占に反対するとの政策方針に則り、大手 IT プラットフォーム企業やオンラインゲーム産業、教育産業などの民営企業や関係業界に対する規制強化が行われた。IT プラットフォーム企業については商業的な独占やデータの独占に当局の視線が注がれた。
9. 規制強化の背景の 1 つとも見られた「共同富裕」については、画一的な平均主義を否定し、段階的に促進することとなり、一部分の人が先に富むことを引き続き認める「先富論」が踏襲されることになった。他方、「共同富裕」は長期目標として置かれ、今後も議論が深まると見られる。国内格差や分配の問題は深刻で避けて通れない。少子高齢化、経済成長鈍化の中で、教育、医療、住宅が当面の対処すべきテーマとなる。大手 IT プラットフォーム企業や芸能・エンタテインメント業界は今後も「共同富裕」キャンペーンにより、寄付などの「自発的な」分配の実施を求められることが起こり得る。当局のトップダウンによる規制強化は、民営企業の経営者の心理を萎縮させ、将来のイノベーションによる発展に水を差す恐れがある。
10. 気候変動対策では、中国は二酸化炭素（CO₂）排出量を 2030 年までに減少に転じさせ、2060 年までにカーボンニュートラルを目指している。今後、エネルギー分野を中心とする分野で、イノベーションや投資促進による排出削減を志向するが、環境対策強化は様々な産業に影響が及び、中でも石炭火力発電業界や鉄鋼業界への影響は大きい。鉄鋼業は、地方政府系の国有企業や民営企業による設備更新は資金面や技術面でハードルが高く、大手国営企業による吸収合併や事業再編が起これとみられる。ただし、2021 年はトップダウンで排出削減目標が示達され、それによる混乱が生じたことを踏まえ、2022 年以降は経済と環境対策の調整を行っていくことが確認されている。
11. 米中関係では、2021 年のバイデン政権誕生後も米国は中国を競争相手とみなし、同盟国との連携を目指している。こうしたなか、半導体・通信など軍事関連分野ではデカップリングが進展する公算が大きい。金融面でデカップリングに向かう可能性は低いが、ロシア・ウクライナ戦争も重なるなか関係悪化の影響が出始めており、今後の変化に注意を要する。
12. 中国の民営企業は中国経済を牽引する重要な役割を果たしてきた。しかし、中小零細企業は 2017 年以降、シャドーバンキングの整理で資金調達手段が細り、政府は対策に乗り出しているが懸念は払拭されていない。また、近年の IT プラットフォーム企業や不動産ディベロッパーを含む大手民間企業への規制強化の背景には大

きくなった民営企業には圧力をかけるという考えも影響しているとみられる。今後、民営企業の活躍場所が狭まらないかは注視していく必要がある。

13. 習近平指導部は、2022 年秋以降の続投が見込まれ、人事配置等ではこれからも政治的駆け引きが続くと考えられる。一方、2019 年以來の不動産市場を短期的な景気刺激策の手段としないとの方針は今後も変わらず、不動産市場のバブル管理と経済の安定化が政策のポイントとなる。経済の成熟化も進むなか、今後数年における政策対応の巧拙は先進国入りを目指す中国経済にとって次の 20-30 年を左右する可能性が高いと言えよう。

＜本文＞

1. 不動産を中心とする市場動向と政策対応

(1) 中国の不動産商品化改革

中国では 1992 年の鄧小平による南巡講話で改革開放路線が固まり、1998 年の住宅の商品化改革により、都市住民への居住不動産の払い下げが始まった。これにより住宅物件の売買が可能になり、社会主義体制ながら不動産業が発達し、建設業など関連産業を伴い GDP の 3 割近くを占める「支柱産業」となって経済成長の牽引役を担うようになった。不動産取引が盛んになる中で、好景気で価格に行き過ぎた高騰が生じると、政府は抑制に動き、これが繰り返されるようになった。胡錦濤政権下では、まず 2005 年に「国八条」（2005 年）と呼ばれる全国規制が出され、2008 年のグローバル金融危機発生を受けた大規模景気刺激策の後で不動産市場が過熱した際は、「国十条」（2010 年）と呼ばれるマクロ規制により、価格抑制や投機的な動きの抑制が図られた。

(2) 習近平指導部発足後の金融規制強化と不動産を巡る問題

(a) 習近平指導部発足と新予算法の施行等の改革の推進

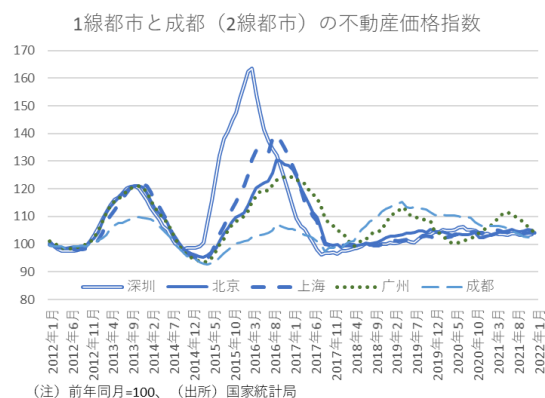
2012 年秋に習近平指導部が発足し、中国は経済発展の速度を高度成長から中高速度へと安定的にシフトさせていくことになった。同時に 2008 年以來の景気刺激策で生じた過剰投資の歪みを修正することが政策の中心に据えられた。2008 年の景気刺激策では、地方政府は中央から特段の財源を与えられず、融資平台と言われる半官半民の会社を通じて資金調達を行い、公共投資を進めた。金融機関は競って金融派生商品（シャドーバンキング）を開発し、彼らの旺盛な資金需要に応えた。しかし、このような構造は

持続不可能と判断され、習近平指導部は市場原理と法律に基づく改革を進めることになった。2015 年に改正予算法が施行され、地方政府は地方債券を発行し、インフラ投資資金を調達することになり、金融当局は金融イノベーションを伴い広がったシャドーバンキングの整理に着手した。

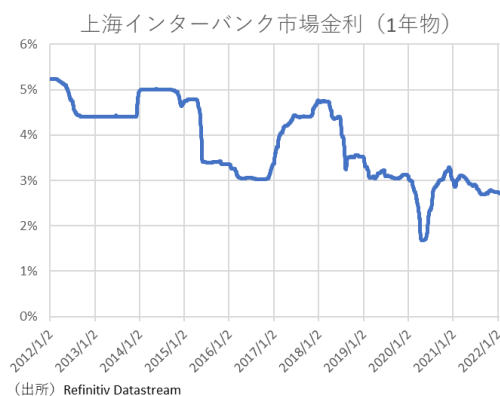
習近平指導部は発足当初、反腐敗運動に力を入れて政治的ライバルを牽制しながら、財政・金融政策は慎重な運営を行った。しかし、2013 年頃には景気が落ち込み始め、2014 年夏には 1 線都市と呼ばれる北京・上海・深圳・広州の不動産価格が下落し（図表 1）、景気失速懸念が広がった。そのため 2015 年第 2 四半期に金融緩和に舵を切り、市中金利は引き下げられた（図表 2）。これを見越し株価は上昇を始め、2015 年前半にはミニバブルの様相を呈したが長続きせず、2015 年夏に暴落し（図表 3）、その後、政府の株価下支えが行われた。さらに同年 8 月に人民元の国際化施策の過程で為替制度改革が行われ、為替相場の切下げを伴ったことから金融が不安定化、資金の国外流出も起き、「チャイナショック」と呼ばれた。習近平指導部はこれに対し強い危機感を覚えた。

不動産価格は 1 線都市を中心に大きく値上がりし、地方間の市場動向の違いが大きくなった（後述）。

（図表 1）



（図表 2）



（図表 3）



(b) 「供給側構造的改革」と金融の「重大リスクの防止・解消」

習近平指導部は 2015 年 12 月に改革の方針を「供給側構造的改革」¹として前面に押し出しており、2017 年秋に政権が 2 期目に入ると、「社会主義現代化強国の建設」を長期目標に据え、経済は規模だけでなく「質の高い発展」を目指す方向に転換を図った。さらに貧困撲滅²、環境改善³、「重大リスクの防止・解消」⁴の 3 つに狙いを定めた「3 つの堅固要塞戦略」⁵に取り組むことを決めた。これらはそれぞれ、2020 年までに期限を区切った集中措置であり、4 年後の 2021 年の結党 100 周年の節目を無事に迎えるための必達施策となった。

このうち、「重大リスクの防止・解消」は先のチャイナショックも踏まえて、金融リスクを解消して、システミックリスクを未然に防ぐことが目標となった。まずは、金融は実体経済を支えるものとの定位を確認した上で、中央銀行と監督規制機関を束ねる司令塔の役に劉鶴副首相をトップに据えた「国务院金融穩定發展委員会」を設置し、トップダウンで改革を推進することになった。これに以降、当局は規制を強化し、デ・レバレッジを推進し、シャドーバンキングの抜本的整理を進め、IT プラットフォーム企業による金融サービス業への参入に関する諸ルールを作り、企業と金融機関が結託した金融コングロマリットの規制、金融の秩序を乱す事業グループの整理・淘汰を実施するなど、諸改革を推進していった⁶。

(c) 不動産市場における反投機方針と「因城施策」の開始

不動産業が経済成長を牽引する重要産業と見られている中、不動産市場では 2015 年の金融緩和を受けて、1 線都市では価格が急上昇し、地方中小都市である 3・4 線都市では在庫が蓄積しており、その解消に遅れが見られた。習近平指導部は「供給側構造的改革」を掲げて、不動産在庫の縮小を目指していたが、全国一律のマクロ政策では適切な管理を行うことが困難になっていると判断され、2016 年に「因城施策」や「一城一策」と呼ばれる新たな管理方式が打ち出されることになった。これは、中央政府は、基本的な政策方針を定めるが、具体的な管理施策は各地方政府に任せ、それらがより肌理

¹ 2015 年 12 月の中央経済工作会议で打ち出したもの。過剰な生産能力、過剰不動産在庫、過大レバレッジの 3 つの解消と、企業コストの削減、公共サービス面の不足の補充から注力していくことになっていた。

² 「小康社会」（少しゆとりがある社会）の全面的な建設達成のために不可欠な目標。

³ 「質の高い発展」を実現する上での重要項目。

⁴ 中国語は「防范化解重大风险」。に欠かせないもの

⁵ 中国語は「三大攻坚战」。

⁶ 中国人民銀行発行の「中国金融穩定報告（2021）」に成果の概要がまとめられている。

の細かい実態に合った需給管理を行うことで、不動産市場の安定と健全な発展を図るというものであった。

中央の方針として習近平指導部は、2016年12月の中央経済工作会议で「家は住むためのものであり投機の対象ではない」⁷とのスローガンを出し、不動産市場の投機的な動きに反対する考えを明確にした。また、2017年7月の中央政治局会議では不動産市場の安定を維持し、政策の持続性・安定性を堅持する長期的体制の構築を加速する方針を示した。

各地方政府はこうした方針を踏まえて、不動産購入者の投機的な動きを抑えるべく、2件目の不動産取得者を地元の居住者に制限するための最短居住年数の設定や、住宅取得時のローン頭金比率の調整、販売参考価格の提示など、需要サイドから管理を行い、同時に土地競売時の管理を強化し、需給の両面から各地の不動産市場の管理の強化に取り組んだ。

(d) 構造問題としての「土地財政」と「不動産神話」の形成

この「因城施策」はその後、3・4線都市の不動産在庫の縮小に効果を生み、この大きな管理の枠組みは現在も続く。しかし、これは不動産価格高騰の根本原因や構造には踏み込んでおらず、その間も、人々の間では「不動産神話」が形成されて不動産価格は上昇が続き（図表4）、バブルの懸念が生じていった。

構造的には、1994年に導入された「分税制」と呼ばれる中央・地方の財政予算の分配ルールに逆上る。この制度の下では、地方政府は慢性的に財源不足となり、それを補うため、国有土地使用権の売却収入に頼ることが常態化した。土地使用権売却収入は、一般財源の30－40%の規模に達し、土地財政と呼ばれて、現在に至る。

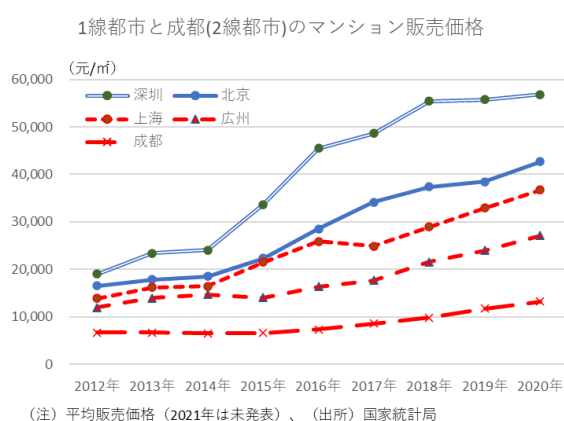
地方政府はまず、集団所有制の農地を用途転換して、その使用権を民間に売却し財源を確保する。そして、それを公共投資に用い経済成長や都市整備を図っていく。その過程での土地競売は非常に重要であり、これが不調に陥れば投資資金が不足し、経済成長目標達成が困難になる。幹部も面目が保てないことにつながる。

競売には大手不動産ディベロッパーが呼ばれ、地方政府は彼らによる高値落札を期待する。ディベロッパーは競り落とした土地にマンション等の物件を建て、広く販売する。ディベロッパーは資金力が勝負を分ける。競って銀行借入れや社債発行を行い、負債を積み上げ、それによる売上げの拡大やブランド力強化に励むことになる。もちろん、

⁷ 中国語は「房子是用来住的，不是用来炒的」

この背後には、民間の旺盛な住宅需要が控える。そこには、実需の住宅取得だけでなく、富裕層化した党・政府幹部や都市の中間層による投資ニーズも加わり、価格上昇に拍車がかかる。特に有力都市の物件は「必ず上がる」希少な投資対象と見られ、人気が高い。こうしたことを繰り返す中で、人々の間で不動産は中長期的には必ず値上がりするとの固定観念、「不動産神話」が形成されていった。銀行ローンを組み、価格上昇が期待される物件を競って購入する風潮が生まれた。地価上昇への期待は、有力都市中心部からその郊外、そして中小都市に広がっていった。

(図表 4)



報道によれば、2021年の広東省深圳市ではマンション価格が平均年収の57倍、北京市も55倍に達し、バブルだった1990年の東京都の18倍を優に超えてきている⁸。また、2019年の中国人民銀行の調査によれば、中国人の保有資産の内、金融資産は約2割であり、住宅資産が7割を占める。また、住宅保有率は96%に達しているとされる⁹。

不動産は、「不動産神話」に支えられて、政府の掛け声とは異なり、投資や投機の対象となっており、インフレに強い価値保存手段としても重視され、金融商品化が進んでいる。そして、結婚を機に新居を購入して生活を始めたい若者や農村出身者にとっては、高嶺の花となり、もし住宅ローンを組め、物件購入に漕ぎ着けても、返済負担が重くのしかかり、消費抑制や少子化などの行動変化につながり、さらに、都市内の格差の象徴にまでなってきた。

政府としても対策を打つ必要があり、2017年頃より居住コストを抑えた保障性住宅

⁸ 「中国、不動産バブル懸念 民間債務かつての日本超す」日経新聞電子版 (有料記事)、2021年9月27日。<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM230X80T20C21A9000000/>

⁹ 2019年に中国人民銀行が全国30省(自治区、直轄市)の都市部、30,000以上の世帯を対象とした調査によると、保有資産の内、金融資産は約2割であり、住宅資産が7割を占め、住宅保有率は96%に達している。<https://www.163.com/dy/article/FB2INQGI0519AKBM.html>

や賃貸住宅建設に力を入れ、住宅市場の長期的な構造改革に取り組み始めている。しかし、人々の住宅購入・保有意欲は強く、今のところ不動産価格高騰を抑制する効果を発揮するには至っていない。今後も政策は継続されると見られ、その効果を見ていくことになる。

(e) 「不動産市場を短期的な景気刺激策の手段としない」方針への転換

政府は 2000 年代以来、不動産業を景気対策に利用してきた。景気が悪くなれば不動産需要を刺激し、景気が回復して過熱気味になれば、規制を強化して、それを抑えてきた。しかし、2015 年の金融緩和以来、有力都市で不動産価格の高騰が進み、バブル化の懸念が徐々に強くなる中、不動産市場の景気刺激利用は価格高騰という不可逆的副作用を生むことが明らかになっていた。そして、とうとう習近平指導部は、2019 年 7 月の中央政治局会議で不動産を短期的な経済刺激の手段として用いない方針を示した。不動産による景気刺激は「不動産神話」を助長するため、今後、差し控えるということだ。そして、不動産市場において長期的で効果的な管理メカニズムを実現していくとの目標を掲げて、政策調整が図られることになる。この決断によって、金融当局が不動産バブルに対する諸施策を打つことが可能になり¹⁰、不動産業を中心の 1 つにおいてきた中国経済の発展方式に大きな曲がり角が訪れることになった。

2. 恒大集団をはじめとする不動産業界の変調および中国経済減速への波及懸念

(1) 2020 年後半から 2021 年にかけて実施された金融による不動産業界への規制

2017 年秋に 2 期目を迎えた習近平指導部が「社会主義現代化強国の建設」を掲げ、翌年に憲法を改正して国家主席の任期を撤廃すると、改革開放以来、一貫して良好だった米中関係に大きな変化が生じ、2018 年には米中貿易戦争が始まり、中国の景気にも下押し圧力がかかり始めた。さらに、2020 年初頭に武漢市で新型コロナウイルス感染症が蔓延したことにより経済活動は約 3 ヶ月間、一時停止の状態となり、景気に強い下押し圧力がかった。そこで政府は財政・金融政策を動員し、实体经济への資金注入を急いだ。しかし、実需が不足する中で資金の一部は不動産市場に流入したと見られ、深圳や杭州などの都市で不動産価格が急上昇した。そして、2017 年以来、245%前後に抑えられていたレバレッジ率が、2020 年の 9 カ月間で約 25%ポイントも上昇し、270%を

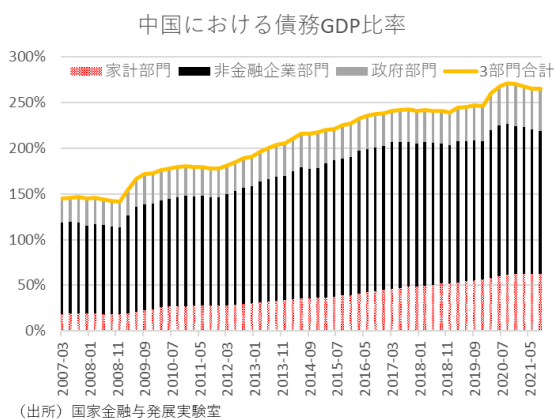
¹⁰ <http://cpc.people.com.cn/n1/2019/0731/c64094-31265701.html>

この方針は 2021 年 9 月に中国の金融当局が不動産金融に関する会議を開催した際も強調されていることから、短期的なものでなく中長期的方針になっていると考えられる。

超えてきた（図表 5）。

習近平指導部は、2020 年 4 月までに武漢市や湖北省の都市封鎖によりコロナ禍を封じ込めて、その成功を中国の制度的優位性によるものとして大宣伝を始めた。そうした中、2020 年をゴールに設定して取り組んだ金融の重大リスクの防止・解消策が、コロナ禍を理由に最終年にレバレッジ率が急上昇して躓いて、尻すぼみに終わるわけには行かず、結党 100 周年が翌年に迫る中、継続的な危機管理強化策を打ち出す必要が生じた。

（図表 5）



2020 年 8 月、郭樹清中国人民銀行党委員会書記兼銀行保險監督管理委員会主任は、共産党理論誌「求是」に寄稿し、中国における不動産バブルは金融の安全を脅かす最大のリスクであり、動き出すと止められない「灰色のサイ」¹¹であると明言した¹²。金融当局の最高幹部が自ら自国不動産市場にバブルが発生していると認めたのは異例で、驚きをもって受け止められたが、彼の背後には劉鶴副首相が控えており、不動産バブル対策がトップダウンで動き出すことになった。

同月、住宅都市農村建設部と中国人民銀行が大手不動産ディベロッパーを集めて座談会を開催し、そこで「三道紅線（3 つのレッドライン）」と呼ばれるディベロッパーが守るべき貸借対照表上の指標が示された。指標が守られない場合、2021 年以降の資金調達の年間増加額は最悪ゼロまで制限されることとなった¹³。大手不動産ディベロッパーはこれを受けて経営方針を見直し、債務圧縮を図ることになった。この時、各社の経

¹¹ 中国語では「灰犀牛」。

¹² 郭樹清 中国人民銀行党委書記、中国銀行保險監督管理委員会主席が 2020 年 08 月に共産党理論誌《求是》に寄稿した「坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战」において、「房地產泡沫是威脅金融安全的最大“灰犀牛”」と言及。 http://www.qstheory.cn/dukan/qs/2020-08/16/c_1126366413.htm

¹³ 3 つの基準とは、①負債の対資産比率が 70% 以下かどうか、②純負債の対資本比率が 100% 以下かどうか、③手元資金の対短期負債比率が 100% 以上かどうかであった。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2020-08-23/1487800.html>

営安全度が開示されたことは、国民のリスク感度を高める効果も生んだと考えられる。

さらに畳みかけるように、2020 年末、金融当局は銀行業界に対する不動産融資の集中規制を発表した。これは住宅ローンと不動産ディベロッパー向け貸出に関して、各行の総貸出残高に対する比率上限を設け、不動産向け貸出の集中によるリスクを抑制する政策であった。

これら 2 つの規制の導入は不動産バブルが将来、金融システミックリスクを発生させることを未然に防ぐための措置として導入された。世界がコロナ禍に苦しむ中、こうした重たい業界規制や金融総量規制の導入は、景気にマイナスの影響を及ぼすことは容易に想定され、さらに日本では、バブル崩壊の引き金となった総量規制を想起させるものであった。しかし、翌 2021 年 7 月に結党 100 周年を控え、その翌 2022 年秋の党大会で 3 期目の指導部を擁立して権力基盤を確実なものにしたい習近平指導部にとっては、金融の「重大リスクの防止・解消」を貫徹し、金融リスクを除去し「チャイナリスク」の再来を防ぐ手段として、その重要性が認識された可能性がある。

(2) 2021 年の不動産ディベロッパー業界の苦境と波及

(a) 2021 年の規制強化と不動産ディベロッパーの苦境

2021 年に入り、不動産ディベロッパーは新たな規制に対応し、必要な負債の圧縮など財務諸表の内容改善に取り組み始めた。金融機関も新規制に従って業務の調整に動き始めた。そして、一部の銀行で住宅ローンの申し込みに対する審査が遅れるなどの影響が出て、不動産ディベロッパー側では、売上げ減による資金繰り悪化の懸念も生じ始めた。特に「三道紅線（3 つのレッドライン）」の複数項目に抵触した大手不動産ディベロッパーにおいては、資金繰りの悪化が顕在化しやすかった。オフショアで社債を発行し資金調達していた企業では、複数社で利払いが遅れる債務不履行が出始め、中国の不動産業界の変調が、国外でも知られるようになった。

政府は、恒大集団などの不動産ディベロッパーの資金繰り悪化や、債務不履行懸念に対して、経営支援を行わず静観姿勢を維持した。中国政府は 2015 年頃より企業破綻に関しては、市場原理と法律に基づいて処理する方向で改革を進めており、国有企業への政府の「暗黙の保証」¹⁴をなくす方向で動いていた。さらに言えば、恒大集団は民営企業であり、したがって安易な企業救済や支援は選択肢になかった。ただし、個社の破綻

¹⁴ 「暗黙の保証」とは、融資平台を含む国有企業の背後には政府が控えており、経営に問題が生じた際も政府が仲裁に出てきて債務を肩代わりし、小口債権者の権利は守られるという、計画経済の時代以来、形成されてきた政府への信頼に基づく社会的期待感。

が社会の安定に悪影響を及ぼし、一定限度を超えると判断される場合は、必要な措置が取られる。恒大集団は結局、8月以降、オフショア債の利息支払いが滞り、資金繰りの逼迫が深まった結果、同年12月に実質的な破綻の状態となり、以来、広東省政府や中国人民銀行等が本社に入ってリストラ案を策定していくことになり、同案は2022年6月頃にまとまる予定とされている。

(b) 恒大集団への政府対応と中国の不動産業界への波及懸念

恒大集団に関しては、貸借対照表上の総資産は2021年6月現在、約2.4兆元（約33兆円）で、名目GDPの約2%と相応の規模である。しかし、政府は本件を個社の問題として金融システム全体には危険が及ばないとの説明を行ってきた。これは人々の懸念が実態以上に大きく膨らみ、社会的な不安心理が景況感に影響して、経済を冷やすといった波及経路を遮断する目的があったと推察される。

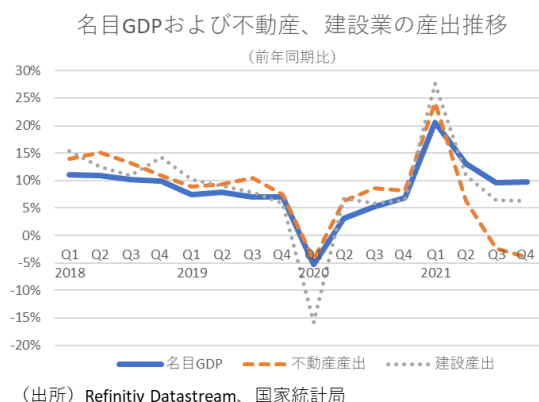
また、同集団の有利子負債に関しては、総資産2.4兆元の約4分の1の0.6兆元であり、中国の銀行の貸出総残高（約190兆元）の0.3%程度の規模でしかないが、2021年に中国の銀行が処理した不良債権総額3.13兆元と比べると約5分の1の規模となり、小さいとは言えない。しかし、借入金は多数の銀行に分散しており、銀行の不良債権に対する貸倒準備金の比率は安定して推移しており、2021年末は197%（1年前より12%ポイント上昇）、大手行は239%（1年前より24%ポイント上昇）と厚めに積み、ストレステストも実施している。したがって、当局がリストラ管理に入ることを前提に考えれば、秩序ある処理は十分可能と見られる。そして、そのためにも当局は大型ディベロッパーの破綻を恒大集団1社に留め、短期集中的に処理を行うことが重要と考えた可能性がある。

もし、恒大集団以外にも、大手有名不動産ディベロッパーが2社、3社と破綻する事態になれば、処理の難易度が格段に高まる。苦境に陥るのは不動産業界だけにとどまらず、今後、建設業など他産業にも広がりかねない（図表6）。それは将来、資本注入や合併などで救済を行う中小金融機関を増やすことにもつながり、一步間違えれば、システムリスクを惹起する。

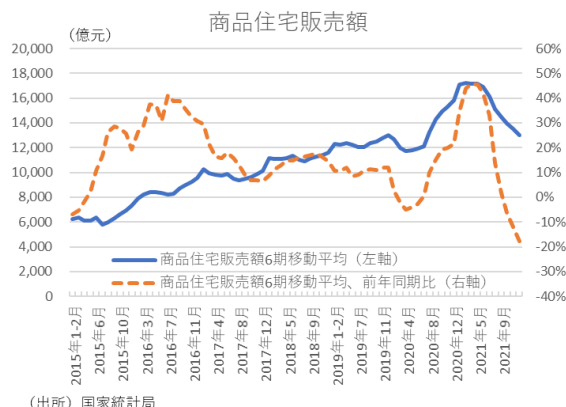
実際は、恒大集団の破綻は、不動産の買い手にリスクを感じさせることに繋がり、不動産購入者に模様眺め気分を醸成することとなり、不動産販売が落ち込んでいる（図表7）。これは、不動産ディベロッパーの売上げ減少につながり、資金繰りを悪化させる。これも短期間で収まれば良いが、もし長引くことになれば、財務内容が比較的健全な不

動産ディベロッパーにまで悪影響が及び兼ねない。政府は追加破綻を防ぎ、人々の期待を改善することを課題に据えて、2021年第4四半期以降、政策を変更して対応していくことが必要になった。

(図表 6)



(図表 7)

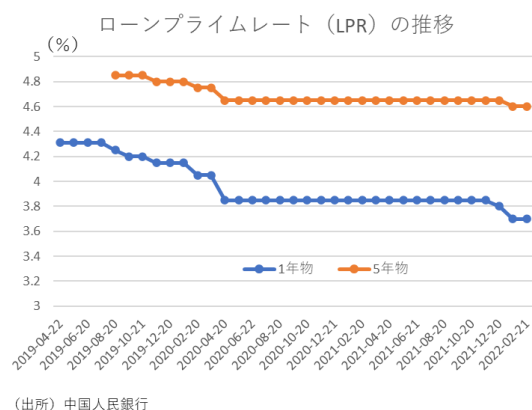


(c) 政府の2021年第4四半期以降の安定重視への軌道修正

2021年12月の中央経済工作会議で習近平指導部は、足元の経済と将来見通しの悪化を認め、以後、2022年を含めた経済運営では、安定を最重視する方針を打ち出すことになった。これは不動産市場の急速な悪化に歯止めを掛けようとする強い危機感の表れでもある。もちろん、不動産の需要刺激による下支え策が行き過ぎれば、不動産バブルを拡大させる諸刃の剣となる。しかし、党大会が年内に迫る今の時期に、経済全体が不安定化する事態を招くわけにはいかない。金融、財政、宣伝、各地方政府の政策を動員して、人々の不安心理を払拭し、期待を向上させるべく、安定を政策運営の優先事項に置き状況の改善を図ることにしたと見られる。

中央銀行は12月に預金準備率を0.5%ポイント引き下げ、事実上の政策金利である1年物のローンプライムレート(LPR、最優遇貸出金利)を0.05%ポイント引き下げた(図表8)。さらに、翌2022年の1月には、1年物のLPRを0.1%ポイント引き下げるだけでなく、5年物のLPRを0.05%ポイント引き下げ、住宅ローンの金利低下を促し、不動産の需要を刺激することになった。こうした金融緩和メッセージを小出しにして、人々の反応を見ながら次の手を検討していくと見られる。

(図表 8)



2021 年 12 月以降、金融当局は、民間・国有の大手不動産会社が、資金繰りが悪化している不動産開発会社から不動産プロジェクトを買い取ることを支援する動きを見せられている¹⁵。これにより、万一苦境に陥った民営不動産ディベロッパーが出ても、そのプロジェクトを円滑に引き継がせることができ、人々の期待の悪化を防ぐことができる。政府は、業界再編を通じた業界健全化を狙い、マクロ経済へのショックを和らげようと動き出したと見られる。また、地方政府の中には、不動産価格の急落を防ぐために下限価格を設けて価格管理を強化するところが出てきている。

このような政策のミックスにより、不動産ディベロッパーの危機が克服され、経済が軟着陸できることが期待されるが、予断は許されない。恒大集団の債権・債務のリストラ案がどうなるか、未定であり、住宅購入者の利益や建設業界の債権保護にどの程度、配慮がなされるかは、今はまだ分からない。国内金融機関や海外投資家に、どの程度の損失負担を迫るかも、まだ分からない。国内の銀行は、恐らく当局の決定に従わざるを得ないが、金融機関によっては資本注入などの救済策を要するところも出てくる可能性がある。今後、様々な調整が進むと見られるが、当局の手腕が問われることになる。

(3) 今後のシナリオと注意して見ておくべき指標

(a) 今後のシナリオ

2021 年 12 月の中央経済工作会议で、政府のスタンスは極めて明確になり、安定重視の下で、当面、追加の不動産ディベロッパーの破綻や不動産バブル崩壊を回避することが期待される。その他業種のマイナス影響への拡大も防がれ、景気の悪化が中国経済全

¹⁵ 「中国、不動産プロジェクト買収を要請 ディベロッパー支援＝証券紙」ロイター、2021 年 12 月 20 日 <https://jp.reuters.com/article/china-property-debt-developers-idJPKBN2IZ08A>

体に波及するリスクは、排除される方向に向かうと見られるが、ここで3つのシナリオを示して、今後の可能性について見ておきたい。

まず、楽観シナリオは、政府の下支え策が適確に効果を発揮し、2022年夏頃には、先行きに対する明るさが戻るというもの。つまり、その頃までに、融資政策の微調整や地方政府による価格下落への統制が効果を発揮し、不動産価格の急落は回避され、不動産販売の落ち込みも底を打ち、大手不動産ディベロッパーの新規破綻も回避され、市場は正常化に向かい、1年以内に安定した状況に至ることになる。恒大集団の処理も予想の範囲に収まり、大きな混乱や波乱は生じない。ディベロッパー業界の再編も2022年後半以降、徐々に進み、業界の健全化や安定化に向かう傾向が見え始める。建設業や資材商社やメーカーへの悪影響は浅くとどまり、2022年夏以降、徐々に回復して悪化に至らない。この結果、2022年の経済成長率は政府目標の5%前後、または5%台前半で持ちこたえる。このシナリオは、5-6割程度の確率で実現すると見る。

次は、悪化シナリオで、楽観シナリオに対して、新型コロナ変異株の散発的な拡散で、人々の期待回復や不動産市況の回復が遅れ、消費も伸び悩む。ただし、大手不動産ディベロッパーの追加破綻などの大きな突発的な事件は起こらず、その結果、成長率が4%台後半と、政府目標を下回って着地するというもの。この実現可能性は3割程度と見る。

最後は、悲観シナリオだが、新型コロナ変異株の散発的な拡散の影響が出て、消費が伸びない。政府の景気下支え策も期待通りの効果を生まない。不動産購入の模様眺め気分が長引き、恒大集団の破綻処理も不安を呼び、上海、北京で複数の大手不動産ディベロッパーの追加破綻が生じ、政府はこれを支えるものの人々の不安心理が払拭し切れない。2022年後半に北京や上海でも不動産の販売が衰え、それが有力2線都市にも及び、全国的に不動産バブル崩壊の兆候が見え始める。建設業界にも悪影響が及び、投資の停滞、失業増、消費低迷を招く。大幅な金融緩和策も採用できず、経済成長率は4%台前半かそれ以下に落ち込み、2023年にも悪化傾向が深まる。このシナリオの実現可能性は1-2割程度と見る。

上記の全てのシナリオの背景にある重大な要素は、中国において不動産の需要が依然として強いことである。既に住宅を保有する人の中には買い換え実需が強く、不動産は依然として有力投資対象資産であり続けている。そして、国内にはこれに代替しうる有力資産は見当たらず、また、海外投資も資本流出規制で抑制され続ける。こうした状況が続けば、不動産に対する強い潜在需要が維持され、楽観シナリオや悪化シナリオ程度で収まる可能性が高いと見られる。

なお、いずれのシナリオでも 2022 年は政府債務やマクロ・レバレッジ率の緩やかな上昇が起き、金融機関においては不良債権の処理圧力が高止まるなど、警戒を続ける必要があると見られる。また、地方政府による土地使用権売却は不動産ディベロッパーの苦境で勢いが失われ、競売も不調に終わるケースが増え、中長期的に公共投資や政府支出を圧迫する可能性がある。これは経済成長の鈍化を早める原因となる。2022 年以降発足する新指導部は、成長率が 4% 台に減速していく中で財政構造の見直しを含む諸改革を進めることになる可能性が高いと見られる。

(b) 今後注意して見ておくべき指標

2022 年の当面の短期的な中国経済の動向に関しては、不動産業界の改善動向を注視することが必要である。まずは大手不動産ディベロッパーの経営状況に異常がないか、警戒して見ておく必要があり、オフショア債の償還状況やオンショア債の借り換え状況から、資金繰り不安が起きていないか見ておくことも必要になる。

その上で、不動産業の産出（図表 6）、販売額（図表 7）、販売面積（図表 9）、開発投資状況（図表 10）、在庫状況（図表 11）を通じて、2021 年下半年からの不動産市況悪化が改善するか、見ていくことになる。販売額と販売面積と投資は、現在、前年比マイナスとなっており、これが 2022 年夏までにプラスに転じ、上向いて行くかが当面のポイントだろう。これらが改善されれば産出の数値も改善が期待できる。

また、在庫状況は、2022 年 2 月に 8.8% と、2021 年 12 月（2.4%）から 6.4% ポイント上昇しており、これは 1-2 月の不動産販売が低調だったことを反映している。在庫増加トレンドの継続は、価格下落を伴うと見られ、短期的な視点に加え、中期的にもバブル崩壊につながる可能性があり、何らかの兆候があれば、どの都市で価格下落が起きているか、その原因と見通しについて考察し、全国的なトレンドとなるか見きわめて行くことになる¹⁶。その際は、販売量と在庫量の比率も追っていくことになる。

他業界への波及という観点では建設業の産出の動向（図表 6）にも注意を払う必要がある。建設業は不動産業の動向に対して遅行傾向があると見られる。

中長期トレンドでは、在庫に加えて、レバレッジ率の動向（図表 5）、および中国人民銀行が四半期毎に出す「中国貨幣政策執行報告」¹⁷で示される不動産業向け貸出動向（図表 12）が金融当局の不動産業界の動向認識を確認する上で有用性が高いと考えら

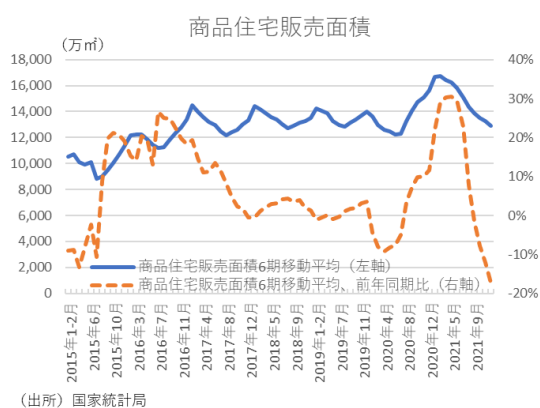
¹⁶ 不動産市場は各都市で異なる政策が取られており（「因城施策」）、各地の市況と各地の施策を追っておくことが、業界全体の動向を掴む上で有用となる。「中国房地産業協会」のウェブサイトはそうした業界の動向をとらえるのに有用。<http://www.fangchan.com/>

¹⁷ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/index.html>

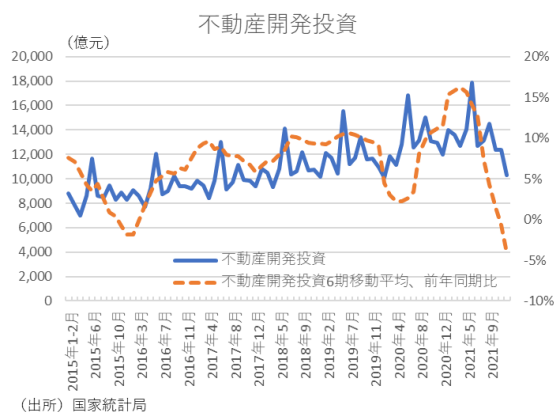
れる。

図表 12 については、2018 年から 2020 年までは不動産貸出が名目 GDP の伸びに対し 2 倍の速さで拡大していたが、2021 年に入って急減速して名目 GDP の伸びを下回っている。同年の住宅ローンは名目 GDP に沿った動きとなっているとが、不動産開発関連の貸出が急減速したことが見て取れる。これは不動産ディベロッパー業界の資金繰り悪化と関係する。なお、資金繰りが逼迫し、不動産開発が鈍化すれば、将来、マンション等の不動産物件の供給が不足し、需要次第では販売価格に上昇圧力を加えることになる可能性もある。

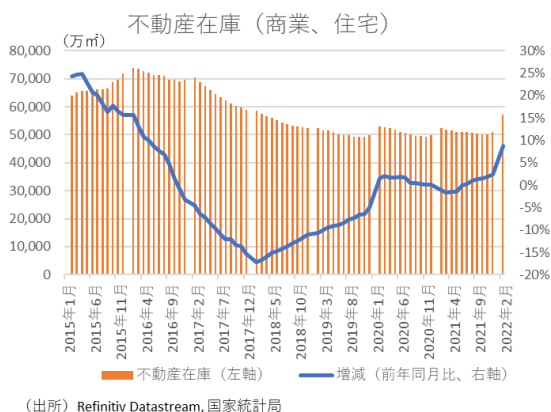
(図表 9)



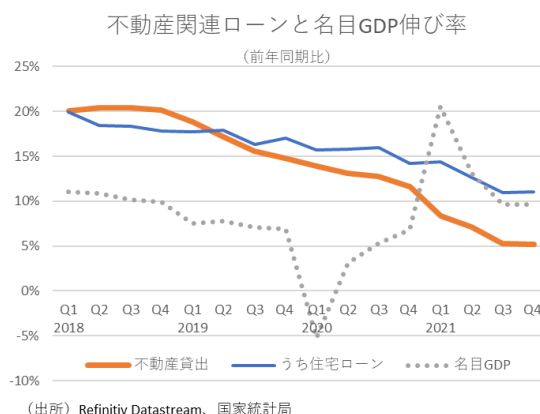
(図表 10)



(図表 11)



(図表 12)



3. 中国の戦略において規制や業績悪化が懸念される業種等について

(1) 2021 年に目立った規制強化の動きについて

2021 年は、前述した金融からの不動産業界への規制強化と並行し、2020 年 12 月の中央経済工作会议で示された資本の無秩序な拡張と独占に反対するとの政策方針に則っ

た規制の強化が行われた。大手 IT プラットフォーム企業やオンラインゲーム産業、教育産業などの民営企業や関係業界がその影響を受けた。

この流れはまず、前年の 2020 年 11 月にアント・グループの上海・香港での上場が規制当局によって阻止されたことに始まる。IT プラットフォーム企業の一部は、2010 年代に国家戦略としてイノベーションが強く奨励されたことを追い風に発展し、金融サービス業への進出を果たした。アリババグループは、テンセントのウィーチャットペイと並び、小口決済手段（アリペイ）を開発して普及させ、これを基礎に、オンラインショッピングにおける顧客の取引履歴等のデータを活用して個人信用格付を行う手法を開発し、小口貸出の際の限度額審査にも応用した。このように資金運用・調達を含む様々な金融サービスを開発しながら、2017 年以降の規制強化も何とか乗り越えて発展してきた。しかし、2020 年にアント・グループを上場させるに当たり、当局が規制の強化を着実に進めているのに対して、十分な調整がとれなくなり、見切り発車的に株式公開を進める結果となり、直前に当局から上場を阻止された恰好となった。この株式公開では過去アント・グループに出資した者が巨額の富を得る構図が垣間見え、これまで 8 年間一貫して「反腐敗」を標ぼうしてきた習近平指導部は、その不透明さに疑義を持ち、2015 年の「チャイナショック」と似た匂いを感じ取った可能性がある。中国本土で、イノベーション優先の流れの中で、当局の政策支援や黙認を受けた結果、人々から吸い上げることが可能になり、形成された価値が香港経由で国外に流出する図式が透けて見え、習近平総書記自身が上場にストップをかけたとも見られる。

また、2021 年 6 月には滴滴出行（DiDi）が米国市場に上場を果たしたが、その直後から厳しい国内規制が導入され、株価は急落し、半年後に上場廃止に向かうことになった。このケースは、国家安全保障にかかわるデータの国外流出の懸念が予想されたにもかかわらず、当局が事前に上場を延期させられなかったとして、当局責任者に批判の矛先が向いたとされる。

規制強化では、IT プラットフォーム企業による商業的な独占やデータの独占に当局の視線が注がれた。IT プラットフォーム企業は、小売業者が他の IT プラットフォームで取引ができないよう独占的契約を結ばせることで支配力を強めて競争を歪め、末端での電子商取引においては買い手がリピーターの場合は価格を引き上げるといった手法が SNS 上で話題になり、その不公正なやり方への不満の声が庶民からも漏れ始めていた。これに対して独占禁止当局が動き出した。取引データの独占に関しては IT プラットフォーム企業が小口決済情報を囲い込む動きに金融当局が既に介入していたが、さら

にデジタル人民元の開発を進めてアリババグループとテンセントグループの民間 2 社での寡占状態に風穴を開ける動きを見せている。

これらのケースは、いずれも当局から見て規制強化等の対応をする明確な理由や根拠があったと言えるが、習近平指導部がトップダウンで指導力を発揮して規制強化を決断し、民営企業の経営者に共産党の立場や考えを尊重するよう促したとの共通構図も見られ、同指導部の国家運営に関する意向も垣間見られた。米国での株式上場を規制する傾向は、米中関係が悪化し、改善の兆しが見えない中で、強まってきたようにも見える。

このような統制強化の動きは、8月30日に中央全面深化改革委員会の第21回会議で、これまでの動きが初歩的な効果を上げたと評価され、「独占禁止を強化し、公平競争政策の実施を深く推進することに関する意見」¹⁸が採択されたことで、2021 年秋に一旦、一段落したとも見られた。しかし、2022 年 2 月に上場延期前のアント・グループの資金の流れについて徹底調査が始まったとされており、終わったとは言えない状況にある。規制強化は法治の枠組みの中で今後も継続的に強化されていくと見られる。

規制強化の継続で今後も影響を受ける業界としては、IT プラットフォーム企業や関連ソフトウェア開発企業が考えられる。当局のトップダウンの規制は、経営者の心理を萎縮させ、将来のイノベーションを通じた発展に水を差す恐れがある。

(2) 共同富裕について

中国共産党が結党 100 周年を迎えた 2021 年 7 月、「小康社会」（少しゆとりのある社会）の全面建設が宣言された。「小康社会」は鄧小平が 1990 年代に自ら掲げた長期目標で、2020 年の達成でこの慣れ親しんだ標語は掲げられなくなり、新たな標語が必要となったが、そこであらためて登場したのが「共同富裕」だった。

共同富裕は、そもそも「社会主義の本質的な要求」と位置づけられ、共産党結党以来、ずっと掲げられてきた重要な理念である。しかし、毛沢東時代は生産力が低いまま性急な平等主義に走り、階級闘争を継続したため、「共同富裕」は遠のき、皆が貧しい社会になった。その後、鄧小平は実権を握ると、平等は一度棚上げにし、生産力の向上を優先させる路線へと転換を行った。そして、一部の者を先に豊かにし、その後皆が裕福になるという、いわゆる「先富論」が打ち出された。また、「社会主義初級段階」という歴史認識が示され、社会主義か資本主義かというイデオロギー論争は棚上げにされ、経済建設を中心にする改革開放路線が固まった。「先富論」は、「共同富裕」を実現するた

¹⁸ <https://www.12371.cn/2021/08/30/ARTI1630323508362885.shtml>

めの現実的な道のりとしてとらえられ、その後の数 10 年間、各指導者はこの路線を忠実に守り、経済発展が実現し、脱貧困も達成されたことになる。しかし、この過程で格差の拡大や腐敗が広がり不平等への対処は避けられない課題になった。

習近平指導部は、より公平な分配を通じ、中間層が多い安定した社会作りを目指す。2020 年秋の共産党第 5 回中央委員会全体会議（5 中全会）で、あらためて「共同富裕」を提起し、翌 2021 年 1 月の複数の会議でも言及した¹⁹。そして、結党 100 周年式典が終了した翌 8 月の中央財經委員会第 10 回会議で、あらためて「共同富裕」が議論されると、国外でも議論が起こり、習近平総書記は「先富論」を捨て、毛沢東的な平等主義に回帰するのではないかとの見方が出たが、そういったことにはならなかった。

「共同富裕」はかつて、2010 年頃に党内で議論が盛り上がったことがある。当時、改革開放路線の結果、高い経済成長が達成されたが、貧富の格差が拡大していたことが共産党内で問題になり、経済効率と分配の公平の関係について議論が起きた。これは、当時の広東省書記だった汪洋政治局常務委員と薄熙来重慶書記（当時）との間で行われた「パイ論争」として知られる。汪洋書記は「先富論」に沿って、まずはパイを大きくすることで初めてうまく分配できると主張、対する薄熙来書記は、まずパイをうまく分配した後でパイを大きくすると主張し、意見が分かれた。この「パイ論争」は薄熙来氏の失脚もあり、汪洋氏側に軍配が上がった恰好になったが、国内の一部では議論が続いてきたと見られる。

2021 年に足下で再開された議論では、「共同富裕」は、画一的な平均主義を否定し、段階的に促進すること、そして、一部分の人が先に富むことを引き続き認めることが明確にされ、2021 年 12 月の中央経済工作会議では、「共同富裕」を目指すうえで社会の生産力を発展させ、まず経済の「パイ」を拡大し、その後に「パイ」を配分するとの基本方針が示された。つまり、毛沢東時代への急速な回帰はなく、引き続き鄧小平の「先富論」の考え方を踏襲して進むことで議論は落ち着いた。

しかし、「共同富裕」は 2035 年までの「新時代」において長期目標として掲げることになった。2021 年 6 月に浙江省が「質の高い発展と共同富裕の模範区」に指定され、今後「共同富裕」を目指す上での議論や制度設計に影響を与える可能性があると見られる。

現在の中国の状況を見れば、深刻な国内格差や分配の問題はやはり、避けて通れない。都市における富裕・中間・貧困層の格差、人口移動を伴って拡大する地域間格差、都市・

¹⁹ <http://jhsjk.people.cn/article/31996276>
<http://jhsjk.people.cn/article/32017264>

農村の格差は、都市化政策、不動産政策、農村政策とリンクしている。そして、これら問題を少子高齢化が進み、経済成長が鈍化し続け、社会福祉に充当する財源が潤沢と言えない中で、解決または緩和していく必要がある。教育、医療、住宅が当面の対処すべきテーマと見られるが、それらに関する具体策はまだ示されておらず、この問題は、現指導部から次の5年間の指導部に課題として申し送られる可能性が高いと考えられる。

「共同富裕」の提起で業績悪化が懸念される業種は、大手ITプラットフォーム企業や芸能・エンタテインメント業界が、「富の集中」、「儲けすぎ」、「搾取」のイメージを持たれやすく、2022年の党大会以降も時に政治キャンペーンも行われて、寄付など「自発的な」分配の実施を求められる可能性がある。もちろん、富裕層や大物経営者に罰金を科して見せしめにすれば、経営者の委縮を招き、経営環境の自由度も下がり、経済発展の勢いを削ぐとの副作用が生じるだろう。政治キャンペーンが行われのか、課税制度など別の対応が模索されるのか見ていくことになるそう。

(3) 気候変動対策について

習近平国家主席は2020年9月の国連総会でのビデオ演説で、二酸化炭素(CO₂)排出量を2030年までに減少に転じさせ、2060年までにCO₂排出量と除去量を差し引きゼロにするカーボンニュートラルを目指すことを表明した。習近平指導部は前述の通り、2017年から「3つの堅固要塞攻略戦」(「三大攻堅戦」)の1つとして環境問題に取り組み、「質の高い発展」を目指す中で取り組みを強化していたが、こうした努力の結果が国連での国際的な公約につながったと言える。

中国は過去、長年にわたり、高汚染やエネルギー効率の悪い産業の淘汰を目指してきたが、今後もエネルギー分野を始めとする様々な分野で、イノベーションと投資促進を行い、新しい技術を通じて排出削減を実現していく方針だ²⁰。環境対策強化は、様々な産業に影響が及ぶ。中でも石炭火力発電業界や鉄鋼業界の影響が大きいと考えられる。

石炭火力発電は中国のエネルギー源の6割を占める重要電源であり、需要減が起きない限り、早期に石炭火力発電から撤退することは現実的ではないが、業界をあげて長期的に排出削減の実現に向けて手を打って行くことになる。

鉄鋼業に関しては、そのCO₂排出量が国全体の15%を占め、削減の成果が期待される。中央直轄の国有企業の場合、元々、資本力や技術力に恵まれており、さらに補助金などの政策支援も受けやすい。しかし、地方政府系の国有企業や民営企業は、設備更新

²⁰ 「成長との両立を目指す中国の脱炭素戦略」、2022年1月6日、三菱UFJ銀行「経済レビュー」参照。
https://www.bk.mufg.jp/report/ecorevi2022/review_20220106.pdf

の資金や技術力のハードルが高く、自らイノベーションを起こすのも困難で、経営を続けるだけでも容易ではない。そうした中でCO2排出量を減らすのは容易ではない。2021年は生産調整以外に手段がなかった。中長期的には大手国営企業との吸収合併や事業再編、もしくは撤退するしかない。地方政府は雇用面や成長目標の観点から、そうした企業を存続させるインセンティブを持っており、過去も様々な抵抗を試みてきたことから、今後もそれが続く可能性は考えられる。

2021年は排出削減が習近平指導部の看板政策の1つとなり、政治運動的なトップダウンでの政策推進が見られた。韓正副首相が地方政府に対してトップの意向を伝え、排出削減目標を示達したケースが見られたが、動きが性急過ぎて、調整が行われず一部で混乱が生じたと見られる。秋になって石炭火力発電での混乱が生じた。電力不足の発生は燃料炭の国際価格の上昇にもかかわらず消費者向け販売価格が抑えられコストの価格転嫁ができなかったこと、石炭輸入抑制や山西省等での生産停滞も加わり、発電所が稼働を止めざるを得なかったケースがあったが、環境規制のその要因になった。

いずれにしても、2021年の環境対策は政治的に、性急に行われ過ぎた面があり、それによって生じた混乱への反省から、2021年12月の中央経済工作会议で、2022年以降は経済と環境対策の調整を行う方向があらためて確認された。

(4) 米中対立について

米中関係は、中国が2008年のグローバル金融危機以降、自国の発展に過剰とも言える自信を持ったことが、最初の悪化のきっかけになったと考えられる。その後、習近平指導部は米国を追い越すとの意志を明確にし、さらに政権2期目に権威主義的統治に傾斜したことで、米国は、中国に対する見方を変え、関係悪化の流れが決定的になった。

トランプ政権は対中貿易赤字に焦点を当て、通商交渉を始め、2020年1月に第一段階の合意に達したが、履行状況は芳しくない。2020年には新型コロナウイルス感染症が世界に拡散し、米中の外交当局は互いに非難の応酬を行い、信頼関係が損なわれた。2020年7月に香港に対する国家安全維持法の制定が進められ、米国は、人権問題に加え、台湾の観点も加え、安全保障上の懸念を高めており、中国向けの半導体製品の供給に制限を加えた。中国はサプライチェーンの調整に苦慮しているが、最先端半導体の自主開発に乗り出した。2021年に誕生したバイデン政権も、中国を競争相手とみなす立場を変えず、同盟国を巻き込んで圧力を強め、中国は反発している。米中間では、今後も競争や対立が続き、半導体・通信など軍事関連分野でデカップリングが進展する公算

が大きい。

そうした中でも、米中間の金融協力は続いてきた。中国は国内の金利の自由化や債券市場の整備などの改革を進め、国内債券市場の外資への開放等の施策を徐々に進めてきた。欧米投資家は米中間の政治・外交上の対立を横目に、香港経由で本土向けの投資ビジネスを拡大し、中国企業も米国市場や香港市場を長年、国際的な資金調達場として活用してきた。しかし、両国の対立が深まる中で、2021年に資本の無秩序な拡張を防ぐ政策が出てくると、米国に上場する中国企業は不安定な状況に置かれ始めた。アント・グループの香港・上海での上場延期や、DiDiの規制強化による株価下落が起こり、投資家に猜疑心が広がり始めた。米国当局は、同国に上場する中国企業に情報の開示強化を求め、中国はそれを拒否、今後、上場廃止となる中国企業が続く懸念がある。また、国際金融センターである香港でも徐々に中国式統治が及び、2022年に入り新型コロナウイルス感染症の蔓延で、ビジネス環境の悪化も見られる。米中対立は、今後も紆余曲折が予想され、金融関係では全面的なデカップリングが起こる可能性は低いと見られるが、一部で変調も生じ始めており、ロシア・ウクライナ戦争も重なるなか、今後の変化に注意が必要だ。

(5) 国有企業と比較した民営企業の置かれる状況について

習近平指導部は発足以来、国有企業改革に力を注ぎ、2015年9月には、基本指針として「国有企業改革の深化に関する指導意見」を打ち出し、株式会社化の推進、混合所有制改革の推進を進めた。また、党による統制強化が進められ、同指導部が2期目に入るとグローバル競争力を持つ世界一流の企業を育成する方針を打ち出し、国有企業が「より強く、より優秀に、より大きく」なることを奨励している。そして、国有企業は資金調達面で、民営企業に比べ圧倒的に有利な状況を謳歌する。

民営企業は、改革開放以来、中国経済を牽引する重要な役割を果たしてきた。税収の50%以上、国内総生産の60%以上、科学イノベーション成果の70%以上、都市就業の80%以上、企業数の90%以上を占めるとされる。しかし、資金調達面で政府の支援を受けることは難しく、国有企業との競争の環境は公平でなく、2000年代末以降、「国進民退（国有経済の増強と民営経済の縮小）」の議論が盛んになった。習近平指導部の発足後も、国有企業重視の傾向が強く見られる。

そうした中、習近平指導部は2018年秋に「2つの揺るがず」²¹とのキャンペーンを打

²¹ 国有企業だけでなく民間企業へも揺るぎない支援をすることを意味する。国家管理と市場原理は両立できるかが、政治的にも敏感な問題として認識されている。

ち、民営企業への支援姿勢を強調し、「国進民退」の懸念を払拭しようとした。しかし、習近平総書記自身は、党による統制が効いた経済を好む傾向が見えており、民営企業の側の懸念は払拭されていない。

特に中小零細企業は、2017 年以降、シャドバンキングの整理が本格化する中で、資金調達手段が細り、死活問題となった。政府は「融資難、融資貴」（融資が受けられず、コストが高い）と課題を認識した上で、金融機関にインセンティブを与えて融資を促すなどの対策に乗り出した。しかし、銀行融資が国有企業を優先する傾向は簡単には変化しない。アント・グループのような大手民間フィンテック企業が中小事業者向け金融サービスの拡充に乗り出したが、規制強化でサービス拡充にブレーキがかかった。

2021 年の規制強化では大手の民営 IT プラットフォーム企業がターゲットになり、独占関連の規定違反で重い罰金を課された。また、一部、大手民営不動産ディベロッパーは市場退出を迫られた。これらは共に個社の経営姿勢に問題があった。しかし、社会的に存在感が大きくなった民営企業に対して国が政治的な圧力をかけて、経営変更を迫ったという見方もできる。不動産ディベロッパー業界は今後、民営企業の活躍余地が狭まり、国有企業への吸収・合併が進む可能性も考えられる。

4. おわりに

習近平指導部は、2021 年秋に第 3 回目となる「歴史決議」を行った。この歴史決議の採択は、翌年 2022 年秋以降の習近平総書記の続投に向けた政治闘争の色彩を帯びた。過去の歴史決議は、第 1 回目は毛沢東が 1945 年に行い、第 2 回目は 1981 年に鄧小平が行った。第 1 回目は党内の路線闘争に終わらせ毛沢東の権力掌握を決定づけた。第 2 回目は改革開放路線に舵を切る鄧小平が、毛沢東路線から決別するために行った。習近平総書記の第 3 回目の歴史決議は、鄧小平の功績である改革開放路線を相対化し、自らの「習近平新時代中国特特色社会主義思想」や「反腐敗」の成果を強調する結果となった。しかし、「改革開放」や「先富論」の扱いで党内に議論が生じたことは、2022 年秋の党大会で習近平総書記が続投を目指す際、足下の党内幹部人事案の調整や、次の 5 年間で議論されると見られる党総書記の世代交代に関する議論などに、何らかの影響を与える可能性があるようだ。

政府が 2019 年に決めた不動産市場を短期的な景気刺激策の手段としない方針は、2022 年は、党大会を無事に乗り切るため、例外とされる可能性があるが、基本的には今後も揺らがないと見られる。2022 年は、2021 年の夏以降落ち込んだ不動産取引の回

復が鍵を握る。それを乗り切った後は、不動産市場のバブルを中長期的に管理し、うまくガス抜きをし、経済を安定させられるかが重要なポイントになる。人々の期待を変化させ、「灰色のサイ」を消し去り、不動産価格が合理的な水準で落ち着くことは、金融当局の期待するところであるが、そのためには補償性住宅の建設や、賃貸住宅の建設などの住宅政策が鍵を握ることになる。バブル解消が混乱なく実現できるかは当局の手綱さばきによるところが大きく、楽観も悲観もできないが、「土地財政」からの脱却を図るためには財政構造改革を行っていくことが必要と見られ、大きな注目点になる。

中国共産党の指導部は、先進国を目指す「新時代」の中で、引き続き改革を進める必要がある。経済の成熟化も進む中、決して楽な道のりではないが、長期的に「共同富裕」の実現を掲げ、国民の生活の改善のためには継続的な努力が必要である。今後数年における政策対応の巧拙は、先進国入りを目指す中国経済にとって、次の 20-30 年を左右する可能性が高いと言えよう。

以 上

< 参考資料 >

「中国の不動産市場の特徴とリスク分析（下篇）～世界的な金融緩和と住宅価格の上昇を背景に格の上昇を背景に」、MUFG バンク（中国）経済週報、2021 年 9 月 14 日、第 518 期 https://reports.mufgsha.com/File/pdf_file/info001/info001_20210914_002.pdf

「中国の不動産市場の特徴とリスク分析（上篇）～世界的な金融緩和と住宅価格」、MUFG バンク（中国）経済週報、2021 年 8 月 17 日、第 514 期
https://reports.mufgsha.com/File/pdf_file/info001/info001_20210817_001.pdf

「住宅過剰在庫の解消と不動産対策の断片化～需給ミスマッチの問題が依然として存在」、MUFG バンク（中国）経済週報、2020 年 7 月 28 日、第 462 期
https://reports.mufgsha.com/File/pdf_file/info001/info001_20200728_001.pdf

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882（代）

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>