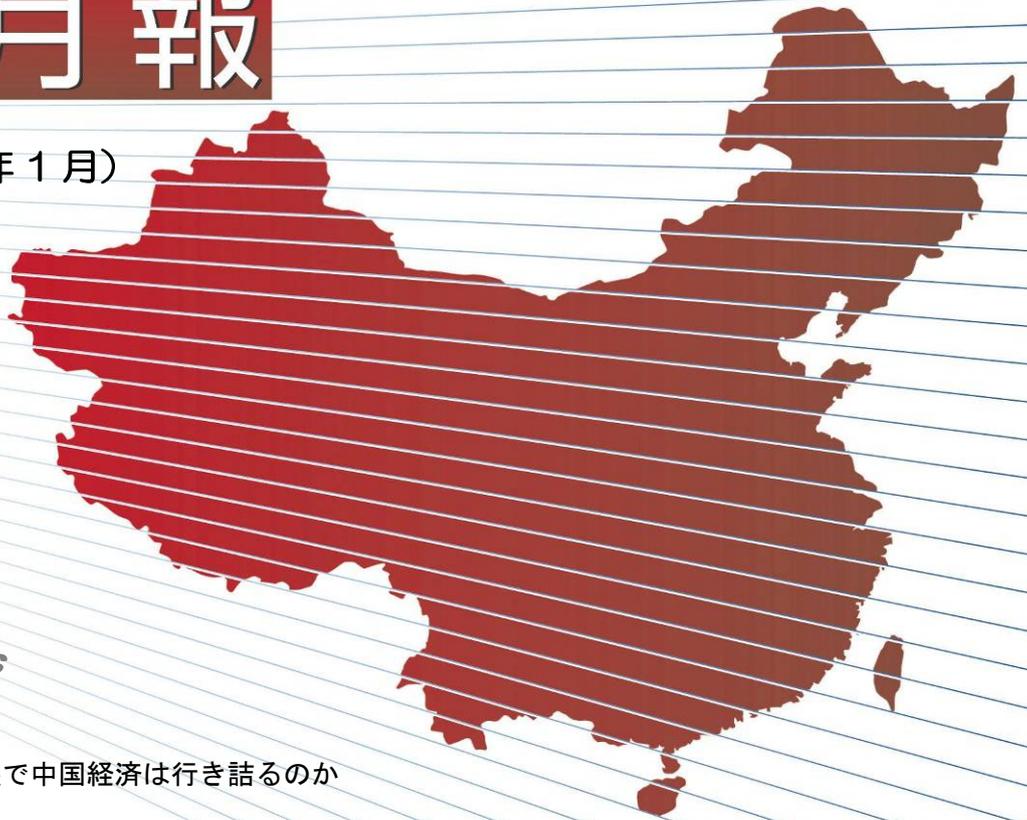


BTMU

中国月報

第108号 (2015年1月)



CONTENTS

■ 巻頭言

- ◆ 不動産バブルの崩壊で中国経済は行き詰るのか

■ 特集

- ◆ 発足一周年を迎えた中国（上海）自由貿易試験区
～第三回（最終回） 金融関連改革の現状

■ 経済

- ◆ 経済の「新常态」と雇用の安定

■ 産業

- ◆ 中国不動産業界

■ 人民元レポート

- ◆ 人民元 景気減速懸念を背景に元高は緩やかに留まろう

■ MUF G中国ビジネス・ネットワーク



三菱東京UFJ銀行

目 次

■ 巻 頭 言

- ◆ 不動産バブルの崩壊で中国経済は行き詰るのか
三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査本部長 五十嵐 敬喜

■ 特 集

- ◆ 発足一周年を迎えた中国（上海）自由貿易試験区
～第三回（最終回） 金融関連改革の現状
三菱東京UFJ銀行（中国） トランザクションバンキング部
中国ビジネスソリューション室 …………… 1

■ 経 済

- ◆ 経済の「新常态」と雇用の安定
三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部 …………… 7

■ 産 業

- ◆ 中国不動産業界
三菱東京UFJ銀行（中国） 企画部 企業調査チーム …………… 12

■ 人民元レポート

- ◆ 人民元 景気減速懸念を背景に元高は緩やかに留まろう
三菱東京UFJ銀行 市場企画部 市場ソリューション室
グローバルマーケットリサーチ …………… 22

■ MUF G中国ビジネス・ネットワーク



不動産バブルの崩壊で中国経済は行き詰るのか

三菱UFJリサーチ&コンサルティング
調査本部長 五十嵐敬喜

中国の不動産バブルの崩壊を懸念する人が多いようだ。しかし住宅価格統計を見ると、確かに下落が続いており、足下で前年水準を割り込み始めているようだが、暴落しているわけではない。バブルの崩壊というのは短期間に急激な下落が進むことだ。今の中国でそうした現象が起こっているわけではないと思う。

さらに、仮にバブルが発生していて、しかもそれが崩壊したとしても、それだけで一国の経済が深刻な事態に陥ったりはしない。価格の暴落で大きな損失を被る人たちがいる一方で、価格が下落したおかげで、思いがけなく安い価格で不動産を手に入れることができる人たちもいるからだ。不動産の持ち主が替わる際に、売買の価格がいくらになるかという問題であって、売り手と買い手の所得の合計額は増えもしないし、減りもしない。経済全体への影響はない、はずだ。

しかし現実には、大きな資産バブルの崩壊があると経済に深刻な影響が及んでしまうのはなぜか。それは、資産価格がバブル的に上昇していく際に、不動産の購入者に、銀行が多額の融資を行っていることが多いからだ。バブルが崩壊して痛手を受けた不動産の所有者にその負債の返済能力がなければ、銀行は不良債権を抱え込んでしまうことになる。このことが一国の深刻な経済悪化を引き起こしてしまうのだ。

銀行には厳しい自己資本比率規制が課されている。平たく言えば、リスク資産である融資額の〇〇%以上相当の自己資本を持っていることが義務付けられているのだ。たとえば自己資本比率10%以上が求められているときに、100の融資残高を持つ銀行が不良債権の処理で資本を棄損し、10あった自己資本が8に減少したとしよう。8の自己資本で保有できる融資残高は80以下だから、融資残高を20も削減せざるを得なくなるわけだ。

これがいわゆる「貸し渋り」や「貸し剥がし」につながることは言うまでもない。しかもそこでのポイントは、対象が健全な企業であるということだ。銀行の経営が悪化したばかりに、健全経営を続けてきた企業の資金繰りがつかなくなるといった事態を引き起こすのである。マクロで見た経済を悪化させる理由だ。

こうした事態を回避するためには、不良債権で経営が悪化した銀行が自力で資本を回復させることが第一だ。ただ、それができそうになく、かつ一金融機関の経営問題に止まらない金融システム全体の危機に発展しかねない場合には、政府が公的資金を使って資本注入せざるを得ない。

しかしこのことが日本でも、欧米でも難しかった。世論の強い反対があったからだ。経営者や従業員の給与水準も高い銀行が、自らの経営の失敗で危機に陥ったのに、なぜ税金を使って救済しなければならないのかという怒りだ。結果として事態の收拾に時間がかかり、それだけ経済も悪化することになる。

しかし一党独裁の中国では、当局は世論をそれほど気にする必要はない。必要であれば即座に資本を注入することができる。その資金もある。したがって、仮にバブルが発生していて、それが破裂し、銀行の不良債権問題に発展したとしても、中国経済はそれを乗り越えられると思う。

特集「発足一周年を迎えた中国（上海）自由貿易試験区～ 第三回（最終回）金融関連改革の現状」

- ◇上海自貿試験区はこの1年に「人民元オフショアローン」「人民元双方向クロスボーダープーリング」「多国籍企業の外貨集中運営管理」「自由貿易口座」など様々な金融改革関連の政策を発表。多くは実質的に未だ試行段階ではあるものの、いずれも注目に値する改革内容。
- ◇上海自貿試験区で先行した改革は順次全国レベルに拡大中。昨年末には、広東省、天津市、福建省にも新たに「自由貿易園區」の設置、上海自貿試験区の対象地域拡大が決定。
- ◇残り2年の試験期間を終え、自貿試験区の改革が全国規模で実施された暁には、中国のビジネス環境は現状より格段に利便性、公平性、透明性、公正性等の面でステージが進化することに期待。

経 済「経済の『新常态』と雇用の安定」

- ◇2014年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+7.3%と、リーマンショック後の2009年1-3月期以来の低い水準に鈍化するも、政府は11月の利下げまでは雇用安定を背景に大規模な景気刺激策をとらず。
- ◇雇用の安定は経済のサービス化に支えられ、経済のサービス化は卸小売業が牽引。卸小売業の就業者の67.1%は小規模零細企業の就業者。加えて足元、雇用状況に弱い動きも。
- ◇雇用の安定が必ずしも磐石ではないなか、引き続き過剰設備問題などの課題が山積。2015年の成長率目標が7%前後に引き下げられるとすれば、困難な中であっても「改革ボーナス」実現を目指した改革遂行と成長テンポは落ちても質の良い「新常态」での成長を目指す政府の決意表明に。

産 業「中国不動産業界」

- ◇中国の住宅価格は、経済成長、都市の人口増、地方政府の不動産収入依存等から2000年以降ほぼ一貫して上昇するも、2014年に入って調整局面入り。現在の販売状況は、中小都市より大都市の方が、高価格物件より中～低価格物件の方が相対的に良好。
- ◇近年、政府は需要増加を目的とした規制緩和策と信用膨張抑制を企図した引き締め策を交互に実施。足元では、不動産取引の規制緩和で住宅販売は回復が見込まれるも、高水準の在庫解消まで一定の価格下落は不可避。
- ◇ただ、地方政府の不動産関連収入への依存、家計の債務レバレッジの低さ、未だ高い経済成長率等に鑑みれば広範囲で暴落する懸念は小さい。価格の底打ちまで更に6ヶ月～1年程度掛かるか。

人民元レポート「人民元 景気減速懸念を背景に元高は緩やかに留まろう」

- ◇2014年12月の人民元の対ドル相場は軟調に推移、約半年ぶりの水準まで下落。原油安から在庫を大きく積み増す輸入業者のドル買い優勢、米雇用統計後のドル高、貿易統計の不冴えを嫌気した元買いポジション調整が人民元を下押し。
- ◇今後、内需低迷に伴う輸入減少による貿易黒字の拡大や資金流入が見込める直接投資を背景に人民元高基調は続こう。
- ◇ただ、景気減速懸念が強まるなか、当局は急激な元高の進行は望まないと見られ、緩やかな元高に留まる見込み。



発足一周年を迎えた中国(上海)自由貿易試験区 第三回(最終回) 金融関連改革の現状

三菱東京 UFJ 銀行 (中国) 有限公司
トランザクションバンキング部
中国ビジネスソリューション室
森田直樹

昨年九月から年末にかけて、中国（上海）自由貿易試験区の1年間の改革について政府関係者や専門家が様々なコメントを出しているが、投資・貿易・行政管理の各分野に対する評価に比べると金融分野の改革に対しては「ぎりぎり合格」といった、相対的にやや厳し目の評価が多く見受けられた。

確かに、政府当局からは金融改革の「好事例」がいくつか喧伝されているものの、実際に日系企業が金融改革のメリットを本当の意味で享受できるようになるのは、まだこれからと思われる。

最終回となる本稿では、中国（上海）自由貿易試験区の金融改革が何を目指しているのか、そしてその改革が現状どこまで進んでいるのかを確認したい。

1. 金融改革の概観

中国（上海）自由貿易試験区（以下、自貿試験区）の金融分野の改革については、2013年12月の中国人民銀行の「30条意見」で全体の方向性が示され、2014年に入り各項目の細則が公布されている。

【図表1】金融分野の主要政策公布状況（カッコ内は公布主体）

時期	公布された主な政策
2013年9月	<ul style="list-style-type: none"> ● 自貿試験区全体方案公布（國務院）、自貿試験区管理弁法公布（上海市政府）。自貿試験区における改革の方向性と具体的な項目を提示 ● 民営資本による銀行、金融リース会社、消費者金融会社等の設立を支持する方向性を表明（銀監会）
2013年12月	● 金融改革の方向性を規定（「30条意見」：人民銀行）
2014年2月	<ul style="list-style-type: none"> ● クロスボーダー人民元決済の簡素化、<u>人民元オフショアローン</u>、<u>人民元双方向クロスボーダープーリング</u>につき規定（銀総部発〔2014〕22号：人民銀行上海総部） ● 300万ドル未満の小口外貨預金の金利を自由化（人民銀行上海総部） ● 外貨経常項目決済および資本項目登記管理制度の簡素化、<u>多国籍企業の外貨集中運営管理</u>につき規定（上海匯発〔2014〕26号：上海外管局）
2014年5月	<ul style="list-style-type: none"> ● 区内銀行拠点に対する監督管理の簡素化（上海銀監局） ● <u>自由貿易口座</u>の開設、運用を規定（銀総部発〔2014〕46号：人民銀行上海総部）
2014年7月	● 自貿試験区条例公布。改革の方向性を改めて提示（上海市人民代表大會常務委員會）
2014年9月	<ul style="list-style-type: none"> ● 自貿試験区企業の海外親会社に対する国内人民元債券の発行許可、自貿試験区の外資合併証券会社等の出資比率緩和などの方向性を示す（上海市政府） ● 外国人投資家も参加できる国際金取引所を開設
2014年12月	● 自貿試験区の対象地域を拡大する方針が示される（國務院常務會議、全人代常務委員會）

（出典）政府機関各種法令・通知に基づき BTMU(中国)トランザクションバンキング部にて整理

※BTMU 中国月報 2014年10月号の【図表6】を補足修正のうえ再掲

以上の中で、外商投資企業の資金管理に与える影響が比較的大きく、関心も高い「人民元オフショアローン」「人民元双方向クロスボーダープーリング」「多国籍企業の外貨集中運営管理」「自由貿易口座」について具体的な運用状況を見てみよう。なおスペースの都合上、制度の概要はポイントを絞った説明とさせていただきますのでご了承ください。各スキームの詳細な規定内容は別途当行のニュースレターなどをご参照願いたい。

2. 具体的な改革内容

(1) 人民元オフショアローン

①制度の概要

2014年2月に中国人民銀行上海総部が公布した「銀総部発〔2014〕22号¹」により、自貿試験区企業が人民元建のオフショアローンを調達する場合の限度額のルールが変更された。すなわち原則として、従来の投注差管理（投資総額 - 登録資本金額）に代わり、一般企業の場合「払込済資本金の1倍×人民銀行が定める掛け目」、非銀行金融機構の場合「払込済資本金の1.5倍×人民銀行が定める掛け目」までの人民元オフショアローンの調達が可能となった（いずれも残高ベースで管理。掛け目は当面「1」とし、随時人民銀行が調整）。なお、自貿試験区設立前に区内で設立された外商投資企業は、従来の投注差方式或いは今回の払込済資本金額をベースにした計算方式のいずれか一方を選択可能である。

今回の払込済資本金額をベースにした管理は投注差を持たない中資企業はもとより、投注差の未使用額よりも払込資本金額の方が大きい外商投資企業にとってもメリットをもたらすものと考えられる。

②足元の動向

このように一見特段のデメリットが無いように見えるが、若干の問題点も残されている。

従来、オフショアローンの調達にあたっては人民元建、外貨建を問わず外貨管理局で外債登記が必要であり、人民元建のオフショアローンについては、2012年に中国人民銀行が公布した「銀発〔2012〕165号」等に基づき、原則として投注差管理が適用され、しかも発生額ベースで外債枠を費消するとされていた。

一方で今回の自貿試験区における人民元建オフショアローンに関して、銀総部発〔2014〕22号では外債登記の要否や外債枠の費消については何も記載が無い。この点について外債登記を管轄する外貨管理局の見解は、当初は「本件については外債登記を受理しない」というものであったが、その後「外債登記を受理する」そして「外債登記が必要である（但し、外債枠のない中資企業は登記不要）」と変化してきている。

これは人民元決済を所管する政府部門（人民銀行）と外債登記を所管する政府部門（外貨管理局）が分かれていることも影響していると考えられるが、いずれにせよ実務取扱いの不透明さを生む一因となっている。

(2) 資金集中運営管理（または「クロスボーダープーリング」）

①制度の概要

銀総部発〔2014〕22号では上述のオフショアローンの他、人民元建の「クロスボーダー人民元双方向プーリング」が可能とされた。続いて同じ2014年2月に国家外貨管理局上海市分局

¹ 中国人民銀行上海総部「中国（上海）自由貿易試験区での人民元クロスボーダー使用の拡大を支持することに関する通知」（銀総部発〔2014〕22号：2014年2月20日付）詳細は三菱東京UFJ銀行（中国）有限公司発行の実務・制度ニュースレター（<http://www.bk.mufg.jp/report/chi200403/314022603.pdf>）をご参照ください。

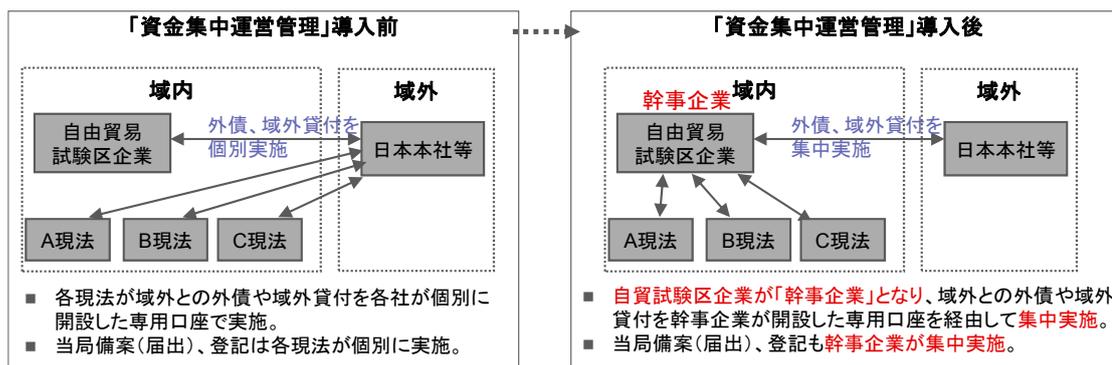
からは「上海匯発〔2014〕26号²」が公布され、外貨建の「多国籍企業の外貨資金集中運営管理」が可能とされた。「クロスボーダープーリング」と「資金集中運営管理」で呼び方は異なるが概念はほぼ一致しており、これまでの中国における資金管理の枠組みを大きく変化する動きとして重要である。ここではまとめて「資金集中運営管理」と呼ぶこととする。なお、人民元建、外貨建ともスキームの詳細説明はここでは紙幅の都合上割愛させていただく。

従来、中国域内³の現地法人と中国域外⁴にある日本本社等との間で行うクロスボーダーの資金貸借（域外から域内への貸付を「外債」、域内から域外への貸付を「域外貸付」という）は、利用可能限度額が各社ごとに制限されており、外債・域外貸付を実施したい企業は原則として個別に企業所在地の外貨管理局で所定の手続を行う必要があった（外債と人民元により、また地域により具体的な取扱い異なる）。

ところが「資金集中運営管理」を導入すると、中国の現地法人は企業グループごとに「幹事企業」を決め、企業グループ各社の外債・域外貸付を幹事企業が窓口となってグループ単位で集中実施できるようになる。

企業にとっては極度管理の概念が変化する事で、例えばこれまで十分な外債枠を持たなかった現法に外債調達の手が開ける可能性があるだけでなく、企業グループ単位で国境を越えたクロスボーダー貸借を機動的に行える。また幹事企業による中国現法の資金管理面のガバナンス強化も期待できる。

【図表 2】 資金集中運営管理の概念図



「資金集中運営管理」スキームは人民元建（人民銀行）と外貨建（外貨管理局）で作成、公布している政府部門が異なり、よって運用ルールも異なっている。一例を挙げると、たとえば幹事企業と域外とのクロスボーダーの資金移動限度額一つをとっても、人民元建の場合には従来の外債限度額、域外貸付限度額の概念の適用が規定されていないのに対し、外貨建の場合にはあくまで各社の外債限度額、域外貸付限度額を幹事会社に集中するという考え方に基づいて限度額が規定される。

このほか「資金集中運営管理」スキームでは、人民元建、外貨建とも域内のグループ企業と域外企業との間の経常項目決済について、幹事企業が窓口となって集中決済を行うことが可能とされており、さらにはネットィングも可能とされている。これも従来の資金管理規制からは大きな変化と考えられる。なお、集中決済やネットィングが可能となるといっても、決済の背

² 国家外貨管理局上海市分局「中国（上海）自由貿易試験区建設を支持する外貨管理実施細則に関する通知」（上海匯発〔2014〕26号：2014年2月28日付）詳細は三菱東京UFJ銀行（中国）有限公司発行の実務・制度ニュースレター（<http://www.bk.mufj.jp/report/chi200403/314030502.pdf>）をご参照ください。

³ 域内：香港、マカオ、台湾地区を除く中国国内を指す（中国語では『境内』）

⁴ 域外：海外、および中国の香港、マカオ、台湾地区を指す（中国語では『境外』）

景となる取引の合法性、真実性が要求されることは従来通りである。

②足元の動向

昨年2月に銀総部発〔2014〕22号、上海匯発〔2014〕26号が公布されて1年近くが経過し、人民元建、外貨建とも日系企業での導入例は若干出てきてはいるものの、全般的には導入検討の動きは緩慢である。その主な理由として以下が考えられる。

ア) 全国版スキームの登場

銀総部発〔2014〕22号、上海匯発〔2014〕26号はいずれも幹事企業を自貿試験区企業に限定しているが、自貿試験区企業（多くは外高橋に設立された保税區商社）ではなく、投資性公司、財務公司などの中国統括会社に中国現法の資金集中運営管理の役割を担わせたいと考える日系企業は数多い。

この点、人民元建は2014年11月に「銀発〔2014〕324号⁵」、外貨建は2014年4月に「匯発〔2014〕23号⁶」という全国版の通知が公布された。これはいずれも自貿試験区に限らず全国の企業が幹事企業となった「資金集中運営管理」を可能とするものである。

【図表3】資金集中運営管理スキームに関する主要通知の整理

	人民元建（中国人民銀行所管）	外貨建（国家外貨管理局所管）
自貿試験区版	銀総部発〔2014〕22号 2014年2月公布	上海匯発〔2014〕26号 2014年2月公布
全国版	銀発〔2014〕324号 2014年11月公布	匯発〔2014〕23号 2014年4月公布

人民元建、外貨建とも自貿試験区版と全国版でスキーム内容には様々な相違点がある。詳細は割愛するが、一例を挙げると全国版は人民元建の場合、域内メンバー企業の営業収入の合計が50億元以上であることが、外貨建の場合企業グループの前年度外貨収支が合計1億ドル以上であることが求められる（詳細は地域により差あり）など、実質的に相当の規模を備えた大企業に限定されている。導入を具体的に検討する各社は、各社の実情に合わせて自貿試験区版と全国版、人民元建と外貨建を比較検討しているのが実情である。

イ) 運用面の不透明さ

この点についてはまず、実務運用の規範化が必ずしも十分でないことがネックとなっている。特に人民元建スキームについては、資金使途確認や資金移動のタイミングなどについて、明文規定によらない多くの「口頭指導」が若干の混乱を生んでいる。これは銀総部発〔2014〕22号の規定が極めて簡単な内容であることも影響しているものと思われる。

次に、関連政府部門間の政策調整面の懸念がある。関連通知は人民元建であれば中国人民銀行、外貨建であれば国家外貨管理局（またはその分局）が単独で公布するが、一方で外債や域外貸付の手続は（通貨が人民元建であっても）国家外貨管理局の見解を、財務公司による取り扱いは銀行業監督管理委員会の見解を確認する必要がある。ただ現実的には、

⁵ 中国人民銀行「多国籍企業グループのクロスボーダー人民元資金集中運営管理業務展開に関する通知」（銀発〔2014〕324号：2014年11月1日付）。銀総部発〔2014〕22号との比較を含む詳細は三菱東京UFJ銀行（中国）有限公司発行の実務・制度ニュースレター（<http://www.bk.mufg.jp/report/chi200403/314110501.pdf>）をご参照ください。

⁶ 国家外貨管理局「多国籍企業外貨資金集中運営管理規定（試行）」（匯発〔2014〕23号：2014年4月18日付）。上海匯発〔2014〕26号との比較を含む詳細は三菱東京UFJ銀行（中国）有限公司発行の実務・制度ニュースレター（<http://www.bk.mufg.jp/report/chi200403/314043001.pdf>）をご参照ください。

こうした関連部門の見解と通達公布部門の見解と整合していないケースや、そもそも関連部門から明確な見解が示されないケースが数多く見られる。

最後に税務面のリスクがある。仮にスキーム稼動に至ったとしても、関連会社間のサービスフィー設定、為替リスクや資金コストの負担方法等について税務当局のチャレンジも予想され、これに対しても適正なロジックを準備しておかねばならない。

ウ) 内部管理体制の確立

上記の課題がクリアできたとしても、実際にスキームを運営していくに当たっては、(導入するスキームにより必要となる準備は異なるが) 幹事企業とグループ企業間のプーリングシステムの確立、売掛・買掛明細の管理、取引エビデンス管理、ネットィングシステムの構築など、相応の事前準備が必要になる。

(3) 自由貿易口座

①制度の概要

2014年5月に人民銀行上海総部が公布した「銀総部発〔2014〕46号⁷」により自貿試験区における自由貿易口座(FT口座ともいわれる)の取り扱いが規定された。

自由貿易口座の種類としては「区内機構自由貿易口座(FTE)」「域外機構自由貿易口座(FTN)」「同業機構自由貿易口座(FTU)」「区内個人自由貿易口座(FTI)」「区内域外個人自由貿易口座(FTF)」の5種類が規定されているが、いずれも従来の口座とは別の決済システムで管理される。また自由貿易口座と域外との資金移動は原則自由とされ、加えて「自由貿易口座内資金の残高は暫定的に現行外債管理に算入しない」とされている。たとえば自貿試験区企業が開設する「区内機構自由貿易口座(FTE)」を例にとると、理論上は外債限度額に制限されることなく、オフショアから自由な資金調達が可能となる。一方で中国一般地域との資金移動についてはクロスボーダー扱いとなり、銀行による実需確認が必要となる。

通知の公布時には、当面人民元建の口座の開設のみが可能であり、半年後に時期を見て外貨建口座も解禁することが規定されていた。

【図表4】 銀総部発〔2014〕46号で規定されている自貿試験区企業の自由貿易口座の使用イメージ図



※当行が本件取り扱いを確約するものではありません。

⁷ 中国人民銀行上海総部「中国(上海)自由貿易試験区の分帳核算業務実施細則(試行)」(銀総部発〔2014〕46号: 2014年5月22日付)詳細は三菱東京UFJ銀行(中国)有限公司発行の実務・制度ニュースレター (<http://www.bk.mufg.jp/report/chi200403/314060403.pdf>) をご参照ください。

②足元の動向

各金融機関は自由貿易口座を取扱うには、従来の口座体系とは別途「分帳管理システム」というシステムを構築した上で人民銀行とのシステム接続を行う必要がある。このシステム構築・接続に関する人民銀行の要求が必ずしも明確でなく、各金融機関に対する要求も若干異なっている模様。結果として2014年12月末時点で自由貿易口座を取扱っているのは中資系銀行10行程度に限られている。また外貨の自由貿易口座業務も2014年12月末時点でいまだ稼働開始には至っていない。

3. まとめ

これまで見てきたように、資金集中運営管理のように自貿試験区で先行した改革が順次全国レベルに拡大しているようなプラスの材料が見られる一方で、実務運用面では様々な齟齬が発生している。よって現時点で新スキームへの挑戦を検討する際には、それらの改革の多くはまだ実質的に「試行段階」であるということ認識しておく必要がある。政府見解に右往左往しているうちに多くの時間と労力を費やしてしまうという事態は誰も出来れば避けたいものだが、現実的にはそれに近い状況が起こっている。

とはいえ、本格的に活用可能になった際の中国現法に対するプラス面でのインパクトは少なくないため、今後備えて最低限の情報収集を継続しておくことは望ましいだろう。

以上に見てきたように、自貿試験区の改革はすべてが理想どおりに進捗しているわけではないが、この1年で様々な政策が打ち出され、ともかくもかなりの速度感をもって前に進んで（少なくとも進もうとして）いる。

昨年末には、前回（2014年11月号）触れた自貿試験区のエリアの拡大について大きな動きがあった。すなわち2014年12月12日の国务院常务会议で広東省、天津市、福建省に「自由貿易園區」を設置する方針が示され、同月28日の全国人民代表大会常務委員会では上記3地域の自由貿易試験区の運用を来年3月に開始する旨が具体的なエリアの明示とともに発表された。また同じタイミングで、中国（上海）自由貿易試験区を浦東新区の陸家嘴金融貿易区と金橋経済技術開発区、張江高科技園區の3カ所を含むエリアに拡大する方針が発表された。

個別の新政策の実務運用をめぐっては今後も多くの試行錯誤を経験しなければならないだろうが、現体制が続く限りにおいてこの改革が後戻りする事はもはや無いであろう。渦中になるとなかなか変化が見えないものだが、自貿試験区としての試験期間である残り2年、そしてその後に控えている全国規模での改革期間を経て、5年後の2020年頃になって回顧したときには、やはりこの改革により中国は相当な変化があったと評価されることになるのではないだろうか。そしてその頃には、中国のビジネス環境は現状よりも格段に利便性、公平性、透明性、公正性などの面において別のステージに進化していることを、今後の改革進展への期待を込めて願いたい。果たしてそれが実現するだろうか。改革の正念場はまさにこれからである。

(本稿は筆者個人の考えを表したものであり、当行の立場を代表するものではありません)

(執筆者連絡先)

三菱東京UFJ銀行(中国)有限公司 トランザクションバンキング部

中国ビジネスソリューション室

E-mail: naoki_morita@cn.mufg.jp TEL: +86-(21)-68881666 (内線)4228



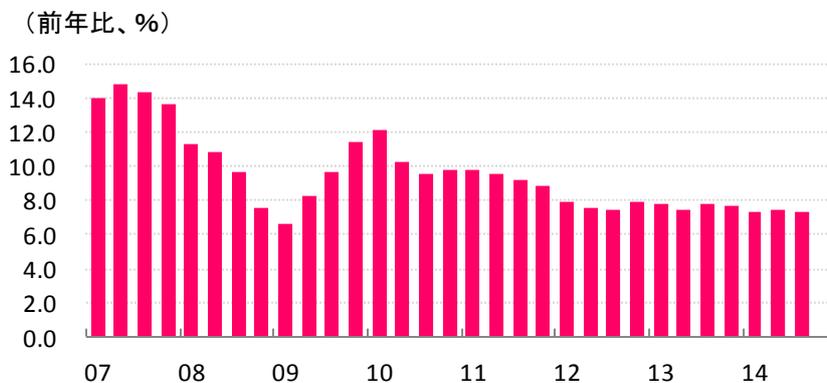
経済の「新常态」と雇用の安定

三菱UFJリサーチ&コンサルティング
調査部 研究員 野田麻里子

1. 成長率が鈍化しても安定していた雇用

2014年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+7.3%とリーマン・ショック後の2009年1-3月期の同+6.6%以来の低い水準に鈍化した(図表1)。しかし、中国政府は、少なくとも11月22日の利下げまでは、当時のような大規模な景気刺激策は取らず、的を絞った、あるいは範囲をある程度限定したテコ入れ策を講じるにとどめていた。この理由として経済の減速にもかかわらず雇用が安定していたことが指摘されている。

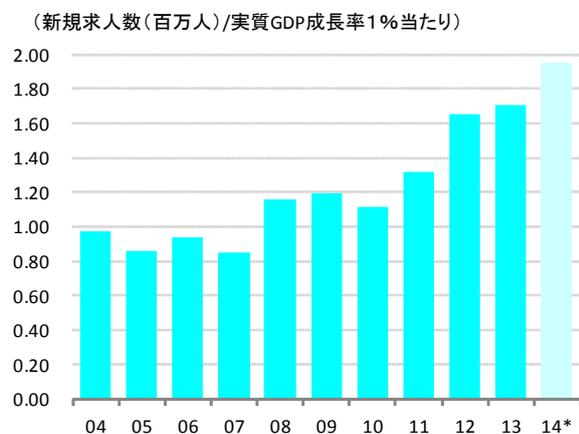
図表1. 中国の実質GDP成長率(四半期)の推移



(出所)CEIC

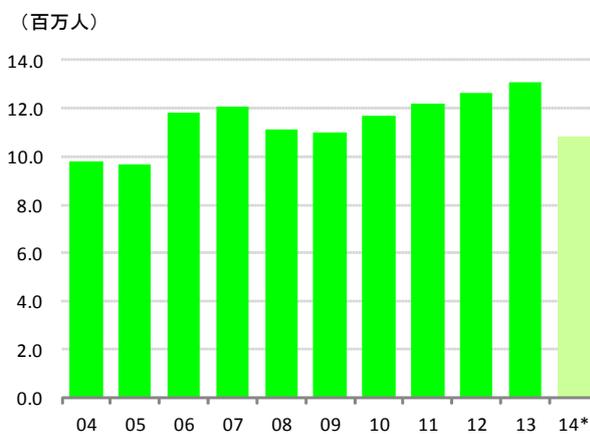
実際、実質GDP成長率1%当たりの都市部の新規雇用増加数でみた雇用の弾性値は、近年大幅に高まっており、2014年9月末時点の都市部の新規雇用増加数は1082万人とすでに年間目標の1000万人を達成している(図表2、3)。

図表2. 雇用弾性値の推移



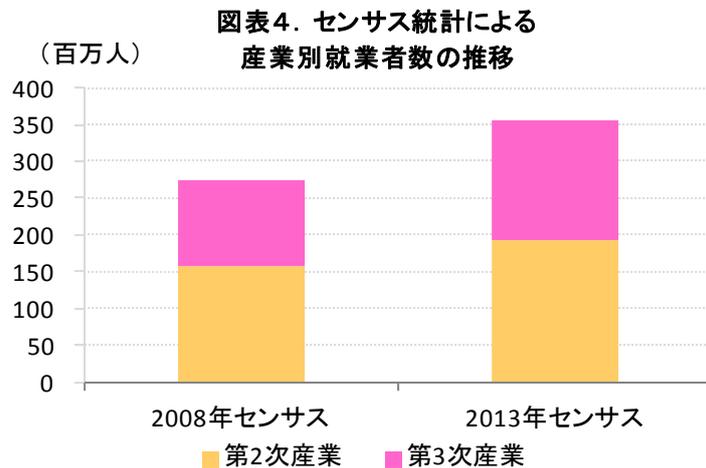
(出所)CEIC (注)2014年は1-9月期実績に基づく試算値。

図表3. 都市部新規雇用増加数の推移



(出所)CEIC (注)2014年は1-9月期実績値。

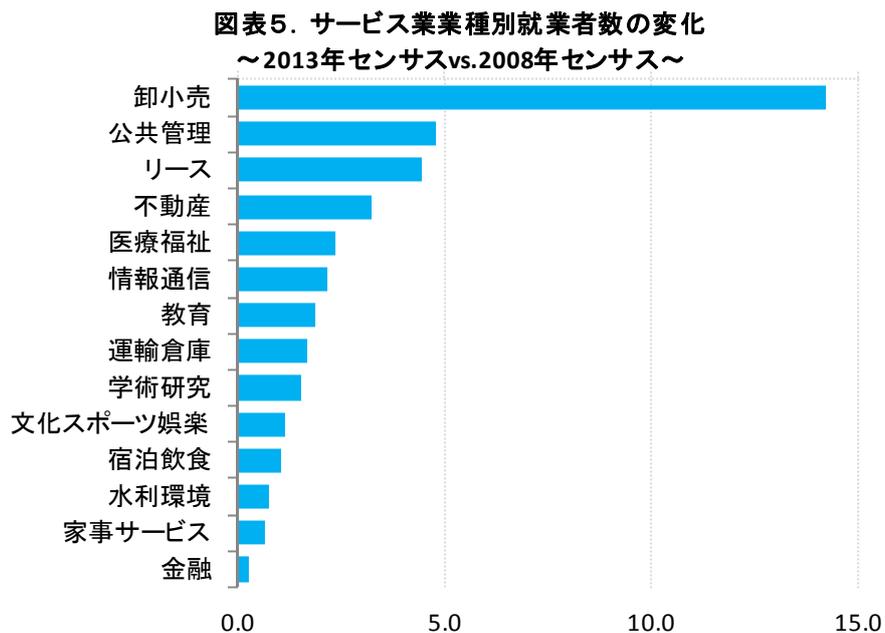
景気減速下でのこうした雇用の安定は経済のサービス化に支えられているとみられている。2014年12月16日に発表された第3回センサス(2013年)の結果によれば、全就業者数(除く第1次産業)は前回センサス(2008年末)の2億7312万人から3億5602万人に8290万人増加し、このうち約6割が第3次産業での増加分(4760万人)であった(図表4)。この結果、全就業者に占める第3次産業の割合は2008年末時点より3.5%ポイント拡大し、45.9%となった。



(出所) 中国国家统计局HP

2. 経済サービス化の実態

センサス統計によれば、経済(雇用)のサービス化の流れを牽引したのは卸小売業である。2008年から2013年にかけて卸小売業の就業者数は1423万人増加した(図表5)。これは同期間の第3次産業の雇用増加分の約3分の1に相当する。



(出所) 中国国家统计局HP

(百万人)

この結果、2013 年末時点で卸小売業の就業者数は 3314 万人、第 3 次産業の就業者全体に占める割合は 2008 年末の 16%から 20%に拡大した（図表 6）。

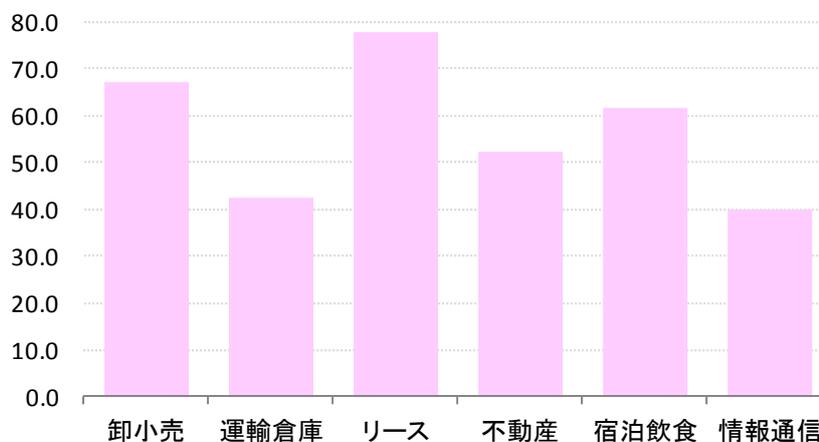
図表 6. 第3次産業業種別の就業者(2013年末)

	就業者数 (百万人)	第3次産業 全体に 占める シェア
第3次産業	163.4	100%
卸小売	33.1	20%
公共管理	27.1	17%
教育	19.1	12%
運輸倉庫	12.5	8%
リース	12.2	7%
医療福祉	9.2	6%
不動産	8.8	5%
宿泊飲食	6.9	4%
学術研究	6.0	4%
情報通信	5.4	3%
金融	5.1	3%
農林漁業向けサービス	3.9	2%
文化スポーツ娯楽	3.1	2%
水利環境	3.0	2%
家事サービス	2.7	2%
その他	5.3	3%

(出所) 中国国家统计局HP

なお、卸小売業の就業者のうちの 67.1%が資産 1000 万元未満、従業員数 80 人未満の小規模零細企業の就業者で占められている（図表 7）。この他リース業、宿泊飲食業などでも 6 割～7 割が小規模零細企業の雇用で占められており、雇用の安定はこれらの小規模零細サービス業によって支えられていると考えられる。

(シェア、%) 図表 7. 小規模零細企業の就業者割合



(出所) 中国国家统计局HP

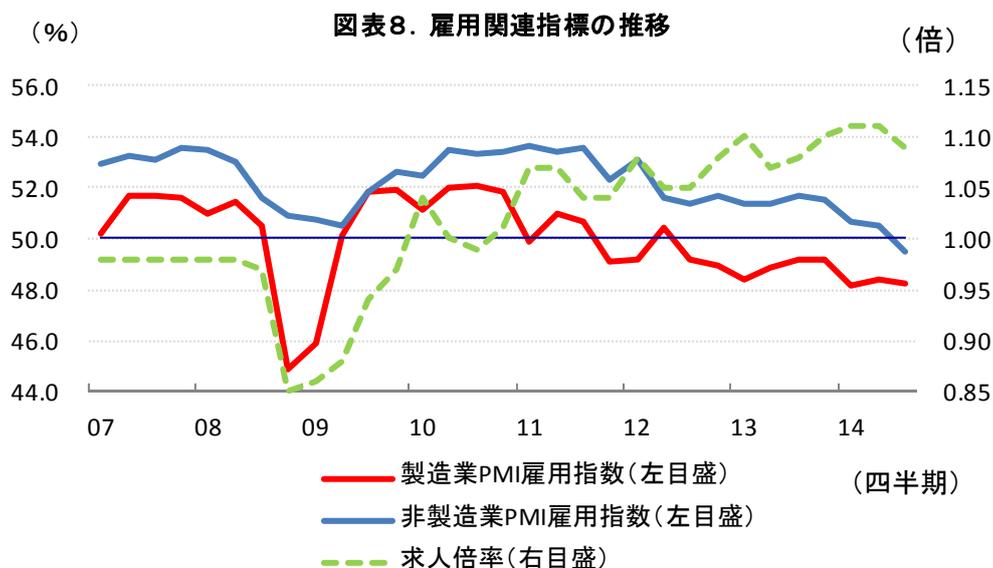
さらに図表6をみると、卸小売業に次いで就業者数が多いのが公共管理セクターである。これは政府機関の就業者、いわゆる公務員が大半を占めるセクターである。

また、2013年センサスでは従来、第3次産業以外に計上されていた農林漁業向けサービス（従来は第1次産業）、鉱業サポート（従来は第2次産業）、機械設備の補修（従来は第2次産業）の各セクターの雇用がいずれも第3次産業にカウントされている。

以上を勘案すると、経済のサービス化による雇用の安定とはいうものの、その実態は必ずしも磐石とはいえそうにない。

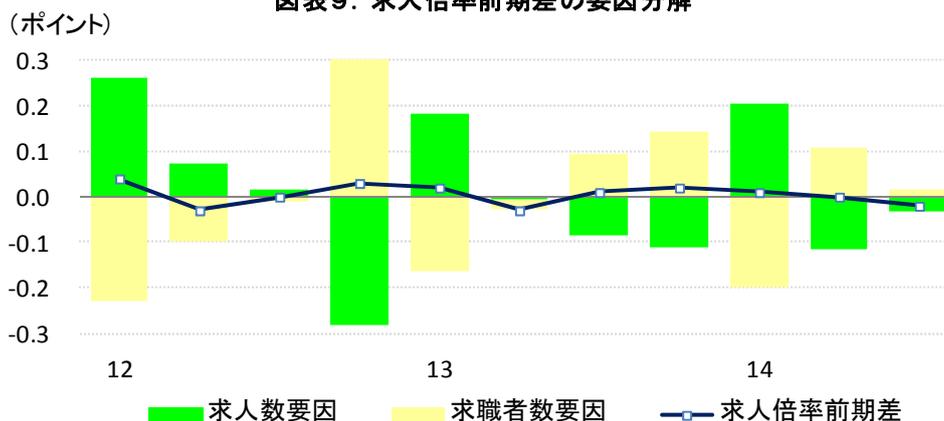
3. 足元、雇用状況にやや弱い動き

一方、足元の雇用状況にもやや弱い動きがみえる。製造業購買担当者指数（PMI）の構成指数である雇用指数は2012年6月以降2014年11月まで30ヵ月連続して「前月に比べて増加」と「前月に比べて減少」の分岐点である50を下回っており、製造業で雇用の減少が続いていることが示唆されている。それでも雇用が安定していたのはサービス業の雇用が拡大していたためだが、非製造業PMIの雇用指数も2014年7月以降50を下回っており、サービス業の雇用状況も徐々に厳しくなっている状況が示唆されている（図表8）。



他方、求職者数に対する求人数の割合を占める求人倍率（求人数÷求職者数）は依然として1倍を上回っており、雇用環境に問題はないようにみえる。ただし、これも詳細にみると求人倍率は2014年1-3月期1.11倍、4-6月期1.11倍と横ばいで推移した後、7-9月期には1.09倍にわずかに低下している。こうした求人倍率の変化の要因を求人数要因と求職者数要因に分けてみたところ、実際には4-6月期以降、求人数要因（求人数の減少）が求人倍率を悪化させる方向に変化していたことがわかる（次頁図表9）。

図表9. 求人倍率前期差の要因分解



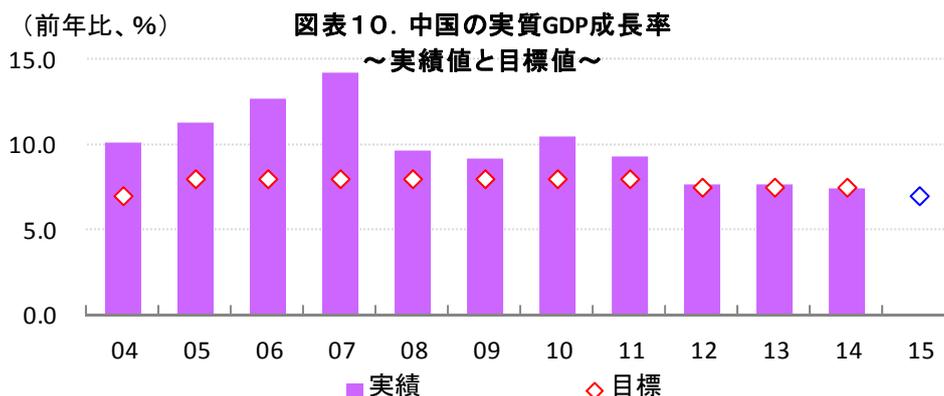
(注) 要因分解式は内閣府「今週の指標No.627」(2005年5月23日)を参照。
(出所) CEIC

4. 成長率目標の引き下げは改革遂行の決意表明に

2014年12月に開催された中央経済工作会議では2015年の経済運営の主要任務の第1として「経済の安定成長の維持」が掲げられた。「安定」とはすなわち雇用の確保と考えられる。そしてこの文脈から考えれば、中国政府が限定的な景気テコ入れというそれまでの方針を転換し、11月22日に利下げを実施したのは足元の雇用の状況の弱さが意識されたためと理解できる。

中国政府は、経済のサービス化による雇用の安定というシナリオが必ずしも磐石でないと見られる中で、引き続き過剰設備問題など4兆元の景気刺激策の負の遺産の処理も進めなくてはならない。2015年の成長率目標が7%前後に引き下げられるとすれば、それはそうした困難の中でも「改革ボーナス」の実現を目指して改革を進め、成長テンポは落ちてても質の良い「新常态」での成長を目指す決意と理解できるのではないだろうか。

図表10. 中国の実質GDP成長率



(出所) CEIC (注) 2014年実績は1-9月実績。2015年目標は見込み値。

(参考文献)

内閣府「今週の指標 No.627：有効求人倍率横ばいの背景と今後の動きについて」(2005年5月23日)

(執筆者連絡先) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング
E-mail: mariko.noda@murc.jp



中国不動産業界

三菱東京 UFJ 銀行 (中国)
企画部 企業調査チーム
調査役 米田 智宏

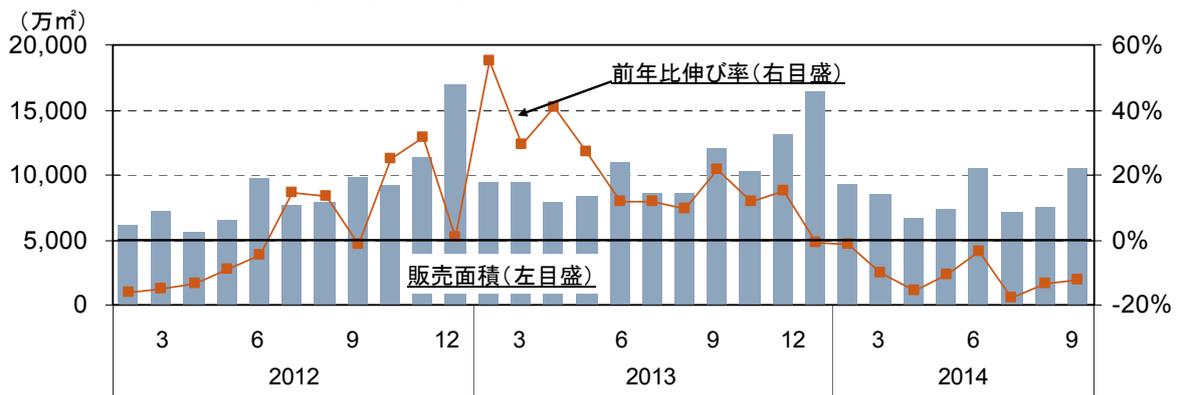
本稿では、中国の不動産業界について、中国全体の不動産価格トレンドと政策動向についてまとめたい。また、都市規模別・価格帯別動向および今後の見通しについて考察している。

1. 調整局面入りした不動産価格

中国の不動産市場が調整局面に入っている。住宅販売面積は2013年12月に前年比減少に転じ、足元は同二桁減で推移 (図表 1)。

中国の不動産開発は住宅が主体。国家统计局の不動産開発投資統計によれば、2013年の開発投資のうち68.5%が住宅で、残りは商業ビル13.9%、オフィスビル5.4%、その他12.2%の構成。このため本稿では住宅向け不動産の動向をみていく。

《 図表 1：中国国内の住宅販売面積推移 》

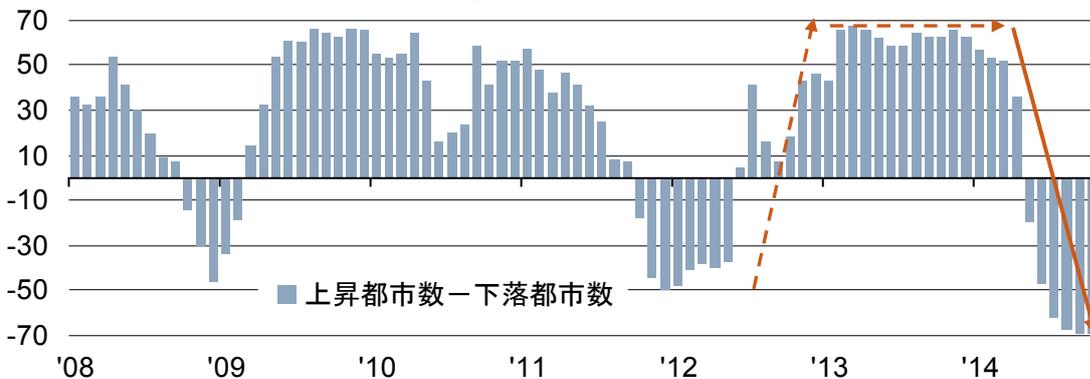


(注) 本統計では、春節休暇が含まれる1、2月は合算の販売面積のみが公表されている。

(資料) 各地方政府公表値をもとに BTMUC 企画部作成

新築住宅価格の動向をみると、2014年10月は主要70都市中69都市で前月比低下 (図表 2)。下落都市数は急速なピッチで増加しており、価格調整が急速に全国に広がっている様子が窺える。

《 図表 2：中国主要70都市の新築住宅価格動向 》



(注) 本グラフは、中国の主要70都市中、前月比で価格が上昇した都市の数から前月比で価格が下落した都市の数を引いたもの。

(資料) CEIC をもとに BTMUC 企画部作成

以下、これまでの中国不動産市場のトレンドと今後の見通しについて考察する。

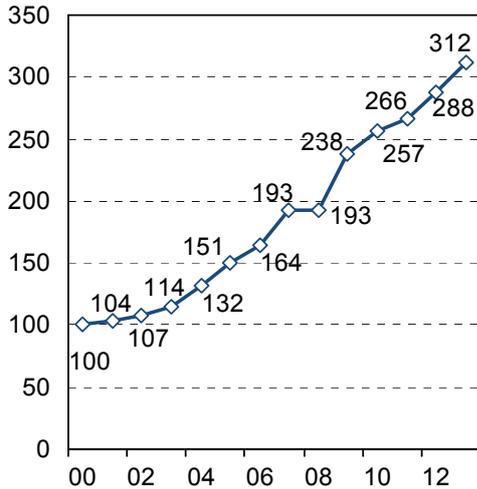
2. 近年の住宅価格のトレンド

(1) 中国で住宅価格が上昇する要因

中国の住宅価格は、2000年以降ほぼ一貫して上昇してきた（図表3）。

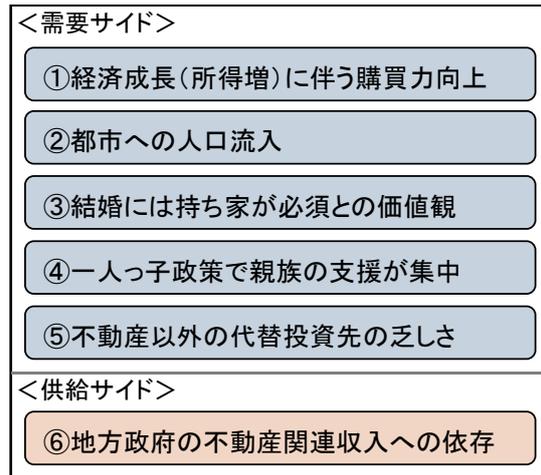
これは、経済の高成長に伴い国民の購買力が向上し続けてきたことに加え、社会慣習的にも価格が上昇しやすい要因が内在していたためと考えられる（図表4）。

《 図表 3：住宅価格推移（2000年＝100）》



(資料) CEIC をもとに BTMUC 企画部作成

《 図表 4：中国の住宅価格押し上げ要因 》



(資料) 各種資料をもとに BTMUC 企画部作成

以下、中国の住宅価格押し上げ要因を個別にみていく。

① 経済成長に伴う購買力向上

2000年代に入り中国は目覚ましい経済成長を遂げ、2013年の名目GDPは2000年の5.7倍に増加（図表5）。

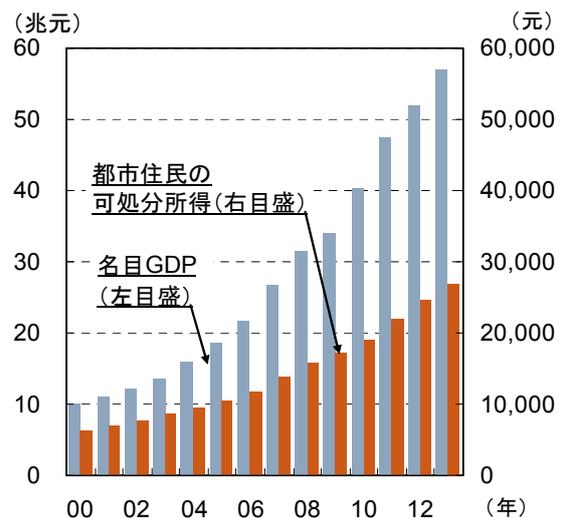
この間、都市住民の可処分所得も4.3倍に増加し、国民の購買力は著しく向上。

これに伴い持ち家購入層が増加し、住宅需要が拡大するなか、住宅価格も一貫して上昇を続けてきた。

② 都市への人口流入

経済成長の過程で、高所得を求めて農村部から上海、北京等の大都市をはじめとする都市部に人々が流入してきたことも、都市部における住宅の需要増・価格上昇に繋がっている。

《 図表 5：中国都市住民の年間可処分所得推移》



(資料) 国家統計局資料をもとに BTMUC 企画部作成

③結婚には持ち家が必要との価値観

中国では、持ち家が個人の経済力を示す重要な尺度となっているため、結婚するには持ち家が必要との価値観が根強く、このことが結婚適齢期の年齢層による住宅購入意欲の高さに繋がっている。

④一人っ子政策で親族の支援が集中

一人っ子政策の影響から、住宅購入者に対して両親をはじめとする親族の支援が集中しやすく、比較的若年層でも購買力が高いと言われている。

⑤不動産以外の代替投資先の乏しさ

現在、中国は規制金利下で銀行の普通預金金利が0.35%にとどまるのに対し、ここ数年は年率2%程度のインフレが続いている。また、年金等社会保障制度の整備が十分ではないことから、将来に備えた効果的な資産運用のニーズが強い。

しかし、株式は価格の変動幅が大きいうえ、過去に暴落を経験していることから投資に二の足を踏む個人は多く、また、社債等債券への投資は低リターンであることから、価格上昇が期待される不動産が投資対象に選ばれてきた。

⑥地方政府の不動産関連収入への依存

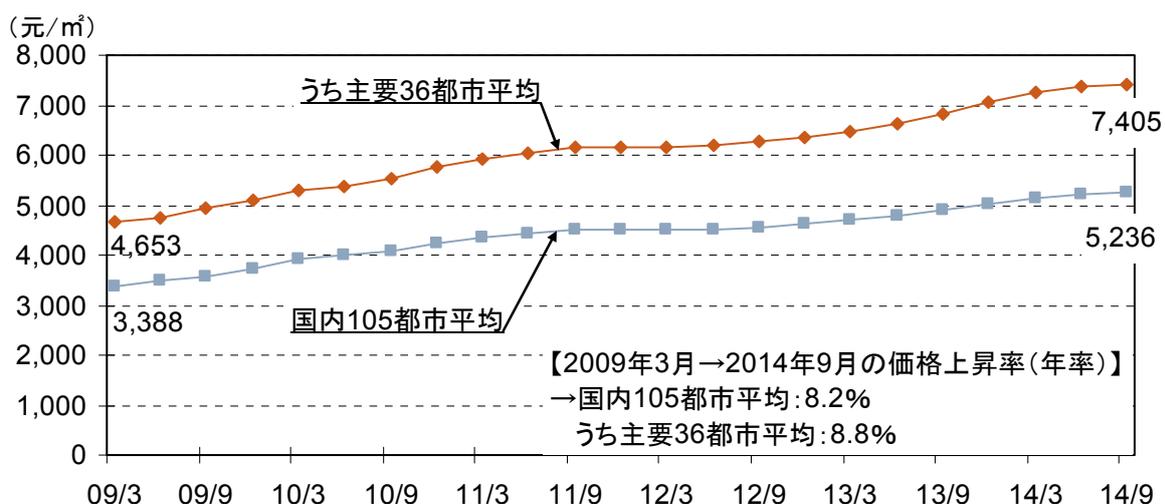
供給面に目を転じると、中国では土地の所有は認められておらず、土地所有権の譲渡という形で不動産が売買されている。

土地所有権は、まず入札等を通じて地方政府からデベロッパーに譲渡され、その後完成物件の分譲を通じて個々の購入者に移転される。

土地所有権の譲渡収入は地方政府の税外収入として計上される。譲渡収入に不動産契約税等の税収入を含めた不動産関連収入は、地方政府にとって主要な財源になっており、依存度も上昇傾向にある。

地方政府としては、土地所有権をより高値で譲渡することが自らの収入増に繋がるため、譲渡価格(=地価)を引き上げたいとの思惑が強く、結果的に土地所有権の価格は上昇(図表6)、それを受けて住宅価格も上昇を続けてきた。

《図表6：土地所有権価格の推移》

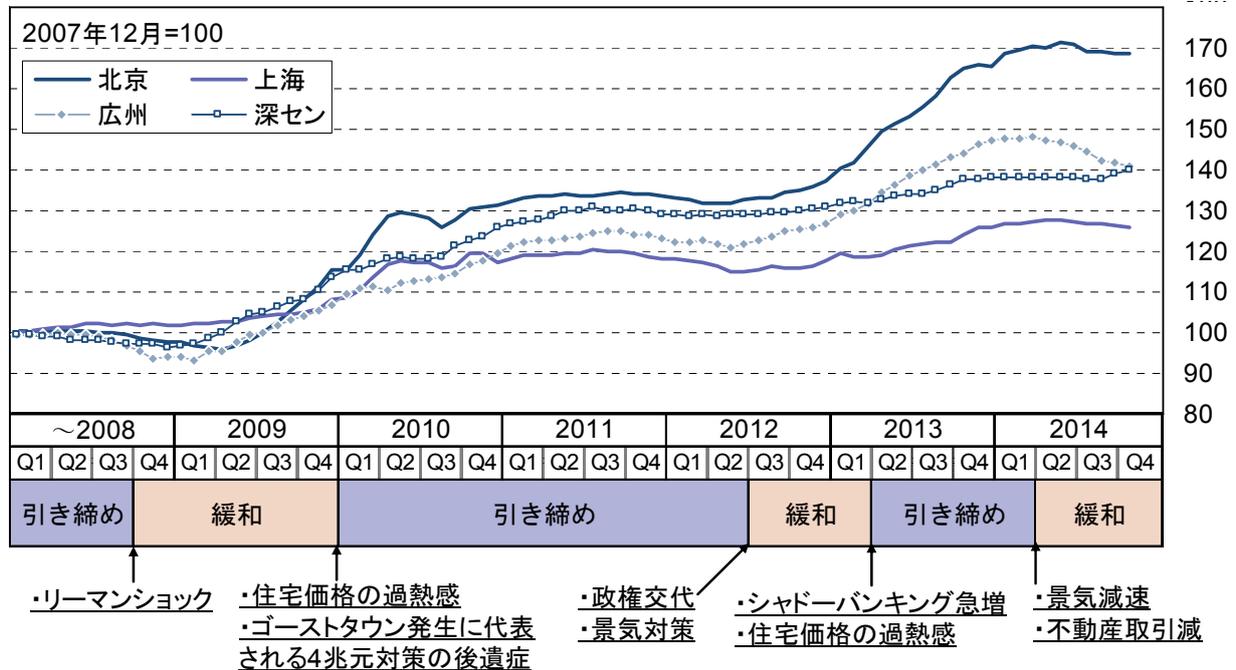


(資料) 国家統計局資料をもとに BTMUC 企画部作成

(2) 近年の政策と価格動向

不動産関連政策の推移をみると、ここ数年は、住宅価格の動向を睨みつつ、需要増加を目的とした緩和策と信用膨張抑制を企図した引き締め策が交互に実施されている（図表7）。

《 図表7：近年の不動産取引規制・緩和の変遷と四大都市の新築住宅価格動向 》



(資料) 中国指数研究院資料、報道等をもとにBTMUC企画部作成

①2010年～2012年前半（住宅価格の一服）

当時の温家宝首相は、リーマンショック後の不動産規制緩和および4兆元の景気対策がもたらした信用膨張を抑制するため、銀行の不動産関連業種宛融資を厳しく制限。また、高額不動産の売買を規制したほか、2軒目以降の住宅購入や都市戸籍非保有者の購入を制限する限购令の施行、課税強化等の政策を実施（図表8）。

加えて、新たな不動産開発も厳しく制限したことにより不動産の供給量が減少し、住宅取引も減少した結果、住宅価格の上昇は一服した。

《 図表8：近年の不動産取引規制と緩和 》

時期	規制	内容
2008/10	緩和	不動産取得税率、住宅ローン金利・頭金比率の引き下げ（「住宅新政（市場活性化策）」）
2008/12	景気対策	総額4兆元の公共投資を開始（～2010年）
2010/1	引き締め	2軒目の住宅購入を制限（「国十一条」）
2010/9		全国で3軒目以降の住宅ローンの提供を禁止。個人単位ではなく世帯単位で実施
2011/1		戸籍の有無や非居住者の別に住宅購入を規制（「限购令」、最終的には46都市で実施）。上海と重慶で房産税（固定資産税）を導入。（「新国八条」）
2011/3		各都市が住宅価格目標を発表（「限価令」）
2013/3	緩和	売却益への課税、住宅ローン金利・頭金比率の引き上げ（「新国五条」）
2014/5		中国人民銀行が、住宅ローンの審査短期化、金利・頭金の優遇等を各金融機関に指示
2014/6		フフホト市を皮切りに各都市が「限购令」を順次緩和
2014/9		中国人民銀行が2軒目・3軒目購入時の住宅ローンの貸付基準を緩和

(資料) 報道等をもとにBTMUC企画部作成

②2012 年後半～2013 年（住宅価格の再上昇）

続く習近平政権は、ある程度自由な不動産売買取引を容認し、実需を反映した価格での売買を可能にした。これにより、従来から不動産購入意欲があった人々の取引が増加し、住宅価格は上昇。

加えて、不動産開発に対する制限も緩和したことにより供給が増加し、住宅取引は回復に向かった。

さらに、理財商品、信託商品等の運用商品販売を通じて資金を調達するシャドーバンキングがこの頃より台頭、当該資金の一部が不動産開発、インフラ建設に流入したことも価格の上昇に拍車をかけた（図表 9）。

③2014 年（調整局面入り）

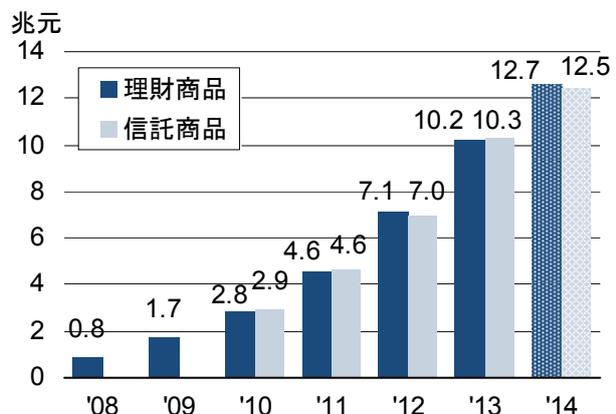
不動産投資の過熱を防ぐため、金融当局は再度不動産融資の引き締めを図り、2013 年～2014 年初にかけて銀行に金利・頭金引上げや貸付基準の厳格化を通じた不動産貸出の抑制を指導、個人の住宅ローン借入も以前に比べ困難になった。

また、シャドーバンキングに対しても、禁止こそしないものの、統制・監視を強化する方向に転じた。

こうした金融面での引き締めや経済成長率の鈍化に加え、過剰供給を背景とした住宅価格の値下がり観測の高まりにより、2013 年末頃より投資目的の購入を中心に不動産取引が減少している。

足元、各地方都市は次々に限购令の適用基準を緩和、銀行の住宅ローン貸出スタンスも軟化している模様。しかし、こうした環境変化に伴う販売増の効果が顕在化するには、暫く時間を要するとみられる。

《図表 9：理財商品・信託商品の残高推移》



- (注) 1. 2014 年の残高は 6 月末時点。
2. 2009 年以前の信託商品残高は不明。
3. 理財商品で集められた資金が信託商品の購入に充てられるなど、両者は一部重複する。
- (資料) 中国社会科学院世界経済政治研究所資料、報道、CEIC 等をもとに BTMUC 企画部作成

3. 都市規模別・価格帯別動向

(1) 都市規模別の差異

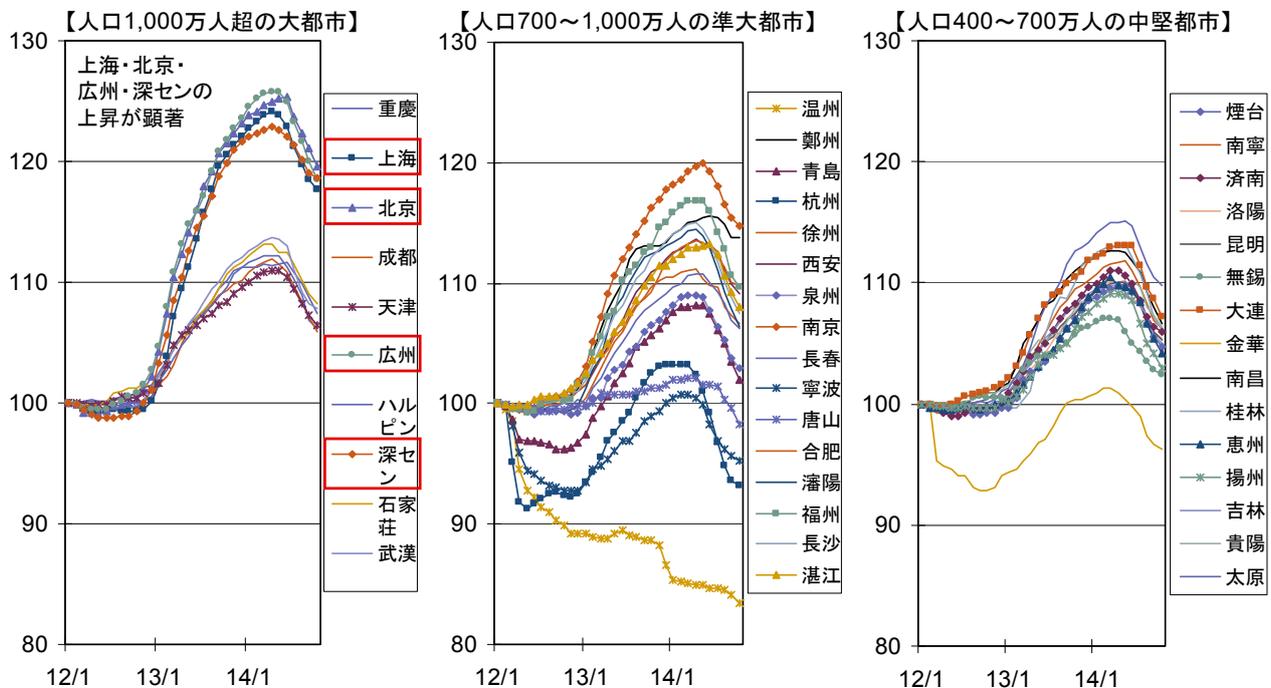
① 価格トレンド

足元ではほぼ全ての都市で住宅価格が下落しているが、2012年以降のトレンドは規模別に異なる。

具体的には、人口1,000万人超の大都市については、北京、上海、広州および深圳では根強い実需を背景に大幅に価格が上昇してきたが、その他の都市では上昇は緩やか(図表10左)。また、無錫、大連等人口400~700万人の中堅都市でも、価格上昇は総じて緩やかで、各都市とも概ね同様のトレンド(図表10右)。

他方、人口700~1,000万人の準大都市では、都市毎にばらつきがみられる。これは、大都市より安く用地を取得できる一方で中堅都市より強い需要が見込める準大都市では、供給と需要のアンバランスが生じやすい結果、一部の都市では価格がさほど上昇しないうちに下落に転じたためと推測される(図表10中央)。

《 図表10：都市規模別の新築住宅価格トレンド(2012年1月=100) 》



(注) 1. マーカーを付しているのは沿岸部の都市で、マーカーを付していないのが内陸部の都市。

2. 本表に掲載した都市は判明限りで、順序は常住人口順。

(資料) 国家統計局資料をもとに BTMUC 企画部作成

② 在庫トレンド

在庫水準は、この数ヵ月間に多くの都市で2012年以降のピークに達した後、足元では低下傾向にあるものの、依然高い模様。

ただし、大都市は本来の需要の強さを背景に、中堅都市は本来の供給の少なさを背景に、在庫水準の変動幅は総じて安定しており、足元の在庫水準も概ね12~18ヵ月程度。

これに対し、準大都市では、ピークアウトの傾向こそみられるものの、大宗の都市で在庫水準は総じて20ヵ月前後と高い。このことから、準大都市における需給コントロールの難しさ、依然強い供給過剰感が窺える。

(2) 価格帯別の差異

中～低価格物件は、自己居住用の根強い実需に支えられ比較的堅調。これに対し、投資目的の購入が多い高価格物件は、景気の先行き不透明感に加え、限购令による購入制限、浪費の禁止等を定め公務員の腐敗撲滅を図った儉約令に伴う公務員の売却・買い控え等から軟調である模様。

足元では限购令の適用基準緩和がみられるが、高価格物件の多い沿岸部の大都市は限购令を維持する構え。政府による住宅ローンの貸付基準緩和も、中～低価格物件については需要喚起の効果が大きいとみられるが、手元資金で購入されることが一般的な高価格物件については効果は限定的とみられる。

こうしたなか、北京・上海は、富裕層が多いため自己居住用の高価格物件の実需が強く、足元の販売を牽引している。

現在の販売環境の良し悪しを纏めると、中小都市より大都市の方が、高価格物件より中～低価格物件の方が、相対的にはあるが良好と言える（図表 11）。

《図表 11：大都市と中小都市、高価格物件と中～低価格物件別の販売環境（北京・上海除く）》

		高価格物件		中～低価格物件
大都市		△一部の大都市で限购令が残存		△一部の大都市で限购令が残存
		△住宅ローン緩和の影響は僅少		○住宅ローン緩和の効果が大きい
		×儉約令で監視対象に		○儉約令の影響は大きくない
		×投資目的が多く実需が伴い難い		○居住用が目的なので実需はある
		○住民の購買力は相対的に強い		○住民の購買力は相対的に強い
		○市場が大きく需給が比較的安定		○市場が大きく需給が比較的安定
中小都市		○限购令は緩和		○限购令は緩和
		△住宅ローン緩和の影響は僅少		○住宅ローン緩和の効果が大きい
		×儉約令で監視対象に		○儉約令の影響は大きくない
		×投資目的が多く実需が伴い難い		○居住用が目的なので実需はある
		×住民の購買力は相対的に弱い		×住民の購買力は相対的に弱い
		×市場が小さく需給が崩れやすい		×市場が小さく需給が崩れやすい

(資料) 各種資料、ヒアリング等をもとに BTMUC 企画部作成

4. 今後の見通し

(1) 住宅価格の暴落懸念は僅少

今後も、金融機関の貸出内容およびシャドーバンキングに対する厳しい監視は続く見込みであり、不動産開発に投じられる資金の伸びは鈍化が続こう。

足元で見られる限购令の緩和や住宅ローンの貸付基準緩和を受け、今後の住宅販売は徐々に回復に向かう見込み。ただし、積み上がった在庫の調整過程において一定の価格下落は不可避であり、局的には、資金繰りに窮したデベロッパーの在庫投げ売りに伴う大幅下落の可能性も否定できない。

ただし、当面は7%前後の実質 GDP 成長率が維持されるとの前提に立つ限り、以下の要因により住宅価格が広範囲で暴落する懸念は大きくないと考えられる。

i) 不動産関連収入が地方政府の主要収入源であること

- ✓ 地方政府では、債務償還原資の多くを土地譲渡収入に頼っているため、地方政府の側から見れば地価の大幅な下落は避けたいものと考えられる。
- ✓ このため、地方政府が、土地使用権の譲渡に際し最低入札価格を設けたり、譲渡する土地の面積を抑制する等の方法で地価の維持を図る可能性がある。
- ✓ 住宅価格は地価にデベロッパーのコストと利潤を加えて定まるため、地価が維持される限りは住宅価格は下方硬直性を持つことになる。

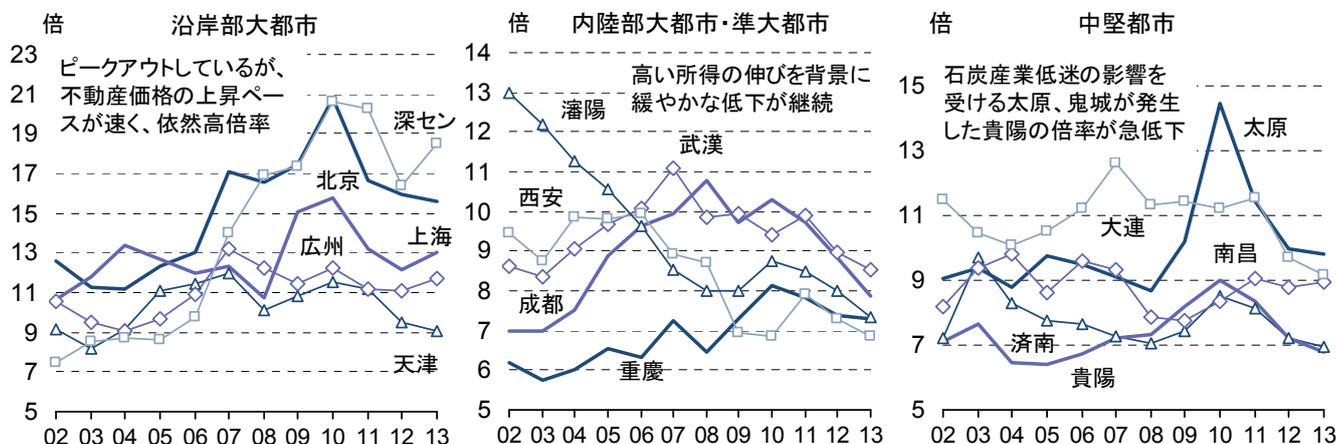
ii) 家計の債務レバレッジの低さ

- ✓ 中国では、本来自宅を自己資金で購入する傾向が強いうえ、住宅購入時に1軒目は30%、2軒目は最低60%と多額の頭金が求められるため、住宅ローン利用率が20%台半ばと日本(60~70%)に比して低い。
- ✓ こうした債務レバレッジの低さから、住宅ローンの返済に行き詰まって住宅を投げ売りする事例は少ないと考えられる。

iii) 経済成長や根強い実需

- ✓ 減速しつつあるとは言え未だ高い経済成長が続いていることに加え、大都市では依然根強い需要が存在している。
- ✓ また、近年の住宅価格/所得倍率をみると、沿岸部大都市こそ高止まりしているものの、内陸部大都市、準大都市、中堅都市では、所得の伸びが住宅価格の上昇率を上回っており、割高感は徐々に解消されつつある(図表12)。

《図表 12：都市規模別住宅価格/所得倍率の推移》



(注) (住宅価格(元/㎡) × 標準的な住宅の広さ 100 ㎡) / (1人あたり可処分所得 × 2011年の主要35都市の世帯平均人数 2.84人)

(資料) CEIC より BTMUC 企画部作成

(2) 価格下落は在庫減少が明らかとなるまで続く見通し

住宅価格が広範囲で急落する可能性は低いものの、過剰在庫が解消するまでは、緩やかな価格下落局面が続く公算が大きい。

過去の調整局面をみると、調整期間に入って数ヵ月後に在庫水準がピークを迎え、その後6ヵ月程度で在庫水準の低下により価格も底打ちしている(図表13)。

今回も在庫水準は峠を越えたものの、過去の調整期より経済成長率が鈍化しているうえ、現政権が大型景気刺激策に踏み切るとは考え難いことに鑑みると、今後の在庫減少ペースは過去より緩やかとなり、価格の底打ちまで更に6ヵ月~1年程度掛かる可能性がある。

《 図表 13 : 過去の調整局面と現在の調整局面の比較 》

	リーマン ショック時	欧州債務 危機時	今回の 調整局面
時期	08/8~09/7	11/10~13/1	14/5~
調整期間	12ヵ月	14ヵ月	(14/10現在) 6ヵ月
価格底打ちまでの期間	7ヵ月	8ヵ月	(14/10現在) 6ヵ月
価格下落率	▲2.9%	▲1.5%	(14/10現在)▲4.5%
調整開始時の在庫水準	16.9ヵ月	17.8ヵ月	17.3ヵ月
ピーク時の在庫水準	21.8ヵ月	21.3ヵ月	20.0ヵ月
調整終了時の在庫水準	7.0ヵ月	10.9ヵ月	(14/9現在)19.2ヵ月
(参考)名目GDP成長率	18.1%(09年)	9.8%(12年)	8.5%(14Q3)



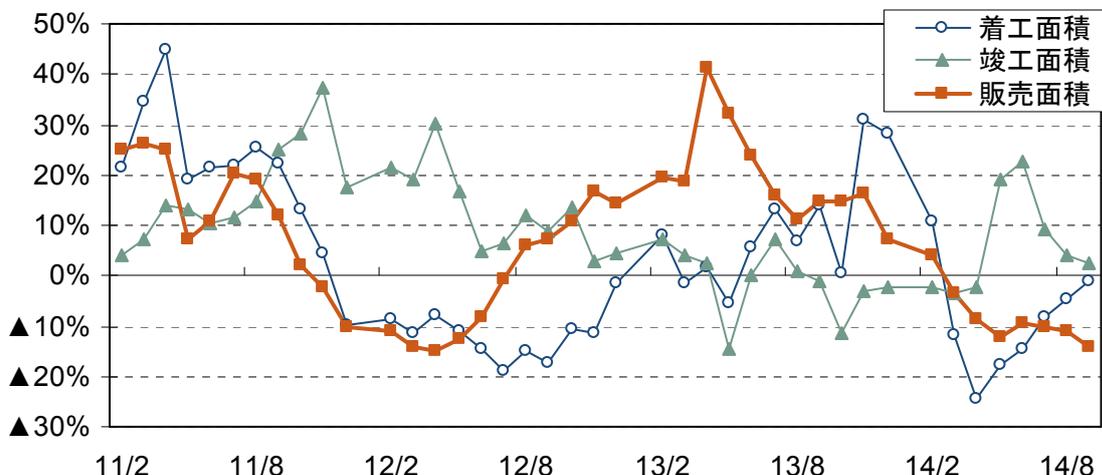
(注) 1. 調整期間と価格下落率は主要70都市の新築不動産価格指数を単純平均し算出。実際に調整局面入りした時期は都市毎に前後し、調整期間や価格下落幅にも差が有る。

2. 在庫水準は、連続したデータが取得できた7都市(北京、上海、深圳、武漢、南京、杭州、青島)の合算。

(資料) CEIC、CREIS等をもとにBTMUC企画部作成

なお、住宅価格に6ヵ月前後先行するとされる販売面積には未だ回復の兆しがみられない(図表14)。しかし、着工面積が年初来減少していることを受けて竣工面積の伸びは足元急速に低下しており、今後数ヵ月間で供給量は抑制に向かおう。

《 図表 14 : 住宅の着工面積・竣工面積・販売面積の前年比伸び率推移(全国) 》



(注) 3ヵ月平均の伸び率。ただし春節休暇が含まれる1、2月は合算の数値しか公表されないことから合算値を使用。例えば4月は1、2月合計、3月、4月の平均。

(資料) 各地方政府公表値、CEICをもとにBTMUC企画部作成

5. 結論

中国の住宅価格は、経済成長や都市の人口増、地方政府の不動産収入への依存等を背景に、2000年以降はほぼ一貫して上昇してきたが、現在は全国的な調整局面に入っている。住宅販売面積は2013年末に前年比減少に転じ、足元は同二桁減で推移。新築住宅価格も2014年10月は主要70都市中69都市で前月比低下。

都市規模別に価格と在庫の動向をみると、特に供給過剰感が大きいのは人口700～1,000万人の準大都市。準大都市は供給と需要のアンバランスが生じやすい結果、一部の都市では住宅価格が大幅に下落。また、準大都市は足元の在庫水準も大都市、中堅都市に比べると総じて高い。

価格帯別の住宅販売動向をみると、中～低価格物件が自己居住用の実需に支えられ比較的堅調であるのに対し、投資目的の購入が多い高価格物件の販売は、富裕層が多い北京と上海を除けば軟調。

近年、政府は需要増加を目的とした規制緩和策と信用膨張抑制を企図した引き締め策を交互に実施。現在、政府は住宅購入制限緩和、住宅ローンの貸付基準緩和等の施策を打ち出しているが、その効果が顕在化するには暫く時間を要するとみられる。

今後、高水準の在庫が解消される過程で一定の住宅価格下落は不可避だが、地方政府の不動産関連収入への依存、家計の債務レバレッジの低さ、減速しつつあるとは言え未だ高い経済成長率等に鑑みれば、住宅価格が広範囲で暴落する懸念は小さい。

もっとも、過去の調整期より経済成長率が鈍化していることや、現政権が大型景気刺激策に踏み切るとは考え難いことに鑑みると、今後の在庫減少ペースは過去より緩やかとなり、価格の底打ちまで更に6ヵ月～1年程度掛かる可能性がある。

今後の在庫調整過程においては、一部の地域で住宅価格の急落やデベロッパーの倒産といった事態が起こり得る点に留意が必要。

(執筆者連絡先)

三菱東京UFJ銀行(中国) 企画部企業調査チーム 調査役 米田 智宏

TEL: 86-21-6888-1666 内線 5050 Email: tomohiro_yoneda@cn.mufg.jp

住所: 上海市浦東新区陸家嘴環路1233号匯亜大厦22楼 FAX: 86-21-6888-1665



人民元 景気減速懸念を背景に元高は緩やかに留まろう

三菱東京UFJ銀行
市場企画部 市場ソリューション室
グローバルマーケットリサーチ
アナリスト 関谷 菜摘

本レポートは、三菱東京UFJ銀行作成の「FX Monthly」（2014年12月26日号）の一部を転載したものです。

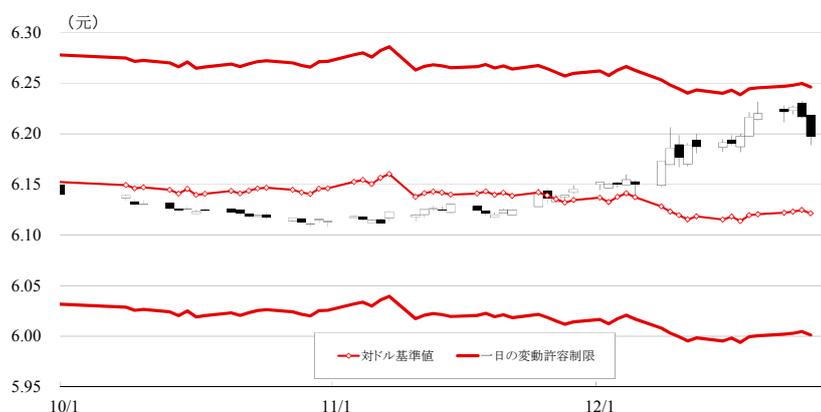
サマリー

12月の人民元は軟調に推移し、約半年ぶりの水準まで下落した。輸入の減少を背景とした貿易黒字の拡大や資金流入が見込める直接投資を背景に元高基調が続くとの見通しは維持する。ただ、景気減速懸念が強まるなか、当局は急激な元高を望まないと思われることから、緩やかな元高に留まる見込みであり、レンジを元安方向に修正した。

12月のレビュー

12月の人民元は軟調に推移した。初旬こそ6.14を割り込むなど堅調に推移したが、8日以降は下落する展開となった。原油安を背景に在庫を大きく積み増す輸入業者によるドル買いが優勢であったほか、米雇用統計後のドル高や、冴えない結果となった貿易統計が嫌気されて元買いポジションに調整が入ったことも、人民元を下押ししたようだ。6.20台前半では国有銀行と見られる元買いを受けて下げ渋ったが、FOMC後にドル高が進むなか、中国人民銀行（以下、PBOC）が対ドル基準値を元安水準へ設定したことを受けて元売りが強まり、6月下旬以来の安値水準となる6.23台前半を示現した。もっとも同水準では底堅く一時は6.18台後半まで反発。本稿執筆時点では6.20挟みの推移となっている（第1図）。

第1図：人民元相場の推移



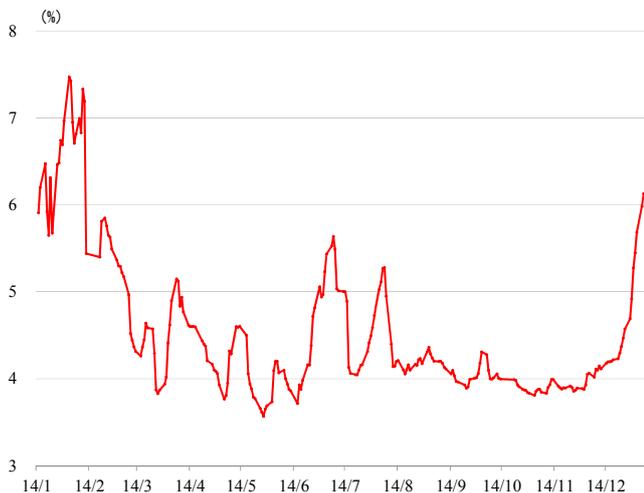
(資料) Reuters、Bloomberg より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

短期金利の上昇

また、短期金融市場では金利がじわりと上昇した。Shibor1ヶ月物も上昇傾向にあるほか、18日には、7日物レポ取引で8.5%の出合いがあった（第2、3図）。12月は税金の支払い等の季節要

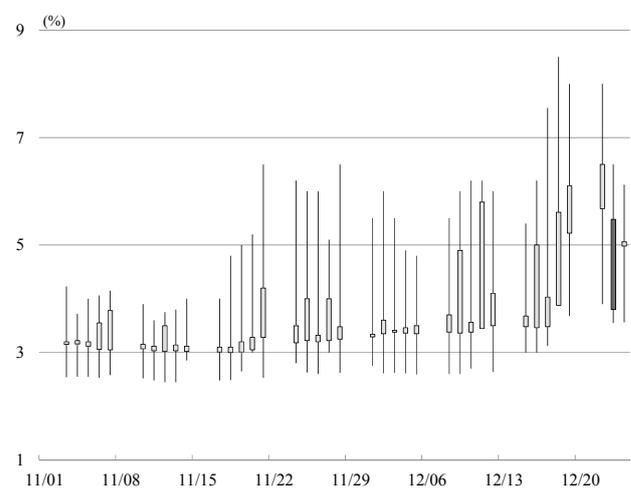
因により、そもそも金利が上昇しやすい。加えて、足元で盛り上がりを見せている新規株式公開（IPO）に絡む資金調達（募集対象に機関投資家が応募する場合、申込金の全額預け入れが義務付けられている）が活発化したことも金利の上昇要因となった。

第2図:Shibor1ヶ月物推移



(資料)Reutersより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第3図:7日物レポ金利推移



(資料)Reutersより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

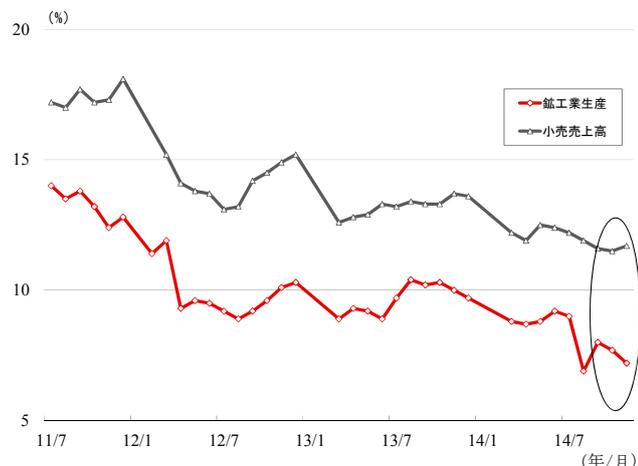
8日に中国証券登記決算(以下、CSDC)が発表した債券レポ取引の規制強化も影響したようだ。CSDCは「AAA」より低い格付けの債券、または「AA」より低い格付けの発行体が起債した債券のレポ取引を新たに受け入れることを中止すると発表した。これにより約5000億元の社債が担保不適格になると報じられ、金融引き締めを想起させたことから、9日の上海主要株価指数の下押し要因にもなった。

ただ、季節要因等もあり12月の短期金利は上昇したものの、昨年同時期と比べると金利の上昇は抑制されている。一部報道ではPBOCによる流動性供給の実施が報じられているが、実施されたとすればPBOCに金融引き締めの意図はないと言えよう。むしろ、社債市場の価格形成適正化を狙った資本市場改革との前向きな見方もできるため、株式相場はその後落ち着きを取り戻している。

冴えない11月の経済指標

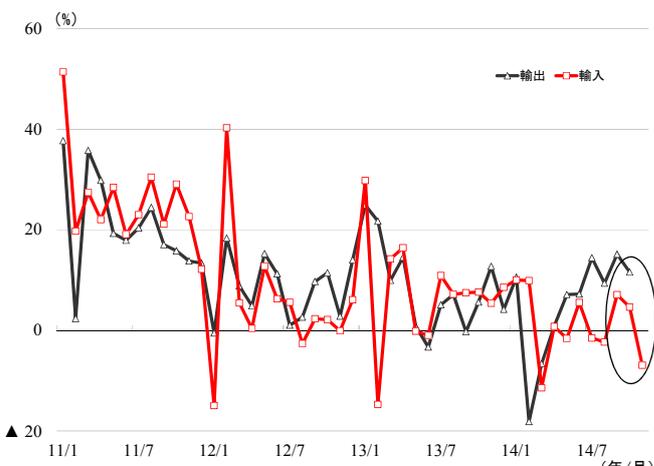
11月の経済指標は概ね冴えないものとなった。小売売上高(前年比+11.7%)は、10月(同+11.5%)からやや持ち直したものの、鉱工業生産(前年比+7.7%→+7.2%)は鈍化が続いた(第4図)。貿易統計では、輸入(前年比▲6.7%)が一般貿易(国内の販売・消費のための貿易)の落ち込み(前年比▲3.7%→▲9.3%)を主因に予想外の減少となった他、これまで堅調を維持していた輸出(同+4.7%)も市場予想(同+6.7%)を下回った(第5図)。また、内需の冷え込みを受けて、消費者物価指数(前年比+1.4%)も10月(同+1.6%)から更に低下。特に食品を除く上昇率が前年度+1.0%と5ヶ月連続の低下となった。

第4図: 鉱工業生産・小売売上高推移(前年比)



(資料) 国家統計局より三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第5図: 輸出入推移(前年比)



(資料) 国家統計局より三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

2015年の経済運営方針

こうしたなか、12月9日から11日にかけて2015年の経済政策方針を決定する中央経済工作会議が開催された。声明によれば「稳中求進（経済運営や社会の安定を維持した上で前進する）」との政策基調のほか、「積極的な財政政策と穏健な金融政策」という2014年の方針が踏襲された。ただ、金融政策については「過度に引き締めもしくは緩和的にならないようにする」との見方が付け加えられた。冴えない経済指標の発表が相次ぐなか、金融政策のバランスに関する文言が付け加えられたことは、金融政策が「引き締めにならないよう」注意することを意味している。2015年の金融政策は2014年と比べて緩和的になるだろう。

第6表: 経済工作会議で決定された主な政策

2015年	2014年
マクロの政策の一貫性と安定性を維持し、経済の安定的な成長を維持する。	マクロ経済政策の連続性と安定性を保ち、持続的で健全な経済発展及び社会の調和と安定を促進する。
農業の発展方法の転換を加速する。	国の食料安全を着実に保証する。
新しい経済の牽引力を見出し、育成する。	産業構造の調整に力を入れる。
経済発展の地域的配置構造の合理化を図る。	地域間の調和のとれた発展を積極的に促進する。
民生保障・改善に力を入れる。	民生保障・改善に力を入れる。
	対外開放の水準を絶えず高める。

(資料) 新華社より、三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

2015年の経済成長目標に関する具体的な数値は3月に開催される全国人民代表大会（全人代）で決定される。ただ、声明では消費や投資など9つの観点から中国経済を検証し、中国経済は高成長ではない「新常态（ニューノーマル）」に移行しつつあることが強調された。また、2015年は改革を深める点で肝心な年になるとも言及しており、2015年も引き続き大規模な景気刺激策等

は導入せず、改革を優先させる姿勢を維持すると見られる。そのため、2015年の経済成長目標は大規模な景気刺激策を導入せずに達成することが可能な水準にする必要があり、7.5%から7%台前半へ引き下げられると見ている。

今後の見通し

足元では外需が堅調である一方、内需の低迷により輸入の伸び悩みが続いており、貿易黒字は拡大傾向にある。また、景気減速懸念を背景に対内直接投資は伸び悩んでいるものの、先進国と比べて高水準の成長が依然見込まれるなか、直接投資の流入自体は継続しよう。実際、商務省が発表した年初来対内直接投資はほぼ昨年並みの水準を維持している。需給面からみれば元高基調が続くと予想する。

ただ、景気減速懸念が強まるなか、当局は急速な元高の進行を望まないだろう。対ドル基準値の上昇が緩やかなものに留まると見られるなか、元高進行も緩やかになると見ている。人民元相場が足元で元安に推移したことも鑑み、予想レンジを元安方向へ修正した。

なお、足元では原油価格の下落が顕著となっている。政府による価格統制（国際市場価格を参照しながら10営業日毎に調整）が残るなか、原油安がエネルギーの小売価格に直接影響することはないが、段階的な見直しにより、徐々に反映されていくものと見られる。中長期的には企業コストが削減される（交易条件の改善）ことで中国景気には上振れ要因となろう。エネルギー価格の下落によるインフレの低下に対して、景気の持ち直しによるインフレの上昇が次第に上回ると予想される。当局は、インフレ抑制のために人民元高の上昇をある程度許容するとみられ、人民元の上昇要因となろう。

予想レンジ

	1月～3月	4月～6月	7月～9月	10月～12月
USD/CNY	6.06～6.30	6.00～6.22	5.93～6.08	5.98～6.20
CNY/JPY	17.5～20.4	17.7～20.6	18.3～21.0	18.0～20.8

人民元



(注) 網掛け部分は当面の予想レンジ

(資料) Bloomberg より三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

(2014年12月26日)

(執筆者連絡先)

三菱東京UFJ銀行

市場企画部 市場ソリューション室 グローバルマーケットリサーチ 関谷 菜摘



MUFG中国ビジネス・ネットワーク



三菱東京UFJ銀行(中国)有限公司

拠 点	住 所	電 話
北京支店 北京経済技術開発区出張所	北京市朝陽区東三環北路5号 北京發展大廈2階 北京市北京經濟技術開發区榮華中路10号 亦城國際中心1号楼16階1603	86-10-6590-8888 86-10-5957-8000
天津支店 天津濱海出張所	天津市南京路75号 天津國際大廈21階 天津市天津經濟技術開發区第三大街51号 濱海金融街西区2号楼A座3階	86-22-2311-0088 86-22-5982-8855
大連支店 大連經濟技術開發区出張所	大連市西崗区中山路147号 森茂大廈11階 大連市大連經濟技術開發区金馬路138号 古耕國際商務大廈18階	86-411-8360-6000 86-411-8793-5300
無錫支店	無錫市新区長江路16号 無錫軟件園10階	86-510-8521-1818
上海支店 上海虹橋出張所 上海自貿試驗区出張所	上海市浦東新区陸家嘴環路1233号 匯垂大廈20階 上海市長寧区紅寶石路500号 東銀中心B棟22階 上海市中国(上海)自由貿易試驗区馬吉路88号 10号楼3・4階	86-21-6888-1666 86-21-3209-2333 86-21-6830-3088
深圳支店	深圳市福田区中心4路1号嘉里建設広場 第一座9階・10階	86-755-8256-0808
広州支店 広州南沙出張所	広州市珠江新城華夏路8号 合景國際金融広場24階 広州市南沙区港前大道南162号広州南沙香港中華總商会大廈 805、806号	86-20-8550-6688 86-20-3909-9088
成都支店	成都市錦江区順城大街8号 中環広場2座18階	86-28-8671-7666
青島支店	青島市市南区香港中路61号乙 遠洋大廈20階	86-532-8092-9888
武漢支店	湖北省武漢市江岸区中山大道1628号 企業中心5号2008室	86-27-8220-0888
瀋陽支店	遼寧省瀋陽市和平区青年大街286号 華潤大廈20階2002室	86-24-8398-7888
蘇州支店	江蘇省蘇州市蘇州工業園区蘇州大道東289号 広融大廈15、16階	86-512-3333-3030

三菱東京UFJ銀行

香港支店	9F AIA Central, 1 Connaught Road, Central, Hong Kong	852-2823-6666
九龍支店	15F Peninsula Office Tower, 18 Middle Road, Kowloon, Hong Kong	852-2315-4333
台北支店	台湾台北市民生東路3段109号 聯邦企業大樓9階	886-2-2514-0598

【本邦におけるご照会先】

国際業務部

東京：03-6259-6695（代表） 大阪：06-6206-8434（代表） 名古屋：052-211-0544（代表）

発行：三菱東京UFJ銀行 国際業務部

編集：三菱UFJリサーチ&コンサルティング 貿易投資相談部

- 本資料は情報提供を唯一の目的としたものであり、金融商品の売買や投資などの勧誘を目的としたものではありません。本資料の中に銀行取引や同取引に関連する記載がある場合、弊行がそれらの取引を応諾したこと、またそれらの取引の実行を推奨することを意味するものではなく、それらの取引の妥当性や、適法性等について保証するものでもありません。
- 本資料の記述は弊行内で作成したものを含め弊行の統一された考えを表明したものではありません。
- 本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。最終判断はご自身で行っていただきますようお願いいたします。本資料に基づく投資決定、経営上の判断、その他全ての行為によって如何なる損害を受けた場合にも、弊行ならびに原資料提供者は一切の責任を負いません。実際の適用につきましては、別途、公認会計士、税理士、弁護士にご確認いただきますようお願いいたします。
- 本資料の知的財産権は全て原資料提供者または株式会社三菱東京 UFJ 銀行に帰属します。本資料の本文の一部または全部について、第三者への開示および、複製、販売、その他如何なる方法においても、第三者への提供を禁じます。
- 本資料の内容は予告なく変更される場合があります。