

Topics

- ▶ 中国経済とバランスシート不況を巡る議論が活発化しています。中国の不動産価格の調整が限定的なため、バランスシート不況に陥ったと断言はできないものの、その入り口にいると考えられます。
- ▶ 中国当局は、7月の中央政治局会議にて景気の悪化を認め、内需の拡大と信頼感の向上に努める方針を示しました。不動産政策姿勢も軟化し、依然課題は多いものの景気の安定化に歩を進めた格好です。
- ▶ 年初来、アジアの株式市場では中国・香港資産の不調が目立ち、投資家の中国離れも指摘されます。当局的景気支援や対外開放姿勢が投資家を再度引き付けるか注目しています。

エコノミスト 須賀田 進成

中国はバランスシート不況に陥ったのか

中国がバランスシート不況に陥ったのではないかと、との議論が活発化しています。

バランスシート不況とは、資産価格の下落を受けてバランスシートが債務超過となり、主に企業が債務の圧縮を優先し、経済が不況に陥る現象を指します。日本における不動産バブルの崩壊とその後の長期停滞はその一例として知られます。足元、中国では不動産投資の大幅な減少が続き、景気の減速と物価の低迷が発生しており、これがバランスシート不況の議論につながっています。

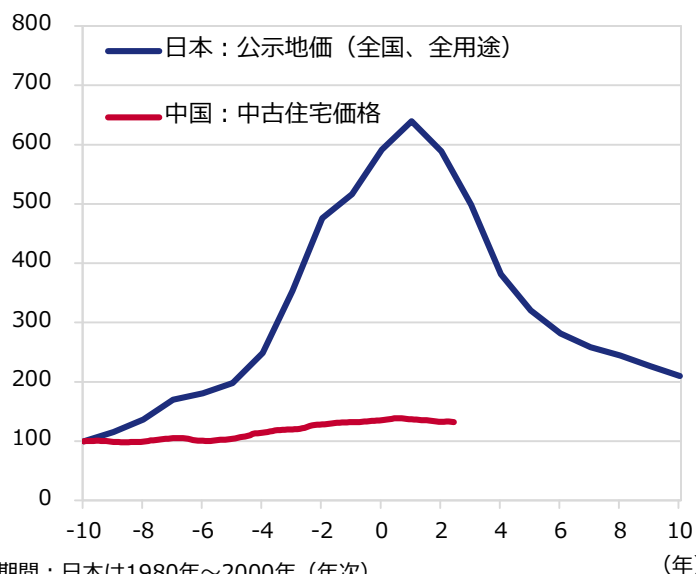
比較対象が土地と住宅と異なっていますが、中国の住宅価格は日本のケースほど下落していないとみられます(図表1)。バランスシート不況は、債務増加によるバランスシートの拡大後に資産価格が下落することで発生するとされます。日本の不動産バブルの生成とその崩壊は、現在の中国の住宅市場が直面しているものに比べてはるかに厳しかったと言えます。

筆者は、中国では資産価格がさほど下落していないため、中国経済はいまだ深刻なバランスシート不況に突入していない、と考えています。

もっとも、家計の住宅価格の値上がり期待が統計開始来過去最低水準にある点や、企業と家計が債務を増やすのを止め、家計は貯蓄を増やしつつある点は、日本のバブル経済崩壊後に見られた現象と似ています(図表2、3)。したがって、まだバランスシート不況には突入していないものの、政策対応がなければ長期停滞に陥る瀬戸際にいる、とも考えられます。

[次ページへ続く](#)

図表1 日本と中国の不動産価格の推移



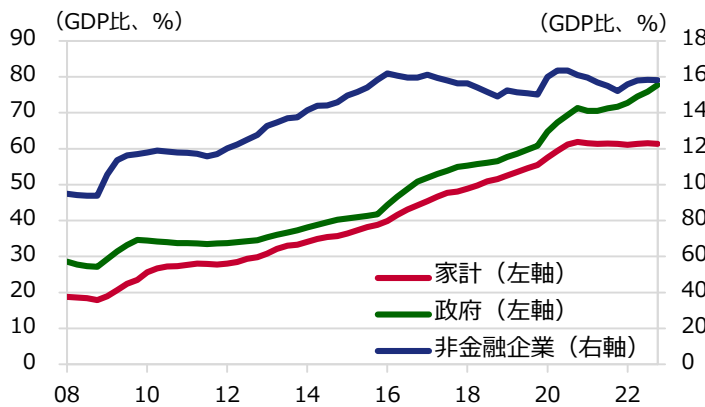
期間：日本は1980年～2000年(年次)
中国は2011年1月～2023年6月(月次)
注：不動産に対する総量規制が始まったタイミングを0として、前後10年の不動産価格の推移を表示。データ開始時を100として指数化。
出所：リフィニティブ、国土交通省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表3 中国人民銀行家計調査：住宅価格の値上がり期待の推移



期間：2009年1-3月期～2023年4-6月期(四半期)
注：2012年7-9月期の数値は非公開
3カ月後に住宅価格が上昇すると回答した家計の割合
出所：リフィニティブ、中国人民銀行のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 中国の部門別債務の推移



期間：2008年1-3月期～2022年10-12月期(四半期)
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※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。

日本のバランスシート不況からの教訓

日本では1991年以降、法人部門の資金不足規模が縮小し、1995年頃から資金余剰となりました（図表4）。これは、法人部門がバランスシート上の債務返済を最優先したため、事業への投資が手控えられた可能性があることを意味します。したがって、日本のバランスシート不況は、不動産価格の下落が始まってからしばらく経ち、不動産価格の回復期待が剥落して本格化したと考えられます。

こうした中、当時の日本政府は大規模な財政政策を打ち出しました。民間部門（企業と家計）が資金余剰のため、政府部門が資金の需要主体となった構図です。もっとも、こうした大規模な財政政策は、あくまでも民間部門の落ち込みの穴埋めのため、景気の押し上げ効果が見えづらかったほか、野放図な公共事業拡大による財政赤字の拡大との批判が大きくなりました。バランスシート不況への対応として、財政拡張は正攻法であったと考えられるものの、その後、日本政府は財政の縮小に走り、アジア通貨危機や日本の金融システム不安も重なり、日本経済の低迷が長引きました。

日本のケースの教訓として以下の3点が示唆されます。
①デフレマインド定着は早期に防ぐべきである、②バランスシート不況化した場合の対応は財政拡張、③根気強く対応を続けるべきである。うち、③については権威主義的な中国では、ある程度の財政拡張は問題視されにくいと思われる。

中国の政策対応は充分か？

筆者の考え通り、中国経済がまだ深刻なバランスシート不況に陥っていないのであれば、中国当局が現状優先して行うべき経済政策は、不動産市場の一段の落ち込み回避と、民間部門の信頼感回復になると考えます。

7月の中央政治局会議の声明では、経済運営は新たな困難と課題に直面している、として景気の悪化への危機意識が強調されました。不動産政策の適時調整のほか、内需の拡大に向けた積極財政と金融緩和の方針も示唆されました。加えて、地方政府債務・不動産企業の経営難・中小銀行などのリスク予防を行う旨が表明されました。不動産価格の一段の調整を防ぎつつ、内需を回復させ、経済のデフレ化を回避する狙いがあると考えます（図表5）。

具体的な政策内容・規模への言及がなかったため、評価は難しいものの、総じてみて、当局は想定以上の景気支援姿勢を示したとの評価が市場ではなされています。

当局の対応にもかかわらず、不動産市場の低迷が長期化し、民間部門の信頼感も回復しない場合には、バランスシート不況の深刻化が懸念されます。この場合、当局には日本のケースのような積極的な財政政策が求められます。

投資家の中国離れを止められるか

年初来の中国株のパフォーマンスは、アジア地域の主要株価指数に比べて劣後しています（図表6）。

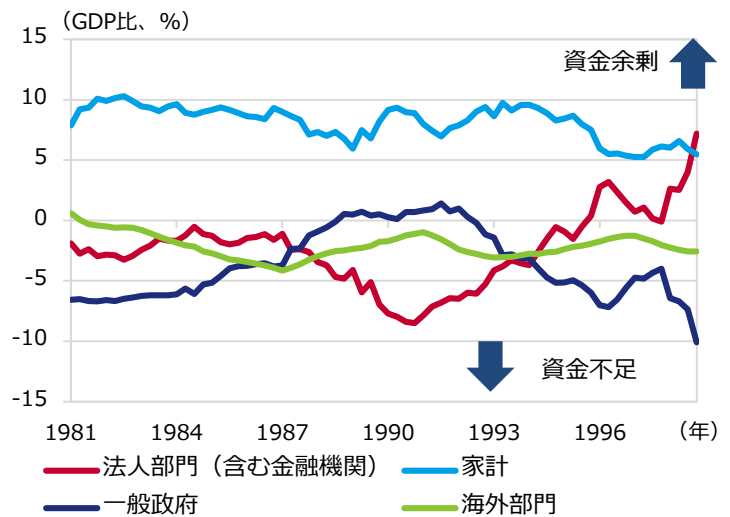
投資家は、米中対立の激化や産業規制といった政治的な不透明感を嫌気しているほか、中国経済の長期停滞を懸念しているとみられます。なお、年初来の日本株の上昇の一因として、投資家が中国への投資配分を削減した一方で、日本への配分を増加させた可能性も指摘されています。

中国が、再び投資家の関心を引き付けられるか否かは、当局が米中対立や不動産市場低迷をはじめとした諸問題の悪影響を抑えつつ、新たな成長ストーリーを提示できるか次第と考えます。中国景気の先行きは、投資資金の流れに作用し、海外投資家の動きに左右されやすい日本の株式市場の動向にも影響を与えると考えます。

※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4 日本の部門別資金過不足の推移



期間：1981年1-3月期～1998年10-12月期（四半期）

注：過去4四半期分の資金過不足を合計した上で、名目GDP比を算出

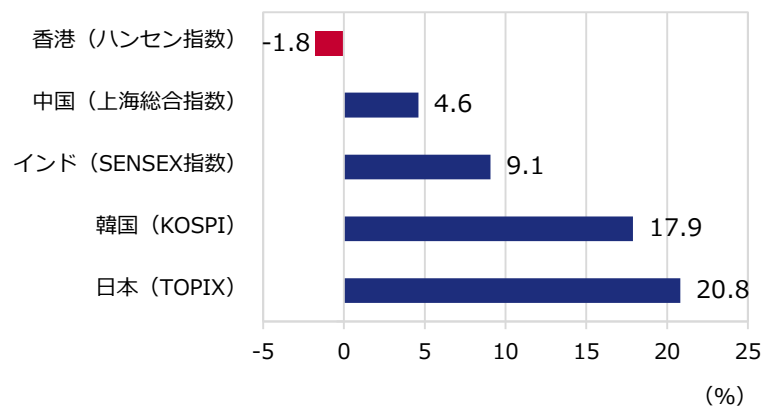
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 7月の中央政治局会議声明の要旨

足元の経済について	<ul style="list-style-type: none"> 現在の経済運営は新たな困難と課題に直面 内需不足、一部企業の経営難、主要分野のリスク、外部環境が要因として挙がる
経済政策方針	マクロ経済政策の調整を強化し、内需拡大、信頼感向上、リスク予防に注力する
内需拡大	<ul style="list-style-type: none"> 自動車や家電、サービス消費向けの消費刺激 民間部門の投資促進に向けた施策を策定する
不動産政策	<ul style="list-style-type: none"> 不動産政策を適時調整する 都市部の再開発を行う
リスク予防	<ul style="list-style-type: none"> 地方政府の債務リスクを低減へ 中小金融機関のリスクも注視する

出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

図表6 アジアの主要な株価指数の年初来騰落率



2023年7月25日時点

注：2022年末と比べた騰落率、現地通貨ベース

出所：リフィニティブ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。

【当資料で使用している指数について】

- 東証株価指数（TOPIX）の指数値および東証株価指数（TOPIX）にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数（TOPIX）に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数（TOPIX）にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。
- 韓国総合株価指数（KOSPI）は、韓国証券取引所によって所有される登録サービスマーク、登録商標です。
- S&P/BSESENSEXインデックスは、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス LLC またはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ・ホールディングス LLC またはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- 上海総合指数は上海証券取引所が公表する指数です。
- 香港ハンセン指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は Hang Seng Indexes Company Limited に帰属します。