



2024年9月25日

## 不動産業の不調が続く暗雲が晴れない中国経済

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

### 1. はじめに

中国経済は2023年以来、悪化傾向を見せている。きっかけとなったのは約20年間、中国の支柱産業として持て囃されてきた不動産業の失調である。党・政府は2024年に入り「新質生産力」というスローガンと共に産業振興策を打ち出し、供給側に焦点を当て、生産力や産業競争力の強化に努めている。しかし、中国経済の最大の問題は需要側にある。そして、この需要不足の根本的な原因には不動産業の失調があることは明らかだ。それまでは不動産に投資すれば財産が増えるという期待を懐いて金ピカ消費を競っていた人々も、すっかり節約志向に傾いているようだ。上海等で莫大な財を築いた富裕層は統制強化の圧力を嫌い、外国投資や国外移住の機会を狙う。大学生は卒業しても理想の就職口が見つからず、一部は両親の家で燻っているとされる。地方政府は土地開発の停滞で財政計画が狂い、公共事業資金が不足する中で、支出も減らし、中央政府からの財政支援頼みのところが増えている。そうしたなかで、家計も失業リスクや給与・手当の減少リスクなど、将来不安が増えており、個人消費には勢いが見られない。不動産価格は巨大都市において今後、まだ下落を続ける可能性があり、今後も暫くは需要不足は改善されず、低迷が続く可能性が高いと見られる。

実質経済成長率は、公式統計によると2024年上半期は前年同期比+5%と年間目標に掲げた+5%前後を達成した。しかし、第2四半期が前年同期比+4.7%と目標を下回り、第1四半期の同+5.3%と比べて0.6ポイント悪化した。したがって、中国政府にとって第3四半期以降どのように経済を上向かせるかが、年間目標達成のための重要課題となっている。

中国共産党は、2024年7月半ばに、中期の経済政策を議論するために三中全会（中国共産党第20期中央委員会第3回全体会議）を開き、続いて7月末に例年通り、年後半の経済運営に関する中央政治局会議を開いて（後述）経済下支え策を議論した。

### 2. 中国人民銀行の利下げ

中央銀行である中国人民銀行は、2024年7月中旬に第2四半期の経済成長率を含む

マクロ経済データが発表されると、すぐさま利下げを発表した。1年物金利は0.1ポイント引き下げて3.35%とし、5年物金利も同様の幅で引き下げて3.85%とした。利下げは、1年物は約1年ぶりで下げ幅は前回と同じ、5年物は5カ月ぶりで下げ幅は0.25ポイントから縮小した。中央銀行による金融緩和策は、企業向け貸出の増加や、不動産市場への資金供給の増加、さらに、個人が住宅を購入する際の借入コストを下げることで、不動産購入意欲を上向かせる等の景気刺激が狙いと見られる。しかし、企業サイドにおいては、資金需要は旺盛とはいえず、各銀行も優良な融資案件を見つけるのに苦労している状況である。また、不動産市場も引き続き価格が下がっており低迷が続く。このような環境下で、銀行が政策当局の期待通りに貸出を伸ばすことは、實際上、困難である。その結果、各銀行は運用可能な預金を10年物の長期国債を含む公社債で運用せざるを得なくなっている。これは中国にデフレ傾向が広がっていることを示唆する。

利下げにはいくつかの無視できないサイド・エフェクト（副作用）がある。まず、銀行にとっては、預貸利ざやの縮小が起きる。預貸利ざやは、銀行にとって最重要収益源といえる。不動産不況の中で需要が不足し、景気低迷が続けば、不良債権は増加すると見込まれる。もちろん、これまでの中国では、金利規制の影響も残り、厚い利ざやと収益がある程度、確保されてきたため不良債権が残高として積み上がる形で顕在化することはなかった。それは、顕在化する前に多額の償却ができていたからである。しかし、今後、金利水準が下がっていけば、それが徐々に困難になる可能性がある。そして、バランスシートに不良債権残高が累積すれば、預金者の不安を招き、預金の引き出しが起こる可能性が高まり、銀行間市場での資金調達にも支障をきたすだろう。当局は、吸収合併による業界再編や最終段階での公的資金注入を、対策として用意せざるを得なくなる。また、利下げは、短期資本の国外流出を促し、人民元相場を不安定にする可能性もある。今般、当局が利下げ幅を0.1ポイントと小幅に留めたことは、金融機関の経営環境や金融市場に与えるショックを抑えようという配慮が感じられる。

それでも中国人民銀行が率先して利下げに動いたことは、景気対策として評価がなされるべきものである。今度はこれに呼応してどのような財政政策が打たれるかが重要なポイントとなる。

なお、最近、気になる動きは8月に入り中国人民銀行が国債の買い取りを始めたとみられることだ。同行の中央政府向け債権は、8月に5千億元強増加している。また、中国人民銀行の易綱元総裁は、9月に上海で行われた金融フォーラムでデフレ対策の重要性に言及している。こうした新たな統計数字の動きや中国人民銀行の元幹部の発言が何を意味しているかについては、今後もしっかりと見ていく必要がある。

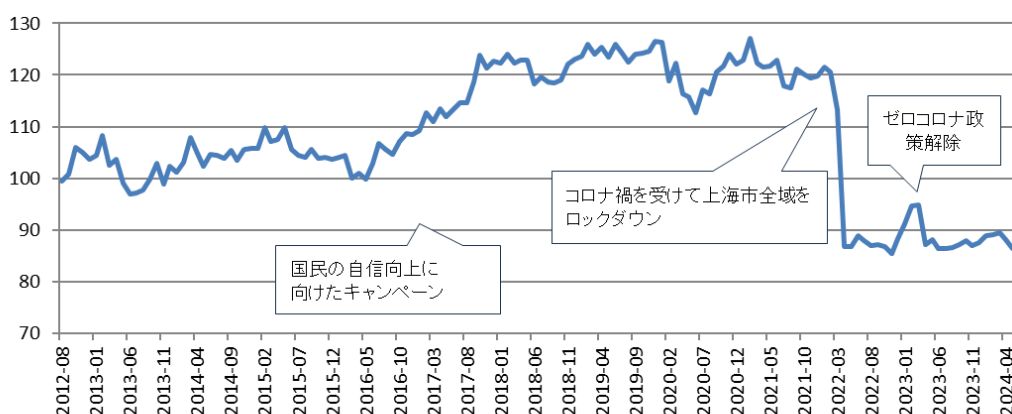
### 3. 下半期の経済政策について

恒例に従い2024年7月末には、中国共産党は中央政治局会議を開き、足元の経済状態を踏まえて下半期の経済政策の大筋を示した。これを受けて国务院（政府）も8月に会議を開き、政策の具体化を進めつつある。習近平党総書記は、7月の中央政治局会議

で不動産価格の全国的な下落を含む諸リスクおよび試練に対して、積極的、能動的に対応するように強調し、戦略を徹底させ発展に向けて自信を堅持し、「中国経済光明論」（中国経済の将来は明るい）を行き渡らせるべきだと説いた。

しかし、「中国経済光明論」は精神論に近い。国民は経済が引き続き順調に発展していると楽観し、消費を増やすかもしれないが、実際は、彼らは経済状態が良くないことを体感的に理解していると考えられる。住宅ローンの負担は重くのしかかり、さらに景気が悪化し、失業したり収入が減ったりすれば返済が困難になる。その前に、消費減退が起きるのは明らかである。庶民の経済への厳しい視線は、消費者信頼感指数に如実に表れている。指数は、2022年の上海市ロックダウンに象徴される厳しいコロナ対策以降、急落しており、今も90を切るレベルで低迷している（図表）。党・政府は精神論も動員して需要を喚起し、危機を乗り越えようと考えているようだが、結局、ない袖は振れない。キャンペーンが功を奏するかどうかは慎重に見ていく必要がある。

【図表 中国の消費者信頼感指数】



(注) 100を基準とし、これを上回れば信頼感が高く、下回れば低いことを意味する。  
(出所) CEIC Data、元データは国家統計局

#### 4. 金融資産としての不動産と逆資産効果

冒頭でも触れたが、2000年代以来、中国の富裕層と中産階級を含む全国民にとって、不動産購入は最も安全・確実な貯蓄手段であり、資産保全および運用手段として、特別に選好されてきた。その帰結は、家計資産のうち7割が不動産の形で保有されているというデータに表れている。しかし、2021年以降の政策変化を受けて大手不動産デベロッパーの経営問題が顕在化するようになると、不動産価格は永遠に上昇し続けるという「不動産神話」は崩れた。当局は価格急落を避けるため強制的な価格コントロール策を導入したが、取引量の減少を招いただけで、実態的な市場価格は下がり続けており、現在もその動きは止まっていない。価格下落は3線・4線都市と称される地方都市から起こり、2024年には1線都市である北京市や上海市も例外ではいられなくなった。さらに、大都市では明らかな逆資産効果が生じており、有名ブランドなどの贅沢消費は萎み、それは現在も進行している。

全国には、膨大な住宅在庫が存在し、建設が中断した物件も数多い。中長期的に住宅

購入層の人口減が見込まれるなか、短期的には、若年層や農民工の失業問題が深刻化しており、公務員でさえ給与・諸手当が減らされ、住宅ローンの返済滞納が起きる確率は高まっている。世の中は節約志向が高まり、消費や民間投資は停滞し、デフレ懸念がくすぶる。先行き不透明感も拭えず景気悪化のスパイラルに陥ってしまう懸念も払拭されない。こうした状況を見れば、不動産不況が底打ちするのには最低でも2-3年、長くても5-6年以上かかる可能性があるかと、予想せざるを得ないだろう。

## 5. 三中全会と改革の全面的な深化

不況の根本には、経済の構造問題がある。2024年7月半ばに開催された三中全会（中国共産党第20期中央委員会第3回全体会議）は、全面的な改革の深化を5年後の2029年までに完遂することを目標とし、2013年の第19期三中全会の続編の形となっている。全体は15章60項目で構成され、そこに300を超える改革措置の目標が盛り込まれた。章別に見ると、高水準の社会主義市場経済制度の構築、質の高い経済発展を推進する制度とメカニズムの改善、全面的イノベーションを支援する制度とメカニズムの構築、マクロ経済ガバナンス体系の整備、都市・農村の融合的発展制度とメカニズムの改善、高水準の対外開放制度とメカニズムの改善、民生の保障し改善する制度整備などが挙げられる。

しかし、実際は、今後まずは足元の不動産不況への対処が必要である。5月に出された不動産対策は規模が小さく、市場の評価は必ずしも高くない。そうした中で、地方財政を建て直し、中央財政と地方財政の関係を整理、再構築することが必要となっている。これだけ見ても、改革の道のはるか遠く、険しいものになると予想される。今般の三中全会の成果物を見ると、いったん、全ての改革の課題を漏らさずテーブルに並べたという形に近く、これらのうち何を優先させ、どういった順序で政策に取り組むかが、ほとんど明確になっていない。これらは今後の議論に委ねられた格好であり、引き続き、「全面的な改革」の政策の中身をしっかりと見ていく必要がある。

## 6. 今後について

景気停滞の原因である終わりの見えない不動産不況だが、不動産建設に欠かせない鉄鋼業界でも販売が落ち込み、在庫が積み上がっている。さらに今後は、廉価販売競争の激化が予想される。鉄鋼は海外にも販路を求める可能性が高い。日本を含む各国・地域の鉄鋼業界も廉価販売競争の波及を恐れ、自国・地域政府に対策を求め始めている。もちろん中国国内では将来的に合併・淘汰が進んでいく可能性が高い。鉄鋼以外でも不動産とつながる業界は、過剰生産能力に起因する販売競争の激化やその後の合併・淘汰が起きる可能性がある。そうしたプロセスの中では失業者は増えることはあっても、減ることはないと思われる。中国政府はそうした状況の悪化を見越し、省市間での産業政策の調整や協議を進める必要があるだろう。しかし、そうした動きは、非効率な生産設備や生産体制を温存させることにもつながりかねず、諸刃の剣となる可能性がある。こ

うしたことを全て管理していくことは、至難の業である。

もちろん、中国政府は「新質生産力」という造語により、グリーンかつイノベーティブで、高い付加価値を誇る、質の高い産業の育成に力を入れようとしている。このような産業振興策には、多額の補助金がつきものであり、補助金の使われ方によっては、激しい生き残り競争を生じさせ、市場を歪めることにもつながる。ただし、激しい競争の末に極めて強い企業が生き残り、頭角を現すことも予想され、そうした有力企業の出現・勃興がありうるという点は、中国経済が本来持っている強みでもある。

## 7. おわりに

2024年7月の三中全会開催から8月の夏季休暇期間が終了するまでの間、中国共産党トップリーダーの健康問題を含むさまざまな噂が中国内外で飛び交った。その多くは真偽不明だが、中国の政治動静はやや視界不良な方向に向かっていく可能性が考えられる。

世界第2位の経済規模を持つ中国は、国土が広く多様で、激しい競争の中から有力な企業が登場してくる。経済運営も難しいかじ取りが求められる中、引き続き、こうした政治経済の動向をよく見ていく必要がある。

以上

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 2024 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](mailto:admin@iima.or.jp)

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