

2024年3月22日 全8頁

中国：スタートで躓く。不動産不況は一段と悪化

住宅市場の安定化に失敗すれば4.0%成長に

経済調査部長 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 2024年3月5日～11日に開催された第14期全国人民代表大会（全人代）第2回会議では、2024年の政府成長率目標は2023年と同じ前年比5%（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）前後に設定された。5%成長の達成には、(1) 緩和的な金融政策・拡張的な財政政策の継続、(2) 不動産不況からの脱却、(3) 「国進民退」（政策の恩恵が国有企業に集中する一方で、民営企業にはマイナスの影響が及ぶことがある）の改善、が不可欠である。しかし、2024年1月～2月の不動産関連統計によると、上記(2)の不動産不況は一段と悪化している。
- 不動産不況からの脱却に関連して、2024年1月以降、地方政府が資金調達を支援する不動産プロジェクトの「ホワイトリスト」が作成されている。ホワイトリストに基づく支援は始まったばかりであり、2月末までの関連融資額2,000億元は、2023年のデベロッパー全体の資金調達額の1.6%にとどまる。購入者の工事中断問題への懸念を払拭するには不十分だ。住宅市場の安定化に失敗すれば、2024年の実質GDP成長率は4.0%程度にとどまろう。

2024 年はスタートで躓く。不動産不況は一段と悪化

2024 年 3 月 5 日～11 日に開催された第 14 期全国人民代表大会（全人代）第 2 回会議では、2024 年の政府成長率目標は 2023 年と同じ前年比 5%（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）前後に設定された。しかし、達成の難易度は 2024 年の方が格段に高い。2023 年は、前年（2022 年）が厳格な移動制限を伴う「ゼロコロナ」政策の悪影響により、3.0%という低成長にとどまった反動増が期待できた一方で、前年（2023 年）が 5.2%成長となった 2024 年はそれが期待できないためだ。

2024 年に 5%成長を遂げるには、(1) 緩和的な金融政策・拡張的な財政政策の継続、(2) 不動産不況からの脱却、(3) 「国進民退」（政策の恩恵が国有企業に集中する一方で、民営企業にはマイナスの影響が及ぶことがある）の改善、が不可欠である。しかし、2024 年 1 月～2 月の不動産関連統計によると、上記 (2) の不動産不況は一段と悪化している。

以下では、上記 (1) ～ (3) について、みていきたい。

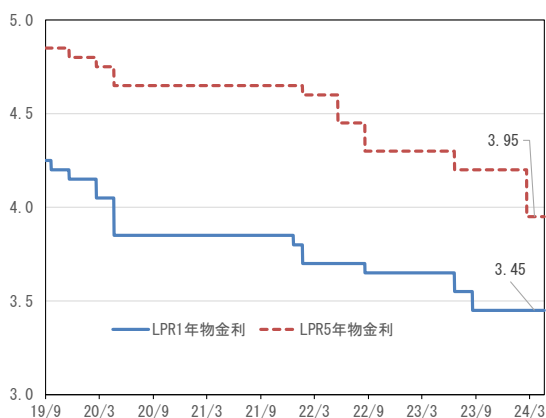
(1) 緩和的な金融政策・拡張的な財政政策の継続

金融緩和について、中国人民銀行（中央銀行）は 2024 年 2 月 20 日に、住宅ローン金利の参照レートである LPR5 年物を 0.25%pt 引き下げ、3.95%とした（1 年物貸出金利の参照レートである LPR1 年物は据え置き）。2019 年 8 月に LPR が参照レートに採用されて以降、最大の下げ幅であり、不動産不況が続く中、住宅需要を刺激したいとの当局の意志が感じられた。

預金準備率について、中国人民銀行は 2024 年 2 月 5 日に、大手行を中心に 0.5%pt 引き下げ、加重平均は 7.0%に低下した。0.5%pt の引き下げで貸し出し余力はおよそ 1 兆元（GDP 比 0.8%）増える計算である。政策金利、預金準備率ともに引き下げ余地は残っている。

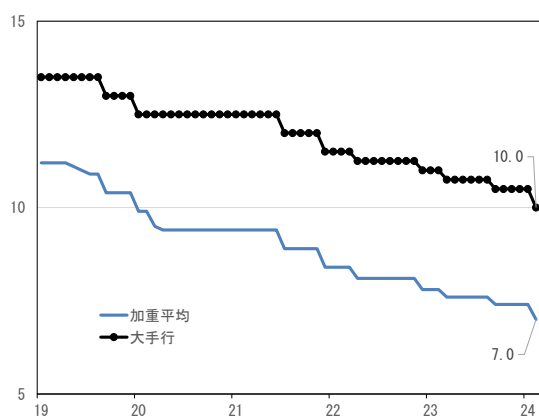
次に、2024 年の財政政策について、全人代の政府活動報告は、2024 年の財政赤字の GDP 比を 3.0%とした。2023 年の当初予算と同じであるが、2023 年は 10 月以降、1 兆元の国債が追加発

LPR1 年物、LPR5 年物の推移（単位：%）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

預金準備率の推移（単位：%）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

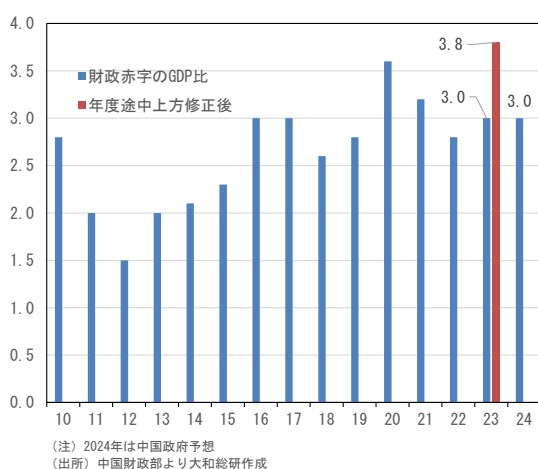
行されたため、実績は 3.8% となった。2024 年予算は、財政赤字の GDP 比の縮小を想定していることになる。

これを補うと目されるのが、2024 年から新たに発行される超長期特別国債だ。超長期特別国債は強国づくりと民族復興にかかわる一部重要プロジェクトの資金不足を解決するために発行される。具体的には、科学技術・イノベーション、都市と農村の融合的な発展、地域の協調的な発展、食糧・エネルギーの安全保障などの支援に充当される。超長期特別国債は今後数年にわたり発行が予定され、2024 年は 1 兆元（GDP 比 0.8%）の発行が計画されている。

また、基本的に収益性のあるインフラプロジェクトに充当する地方政府特別債券のネットの発行枠は、2024 年は 3.9 兆元と発表され、2023 年の 3.8 兆元から 1,000 億元の積み増しとなった。

結局、2024 年の財政の出動規模の増加分は、地方政府特別債券の 1,000 億元にとどまる。ただし、景気回復が思わしくなければ、2023 年と同様に一般国債の増発という手もある。「拡張的になり得る財政政策」というのが正確な表現であろう。

中国の財政赤字の GDP 比の推移
(単位：%)



地方政府特別債券のネットの発行額と純増額
(単位：億元)

| 年 | ネットの発行額 (億元) | 純増額 (億元) |
|-------|-----------------|----------------|
| 2015年 | 1,000 | 1,000 |
| 2016年 | 4,000 | 3,000 |
| 2017年 | 8,000 | 4,000 |
| 2018年 | 13,500 | 5,500 |
| 2019年 | 21,500 | 8,000 |
| 2020年 | 37,500 | 16,000 |
| 2021年 | 36,500 | -1,000 |
| 2022年 | 36,500 (+5,000) | 0 (5,000) |
| 2023年 | 38,000 | 1,500 (-3,500) |
| 2024年 | 39,000 | 1,000 |

(注) データは予算ベース。括弧内は期中の追加枠を含むベース
(出所) 各年の政府活動報告より大和総研作成

(2) 不動産不況からの脱却

民営デベロッパーの債務不履行（デフォルト）や工事中断問題が相次ぎ、購入者が住宅購入を躊躇する状況が続く中で、2024 年 1 月以降、地方政府が資金調達を支援する不動産プロジェクトの「ホワイトリスト」が作成されている。

3 月 17 日の人民日報によると、目下、ホワイトリストを発表したのは 31 の省レベル行政区の 312 都市に達し、2 月末時点のプロジェクトは約 6,000 項目で、2,000 億元（約 4 兆円）以上の融資を認可したとしている。民営デベロッパーがどの程度含まれているかについて、2 月 5 日付の中国建設報は、第一弾のホワイトリストでは、民営デベロッパー単体、もしくは民営デベロッ

パーが絡むプロジェクトが全体の84%を占めるとしている。

ホワイトリストに基づく支援は始まったばかりであるが、2月末までに認可された2,000億元は、2023年のデベロッパー全体の資金調達額の1.6%にとどまる。購入者の工事中断問題への懸念を払拭するには不十分だ。

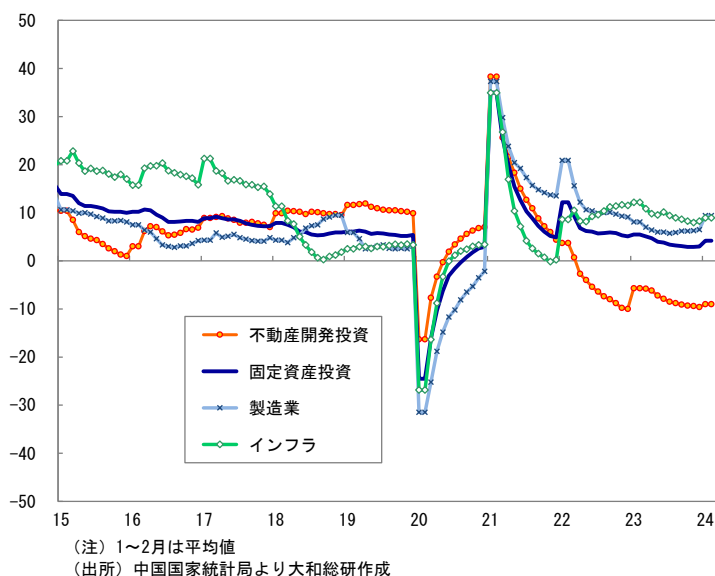
2024年1月～2月の不動産関連指標は不振が続いている。

2024年1月～2月の中国全体の固定資産投資は4.2%増となり、2023年の3.0%増からやや加速した。分野別の内訳は、製造業が9.4%増（2023年は6.5%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は9.0%増（2023年は8.2%増）へと伸び率を高めたのに対して、不動産開発投資は9.0%減となった。2022年の不動産開発投資が10.0%減、2023年が9.6%減であったことを考えると、極端な不振が続いていることになる。

住宅販売面積は、2023年の8.2%減から、2024年1月～2月は24.8%減となり、マイナス幅が拡大した。中国の住宅販売は予約販売が8割～9割を占め、建設中に住宅ローンの返済が始まるが、民営デベロッパーのデフォルトが相次ぎ、工事中断が問題化すれば、購入者は民営デベロッパーの開発物件というだけで購入をしり込みするようになる。

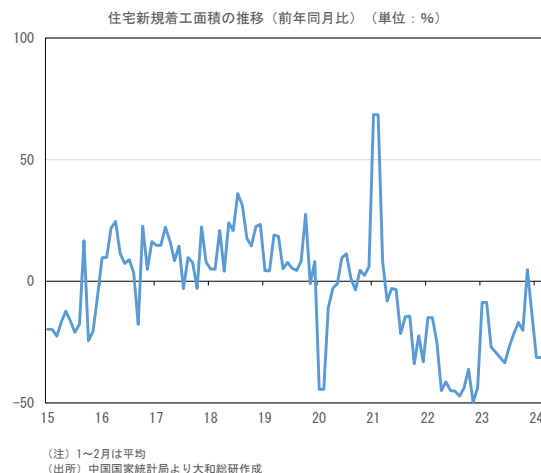
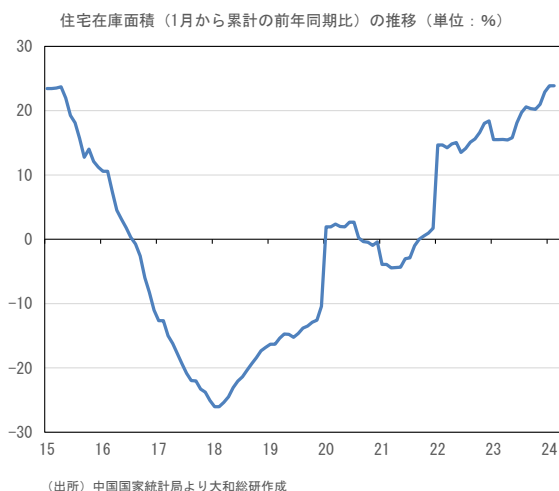
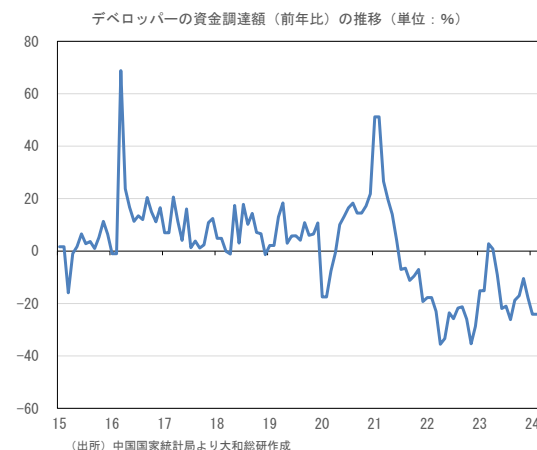
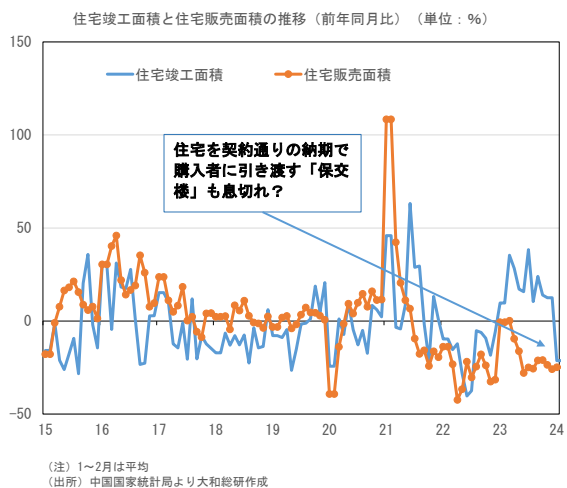
2022年夏場以降の「保交楼」とは、工事中断問題の解決が目的であり、国有デベロッパーへの銀行貸出の強化などによって、住宅を契約通りの品質と納期で購入者に引き渡す政策である。これも息切れした可能性が高い。住宅竣工面積は2022年の14.3%減から2023年は17.2%増に回復したが、2024年1月～2月は20.2%減と、再び前年割れに転じた。不動産デベロッパーの資金調達額も2023年の13.6%減から2024年1月～2月は24.1%減となり、マイナス幅が拡大している。

固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：％）



2024年2月末の住宅在庫面積は23.8%増の4.05億㎡に積み上がった。1軒当たり100㎡（専有面積は80㎡）と仮定すると、405万軒分に相当する規模だ。こうした状況下で住宅新規着工面積は、2022年は39.8%減、2023年は20.9%減、2024年1月～2月は30.6%減を記録した。不動産不況は一段と悪化している。

不動産不況は一段と悪化



(3) 「国進民退」の改善

既述した2024年1月～2月の固定資産投資（4.2%増）を国有・民営別に見ると、国有部門は7.3%増（2023年は6.4%増）、民営部門は0.4%増（2023年は0.4%減）となった。民営部門はわずかながらも増加に転じたが、国有部門との差は依然として大きい。

国家统计局は、2023年の民営部門の固定資産投資は0.4%減だったが、不動産開発投資を除くと9.2%増としている。肝心の民営部門の不動産開発投資がどれほど減少したかの言及はなかったが、民営部門の固定資産投資に占める不動産開発投資の割合が、国有部門を含む固定資産投資全体に占める不動産開発投資の割合（2023年は22.0%）と同じだと仮定すると、実に34%

減程度となる計算である。民営部門の不動産開発投資の回復が、「国進民退」の改善にも不可欠であることが分かる。

この他、詳細が明らかでないなど不完全な統計であるが、国家統計局によると、民営部門の第三次産業の固定資産投資は2022年1月～4月以降、前年割れが続き、2024年1月～2月は5.9%減となった。「国進民退」にも明確な改善は見られない。

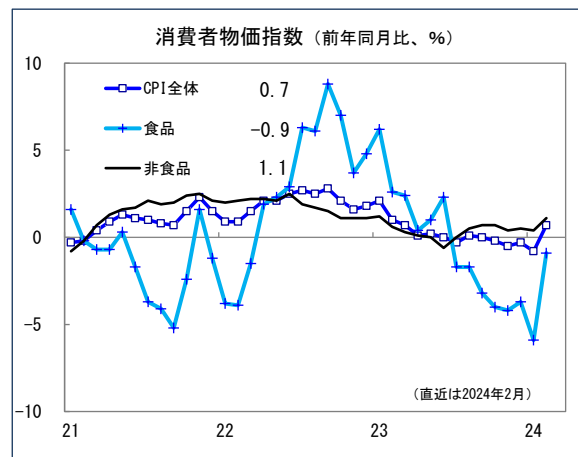
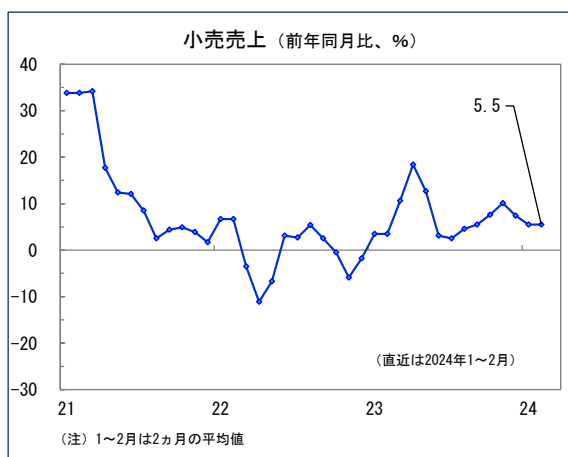
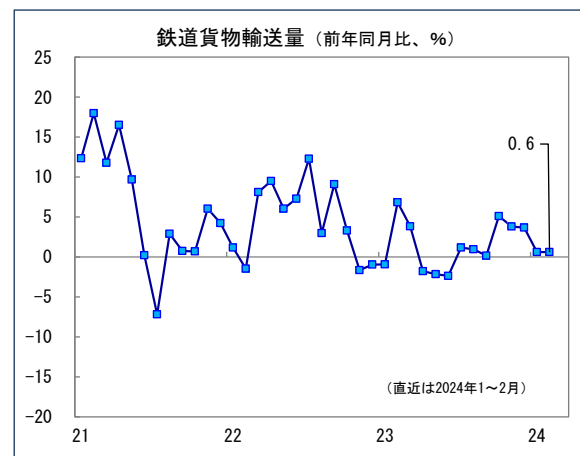
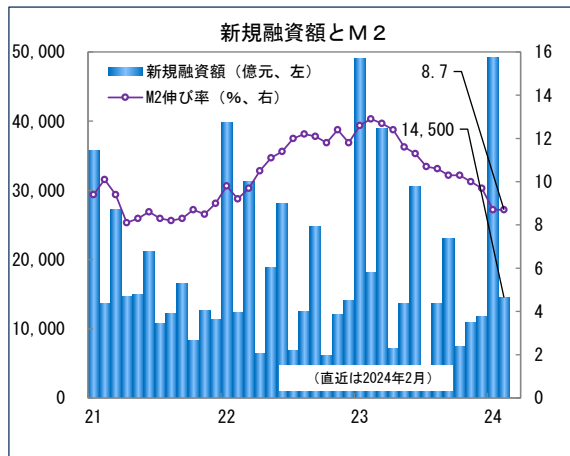
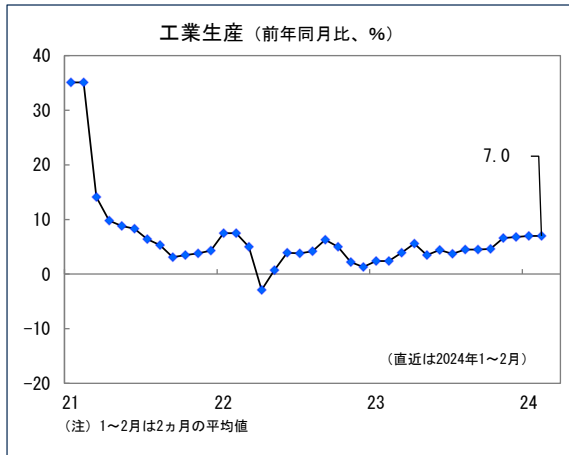
このように、2024年の中国経済は出だしで躓いている格好だ。繰り返しとしなが、大和総研は、緩和的な金融政策と拡張的な財政政策に加え、不動産不況からの脱却、「国進民退」の改善が軌道に乗れば、2024年は5.0%程度の実質成長が可能になるとみている。一方で、住宅市場の安定化に失敗すれば、2024年の実質GDP成長率は4.0%程度にとどまることになろう。

主要経済指標一覧

| | 2023年1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 2024年1月 | 2月 |
|------------------------|---------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|---------|--------|
| 実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%） | - | - | 4.5 | - | - | 6.3 | - | - | 4.9 | - | - | 5.2 | - | - |
| 工業生産（前年同期比、%） | 2.4 | 3.9 | 5.6 | 3.5 | 4.4 | 3.7 | 4.5 | 4.5 | 4.6 | 6.6 | 6.8 | 7.0 | | |
| 電力消費量（前年同期比、%） | 2.3 | 5.9 | 8.3 | 7.4 | 3.9 | 6.5 | 3.9 | 9.9 | 8.4 | 11.6 | 10.0 | 11.0 | | |
| 鉄道貨物輸送量（前年同期比、%） | -0.9 | 6.8 | 3.8 | -1.8 | -2.2 | -2.4 | 1.2 | 1.0 | 0.2 | 5.1 | 3.8 | 3.7 | 0.6 | |
| 固定資産投資（前年累計比、%） | 5.5 | 5.1 | 4.7 | 4.0 | 3.8 | 3.4 | 3.2 | 3.1 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 4.2 | | |
| 不動産開発投資（前年累計比、%） | -5.7 | -5.8 | -6.2 | -7.2 | -7.9 | -8.5 | -8.8 | -9.1 | -9.3 | -9.4 | -9.6 | -9.0 | | |
| 小売売上（前年同期比、%） | 3.5 | 10.6 | 18.4 | 12.7 | 3.1 | 2.5 | 4.6 | 5.5 | 7.6 | 10.1 | 7.4 | 5.5 | | |
| 消費者物価指数 全体（前年同期比、%） | 2.1 | 1.0 | 0.7 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | -0.3 | 0.1 | 0.0 | -0.2 | -0.5 | -0.3 | -0.8 | 0.7 |
| 食品（前年同期比、%） | 6.2 | 2.6 | 2.4 | 0.4 | 1.0 | 2.3 | -1.7 | -1.7 | -3.2 | -4.0 | -4.2 | -3.7 | -5.9 | -0.9 |
| 非食品（前年同期比、%） | 1.2 | 0.6 | 0.3 | 0.1 | 0.0 | -0.6 | 0.0 | 0.5 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 1.1 |
| 工業製品出荷価格指数（前年同期比、%） | -0.8 | -1.4 | -2.5 | -3.6 | -4.6 | -5.4 | -4.4 | -3.0 | -2.5 | -2.6 | -3.0 | -2.7 | -2.5 | -2.7 |
| 工業生産者購入価格指数（前年同期比、%） | 0.1 | -0.5 | -1.8 | -3.8 | -5.3 | -6.5 | -6.1 | -4.6 | -3.6 | -3.7 | -4.0 | -3.8 | -3.4 | -3.4 |
| 新規融資額（億元） | 49,000 | 18,100 | 38,900 | 7,188 | 13,600 | 30,512 | 3,459 | 13,600 | 23,100 | 7,384 | 10,900 | 11,700 | 49,200 | 14,500 |
| M2伸び率（%） | 12.6 | 12.9 | 12.7 | 12.4 | 11.6 | 11.3 | 10.7 | 10.6 | 10.3 | 10.3 | 10.0 | 9.7 | 8.7 | 8.7 |
| 輸出（前年同期比、%） | -8.4 | 10.9 | 7.1 | -7.5 | -12.4 | -14.2 | -8.5 | -6.8 | -6.6 | 0.7 | 2.3 | 7.1 | | |
| 輸入（前年同期比、%） | -10.0 | -2.0 | -8.8 | -5.2 | -7.0 | -12.1 | -7.2 | -6.3 | 2.9 | -0.7 | 0.2 | 3.5 | | |
| 貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均） | 519.0 | 770.6 | 850.3 | 649.3 | 694.9 | 794.2 | 672.6 | 753.2 | 561.3 | 694.5 | 753.4 | 625.8 | | |
| 新築商品住宅価格指数 北京（前年同期比、%） | 5.2 | 4.7 | 4.6 | 4.5 | 4.3 | 3.5 | 3.5 | 2.8 | 2.9 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.3 | 1.0 |
| 上海（前年同期比、%） | 4.2 | 3.9 | 4.1 | 4.6 | 4.9 | 4.8 | 4.5 | 4.1 | 4.4 | 4.4 | 4.7 | 4.5 | 4.2 | 4.2 |
| 商用不動産 着工面積（前年累計比、%） | -9.4 | -19.2 | -21.4 | -23.1 | -24.9 | -25.1 | -24.9 | -23.9 | -23.7 | -21.7 | -20.9 | -30.5 | | |
| 竣工面積（前年累計比、%） | 8.0 | 14.7 | 18.2 | 19.1 | 18.4 | 19.9 | 18.6 | 19.1 | 18.4 | 17.1 | 15.8 | -21.1 | | |
| 不動産販売 面積（前年累計比、%） | -3.6 | -3.5 | -5.4 | -8.5 | -13.7 | -14.9 | -15.9 | -16.4 | -16.7 | -17.1 | -17.7 | -24.9 | | |
| 金額（前年累計比、%） | -0.1 | 3.0 | 5.2 | 3.0 | -4.5 | -7.0 | -9.0 | -10.4 | -10.7 | -11.2 | -12.5 | -31.6 | | |

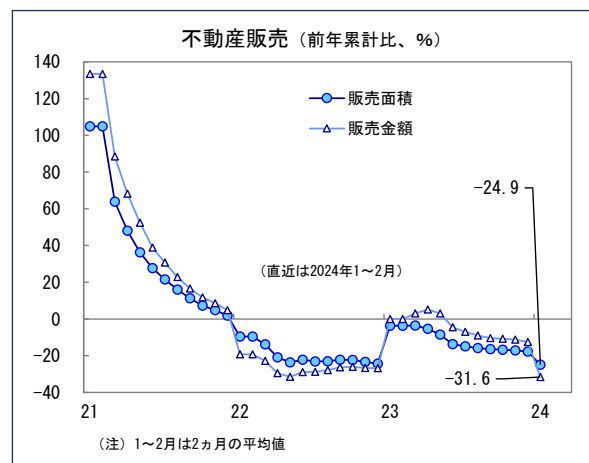
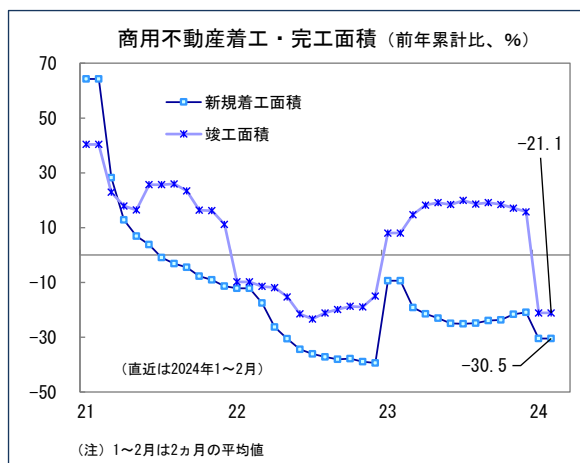
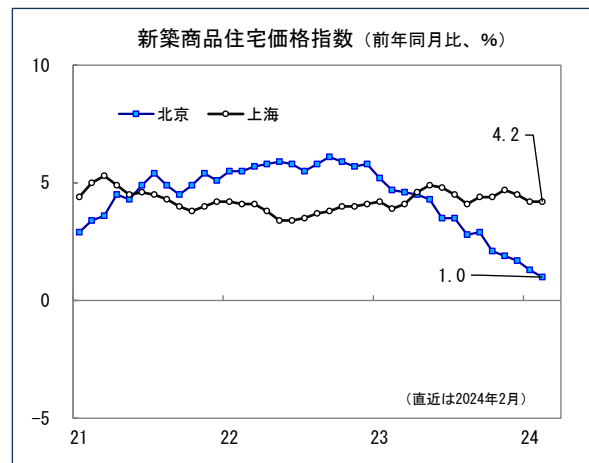
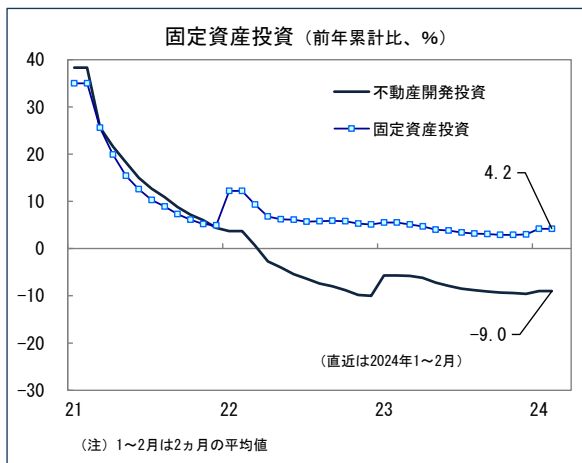
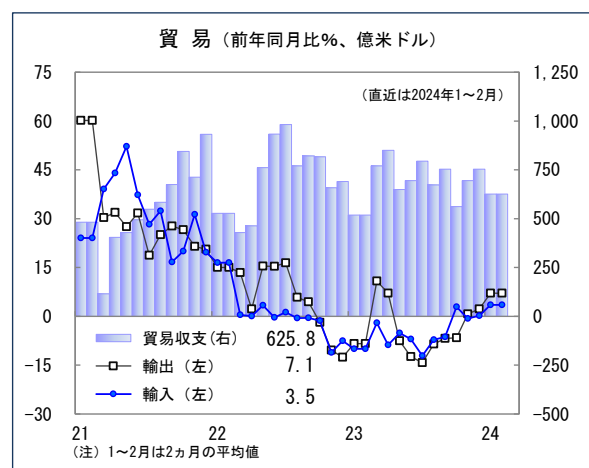
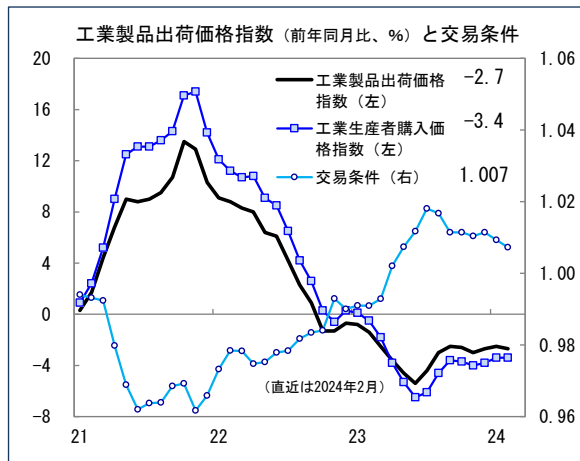
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成