

2024年5月23日 全11頁

中国：バランスシート調整とトランプ・リスク

家計は負債圧縮を優先、トランプ氏再選なら中国経済に打撃

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国政府は2024年5月17日、①住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の下限撤廃、②地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換など、「前例のない」（中国メディア）住宅市場テコ入れ策を発表した。不動産不況からの脱却を期待したいところであるが、それは容易ではない。住宅価格の下落が続き、将来的な先高観が台頭しない間は、実需筋も住宅の購入を急がないであろうし、投資・投機商品としての住宅も人気離散が続く可能性がある。また、上記②については、同レベルの品質の物件が安価に購入、もしくは賃貸できるかもしれないとの期待が高まると、それ以外の住宅への需要を一段と押し下げる懸念がある。
- 不動産開発投資は2022年以降、大幅なマイナスが続いているが、家計にもバランスシート調整の影響が及んでいる可能性が高い。個人向け住宅ローン残高の前期差を見ると、2022年4月～6月以降は急減し、足元では純減（返済超過）となることが度々生じている。主因は、住宅需要が大きく減少したことであり、現地報道によれば、繰り上げ返済も急増しているという。居住目的で住宅を購入した家計が、住宅ローンの繰り上げ返済のために、資産運用を減らしたり、消費を抑制したりしている可能性がある。
- 米国は2024年5月14日、通商法301条に基づき、中国から輸入するリチウムイオン電池、鉄鋼、重要鉱物などに対する関税率を2024年～2026年にかけて引き上げることを発表した。追加関税の対象は180億ドルにとどまり、米国・中国ともに経済への影響は極めて限定的だ。経済への影響は、2024年11月5日の米大統領選挙でトランプ前大統領が再選した場合に大きくなる。トランプ氏は、大統領に就任した暁には対中輸入関税を全製品に60%、中国以外の全輸入品に10%課税するとしている。2024年5月22日に大和総研が公表した第221回日本経済予測では、この場合、米国の実質GDPを1.84%、中国の実質GDPを1.29%押し下げると試算している。トランプ氏再選の場合、中国経済にさらなる打撃が加わるということだ。

「前例のない」住宅市場テコ入れ策を発表

2024年5月17日、中国人民銀行と国家金融監督管理総局は、住宅ローンの頭金の割合を1軒目は価格の15%以上、2軒目は25%以上に引き下げることを通じた。同日、中国人民銀行は、1軒目、2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃した。さらに同じ日に、何立峰・副首相（経済担当）は、保交楼¹全国オンライン会議にて、「住宅在庫の多い都市では、地方政府（国有企業）が合理的な価格で一部住宅を購入し、低所得者向けの保障性住宅として売却、賃貸をすることができる」などと述べた。

以下では、①住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の下限撤廃、②地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換について、解説をし、「前例のない」（中国メディア）と称される住宅テコ入れ策が奏功するか否かについて、考察をしたい。結論を先にいえば、住宅市場が短期的に安定化する期待はあるが、不動産不況からの脱却は容易ではない。

住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の撤廃

まず、住宅ローンの頭金の割合は、2015年10月以降、1軒目は25%以上、2軒目は40%以上とされていたが、不動産不況が深刻化する中、2023年8月にそれぞれ、20%以上、30%以上に引き下げられた経緯がある。

また、1軒目の住宅ローン金利の下限は、従来、LPR（ローンプライムレート）5年物と同じとされていた。これが、2022年9月に、同年6月～8月の当該都市の新築住宅価格の前月比・前年比がともに3カ月連続で下落した場合は、住宅ローン金利の下限をLPR5年物マイナス0.2%ptまで引き下げてよいとされた。さらに、2023年1月には、前月比・前年比が3カ月連続で下落した都市は、住宅ローン金利の下限を撤廃してよいとされている。2024年5月の今回の措置では、「3カ月基準」は問われず、1軒目のみならず、2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃してもよいとされた²。

2軒目の住宅ローン金利の下限については、2023年8月に、LPR5年物+0.2%ptに引き下げられた。1軒目との差別化が行われており、少なくともこの時点では、「住宅は住むためのものであり、投資・投機のためのものではない」という中国政府の姿勢は維持されていたとみられる。今回の2軒目の住宅ローン金利の下限撤廃には、投資や投機でもよいから住宅需要を刺激せざるを得ない中国政府の焦燥感が表れている。

不動産不況の前であれば、こうした住宅市場テコ入れ策は購入者に素直に好感されていたであろう。しかし、状況は大きく変化している。以下で詳しく見ていきたい。

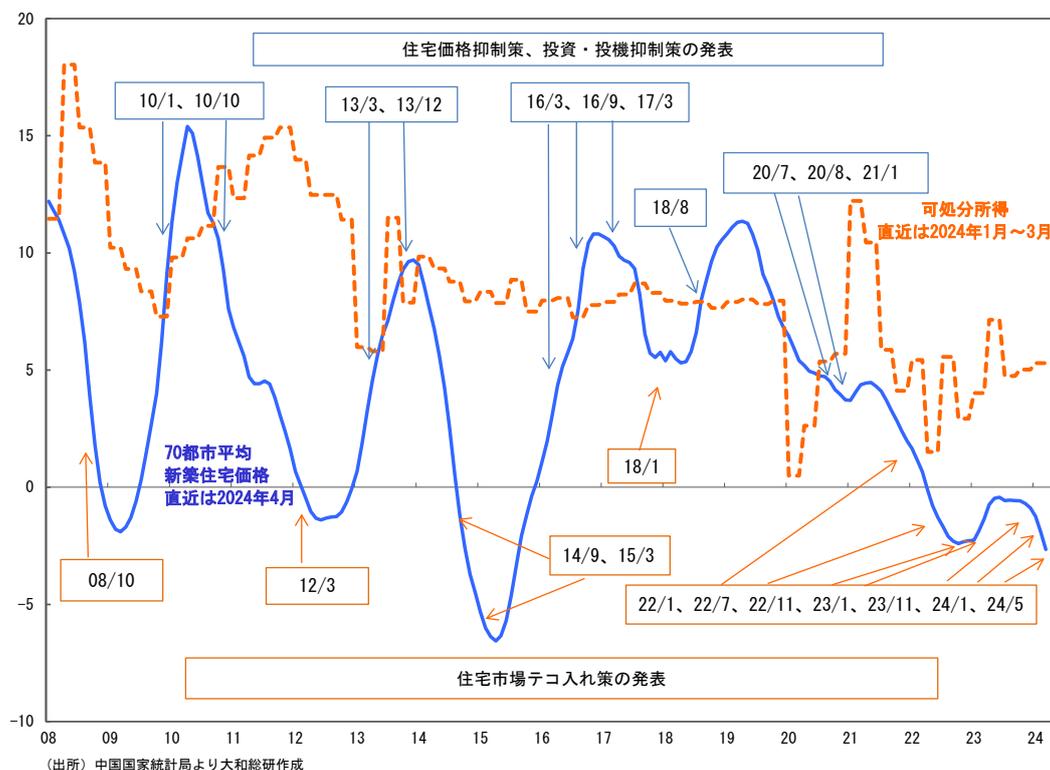
¹ 保交楼とは、物件を契約通りの品質と納期で完成し、購入者に引き渡すために、デベロッパーへの金融面での支援などの政策を講じること。

² 住宅ローンの頭金の割合や住宅ローン金利は、全国統一ではなく、各都市の裁量にある程度任されている。頭金の割合は下限が決まっているが、それを上回る設定が可能である。住宅ローン金利の下限は撤廃されたが、都市の状況によって下限を設けてよいとされている。

かねて中国政府は都市 1 人当たり可処分所得と新築住宅価格の関係を重視し、可処分所得増加率（前年比。以下、断りのない限り変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）>新築住宅価格上昇率>0%を適正な水準と見做し、住宅価格への介入・コントロールを行ってきた。新築住宅価格上昇率が可処分所得増加率を上回る局面では、市民による住宅価格への不満が高まり、社会不安が増大しかねない。このため、住宅ローンの頭金の割合や住宅ローン金利の引き上げのほか、購入における戸籍制限の強化（当該都市に戸籍がなければ住宅購入ができない）を通じて、住宅需要を抑制し、価格上昇を抑制した。逆に、住宅価格が下落すると、地方政府の重要な財政収入である土地使用権売却収入が減少し、インフラなどへの投資余力が低下するなどの悪影響が懸念されるようになる。このため、住宅価格が前年割れとなる前後のタイミングでは、1 軒目だけでなく 2 軒目の頭金の割合や住宅ローン金利を引き下げ、戸籍制限を緩和するなど、需要テコ入れ策を発動した。こうした政策変更により、政府は住宅価格に強い影響を与えてきたのである。少なくとも今回の不動産不況以前は、上昇バイアスの方が強いながらも政府によるコントロールが奏功していたように見える。

しかし、2022 年以降、中国政府は住宅市場のテコ入れに転換し、矢継ぎ早に政策を発動したが、住宅価格は下落が続いている。2024 年 4 月の新築住宅価格は▲3.5%となり、25 カ月連続の下落となった（中古住宅価格は 2024 年 4 月に▲6.8%となり、27 カ月連続で下落）。中国の住宅価格はこれまでも下落を経験したことはあったが、政府のテコ入れ策を契機に、住宅の先高観が台頭し、調整（下落）は 1 年程度で終わるのが常であった。こうした経験則も崩れている。

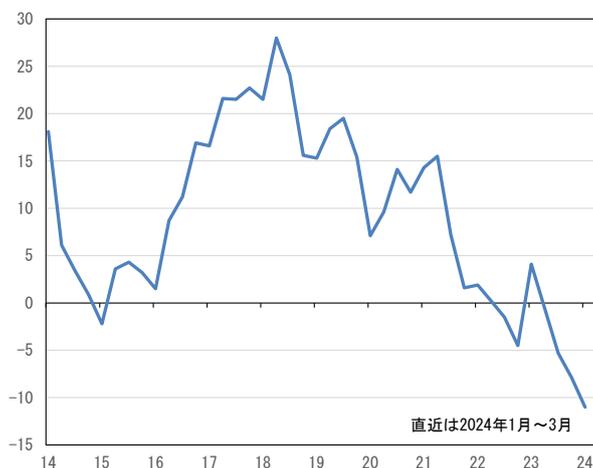
住宅価格（前年同月比）、都市 1 人当たり可処分所得（前年同期比）と住宅政策（単位：％）



住宅価格の先行きについても悲観的な見方が多い。2024年1月～3月の中国人民銀行の家計へのアンケート調査によれば、住宅価格が今後上昇すると予想する家計は全体の11.0%と、調査開始以来の最低を更新した。一方、下落すると予想したのは全体の22.0%となり、こちらは調査開始以来の最高を更新した。両者の差は、▲11.0%ptと、調査開始以来最大のマイナス幅となっている。これまでもこの差がごく短期的にマイナスとなることがあったが、今回のように4四半期連続マイナスと長期化したのは調査開始以来初めてである。

2024年5月の住宅市場テコ入れ策により、不動産不況からの脱却を期待したいところではある。しかし、価格下落が続き、将来的な先高観が台頭しない間は、実需筋も住宅の購入を急がないであろうし、投資・投機商品としての住宅も人気離散が続く可能性がある。不動産不況はさらに長期化する懸念があるということだ。

住宅価格の下落を予想する家計が増加（単位：%pt）



（注）中国人民銀行のアンケート調査により、住宅価格が今後上昇すると予想する家計（%）から今後下落すると予想する家計（%）を差し引いて算出
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

地方政府による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換

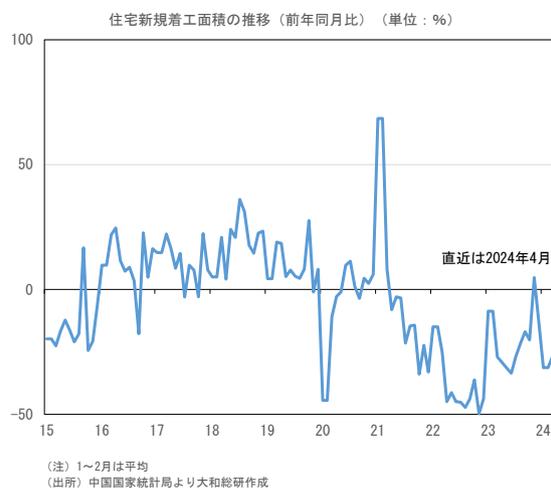
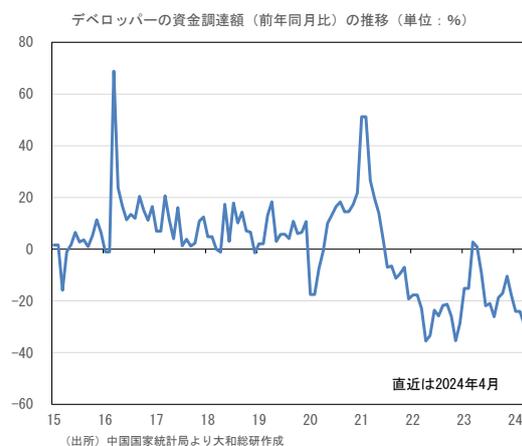
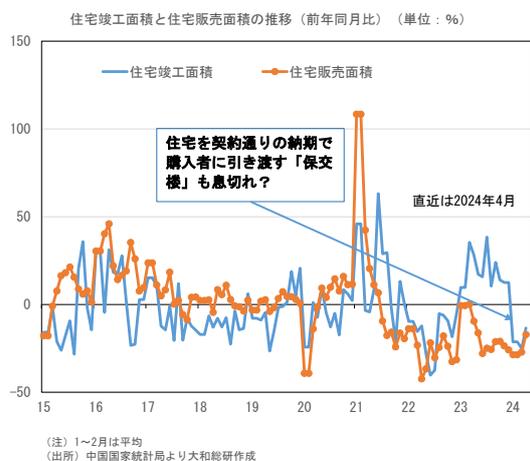
2024年4月30日に習近平総書記が主宰した中央政治局会議は、不動産市場について、「不動産市場の需給関係の新たな変化と、人々の優良物件への新たな期待とを結び付け、不動産在庫の消化と新規建設住宅の最適化のための政策・措置を一体化して検討し、不動産発展の新たなモデル構築に力を入れ、不動産の質の高い発展を促進しなければならない」とした。

これを受けて、2024年5月17日の何立峰・副首相の発言が行われたわけだが、特に注目されたのが、地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換である。これを実現するために、中国人民銀行は3,000億元（約6.5兆円）の再貸出枠を設定する。再貸出は1.75%の低利、期間1年で4回のロールオーバーが可能とされ、対象は国家開発銀行、国有商業銀行、郵政貯蓄銀行、株式制商業銀行など全国展開をする21行である。銀行貸出の60%に対して再貸出を行うとしており、全国で5,000億元（約10.9兆円）の貸出が実施されることにな

る。これによって、100 m²（居住面積は80 m²ほど、2024年1月～4月の全国平均は1 m²=約1万円）の住宅を50万戸ほど、2024年4月末時点の住宅在庫（同様の計算で391万戸）の12.8%を購入できる計算だ（合理的な価格で購入するとしているので、実際はより安価により多くの住宅の買い取りが可能だと思われる）。購入された住宅は、保障性住宅に転換し、低所得者に販売、もしくは賃貸に出される。

住宅在庫圧縮に具体的な政策が打ち出された点はプラスに評価すべきであろう。ただし、問題も多そうだ。例えば、①対象となる物件は国有・民営デベロッパーを差別なく扱う、としているが、買い取り主体は国有企業であり、デフォルトが相次ぐ民営デベロッパーの救済につながるかは不透明である、②政策を大々的に長期的に推進した場合、デベロッパーのモラルハザードと銀行収益悪化の問題が深刻化する一方で、小粒なものにとどまれば、住宅市場のセンチメントを変えるのは難しい、③同レベルの品質の物件が安価に購入、もしくは賃貸できるかもしれないとの期待が高まると、それ以外の住宅への需要を一段と押し下げる懸念がある、といった問題である。特に、①と③はただでさえ、資金繰り難と販売不振に喘ぐ、民営デベロッパーをさらなる苦境に陥らせかねないだけに、今度の動向を注視する必要がある。

続く不動産不況



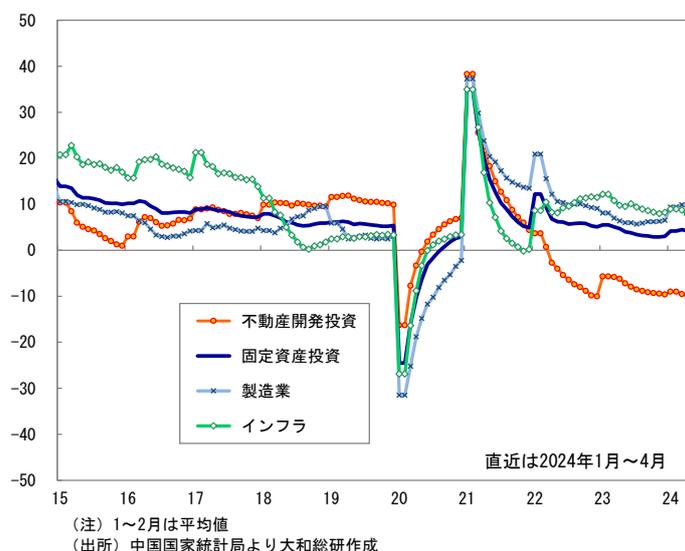
部分的なバランスシート調整

2024年1月～4月の固定資産投資は4.2%増となり、1月～3月の4.5%増からやや減速した。分野別には、製造業投資が9.7%増（1月～3月は9.9%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が7.8%増（同8.8%増）、不動産開発投資は9.8%減（同9.5%減）となった。

製造業投資は2023年の6.5%増から加速するなど、概ね堅調に推移している。この背景には、中国政府による工業分野での大規模設備更新の推進があるとみられる。2024年4月には工業情報化部など7省庁が「工業分野の設備更新実施推進計画」を発表した。同計画では2027年までに工業分野の設備投資が2023年比で25%（年平均5.7%）以上増加するとしている。これを受けて、国家金融監督管理総局などが「製造業向け金融サービスを深化させ、新型工業化の推進を後押しすることに関する通知」を发出し、産業チェーン・サプライチェーンの安全と安定、イノベーション推進、産業構造の最適化と高度化、工業のインテリジェント化とグリーン化などを金融面で重点的に支援するなどとしている。

一方で、不動産開発投資は2022年以降大幅なマイナスが続き、足元でも減少に歯止めが掛からない状況となっている。2020年8月に中国版総量規制³が導入され、特に2021年に中国恒大集団（エバーグランデ）が経営危機に陥ってからは、デベロッパーは負債の圧縮を最優先させた。販売減少も相まって、新規の投資需要は大きく減退したままだ。

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：％）



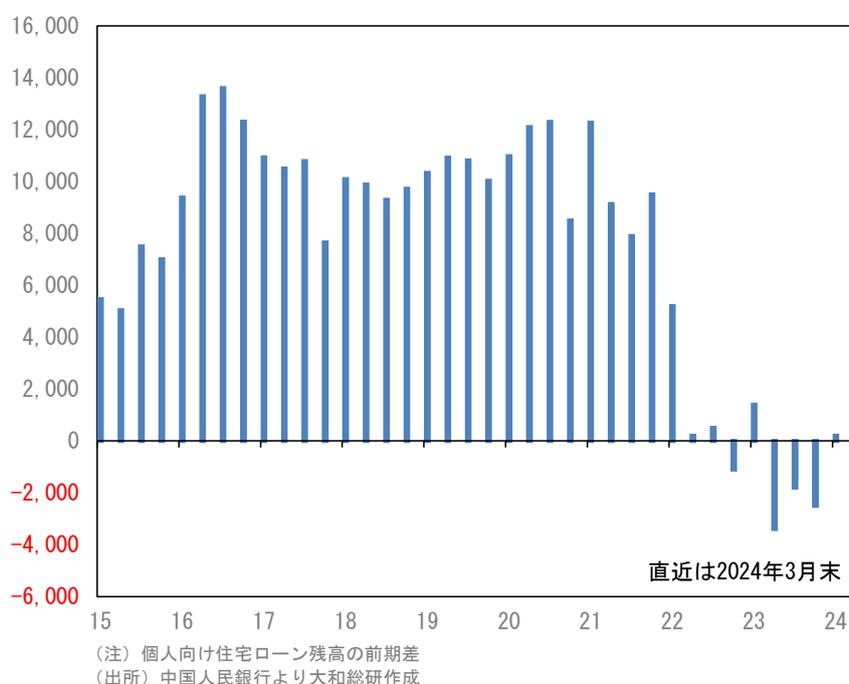
³ 負債関連の3つのレッドラインにいくつ抵触するかによって、デベロッパーに対する融資規制が実施されている。3つとも抵触した場合は年間の有利子負債増加率はゼロ%以内とされた。

さらに、家計にもバランスシート調整の影響が及んでいる可能性が高い。個人向け住宅ローン残高の前期差を見ると、2022年4月～6月以降に急減し、足元では純減（返済超過）となることが度々生じている。主因は、住宅需要が大きく減少したことであり、現地報道によれば、繰り上げ返済も急増しているという⁴。

家計にしてみれば、住宅価格の上昇期待が住宅ローン金利など購入コストを上回れば、購入意欲は高まるのだが、不動産不況によって真逆のことが起きている。家計にとって住宅の売却（2件目以降の場合）や住宅ローンの圧縮が、合理的な行動となる。居住目的で住宅を購入した家計が、住宅ローンの繰り上げ返済のために、資産運用を減らしたり、消費を抑制したりしている可能性がある。

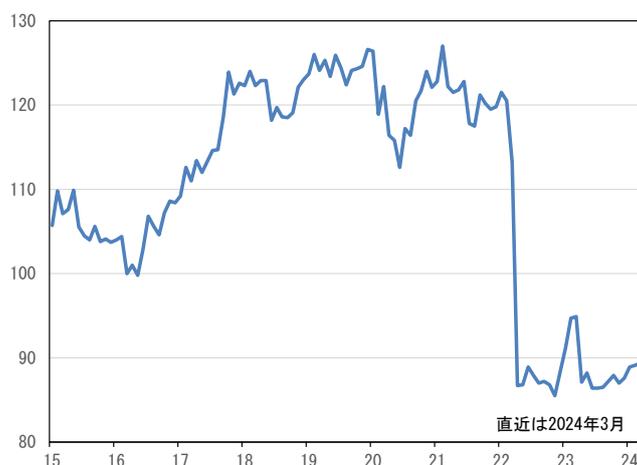
国家統計局が発表する消費者信頼感指数（楽観と悲観の境目＝100）は上海市でロックダウンが実施された2022年4月に急低下した。「ウィズコロナ」政策に転換した2023年1月～3月にかけて改善する場面があったが、その後は再び低迷し、現在に至っている。「ウィズコロナ」政策に転換すれば、自ずと消費者信頼感指数も回復すると思われたが、そうなっていない。2022年4月は新築住宅価格が下落に転じた時期と一致している。上記家計のバランスシート調整が、消費者信頼感指数の低迷に影響している可能性が極めて高い。

個人向け住宅ローン残高の前期差の推移（単位：億元）



⁴ この他、①利下げ局面では、より低い住宅ローン金利への借り換え、②住宅ローン返済を目的とした、より低金利の消費ローンや経営ローンへの借り換え、などがある。①について、当局によれば、2023年末までに23兆元の住宅ローンの借り換えが行われ、平均で0.73%pt金利が低下した。5,000万世帯以上、1.6億人が恩恵を享受し、毎年1,700億円の利払い負担が軽減されるという。②の消費ローンなどへの借り換えは違法行為である。消費ローンなどは1年～3年のものが多く、銀行が借り換えを拒否すれば、資金ショートを起こす可能性が高まるなど、リスクがある。

消費者信頼感指数の推移（楽観と悲観の境目=100）（単位：ポイント）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

米国が中国の「新御三家」の関税率を引き上げ。より重大なトランプ・リスク

米国は2024年5月14日、通商法301条に基づき、中国から輸入するリチウムイオン電池、鉄鋼、重要鉱物などに対する関税率を2024年～2026年にかけて引き上げることを発表した。リチウムイオン電池は従来の7.5%から25%に引き上げられる。対象となるのは2023年の金額ベースで180億ドル、対中輸入額に対する割合は4.2%にとどまる。内訳を見ると、リチウムイオン電池が132億ドルと追加関税対象の7割強を占める。報道ではEVや太陽電池への言及が多いが、それぞれ金額ベースでは追加関税対象の2.1%、0.1%にすぎない。

リチウムイオン電池に加え、金額は小さくてもEV、太陽電池が注目されるのは、これらが中国にとって輸出の「新三様（新御三家）」⁵と呼ばれる戦略的に重要な商品であるためだ。米国（バイデン大統領）にしてみれば、中国に対する強硬姿勢をアピールする格好の材料となり得る。一方の中国にしてみれば、こうした動きが他国に広がるのは避けなければならない、米国に対する批判を強めている。

ただし、経済全体に対する影響は極めて限定的だ。追加関税対象の180億ドルは、2023年の米国の輸入総額3兆841億ドルの0.6%、同年の中国の輸出総額3兆3,793億ドルの0.5%にすぎない。

経済への影響は、2024年11月5日の米大統領選挙でトランプ前大統領が再選した場合に大きくなる。トランプ氏は、大統領に就任した暁には対中輸入関税を全製品に60%、中国以外の全輸入品に10%課税するとしている。2024年5月22日に大和総研が公表した第221回日本経済予測では、この場合、米国の実質GDPを1.84%、中国の実質GDPを1.29%押し下げると試算している⁶。トランプ氏再選の場合、中国经济にさらなる打撃が加わるということだ。

⁵ ちなみに、「旧三様」（旧御三家）は衣類、家具、家電。

⁶ https://www.dir.co.jp/report/research/economics/outlook/20240522_024406.html

米国の対中追加関税

	輸入額 (億ドル)	現在の関税率 (%)	追加関税率 (%)	実施時期
EV向け以外のリチウムイオン電池	109.1	7.5	25	2026
EV向けリチウムイオン電池	23.1	7.5	25	2024
その他の重要鉱物	8.9	0	25	2024
永久磁石	5.9	0	25	2026
バッテリー部品	3.6	7.5	25	2024
天然黒鉛	1.1	0	25	2026
鉄鋼	10.0	0-7.5	25	2024
アルミニウム	8.1	0-7.5	25	2024
呼吸器	6.1	0-7.5	25	2024
注射器・注射針	1.7	0	50	2024
フェイスマスク	0.5	0-7.5	25	2024
ゴム製医療用・手術用手袋	0.3	7.5	25	2026
EV	3.8	25	100	2024
半導体	0.2	25	50	2025
太陽電池	0.1	25	50	2024
港湾クレーン	0.01	0	25	2024
合計	182.6	6.7	26.8	

(注1) 当該品目のHSコードを特定してリスト化しており、180億ドルと若干の差異がある

(注2) 合計の関税率は加重平均。0-7.5%は便宜上、3.75%で計算した

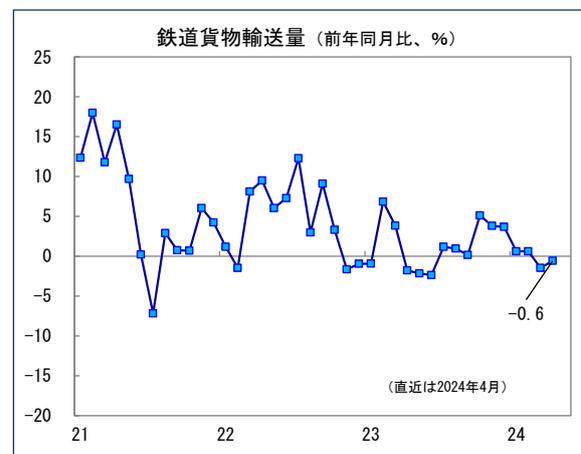
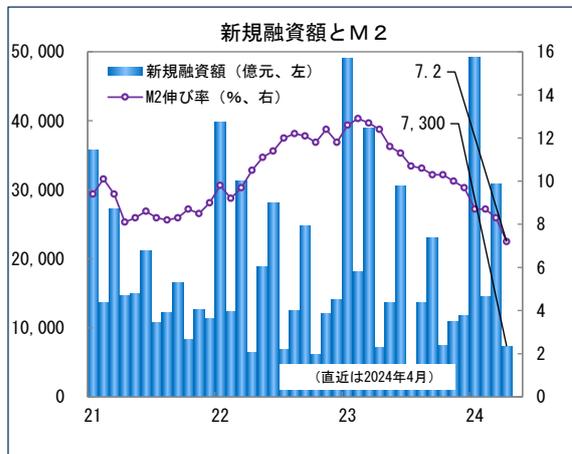
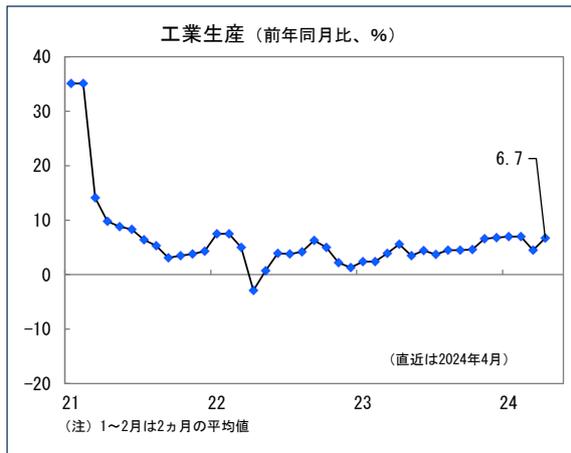
(出所) JETRO、アメリカ国際貿易委員会 (United States International Trade Commission) などより大和総研作成

主要経済指標一覧

	2023年4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2024年1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率(四半期、前年同期比、%)	-	-	6.3	-	-	4.9	-	-	5.2	-	-	5.3	-
工業生産(前年同月比、%)	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7
電力消費量(前年同月比、%)	8.3	7.4	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0
鉄道貨物輸送量(前年同月比、%)	-1.8	-2.2	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6		-1.5	-0.6
固定資産投資(前年累計比、%)	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2
不動産開発投資(前年累計比、%)	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8
小売売上(前年同月比、%)	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	6.5		3.1	2.3
消費者物価指数 全体(前年同月比、%)	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3
食品(前年同月比、%)	0.4	1.0	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7
非食品(前年同月比、%)	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9
工業製品出荷価格指数(前年同月比、%)	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5
工業生産者購入価格指数(前年同月比、%)	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0
新規融資額(億円)	7,188	13,600	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300
M2伸び率(%)	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2
輸出(前年同月比、%)	7.1	-7.6	-12.4	-14.3	-8.6	-6.8	-6.6	0.7	2.1	7.0		-7.5	1.5
輸入(前年同月比、%)	-8.8	-5.3	-7.1	-12.1	-7.2	-6.3	3.0	-0.6	0.3	3.5		-1.9	8.4
貿易収支(億米ドル)(1月、2月は平均)	850.5	651.5	695.6	794.0	672.2	751.2	558.6	690.7	747.3	623.5		586.0	723.5
新築商品住宅価格指数 北京(前年同月比、%)	4.5	4.3	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5
上海(前年同月比、%)	4.6	4.9	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2
商用不動産 着工面積(前年累計比、%)	-21.4	-23.1	-24.9	-25.1	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7
竣工面積(前年累計比、%)	18.2	19.1	18.4	19.9	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3
不動産販売 面積(前年累計比、%)	-5.4	-8.5	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3
金額(前年累計比、%)	5.2	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4

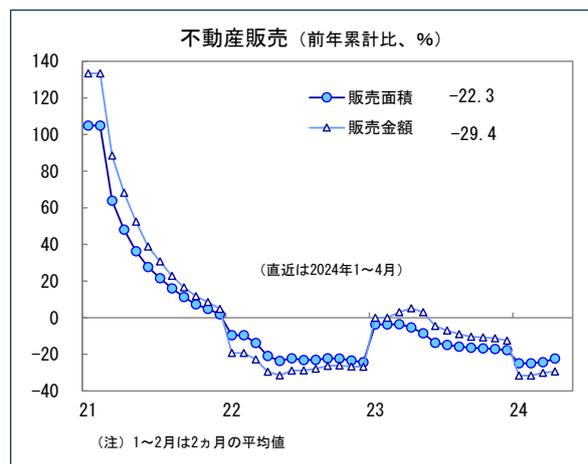
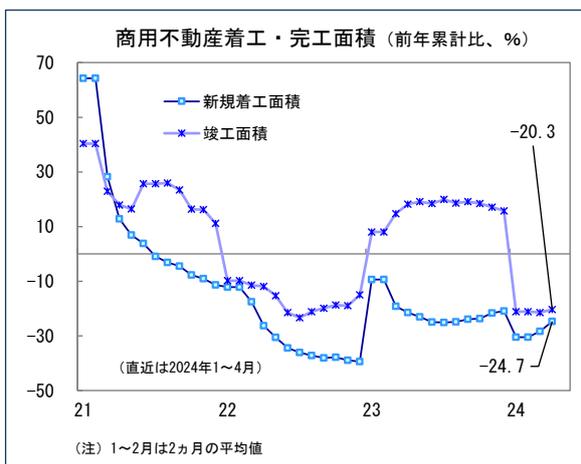
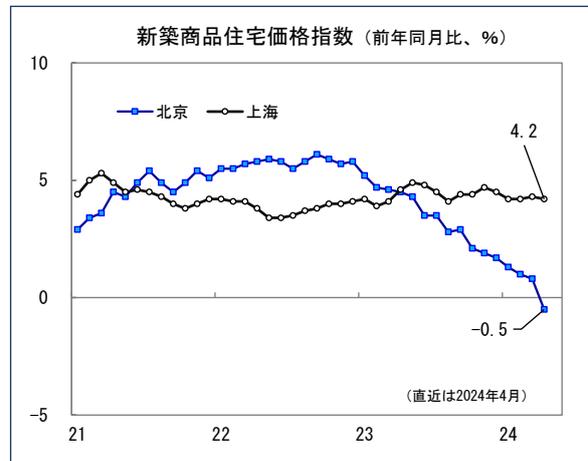
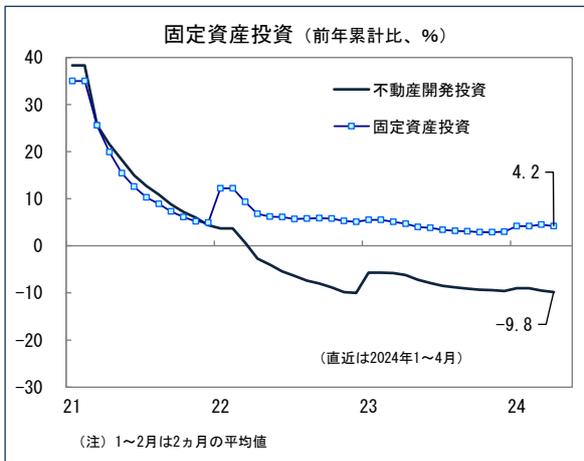
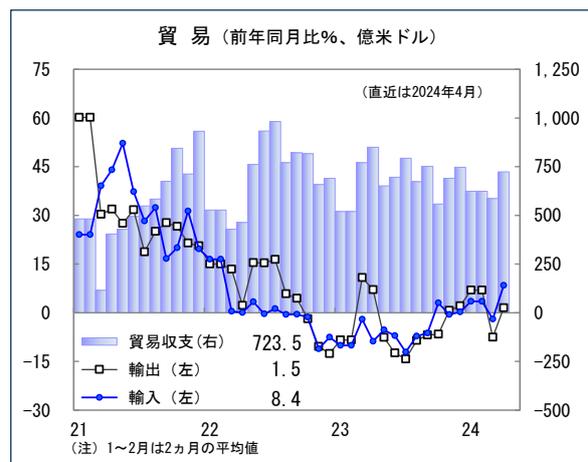
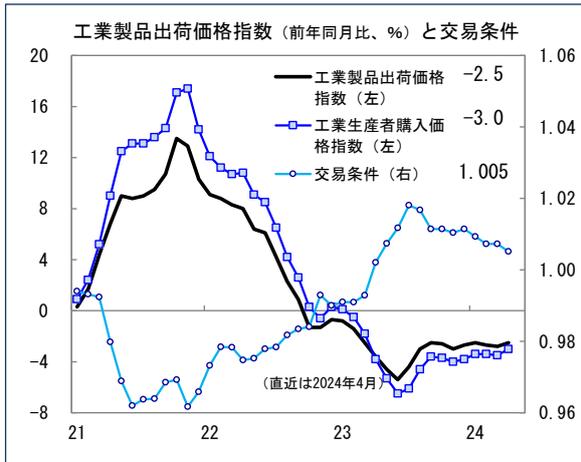
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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