

2024年9月20日 全9頁

# 中国：不動産不況、淘汰と救済なくして回復なし

## 金融市場では「質」（安全資産）への逃避が進む

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

### [要約]

- 中国経済の先行きへの不安や「質」への逃避を背景に、マネーストック統計に異変が起きている。M1を構成する預金通貨（要求払預金）が2024年2月以降、前年同月比で減少し、足元でそのマイナス幅が大きく拡大している。これは投資や消費のための資金需要の減退を示唆している可能性がある。一方、M2を構成する準通貨（貯蓄・定期預金など）は概ね10%以上の増加が続くなど、比較的堅調な推移となっている。
- 今後、中国政府は2024年の政府成長率目標である前年比5%成長を達成するために、さらなる金融緩和や財政出動などの措置を講じてくるだろう。しかし、根本的に重要なのは、不動産不況からの脱却だ。野放図な放漫経営により、経営危機に陥ったデベロッパーを処理する一方で、本来なら健全な経営をしていたにもかかわらず、中国版総量規制の導入→銀行の貸し渋り・貸し剥がし→工事中断→購入者が購入を敬遠→業績悪化→デフォルト、という経路で存続の危機に瀕しているデベロッパーを救済する必要がある。抜本的な政策が発動されなければ、中国経済の成長力低下の長期化が懸念されよう。

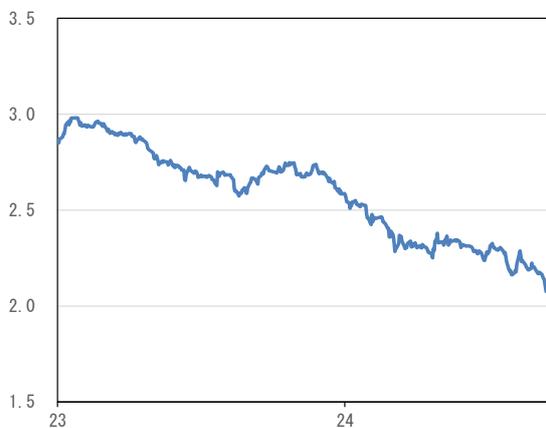
## 金融市場では「質」（安全資産）への逃避が進む

中国で長期国債の利回りが急低下している。10年物国債の利回りは、2024年年初に2.5%台となり、第一次コロナショック下の2020年4月初め頃の水準に低下していたが、その後は一段と低下し、2024年9月19日には2.0%台となった。中国人民銀行は7月に公開市場操作によって国債を借り入れ、市場で売却する旨を発表した。これによって、利回りの低下（価格上昇）に歯止めをかけようとしたが、効果はみられない。

長期国債利回り低下の背景には、①「不動産不況」などによる中国経済の減速と先行き不透明感、②内需不振や供給過剰を一因とするデシインフレの進行とデフレ懸念、③金融緩和期待の高まり、そして、④質（安全資産）への逃避の動きの強まり、などがある。

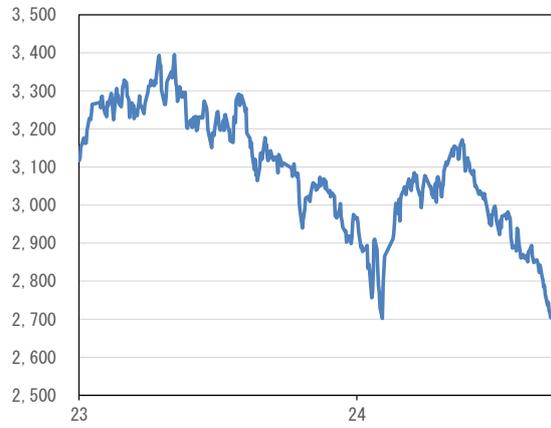
同じ構図で冴えない動きをしているのが、株式市場である。2024年9月19日に、代表的な株価指数である上海総合指数は2,736ポイントで引けた。前年末比では8.0%の下落だ。そもそも同指数の3,000ポイント割れは、数年前なら「国家隊」の出動、すなわち、中国政府と関係の深い機関投資家が上場国有企業の株式を買い支えるべきタイミングと目されていた。これを1割下回る水準というのは、中国政府が繰り出す政策へのマーケットの低い評価、あるいは中国経済の先行きに対する不安が如実に表れている。

10年物国債利回りの推移（単位：％）



(出所) 中央国債登記決済有限責任会社より大和総研作成

上海総合指数の推移（単位：ポイント）



(出所) 上海証券取引所より大和総研作成

中国経済の先行きへの不安や「質」への逃避を背景に、マネースtock統計にも異変が起きている。M1を構成する預金通貨（要求払預金）が2024年2月以降、前年同月比で減少し、足元でそのマイナス幅が大きく拡大している。これは投資や消費のための資金需要の減退を示唆している可能性がある。一方、M2を構成する準通貨（貯蓄・定期預金など）は概ね同10%以上の増加が続くなど、比較的堅調な推移となっている。

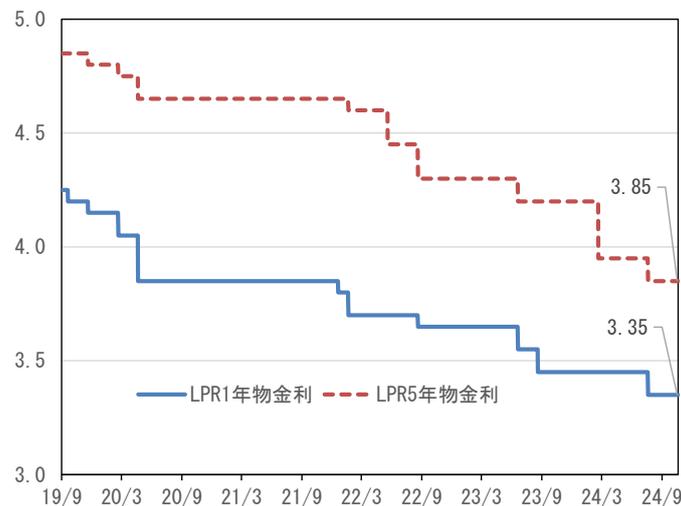
こうした状況を変えるべく実施されたのが、7月22日の利下げであり、7月25日に発表された内需刺激策であった（内需刺激策については後述）。ただし、利下げは0.1%ptにとどまり、そもそも資金需要が低下する中でその効果は限定的だと思われる。

### 預金通貨（M1）と準通貨（M2）の推移（前年同月比）（単位：％）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

### 中国の政策金利の推移（単位：％）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

## 7月25日の「内需刺激策」の効果発現は9月以降か

内需刺激を目的として、中国政府が2024年7月25日に発表したのが、「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」であった。その骨子は次頁表の通りであり、①

の工業、環境インフラ、交通運輸、物流、教育、文化・観光、医療などの分野の設備更新など、②の船舶の廃棄・買い替え、への補助金に、超長期国債の発行で調達した資金（2024年は1兆元発行予定）のうち1,480億円を充て、③ディーゼルトラックの廃棄・買い替え、④農業機械の廃棄・買い替え、⑤新エネルギー公共バスと動力電池の廃棄・買い替え、⑦自動車（EV、ガソリン車）、家電、電動自転車の廃棄・買い替え（⑧はEV、ガソリン車の補助金の詳細、⑨は家電の補助金の詳細）に対して、同様に1,500億円を充てる。そのほかを含めて、合計では3,000億円超の内需刺激策が発表されたことになる。

今回の政策は、(1)発表から1カ月強の2024年8月末までに資金の配分を終え、12月末までに資金を使い切る、(2)補助金については、中央政府がほとんど（90%が基準）を負担する、とされたことが特徴的である。(1)は政策の即効性を狙ったものであり、(2)は政策の実効性を高めようとしている。

自動車や家電の補助金政策については、2024年4月、5月にも打ち出されていたが、家電の補助金は価格の10%（1台当たり1,000元、約2万円が上限）が上限とされていた。今回（7月）は価格の15%（1台1,500元）か20%（1台2,000元）が上限とされるなど、政策はよりパワーアップされている。自動車も同様で、ガソリン車の補助金は従来の7,000元から1.5万円に、EVについては1万元から2万円に増額された。8月末までに資金が配分されたとすれば、この政策が本格的に稼働するのは9月以降と想定される。

## 2024年7月25日に発表された内需刺激策

一. 設備更新への支援強化	
①	工業、環境インフラ、交通運輸、物流、教育、文化・観光、医療などの設備更新を推進
②	老朽化船舶の廃棄・更新（買い替え）に補助金を支給（例：1総トン当たり1,500元～3,200元）
③	老朽化トラックの買い替えに補助金を支給（例：1台当たり8万円）
④	農業用トラクター、農業機械の廃棄・購入に補助金を支給
⑤	使用年数8年超の新エネルギー公共バスの更新に補助金を支給（例：1台当たり8万円）
⑥	条件を満たす設備更新に対する利子補給を1%ptから1.5%ptに引き上げ（期間2年、総額200億元）
二. 消費財買い替えへの支援強化	
⑦	自動車（EV、ガソリン車）、家電の買い替え、古い住宅のリフォームなどに補助金を支給
⑧	個人が排ガス基準「国3」以下のガソリン車を廃棄し、条件を満たす排気量2L以下のガソリン車に買い替える場合は <b>1万5,000元（従来は7,000元）</b> の補助金を支給。2018年4月30日以前に登録した新エネルギー乗用車を廃棄し、条件を満たす新エネルギー車に買い替える場合は <b>2万円（従来は1万円）</b> の補助金を支給
⑨	個人が省エネ・節水基準2級以上の冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、コンピュータ、給湯器、家庭用コンロ、レンジフードに買い替える場合、 <b>価格の15%</b> を補助金として支給。省エネ・節水基準1級以上の家電に買い替える場合は <b>価格の20%</b> を補助金として支給。補助金の上限は <b>1台当たり2,000元</b>
⑩	電器電子製品の回収処理のため2024年は中央財政から75億元を支給

（注）薄橙色で示した①②に超長期国債の発行で調達した1,480億円を充て、薄水色で示した③④⑤⑦⑧⑨に超長期国債の発行で調達した1,500億円を充てる。⑥と⑩は中央財政資金275億元を投入する

（出所）中国国家発展改革委員会、財政部「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」より大和総研作成

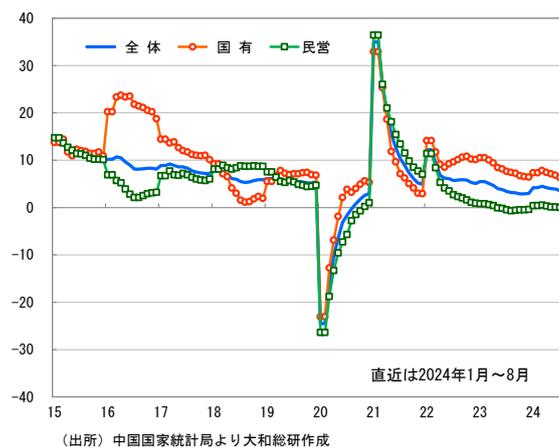
しかし、こうした内需刺激策は2024年12月末までを期限とする短期的な政策である。当然、2025年はその反動減が懸念されることになる。

## 景気回復には不動産不況からの脱却が不可欠

今後、中国は2024年の政府成長率目標である前年比5%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）成長を達成するために、さらなる金融緩和や財政出動などの措置を講じてこよう。しかし、資金需要が低迷している中で、小幅な利下げをしてもその効果は限定的であろう。財政について、2023年は10月～12月に国債を1兆元増発して、インフラ投資などを支えたが、2024年もその可能性がある。

しかし、根本的に重要なのは、不動産不況からの脱却である。国家統計局によれば、2024年1月～8月の固定資産投資は3.4%増にとどまったが、国有部門が6.0%増であったのに対して、民営部門は0.2%減と明暗を分けた。さらに、民営部門は不動産開発投資を除くと6.3%増であったとも報告されている。不動産不況の悪影響は民営デベロッパーに集中していることが分かる。野放図な放漫経営により、経営危機に陥ったデベロッパーを処理する一方で、本来なら健全経営をしていたにもかかわらず、中国版総量規制の導入→銀行の貸し渋り・貸し剥がし→工事中断→購入者が購入を敬遠→業績悪化→デフォルト、という経路で存続の危機に瀕しているデベロッパーを救済する必要がある。抜本的な政策が発動されなければ、中国経済の成長力低下の長期化が懸念されよう。

### 固定資産投資全体、民営・国有別の推移（1月から累計の前年同期比、%）



### 2024年1月～8月の不動産開発投資は10.2%減

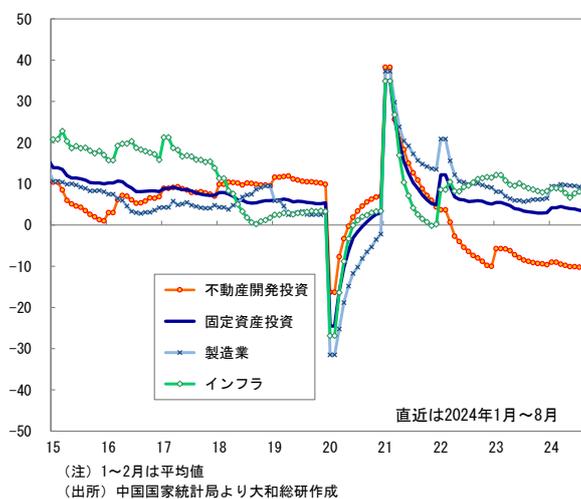
国家統計局によると、2024年1月～8月の固定資産投資は3.4%増となり、1月～7月の3.6%増から伸びがさらに鈍化した。1月～8月の分野別内訳は、製造業投資が9.1%増（1月～7月は9.3%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は7.9%増（同8.1%増）、不動産開発投資は

10.2%減（同 10.2%減）だった。

製造業投資は堅調が続いている。2024年4月に工業情報化部など7省庁が「工業分野の設備更新実施推進計画」を発表し、7月には具体的な補助金政策が発表された。当面は固定資産投資の下支え役を果たすと期待される。

不動産開発投資は2022年以降大幅な前年比マイナスが続いている。一方で、2024年1月～8月の不動産開発投資を除く固定資産投資は7.7%増と発表された。比較的堅調であるが、1月～6月の8.5%増、1月～7月の8.0%増から伸びが減速している点は気掛かりだ。既述したマネーストック統計が示唆する投資意欲減退の影響が出始めている可能性がある。

### 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8月の小売売上は2.1%増にとどまる

2024年8月の小売売上は2.1%増となり、7月の2.7%増から減速した。1月～8月は3.4%増だった。

小売売上の1割程度を占める自動車販売金額は、2024年3月から前年割れが続き、8月は7.3%減（1月～8月は2.4%減）となった。自動車販売の不振が小売売上の押し下げ要因となっており、自動車を除く小売売上は、8月は3.3%増、1月～8月は3.9%増であった。

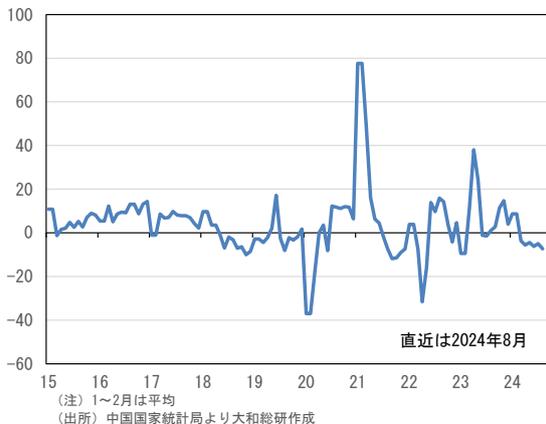
次に2024年8月の家電・音響映像機材の販売金額の伸び率は3.4%増（1月～8月は2.5%増）となり、7月の2.4%減から増加に転じた。国家統計局は政策効果を指摘するが、2023年8月が2.9%減だったことからすると、反動増によるところが大きい。

2024年9月以降は自動車・家電などのパワーアップした買い替え補助金政策の効果発現に期待したいところである。ただし、期限は2024年末までとなっており、2025年にはその反動減が懸念される。

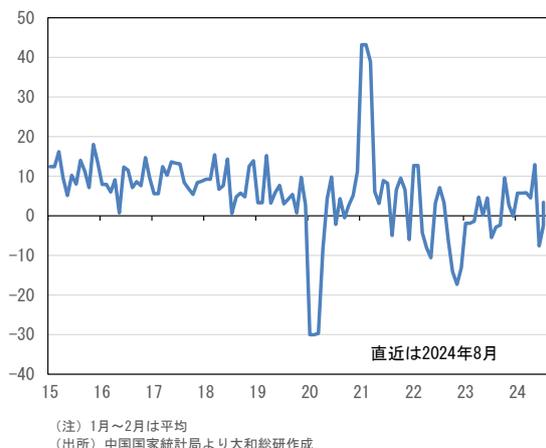
## 自動車販売金額

## 音響映像機材販売金額

自動車販売金額（前年同月比）の推移（単位：％）



家電・音響映像機材販売金額（前年同月比）（単位：％）



## 2024年8月の輸出は8.7%増、輸入は0.5%増

2024年8月の輸出（以下、貿易はドル建て）は8.7%増（1月～8月は4.6%増）、輸入は0.5%増（同2.5%増）、貿易黒字は35.4%増（同11.3%増）の910億ドル（同6,090億ドル）であった。

輸出は2024年5月以降、堅調に推移しているが、これは前年同月が前年割れであった反動増が主因であり、力強さに欠ける。このほか、欧米の対中貿易規制の強化を前に、一部で前倒し輸出が行われたこともあろうが、これは持続的ではない。一方、輸入が伸び悩んでいるのは、内需の弱さと、中国が一部部品・製品の国産化を推進していることが背景にある。

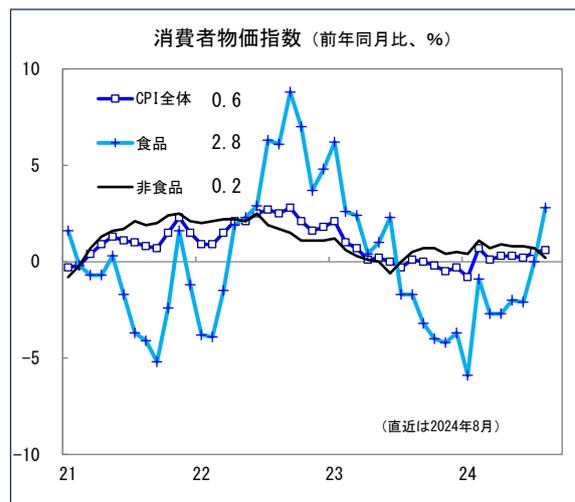
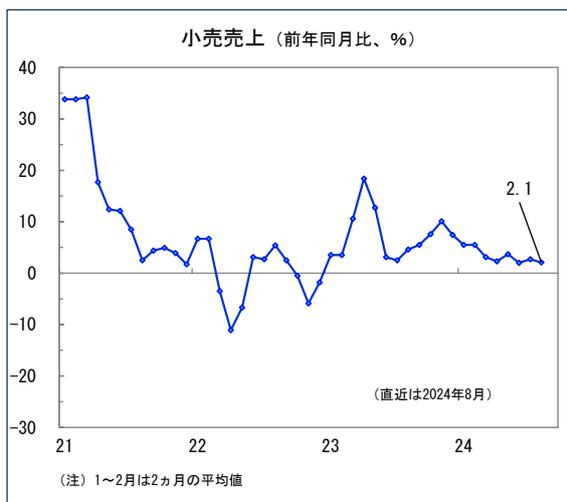
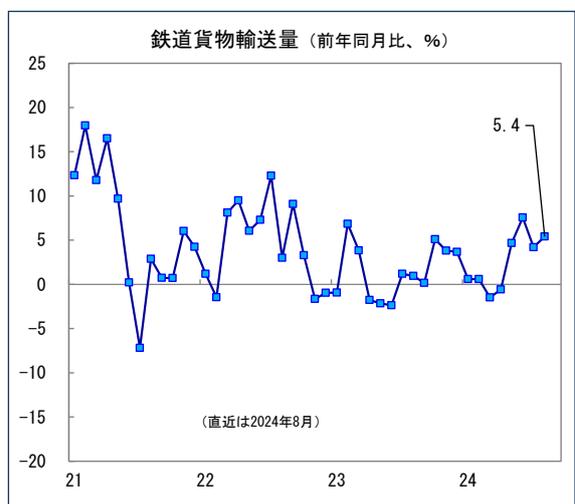
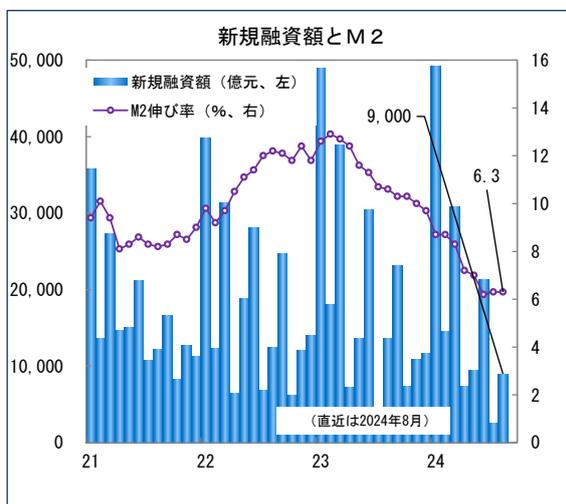
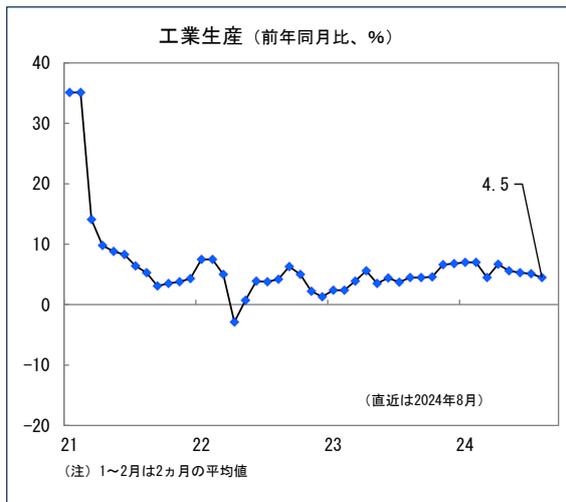
貿易黒字の増加は、GDPの中で純輸出の増加に貢献し、内需の減速を一部補おう。

## 主要経済指標一覧

	2023年8月	9月	10月	11月	12月	2024年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、％）	-	4.9	-	-	5.2	-	-	5.3	-	-	4.7	-	-
工業生産（前年同月比、％）	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0	4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	
電力消費量（前年同月比、％）	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0	7.4	7.0	7.2	5.8	5.7		
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6	-1.5	-0.6	4.7	7.6	4.2	5.4	
固定資産投資（前年累計比、％）	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2	4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	
不動産開発投資（前年累計比、％）	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0	-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	
小売売上（前年同月比、％）	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5	3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6
食品（前年同月比、％）	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8
非食品（前年同月比、％）	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8
新規融資額（億元）	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000
M2伸び率（％）	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3
輸出（前年同月比、％）	-8.6	-6.8	-6.6	0.7	2.1	6.7	-7.9	1.2	7.5	8.6	7.0	8.7	
輸入（前年同月比、％）	-7.2	-6.3	3.0	-0.6	0.3	3.6	-1.9	8.3	1.9	-2.3	7.2	0.5	
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	672.2	751.2	558.6	690.7	747.3	613.7	574.2	716.2	821.6	988.1	847.2	910.2	
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6
上海（前年同月比、％）	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5	-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	
竣工面積（前年累計比、％）	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1	-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	
不動産販売 面積（前年累計比、％）	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9	-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	
金額（前年累計比、％）	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6	-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	

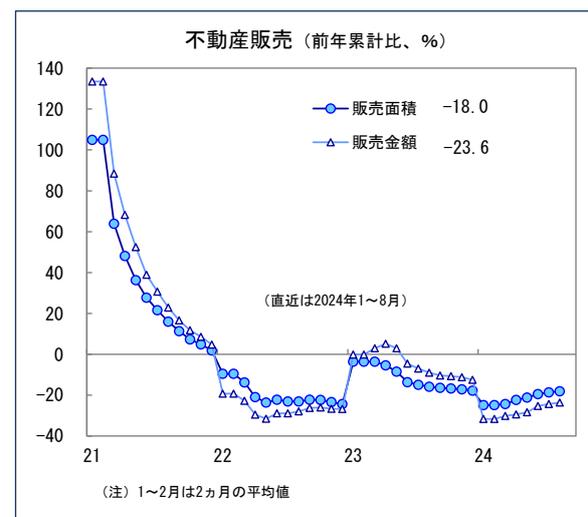
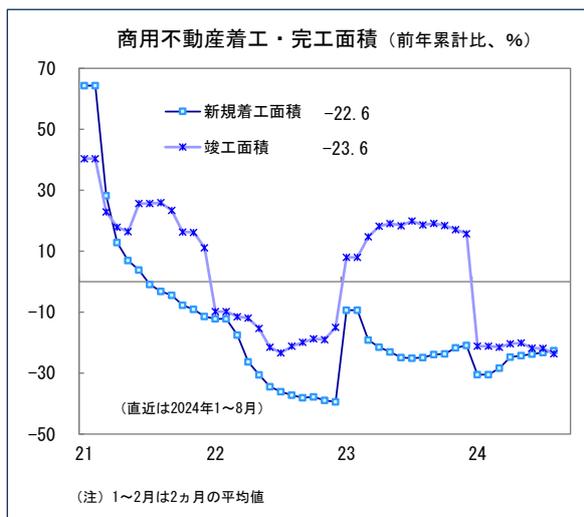
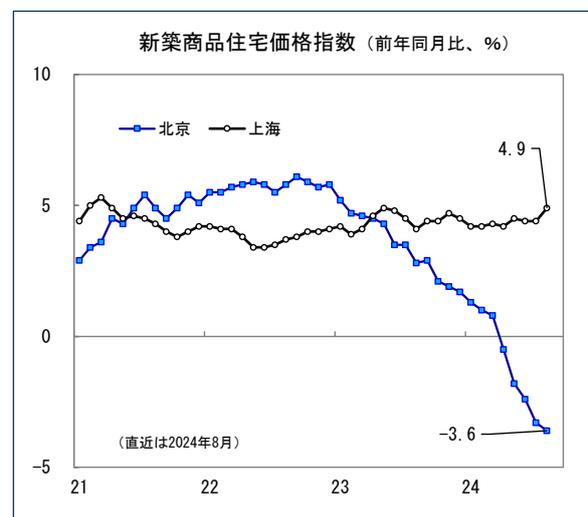
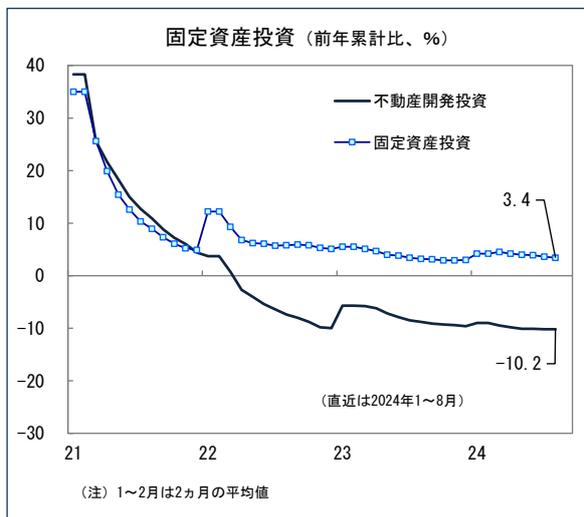
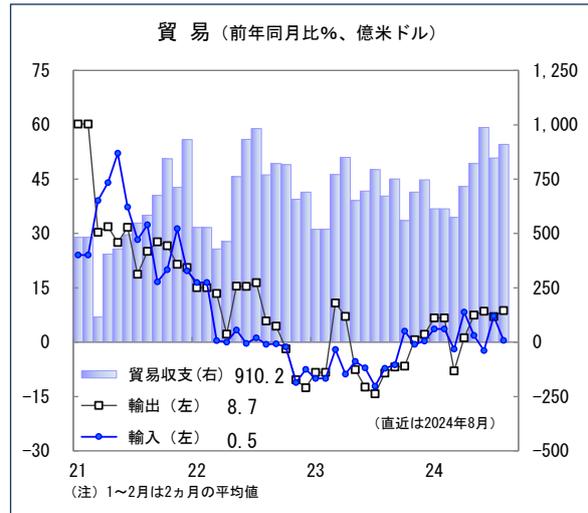
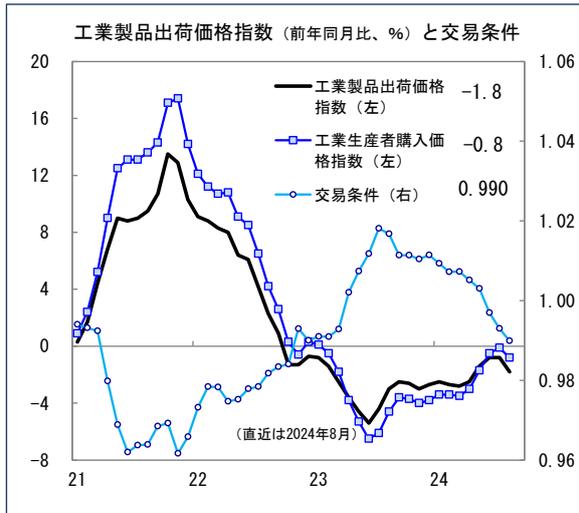
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国エネルギー局、CEICより大和総研作成

## 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