

2024 年 11 月 22 日 全 11 頁

中国経済見通し：景気テコ入れ策の効果を総点検

家電・自動車買い替え促進策の効果が発現。住宅市場テコ入れ策は？

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

〔要約〕

- 中国国家统计局によると、2024 年 10 月の小売売上は前年同月比 4.8%増（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、9 月の 3.2%増から伸びが加速した。家電・音響映像機材の販売金額は、8 月の 3.4%増から、9 月は 20.5%増、10 月は 39.2%増と急増した。これは、2024 年 7 月 25 日に発表された「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」が効果を上げたものだ。
- 中国では、3 年にわたる不動産不況からの脱却を目指した、住宅市場テコ入れ策の発表が相次いでいる。2024 年 10 月に住宅販売面積の減少幅は大きく縮小したが、効果の発現はごく一部にとどまっている。
- 景気を直接刺激するものではないが、10 兆元の「隠れ債務」の地方政府債務への付け替えについては、短期・高金利の債務を長期・低金利の債務に転換することで、地方政府融資平台の破綻リスクや銀行などの貸し倒れリスクが低減することが期待できる。
- 今後、国債を増発するなどの可能性はあるが、今更発表されても 2024 年の景気をテコ入れするには遅すぎる。財政出動は、家電・自動車の買い替え促進策の反動減が懸念される 2025 年の景気を下支えするために温存される可能性もある。

家電・自動車買い替え促進策の効果が発現

中国国家统计局によると、2024年10月の小売売上は前年同月比4.8%増（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、9月の3.2%増から伸びが加速した。家電・音響映像機材の販売金額は、8月の3.4%増から、9月は20.5%増、10月は39.2%増と急増した。また、9月の自動車販売金額は0.4%増となり、7カ月ぶりに増加に転じた後、10月は3.7%増と伸び率が高まった。

これは、2024年7月25日に発表された「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」（以下、「措置」）が効果を上げたものだ。

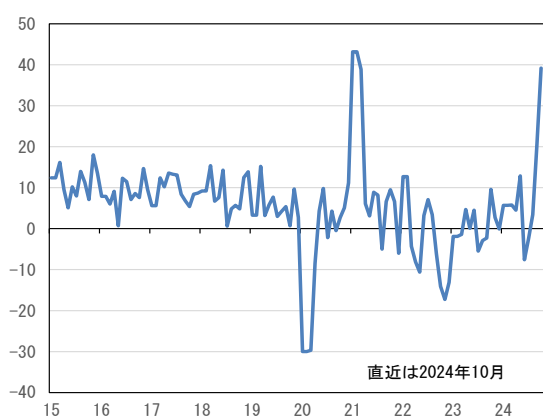
「措置」では、家電の買い替えについて、「個人が省エネ・節水基準2級以上の冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、コンピュータ、給湯器、家庭用コンロ、レンジフードの8種類の家電に買い替える場合、価格の15%を補助金として支給する。省エネ・節水基準1級以上の上記8種類の家電に買い替える場合は価格の20%を補助金として支給する。消費者1人当たり8種類それぞれ1台限り、1台当たりの補助金の上限は2,000元とする」とされた。

自動車について、「措置」は「個人が排ガス基準『国3』以下のガソリン車、あるいは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2万元、排気量2L以下のガソリン車に買い替える場合は1万5,000元の補助金を支給する」としている。

家電と自動車の買い替えについては、「措置」が発表される数カ月前に地方政府が同様の政策を発表していたが、効果は極めて限定的であった。今回の「措置」が効果を上げた理由は何だろうか？

第一は補助金額の増額だ。従来、家電の補助金の上限は価格の10%（1,000元）とされていたが、「措置」では15%（1,500元）、もしくは20%（2,000元）に、新エネルギー車の補助金は従

家電・音響映像機材販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



（注）1月～2月は平均
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

自動車販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



（注）1～2月は平均
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

来の1万円から2万円に、ガソリン車は同様に7,000円から1万5,000円に増額されている。

第二は実効性の向上である。補助金は、従来は地方政府に多くを依存していたが、「措置」では、中央90%（東部地区は85%、中部地区は90%、西部地区は95%）：地方10%（東部15%、中部10%、西部5%）の原則で負担するとされた。不動産不況の長期化により、地方政府の主要な財源である土地使用权売却収入が大きく減少する中、地方財政には補助金を支給する余力が乏しかったと推察される。

第三は政策の即効性だ。「措置」では、補助金は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とされた。政策は9月に本格的に始動し、家電・自動車販売を押し上げたのである。年内はこの効果が持続しよう。

ただし、家電・自動車の買い替え補助金政策は、その効果が大きいほど、反動減が懸念される。その悪影響は2025年に、特に秋口から年末に強く出てこよう。

住宅市場テコ入れ策の効果は？

中国では、3年にわたる不動産不況からの脱却を目指した、住宅市場テコ入れ策の発表が相次いでいる。結論を先にいうと、2024年10月に住宅販売面積の減少幅は大きく縮小したが、効果の発現はごく一部にとどまっている。

住宅需要刺激策は一部で効果発現か？

住宅需要を刺激しうるのは、住宅ローン金利のさらなる引き下げと、2軒目の住宅ローンの頭金割合の一段の引き下げだ。

各地方政府が決定する住宅ローン金利については、2024年5月に下限が撤廃され、大幅に引き下げられた。さらに、7月の政策金利（LPR5年物）の0.10%pt引き下げ、10月の0.25%pt引き下げに伴い、住宅ローン金利は同じ幅だけ引き下げられている。2024年に入ってからだけで都合3回の引き下げである。例えば、上海市の1軒目の住宅ローン金利は、従来の3.85%→3.50%（5月）→3.40%（7月）→3.15%（10月）に、同様に2軒目（市内）は、4.25%→3.90%→3.80%→3.55%に引き下げられた。

住宅ローンの頭金割合については、従来は1軒目20%以上、2軒目30%以上であったが、2024年5月にそれぞれ15%以上、25%以上に引き下げられた。さらに今回は2軒目も15%以上に引き下げられている。実需だけでなく、投資・投機需要をも刺激しようとしているのであろう。

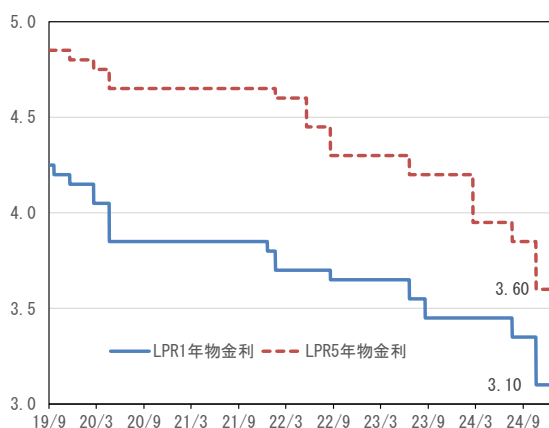
後述する政策を含め、特に2024年9月下旬以降は政策パッケージが発表されたことで、中国政府が不動産不況からの脱却にいよいよ本格的に取り組み始めたとのメッセージを発出することには成功したとみられる。住宅購入者のセンチメントが好転し、10月1日～7日の国慶節の連休には、大都市を中心に一部都市で住宅販売の活況が伝えられた。1月～10月の住宅販売面積は17.7%減となり、1月～9月の19.2%減からマイナス幅が若干圧縮された。当局が発表する1月からの累計のデータから単月を計算すると、10月は0.5%減となり、9月の11.0%減か

ら減少幅は大きく縮小した。

確かに、過去3年にわたり抑制されてきた住宅実需が刺激されている可能性はある。例えば、新規需要に加え、2軒目の住宅ローンの頭金の割合引き下げに関連して、狭くて古い物件に住んでいる家計が、より快適な住宅に買い替えたいというニーズはある程度存在しよう。

一方で、不動産不況に陥る以前の中国では、投資・投機需要（公式統計はないものの）は全体の3割とも4割ともいわれていた。これが回復するには、住宅価格の中長期的な先高観が台頭することが重要となろう。しかし、直近2024年10月の新築住宅価格は▲6.2%、中古住宅価格は▲8.9%と、それぞれ31カ月、33カ月連続の下落となった。住宅価格が中長期的に上昇するとの期待が高まるのは極めて困難であると思われる。

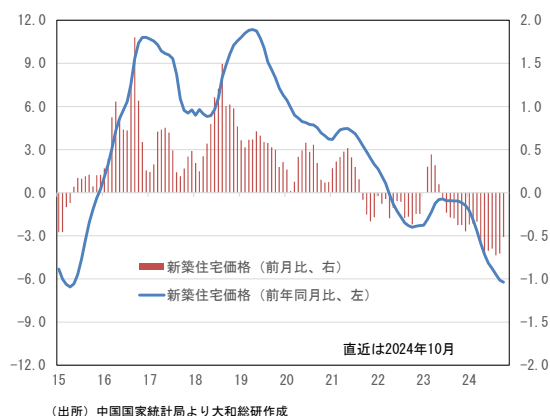
LPR1年物、LPR5年物の推移（単位：％）



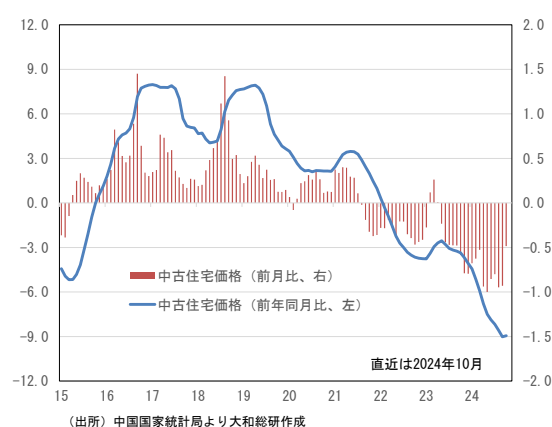
住宅販売面積の推移（前年同月比）（単位：％）



全国70都市新築住宅価格の推移
（前年同月比、前月比）（単位：％）



全国70都市中古住宅価格の推移
（前年同月比、前月比）（単位：％）



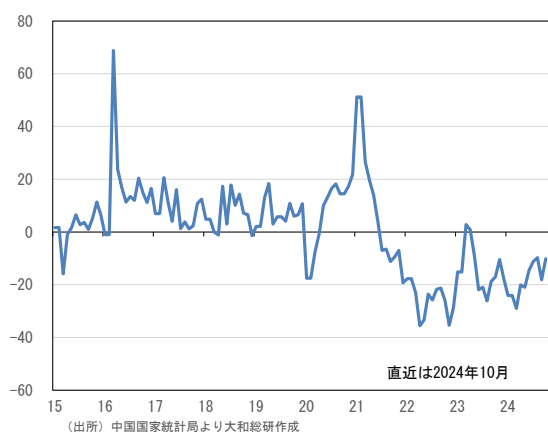
工事中断問題の改善・解決やデベロッパーの資金繰り改善に大きな進展なし

工事中断問題の改善・解決やデベロッパーの資金繰り改善について、2024年10月17日の国家金融監督管理総局の肖遠企・副局長の記者会見では、地方政府が選定した不動産開発プロジェクトに対して銀行が貸出を行う、ホワイトリスト制度について、分譲住宅プロジェクトを全て管理対象とすることが発表された。10月16日時点のホワイトリスト・プロジェクトへの貸出認可額は2.23兆元であるが、これを年末までに4兆元に増やすとした。貸出認可額（目標）の4兆元は、2023年のデベロッパーの資金調達額12兆7,459億元の3分の1弱に相当するだけに、これが実際に実行されれば、デベロッパーの資金調達難は大幅に改善されるはずだ。

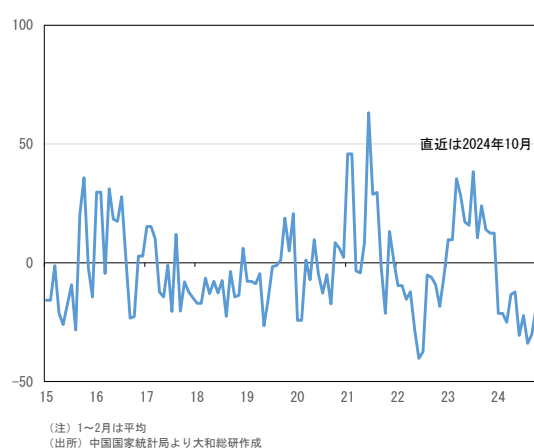
しかし、この効果は（まだ）発現していない。2024年1月～10月のデベロッパーの資金調達額は19.2%減となり、1月～9月の20.0%減から僅かなマイナス幅縮小にとどまった。当局が発表する1月からの累計のデータから単月を計算すると、9月は18.1%減、10月は10.1%減であった。また、ホワイトリスト制度が機能していれば、2023年の資金調達額の12.2%を占めた国内貸出は増加に転じてもおかしくない。しかし、こちらは1月～9月の6.2%減から1月～10月は6.4%減へとマイナス幅が拡大している。国家金融監督管理総局によると、10月末時点でホワイトリスト制度に基づく貸出認可額は3兆元を超えたとしているが、多くは認可段階にとどまり、実行に移されていない可能性が高い。

また、住宅・都市農村建設部は、住宅を契約通りの期日・品質で購入者に受け渡す「保交楼」について、2024年11月13日までに285万軒の受け渡しが完了したとしている。上海市、福建省、甘粛省、黒竜江省、河北省承德市、江蘇省徐州市など74の省・市では受け渡し率が80%を超え、24市で90%以上、6市で100%に達したという。省とその下の行政区である市が混在した統計であり、成績が良いところだけをピックアップしたとの印象はぬぐえない（受け渡し率が低いところは公表されていない）。1月～10月の住宅竣工面積は23.4%減（9月は30.1%減、10月は19.5%減）と、大幅な減少が続いており、全体の進捗は芳しくない可能性が高い。

デベロッパーの資金調達額の推移
（前年同月比）（単位：％）



住宅竣工面積の推移（前年同月比）
（単位：％）



住宅供給は厳重に抑制。新規着工面積は大幅な減少が続く

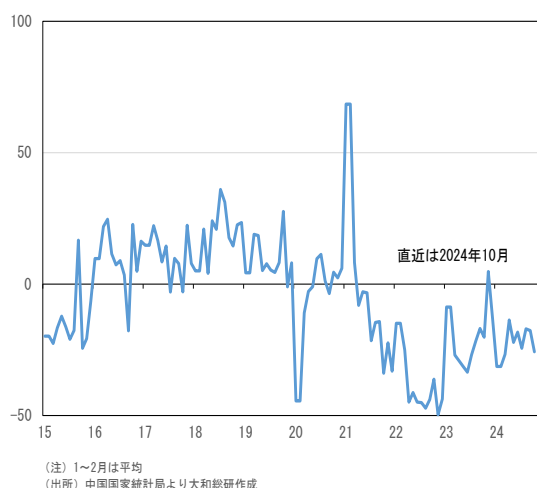
2024年9月26日に開催された中国共産党政治局会議では、「分譲住宅建設については、新規プロジェクトを厳しく抑制」するとした。当局が注力するのは、現在建設中の住宅を最後まで完成させること、これによって一段と積み上がるかもしれない住宅在庫を圧縮することだ。今後中長期にわたり住宅購入実需層が大きく減少する中で、それに見合いで供給を減らしていく必要があるということであろう。

住宅新規着工面積は2024年1月～9月の22.4%減から1月～10月は22.7%減となり、マイナス幅が拡大した（単月では9月は17.7%減、10月は25.7%減）。当局は新規着工面積の回復を意図していないとはいえ、これは不動産開発投資の先行指標であり、同投資の回復の難しさを物語っている。

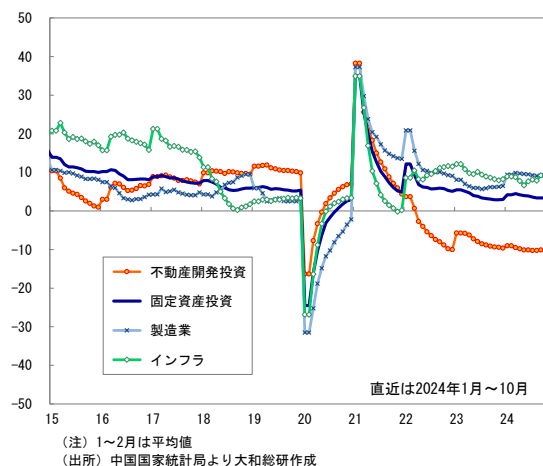
ちなみに、2024年1月～10月の固定資産投資は3.4%増となり、減速に歯止めがかかったように見える。ただし、不動産開発投資は10.3%減となり、1月～9月の10.1%減からマイナス幅が広がった。一方で、1月～10月の不動産開発投資を除く固定資産投資は7.6%増と発表されており、製造業投資やインフラ投資を牽引役に堅調な推移が続いている。

以上のように、不動産不況は一連のテコ入れ策によって、実需の回復を中心に短期的には安定化する可能性はある。しかし、中長期的には厳しい状況が続くことになりそう。

住宅新規着工面積の推移（前年同月比）
（単位：％）



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：％）



「隠れ債務」10兆元の地方政府債務への付け替えにより、金融リスク低減¹

ここでは、景気を直接刺激するものではないが、10兆元の「隠れ債務」の地方政府債務への付け替えについて、解説する。

2024年11月4日～8日に、日本の国会に相当する全国人民代表大会（全人代）常務委員会が開催され、「地方政府の債務上限を引き上げ、隠れ債務を置き換える（借り換える）ことに関する国务院（内閣）提出による議案」を可決した。2015年の新予算法施行以降、地方政府融資平台（プラットフォーム）は、地方政府からは独立した法人（国有企業）という建付けになったが、本来であれば地方政府債務とすべきものを地方政府融資平台が肩代わりする事例が後を絶たなかった。この部分が地方政府の隠れ債務である。

11月8日に行われた藍仏安・財政部長（大臣）らの記者会見によると、主な内容は以下の通りである。

- ① 毎年発行している地方政府特別債券（地方政府專項債券）²のうち、2024年から5年間は毎年8,000億元を隠れ債務の削減（地方政府債務への置き換え）に充当する。5年間の隠れ債務の削減金額は4兆元となる。
- ② これとは別に2024年末の地方政府特別債券の発行残高の上限を6兆元引き上げ、従来の29.52兆元から35.52兆元とする。6兆元は2024年～26年の3年間（年2兆元）の隠れ債務の削減に活用する。上記と併せて、10兆元の隠れ債務の削減が行われる。
- ③ このほか、老朽化した家屋が集中するバラック地区の改造に用いた債務のうち、2029年以降、返済・償還期限を迎える2兆元分の隠れ債務を契約通りに返済・償還する。
- ④ 足元の隠れ債務は14.3兆元であり、上記①～③によって、将来的には12兆元分の隠れ債務が削減される。また、上記①と②によって、5年間で6,000億元の金利コストが減少する。

上記の隠れ債務14.3兆元は、地方政府融資平台が抱える債務の一部と目されるが、一連の政策によって、地方政府融資平台の破綻リスクや銀行などの貸し倒れリスクは低減しよう。

実は、同様の手法は2015年～2018年にかけて実施されたことがある。当時も地方政府融資平台の膨張と潜在的な不良債権が問題視され、短期・高金利の債務を長期・低金利の地方政府債券に置き換えた経緯がある。これは置換債（借換債）と呼ばれ、4年間の発行額は12.2兆元となり、累計で1.7兆元の金利コストを削減できたという。この間で最も多くの置換債が発行されたのは2016年の4.9兆元であり、同年のGDP比では6.6%に達していた³。

結果的に2015年～2018年の置換債の発行によって、地方政府融資平台は息を吹き返した。

¹ この章は2024年11月11日付の大和総研レポート「[中国：10兆元の隠れ債務を地方債務に付け替え](#)」（齋藤尚登）による。

² 2024年の地方政府特別債券のネットの新規発行枠は3.9兆元である。

³ ちなみに2024年の隠れ債務の削減は2.8兆元、2023年のGDP比では2.2%であり、インパクトは相対的に小さい。

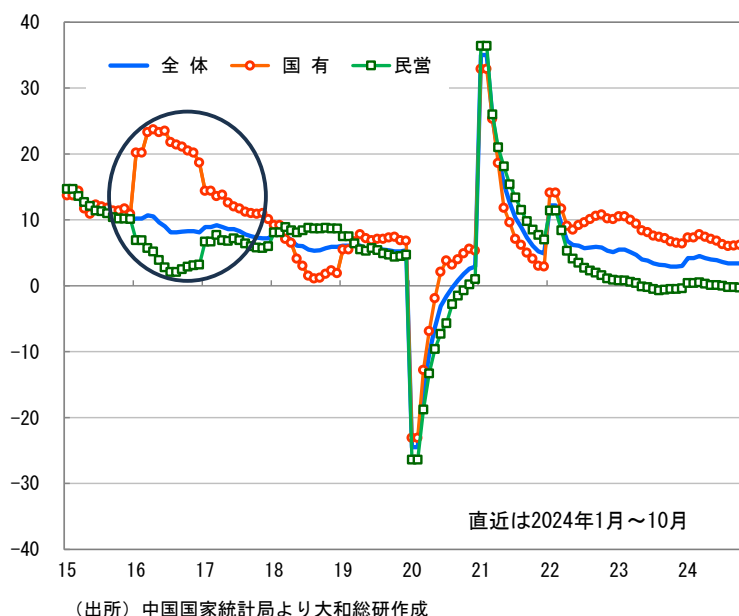
2016 年～17 年にかけて、固定資産投資のうち国有部門だけが急増する「国進民退」という状況が生じたが、この主因のひとつが、置換債発行による地方政府融資平台の資金繰り改善であった。

当時の地方政府融資平台の復活は今後の懸念を示唆している。モラルハザードの問題だ。既述したように、2015 年の新予算法施行以降、地方政府融資平台は地方政府から独立した法人とされたが、それ以降も地方政府と一心同体の関係が続いてきた。だからこそ、今回、地方政府融資平台の債務の一部を地方政府債務に付け替えせざるを得なくなったのであろう。結局、地方政府融資平台には、地方政府のみならず中央政府の「暗黙の保証」、あるいは保証はしてくれなくても何とかしてくれるとのモラルハザードの問題が温存されたままとなろう。

マーケットでは、国債の増発などによって、景気を直接刺激する政策が発表されるとの期待があったが、そうではなかった。恐らく、3 年にわたる不動産不況などの影響で経営難に陥る地方政府融資平台が増加し、その対応の方が喫緊の課題であったのであろう。

藍・財政部長は、11 月 8 日の記者会見で、「景気テコ入れのためのさらなる財政政策を計画している」などと述べた。今後、国債を増発するなどの可能性はあるが、今更発表されても 2024 年の景気をテコ入れするには遅すぎる。財政出動は、家電・自動車の買い替え促進策の反動減が懸念され、さらには米トランプ次期政権による中国製品への高い追加関税課税による悪影響が懸念される 2025 年の景気を下支えするために温存される可能性もある。

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) (単位: %)

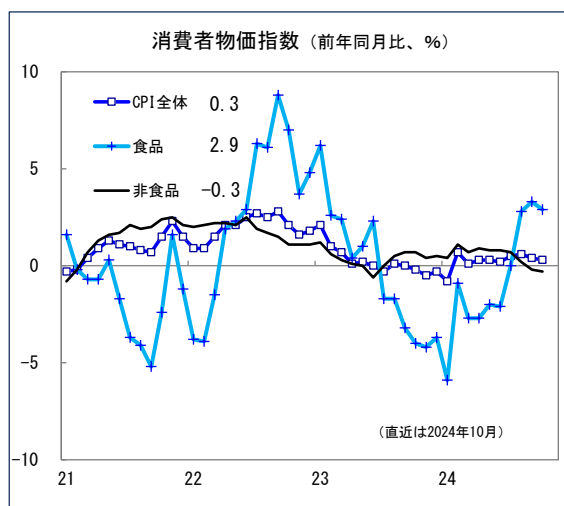
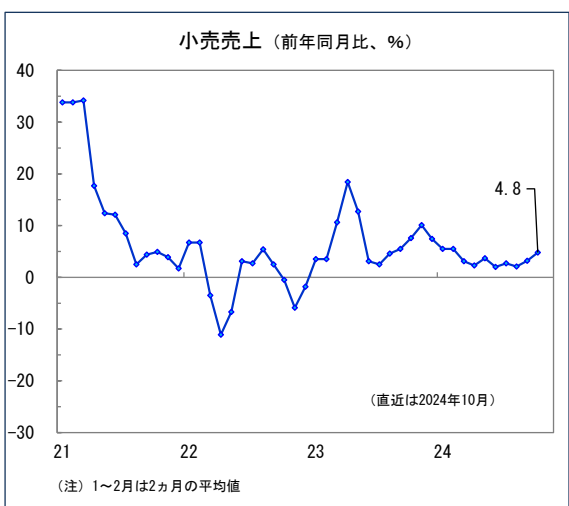
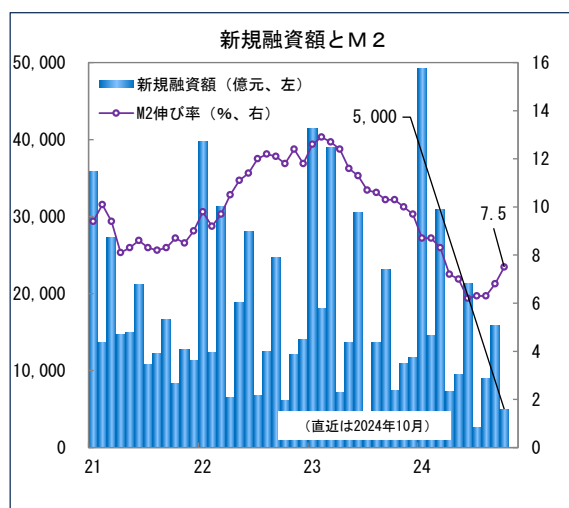
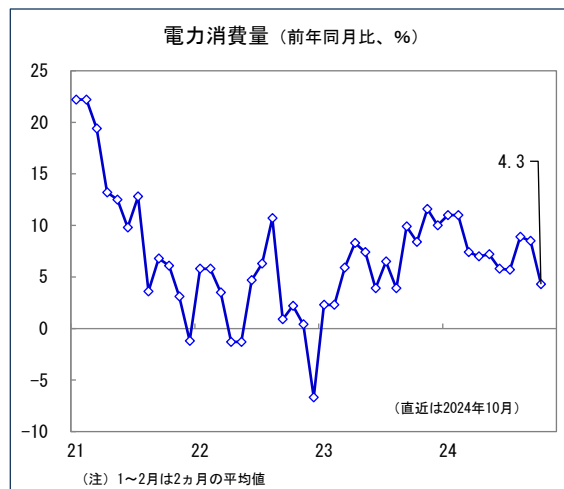
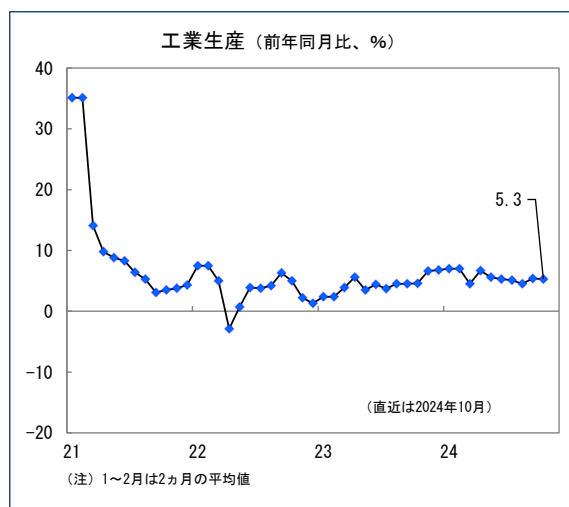


主要経済指標一覧

	2023年10月	11月	12月	2024年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	5.2	-	-	5.3	-	-	4.7	-	-	4.6	-
工業生産（前年同月比、%）	4.6	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3
電力消費量（前年同月比、%）	8.4	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0	7.2	5.8	5.7	8.9	8.5	4.3
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	5.1	3.8	3.7	0.6		-1.5	-0.6	4.7	7.6	4.2	5.4	3.4	4.3
固定資産投資（前年累計比、%）	2.9	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3
小売売上（前年同月比、%）	7.6	10.1	7.4	5.5		3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3
食品（前年同月比、%）	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8	3.3	2.9
非食品（前年同月比、%）	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.3
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7
新規融資額（億元）	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000	15,900	5,000
M2伸び率（%）	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5
輸出（前年同月比、%）	-6.6	0.7	2.1	6.7		-7.9	1.1	7.4	8.5	7.0	8.7	2.4	12.7
輸入（前年同月比、%）	3.0	-0.6	0.3	3.7		-2.0	8.3	2.0	-2.4	7.0	0.4	0.3	-2.3
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	558.6	690.7	747.3	612.9		574.6	713.4	817.4	987.0	849.4	910.5	817.5	957.2
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9
上海（前年同月比、%）	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9	4.9	5.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7
竣工面積（前年累計比、%）	18.4	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8
金額（前年累計比、%）	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9

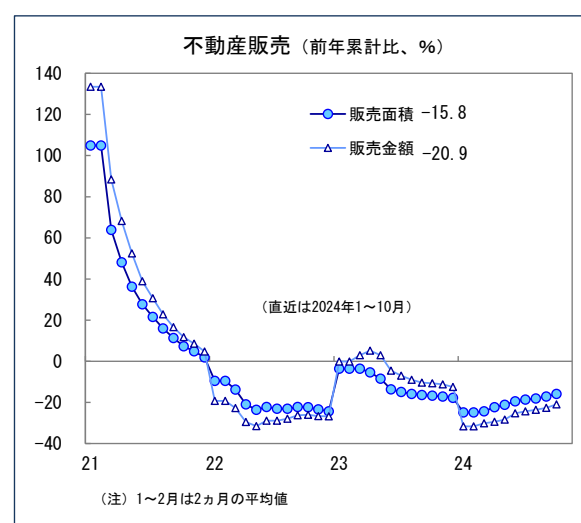
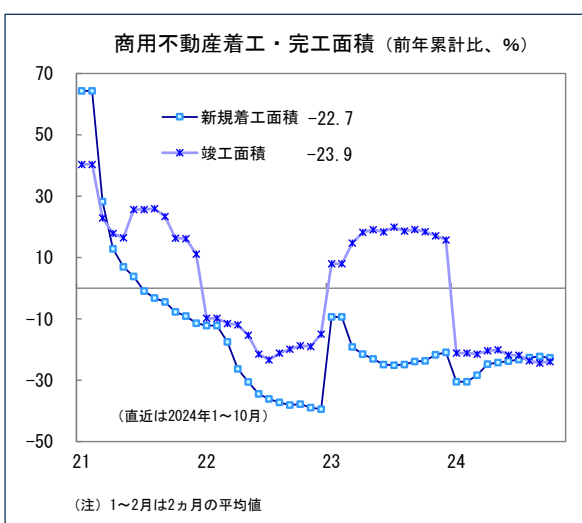
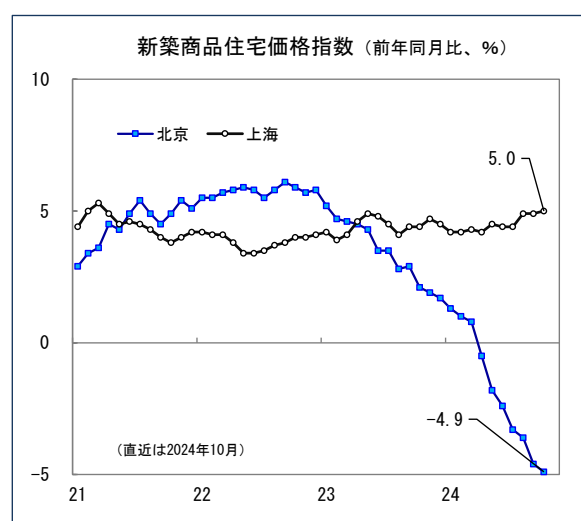
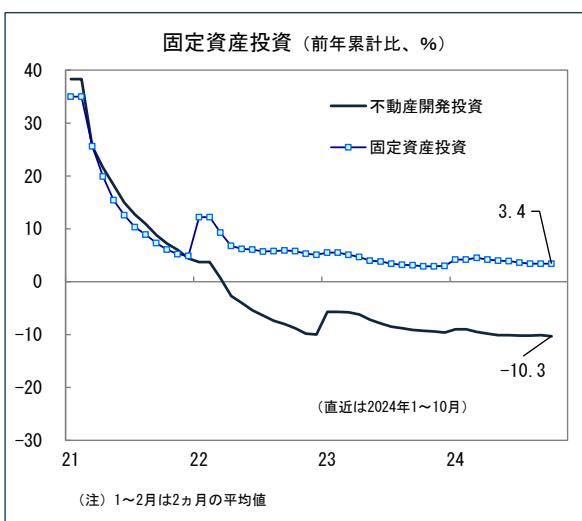
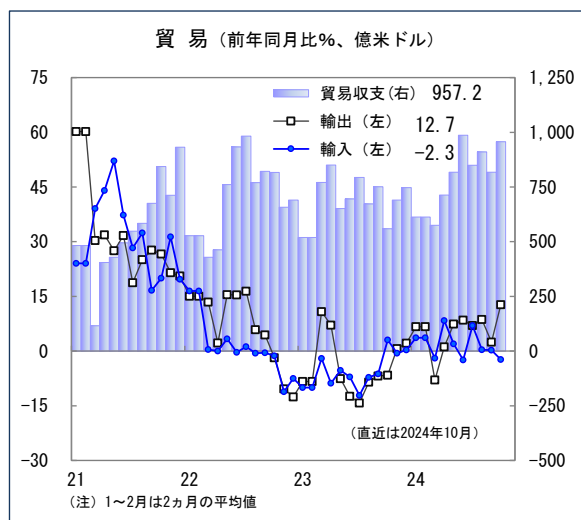
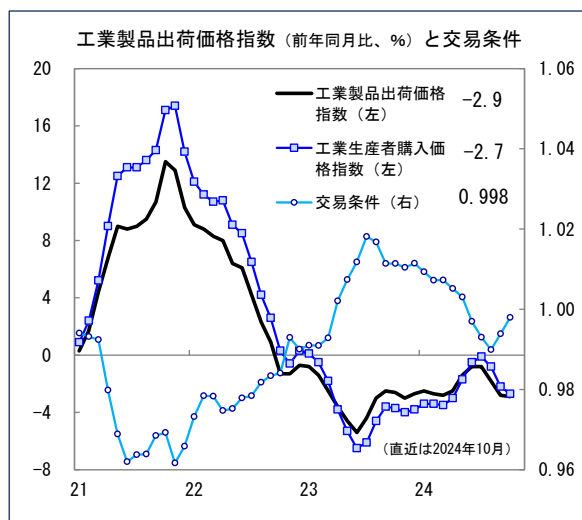
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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