

2026年6月22日 全11頁

中国経済見通し：泥沼化する不動産不況

低迷する内需。財政出動・さらなる金融緩和への期待が高まる

調査本部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国の不動産不況が泥沼化している。2026年4月末には、最大手デベロッパー・保利発展の信託商品が2度目の償還延期を発表した。元々は人民解放軍を母体のひとつとしていた同社ですら資金繰り難に直面するほど事態は深刻だ。住宅購入者はどのデベロッパーの物件なら安心して購入できるのか、分からない状況に陥ってしまっている。
- 2026年5月の小売売上は3年5カ月ぶりに前年割れとなり、1月～5月の固定資産投資は前年同期比4.1%減（以下変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）に落ち込んだ。一方、4月、5月は輸出入ともに大幅増を記録しているが、4月は価格上昇の影響が輸出で半分弱、輸入ではほぼ全てという状況となっている。今後、中東情勢が安定化すれば、輸入価格の急上昇も抑制されていく可能性が高く、輸出の伸び率が輸入のそれを再び上回ることになろう。純輸出の増加が中国の実質成長率をある程度押し上げよう。
- 中国の実質GDP成長率は2025年の5.0%から2026年は4.5%に減速するとの見通しに変更はない。2026年の政府成長率目標である4.5%～5%の下限を辛うじて達成できるとの見立てだ。ただし、内需テコ入れのためには財政出動とさらなる金融緩和が必要になると思われる。2026年7月下旬には、恒例の中共中央政治局会議が開催され、前半の経済情勢を分析し、後半の経済運営方針を決定する可能性が高い。財政出動やさらなる金融緩和を含め、今後の政策動向に注目したい。

泥沼化する不動産不況

5年目に突入した中国の不動産不況が泥沼化の様相を呈している。中国国家统计局によると、2026年1月～5月の不動産開発投資は前年同期比16.2%減（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）となった。2022年～2025年の4年間で年平均13.5%減となった上での16.2%減であり、状況は極めて厳しい。

政府が打てる手としては、供給（新規建設）を抑制し、需要（住宅購入）をテコ入れすることになるが、需要は低迷したままだ。これには、住宅購入者がどのデベロッパーの物件なら安心して購入できるのか、分からなくなってしまっていることも大きく影響している。中国では建設中に物件を購入する「予約販売」が大勢を占める。住宅ローンの返済は続く一方で、デベロッパーの資金繰りが悪化し、工事が中断してそのまま放置されるようなことになれば一大事だ。

中国は2020年8月に負債に関連する3つの指標を用いた融資規制を導入し、デベロッパーの優勝劣敗が進むと期待されたが、結局のところ、2026年5月末時点で代表的な不動産デベロッパー55社のうち、実に7割に相当する38社が債務不履行（デフォルト）に陥ったか、償還（返済）期限の延長を行っている（図表1）。特に注目すべきは、保利集団有限公司の不動産部門である保利發展ホールディングス（以下、保利發展）に関連する信託商品が、4月に2度目の償還延期を発表したことだ。この信託商品は2023年4月19日に、保利集団傘下の保利（横琴）

図表1 中国の代表的な不動産デベロッパーの負債関連の3つのレッドライン抵触状況と債務不履行・償還（返済）猶予状況（2026年5月末時点。分類は2021年度決算がベース）

レッドライン 抵触数	表示	リスク	年間の有利子 負債増加率	社名
ゼロ	緑	リスク小	15%以内	中国海外發展（中央企業）、華潤置地（中央企業）、招商蛇口（中央企業）、合生創展集團（民営企業）、中国金茂（中央企業）、濱江集團（民営企業）、仁恒置地集團（民営企業）、雅居樂集團（民営企業）、華發株式（国有企業）、中駿集團ホールディング（民営企業）、龍湖集團（民営企業）、建發國際集團（国有企業）、金地集團（国有企業）、遠洋集團（国有企業）、弘陽不動産（民営企業）、万科企業（国有企業）、華僑城集團（中央企業）、越秀不動産（国有企業）、禹州不動産（民営企業）、保利發展（中央企業）、德信中国（民営企業）、旭輝ホールディング集團（民営企業）、新城ホールディング（民営企業）、金輝集團（民営企業）
1	黄	↑ ↓	10%以内	融信中国（民営企業）、金科株式（民営企業）、緑城中国（国有企業）、大悅城不動産（国有企業）、龍光集團（民営企業）、合景泰富集團（民営企業）、美的置業（民営企業）、碧桂園（民営企業）、時代中国ホールディング（民営企業）、中梁ホールディング（民営企業）、大唐不動産（民営企業）、力高集團（民営企業）、建業不動産（民営企業）
2	橙		5%以内	首開株式（国有企業）、保利置業集團（中央企業）、宝龍不動産（民営企業）、正栄不動産（民営企業）、荣盛發展（民営企業）、中南建設（民営企業）、緑地ホールディング（国有企業）
3	赤	リスク大	0%以内	富力不動産（民営企業）、中交城市发展ホールディング（中央企業）、陽光城（民営企業）
期限内に決算が未発表				融创中国（民営企業）、中国恒大（民営企業）、世茂集團（民営企業）、中国奥園（民営企業）、祥生ホールディング集團（民営企業）、佳兆業集團（民営企業）、新カホールディング集團（民営企業）、花樣年ホールディング（民営企業）

（注1）3つのレッドラインとは、①前受金控除後の総負債比率（総負債÷総資産×100）が70%以上、②純負債資本比率（有利子負債から現預金を控除したものを÷資本×100）が100%以上、③現預金短期負債比率（現預金÷短期負債×100）が100%以下

（注2）赤い字は債務不履行（デフォルト）や債務返済猶予が報道されている企業

（出所）克而瑞不動産研究院（中国民間不動産シンクタンク）より大和総研作成

キャピタルが全額出資する広州嘉佑企業管理有限会社が組成したもので、保利発展の12のプロジェクトに投資していた。当初は2025年4月19日に償還予定であったが、1年間の延期が発表され、それでも償還できずに、今回さらに半年、期限が延長された。

保利集団の前身は、1984年に中央軍事委員会の承認を得て、人民解放軍総参謀部装備部と中国国際信託投資会社（中信集団の前身）が共同設立した保利科技有限会社である。1998年7月以降は、中国共産党・政府の「軍による商業活動禁止」規定に基づき、保利集団は軍から分離され、中国国有資産監督管理委員会管轄の中央企業に転換した経緯がある。こうした歴史的背景から保利発展には国家が全面的なバックアップを行い、資金繰り難・経営難とは無縁の存在とみなされていたのである。

こうした中で、保利発展に関連する信託商品が2度目の償還延期を余儀なくされたのである。2025年まで3年連続で不動産販売額第1位を獲得した保利発展でさえ資金繰りに窮するほど、今回の不動産不況は深刻化している。さらにいえば、中国政府が打ち出してきた様々な政策が功を奏していないことが改めて証明されてしまったことも大きい。繰り返しとなるが、中国の不動産不況は泥沼化し、反転の兆しは見えていない。

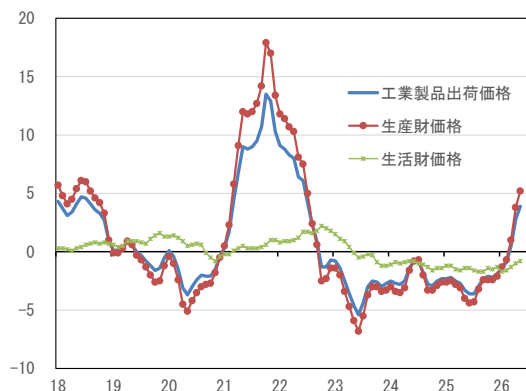
消費者物価が大きく上がらない背景は供給過剰とピッグサイクルの下落

中国国家统计局によると、2026年5月の消費者物価指数は+1.2%となり、4月と同じ上昇率であった。2023年2月から2026年1月にかけては▲1.0%～+1.0%という低位での推移が続いていたが、ここへきて若干ながら上昇率は拡大傾向にある。とはいえ、2026年の政府目標である「2.0%前後」を下回り、物価抑制策が必要とされているわけではない。

2026年2月末以降の中東情勢緊迫化の影響が懸念されたが、これまでのところ消費者物価への影響は限定的だ。5月の卸売物価（工業製品出荷価格）指数は+3.9%となり、3年6カ月ぶりに上昇に転じた3月の+0.5%、4月の+2.8%から加速した。工業製品出荷価格指数は、生産財と生活財に分けられ、前者の生産財価格指数は3月の+1.0%から4月は+3.8%、5月は+5.2%に上昇加速となった。5月の内訳は、採掘工業品が+15.8%、原材料工業品は+9.2%、加工工業品は+2.3%と、川上から川下に向かうにつれて価格転嫁が限定的になっている（次頁図表2、図表3）。

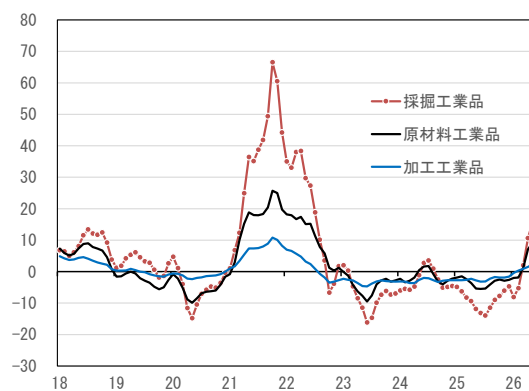
一方、2026年5月の生活財価格指数は▲0.8%と、下落が続いた。生産財価格の上昇が生活財価格に波及するにはタイムラグがあるとみられるが、供給過剰による価格競争が厳しい中国では、最終製品への価格転嫁が難しくなっている可能性がある。

図表2 工業製品出荷価格（生産財、生活財）の推移（前年同月比）（単位：％）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

図表3 生産財価格（採掘・原材料・加工工業品）の推移（前年同月比）（単位：％）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

消費者物価の上昇が限定的である理由として、もうひとつ忘れてはならないのは後述する「ピッグサイクル」が下落局面にあることだ。豚肉の消費者物価指数構成ウエイトは1.9%程度であるが、価格変動は極めて大きく、物価全体への影響は軽視できない。2026年5月の豚肉価格は▲16.1%となり、消費者物価全体を0.3%pt押し下げた。これがなければ5月の消費者物価指数は+1.5%となっていた計算である。

中国国家発展改革委員会によると、豚肉と飼料の価格比は、7（豚肉）：1（飼料）が養豚業者の損益分岐点であり、これを上回るほど利益が増加し、下回るほど赤字が増加するとされる。価格比が7を超えて上昇するとの期待が高まると、養豚への新規参入が増えたり、既存業者が繁殖用母豚を増やしたりして、およそ1年後に豚肉の供給が増える。反対に、供給が需要を上回れば価格が下落し、損益分岐点を下回る懸念が高まると、規模を縮小したり、廃業したりする養豚業者が増加する。これによって供給が需要を下回るようになると今度は価格が上昇する。これがいわゆる「ピッグサイクル」と呼ばれるものである。

豚肉と飼料の価格比は週次統計であり、直近2026年6月1日は4：1となった（次頁図表4）。損益分岐点を大きく下回り、養豚業者は赤字経営を余儀なくされている公算が大きい。供給過剰＝価格下落という今回のピッグサイクルの下落はまだ底を打っていない。

こうした中、中国農業農村部は2026年5月14日に、『「豚肉生産能力総合調整実施方法（2026年改訂版）」の通知』を発出した。同通知では、2026年の繁殖用母豚の飼育頭数は3,750万頭を基準に安定させるとした。一般に、繁殖用母豚の補充から交配・出産・肥育には12カ月程度が必要とされる。豚肉と飼料の価格比をターゲットにする場合、対応は後手に回ることになるが、繁殖用母豚の飼育頭数をターゲットとすることで、より早期の対応が可能になる点は改善点である。現在、豚肉価格は下落局面であり、通常であれば、繁殖用母豚の飼育頭数が大きく減少していくことが予想されるが、それを食い止め、ピッグサイクルの平滑化を目指しているであろう。今後の価格動向に注目したい。

図表4 豚肉と飼料の価格比の推移（単位：倍）



(出所) 中国国家発展改革委員会より大和総研作成

小売売上は3年5カ月ぶりに前年割れ

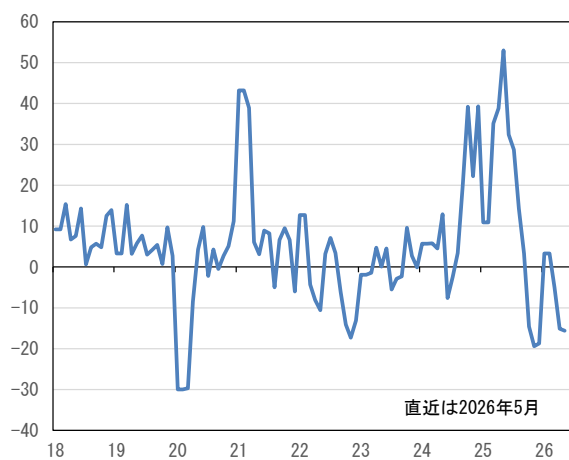
中国国家统计局によると、2026年5月の小売売上は0.6%減となり、「ゼロコロナ」政策が続いていた2022年12月以来、3年5カ月ぶりに前年割れとなった。5月の全国70都市平均中古住宅価格は▲5.9%と、52カ月連続の下落となり、マイナスの資産効果が消費の重石となっている。中でも住宅購入とも関連する家電・音響映像機材や自動車は、買い替え促進のための補助金政策の効果剥落と反動減もあり、落ち込みが著しかった。

2026年5月の家電・音響映像機材の販売金額は15.6%減と低迷した(次頁図表5)。家電の買い替え補助金政策の効果は2025年夏場で一巡し、10月から12月にかけては補助金が枯渇し、2桁減を余儀なくされていた。2026年の家電の買い替え補助金政策は品目を絞り、1台当たりの補助金(2025年は最大で2,000元→2026年は1,500元)を減らして継続された。新年度に入り補助金の予算が付き、昨年10月～12月の予算枯渇で取りこぼした分のリベンジ消費により1月～2月こそ増加に転じたものの、この効果も既に消失している。

2026年5月の自動車販売金額は16.1%減となり、1月から月を追うごとにマイナス幅が拡大している(次頁図表6)。中国国家统计局によると、5月の自動車を除く小売売上は1.1%増であり、自動車販売の不振が小売売上を1.7%pt押し下げたことになる。

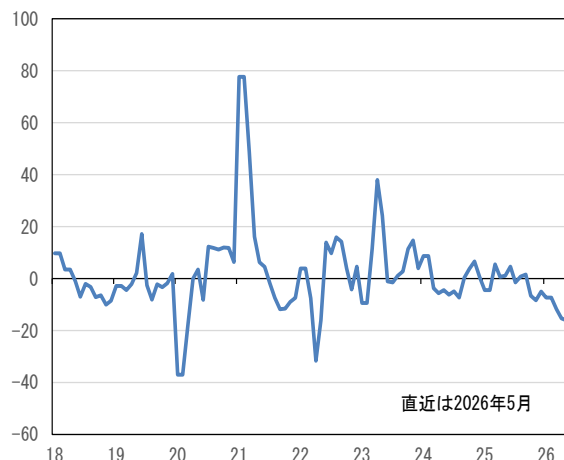
中国自動車工業協会によると、2026年5月の自動車販売台数(国内販売と輸出の合計)は2.1%減となり、国内販売は20.4%減、輸出は68.7%増と明暗を分けた。国内販売をガソリン車とNEV(新エネルギー車)に分けると、ガソリン車は37.6%減、NEVは4.1%減であった。元々中国では衰退するガソリン車・勃興するNEVという構図があったが、2月末以降の中東情勢の緊迫化に伴うガソリン価格の上昇を受けて、NEVシフトが一段と鮮明化している。国内販売におけるNEVのシェアは2月の42.6%から5月は61.8%に急上昇した。

図表5 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月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

図表6 自動車販売金額の推移
(前年同月比) (単位: %)



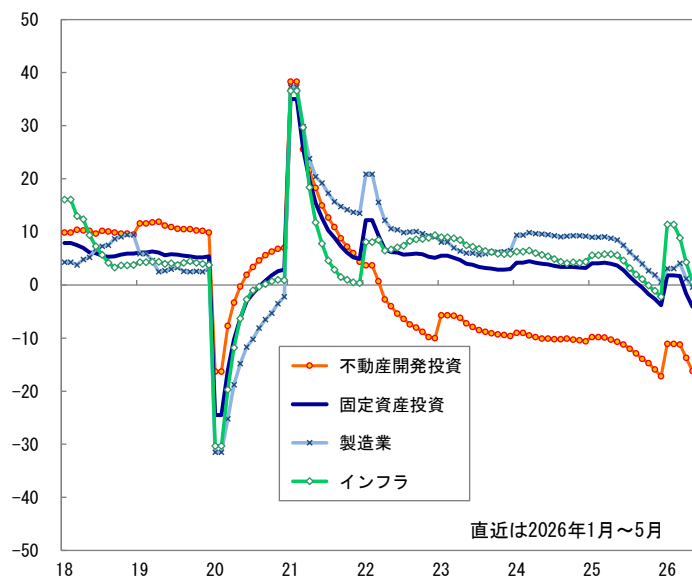
(注) 1月~2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

2026年1月~5月の固定資産投資はマイナス幅が拡大

2026年1月~5月の固定資産投資は4.1%減となり、1月~4月の1.6%減からマイナス幅が拡大した(図表7)。単月の伸び率を計算すると、4月の12.0%減から5月は17.1%減へと一段と悪化している。

分野別に、2026年1月~5月の製造業投資は0.4%減となり、1月~4月の1.2%増から減少

図表7 固定資産投資全体、分野別推移(1月から累計の前年同期比)(単位: %)



(注) 1~2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

に転じた。製造業投資の前年割れはコロナ禍が始まった2020年以来であり、AI、データセンター、半導体、FA（自動化）関連は大きく伸びている一方で、従来型の製造業は落ち込みを余儀なくされている。

2026年1月～5月のインフラ投資は0.6%増（1月～4月は4.3%増）に減速した。単月では、4月以降、前年割れが続いている。インフラ投資などに充当される地方政府特別債券の発行枠は、2025年と2026年は同額の4.4兆元（約104兆円）であり、純増額はゼロである。1月～3月は地方政府特別債券の前倒し発行が功を奏したが、早くも4月には息切れした格好だ。

2026年1月～5月の不動産開発投資は16.2%減と、1月～4月の13.7%減から一段とマイナス幅が拡大している。不動産不況は5年目に突入し、そろそろ下げ止まりを期待したいところであるが、その兆しは見えない。

輸入急増はほぼ価格上昇によるもの

中国通関統計によると、2026年5月の輸出（以下、断りのない限り、貿易は米ドル建て）は19.4%増（1月～5月は15.5%増）となり、4月、5月と伸びが加速した。一方、5月の輸入は27.4%増（1月～5月は24.5%増）を記録、今年に入り大幅増が続いている。5月の貿易黒字は2.6%増の1,054.3億ドル、1月～5月は3.8%減の4,517.1億ドルとなった。

輸出品目別に、2026年5月は集積回路や自動データ処理設備、自動車などの輸出が大きく伸びている。集積回路や自動データ処理設備の輸出急増はAIブームを背景とし、この2品目だけで、5月の輸出伸び率19.4%のうち9.3%ptを占めた。国・地域別には米国、ASEAN、日本向けが2桁増となり、かつ伸びが加速した。中でも米国向けは35.4%増を記録したが、これは前年同月が「トランプ関税2.0」の影響で34.5%減となっていた反動によるところが大きい。

輸入品目別には、2026年5月はコンピュータ・同部品、集積回路、未鍛造銅・銅材、銅鉱石・精鉱などが大きく増加した。国・地域別には、日本、ASEAN、米国、韓国からの輸入が急増している。中でも韓国からの輸入は半導体・メモリーを中心に83.6%増を記録した。

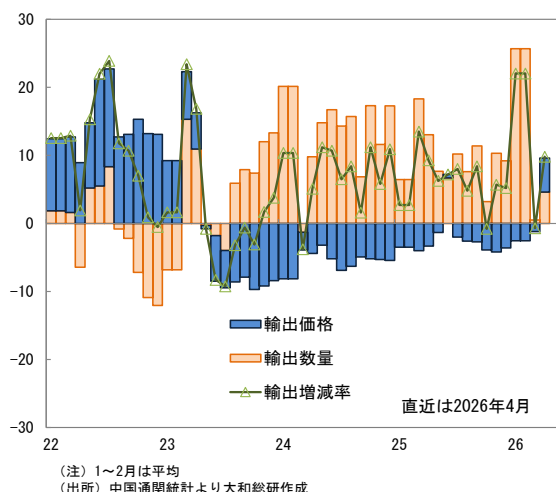
足元の輸出と輸入の急増は、価格上昇によるところが大きい。輸出・輸入増減率を価格と数量に分けると（直近は2026年4月）、2026年4月の人民元建て輸出は9.8%増、内訳は価格が+5.0%、数量は+4.6%であった（次頁図表8）。輸出価格は2023年5月以降、2025年6月を例外に下落が続いたが、4月はほぼ3年ぶりの高い上昇率となった。5月は一段と上昇傾向を強めた可能性が高い。一方、4月の人民元建て輸入は20.6%増、内訳は価格が+19.1%、数量は+1.2%となった（次頁図表9）。1月～3月は価格上昇率が1桁台前半であったことと比較すると、輸入価格の上昇が際立っている。5月の価格・数量の統計は6月末に発表される予定であるが、内需の不振を反映して、数量は前年割れとなった可能性が否定できない。

このように、足元で輸入の伸び率が輸出のそれを上回っているのは、価格上昇率の差異によるところが大きい。この差異は、①中東情勢緊迫化による原油・同加工品やAIブームによる需

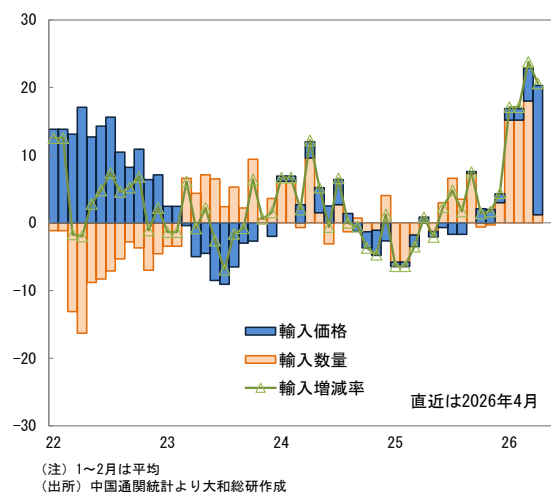
要増加などを背景とする輸入価格の急上昇が、輸出価格の上昇に反映されるのにはタイムラグがある、②国内の熾烈な価格競争や元高を背景に、輸入価格の上昇を輸出価格に転嫁しにくい状況が生じている、ことなどによってもたらされている。

2026年6月17日、米トランプ大統領とイランのペゼシュキアン大統領が戦闘終結に向けた暫定合意の覚書(MOU)に署名し、同MOUは即時発効した。ホルムズ海峡は30日以内に封鎖が解除され、60日以内(双方の合意により延長が可能)の最終合意が目指される。中東情勢が安定化すれば、輸入価格の急上昇も抑制されていく可能性が高く、輸出の伸び率が輸入のそれを再び上回るようになる。純輸出の増加が中国の実質成長率をある程度押し上げよう。

図表8 元建て輸出増減率(価格、数量)の推移(前年同月比)(単位:%)



図表9 元建て輸入増減率(価格、数量)の推移(前年同月比)(単位:%)



中国経済見通しに変更なし。金融緩和・財政出動に注目

中国の実質GDP成長率は2025年の5.0%から2026年は4.5%に減速するとの見通しに変更はない。2026年の政府成長率目標である4.5%~5%の下限を辛うじて達成できるとの見立てだ。ただし、内需テコ入れのためには財政出動とさらなる金融緩和が必要になるとと思われる。

2025年以降、中国は「さらに強化した積極的財政政策」を標榜しているが、2026年はこれが有名無実化している。財政赤字の増加額と、地方政府特別債券(インフラ投資などに充当)・超長期特別国債(自動車・家電などの補助金政策などに充当)、特別国債(国有大手銀行の資本増強により貸出能力を拡大)の純増額の合計は、2025年の2.9兆元(GDP比2.1%)から2026年は300億元(GDP比0.0%)に減少している。

一方で、2026年1月には中国人民銀行から金融機関への貸出に適用される再貸出金利が0.25%引き下げられた。同時に農業・小規模零細企業支援向けの再貸出限度額が3.85兆元から4.35兆元に、科学技術イノベーションと技術改造向けの再貸出限度額が0.8兆元から1.2兆元

に引き上げられるなどの金融緩和措置が実施された。このほかに、個人向けの消費ローンの利子補給なども実施されている。ただし、内需の低迷を見る限り、その効果は限定的だ。

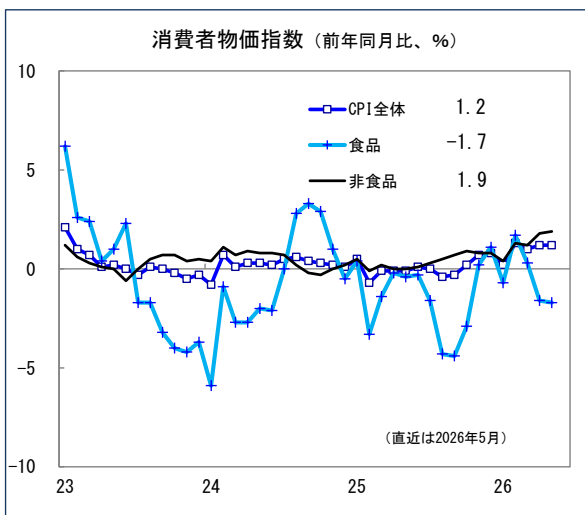
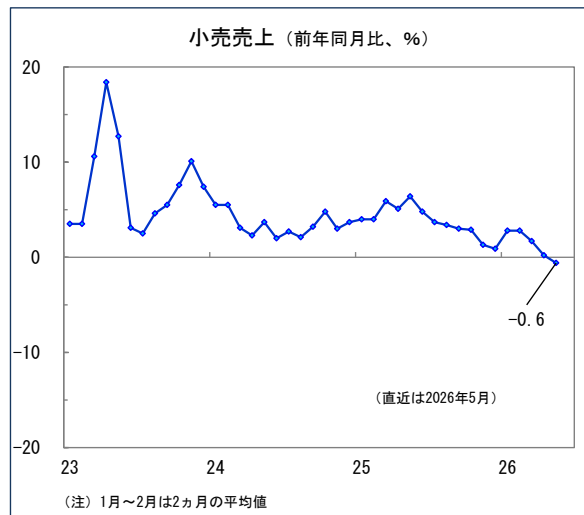
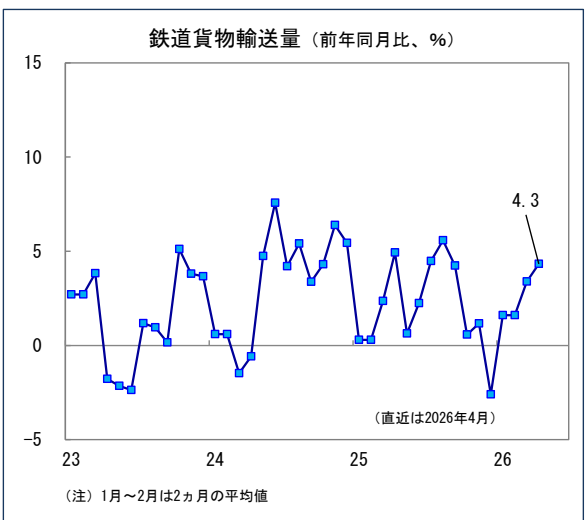
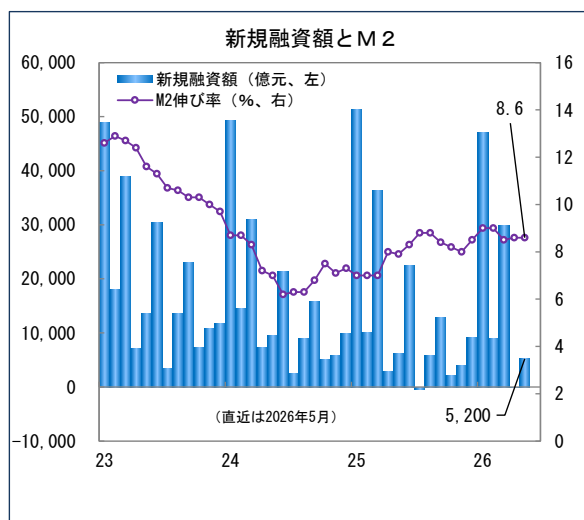
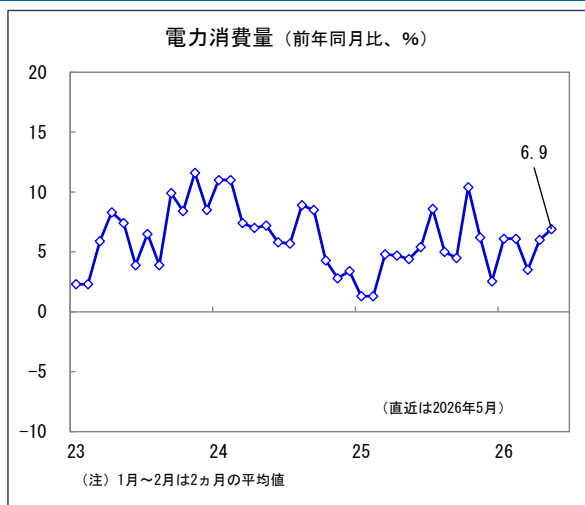
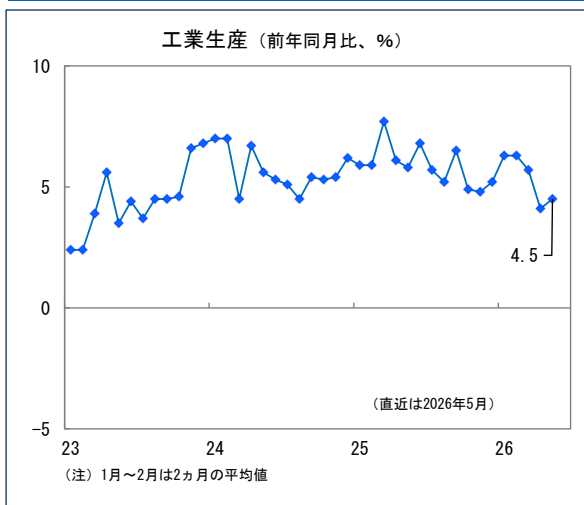
2026年7月下旬には、恒例の党中央政治局会議が開催され、前半の経済情勢を分析し、後半の経済運営方針を決定する可能性が高い。財政出動やさらなる金融緩和を含め、今後の政策動向に注目したい。

(参考) 主要経済指標一覧

	2025年5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2026年1月	2月	3月	4月	5月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	5.2	-	-	4.8	-	-	4.5	-	-	5.0	-	-
工業生産（前年同月比、%）	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5	4.9	4.8	5.2	6.3	5.7	4.1	4.5	
電力消費量（前年同月比、%）	4.4	5.4	8.6	5.0	4.5	10.4	6.2	2.6	6.1	3.5	6.0	6.9	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	0.6	2.2	4.5	5.6	4.2	0.6	1.2	-2.6	1.6	3.4	4.3		
固定資産投資（前年累計比、%）	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8	1.8	1.7	-1.6	-4.1	
不動産開発投資（前年累計比、%）	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.9	-14.7	-15.9	-17.2	-11.1	-11.2	-13.7	-16.2	
小売売上（前年同月比、%）	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3	0.9	2.8	1.7	0.2	-0.6	
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0	1.2	1.2
食品（前年同月比、%）	-0.4	-0.3	-1.6	-4.3	-4.4	-2.9	0.2	1.1	-0.7	1.7	0.3	-1.6	-1.7
非食品（前年同月比、%）	0.0	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	0.8	0.8	0.4	1.3	1.2	1.8	1.9
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5	2.8	3.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.6	-4.3	-4.5	-4.0	-3.1	-2.7	-2.5	-2.1	-1.4	-0.7	0.8	3.5	5.8
新規融資額（億元）	6,200	22,400	-500	5,900	12,900	2,200	3,900	9,100	47,100	9,000	29,900	-100	5,200
M2伸び率（%）	7.9	8.3	8.8	8.8	8.4	8.2	8.0	8.5	9.0	9.0	8.5	8.6	8.6
輸出（前年同月比、%）	4.6	5.6	7.0	4.2	8.2	-1.3	5.8	6.5	21.8	2.5	14.0	19.4	
輸入（前年同月比、%）	-3.4	1.2	4.2	1.6	8.0	1.7	2.4	6.1	20.3	28.3	25.2	27.4	
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	1,027.1	1,138.4	974.0	1,010.9	887.8	881.3	1,100.4	1,124.4	1,057.1	501.6	846.9	1,054.3	
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-2.6	-2.0	-2.1	-2.4	-2.4	-2.3	-2.1	-2.3	-2.1
上海（前年同月比、%）	5.9	6.0	6.1	5.9	5.6	5.7	5.1	4.8	4.2	4.2	3.7	3.7	3.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-23.0	-20.1	-19.5	-19.5	-19.0	-19.9	-20.6	-20.5	-23.1	-20.2	-22.1	-22.7	
竣工面積（前年累計比、%）	-17.4	-14.9	-16.6	-17.1	-15.4	-17.0	-18.1	-18.2	-27.9	-25.0	-24.0	-23.4	
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-3.6	-4.3	-4.8	-5.4	-6.3	-7.6	-8.6	-9.5	-13.5	-10.7	-10.6	-11.3	
金額（前年累計比、%）	-4.4	-6.1	-7.1	-7.9	-8.5	-10.2	-11.7	-13.2	-20.2	-17.0	-14.9	-13.9	

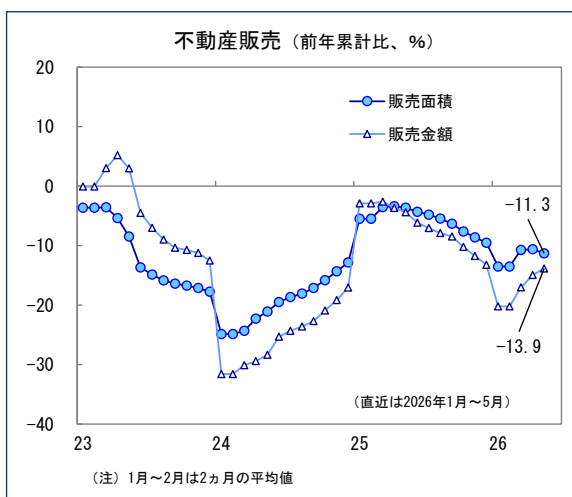
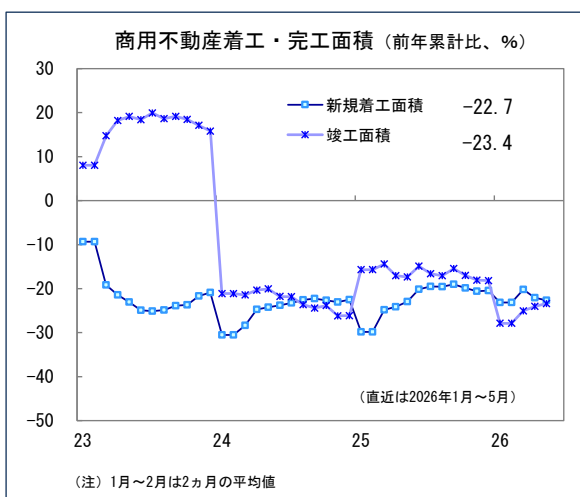
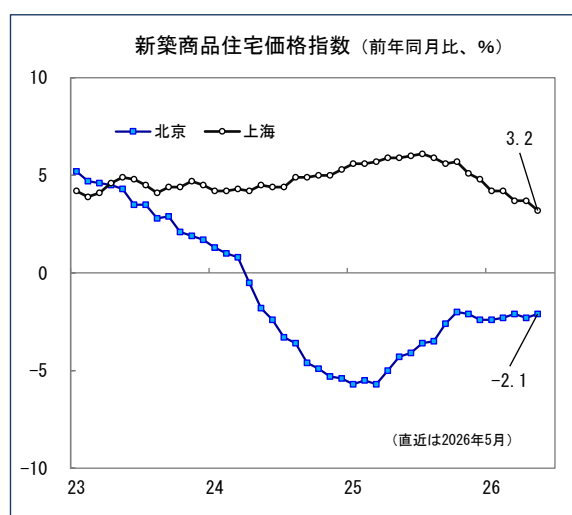
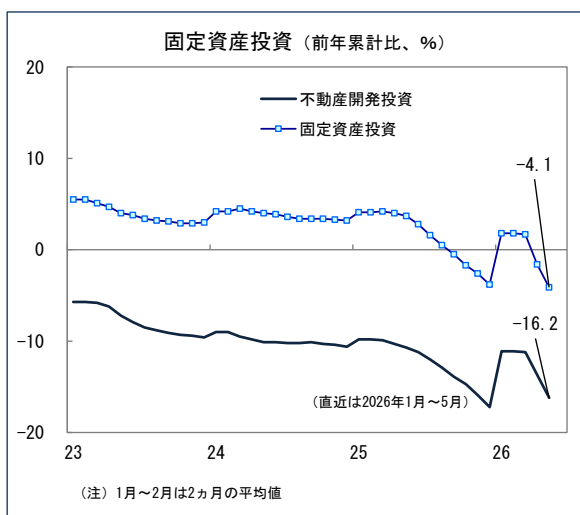
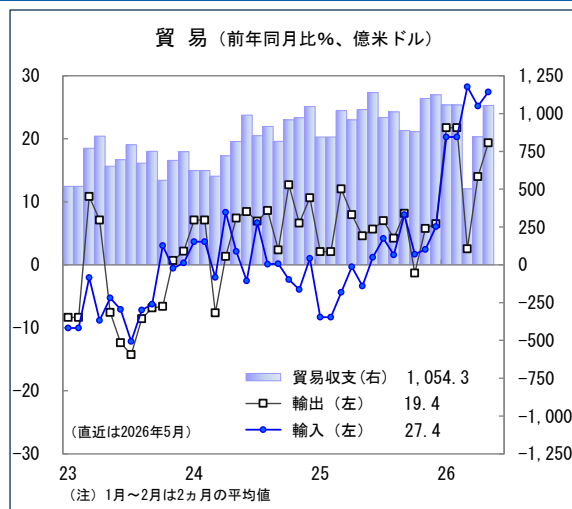
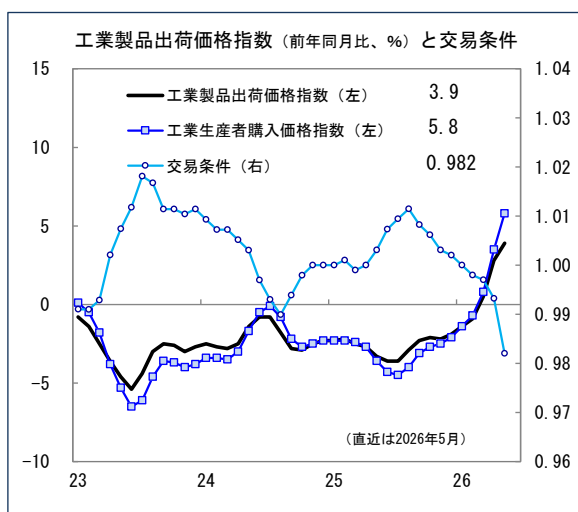
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(参考) 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

(参考) 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