

基礎研 レター

中国は不動産不況と米国リスクをどう乗り越えるか

相次ぎ発表される経済政策の現状評価と今後の見通し

経済研究部 主任研究員 三浦 祐介

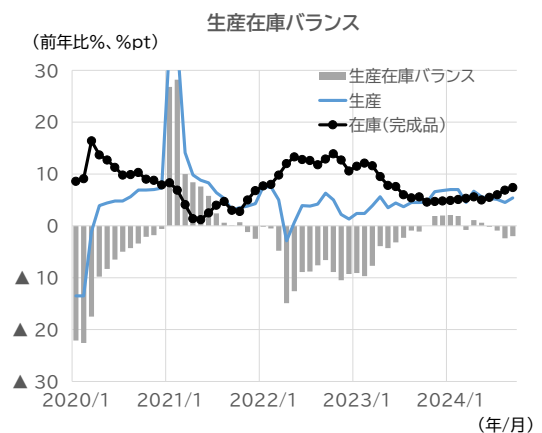
(03) 3512-1787 y-miura@nli-research.co.jp

長期化する不動産不況の影響が広がる中国において、足元では今後の経済を左右しうるイベントが続いている。ひとつは、上振れ要因となりうる追加経済対策を巡る動き、もうひとつは、下振れ要因となりうる米国大統領選挙でのトランプ氏の再選である。不動産不況という「内憂」と、再びリスク要因として浮上してきた米国の対中政策という「外患」に対して、中国はどのようなスタンスで臨む考えなのだろうか。本稿では、2024年9月下旬以降に相次いで発表された追加経済対策を評価したうえで、当面の見通しを展望したい。

1——続く「内憂」と強まる「外患」

中国の不動産不況は依然として厳しい状況にあり、経済への影響が拡大している。例えば、住宅販売床面積は2024年1～9月の累計で前年同期比▲19.2%、不動産開発投資は同▲10.1%と、23年に続き前年比で減少している。また、家計のマインド冷え込みから個人消費が低調となっていることに加え、土地使用権売却収入や税収の落ち込みにより地方政府の財政も悪化しており、内需低迷の悪循環から脱することができない状況となっている。これに対して、大規模な設備更新やインフラ建設といった経済政策を年初から実施しているほか、低価格での輸出攻勢の効果もあって外需が好調なことで、経済は辛うじて安定を保っているのが実情だ。ただ、経済政策による下支えに関しては、設備投資にピークアウトの兆しがみられるほか、好調であった製造業の生産活動についても、在庫の伸びが生産の伸びを上回り、在庫調整圧力が強まりつつあるなど（図表1）、今後徐々に息切れしていく可能性が高い。

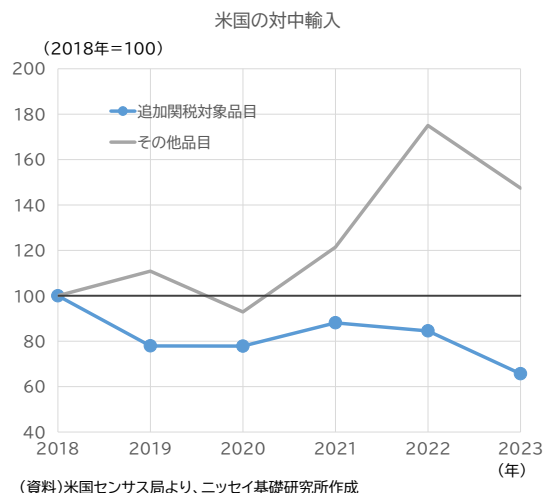
（図表1）



(注) 生産の前年比伸び率－製品在庫の前年比伸び率(いずれも実質)。
(資料) 中国国家统计局、CEICよりニッセイ基礎研究所作成

加えて、米国で24年11月5日に実施された大統領選挙では、共和党のトランプ氏が再選を果たした。同氏の公約の中には、対中輸入に対する一律60%の追加関税や最恵国待遇の取り消しなど、25年以降の中国経済に打撃となり得る政策が含まれている。第1次トランプ政権の際にも、対中追加関税が段階的に強化された結果、対象品目の中国から米国への輸出は減少した(図表2)。その経験を踏まえると、今回再び追加関税が課されれば、再び中国から米国への輸出が下押しされる可能性が高い。その押し下げは1%強になると見込まれ、足元の中国経済にとっては無視できない下押し圧力となるだろう。また、人民元安圧力も金融緩和の制約要因となる恐れがある。

(図表2)



2——現時点の中国の経済対策の評価

こうした状況下、中国は追加の経済対策を講じることで難局を乗り切ろうとしている。追加対策強化の方針が示された中央政治局会議(24年9月26日開催)前後で発表された主な政策は、図表3の通りだ。足元では不動産不況による内需不足が根強いことから、需要を刺激するための財政出動や不動産市場改善に向けた抜本的対策に対して、市場の関心が高まっている状況だ。それに対して、中国政府からこれまでに発表された具体的な財政政策と不動産政策の詳細は、それぞれ以下に述べる通りであり、市場の期待とはかい離がある。経済情勢の改善に向けてプラスには作用するものの、停滞する現状を目覚ましく改善させるほどの効果は期待できなさそうだ。

(図表3)

発表された経済対策の主なメニュー

分野	メニュー
財政	地方財政支援 ・各種財源を用いた歳入不足の補填 ・地方政府隠れ債務の解消強化
	家計支援 ・生活困窮者、学生の支援
	需要喚起の継続 ・「両重」…国家の重大戦略実施・重点領域安全能力建設(インフラ、農村人口市民化、高水準農地建設、地下管路建設、都市更新など) ・「両新」…大規模な設備更新、耐久財買い替えの促進
金融	利下げ、預金準備率引き下げ
	人民銀行による株価対策 ・証券会社、資産運用会社、保険会社向けの株式ETF等を担保としたスワップ制度 ・上場企業の自社株買い等向けの再貸出し制度
	大手金融機関への資本注入
不動産	需要喚起・創出 ・各種規制緩和(住宅購入規制、頭金比率引き下げ) ・売買時の税負担軽減 ・老朽化住宅地、「城中村」改造の拡大による転居促進
	未完成住宅の引き渡し支援 ・「ホワイトリスト」融資枠の拡大 ・人民銀行による再貸出しの強化
	在庫住宅・遊休地買い取り ・地方政府专项債の利用、政策性金融機関等の融資などの資金源拡大

(資料)新華社等より、ニッセイ基礎研究所作成

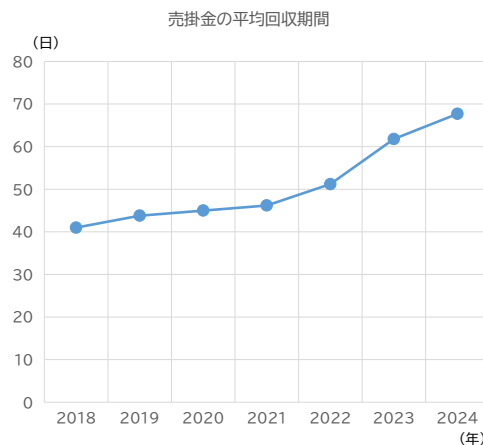
1 | 期待された財政出動は空振りに

財政政策に関して、最も関心が集まっていたのは、24年11月4日～8日に開催された全国人民代表大会常務委員会の結果だろう。市場では大規模な景気刺激策を期待する向きもあったが、閉幕日に発表された実際の対策は、数年をかけて10兆元規模の地方政府の隠れ債務を地方政府の債務へ付け替えるというも

のであった¹。市場の予想に対して、規模は大規模となったが、内容は期待されていた需要刺激策とは異なるものとなった²。

この大規模借り換え策の経済効果としては、主に 2 つが想定される。1 点目は、借り換えを通じた金利負担の軽減による効果だ。この分は、事実上、地方政府にとって追加的な財源となるだろう。財政部は、その規模を 5 年間で 6,000 億元（1 年当たり 1,200 億元）としており、押し上げの効果は限定的とみられる。2 点目は、資金の目詰まり解消による効果だ。現在は、債務返済負担が重くのしかかっており、地方政府や融資平台において、職員や調達先企業に対する給与や代金の支払いが滞る事態が生じている。支払いの遅延は、23 年中から問題として指摘されてきたが深刻さを増しているようだ。実際、工業企業の売掛金回収期間は、23 年から 24 年にかけて長期化している（図表 4）。今回の措置を通じ、これらの支払いが円滑化することで、間接的に消費や投資の改善に寄与する可能性があるが、マインドの低迷が続く中、不確実性が残る。

（図表 4）



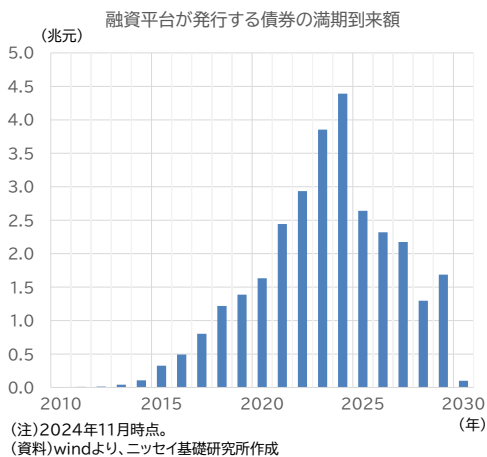
（注）2023年までは12月、2024年は9月のデータ。
（資料）中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

2 | 地方債務の隠れ債務問題は、先送りに過ぎないものの小康状態に

上述の地方政府隠れ債務の大規模借り換えは、需要刺激の観点からみれば効果は限定的であるものの、地方債務に関する金融リスクの解消に一定の道筋が見えてきたという点は評価しても良いだろう。融資平台が発行する債券は、近年償還ラッシュを迎えており、2024 年に 4.3 兆元分の償還期限が到来した後、2025 年～29 年までの今後 5 年間で累計約 10 兆元分の償還期限が到来する予定となっている（図表 5）。不動産不況で財政難が続くなか、毎年償還に追われる予定だった地方政府からすれば、今回の措置は、確かに財政部がいうように「恵みの雨」になると言える。

地方政府の隠れ債務の処理の進め方に関して、筆者はかつて、仮に進捗が芳しくない場合、ある程度まとまった規模を地方政府の債務に置き換えることで幕引きを図る展開もある、と

（図表 5）



（注）2024年11月時点。
（資料）windより、ニッセイ基礎研究所作成

¹ 具体的には、6 兆元の置換債を 3 年にわたり発行するとともに、24 年～28 年にかけて毎年発行する地方政府专项債のうち 8,000 億元分（5 年で 4 兆元）を債務解消に充当する方針が示された。このほか、バラック再開発と呼ばれる都市再開発で生じた隠れ債務 2 兆元について、29 年以降、自然体での償還が見込まれるという。財政部からは、対策の発表と併せて、地方政府の隠れ債務が 23 年末時点で 14.3 兆元であることが初めて明らかにされた。このうち上記の合計 12 兆元分については、今回の借り換え措置等を通じて償還の目途がつくため、残りの 2.3 兆元分について、地方が自力で解消に努めることとされた。

² なお、10 兆元の対策以外に発表された財政政策としては、国家发展改革委員会が 10 月 8 日実施の記者会見において、2025 年度予算のうち 1,000 億元を繰り上げ、インフラ建設に充てる考えが示されているが、これも規模としては小さく、また翌年の予算を先食いしているに過ぎない。また、足元で逼迫している地方財政の財源補填を進める考えも財政部により示されているが、これはあくまでも予算に対する下振れを軽減するだけであり、想定通りに工面できるかにも不確実性が残る。総じて、いずれの措置も追加対策とは位置付け難い。

指摘していたが³、それが現実のものとなった形だ。今回の措置について、財政部は「国内外の発展環境や経済・財政の安定的な運営、地方政府の債務解消の実情」を総合的に考慮して決めたことを明らかにしている。地方の債務処理が財政難により想定以上に難航し、金融リスクが顕在化しかねない状況になっていたものと推察される。また、2025 年になると、米国での第 2 次トランプ政権の政策運営を巡る不確実性が高まることが予想される。このため、地方財政の問題によって経済政策の効果が損なわれないよう、国内の不安要素を減らしておきたいとの思惑もあったのかもしれない。

もっとも、今回の措置は、地方政府が借り換えることで現在の隠れ債務の償還を先延ばしにするだけであり、財政や金融を巡る問題が抜本的な解決をみるわけではない。また、今回隠れ債務として認定された債務以外の債務（推定 45.7 兆元⁴）をどのように処理していくか、隠れ債務がかつてのように再び増大しないか⁵、地方の経済・財政を健全化していくか等、引き続き注視が必要だ。

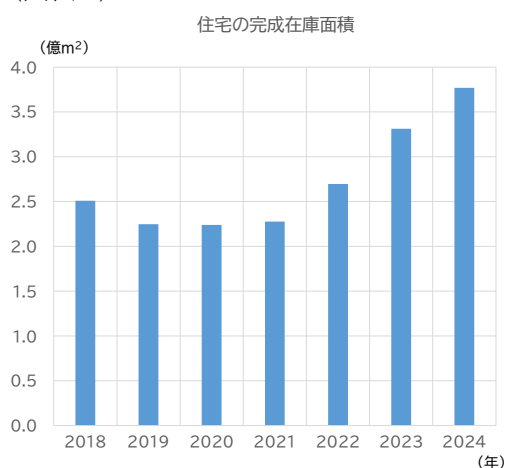
3 | 不動産不況に対しては、規模を拡大させつつ地道な対策を継続

不動産政策に関しては、需給の両面で追加の対策が発表されている。需要側に関しては、住宅売買に関する規制緩和や負担軽減による需要喚起策のほか、危険な老朽住宅地等の再開発を 100 万軒分追加し、それとセットで住民に補助金を支給することで半強制的に需要を創出する政策も示された。他方、供給側に関しては、デベロッパーが抱える在庫住宅等の買い取りや未完成物件の引き渡し促進（「保交房」）の資金源を拡大させる方針だ。

これら不動産の追加対策はどのように評価できるだろうか。例えば、老朽住宅地の再開発（100 万軒）に関しては、1 軒当たりの住宅面積を 70~100m² とすれば、7,000 万~1 億 m² 分の需要が生じる計算となる。24 年 9 月末時点における住宅完成在庫面積は 3.8 億 m² であるため（図表 6）、ある程度の在庫解消効果が期待できる。他方、「ホワイトリスト」に基づく 4 兆元の融資は、例えば IMF が 4 条協議報告書で不動産市場対策として提言した 7 兆元の規模に比べると依然として不足感が残り、まだ拡大の余地はありそうだ。

問題は、これらの資金源が、上述の通り地方政府発行の債券や金融機関による融資に限られている点だ。IMF からは、中央政府の財源により対策をとることが提言されているが、中国政府はそれには消極姿勢を示している。住宅都市農村建設部の倪虹部長も、「保交房」政策において「地方政府、不動産企業、金融機関など各自の責任をしっかりと果たさせ、市場化・法治化の原則に則り、一棟ごとの対策をとる」考えを強調している。こうしたスタンスを前提とすると、資金の供給拡大は段階的なものとどまる可能性

（図表 6）



（注）2023年までは12月末、2024年は9月末のデータ。
（資料）中国国家統計局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

³ 三浦祐介（2024）「バランスシート調整の日中比較（前編）」ニッセイ基礎研究所『基礎研レポート』、<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=78766?pno=1&site=nli>

⁴ 財政部から発表された隠れ債務（14.3 兆元）が全て融資平台の債務と仮定し、IMF の推計による 2023 年末時点の融資平台の債務（60 兆元）からその分を減じた。

⁵ 過去、隠れ債務が再び増加した経緯については、三浦（2024）参照。

が高い⁶。資金を投じるプロジェクトの収益性など商業的な観点での査定も必要となり、まさに「一棟ごと」の地道な対策となることが予想される。

3——今後中国はどう臨むか

1 | 国内経済政策:本格的な財政出動の強化は 2025 年となる見込み

財政部が今後予定している財政政策として挙げた内容は図表 7 の通りで、2025 年の対策においては、需要喚起に向けた財政支出の拡大に軸足が置かれていることが分かる。

対策の進め方として、現時点では、目下対策が焦眉の急であった地方政府の資金繰り対策に重点を置き、インフラ建設や設備更新、耐久消費財の買い替え支援といった需要喚起策については、25 年 3 月の全国人民代表大会を経て再始動し、切れ目なく対策を継続していく考えと思われる。

対策の規模に関しては、米国による対中輸入制裁関税発動の見通しのほか、残り数年を目途に進められているデレバレッジの観点も影響するだろう。実際、上述の地方政府の隠れ債務対策や不動産対策において、その処理の主体はあくまでも地方政府や不動産デベロッパー、金融機関とされ、中央政府は人民銀行による流動性供給など後方支援に徹している。中央政府が救済の手を差し伸べることで、債務処理の規律が緩むことを危惧しているものと考えられる。27 年の次回党大会や 29 年の建国 80 周年にあわせた改革達成など、今後政治的に重要な節目の年を迎えるなか、その懸念自体は自然な発想だが、経済が一進一退で不安定な状況にある現在、経済対策の規模

(図表 7)
が過小となれば、経済を上向かせることはできない。財政出動がどの程度積極的なものとなるか、今後順次開催される国内の重要会議(24 年 12 月開催予定の経済工作会议や 25 年 3 月開催予定の全国人民代表大会)で示される 25 年の経済政策の方針が注目点となるだろう。

今後の財政政策の方針(2024年11月8日発表)	
類型	具体策
現在実施に向けて動いている対策	不動産市場支援に向けた税制改正
	地方政府の隠れ債務の置換
	特別国債の発行による国有大型商業銀行への資本注入
	地方政府专项債の利用による遊休地、土地備蓄、在庫住宅買い取りの促進
2025年に実施を検討している対策	財政赤字の拡大
	地方政府专项債の発行規模拡大、用途拡大など
	超長期特別国債の発行継続による重点戦略プロジェクト等の支援
	大規模な設備更新支援の強化、消費財の買い替え対象品目や規模の拡大
	中央から地方への財政移転拡大によるインベーション、民生など重点領域への投入強化

(資料)新華社より、ニッセイ基礎研究所作成

2 | 対米外交:経済への悪影響緩和に向けた取り組みが必要に

対米関係についてはどうだろうか。現時点で、中国政府から具体的な考えはまだ明らかにされていないが、過去の経験に基づけば、対抗と譲歩を組み合わせながら交渉しながら、制裁関税をはじめとする対中強硬策の影響を最小限に食い止めるべく、時間稼ぎの努力がなされるものと予想される。加えて、自国の競争力強化や国際的影響力拡大のため、産業政策や対外関係の強化も続けられるだろう。

これまでの米中摩擦を巡る主な出来事は図表 8 の通りだ。このうち、第 1 次トランプ政権時の米中摩擦をごく簡単に振り返ると、17 年 1 月に政権が発足してから約 1 年半後の 18 年 7 月から対中制裁関税が適

⁶ 例えば、人民銀行が在庫買い取りのために設けた再貸出については、貸出枠 3,000 億元に対して、実際の貸出残高は 24 年 9 月時点でわずか 162 億元にとどまっている。「ホワイトリスト」融資枠 4 兆元分についても、不動産開発投資向けの融資残高が 23 年 9 月末時点で 13.8 兆元であることを踏まえると、短期間での実行は難しいことが予想される。このほか、地方政府の专项債についても、すべてが住宅在庫買い取りに投じられるわけではないだろう。

(図表 8)

米中摩擦を巡る主な出来事				
年	政権	首脳会談、合意	米国	中国
2013 ～ 2016	オバマ		リバランス政策、TPP	「大国外交」(中央外事工作会議)、「新型大 国関係」、一帯一路、AIIIB 中国製造2025 第13次五カ年計画
2017	トランプ	2月、首脳会談(電話) 4月、首脳会談(訪米) 11月、首脳会談(訪中)	「中国は修正主義国家」(国家安全保障戦略)	「社会主義現代化強国」(第19回党大会) 第1回一帯一路サミット
2018		11月、首脳会談(電話) 12月、首脳会談(G20) 12月、首脳会談(電話)	201条/232条追加関税(ソーラーパネル等/鉄鋼・アルミ) 301条追加関税(第1弾～第3弾) 国防権限法(2019年度):ECRA、FIRRMA、政府調達規制 アジア再保証推進法、台湾旅行法	報復追加関税(対301条第1弾～第3弾) 輸入博覧会
2019		6月、首脳会談(電話、G20) 12月、「第1段階」合意 12月、首脳会談(電話)	301条追加関税(第4弾) 国防権限法(2020年度):ドローン調達禁止	報復追加関税(対301条第4弾) 外商投資法 第2回一帯一路サミット
2020		1月、パンデミック発生	対中証券投資規制(PLA関係31社) 外国企業説明責任法 安全で信頼できる通信ネットワーク法 国防権限法(2021年度)	信頼できないエンティティー・リスト 輸出管理法
2021	バイデン	2月、首脳会談(電話) 9月、首脳会談(電話) 11月、首脳会談(オンライン)	「中国は唯一の競争相手」(国家安全保障戦略の暫定指針) ウイグル強制労働防止法 2021年 安全機器法 国防権限法(2022年度)	反外国制裁法 データセキュリティ法 外国法律・措置の不当域外適用の遮断規則 第14次五カ年計画
2022		3月、首脳会談(オンライン) 7月、首脳会談(電話) 11月、首脳会談(G20)	「中国は唯一の競争相手」(国家安全保障戦略) IRA、CHIPS+、インフラ投資・雇用法 IPEF、ペロシ訪台 国防権限法(2023年度)	第20回党大会 PLA台湾周辺軍事演習
2023		2月、気球事件 11月、首脳会談(訪米/APEC)	「デリスキング」(G7サミット) 国防権限法(2024年度)	反スパイ法改正 第3回一帯一路サミット
2024		4月、首脳会談(電話)	301条追加関税	「新質生産力発展」 関税法

(注)各年中の出来事は順不同。

(資料)各種資料より、ニッセイ基礎研究所作成

用され、その後再び約1年半をかけて交渉を実施し、19年12月に第1弾合意に至った。同合意では、中国による対米輸入の拡大についても約束されたが、翌20年にパンデミックが発生し世界経済が混乱に陥ったこともあり、そうした合意事項の達成がうやむやな状態のまま、米国で政権が交代した。

仮に今回も同様に事を進めることができれば、対中強硬策による下押しを分散させ、その影響を国内経済政策や迂回輸出等によって緩和しながら経済のソフトランディングを目指すことは不可能ではない。また、経済面では脅威が中心となりそうだが、米国の外交政策に再び変化が生じることで、中国にとっては国際的影響力の強化や台湾問題に関しては機会が生じる可能性もある。多方面での得失を総合的に考慮しながら対米外交を運営していくものと思われる。

米国では、足元で第2次トランプ政権の閣僚人事が決まりつつあり、今後は、対中政策を含む政策の考え方について徐々に明らかになってくるだろう。対中経済政策がどの程度優先されるのか、どの程度強硬に実施されるのか、交渉の余地があるのか、そして中国はそれに対してどのような姿勢をみせるのか等、米中双方の動向に注視する必要がある。