

週刊エコノミスト（2024年4月30日・5月7日合併号）に掲載

**（中国 金融・財政リスク）**

**不動産対策は対症療法的だがデフレが長引く可能性は小さい**

岡寄 久実子

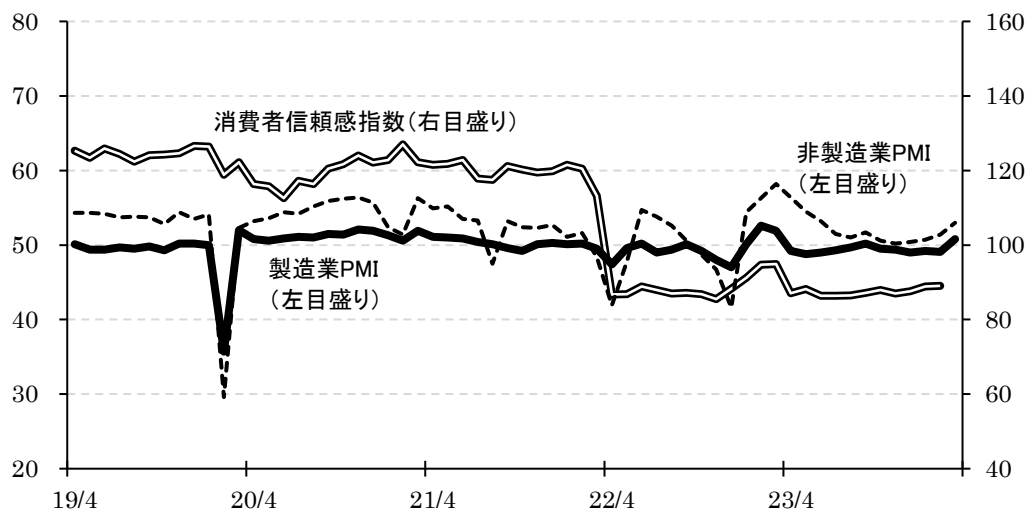
（前文）

中国政府は今のところ、コロナ禍や不動産不況対策で資金供給を優先し、債務削減を急ぐ様子は見せていない。

（本文）

中国の輸出や製造業の設備投資などにやや持ち直しの気配が見えてきた。景況感を表す製造業購買担当者景気指数（PMI）は3月、6カ月ぶりに好不調の境目である50を超えた。しかし、不動産不況の影は依然として濃く、消費者マインドは冷え込んだ状況が続いている（図1）。

**図1 企業の景況感と消費者信頼感の推移**



（注）PMIは購買担当者景気指数。製造業PMIと非製造業PMIは前月比で50が中立、消費者信頼感指数は前年同月比で100が中立

（出所）CEIC China Premium Databaseより筆者作成

## 深刻化した不動産不況

中国の不動産市場を巡っては、かねてバブルの膨張と過剰在庫の問題が懸念されていたが、コロナ禍と中国政府による不動産関連融資の規制強化が重なった 2021 年ごろから地合いが急速に悪化した。一部の不動産開発大手の資金繰り破たんをきっかけに、マンション建設の中断、新規購買意欲の減退、企業の売り上げ減少、資金繰りの一段の悪化といった悪循環が広がった。

住宅販売金額は 22 年、前年比 3 割の大幅減少となり、23 年はさらに 1 割近く減少し、多くの不動産企業の財務基盤に打撃を与えている。この間、住宅着工面積はそれぞれ 40%、21%と大幅に減少した。

共産党指導部と中央・地方政府はまず、「保交楼（建設中物件の完成・引き渡しを保証）」政策に力を入れた。狙いは、銀行ローンを組んでマンションを予約購入し、物件の引き渡しを受ける前からローンを返済する人々の不満をやわらげ、不良在庫を減らすことだ。

共産党中央政治局は 22 年 7 月、不動産市場を安定させることの重要性を確認し、政府は購入制限の緩和や金融支援策を若干強めに打ち出すようになった。今年 1 月には地方政府の住宅建設当局と金融当局が協力して金融支援が可能な開発プロジェクトをリストアップし、金融機関に協力を求める「都市不動産協調融資メカニズム」の導入が決まり、融資が動き出している。

## 調整の長期化と影響

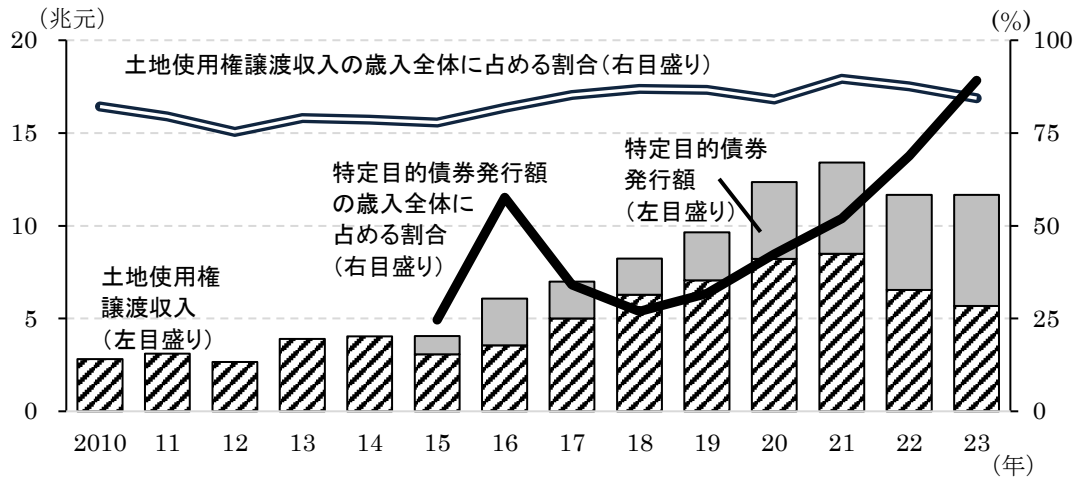
ただし、政府の施策は対症療法的なものが中心であり、基本的には地方政府がそれぞれの責任で現地事情に合う対応策を実行することになっている。中央政府はこれまでのところ、支援を抑えているように見える。このため、再建のめどが立ちにくい不動産企業の清算や、不良在庫の調整が大きく進展する見通しは立っていない。

不動産市場が混乱すると、住宅購入契約者や既存の保有者は将来の値上がり期待をしばませるか、ローン返済負担の重さを感じることになる。それが消費行動の抑制につながっている可能性が高い。

また、新たな不動産開発が減ったことで、地方政府にとっては土地所有権の譲渡収入が大幅に減少し、地方のインフラ建設投資などが滞る原因になっている。以前から、地方政府が土地所有権の譲渡収入に頼りすぎていることが、不要な不動産開発を誘発しているという批判があった。そこで、15 年以降は地方政府が責任を負うべきインフラ建設投資について、地方政府が自ら債券を発行して資金を調達することが奨励されるようになっていた。

しかし、債券を発行すれば、将来の利払いと返済義務が生じるため、地方政府は発行に消極的だといわれることもある。23 年は土地所有権の譲渡収入の減少を債券発行で補ったように見える（図 2）。しかし、これは国全体を合算した姿であり、各省の状況は同様ではない。今後、建設投資目的の債券発行の比率をどの程度上げていくべきか、あるいは上げていけるのか、慎重な検討が求められている。

図2 中国の地方政府基金会計の動向



(注) 特定目的債券とは特定の建設プロジェクトを想定して発行される債券で、調達資金は主に政府基金会計（特別会計）に計上される。「歳入全体」は債券発行収入等計上前のベース  
 (出所) CEIC China Premium Databaseより筆者作成

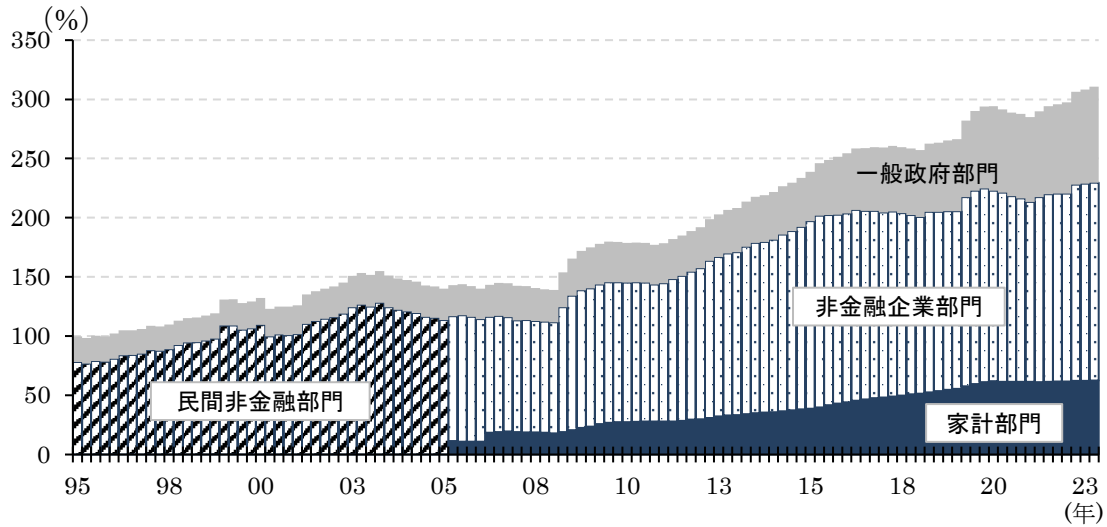
### 債務リスクの制御

中国の高度経済成長期は12年ごろに終わり、「量」より「質」を向上させるという成長モデルへの切り替えが求められるようになった。その頃から非金融部門の過剰債務が問題視され始め、政府は10年代後半、デレバレッジ（債務削減）を政策の最重要課題に掲げたこともあった。

政府は目下、金融当局も含め、コロナ禍や不動産不況対策で資金供給を優先し、デレバレッジを急ぐ様子は見せていない。緊急避難的な対応であり、やむを得ない面がある。しかし、不健全な不動産企業や地方政府を代行する資金調達機関（地方投融资平台）の整理を先延ばしし続けることも難しい。

中国の政府債務は今のところ、表面的には総じて安全な規模に抑制されていると見られている（図3）。しかし、今後、地方投融资平台（多くは国有企業）に寄せていた債務を地方政府が引き取ったり、社会保障を拡充するために中央・地方政府が債券発行を増やしたりすることで、政府債務の増大が予想される。そうした中で、国民の政府に対する信認を失わないようにするには、情報の開示を含む適切な広報対応が求められる。

図3 中国の制度部門別債務率の推移



(注) 債務率は債務残高の名目国内総生産に対する比率  
 (出所) 国際決済銀行「Total Credit Statistics」(24年3月)より筆者作成

経済発展段階に鑑みれば、中国が1990年代の日本のように長く深いデフレ状態に陥る可能性は小さいと考えられる。人口動態の変化もあって、不動産実需が減少する可能性は否定できない。ただ、1人当たり国民所得(GNI)が1万2850ドル(世界銀行による22年推計値、約195万円)の中国では今後、全体の所得を底上げできれば、新たに住宅購入を検討できる層が育つのではないかと期待できる。また、より質の高い住宅への住み替えニーズはなお期待できそうだ。

住宅に限らず、人々のニーズをくみ取って、新たな商品やサービスを生み出す中国企業の活力には目を見張るものがある。この活力をしぼませないことも重要だろう。この点ではメディアの役割も大きそうだ。

メディアの報道や人々のSNS(交流サイト)での発信については、中央指導部が見落としたリスクに気づかせる機能を期待することもできるのではないかと期待できる。「フェイクニュース」の伝播は避けなければならないが、さまざまな情報の往来を潜在リスクの発見に生かす環境を築くことが望ましいと思われる。