

# Monthly Economist Report

「共同富裕」のジレンマに直面する中国不動産市場  
－構造問題に阻まれ低迷が続く住宅需要

2023年8月

PwC コンサルティング合同会社  
PwC Intelligence シニアエコノミスト 菊田直孝



足元の中国経済は内憂外患の厳しい状況に直面している。中国国内ではゼロコロナ政策解除後に期待された「リベンジ消費」の勢いが持続せず、外需を取り巻く環境も欧米景気の先行き不透明感が払拭されないなか厳しい状況にある。また、過去の経済減速局面では政府による財政出動を背景に経済の牽引役となってきた固定資産投資も鈍い伸びを続けている。

こうしたなか、裾野が広く中国経済全体への影響が大きい不動産市場に対して、政府当局によるテコ入れ策がどのように打ち出されるか、今後の行方が注目されている。ただし、先んじて結論を述べると、中国不動産市場は習近平政権が国内の格差是正を唱えて掲げる「共同富裕<sup>1</sup>」に象徴される政策上のジレンマに直面している。このため、本格的な市場回復は見込みがたく、政府当局が掲げる2023年のGDP成長率5%前後の実現も危ぶまれる状況にあるとみている。以下では、足元での不動産市場の動向および政府当局が打ち出す政策とその効果・影響を踏まえつつ、今後の中国不動産市場の行方について筆者の見解を述べていく。

## 市場経済化が進展するなかで拡大を続けてきた中国不動産市場

歴史を振り返ると、かつて中国の都市住民は国有企業への就業とともに、住宅や学校、病院、商店など全ての社会生活インフラを有する「単位」に身を置き、「生老病死(ゆりかごから墓場まで)」制度の下で従業員とその家族の生活が支えられていた。その後、1990年代に鄧小平氏により社会主義市場経済が提唱され、市場経済化が推進されることになった。その当時、業績悪化に直面し膨大な債務を抱えていた国有企業の「単位」から住宅や学校、病院などが切り離され、個人による住宅購入が可能となったことで都市部に不動産市場が誕生した。なお、中国において土地は国家が所有しており、住宅の所有者が取り扱っているのは期限付きの土地使用権である。また、農地は集団所有されており、農民には期限付きの耕作権が与えられているが、人民への食糧の安定共有を確保するため、農地の宅地転用は厳しく制限されており、市場取引の対象外である。

中国では経済改革開放政策の下で高度経済成長が数十年に亘って続いたなか、都市部に人口が流入し都市化が進展するに伴い住宅に対する旺盛な実需が顕在化してきた。さらには、中国国内では個人の資産運用の手段が限定的であったことから、利殖の材料として投資もしくは投機の動きも高まった。この結果、上海や北京など主要都市の不動産価格は年間所得の40~50倍に達するなど、一般庶民の手に届かない水準まで高騰した。

こうした市場環境下、地方政府は宅地開発用の土地使用権の売却を通じて財源を確保してきた。住宅の実需が急速に拡大し住宅価格も上昇基調を辿るなか、地方政府は宅地開発用の土地使用権の供給を制限するなど需給を調整することで土地使用権の取引価格はさらに上昇していた。こうしたなかでも旺盛な住宅需要を見込んだ不動産開発事業者は金融機関からの借入に大きく依存した事業拡大を積極的に進めてきた。なお、中国の地方政府による財政収入の約4割が土地使用権の売却によるもので、地方政府の財政状況をみるうえで、住宅不動産市場の動向は大きな影響を及ぼすこととなっている。

加えて、地方政府自体は銀行からの直接借入が厳しく制限されているため、地方政府に代わって都市インフラ整備向けの資金を調達する存在として地方融資平台(「Local Government Financing Vehicles: LGFV」)が活用されている。ここでの借入は企業債務に分類され、地方政府の債務統計に反映されないが、証券会社や投資信託など投資家からは一般的に地方政府が最終責任を負う「暗黙の政府保証」があると考えられている。

<sup>1</sup> 中国が格差是正に向けて掲げるスローガン。中国では経済改革開放政策の下で高度経済成長が続き、貧富の格差が大きく拡がった。

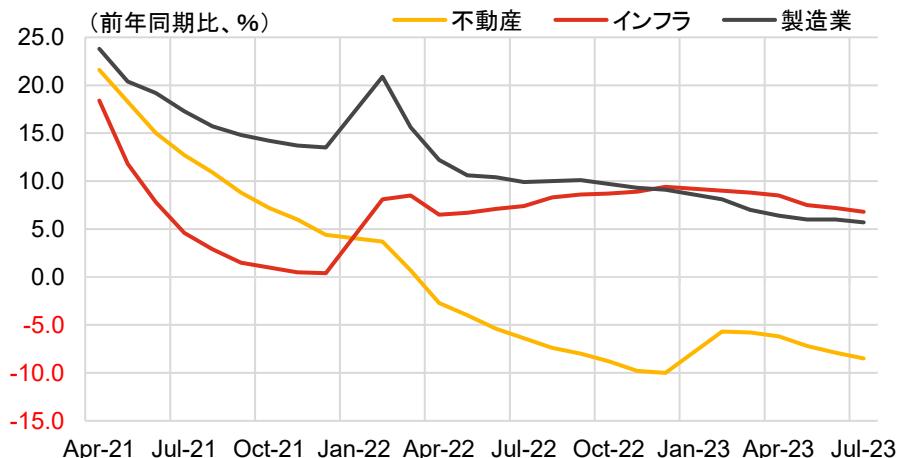
こうしたなか、中国の全人民が幸福で豊かで美しい物質的かつ文化的生活を送ることを目指し、「高過ぎる所得を合理的に調整し、高所得層と企業が社会にさらに多くを還元することを奨励すること」としている。

国際通貨基金(IMF)によれば、LGFV が抱える債務は足元 5 年でほぼ倍増し、2023 年時点で約 66 兆元(約 1,320 兆円)に達していると推計されている。公表されている中央および地方政府債務(同 69 兆元)を超える水準となっており、いわゆる政府の「隠れ債務」の温床となっている。

## 不動産の低迷が足かせとなる固定資産投資

中国国内では個人消費も外需も厳しい状況が続いているなか、中国経済の下支え役として、政府当局が打ち出す政策の動向も含めた固定資産投資の伸びに期待が集まっている。先述のような中国不動産市場の歴史的な経緯や成り立ちを踏まえたうえで、まず以下では足元の固定資産投資の動向をみていく。2023 年 1-7 月の固定資産投資は前年同期比 +3.4% となり、今年上半期(1-6 月、同 +3.8%)から減速して着地した。年初来伸び率は下落トレンドを辿り、力強さが欠ける状況にあるが、以下の図表 1 でセグメント別にみるとおり、大きく足を引っ張っているのが不動産投資である。製造業投資は中国当局による産業振興政策によるハイテク分野の伸びに支えられ同 +5.7% となった。インフラ投資は政府による地方政府特別債や政策系銀行による支援を背景として同 +6.8% と高水準を維持している。製造業投資およびインフラ投資の伸びは年初来減速トレンドを辿ってはいるが、固定資産投資全体を下支えしている。その一方、昨年 4 月以降水面下で推移している不動産投資は大手不動産開発事業者の債務危機を巡る懸念や住宅販売の落ち込みを受けた新規投資の低迷から同 -8.5% と大幅な落ち込みとなった。年初来マイナス幅は拡大しており、固定資産投資全体の伸びの足かせとなっている。

図表 1 固定資産投資のセグメント別推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成

すなわち、今後の固定資産投資の動向を占うにあたっては、不動産投資のマイナス幅がどこまで縮小できるかが大きなポイントである。中国の GDP 全体に占める不動産および関連セクターの割合は約 3 割に達するとも言われている(因みに、日本は約 1 割)。その中でも住宅は不動産開発投資の約 7 割を占めているうえ、その売れ行きや不動産開発の進捗度合い次第では建材や装飾材はもちろん、家具や家電など含めた住宅関連の裾野産業へ幅広く影響する。このため、足元のような厳しい経済環境に直面するなかで政府当局によるテコ入れ策が期待されるとともに、その政策効果や動向が注目されている。

## 2020 年 8 月以降、急速にブレーキがかかった中国不動産市場

こうした認識の下で、住宅を中心とする不動産市場の動向についてみていく。足元の不動産不況の直接的なきっかけは、2020 年 8 月に、政府当局が不動産開発会社向けの融資規制である「3 つのレッドライン(三条紅線)」を導入したことである。先述のとおり、不動産市況が過熱し住宅価格が庶民の手に届かない水準まで高騰していたなか、習近平国家主席は、「住宅は投機のためではなく、生活のためのものであるべき」として不動産部門向けの規制を強化したことで潮目が大きく変わった。

この規制により不動産開発事業者は財務状況の監視が強化され、総負債率や純負債資本比率などによって資金調達を制限されることとなった。この結果、それまで市場の先行きを楽観視し、借入を最大限に膨らませレバレッジを効かせつつ住宅販

売を拡大し巨額の利益を得てきた不動産開発事業者を取り巻く経営環境は一気に悪化した。銀行借入が厳しくなり、住宅建設業者宛の支払いが滞り住宅建設が止まった結果、住宅購入者に期限どおり物件の引き渡しが実行されない事例が頻発した。中国では住宅建設が完成前に販売される「期房」が取引の大半を占めており、引き渡しの前に住宅購入者がデベロッパー宛に購入代金を支払うのが一般的である。デベロッパーはここで得た資金を債務の返済や建設業者宛の支払いに充当していた。ただし、物件引き渡し前にプロジェクトが頓挫すると、住宅購入者は引き渡しや入居前どころか、物件が完工していない状況であっても住宅ローンの返済を始めなければならず、入居できない住民が住宅ローンの返済を拒否する運動が各地で多発した。不動産開発業者の経営危機に対する不安感が払拭されないなか、住宅購入者の間では先行き不安が高まるとともに新規の住宅購入が手控えられ、住宅価格も下落が続いたことにより買い控えの動きも顕在化するなど、販売量および価格ともに悪循環のサイクルに突入している。

さらには、こうした厳しい規制に伴う影響が顕在化するなか、新型コロナウイルス感染症が流行したことが不動産不況に拍車をかけている。政府当局による約 3 年に亘る厳しいゼロコロナ政策により国内経済が悪化し、消費者の購買意欲が大きく減退したが、先述のとおり同政策解除後にも個人消費の盛り上がりに乏しく、先行き不安も払拭されず住宅需要は上向かない状況が続いている。

## 足元で大幅減少を余儀なくされている住宅需要

ここで以下の図表 2 および図表 3 で住宅新規着工面積および販売面積の推移をみると、足元では前年同月比 -20% 超と大幅な落ち込みを余儀なくされている。ゼロコロナ政策解除後の持ち直しはペントアップ（繰り越し）需要によるところが大きく、こうした一時的な要因が剥落した 4 月以降の不動産販売は再び減速している。上述のような中国不動産市場を取り巻く厳しい環境に加えて、ゼロコロナ政策解除後にも雇用改善が進まず家計部門の貯蓄・節約志向を強めるなかで不動産需要への下押し圧力は根強い状態が続いている。詳細は後述するとおり、特に 7 月以降には政府当局によるテコ入れ策も打ち出されているが、現時点でみる限り、具体的な政策効果が実感される状況には至っていない。消費者の住宅購入意欲は冷え込んだ状態が続いており、いまだ持ち直しの兆しはみえておらず、当面は厳しい環境が続くものとみられる。

図表 2 住宅新規着工面積の推移



（出所）中国国家統計局、Macrobond より筆者作成

図表 3 住宅販売面積の推移

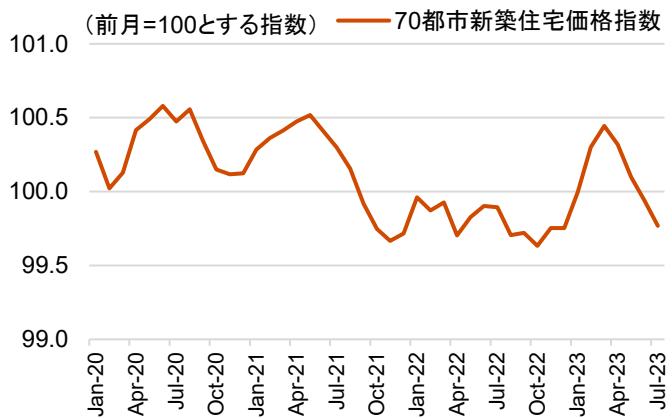


（出所）中国国家統計局、Macrobond より筆者作成

このように住宅新規着工および販売面積が大幅な減少を続けているなか、次頁の図表 4 で主要 70 都市の新築住宅価格の動向をみると、昨年末のゼロコロナ政策解除後には一時回復の兆しをみせたが、今年 4 月以降はまた減少している。今年 6 月から主要 70 都市のうち 38 都市と過半が前月比下落しており、7 月には更に 11 都市増えて全体の約 7 割にあたる 49 都市で値下がりした。なお、都市別に住宅価格の推移でみると、上海や北京など一級都市価格が横ばいである一方、地方の省都クラスやそれ以外の二級および三級都市では下落幅が大きく、地方経済の落ち込みのほか、地方政府への財政面でのマイナス影響が注目される。

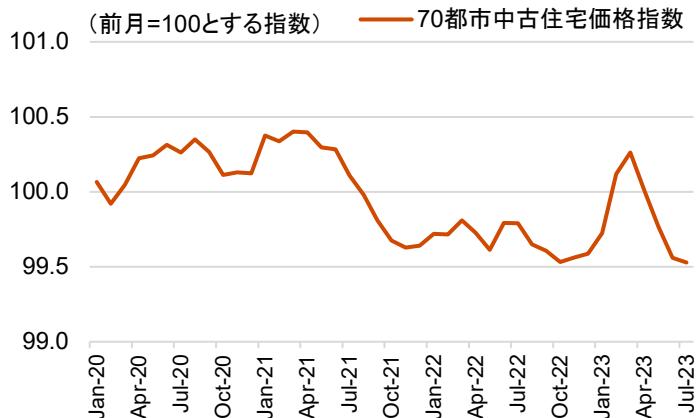
また、図表5で中古住宅価格をみると、新規物件と比較すると市場の需給動向を反映しやすいこともあり、今年7月には主要70都市のうち63都市で値下がりした。3か月連続で値下がり都市が過半を占めた。先行き不安から、今年に入ってから投資用物件を売り出す人が増えており、価格下落圧力が高まっている状況にある。なお、現地の不動産仲介業者からは、上海ほか主要都市のほか、二級および三級都市の中古住宅価格は少なくとも15%下落しているとの指摘も聞かれており、実態的には国家統計局の統計から推察される以上に厳しい状況に直面している可能性もある。

図表4 新築住宅価格指数の推移



(出所)中国国家統計局、Macrobondより筆者作成

図表5 中古住宅価格指数の推移



(出所)中国国家統計局、Macrobondより筆者作成

以上みてきたように厳しい市場環境下、中国を代表する大手不動産事業者が不動産市況の悪化に伴う赤字転落や資金繰り悪化を余儀なくされる事態が相次いでいる。先述のとおり、不動産開発事業者の資金難に伴い住宅建設が止まり、住宅購入者に期限どおり物件が引き渡しされないことを警戒し、住宅購入者の間では新規の住宅購入を手控える動きも顕在化している。中国では家計資産の約6割は自宅の不動産が占めている(なお、日本は4割弱、米国は3割弱)。住宅価格の下落に伴い既存の住宅保有者にとっては過剰債務問題が生じることとなり、これが逆資産効果を生んで個人消費の下押し要因となっている。

大手不動産開発事業者が仮にデフォルトの事態に陥った場合、中国経済全体に及ぼす影響は甚大である。ただし、「共同富裕」の理念を掲げる政府当局としては、かつて不動産市況を煽り個人の住宅購入を困難にさせつつも膨大な利益を計上していた不動産開発事業者を率先して救済することに対しては慎重なスタンスを取ることになるであろう。

さらには、不動産不況に伴い地方政府の土地使用権売却収入が減少した(今年上半期<1-6月>:前年同期比-21.3%)。地方政府では新型コロナ対策にかかる支出増も重なったため、財政が一段と逼迫している。これに伴い、地方融資平台(LGFV)に対する資金支援が難しくなった結果、各地のLGFVの財務状況が悪化しており、債務不履行の懸念が浮上している。先述のとおり、LGFVが抱える債務は2023年時点で約66兆元(約1,320兆円)と推計され、中国GDPの5割強に相当する規模に拡大している。

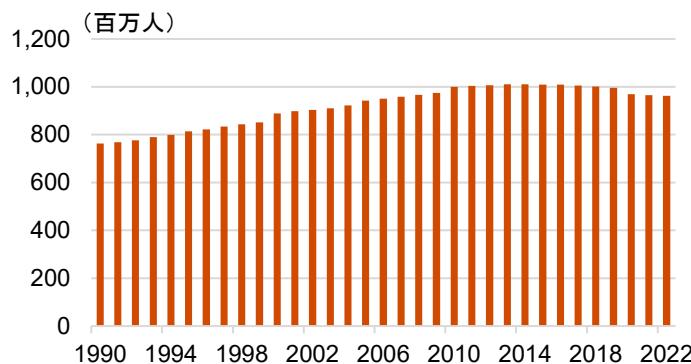
政府当局によるLGFV支援のスタンスが問われるところであるが、中央政府としては、「暗黙の政府保証」に対する思い込みに基づく過剰借入を抑制する方向にあるため、LGFV全体が救済される可能性は低いとみられる。実際、中国国内では、「隠れ債務」を増やさないよう、LGFVの債務不履行を一定程度容認しつつ市場の健全化を図るべきといった論調も聞かれる。一方で、足元の中国経済が厳しい状況にあるなか、景気下支えの牽引役となるインフラ投資の担い手であるLGFVに対する締め付けを強化した結果、さらなる経済減速を容認できる状況にはないようと思われる。また、LGFVが発行する社債のデフォルトが広がれば、そこに投資をする投資信託の一種である理財商品のデフォルトを誘発しかねず、これが銀行や保険会社に損失をもたらし金融不安につながる可能性がある。また、理財商品に投資をする多くの個人も損失を余儀なくされるなど、複合的に中国経済の下押し圧力となる。さらには、LGFVの債務不履行が財源の逼迫した地方経済に波及した場合、社会や金融の安定性を損なう懸念もある。このように中国政府当局には財政の健全性を図りつつ経済成長も実現させていくという難しい政策の舵取りが求められているが、一筋縄では行かない状況にある。

## 人口減少——住宅実需層の厚みが減退する構造

続いて、今後の不動産市場の先行きを占ううえで重要なファクターとなる人口動態についてみると、中国では過去 40 年に亘る「一人っ子政策」の影響もあり出生数および出生率が低下基調を辿っており、2022 年に 61 年ぶりに人口減少した。**図表 6** で生産年齢(16~64 歳)人口の動きをみると、2013 年をピークに減少に転じ、2022 年時点では 9 億 6,289 万人となった。また、**図表 7** で総人口に占める割合をみると、足元 10 年で低下してきており、2022 年時点では 68.2% となっている。政府当局が 2021 年に発表した推計によると、今後 5 年で 3,500 万人減少する見通しで、2022 年から 2050 年にかけては 2 億人以上減少すると予測されている。

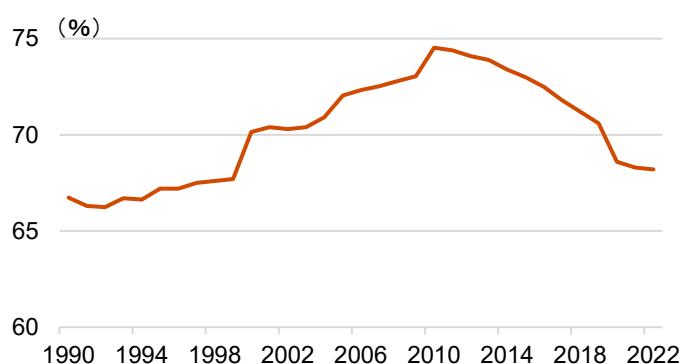
さらに、ここで住宅実需層についてみると、中国の住宅購入者の平均年齢は 27 歳で、25~34 歳の購入者が全体の 4 割弱を占めている。住宅購入者のボリュームゾーンとなる 25~34 歳の人口も減少基調に転じており、2030 年までに 4,700 万人減少する見込みである。また、「合計特殊出生率(1 人の女性が生涯に産む子供の人数)」は 2022 年に 1.09 となり、前年(1.15)、前々年(1.3)を下回った(因みに、日本 1.26、韓国 0.78)。このように中国では人口減少と少子高齢化が速いペースで進展し、住宅実需層の厚みが減退していくなか、中国の住宅需要は人口動態の観点から構造的にみても増加トレンドを期待する局面にはないと考えられる。

図表 6 生産年齢人口の推移



(出所) 中国国家統計局、Macrobond より筆者作成

図表 7 生産年齢人口比率の推移



(出所) 中国国家統計局、Macrobond より筆者作成

## 高水準で推移する若年失業率

上述の人口動態の問題に加えて認識しておくべきもう一つの論点として、中国が根深く抱える構造的な課題である失業率の問題も指摘しておきたい。**図表 8** の都市部失業率<sup>2</sup>を見ると、全体では 5% 程度で安定的に推移しているが、うち 16~24 歳の若年失業率の悪化が特に懸念されている。若年失業率は 4 月以降 20% を超えて毎月上昇を続け、6 月には 21.3% に達しており、2018 年 1 月に統計の公表を開始して以来の最高値を更新していた。なお、ここでの失業率は都市部で就業意欲を有する若者を対象としているものである。中国都市部に居住する 16~24 歳の若年層約 9,600 万人のうち非就学かつ無職の約 1,600 万人を勘案すると、実際の若年失業率は 40% を超えるとの指摘もあり、より深刻な問題と言える。

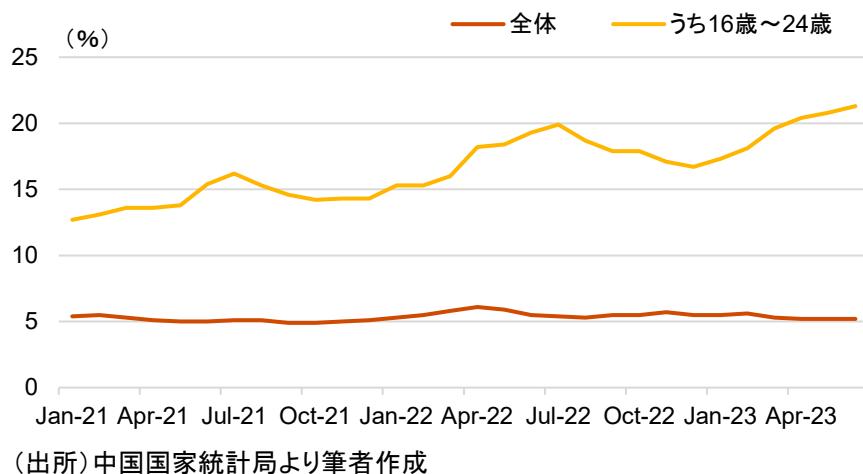
こうしたなか、今年は卒業シーズンの 6 月から 7 月にかけて前年比 +82 万人増の 1,158 万人の大卒人材が市場に流れ込む見込みであり、今年 7 月の若年失業率が注目されていたが、国家統計局より突如公表を一時停止する旨発表された。当局からは、「高学歴化が進展するなか、就職活動中の学生を失業者とみなして労働力調査に含めるべきか、さらなる検討が必要」と説明されている。確かに近年は高等教育の大衆化により大卒人材が増え続けており、総じてホワイトカラー志向が強い大卒人材と実際の求人環境の間には労働需給ミスマッチの問題も指摘されている。とはいっても、こうした問題は従前より認識されていたはずで、主要統計のなかでも動向が注目されていた数字の公表を突如停止するのは、中国の統計に対する信頼感に影響する悪手のように感じられる。そもそも 7 月の数字が改善していれば公表停止する必要もなかったであろうが、上述の理由

<sup>2</sup> 失業者の定義: 過去 3 ヶ月間求職活動しており、適切な仕事があれば 2 週間以内に働き始めることができる人。

にも鑑みれば、今回公表に至らなかったのは若年失業率が少なくとも 6 月実績を超え、相応に高水準となったことの証左のようにも推察される。

また、統計公表の是非は別として、若年労働者の失業率上昇は単なる景気動向を占うに止まらず、社会不安も含めた政治リスクに結び付くものであるだけに、政府当局としては国内外から無用に勘織られることを避けたいとの思惑もあるようと思われる。中国の若年層の間では「卒業即失業」といった言葉も囁かれており、先行き不安のマインドが拡がっている。こうした状況が長期化すると貧困や格差といった問題に加え、将来に向けた人材育成にも支障をきたし、社会の不安定化を誘発することにもなりうる。これは政府当局が共産党政権の正統性を主張していくためにも万難を排して回避しておきたいシナリオである。今後も上述の観点を踏まえつつ、政府当局が打ち出す政策動向も含めて、若年失業者を取り巻く雇用環境には引き続き注視していく必要があろう。

図表 8 都市部失業率の推移



(出所) 中国国家統計局より筆者作成

### 不動産不況の克服に向けた政府当局の政策——具体的な効果はいまだ限定的

以上みてきた厳しい市場環境下、中国は不動産部門に焦点をあて、金融と財政双方から景気刺激策を打ち出し始めている。具体的には、6 月に李強首相主催の国務院常務会議で「住宅消費を促すための若干の措置」が採択されたほか、7 月 18 日には中央政府が商務部など 13 の省庁の共同で、家電や家具などの分野で消費を喚起する計画を公表した。ここでは住宅に関連する分野として、家電や家具およびリフォームなどを対象とし、地方政府や関連企業に対して特定分野にターゲットを絞り積極的な消費喚起を促している。加えて、住宅ローン借入時の頭金比率引き下げのほか、銀行に対する住宅ローン金利の引き下げ指導を通じて住宅需要喚起に向けたテコ入れ策を実施した。このほか不動産開発企業向け融資の返済期限延長や、昨年 11 月に打ち出した不動産開発業者向け融資の返済期限延長を認めるなど、中国当局は不動産市場の下支えに向けて相次いで施策を打ち出している。

また、7 月 24 日に開催された中国共産党中央政治局会議では、2023 年下半期の経済運営方針を決定し、国民の消費を拡大する需要喚起策を実施する方針を打ち出した。今年上半期の経済は「先上后下（第 1 四半期は上昇したが、第 2 四半期は横ばい）」とし、足元の経済については「新たな困難と挑戦に直面しており、主たる問題は内需不足にある」との認識を示している。中国共産党の最高意思決定機関である中央政治局からのメッセージとして、内需が依然不十分であり、経済支援を維持していく旨伝えられたものである。今年下半期の経済運営方針としては、内需の拡大、マインドの向上、リスクの防止に注力しつつ、個人消費と投資中心の内需拡大を積極化させるとしている。積極的な財政政策と稳健な金融政策を通じて消費拡大を促し、自動車や家具、電気製品など大型消費や、旅行、スポーツなどサービス消費を拡大すると強調している。

不動産政策については、不動産市場の低迷が始まった 2021 年以来初となる規制緩和に向けた変化の兆しがうかがえる。ここで注目されるのは、当局から公表されたステートメントから「住宅不炒（住宅は住むものであって投機の対象ではない）」というスローガンが削除されたことである。これまで「共同富裕」の概念の下、「3 つのレッドライン」の導入を通じて行き過ぎた不動産価格の調整を進めてきたが、足元の不動産不況を踏まえ、景気下支えに向けた動きを打ち出してきたように思われる。

また、同ステートメントには、「市場の需給関係に重大な変化が生じていることに対応し、不動産政策を適時調整し合理化する」との文言が追加されている。これについては、住宅都市農村建設部が建設・不動産関連企業のトップとの座談会で不動産市場の活性化に向けた考え方を示している。具体的には、住宅ローン利用時の頭金比率や住宅ローン金利のさらなる引き下げのほか、住宅買い替えにおいて免税や費用減免といった措置が挙げられている。今後も行き過ぎた投資や投機を抑制するスタンスは基本的に不变としつつも、不動産市況の低迷が著しい地方都市などを中心とした住宅実需を喚起する方策を打ち出していくものとみられる。

以上みてきたような一連の需要喚起策により不動産販売の底割れを防ぐための一定の効果は期待されようが、足元の市場動向をみる限り、需要の本格的な持ち直しには至っていない。上述の消費刺激策は既存施策の延長や微調整に止まるものが多い。また全体としての方針は打ち出されたが具体的な施策が明示されておらず、住宅需要を本格的に喚起するために十分なものではない。加えて、政府当局としては不動産市場の再過熱を警戒しており、不動産が投機対象とならないようにするスタンスは堅持している。このため、今後も追加の景気対策が打ち出される可能性もあろうが、中国当局は過剰債務問題や地方財政悪化への懸念から大規模な財政支出を伴うような景気刺激策には慎重であり、この実施を急ぐシナリオは想定しがたいとみている。

なお、景気刺激に向けて想定されるその他の方策として、利下げおよび預金準備率の引き下げが考えられる。実際、今年 6 月には 10 か月ぶりとなる利下げに続き、8 月にも改めて利下げを実施したが、どちらも引き下げ幅は 0.1% と小幅に止まった。この背景としては、欧米はじめ世界各国ではインフレ基調が続いており利上げ局面にあるうえ、対ドル人民元相場は昨年 11 月以来の安値圏内となる 7.3 元／ドル内外で推移している。こうしたなか、大胆な利下げによりさらなる人民元安や資本流出が誘発されることを警戒したとみられる。また、預金準備率引き下げは今年 3 月に実施しており、今後も中国国内の流動性確保のため年内にも改めて実施する可能性はある。ただし、これら金融政策は単発では不動産市況の回復の特効薬となるものではない。国内外の金融環境を睨みつつ、小刻みな打ち出しを通じて微調整するツールとして活用されるとみられる。

## まとめ

本稿では、足元での中国不動産市場の動向および政府当局が打ち出す政策とその効果・影響を踏まえつつ、今後の市場の行方について論じてきた。政府当局として、現政権の第 3 期目がスタートした 2023 年の GDP 成長率 5% 前後の実現を掲げるなか、足元で内憂外患の様相を呈している中国経済において、大規模な財政出動を伴う景気刺激策を打たずして厳しい状況を打破しえないとする声もある。こうしたなか、裾野が広く経済の下支えが期待される不動産市場に対するテコ入れ策が相次いで打ち出されているが、総じて小粒かつ既存の施策の延長や調整に止まるもので、景気浮揚効果は限定的とみられる。

習近平が率いる現政権は、目先の経済の腰折れを回避することより「国家安全」を最優先課題としており、「共同富裕」との理念の下、長期的な観点から経済成長を維持・安定化させるため、構造問題へ取り組んでいくことを優先するスタンスにある。中国当局は過剰債務問題や地方財政悪化への懸念から大規模な景気刺激策には慎重であり、GDP 成長率が政府目標を大きく割り込むような事態とならない限り、積極的な景気刺激策を講じる可能性は低いとみられる。ただし、大規模な景気刺激策を打たずして落ち込んだ経済をいかに回復させるのか、構造改革を進めつつ経済成長は維持できるのかといった課題を抱え、中国経済を取り巻く厳しい環境を抜本的に克服する切り札は見出しがたく、打ち出しうる政策に手詰まり感がうかがえる。

旺盛な住宅需要は長らく中国の高度経済成長を牽引してきたが、今や経済の下押し要因となっている。先述のとおり、中国不動産市場は人口減少や若年労働者を取り巻く雇用環境の悪化といった景気悪化に伴う問題を抱えており、従前のように規制を緩和すれば回復した局面から、規制緩和しても必ずしも需要が回復しない局面へ転じていると考えられる。今後も不動産市場の低迷が続いた場合、追加的な支援策が模索される可能性もある。ただし、政府当局としては行き過ぎた不動産市場の過熱を回避し、住宅価格を手頃な水準とすることを目指すスタンスを維持するものとみられ、大幅な市場回復が実現する可能性は乏しいとみられる。さらには、現政権が「国進民退」政策の下で国有企業を優先するスタンスにあるなか、民間企業の設備投資や新規採用に対する意欲は鈍く、先行き不安は払拭されない。これに伴い住宅購入世代の雇用環境の厳しさが住宅需要の足かせになるとともに、家計部門の財布の紐が固くなり個人消費が伸び悩むなど、景気を巡る悪循環につながっている。

以上のとおり、中国不動産市場は習近平政権が掲げる「共同富裕」に象徴される政策上のジレンマに直面しており、思うような市場回復は見込みがなく、政府当局が掲げる 2023 年の GDP 成長率 5% 前後の実現も危ぶまれる状況にあるとみている。

なお、中国の不動産不況が深刻化するなか、2008 年に米国発で生じた世界金融危機と同様な事態を懸念する指摘も聞かれている。筆者としては、地方政府や LGFV が抱える過剰債務の問題は基本的には中国国内の問題であり、中国の大手銀行の経営悪化が海外諸国に直接的に波及し金融システムを大きく混乱させる可能性は限定的とみている。ただし、上述のとおり、中国を取り巻く厳しい経済環境に対して抜本的な政策は期待しがたい。こうした状況下、中国にはこれまで世界各国企業から受け入れていた資本のほか、資源や消費財の貿易を通じた世界各国との強いつながりがある。このため、過剰債務の問題に端を発して中国経済が変調をきたす場合、世界経済への影響は不可避であることは踏まえておく必要がある。さらに、中国は LGFV が抱える「隠れ債務」にも象徴されるような潜在的かつ大規模なリスクを内包した状態にあり、これらが後世へのツケとして国のバランスシート上に残存し続いていることは十分留意しておく必要があろう。今後も当面は中国経済の回復に向けた抜本的な施策が見当たらざる厳しい状況が続くことが想定されるだけに、政府当局が打ち出す景気刺激策の動向には十分注視しつつ、世界経済と密接な関係にある中国経済の趨勢を見極めていきたい。

## 菌田 直孝

シニアエコノミスト

PwC Intelligence  
PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

## PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.