



中国経済は日本化するのか : 不動産不況と過剰生産

梶谷, 懐

(Citation)

世界, 988:55-63

(Issue Date)

2024-12

(Resource Type)

journal article

(Version)

Version of Record

(Rights)

発行元の許可を得て登録しています。

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100492800>



中国経済は日本化するのか

不動産不況と過剰生産

梶谷 懐

(神戸大学教授)

バランスシート不況論

中国経済は日本化するのか？ 不動産の低迷が長引く中、そんな議論が盛んになされるようになった。製造業大国として高成長を続けながら、不動産市場のコントロールに失敗。少子高齢化が急速に進行し、財政赤字の拡大とデフレに苦しむ……。「失われた三〇年」とも言われる日本の長期停滞を中国も繰り返すことになるのではないか。こうした見方は以前から存在してきたが、ここ数年の中国不動産市場の変調を受け、改めて「日本化」の議論は注目されている。

特に注目を集めたのが野村総合研究所主席研究員のリチャード・クーの議論だ。クーは、一九九〇年代の日本経済

特集1

低迷を説明する議論として「バランスシート（貸借対照表）不況」というコンセプトを提示したことで知られている。

企業のバランスシートでは、左側に資産の合計額を、右側に負債と資本の合計額を、双方が一致するように記入する。左側の資産の価格が下落すれば、企業はそれに対応するために右側の負債を減らそうとする。もし、企業が資産として保有する不動産価格が一齐に下落し、多くの企業が負債に借入れを圧縮すると、投資需要が大きく減少して経済全体が低迷する、というのがバランスシート不況論の骨子である。

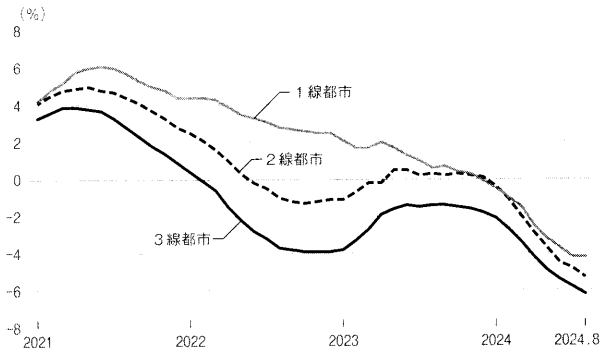
不動産価格の下落が中国経済全体に波及していくというシナリオは、不動産価格の低迷が続く中国では大きなインパクトをもって受け止められた。実際、クーが二〇二三年

六月に香港で行った講演はインターネットに流出し、一〇〇万回以上再生されたといわれている（西村「秦、二〇二三」）。注意が必要なのは、バランスシート不況はあくまでもマクロレベルにおける景気後退を説明する議論だということだ。企業部門が負債を圧縮したとしても、そのぶん政府部門が負債を増やせば、経済全体が需要不足に陥ることは避けられる。すなわち、バランスシート不況の懸念がある場合には政府部門が債務を拡大して積極財政を行うべし、というのがクーによる景気回復のための処方箋となる。

長引く不動産不況と消費の低迷

では、クーが言うような中国の日本化のシナリオは、どの程度現実性を持つのだろうか。確かに、相変わらず足元の不動産市場の低迷は続いている。不動産企業の新規融資にあたって、資産負債比率が七〇％以下であることなどの「三つのレッドライン」を条件づけるなど、政府による一連の引き締めを受け、不動産価格は二〇二一年以降低下を続けてきた。不動産会社の経営悪化に伴い、販売済みのマンションの建設がストップするという状況まで生じたため、二〇二二年一月には「足元の不動産市場の安定健全発展に対する金融支援の実施に関する通知」（金融一六条）が発表された。これは、「保交楼（購入したマンションの引き渡

図1 商品住宅価格指数の動向(対前年比)



出所：国家統計局ウェブサイト (<http://www.stats.gov.cn/>)

金利は低下し、同年前半には主要七〇都市の新築マンション価格は上昇に転じた。しかし、この上昇は長続きせず、同年六月以降には再び多くの都市で住宅価格は下落するようになった。特に二〇二四年前半になると不動産価格は下落傾向を一層強めており（図1）、住宅販売価格や面積も再び落ち込みを見せている。

このため同年五月には、地方政府が主体となりマンション

しを保証する）」をスローガンに、住宅の建設を支え、それ以上の価格下落を防ぐための包括的政策である。また翌二〇二三年二月には、人民銀行が政策金利を据え置きながらも、銀行間市場に一九九〇億元を供給するなどの緩和策が講じられた。その結果、住宅ローン

ンの在庫を買い取り、安価な住宅に転換して提供したり、あるいはマンションの保有者に既存住宅の売却と買い替えを促進するインセンティブを与えたりする（「以旧換新」）一連の政策を導入したほか、住宅ローン金利の下限も撤廃された。ただし、価格を下支えするには、より大規模な財政支出が必要だという声が強く、現時点（二〇二四年一月）で、住宅価格の下落を食い止めるには至っていない。

ただし、クールのバランスシート不況論と異なるのは、中国における不動産市場の低迷は、バランスシートが毀損した企業の設備投資の低迷というよりも、なによりも消費需要の回復にとって大きな障害となっている点だ。二〇二四年四月に公表された第一四半期の経済統計では、実質GDPの成長率は前年同期比五・三％増と予想を上回った。特に工業生産増加額（付加価値ベース）は前年同期比六・一％増であり、成長を牽引した。一方で消費（社会消費品小売総額）は前年同期比四・七％増、特に財の消費は四・〇％増加にとどまっており、工業生産の伸びを国内の消費需要では十分に吸収できないという状況が改めて浮き彫りになっている。

もともと、中国社会では賦課方式の公的年金による老後の生活の保障が十分ではなく、値上がりが続けるマンションの購入が公的年金に代わる老後の生活を保障する手段と

なってきた。少子高齢化が深刻化する中での住宅バブルの終焉は、あらゆる世代の消費マインドを急速に冷え込ませる効果を持ち、現時点ではこれが反転する兆しを見せていないのである。

顕在化する新興産業の供給能力過剰問題

では、このような国内需要の低迷に対し、中国政府はどのように対処しようとしているのだろうか。

二〇二四年三月に開催された国会に当たる全国人民代表大会の政府活動報告で、李強首相は同年の実質経済成長率目標を二〇二三年と同水準の五％前後とした。李首相は、それを実現するための第一の目標として、現代的な産業体系の構築と「新しい質の生産力」の発展を加速させるという方針を掲げた。また、積極的な財政政策を柔軟に行うという姿勢を強調する一方で、二〇二四年の財政収支の赤字を国内総生産（GDP）比三％に保つことを強調し、均衡財政の原則を維持する姿勢も示した。

このようなハイテク産業によるイノベーション重視、および財政赤字拡大の回避という政府活動報告の内容を見る限り、「中国製造2025」に象徴される「イノベーション駆動型の経済成長」を、供給サイドの効率化によって実現しようとする習政権の姿勢は以前にもまして強まった感

がある。さらに、七月一八日に発表された中国共産党の第二〇期中央委員会第三回全体会議（三中全会）のコミニケ（声明文）でも、習近平国家主席が掲げる「中国式現代化」の推進が強調されたほか、建国八〇年となる二〇二九年までに改革の任務を完成させるという目標を明確にした。「新しい質の生産力」という言葉に象徴される、新興産業のさらなる供給能力を増大させようとする中国政府の姿勢は、新エネルギー車や太陽光パネルなど、グリーンテック産業をはじめとした中国からの輸出攻勢を警戒する欧米各国政府にとって、一層の生産能力過剰を招くものという印象を与えている。

それを象徴するのが、米国のジャネット・イエレン財務長官が二〇二四年四月初頭に行った広州と北京への訪問と要人との会談である。それらの交流を通じてイエレン氏は、「第二の中国ショック」ともいわれる中国の過剰生産能力問題について率直な懸念を表明したといわれる。

そこでイエレン氏は、中国の過剰生産能力問題を、米中対立などをきっかけとして生じた短期的な課題ではなく、貯蓄率が高く、消費が低迷しがちだという構造的な問題を抱える中国経済にとっての中長期的な課題だという見解を示したという。

経済メディア『財新周刊』の報道（王¹于、二〇二四）に

よれば、二〇二三年における工業企業の生産設備の稼働率は七五・一％と前年に比べ〇・五ポイント低下し、二〇二四年第一四半期にはさらに七三・六％まで低下したという。現在欧米から指摘されている過剰生産能力問題の特徴は、鉄鋼業のような従来よりその供給過剰が問題とされていた産業だけではなく、コロナ禍以降の中国の海外輸出を支え、「新三様（新しい三種の神器）」とも呼ばれている新型エネルギー車（EV）、太陽光パネル、リチウムイオン電池などの新興産業がその対象となっている点である。

先述の『財新周刊』は、自動車関連の大手部品メーカーが行った調査結果として、中国の自動車メーカー全体の稼働率は二〇一七年には六二％であったものが二〇二三年には四八％にまで低下したという数字を紹介している。また、リチウムイオン電池についても稼働率は五〇％前後にとどまっており、太陽光パネルに至っては全世界の需要の二・五倍の供給能力を有しているという。

従来の伝統産業は国有企業が多く、過剰生産能力問題の解決には政府が号令をかけて生産規模を縮小させたり、非効率な国有企業を退出させたりするやり方が有効だった。しかし、現在供給過剰が問題になっている新興産業は民間企業が多く、政府のコントロールがききにくい。さらに、このような新興産業は今後全世界、特に新興国・途上国に

おける需要が大幅に増加する可能性もあり、現在のような供給過剰の状況が長期的に持続するかどうかを一概に言うことはできない。そのような状況を踏まえても、国際社会からの批判にも対応できる、生産能力の調整を柔軟に行えるような体制の構築はやはり喫緊の課題だといえる。

新興産業への補助金政策と「殺到する経済」

さて、新興産業における過剰生産能力問題に対する欧米各国からの厳しい批判の背景には、近年の中国政府が、積極的な産業政策を実施し、その結果として急速な生産拡大をもたらしただけという認識がある。もともと、現状では多くの国々において産業政策が復活して実践されている。そのことを端的に示しているのが、二〇一〇年から二二年までの産業政策の総数の推移および地域別に見た産業政策の件数を推計したユハス、レーン、ロドリックの研究である (Juhász, Lane, and Rodrik, 2023)。これは、彼らが作成した政策文書のデータベースから、自然言語処理を用いて産業政策に分類されるものを選び出し、その件数をカウントしたものである。彼らによれば、産業政策の件数は二〇一〇年には年間三四件に過ぎなかったが、二〇一三年ごろから徐々に増え始め、二〇二二年には約一六〇〇件を数えるまでになった。

ただし、中国における産業政策はその種類の幅広さ、全体的額の大きさなどで他国を大きく凌駕している。新エネルギー車 (NEV) 産業に対する産業政策がその典型的な事例であることは言うまでもない。

二〇一三年より中国政府が行ってきたNEV普及のための補助金の特徴は、企業に対して支払われるものの、目的はあくまでも消費者への販売に対する補助となっており、補助金は販売された新エネルギー車の台数に応じて支払われるという点にある (湯、二〇二二)。このような補助金供与の仕組みは、特定の企業を優遇するものではないし、これまで中国の地方政府が地元の自動車企業に対して行ってきた、域内保護主義的なものとも大きく異なっている。さらに、地方政府主体で充電スタンドをインフラとして各都市に建設する政策も価格補助金と組み合わせ、NEVを支える政策となった。国家発展改革委員会の発表によれば、二〇二三年五月末時点で中国の充電インフラ累積台数は六三万台設置になるという (井下、二〇二三)。

重要な点は、これらのNEV産業に対して政府が行ってきた産業政策が、特定メーカーへの補助ではなく、まずはNEVの消費に需要を広げるという政策を打ち出しているという点にある (梶谷、二〇二四)。この市場の急速な拡大が、完成車メーカーならびに中間財への新規収入を促すと

いうダイナミズムと結びつくことで、その生産性の向上に寄与したと考えられる。世界的なEV用バッテリーのメーカーである寧徳時代新源科技（CATL）をはじめとした車載電池メーカーの躍進も、EVの最終需要拡大に伴う分業の高度化として理解すべきである。

一方、二〇一九年にはすでにNEVの生産が過剰になっているという内外からの批判を受けて、政府によるNEV購入の補助金は大きく削減された。そのことが、NEVメーカーがその市場を海外に求めて輸出攻勢をかけるという現象をもたらしした（井下、二〇二三）。

いずれにせよ、筆者にはここまでの急速な生産規模拡大と価格の低下は、政府による補助金や産業政策だけで説明できるとは思えない。消費者に対する購入補助金は二〇二二年末に終了している上に、メーカーに義務づけた新エネルギー車の生産比率規制も、現状ではほとんどのメーカーによってクリアされているため、実質的には機能していない。むしろこのような現象を理解するためには、広東省深圳市を中心^{せん}に生産されたいわゆる山寨機^{さんざい}（偽ブランドの携帯電話）が中国国内でブームになり、やがてアジアやアフリカなど海外に輸出されるようになった二〇〇〇年代初頭の現象を思い起こすべきである。すなわち、当時と同じように「ブームに殺到する企業」の多さこそが生産過剰と価格

の低下を招いているのであり、直近の輸出急拡大の背景でもあるといつてよいだろう。

もちろん、二〇年ほど前に起きた山寨機のブームは基本的に政府の介入がほとんど存在しないところで生じたのに対し、NEVは政府の強力な後押しを受けている点が大きく異なる。しかし、これらの現象に共通するのは、需要が急激に拡大したことが、産業の新たな分業体制を自発的に生み出し、そのことが新規産業の参入を生み出し、生産性の向上をもたらしという点である。すなわち、市場の急速な拡大と、「殺到する経済」の組み合わせによって成長を続けていた中国経済は、そもそも特定の産業において供給過剰の状況を招きやすい体質を抱えていると言えるよう。

消費需要の拡大を実現できるか

さて、これまで見てきたような不動産市場の低迷による需要の落ち込みと、その裏返しとしての過剰生産能力問題を同時に抱えている中国経済は、今後この難局を乗り切ることができらるだろうか。

ここで注意しなければならないのは、中国政府が需要拡大策の必要性をまったく考慮していないわけではないということだ。特に二〇二四年には、これまでの抑制的なマクロ経済政策の方向性を見直すような動きが相次いで見られ

た。三月の全人代における政府活動報告では、地方政府が主にインフラ整備向けの資金調達に用いる地方政府專項債の新規発行枠が三兆九〇〇〇億元に拡大されたほか、総額一兆元の超長期特別国債を数年にわたって発行する方針も明らかにされた。さらに同年九月二十四日、中国人民銀行は預金準備率を〇・五ポイント引き下げたほか、中央銀行が市中銀行に対して資金を供給する際の短期金利である七日物のリバース・レポレート、および中長期の金利であるMLF（中期貸出ファシリテイ）をそれぞれ一・七%から一・五%、二・三%から二・〇%へと引き下げた。さらには二軒目以降の住宅頭金の購入資金に対する比率を引き下げ、既存の住宅ローンの金利を新規ローン金利と同水準に引き下げるなど住宅市場需要の下支えや、大手国有銀行の資本増強の方針も併せて示される包括的なものだった。

この金融緩和策に対し、株式市場はすぐさまこれに好意的な反応を示した。それまで「中国離れ」が伝えられていた海外の投資家も中国株を買い戻す動きが広がり、一〇月初頭の国慶節の連休明けをはさんで上海総合指数は急騰し、二年八カ月ぶりの高値をつけるなど、大きく上昇した。さらに大手国有銀行に最大一兆元（約二〇兆六二〇〇億円）の資本注入を行うことを検討していることも伝えられた。

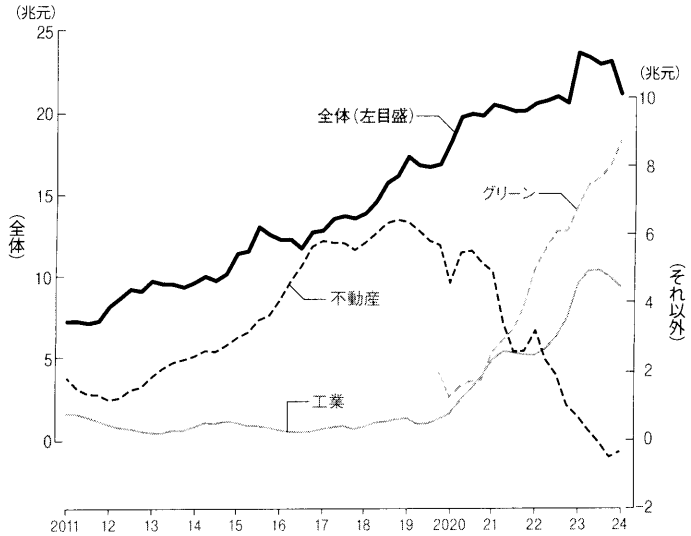
一方で、景気の本格的な回復のためには追加の財政刺激

策を期待する声も次第に強まりつつある。例えばIMFは八月初旬に発表した中国経済に関する報告書の中で、不動産問題の解決には今後四年間でGDPの五・五%相当、約七兆元の財政支出が必要だと提言を行っている。一〇月一二日の藍仏安財政部長の会見では、地方政府が特別国債の増発を行い、大手国有銀行への資本注入や、在庫住宅の買い取りなどの景気刺激策を行うことを明言した。追加的な財政支出の規模については明らかにされなかったが、最大二兆元規模の支出が見込まれるのではないかという見方が強まっている。

特に注目されるのが財政資金を通じた国有銀行への公的資金注入である。これは日本の場合バブル崩壊後一〇年以上たった二〇〇三年のりそな銀行への公的資金投入に相当する動きで、実現すれば資産価格の下落への対処としては非常に素早い動きだといえる。これらの点を踏まえれば、現政権は現在の経済低迷の原因の一つが需要不足にあり、その解消のために積極的な金融・財政政策を行う必要性があることを十分に認識しているものと思われる。

ただし問題もある。それは、政府が必要刺激策の必要性を認めていたとしても、それを消費需要の拡大ではなく、前述の「新しい質の生産力」に代表されるような、製造業の分野で欧米を凌駕するという野心を実現するための設備

図2 金融機関新規融資の動向



出所：財新数拠通、CEIC

注1：新規融資額は、各種融資残高額の年ごとの差額として求めた。

注2：「グリーン投資」と工業投資の間には重複が存在している。

投資を通じて実現しようとしているように見える点だ。しかし、このような製造業への投資は、国内の生産能力を一層高め、需給ギャップをより拡大させる可能性があるという点で、需要不足の問題を根本的には解決しない。特に最近の製造業部門におけるアグレッシブな設備投資は、不動

産価格の低迷を埋めるものとして政策的に誘導されてきた側面がある。そのことを端的に示すのが、図2が示すような近年における銀行貸出の不動産部門から工業部門への急激なシフトである。新規の不動産融資は二〇一八年から二〇一九年にかけてピークに達した後、コロナ禍が続いていた二〇二一年以降は急速に減少している。それを埋めるような形で、工業及びグリーン産業に対する銀行融資が大きく増加していることが見てとれる。

ここ二〇年ほど継続してきた不動産価格の高騰も、国内における高い貯蓄率と消費需要の伸び悩みによって生じた余剰資金が不動産市場に向かったという意味で、国内における過剰投資の産物であったといえる。しかしもはやその構図は崩れつつあるうえに、近年は一带一路構想のような、過剰生産能力のはけ口を途上国・新興国に求める政策もトーンダウンしている。このような状況のもと、現在は製造業企業による先進国市場を対象とした輸出攻勢がその代替的な手段となっていると考えられる。

中国政府が不動産市場のソフト・ランディングを図るならば、積極的な財政・金融政策を通じて当面の経済成長率を維持しつつ、その間に不動産価格の下落に伴う社会不安の拡大に備えた社会保障制度の拡充と整備を通じて、国内の消費需要を下支えする必要がある。前述のイエレン氏も、

訪中時の発言において中国の過剰生産能力問題を、貯蓄率が高く、消費が低迷しがちだという構造的な問題を抱える中国経済にとっての中長期的な課題だという認識を明確にした。そのうえで、供給側の生産能力向上に傾いた政策の方向性を、消費需要の底上げに振り向けていく必要があること、その具体的な手段として、高齢者の生活保障の充実化や、教育費の政府負担の拡大などを提案したといわれる。筆者もこれらの提言はおおむね妥当なものだと考えている。すなわち、米国をはじめ西側諸国との経済摩擦を緩和する意味でも、また今後の中国経済の持続的な経済成長の実現のためにも、習近平政権は国内の消費需要拡大についてより明確なコミットメントを行うべきである。中国政府が積年の課題とも言うべき消費需要不足の問題を解決し、低迷する経済を回復基調に乗せられるのか。その成否は、今後の習政権がどれくらい本気でこの課題に取り組む姿勢を見せるかにかかっているといつてよいだろう。

参考文献

〔日本語〕

- 井下浩良（二〇二二）「中国新エネルギー車（NEV）市場の現状と展望（二〇二二～二〇三三年）」『金属資源情報』二〇二三年九月一三日 (<https://mtic.jogmec.go.jp/reports/current/20230913/179023/>)

特集1

梶谷懐（二〇二四）「需要拡大型の産業政策とその歴史的背景

——中国の事例より」『国民経済雑誌』第二二八巻、第二号

西村豪太・秦卓弥（二〇二三）「中国は日本の「失われた三〇年」を再現するのか——リチャード・クー&津上俊哉「特別対談」」『東洋経済オンライン』二〇二三年十一月一日

(<https://toyokeizai.net/articles/-/713784>)

湯進（二〇二二）『中国のCASE革命——二〇三五年のモビリティ未来図』日本経済新聞出版

〔英語〕

Réka Juhász, Nathan J. Lane, And Dani Rodrik. 2023. "The New Economics of Industrial Policy." *NBER Working Paper* 31538.

〔中国語〕

王力為「于海榮（二〇二四）「求解產能過剩」」『財新周刊』第一一〇三期、二〇二四年四月二十九日

* 本稿は、筆者が『アジア太平洋と関西 関西経済白書2024』（アジア太平洋研究所）に寄稿した「不動産不況から新興産業の供給能力過剰へ」をベースに、加筆・訂正を加えたものである。

梶谷懐（かじたに・かい）

神戸大学大学院経済学研究科教授。著書に『壁と卵』の現代中国論（人文書院）、『現代中国の財政金融システム』（名古屋大学出版会）、『日本と中国経済』（ちくま新書）、『中国経済講義』（中公新書）ほか。