

# ピークアウトする中国経済： 合理的バブルと「殺到する経済」

財務総合政策研究所 中国研究会

2025年2月4日

梶谷懐（神戸大学大学院経済学研究科）

kajitani@econ.kobe-u.ac.jp

# 1. 不動産市場の低迷とその背景

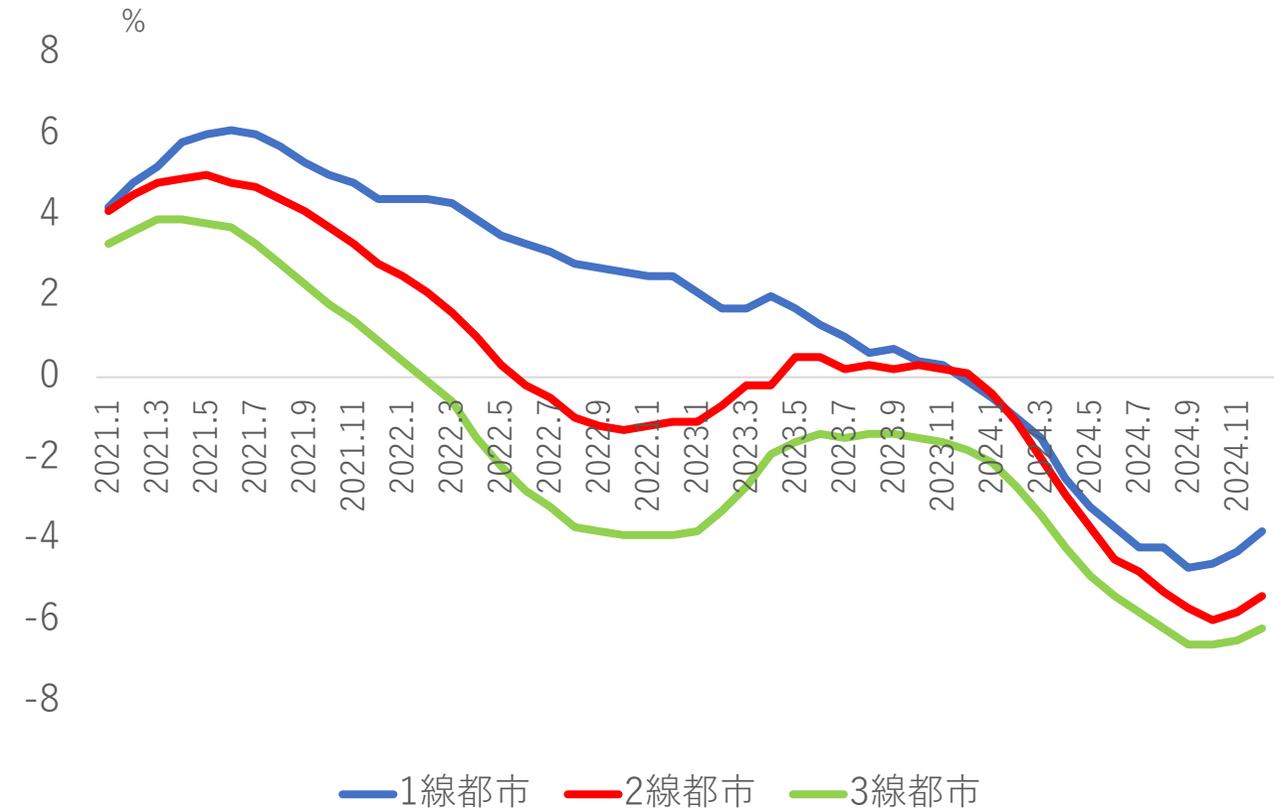
# 不動産市場「危機」の四つの側面

- (1) 個別の不動産企業の経営というミクロ的な側面
- (2) 新型コロナウイルス禍以降の中国の財政・金融政策というマクロ経済政策の側面
- (3) 中国の都市化の展望という長期的発展の側面  
⇒ 中小都市への移住に重点（新型都市化）、**「低密度の開発」**
- (4) 継続する合理的バブルを通じた世代間資源移転スキームの終焉という側面  
⇒ 2022年になり、この点が前面に

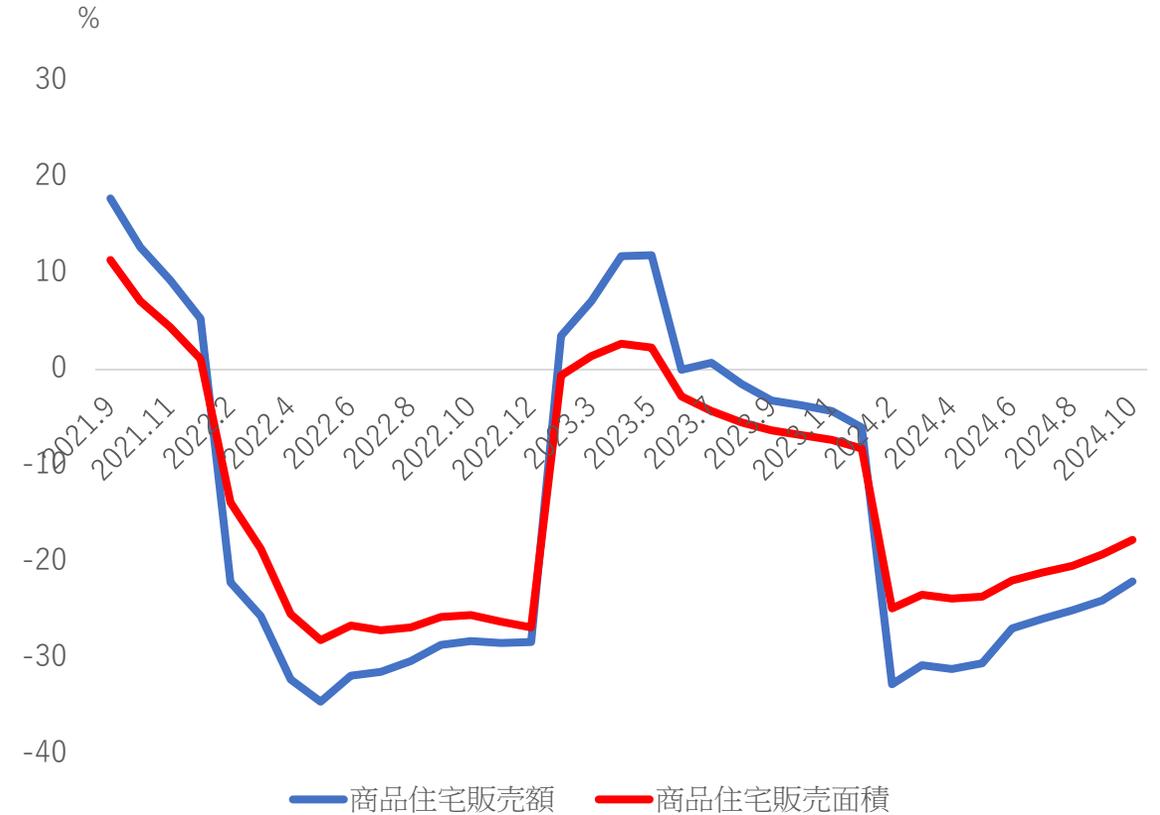
# 2020年以降の不動産市場の動向

- 2020年夏まで： 不動産市場に多額の資金流入、住宅価格高騰
- 2020年8月：「3つのレッドライン」（①前受け金などを除く資産負債比率が70%以下、②自己資本に対する純負債比率が100%以下、③短期負債を上回る現金保有の3条件）
- 21年7月： 恒大集団のデフォルト懸念、株価・社債暴落、取り付け騒ぎへ（12月に部分デフォルト）
- 21年9月：70都市の平均新築マンション価格が値下がり
- 21年12月：中央政治局会議で不動産規制修正の方針
- 22年4～6月： 上海ロックダウン
- 22年夏： 住宅購入者のローン支払い拒否問題顕在化  
⇒「保交楼、保民生」
- 22年11月11日：中国人民銀行と銀行保険業監督管理委員会「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16条）
- 2023年8月:不動産大手、碧桂園の経営不安が問題視

## 商業住宅の価格変動状況



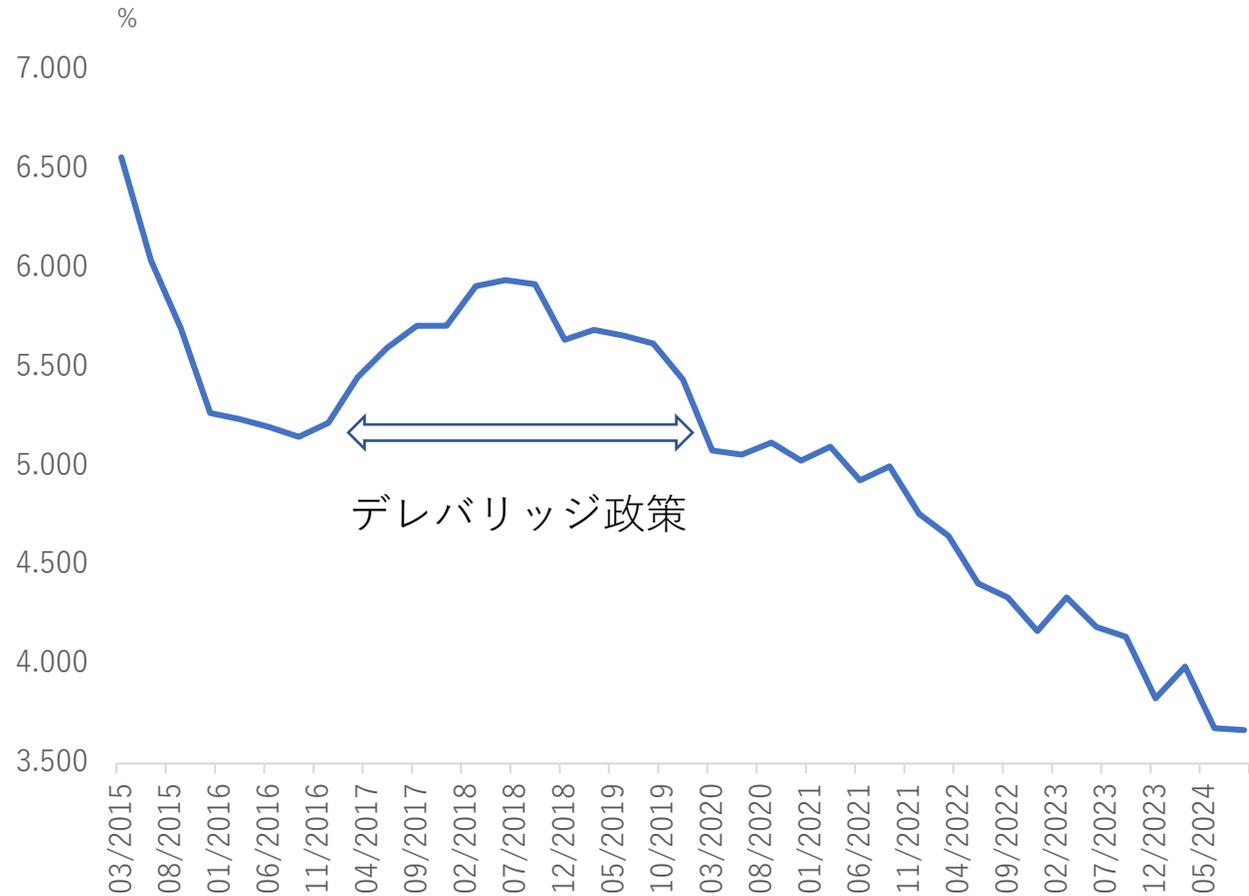
## 住宅市場の動向（年初からの累計額、対前年比、%）



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

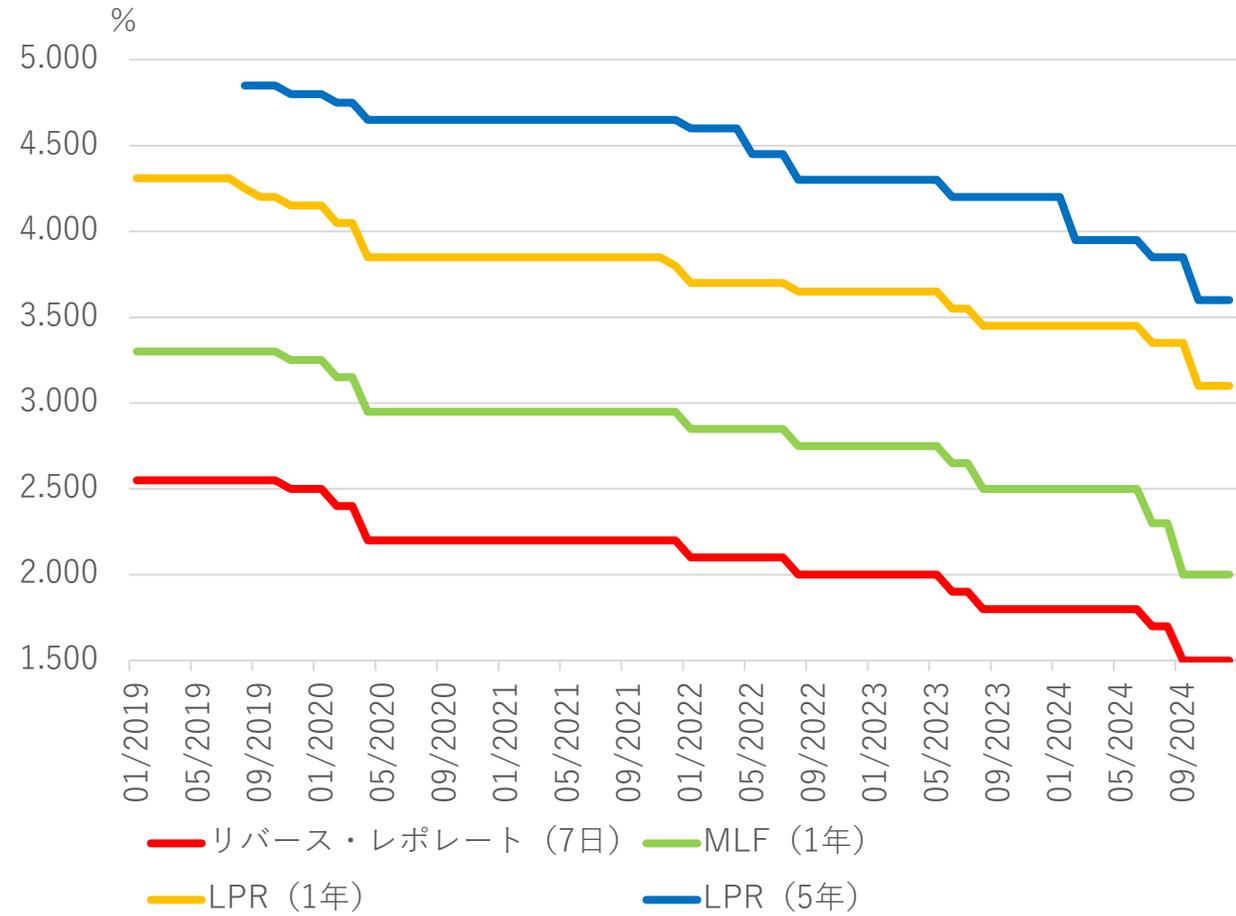
# コロナ後の金融緩和

## 貸出加重平均金利の推移



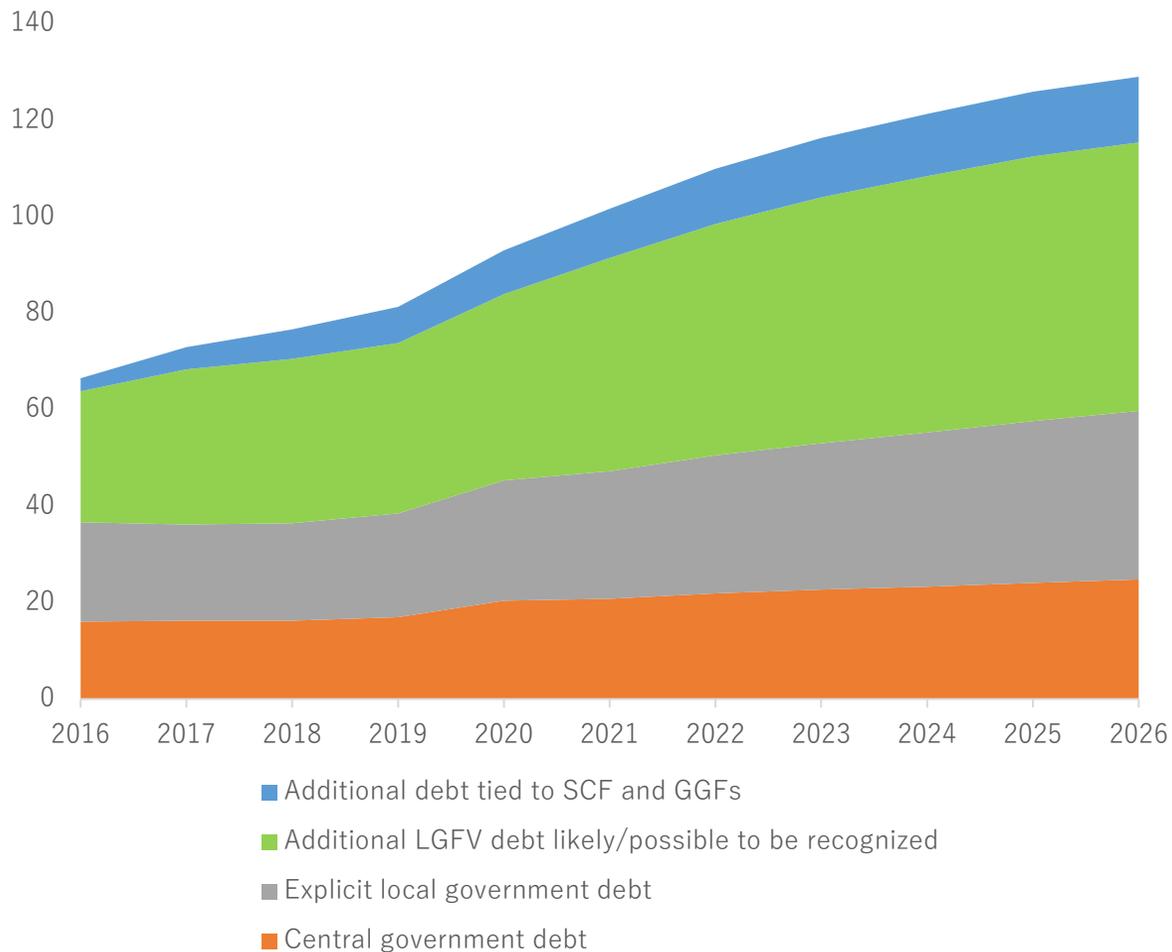
出所：CEIC Data

## 貸出金利の推移



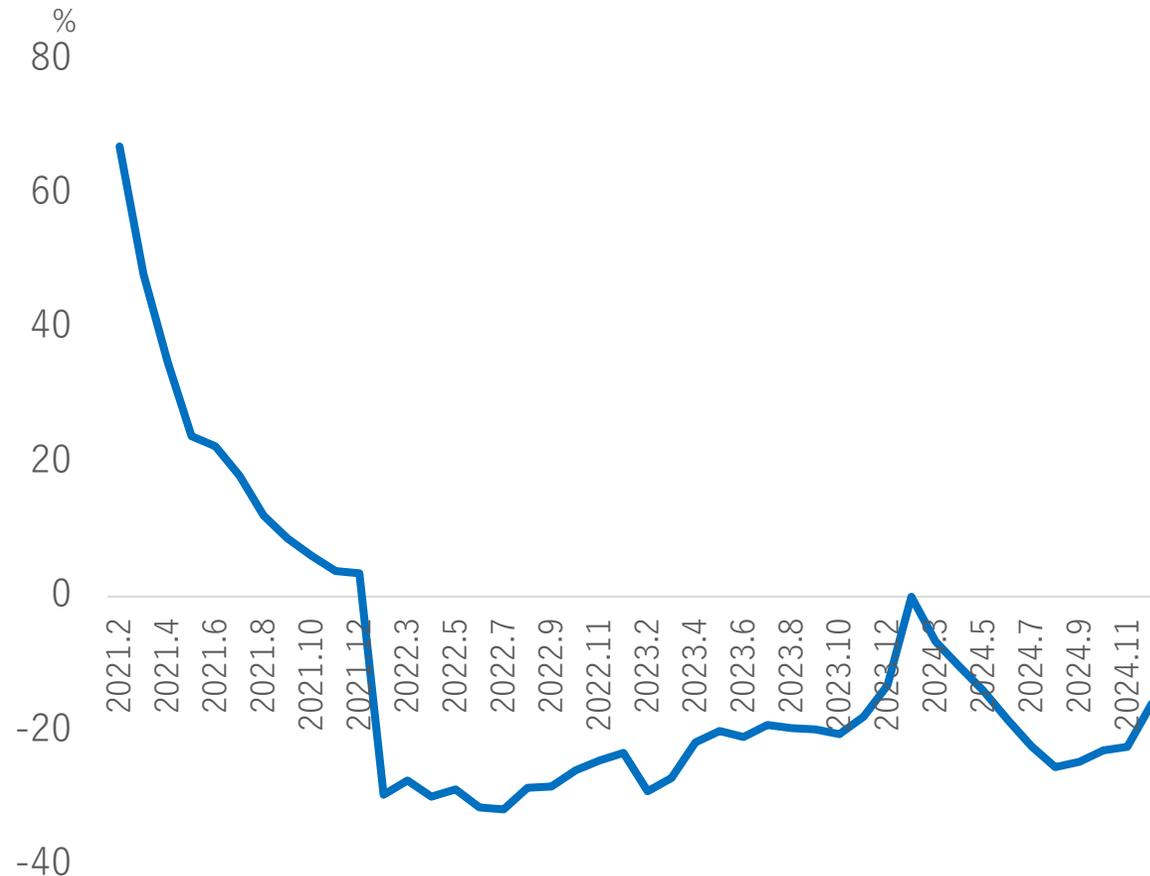
出所：中国人民銀行ウェブサイト <http://www.pbc.gov.cn/>

# 広義の政府債務の動向（IMF推計、予測値含む）



出所：IMF（2022）

# 国有地使用权譲渡収入対前年伸び率（%）



出所： 財政部ウェブサイト「財政収支状況」  
 (<http://www.mof.gov.cn/index.htm>)

# 「金融16条」の主な内容について (リサーチ & アドバイザリー一部中国調査2022)

1. 不動産融資の安定的維持
2. 「保交楼」金融サービスの実施  
⇒ 政策銀行による「保交楼」特別貸出の提供など
3. 経営リスクに陥ったデベロッパー企業の対応に協力
4. 住宅購入者の金融面での権益の保障  
⇒ 元本返済の期間延長を法律に基づき実施
5. 一部の金融管理政策の段階的な調整  
⇒ 不動産向け貸出集中度管理制度の猶予期間の緩和
6. 住宅賃貸に対する金融支援の強化  
⇒ 国有銀行による総額3兆1950億元の融資枠設定

# 不十分な政府の不動産市場対策

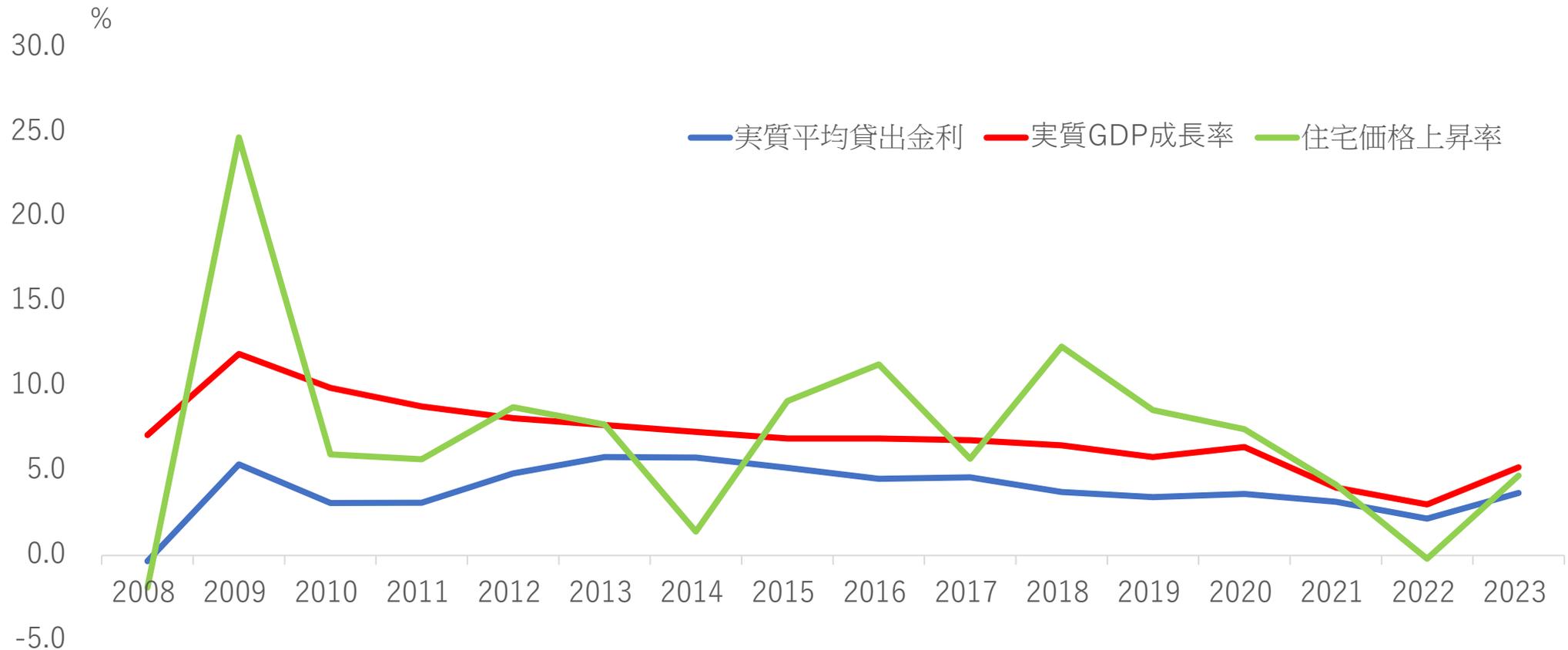
- 2023年2月： 主要70都市の新築マンション価格は平均で前月比0.3%上昇（1年半ぶり）、55都市が前月比価格上昇  
⇒6月以降になると下落の都市が再び多数に
- 2023年6月、1年物、5年物のLPRを0.1%利下げ、8月に1年物LPRをさらに0.1%引き下げ
- 2024年2月、5年物のLPRのみ0.25%利下げ  
⇒価格は回復せず・・・元安懸念と**国有銀行の利鞘確保**が足かせに
- 2024年3月、政府活動報告：重要任務として**①現代化産業体系の構築、②科学技術教育興国戦略の実施**を強調  
⇒「国内需要の拡大」は3番目で昨年より低下
- 24年5月17日：住宅在庫を地方政府が買取り公営住宅にする方針を発表  
⇒5000億元の融資枠を設定、うち3000億元を人民銀再貸出しで供給

# 低金利の経済とバブル

(櫻川昌哉『バブルの経済理論』)

- 成長率が金利を上回る状態が持続するとき、定常状態の経済でもGDP成長率を上回らない程度の資産バブルが長期間持続することを指摘
  - ⇒ 定常状態の下で持続するバブルこそ「合理的バブル」
- 成長率が金利を上回る「低金利の経済」のもとでは、バブルは次々と対象を変えながら流転していく
  - ⇒ 1980年代における不動産と株式のバブルが終焉した後の日本経済では、国債がバブルの対象となっており、そのことが日本の巨額の財政赤字を支えている

# 金利、成長率、住宅価格の推移



出所： CEIC Data、国家統計局ウェブサイト

住宅上昇率は、全国平均の新築販売価格の対前年比として求めた。

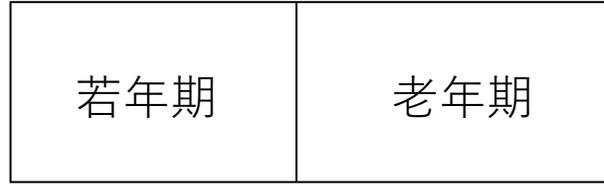
# 動学的非効率性と「合理的バブル」の理論

- 分権的な経済において投資が飽和状態にあるとき（実質成長率が資本収益率を上回るとき）、異時点間の資源配分に関して、市場取引を通じてはパレート最適な配分が実現されない状態をさす。  
⇒ 政府による強制的な主体間の資源再配分、あるいは「合理的バブル」の発生により、全ての経済主体の厚生を向上させる余地がある

# 世代重複モデルと「合理的バブル」の理論

- 政府発行の債券や、世代を超えて売買される不動産はファンダメンタルな価値の裏づけを持たない  
⇒ 持続的に価格上昇するとしたら、それは「バブル」に他ならない。
- 動学的非効率性が成立する（成長率  $>$  利子率）状況の下では、資産バブルの発生が、世代間の資源配分の効率性を改善し、全ての世代の消費を拡大させる

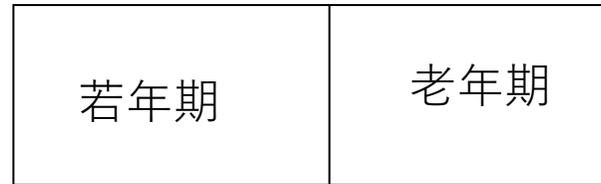
世代重複モデルⅠ： 1期あたり10%の金利で資産を運用するケース  
(経済は每期20%ずつ成長と仮定)



収入・100万円  
貯蓄・50万円

消費・50万円+  
5万円

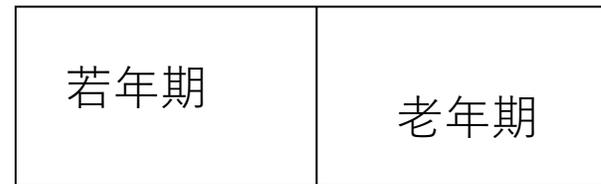
第Ⅰ世代



収入・120万円  
貯蓄・60万円

消費・60万円+  
6万円

第Ⅱ世代



第Ⅲ世代

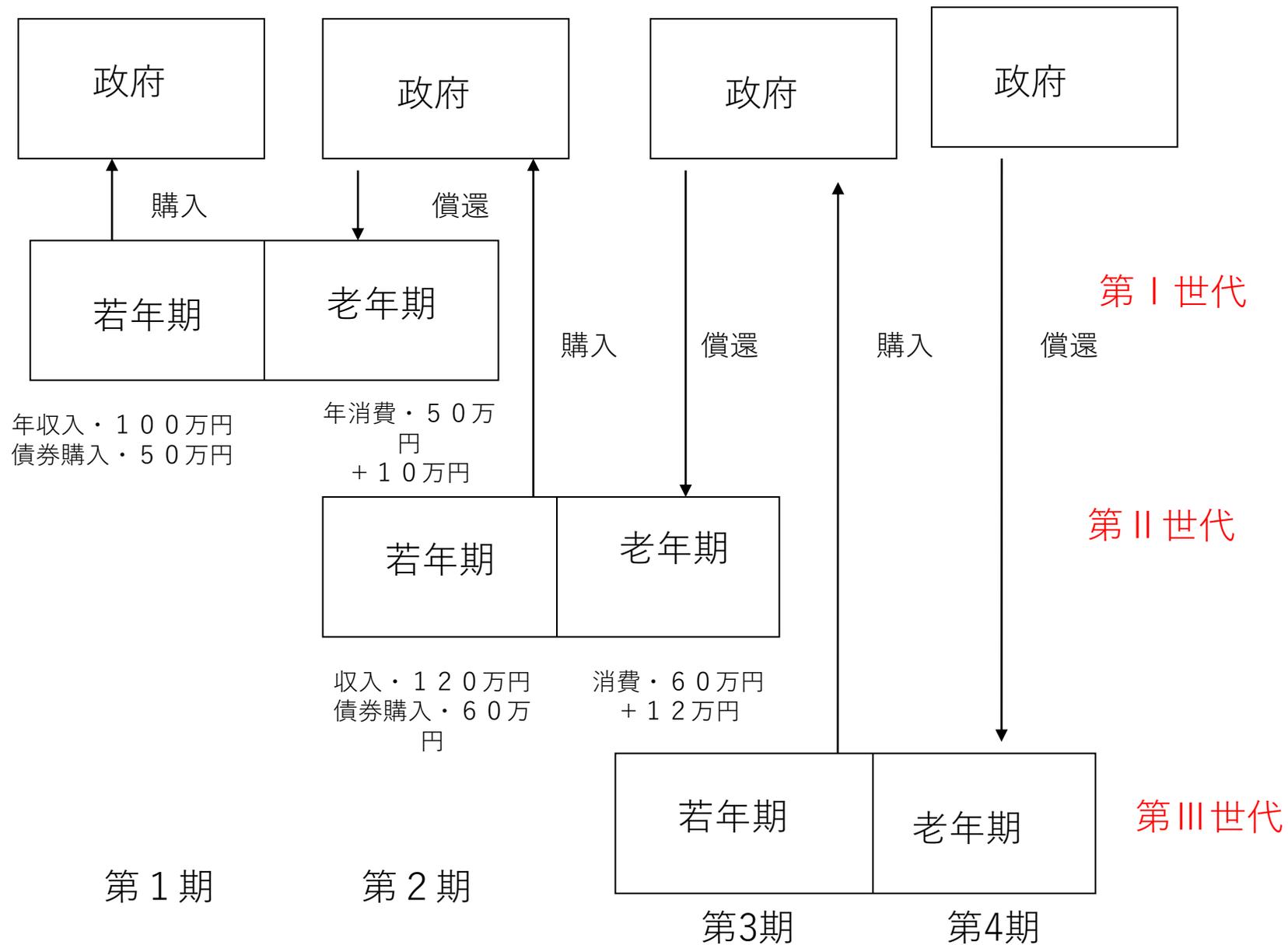
第1期

第2期

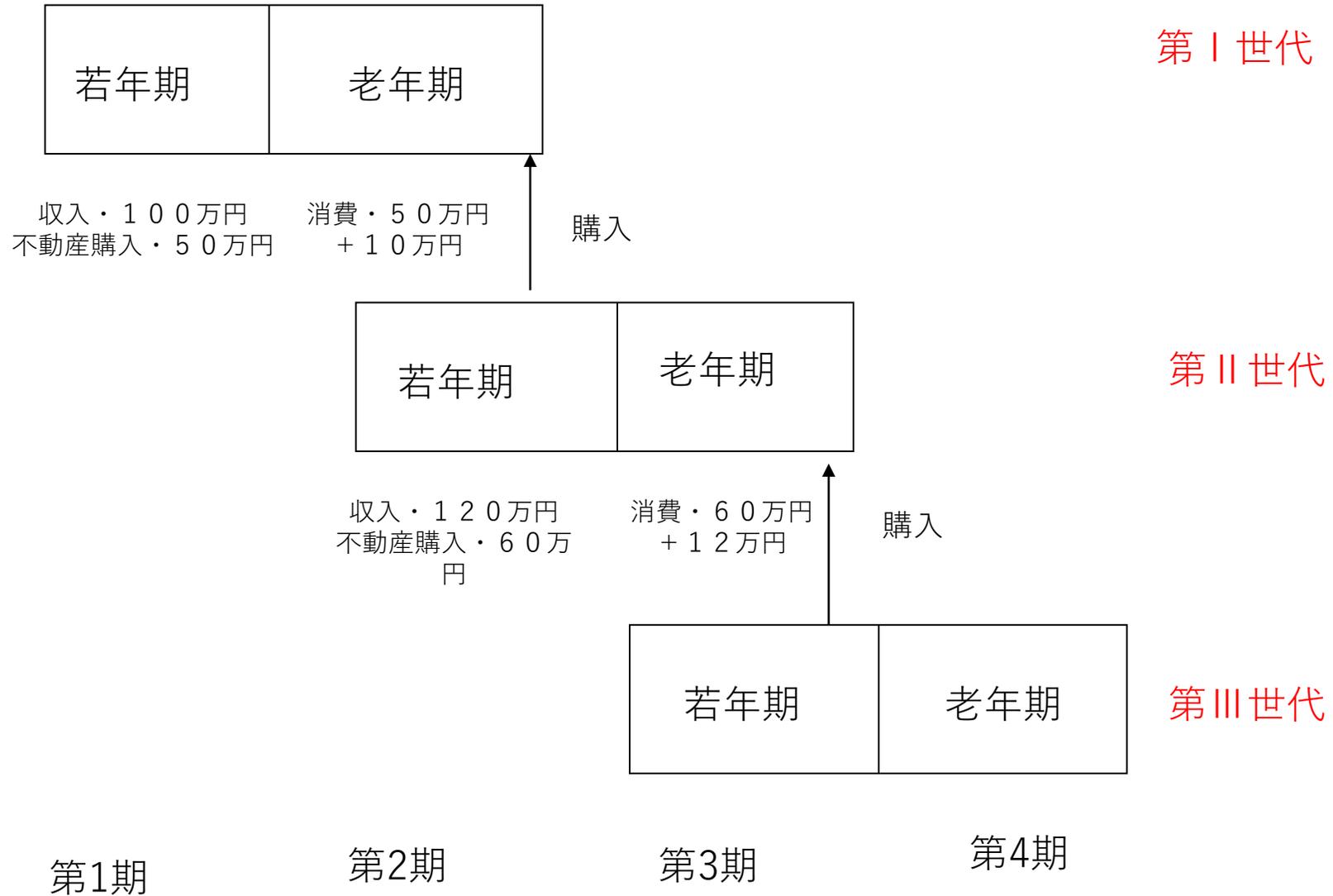
第3期

第4期

# モデルII：政府が経済成長率（20%）に等しい金利の国債を発行するケース



# モデルⅢ： 貯蓄・国債購入の代わりに不動産投資を行うケース



# マンション実需動機と「老後の安心」

- 中国においてマンション購入がしばしば「安心した老後を過ごすため」という動機から行われる
  - 都市に住む比較的裕福な家庭では、自分の息子が結婚して住むための二件目のマンションを購入するケースが多いが、その背景には老後の生活のサポートを息子夫婦に期待する、という強い動機が存在する
  - Wei=Zhang=Liu (2017) : 住宅資産が結婚市場における選別のための重要な変数=地位財であるとするれば、結婚相手をめぐる競争の激しさが、より高価な家・アパートを追求する動機となる
- ⇒ 地域ごとの男性比率と住宅価格上昇率に正の関係

## 2. 産業政策の復活と過剰生産

# 「新三様」と過剰生産能力 (王=于、2024)

- 2024年第一四半期の中国の輸出自動車数は132.4万台に達し、対前年比で33.2%増加、そのうちの30.7万台が新エネルギー車
  - 中国の自動車メーカー全体の稼働率は2017年には62%であったものが2023年には48%にまで低下
    - ⇒稼働率が60%を超えているのは20社に過ぎず、36社については30%を切っている
  - 太陽光パネルとリチウムイオン電池の輸出は数量ベースでそれぞれ36.6%、69.4%増加
  - リチウムイオン電池についても生産設備の稼働率は50%前後、太陽光パネルに至っては全世界の需要の2.5倍の供給能力を有する
- ※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

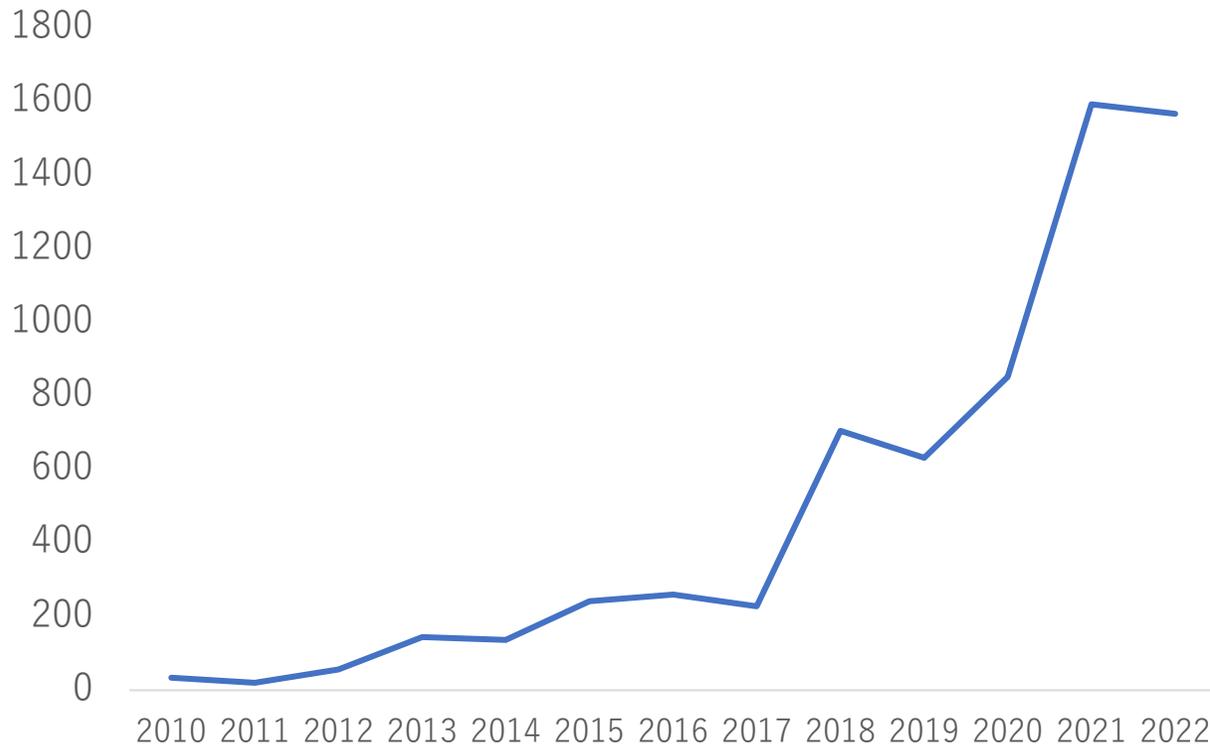
# 経済学における産業政策の再評価

(Aiginger and Rodrik, 2020、 Juhász=Lane=Rodrik,2023)

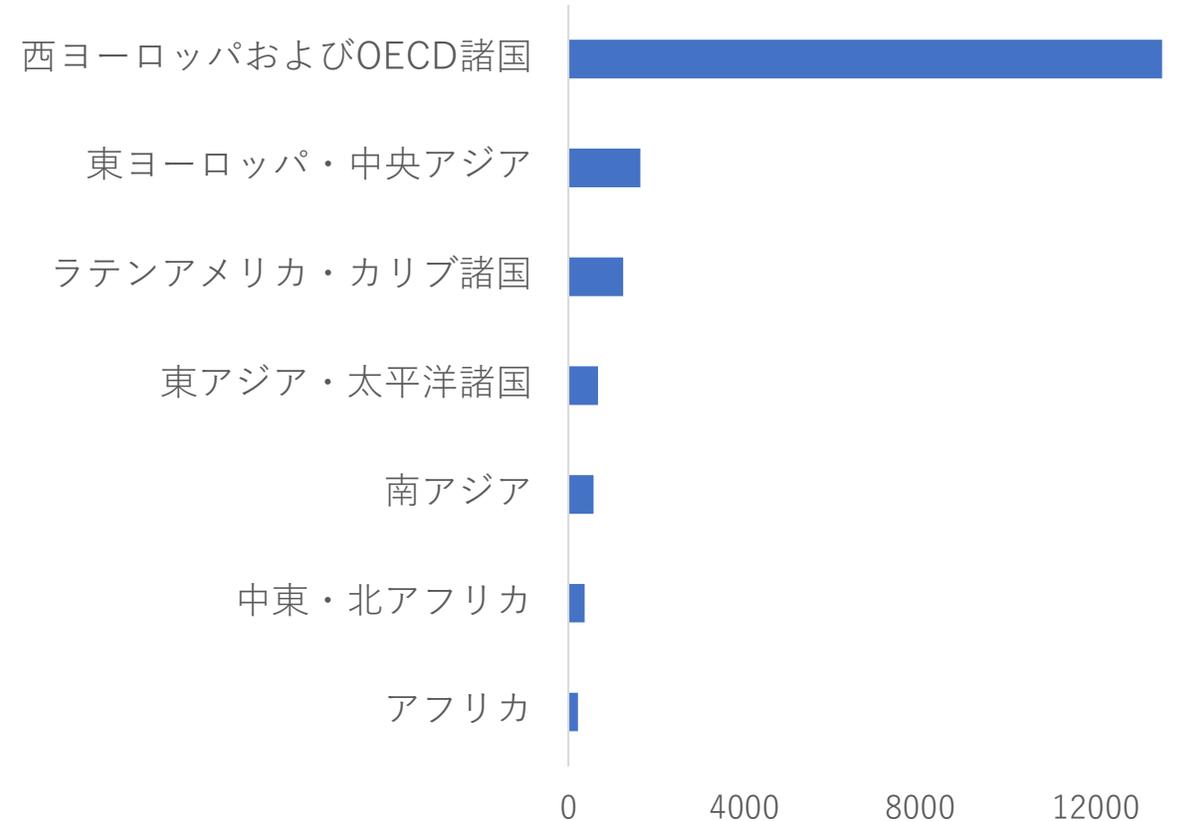
- 発展途上国・・ワシントン・コンセンサスに代表される市場原理主義的への反発と政府による経済構造変革の要請
  - 先進国：長期的な雇用状況の悪化（特に製造業）、金融危機の後遺症、DX、AI、クリーンエネルギーなど新技術の影響
- ⇒それらすべてに関わるファクターとしての“boogeyman”中国の存在
- 現代の産業政策の考え方と実践の特徴
    - ①「知識の外部性」を根拠に多様な産業政策が実施
    - ②生産性や社会的目標の問題をめぐり官民が持続的な協力関係
    - ③協働が最も効果を発揮できる適切な制度的環境の構築
    - ④実証分析を通じた政策評価の重要性

# 復活した産業政策(Juhász=Lane=Rodrik,2023)

産業政策の総数の推移



地域別の産業政策件数



出典：Juhász R, Lane N, Oehlsen E, Pérez VC. 2022. The Who, What, When, and How of Industrial Policy: A Text-Based Approach  
注：産業政策の総数は、一般に公開されている政策目録（Global Trade Alertデータベース、GTA）について自然言語処理を用いて「産業政策」と分類されたものを用いている。

# 表1 主要国における各種補助金の対GDP比（2019年）

	ブラジル	中国	フランス	ドイツ	日本	韓国	台湾	米国
直接補助金	0.07%	0.38%	0.01%	0.05%	0.10%	0.05%	0.00%	0.01%
R&D税控除	0.05%	0.07%	0.28%	0.00%	0.10%	0.12%	0.20%	0.12%
R&D補助金	0.01%	0.07%	0.19%	0.10%	0.07%	0.18%	0.02%	0.15%
その他税優遇	0.13%	0.38%	0.02%	0.12%	0.00%	0.16%	0.07%	0.11%
低金利貸付	0.07%	0.52%	0.04%	0.13%	0.22%	0.12%	0.01%	0.00%
政府系投資基金	0.00%	0.07%	0.00%	0.00%	0.02%	0.04%	0.10%	0.00%
中国固有の政策	0.00%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

出所：DiPippo, Mazzocco, and Kennedy（2023）

# 表2 EV生産に関する中国政府の補助金 (単位：10億ドル)

	2009 – 2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	合計
購買補助金	37.8	4.3	3.3	3.5	7.4	9.2	0	65.37
税減免	10.8	7.7	6.4	6.6	16.4	30.3	39.5	117.6
インフラ整備補助	2.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6	0.6	4.5
研究開発費	2	3.6	3.4	3.5	4.3	3.9	4.3	25
政府調達	7.8	1.6	1.4	2.9	1.7	1.8	0.8	18
合計	60.7	17.4	14.8	16.8	30.1	45.8	45.2	230.8
補助金総額/ 総売り上げ	42.4%	22.7%	23.3%	25.4%	18.3%	15.1%	11.4%	18.8%
1台当たりの補助 金額(ドル)		13860	12311	12294	8538	6656	4588	

Scott Kennedy. 2024. "The Chinese EV Dilemma: Subsidized Yet Striking" *CSIS Blog* June 20, 2024, <https://www.csis.org/blogs/trustee-china-hand/chinese-ev-dilemma-subsidized-yet-striking>

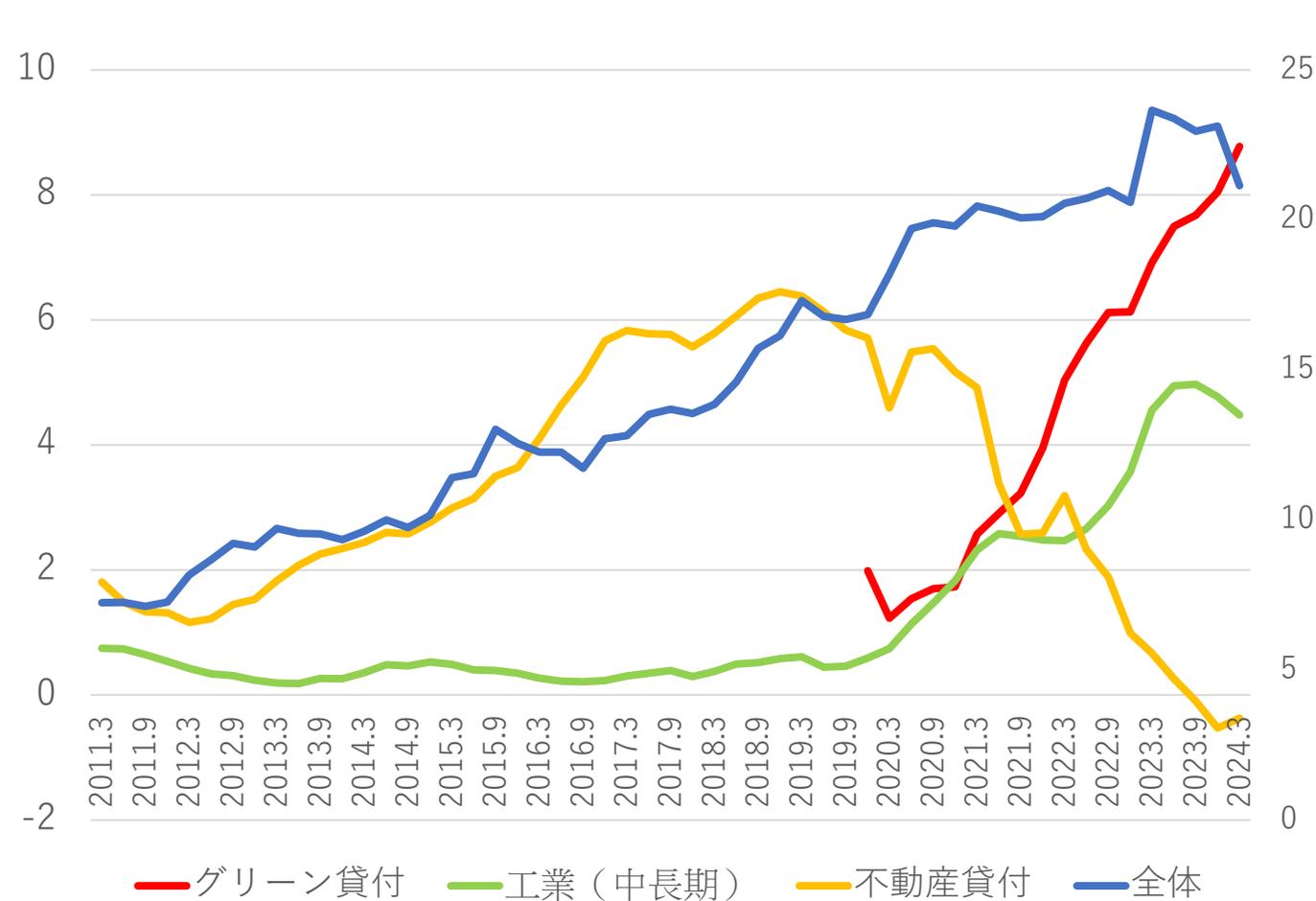
# 需要拡大型の産業政策と自国市場効果

- 新エネルギー車を対象とした産業政策には、市場をまず拡大し、そこに民間企業が「殺到」し、競争によって価格が低下しさらに市場が拡大するというサイクルが存在（「**需要拡大型**」の産業政策）
- 現在の「**過剰生産能力**」批判は、自国市場効果による比較優位を確立した先進国＝中国に、新興国＝欧米が「戦略的通商政策」で対抗しようとしたもの（参考：クルーグマン2000）
- 摩擦を回避するためには輸出自主規制、内需の拡大、欧米での現地生産、欧米以外の市場の開拓などが有効だが・・・

3. 過剰生産能力問題は解決できるか

# 不動産低迷と過剰生産問題

新規金融機関融資の動向（兆円）



- これまで続いた不動産価格高騰の背景にあるのは過剰資本蓄積（動学的非効率性）  
⇒ 低金利政策 + 財政出動で底入れは可能だが・・・
- 不動産から工業・グリーン投資への融資シフト（図）  
⇒ 不動産の低迷とグリーン産業の過剰生産はコインの裏表の関係
- 7月の三中全会：「質の高い発展」「供給側の構造改革」を強調

出所：財新数拠通、CEIC

注1：「グリーン投資」と工業投資の間には重複が存在している。

# 需要拡大政策への転換？ —金融政策1—

- 2024年9月24日：預金準備率を0.5ポイント引き下げ+7日物のリバース・レポレート、MLFをそれぞれ1.7%から1.5%、2.3%から2.0%へと引き下げ
  - ⇒ 国慶節の連休をはさんで上海総合指数は急騰、2年8カ月ぶりの高値
- 国内の21の国有銀行に対し、上場企業およびその主要株主に株式の買い戻しや自社株を含む株式保有の増加を目的とした融資を奨励
- 証券、基金、保険の「スワップファシリティ（SFISF）」の実施
  - ⇒ 証券会社などに対し、保有する債券やETF、有力企業株式などを人民銀行に担保として差し入れ、見返りとして政府債などの流動性の高い資産を受け取り、資金調達に利用

# 需要拡大政策への転換？ —金融政策 2—

- 10月21日： 対企業貸出の基準金利となる1年物のLPR（ローン・プライムレート）、住宅ローンの基準金利となる5年物のLPRを0.25ポイント引き下げ・・・それぞれ3.1%、3.6%に
- 10月17日： 国務院住宅都市農村建設部発表： 地方政府が優良な住宅開発案件を選定し（ホワイトリスト）、商業銀行に融資を促す「不動産融資協調制度」の融資枠を年末までに10月現在（2兆2300億元）の倍近い4兆元に拡張
- ⇒ 不動産開発会社の資金繰りを支援
- 12月9日： 中央政治局会議で25年の経済政策に関して「より積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を実施」との方針

# 需要拡大政策への転換？－財政政策－

- 11月8日：全国人民代表大会常務委員会終了後、藍仏安財務部長は今後5年間で地方特別債10兆元分を隠れ債務の処理に充てると発表
- うち6兆元分は、地方債の新規枠上限を2026年まで年2兆元引き上げて調達、残りの4兆元は既発の地方特別債を流用  
⇒融資プラットフォームを通じた地方政府の実質的な債務を、地方債とスワップするもの・・・直接の景気刺激効果はなし
- 財政資金を用いた国有銀行への資本注入、地方特別債を用いた在庫住宅の購入、そして貧困家庭への現金給付などについて引き続き検討を行う
- 12月12日：中央経済工作会议で25年の財政赤字比率の引き上げ、特別国債の発行増などの方針を示す・・・具体的内容は3月の全人代で

# おわりに

- 中国は迅速かつ大胆な金融緩和でコロナ禍に対応したが、財政出動には消極的、社会保険料の減免も中央財政の補填は不十分  
⇒不動産市場の規制により、債務負担が企業と地方財政に重くのしかかることに
- 不動産市場については世代間資源移転を含む構造的な問題が背景に  
⇒長期間にわたる「合理的バブル」
- 不動産投資が大きく落ち込む中、産業政策を兼ねた新興製造業への固定資産投資で需要を下支え・・・米中対立などで限界か  
⇒消費需要の喚起には財政支出の拡大と社会保障の充実をはじめとする、高齢化に向けた「安心できる老後」のための制度設計（「日本化」の積極的な推進？）が必要

# 参考文献

- 梶谷懐・高口康太（2025）『ピークアウトする中国：「殺到する経済」と「合理的バブル」の限界』文春新書
- クルーグマン、ポール（2000）『良い経済学、悪い経済学』山岡洋一訳、日経BPマーケティング
- 櫻川昌哉（2021）『バブルの経済理論：低金利、長期停滞、金融劣化』日本経済新聞出版
- 湯進（2021）『中国のCASE革命 2035年のモビリティ未来図』
- リサーチ&アドバイザー一部中国調査室（2022）「中国は金融面の不動産支援政策を打ち出す～不動産市場の冷え込みに警戒」『MUFGバンク（中国）経済週報』574期、2022年11月22日。
- 王力為＝于海荣（2024）「求解産能過剩」『財新周刊』第1103期、2024年4月29日
- Aiginger, Karl and Dani Rodrik 2020. “Rebirth of Industrial Policy and an Agenda for the Twenty-First Century,” *Journal of Industry, Competition and Trade*. 20: 189–207.
- DiPippo, Gerard, Mazzocco, Ilaria and Scott Kennedy. 2022. *Red Ink; Estimating Chinese Industrial Policy Spending in Comparative Perspective*. Center for Strategic and International Studies.
- Juhász, Réka, Lane, Nathan J. And Dani Rodrik. 2023. “The New Economics of Industrial Policy.” *NBER Working Paper* 31538.
- IMF (2022), “*People’s Republic of China: 2021 Article IV Consultation*,” *IMF Country Report*, No. 22/21
- Kennedy, Scott. 2024. “The Chinese EV Dilemma: Subsidized Yet Striking” *CSIS Blog* June 20, <https://www.csis.org/blogs/trustee-china-hand/chinese-ev-dilemma-subsidized-yet-striking>
- Wei, Shang-Jin, Zhang, Xiaobo and Yin Liue (2017), “Home ownership as status competition: Some theory and evidence,” *Journal of Development Economics*, Vol.127, pp. 169–186.