

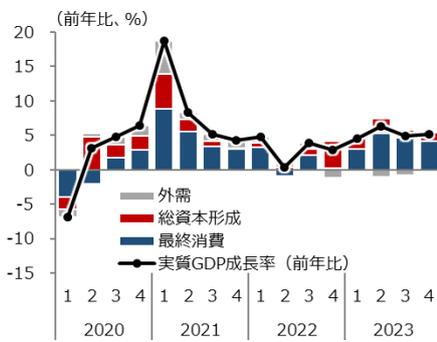
(1) 中国経済の現況

不動産投資低迷の下押しを景気刺激策で補う状況が続く

23年10-12月期の中国の実質GDP成長率は前年比+5.2%と7-9月期の同+4.9%を上回った(図表5-1)。前期比では、23年7-9月期の+1.3%から同+1.0%に低下した。23年通年では前年比+5.2%となり、政府の23年成長率目標同+5%前後を達成した。

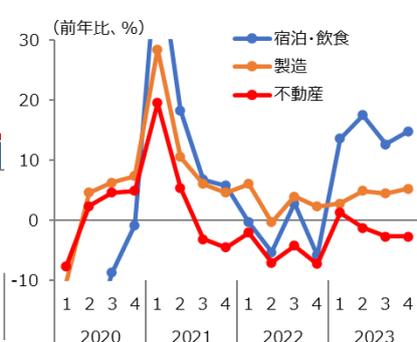
政府の景気刺激策が不動産低迷による下押しを補う状況が続いている。経済活動の正常化に関連する消費は底堅く、宿泊・飲食業、製造業は着実に回復しているものの、不動産業は3四半期連続のマイナス成長と低迷が続いている(図表5-1、図表5-2)。不動産投資低迷による成長下押しを回避するため、中国政府は23年10月に景気刺激のための異例の予算修正を行った。23年後半に地方債発行が急増し、景気刺激策を実施したことで総資本形成のプラス寄与を確保できたかたちだ(図表5-1、図表5-3)。

図表5-1 実質 GDP 成長率



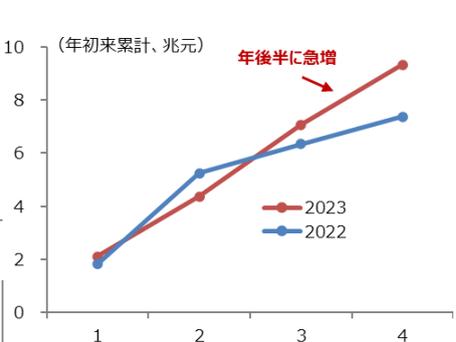
注:積み上げ棒グラフは前年比寄与度。出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-2 産業別 GDP



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-3 地方債発行額



注:23年10-12月期は、11月時点の発行額。出所:Windより三菱総合研究所作成

(2) 中国経済の先行き

構造的な成長減速圧力は継続、克服には時間を要する見込み

先行き、構造的な成長減速圧力のもと、成長率目標達成に向けて景気刺激策を強いられる状況の継続を見込む。実質GDP成長率は、24年は前年比+4.6%と前回11月時点から不変、25年は同+4.5%と予想する。

中国経済は、不動産投資低迷だけでなく、需要不足、過剰設備、欧米向け輸出伸び悩み、消費・投資マインド停滞といった成長減速圧力に直面している。こういった減速圧力の構造的要因として、賃金上昇による製造業の競争力低下、雇用吸収力の低下がある。成長率の大幅な下方シフトは、習政権の信任確保の妨げとなりかねない。開催が先延ばしとなっている三中全会などで策定される24年成長率目標は、23年目標程度(前年比+5%前後)とし、目標を大きく下回るおそれが高まる局面では23年と同様に景気刺激策を講じるであろう。昨年12月の中央経済工作会议では、「稳中求進」「以進促穩」(安定を重視)、「先立後破」(先に新しきを作り、後に古きを打破する)姿勢のもと、相応の成長率を確保し、9つの重点経済任務(図表5-4)に取り組む経済方針を表明している。

先行きの中国経済は、経済成長率の水準のみならず、構造的な課題を克服し成長の質が確保できるかが重要となる。先行きの注目点は、①不動産問題の解消ペース(当面の景気)、②成長基盤再構築の行方(潜在的な成長力)にある。

図表5-4 中央経済工作会议で示された重点経済任務

重点経済任務	概要
1. 科学技術イノベーション主導の現代産業システム構築	産業・サプライチェーン強化、バイオ・商業宇宙産業育成、デジタル技術応用 など
2. 国内需要の拡大への注力	デジタル・グリーン消費、ヘルスケア消費の発展、EVや電子製品の消費後押し など
3. 重点分野の改革深化	国有企業改革・税制整備、新興企業の発展、全国統一市場の構築 など
4. 高水準の対外開放の拡大	サービス市場の外資参入規制緩和、政府調達平等化、一帯一路の着実な実施 など
5. 不動産・地方政府・中小金融機関等の重点リスク分野の予防・解決	不動産・地方債務・銀行などのリスク解決、違法な金融活動の取り締まり、合理的な不動産資金需要の充足 など
6. 三農(農業・農村・農民)問題への着実な対応	食料安全保障の確保、農民所得増加への取り組み強化 など
7. 都市と農村の融合と地域の協調的発展	都市化と農村振興の有機的な結合、海洋経済の発展 など
8. 生態文明建設とグリーン・低炭素発展の推進	脱炭素の着実な推進、グリーン・サプライチェーンや新型エネルギーシステムの構築加速 など
9. 民生の確実な保証	農民工の就業安定、子育て支援、シルバー経済の発展 など

注:23年の中央経済工作会议では、「成長力強化」「金融リスクの抑制」「質の高い生活の実現」を重点分野とした上で、24年の9つの重点任務は各分野の課題として示されていた。出所:中国国务院HP、人民日報、ジェトロより三菱総合研究所作成

## 注目点① 不動産問題の解消ペース —— 緩慢な雇用・住宅需要回復ペースのもと長期化は不可避

不動産問題の解消は緩やかなペースにとどまり、成長下押し圧力が継続すると見込む。政府は成長を通じた問題解消を目指す意向だが、雇用機会創出の遅れによる家計マインドの停滞が需要回復を阻んでいる。

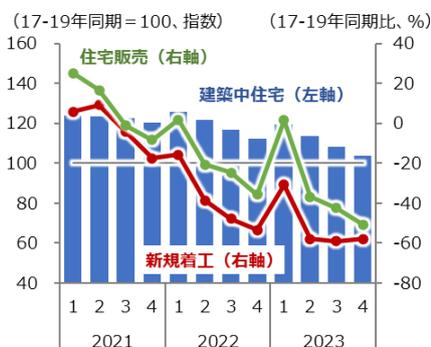
中央経済工作会議で不動産、地方債務、中小金融機関などのリスクの統一的な解消方針を示しており、政策支援により金融システム不安への波及を回避する可能性が高い。ただし、同会議では違法な金融行為への取り締まりにも言及しており、債務者のモラルハザードにつながりかねない抜本的整理(再生ファンド活用など)への慎重姿勢を継続している。不動産問題の解消ペースは、家計の住宅購入意欲の回復にかかっている。ゼロコロナ政策のもとで過去に蓄積した家計貯蓄を活かし、住宅購入が活発化するためには、政府の不動産支援策、雇用環境の回復などによる家計マインドの改善がカギとなる。

23年末時点で、建築中住宅の面積は17-19年平均近辺へ縮小している。ただし、新築住宅販売が同▲50%近くに低迷するなか、それ以上に新規着工が減少しており、縮小均衡の調整となっている(図表5-5)。昨年夏場以降、中国政府は住宅ローン金利の引き下げ、頭金規制の緩和などの不動産支援策を打ち出しているものの、これまでのところ家計の住宅購入意欲の回復には至っていない。

家計マインド回復の遅れの背景には、先行きの雇用への不安がある。23年の都市部新規雇用者数は、前年を上回ったものの、17-19年平均比▲100万人弱となった。実質可処分所得の伸び率も19年、21年を下回っている(図表5-6)。統計により確認できる国営企業の業種別雇用者数増減をみると、製造業、建設が雇用者数を大きく減らしている。価格競争力低下から廉価製品の生産拠点が国外移転していることや、不動産投資縮小が背景にあるとみられる。IT・サービス分野での雇用吸収力も弱く、サービス提供力で民間企業に劣後していることが影響しているとみられる(図表5-7)。

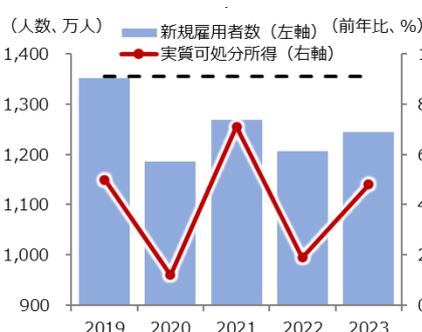
新たな雇用機会創出には、企業数の約9割を占める民間企業の雇用拡大が欠かせない。ただし、民間企業に対する習政権の統制強化も影響して、受け皿として期待される民間スタートアップ企業などの雇用拡大の勢いも迫力に欠ける。23年6月時点で若年失業率(15-24歳)は20%を超えた。学生を対象外にし、12月に公表再開した若年失業率も14.9%と高水準にある。製造業、建設業に代わる雇用機会創出は容易ではない。

図表5-5 住宅関連指標



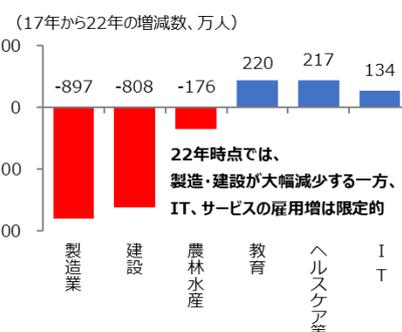
注:住宅販売、新規着工、建築中住宅は面積。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-6 都市部の新規雇用者数・実質可処分所得



注:破線は17-19年の新規雇用者数の平均。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-7 国営企業の主な業種別雇用者数



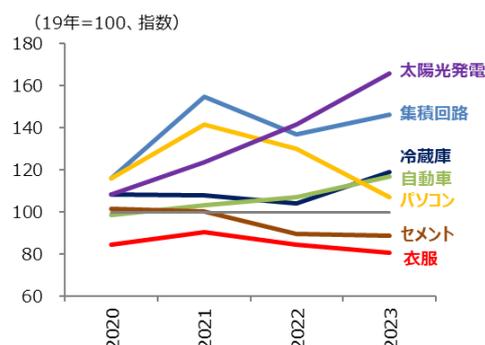
注:■は減少、■は増加した業種。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

## 注目点② 成長基盤再構築の行方 —— 技術力向上、新興国との関係強化で構造的減速圧力を緩和

上記の不動産問題のみならず、需要不足や過剰投資など中国経済は構造的な成長減速圧力に直面しているが、そうした逆風にもかかわらず、技術力向上、新興国との関係強化による販路確保などにより、成長基盤を再構築する動きもみられる。これらの取り組みは、中国経済への構造的な減速圧力を緩和する方向に働くであろう。

脱炭素や米国規制の対象となる半導体関連を中心に技術力向上・生産拡大が進展し、新たな成長基盤に育っていくことが見込まれる。中国政府の政策に支えられ自動車(EV)、太陽光発電などの脱炭素関連製品、内製化が必要な集積回路などの半導体関連製品の技術力は着実に向上しており、今後、生産拡大が見込まれる。既に、技術力を有する家電製品生産も、後述の新興国への販路拡大のもとで成長を下支えするであろう(図表5-8)。

図表5-8 主要品目の産出量

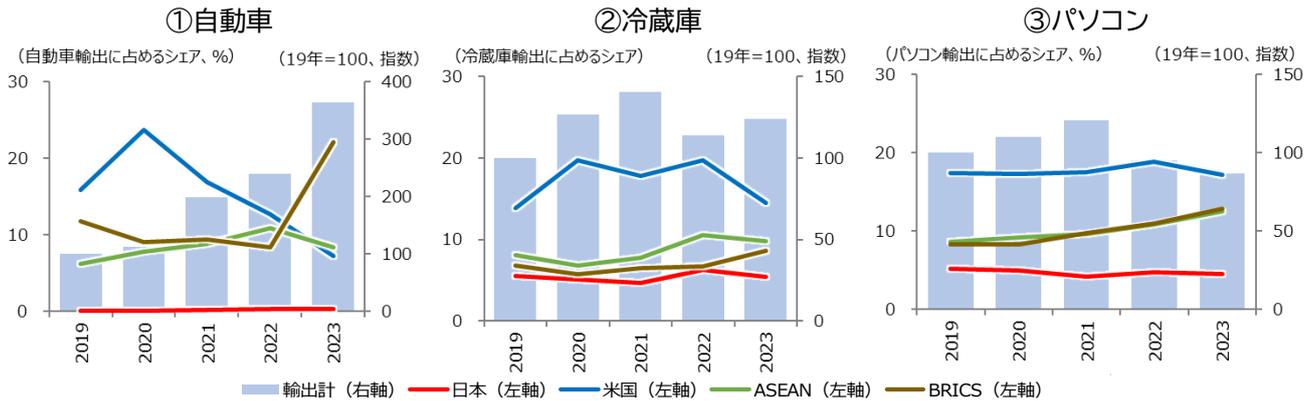


注:太陽光発電は発電量、集積回路、冷蔵庫、自動車、パソコンはユニット数、セメントは重さ、衣服は長さ。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

ASEAN、BRICSなどの新興国との関係強化により輸出先も多様化している。中国の自動車輸出(22年中国総輸出の1.2%)に占める国・地域別シェアは、BRICS向けシェアが急伸(図表5-9①)、域内のEV市場拡大を目指しているASEANに対しては直接投資を活発化させている(後掲、図表6-4)。以前から強みであった冷蔵庫(同0.4%)などの家電輸出も、BRICS・ASEAN向けシェア拡大により、日米向け輸出伸び悩みを補完し、23年は前年比プラスとなっている(図表5-9②)。

中国の主力輸出品であるパソコン(同5.2%)などのIT関連製品の輸出も、BRICS・ASEAN向けシェアが拡大している。ただし、コロナ禍でIT関連製品への需要がグローバルベースで拡大した21年をピークに、生産、輸出ともに減少傾向となっている(図表5-8、図表5-9③)。今後、半導体サイクルが好転し、IT関連製品の需要が回復すれば、構造的な減速圧力緩和の循環面での追い風となろう。

図表5-9 自動車・冷蔵庫・パソコンの国・地域別輸出(中国)



注:23年は、1-9月実績をもとに推計。ASEANは、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム、シンガポールの合計。BRICSは、ブラジル、ロシア、インド、南アフリカの合計。乗用車はHSコード8703、冷蔵庫はHSコード8418、パソコンはHSコード8471。自動車、パソコンは台数、冷蔵庫は重量。

出所:UN Comtradeより三菱総合研究所作成

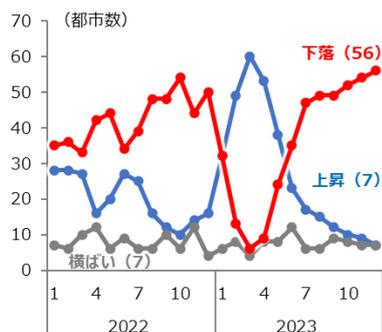
### (3) 中国経済の先行きリスク

先行きのリスクとして、不良債権が不動産にとどまらず幅広い業種に拡大することだ。こういったリスクが顕在化するかを見極める上で、海外経済の下振れや米国の関税引き上げ等をきっかけとして、中国経済の供給過剰が長期化し、デフレ圧力が強まることがないかに留意が必要だ。

住宅価格の下落基調は続いているものの(図表5-10)、政府指導による融資継続などから今のところ金融システムリスクに発展する可能性は低い。ただし、業績悪化が不動産セクター以外の業種へ広がる場合には、政府指導による銀行融資継続が難しくなり、倒産や不良債権拡大に拍車がかかる可能性がある。不動産以外の業種の先行きを展望する上で、過剰生産・過当競争から生じるデフレ圧力が長期化するかがカギとなる。

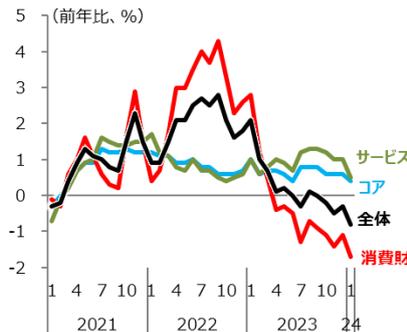
消費財の価格下落を主因に消費者物価(CPI)はマイナス圏にあり(図表5-11)、23年央からグローバル需要が停滞している機械・電気機器だけでなく、中国国内で300社以上存在するEVメーカー間の競争から自動車の輸出価格も下落し、交易条件も過去最低水準近辺へ悪化している(図表5-12)。国内外需要回復の遅れ、米国向け輸出のもう一段の落ち込みが加わると、業績悪化が幅広い業種へ広がる可能性がある。中国政府が目論見通り「先に新しきを作る」を実践し、国内外のデフレ圧力を克服できるかに要注目だ。

図表5-10 住宅価格上昇・下落の都市数



注:前月からの価格変化。かっこ内の数字は、直近23年12月の都市数。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-11 CPI



注:直近は、24年1月。コアは、除く食料・エネルギー。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-12 交易条件・主な品目の輸出価格



注:直近は、23年12月。  
出所:Windより三菱総合研究所作成