

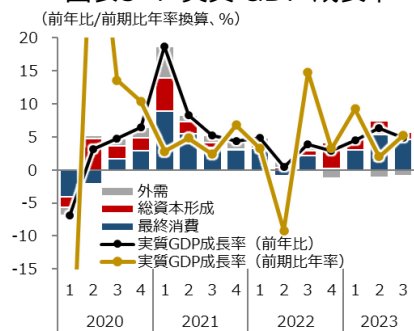
(1) 中国経済の現況

消費拡大、財政支出により、前期比の成長率は回復

23年7-9月期の中国の実質GDP成長率は、前期比で見れば+1.3%（年率換算で+5.3%）と4-6月期の+0.8%（同+3.2%）から伸びが拡大した。人流回復による消費拡大、財政支出による総資本形成の伸長など内需が成長をけん引している。前年比では+4.9%と4-6月期の+6.3%から伸びが鈍化したが、4-6月期の高成長は、前年のコロナによる都市封鎖の反動が大きく、それが剥落した影響が大きい（図表5-1）。

産業別GDPでは、宿泊・飲食だけではなく、IT、製造業といった外出関連以外のセクターでもプラス成長となっている（図表5-2）。ただし、不動産企業の経営不安がくすぶるなか、不動産セクターは2四半期連続でマイナス成長となり、住宅着工・販売ともに前年比マイナスを続けている（図表5-3）。

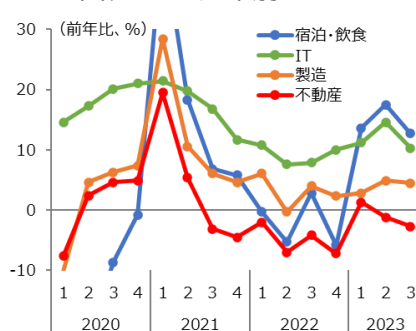
図表5-1 実質 GDP 成長率



注：実質GDP成長率（前期比）は季調済。積み上げ棒グラフは前年比寄与度。

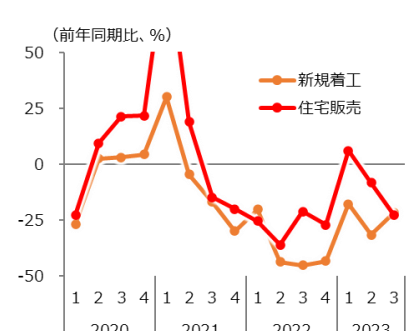
出所：Windより三菱総合研究所作成

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 住宅着工・販売



出所：Windより三菱総合研究所作成

(2) 中国経済の先行き

不動産市場の調整や都市への穏やかな人口流入ペースから、緩やかに成長減速へ

中国経済は、不動産市場の調整や都市への穏やかな人口流入ペースから緩やかに成長減速を見込む。実質GDPは、23年は前年比+5.3%と景気対策による成長の押し上げを織り込み前回8月時点の同+5.1%から上方修正、24年は景気対策の規模縮小を想定し、前回の同+4.8%から+4.6%へ下方修正する。

今後の中国経済の注目点は、①不動産市場の行方、住宅購入・消費需要を左右する②都市への人口流入ペース、③外需回復の成否にある。

注目点① 不動産市場の行方 —— 数年にわたる在庫調整は不可避

中国政府の政策支援により大手不動産企業の経営不安が金融危機へ波及する状況は回避できるとみるが、不動産の在庫調整は数年にわたって継続することが見込まれる。

不動産市場は、コロナ危機前の19年時点で既に在庫（建築中住宅面積）が積み上がっていた（図表5-4）。そこに20年以降のコロナ危機、21年半ばの不動産融資規制が加わり、住宅需要が大きく落ち込んだ。大手不動産企業、恒大集団の信用不安が発生すると、住宅販売は前年比マイナスに転落した（前掲、図表5-3）。その後、新規着工の抑制が進んだものの、資金繰り難による建築遅延や、ゼロコロナ政策長期化による住宅販売の低迷が続き、不動産在庫は高水準にある。

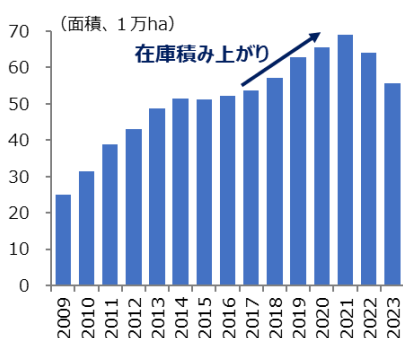
今後の住宅需要を左右するのは、コロナ危機で停滞した都市への人口流入ペースの回復状況だ。詳細は後述（注目点②）するが、10年代前半のような年間2,500万人規模の都市流入数への回復は期待できない。仮に年間都市流入数が今後2,000万人程度へ回復した場合、新規需要（販売面積）は2.9万ha/四半期になるとみられるが、新規着工が23年平均実績（新規着工1.8万ha/四半期）で継続した場合、四半期に1.1万haしか在庫圧縮は進まない。在庫の適正水準について議論はあるが、仮にコロナ危機前の40万haをターゲットとすると、25年末達成で新規着工を23年実績比▲33%、26年末達成で同▲2%とする必要がある（図表5-5）。在庫調整を急げば大幅な着工抑制が必要となり、着工抑制をマイルドにすれば調整期間が長期化する。

在庫調整を政府主導で加速させる選択肢もある。政府直下の再生ファンドへ過剰在庫を移管し、在庫調整を行う手法だが、今のところ中国政府はこうした対応は想定していない模様である。10月に中国政府は異例

の予算修正を行い、景気刺激策の地方財源確保に向け国債を追加発行し、23年、24年にそれぞれ5兆元(合計で名目GDP0.8%相当)を地方政府へ配布することを決定した。大規模な財政支出とは言えないものの、GDPの5%強を占める不動産セクターの成長押し下げ圧力(23年7-9月期で▲0.2%ポイント弱の下押し)緩和には資するであろう。今後も経済失速懸念が高まる局面では、成長目標からの下振れ回避のための景気刺激策が行われるであろう。

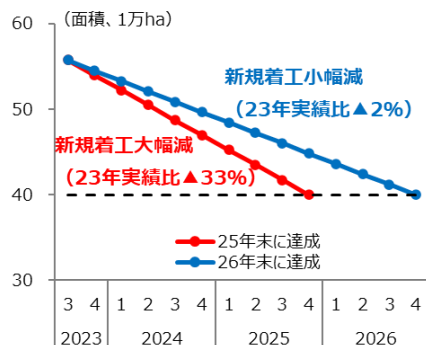
また、住宅購入意欲の促進には、将来の所得増加への期待継続が必要となる。中国では、結婚の準備として住宅を購入する慣行があり、所得がまだ低い若年での住宅購入が一般的である。住宅価格は購入時の所得対比で高額だが、これまでは高成長も手伝い、購入後の所得増加により債務の返済負担を軽減できた(図表5-6)。しかし、若年の就職難、あるいは中長期的な所得増加への期待喪失は、住宅購入意欲の減退や、返済負担軽減が進まないことによる既住宅購入者の消費抑制をもたらしかねない。

図表5-4 建築中住宅面積



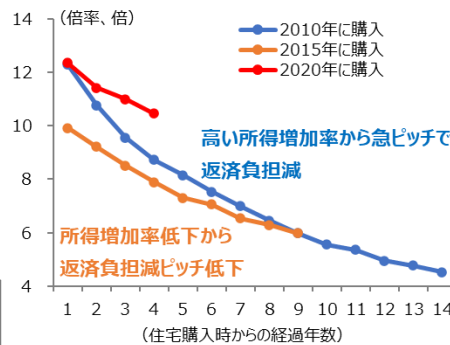
注:23年の建築中住宅面積は9月時点。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-5 建築中住宅面積の予測



注:新規需要(販売面積)は人口都市流入2,000万人相当の2.9万ha/四半期と想定。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-6 住宅債務負担



注:購入年住宅価格の可処分所得比率をもとに、可処分所得増加率を加味して購入翌年以降の可処分所得比率を算出。横軸は購入年を1とした。直近は、23年9月時点の可処分所得をもとに推計。
出所:Windより三菱総合研究所作成

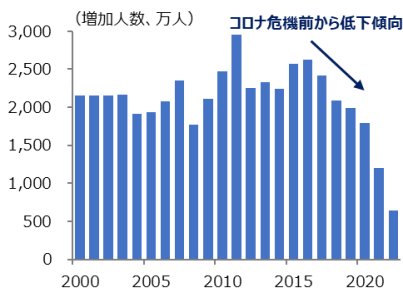
注目点② 都市への人口流入ペース —— 流入ペース上昇が内需押し上げも、持続性に課題

都市への人口流入ペースの上昇が住宅購入や消費の底上げ要因となることが見込まれる。ただし、雇用吸収力の制約から都市への人口流入ペースは10年代前半のピーク時には戻らないであろう。

都市人口の年間増加数は、17-19年平均で毎年2,000万人以上だったが、22年には650万人にまで落ち込んだ(図表5-7)。中国政府は、第14次五カ年計画(21~25年)で都市化率を60.6%から65%へ引き上げる目標をたてており、25年以降も引き上げ方針が維持される見込みである。23年7-9月期の主要都市地下鉄利用客数が、19年以前の人口増加トレンドから見込める水準を上回っていることから(図表5-8)、都市への人口流入再開がうかがわれる。外出行動再開に、都市への人口流入ペースの上昇が加わることは、消費・投資拡大の追い風となろう。

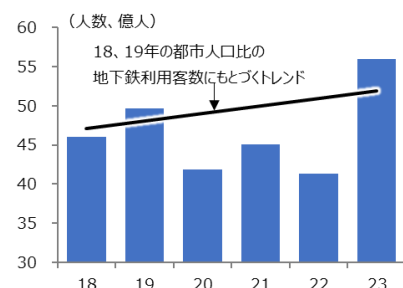
ただし、雇用吸収力低下によるコロナ危機前からの都市への人口流入鈍化(図表5-7)を踏まえると、そのペースは雇用創出に左右される。実際、23年の新規雇用者数(都市部)は、政府目標1,200万前後を超えるが15-19年平均を下回る見込みで、地下鉄利用客数の急回復に見劣りする(図表5-8、5-9)。この背景には、抑制されていた外出活動の反動増に加え、雇用創出の遅れがあると推察される。都市への人口流入ペースは、米欧規制強化・デリスキングのもと海外資本・技術の取り込みが難しいなかで、人件費上昇に見合った労働集約型から資本集約・知識集約型産業への転換により人口流入の受け皿となる雇用拡大の成否にかかっている。

図表5-7 都市への人口流入数



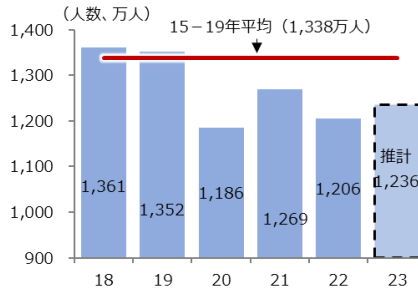
注:直近は22年。
出所:Macrobondより三菱総合研究所作成

図表5-8 地下鉄利用客数



注:上位10都市の7-9月期の各年の地下鉄利用客数。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-9 新規雇用者数(都市部)



注:18~22年は年間雇用者数。23年は9月までの実績をもとに推計。
出所:Windより三菱総合研究所作成

注目点③ 外需回復の成否 —— 世界の財消費回復につれ成長下押し圧力は緩和へ

世界経済全体での財消費持ち直しの進展につれ、外需の成長下押し圧力は緩和することが見込まれる。

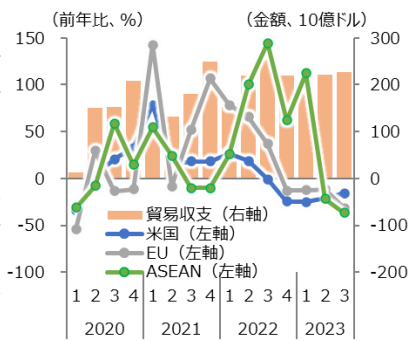
23年4-6月期以降、米欧向けに続いてASEAN向けの貿易黒字が前年比で縮小に転じ(図表5-10)、経済成長の下押し要因となっている(前掲、図表5-1)。

実質輸入は、ロシア、豪州などの資源国やマレーシア、インドネシアの近隣国が前年比+10~20%程度となっているほか、総じてプラス(図表5-11、■)であるのに対して、中国依存度が高いロシア向け以外の輸出は伸び悩んでいる(図表5-11、▲)。米中対立の影響が限定的なベトナム・マレーシア・インドネシア向けの輸出停滞からは、中国輸出停滞には中国固有要因だけでなく、財消費の足踏みという世界経済に共通する要因があると推察される。

先行きは、世界経済全般の財消費の持ち直しや半導体サイクルの好転が進展すれば、中国からの輸出は回復へ転じることが見込まれる。実際、中国の主な品目輸出(数量ベース)は、23年7-9月期以降、回復の兆しがある。EV伸長から2桁成長を続けている自動車輸出だけでなく、電子集積回路、LCDパネル、携帯電話、家電の輸出も前年比プラスに浮上している(図表5-12)。

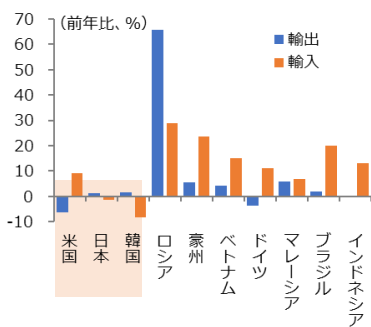
ただし、貿易相手の上位3カ国である米国、日本、韓国との貿易が他国に比べて見劣りしていること(図表5-11、■)からは、米中対立の悪影響がうかがわれる。中国の貿易国シェアは、西側諸国からグローバルサウス諸国のウェイトシフトが進展しているが、依然、西側諸国のウェイトが大きい(図表5-13)。米欧のデリスクリング継続を視野に入れると、外需の中国経済押し上げは緩やかなものにとどまるであろう。

図表5-10 貿易収支



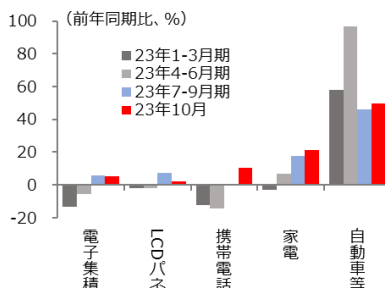
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表5-11 国別貿易



注: G20およびASEAN5のうち、中国貿易相手の上位10カ国。左から貿易額の大きい順。23年の1-9月期実績の22年同期比の増減率。中国の輸出入デフレーターで実質化。
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表5-12 主な品目の輸出 (数量ベース)



出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表5-13 主な国の貿易シェア (%)

	国名	19年 (%)	23年 (%)	増減 (%)
シェア減少国	米国	12.0	10.8	▲1.2
	日本	6.9	5.1	▲1.9
	韓国	6.3	5.0	▲1.3
	ドイツ	4.1	3.4	▲0.7
	4カ国計	29.4	24.2	▲5.2
シェア増加国	ロシア	2.4	3.8	▲1.4
	インドネシア	1.7	2.2	0.5
	マレーシア	2.7	3.0	0.3
	ブラジル	2.5	2.8	0.4
4カ国計	9.2	11.8	2.6	

注: 貿易シェアは輸出と輸入の合計。23年は、19年を起点に輸入・輸出デフレーターをもとに実質化。
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

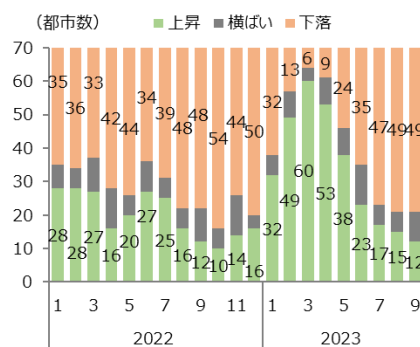
(3) 中国経済の先行きリスク

中国経済の先行きのリスクは、不動産市況のさらなる悪化にある。

23年初に回復の兆しがあった不動産市況は冷え込み、不動産価格は軟調に推移している(図表5-14)。8月に入り、財務状態が相対的に健全とみなされていた不動産企業、碧桂园(カントリーガーデン)の債務再編の動きが伝わると不動産企業の経営不安が再燃した。

不動産市況の悪化を受けて、中銀は利下げ、積極的な資金供給による流動性対策を講じており、金融危機への発展は回避できる見込みである。ただし、金融政策は、不動産市場の円滑な在庫調整に必須となる都市流入の回復やその基盤となる雇用機会の創出を保障するものではない。専門人材(エンジニアなど)の不足などによる資本集約・知識集約型産業への転換の遅れ、米中対立深刻化による外需回復の遅れなどから雇用回復が遅延する恐れは残る。雇用回復の遅れから、不動産在庫調整による経済下押し圧力が長期化する。さらに、不動産市況悪化による不良債権の増加といったリスクに留意する必要がある。

図表5-14 70都市の住宅価格指数 (前月比の変化)



出所: Windより三菱総合研究所作成