政策・経済センター 金成 大介

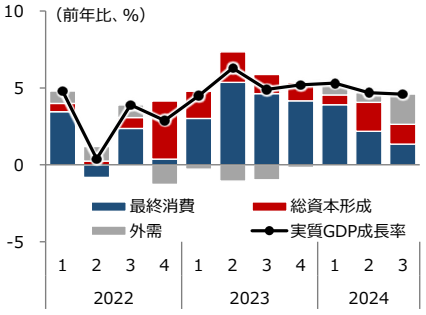
(1) 中国経済の現況

24年7-9月期は、不動産市況の悪化、消費伸び悩みから4%半ばへ成長鈍化

24年7-9月期の中国の実質GDP成長率は、前年比+4.6%(24年4-6月期、同+4.7%)と成長の勢いが鈍化した(図表5-1)。

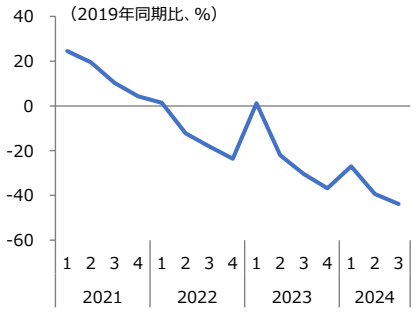
輸出は拡大の勢いを増したものの、財政支出の伸びなやみから総資本形成の伸びは鈍化、最終消費の伸びは24年4-6月期以上に鈍化した。住宅販売は減少に拍車がかかり(図表5-2)、不動産セクターは6四半期連続のマイナス成長を続けている。こういった状況下、9月後半に中国人民銀行(中銀)が不動産市場、株式市場のテコ入れを意図した景気刺激策の枠組みを発表し、順次、具体化が進んでいる(図表5-4)。景気刺激策を受けて、株価は急反発し、10月のPMIは製造業、非製造業ともに50台を回復している(図表5-3)。

図表5-1 実質 GDP 成長率



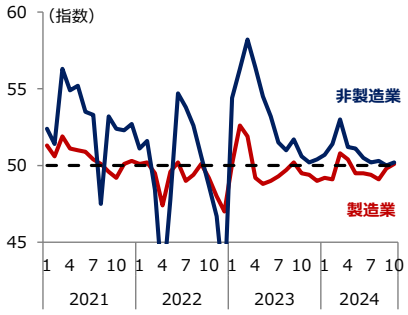
注:積み上げ棒グラフは前年比寄与度。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-2 住宅販売



注:面積ベース。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-3 PMI



出所:Windより三菱総合研究所作成

(2) 中国経済の先行き

景気刺激策から24年は政府目標並みの成長も、25年の成長率は低下へ

中銀が公表した景気刺激策は、通常の金融緩和では恩恵が及ばない既存住宅ローン金利の引き下げのほか、不動産の在庫調整促進に向けた地方政府の住宅買取への資金支援といった踏み込んだ内容となっている。また、生保・証券・ファンド等への株式購入資金を供給するためのファシリティの創設や、民間銀行による企業向け自社株購入資金の供給枠組みの構築といった、株式市場を活性化させるための施策も盛り込んでいる。さらに、こういった対策により生じるおそれのある市中銀行の資本不足を回避するため、大手行への資本注入を行う予定である(図表5-4)。

図表5-4 中国人民銀行等の景気刺激策

項目	概要
預金準備率と政策金利の引き下げ	• ９月に預金準備率を0.5%引き下げ、年内に0.25～0.5の追加引き下げ予定 • ９月に7日物リバースレポ金利の引き下げ（1.70%→1.50%）
不動産市場の支援	• **市中銀行に既存住宅ローンの引き下げを指示。**中銀想定では、５千万世帯で平均▲0.5%引き下げの効果 • **2軒目の住宅購入の頭金を25%→15%への引き下げ** • 分譲住宅の賃貸住宅シフトへの支援 • **地方政府の住宅買取への中銀による資金支援** • 既存不動産支援策の延長
株式市場の支援	• **株式等を担保にした生保・証券・ファンドへの株式購入資金供給ファシリティ５千億元（約10.6兆円）創設** • 自社株購入を資金使途とした市中銀行の融資ツール構築
その他	• **大手行に資本注入予定**

出所:中国国務院HP、各種報道資料より三菱総合研究所作成

こういった中銀公表の景気刺激策は、2軒目以上の不動産購入が可能な富裕層などの不動産購入需要を喚起し、不動産市場の底割れを回避する効果が見込まれる。景気刺激策発表直後の10月前半の国慶節休暇では、前年を大きく上回る住宅見学会等の来場者数があったと報じられている。24年の実質GDPは政府成長目標の前年比+5%前後を確保するであろう。

ただし、財政面では、地方政府債務の借り換え支援を目的に、向こう5年で10兆元の地方債増発を認めたものの、需要拡大に向けた財政支出拡大策は示されていない。インフラ建設などによる大規模な財政支出拡大なしで、中国経済が直面する産業構造変化に伴う成長減速圧力、不動産市場の停滞を打ち返すことは難しい。大規模な財政支出拡大がない前提で、25年は成長の勢いが鈍化することを見込む。24年の実質GDP成長率は前年比+4.8%、25年は同+4.5%(いずれも前回8月から変更なし)と予測する。

先行きの中国経済は、①景気刺激策の効果、②消費回復ペース、③輸出の行方が注目点となる。

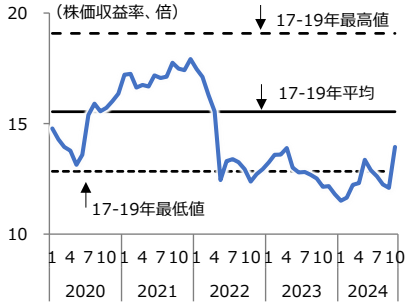
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点① 景気刺激策の効果 ―― 株価の割安感緩和の契機、貸出下支えも不動産は緩やかな回復

景気刺激策を契機に、過度に割安な水準にあった株価は持ち直しを見込む。もっとも、株価回復の資産効果は、富裕層に留まるとみられ、不動産需要の急回復は見込みがたい。

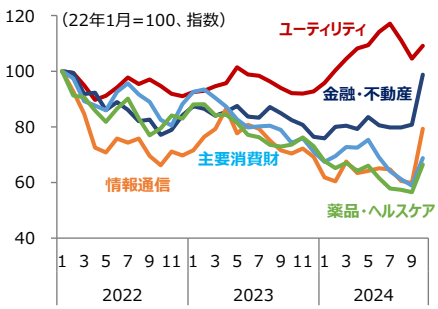
コロナ危機前の最低値を下回る水準での推移が続いていた中国株のPER(株価収益率)は、景気刺激策発表後、急反発している(図表5-5)。セクター別でも、金融・不動産だけでなく、業績が順調にもかかわらず株価が低迷していた情報通信など幅広いセクターの株価が反発している(図表5-6)。機関投資家および企業の株式購入資金支援まで踏み込んだ景気刺激策は、市場参加者の過度の悲観を解消するきっかけとなったとみられる。

図表5-5 PER(株価収益率)



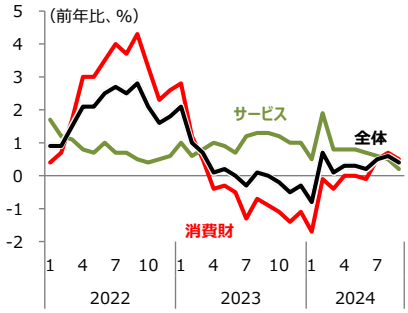
注:上海取引所に上場している企業の日次PERの月次平均。直近は24年10月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-6 主なセクターの株価



注:CSI300指数のセクターデータの月次平均。直近は24年10月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-7 CPI

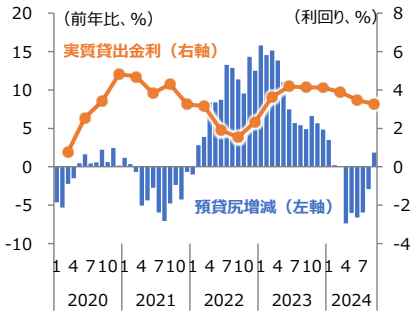


注:直近は、24年9月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

貸出動向に目を向けると、24年8月までは一連の政策金利引き下げにCPIのプラス基調への復帰も加わり(図表5-7)、実質金利が低下し、預貸尻(預金と貸出の差)の伸び率は、前年比マイナス(預金伸び率を上回る貸出伸び率)に転じていた(図表5-8)。しかし、内需減速から24年9月には運転資金向け貸出が伸び悩み、預貸率は前年比プラス(預金伸び率を下回る貸出伸び率)に戻った(図表5-8)。10月以降、実施されている政策金利引き下げは、こうした資金需要の伸び悩みに対してテコ入れする意図があるとみられる。

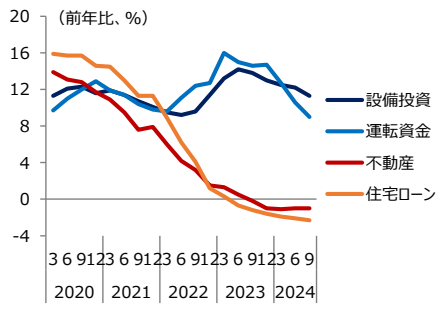
また、2軒目住宅購入の頭金規制緩和は、富裕層を中心に不動産購入需要を喚起し、低迷する不動産、住宅ローン(図表5-9)の一定の下支えとなるであろう。ただし、雇用環境の緩慢な回復を踏まえると、富裕層以外の住宅需要回復は容易ではない。住宅価格の急回復は見込みがたく、不動産関連の貸出回復ペースは緩やかなペースに留まるであろう。23年9月時点の住宅価格は下落基調の都市が太宗である(図表5-10)。足もと、景気刺激策により不動産市場の底割れは回避できる見込みだが、脆弱な状況にあることには引き続き留意が必要だ。

図表5-8 預貸尻と実質貸出金利



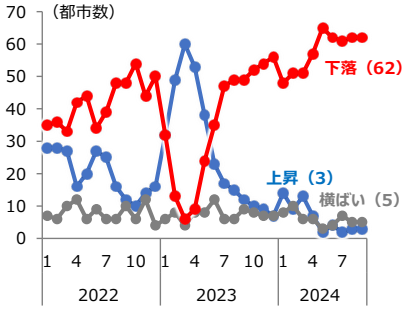
注:預貸尻は預金−貸出。実質貸出金利は、加重平均の貸出金利をCPIで実質化。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-9 資金使途別貸出



注: 直近は24年9月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-10 住宅価格騰落別都市数



注:前月からの価格変化。かっこ内の数字は、直近24年9月の都市数。
出所:Windより三菱総合研究所作成

注目点② 消費回復ペース ―― 株価上昇の恩恵は富裕層中心、緩慢な雇用環境改善、消費回復が継続

株価回復は富裕層の消費を後押しすることが見込まれる。ただし、消費のすそ野拡大に必要な雇用・所得環境の改善は緩やかなペースが見込まれ、消費持ち直しのペースも緩やかとなるであろう。

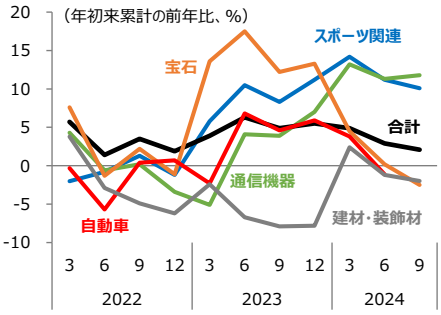
高額品である自動車、宝石の消費は、株価が低迷していた24年9月までの結果をみると、前年比マイナスで推移していた(図表5-11)。株価回復は、富裕層を中心にこうした高額品購入意欲を喚起する効果が期待できる。

もっとも、消費のすそ野拡大に必要な雇用・所得環境は緩慢なペースを続けている。中国における卒業シー

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

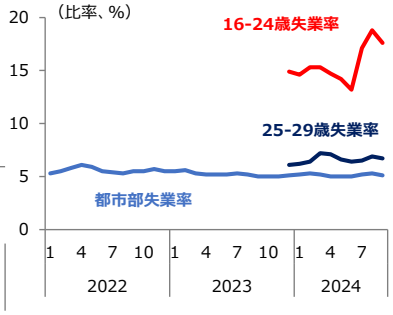
ズンとなる7月以降、16-24歳失業率は20%近くに上昇、新卒学生の就職環境は厳しい状況にある(図表5-12)。25-29歳失業率も全世代平均に比べて高水準にある。都市部新規雇用者数は着実に増加しているものの、実質可処分所得の増加ペースは、年初の前年比+5%超から24年7-9月期に入り同+4%近辺へ鈍化(図表5-13)、コロナ危機前(17-19年平均、同+6%程度)からの下方シフトが鮮明になっている。こういった緩慢な所得環境改善のもと、消費持ち直しのペースは緩やかとなるであろう。

図表5-11　品目別小売売上高



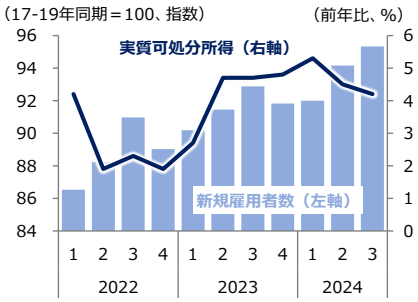
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-12　失業率



注:16-24歳失業率、25-29歳失業率は23年12月から公表開始。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-13　都市部新規雇用者数・実質可処分所得(年初来)



出所:Windより三菱総合研究所作成

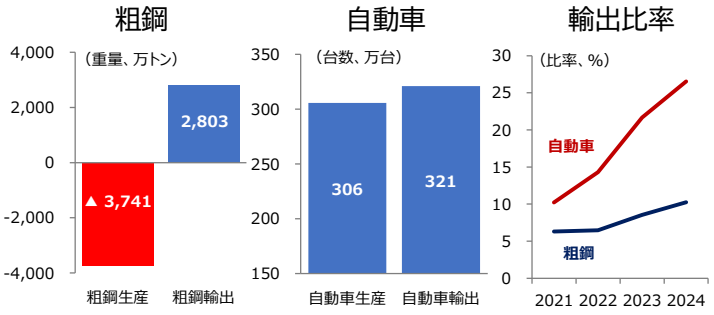
注目点③　輸出の行方 ―― 各国のダンピング批判から輸出は伸び悩み

各国のアンチダンピング政策から、輸出は徐々に伸び悩んでいくことが見込まれる。

不動産停滞から内需が縮小している粗鋼は、生産減少を余儀なくされている一方、輸出は拡大、輸出比率(生産に占める輸出の割合)は増加傾向にある。また、中国が市場成長をけん引しているEVを含む自動車は、生産・輸出ともに急ピッチで増加、輸出比率は、21年の10%から24年は27%へと急増している(図表5-14)。

内需縮小、競争力向上といった中国経済のプラス・マイナス両面に起因する中国製品の輸出増加に対して、米欧だけでなく、ASEAN各国も懸念を表明し、関税引き上げなどのアンチダンピング対応の実施・検討を行っている(図表5-15)。円滑な通商関係維持のために、中国政府も業界指導といった安価な輸出を抑制するための対策を求められるであろう。

図表5-14　粗鋼および自動車の生産・輸出と輸出比率



注:粗鋼、自動車の生産・輸出は21年1～9月と24年1～9月の差。輸出比率は生産に占める輸出の割合。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-15　米欧・ASEAN のアンチダンピング対応

項目	概要
米国	• 中国製EV関税率100%、同太陽電池50%、同鉄鋼、アルミニウム、EV用バッテリー、主要鉱物25%へ関税引き上げ(9月)
EU	• 中国からの輸出増を念頭に、鉄鋼製品26品目へのセーフガード(緊急輸入制限)延長を決定(6月) • 中国製EVに最大45%の関税決定(10月)
インドネシア	• 中国製の工業製品(対象製品は未公表)に対する最大200%の反ダンピング関税やセーフガードの交付意向を表明(6月)
マレーシア	• 日本・中国・インド・韓国から輸入されている鉄鋼・非合金鋼の平板圧延製品に対する反ダンピング調査を開始
タイ	• 低品質な輸入品や法律違反の外国企業問題を解決するための関税・セーフガード強化の措置を承認(9月)
ベトナム	• 中国とインドを原産地とするHRC(熱間圧延コイル)に対するアンチダンピング税適用に向け、予備調査を開始(6月)

出所:各種資料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、米新政権の貿易政策の変更がある。トランプ次期大統領は、中国製品への60%の関税付与を掲げている。本政策は、米国経済へのインフレ圧力にもなることから、実際にどの程度の規模・期間、対象品目となるかは現時点では不確実性が高いが、何らかの対中関税強化が実施されるだろう。また、貿易赤字の縮小を求めるトランプ氏は、対中関税強化の構えをみせつつ、米国産農産品や資源などの中国の輸入拡大を迫る可能性もある。

さらに、中国製品だけでなく、米国輸出の経由地としての側面があるASEANへも高関税が導入されれば、輸出失速につながるおそれがある。輸出失速は、株式市場の回復に水を差すほか、雇用悪化をもたらす可能性が高い。前述の通り、住宅価格の下落、住宅販売の低迷が続いているなか、株価低迷、雇用悪化となれば、不動産需要の減少をもたらし、景気刺激策の効果を打ち消すリスクがある。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.