

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 中国経済の見通し

政策頼みの景気回復。不動産リスクは残存、貿易摩擦も新たな火種に

経済研究部 主任研究員 三浦 祐介  
(03) 3512 - 1787 y-miura@nli-research.co.jp

1. 中国の2024年1~3月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.3%と、前期(23年10~12月期)の+5.2%から伸びが小幅に加速した。季節調整後の前期比も+1.6%(年率換算+6.6%)と、前期(同+1.0%)から加速している。3月に開催された全国人民代表大会(全人代)で掲げた今年の成長率目標である「+5%前後」に対して、比較的好調な出だしとなった。もっとも、改善の主因は外需であり、4月も内需は依然力強さを欠く状況にある。
2. 需要動向をみると、消費については、雇用・所得の先行きに対するマインドは一段の悪化に歯止めがかかる兆しがみえるものの、4月も個人消費の勢いは弱い。他方、政府消費は4月に持ち直した。投資については、4月も製造業投資の堅調が続く一方、インフラ投資が減速した。また、不動産開発投資は減少幅が小幅に拡大した。輸出については、3月に一時悪化したが、4月には再び改善している。
3. 産業動向をみると、1~3月期には製造業主導の改善がみられたが、4月も同様の傾向が続いているようだ。鉱工業生産は、3月に一時減速した後、4月には輸送機械や情報通信機械を中心に再び改善した。サービス業生産については、4月にかけて減速が続いている。ゼロコロナ終了後のペントアップ需要がみられた前年要因のほか、国家統計局は労働節休暇期間の前年とのずれによる影響を挙げている。
4. 経済政策の動向をみると、財政政策に関して、インフラ投資は相対的に高い伸びを維持しているものの、浮き沈みがみられ、4月には減速した。金融政策に関しては、24年2月の預金準備率引き下げやLPR(5年)の低下など緩和が継続されている。(図表-15)。もっとも、需要不足の継続などを背景に、社会融資総量の伸びが減速している。4月30日に開催された中央政治局会議では、不動産政策に関して、地方国有企業による在庫住宅の買い取りを行うなど新たな方針が示された。
5. 今後については、足もとの実績等を踏まえ、24年の成長率を前回(+4.6%)から+4.8%へと上方修正したが、25年にかけて段階的に減速するとの見通しに変わりはない。公共投資の下支えのほか、政策支援による製造業の堅調が当面続くだろう。もっとも、不動産追加対策の効果は限定的で、不動産市場正常化には依然時間がかかる見込みだ。25年には不動産市場の低迷に出口がみえてくるが、不動産開発投資は引き続き抑制されるだろう。また、製造業の活動が調整局面に転じると予想されるほか、インフラ投資も減速が続くとみている。不動産や地方債務など国内起点のリスクは従来よりもやや後退したが、依然予断を許さない。また、欧米諸国との摩擦により、外需が不安定化するリスクは従来に比べて高まっている。

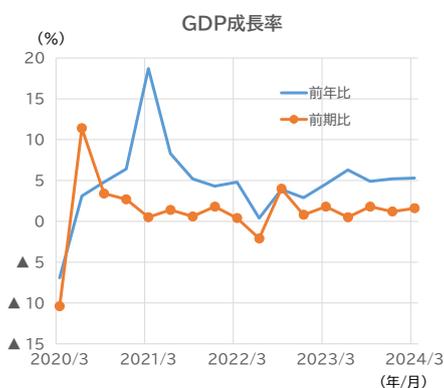
# 1. 中国経済の概況

中国国家统计局が4月16日に公表した2024年1~3月期の実質GDP成長率は、前年同期比+5.3%と、前期(23年10~12月期)の+5.2%から伸びが小幅に加速した(図表-1)。季節調整後の前期比も+1.6%(年率換算+6.6%)と、前期(同+1.0%、年率換算+4.1%)から加速している。3月に開催された全国人民代表大会(全人代)で掲げた今年の成長率目標である「+5%前後」に対して、比較的好調な出だしとなった。

もっとも、改善の主因は外需であり、内需は力強さを欠く状況にある。4月までの指標を踏まえてもその傾向に変わりはない。鉱工業生産は好調が続く一方、需要関連の指標は弱含みが続いている。不動産販売面積は1~4月の累計で前年比▲20.2%と前年割れに改善の兆しは依然みられない。また、5月初旬の連休(労働節)期間中における観光関連消費は、総額ではコロナ前の19年比113.5%であったが、単価では同88.5%と4月初旬の連休(清明節)時から低下した(図表-2)。このほか、PMI調査で「需要不足」と回答する製造業企業の割合は、23年後半以降、6割以上で高止まりを続けている(図表-3)。

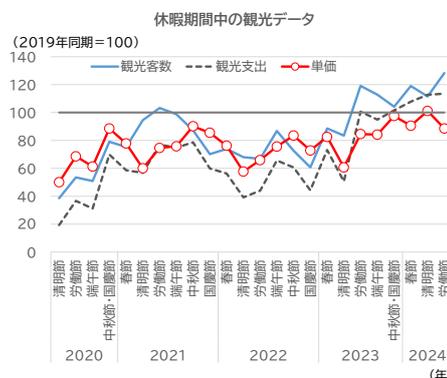
こうしたなか、前期まで改善傾向にあった設備稼働率は、1~3月期に約7年ぶりの水準(20年のコロナショック発生時を除く)まで低下しており、需給のアンバランスによる過剰生産能力の問題が顕在化しつつあるようだ。消費者物価(CPI)、工業生産者出荷価格(PPI)ともに目立った改善はみられない(図表-4)。GDPデフレーター(≒GDPの名目伸び率-実質伸び率)も4四半期連続でマイナスとなっており、デフレ懸念が強まっている。

(図表-1)



(資料)中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

(図表-2)



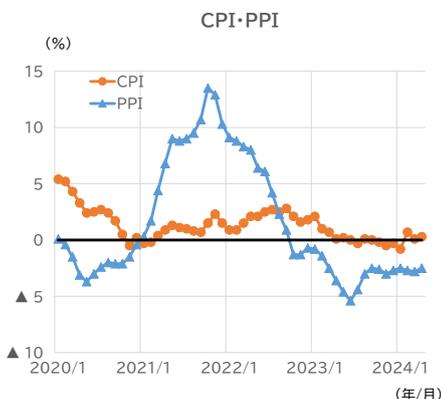
(注)観光客数・観光支出の2019年同期比は、政府公表値。単価は、同公表値に基づき試算。2023年以前の観光支出は、観光収入の数値を利用。  
(資料)中国文化・観光部より、ニッセイ基礎研究所作成

(図表-3)



(資料)中国物流・購買連合会より、ニッセイ基礎研究所作成

(図表-4)



(資料)中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

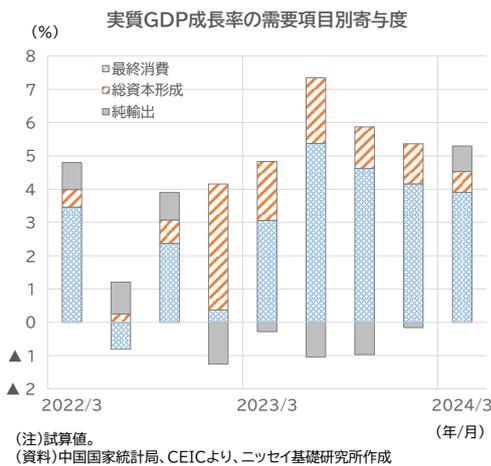
## 2. 需要の動向

1～3月期の実質GDP成長率における最終消費（個人消費＋政府消費）の寄与度は、+3.9%PTと、前期の+4.2%PTから低下した（図表-5）。小売売上高の伸び率（名目前年同期比、以下同）は低下傾向にあり、4月には前年同期比+2.1%まで低下した（図表-6）。ゼロコロナ終了後のペントアップ需要がみられた前年の要因もあるが、前期比でも低水準が続いている。雇用・所得の先行きに対するマインドは一段の悪化に歯止めがかかる兆しがみえるが、個人消費の勢いは弱い。政府消費は4月に持ち直した。

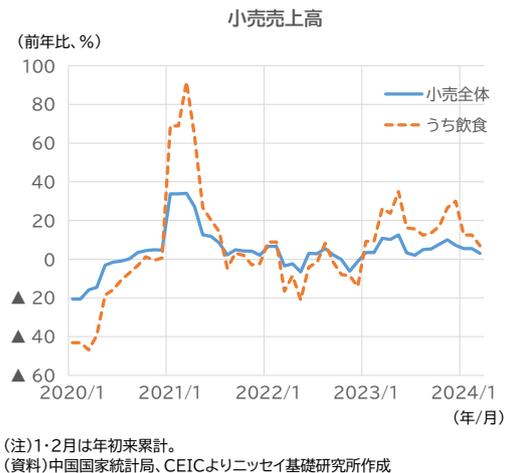
総資本形成（＝総固定資本形成＋在庫変動）の寄与度は、+0.6%PTと、前期の+1.2%PTから低下した（図表-5）。固定資産投資の伸び率の推移を見ると（図表-7）、23年の終わりから24年3月にかけて改善傾向にあったが、4月には小幅に下落した。製造業の投資は堅調が続く一方、インフラ投資が減速した。また、不動産開発投資は減少幅が小幅に拡大した。

純輸出の寄与度は、+0.8%PTと、前期の▲0.2%PTからプラスに転じた（図表-5）。輸出入の伸び率の推移を見ると（図表-8）、輸出入とも、3月に一時悪化したが、4月には再び改善した。主要国・地域向けの輸出は、ASEAN向けでプラス幅が拡大、米国・欧州向けでマイナス幅が縮小しており、日本のみマイナス幅が拡大した。なお、前期比（試算値）では減速している。

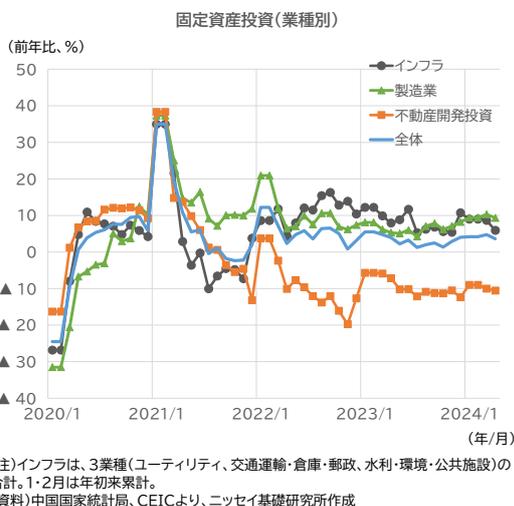
（図表-5）



（図表-6）



（図表-7）



（図表-8）



### 3. 産業の動向

1～3月期の産業動向を概観すると(図表-9、10)、第1次産業は前年同期比+3.3%と前期(同+4.2%)から減速した。第2次産業は同+6.0%で前期(同+5.5%)から加速した。その内訳をみると、「製造業」が同+6.4%と、前期(同+5.3%)から加速した一方、「建築業」は同+5.8%と、前期(同+6.7%)から減速した。第3次産業は同+5.0%と、前期(同+5.3%)から減速した。その内訳を見ると、主な業種のうち加速したのは「情報通信・ソフトウェア・IT」のみで、その他は減速した。「不動産業」は、マイナス幅が前期から拡大しており、不動産不況の影響が如実に表れている。このほか、「卸小売業」や「宿泊飲食業」の減速には上述の消費動向の影響、「金融業」の減速には金融緩和に伴う利ざやの縮小の影響が表れていると考えられる。このように、産業別の観点では、「製造業」主導の改善であることがうかがえる。

関連する月次指標の推移を見ると(図表-11、12)、鉱工業生産は、3月に一時減速した後、4月には輸送機械や情報通信機械を中心に再び改善した。他方、サービス業生産は、23年11月をピークに、24年4月にかけて減速傾向が続いている。ゼロコロナ終了後のペントアップ需要がみられた前年要因のほか、国家統計局は労働節休暇期間の前年とのずれによる影響を挙げている。

(図表-9)

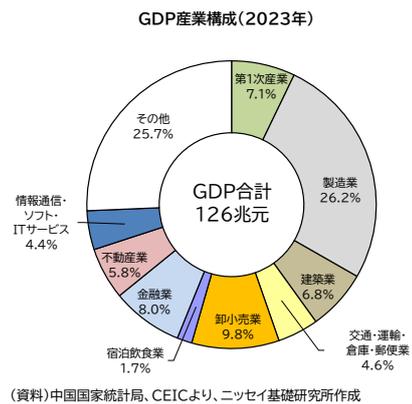
産業別の実質成長率(前年同期比)	(単位: %)				
	2023年(1-3月期)	2023年(4-6月期)	2023年(7-9月期)	2023年(10-12月期)	2024年(1-3月期)
国内総生産	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3
第1次産業	3.7	3.7	4.2	4.2	3.3
第2次産業	3.3	5.2	4.6	5.5	6.0
製造業	2.8	4.9	4.5	5.3	6.4
建築業	6.7	8.2	6.6	6.7	5.8
第3次産業	5.4	7.4	5.2	5.3	5.0
交通・運輸・倉庫・郵便業	4.8	8.8	8.5	9.4	7.3
卸小売業	5.5	7.6	5.1	6.6	6.0
宿泊飲食業	13.6	17.5	12.7	14.8	7.3
金融業	6.9	7.7	6.4	6.0	5.2
不動産業	1.3	▲1.2	▲2.7	▲2.7	▲5.4
情報通信・ソフトウェア・IT	11.2	14.6	10.3	11.2	13.7

(資料)中国国家統計局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

(図表-11)



(図表-10)



(図表-12)



## 4. 経済政策

財政政策に関して、インフラ投資は相対的に高い伸びを維持しているものの、浮き沈みがみられる。23年中は夏場から減速した後、12月から24年3月まで改善したが、同4月には再び減速した（図表-13）。インフラ投資の財源に充てられる土地権利売却収入や地方債、地方政府融資平台が債券発行等により調達する資金など各種財源の動向が影響している可能性がある（図表-14）。

金融政策に関しては、24年に入ってから2月に預金準備率を引き下げたほか、LPR（5年）も25bpsと過去最大幅で低下するなど、緩和が継続されている。（図表-15）。もっとも、需要不足の継続や実質金利の高止まり、国債・地方債発行の遅れなどを背景に、社会融資総量の伸びが減速している（図表-16）。M2も過去最低の伸び率を記録した。預金獲得を目的に、自主規制金利に対して預金金利を上乗せする行為が規制されるようになった影響や、金融業のGDP計算方法見直しの影響もあるようだ。

注目点としては、4月30日に開催された中央政治局会議後の経済政策の動向が挙げられる。財政・金融政策に関しては、一段の利下げや預金準備率引き下げの可能性が示唆された程度であったが、不動産については「在庫消化・新規供給最適化の政策を統合して検討」する方針が新たに示された。また、地方債務に関しては、債務の圧縮と安定した発展の両立が強調され、デレバレッジ一辺倒となることを避ける考えが強調された。不動産政策については、その後の5月17日に、人民銀行が国有銀行を通じて地方国有企業に融資を行い、在庫住宅の買い取りと公共住宅への転用を進める策や、竣工・引き渡し未済の物件の全数把握を進める方針が発表された。住宅購入規制の緩和や買い替え促進策も広がっている。

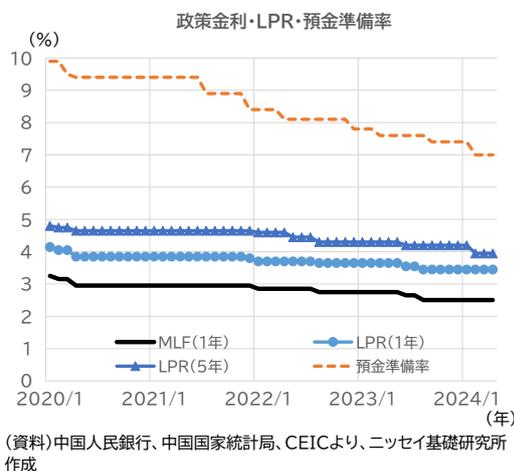
（図表-13）



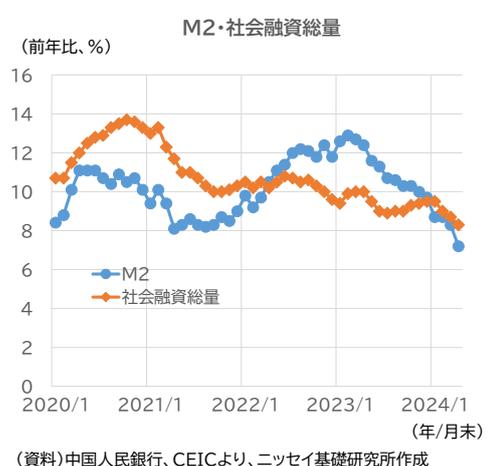
（図表-14）



（図表-15）



（図表-16）



# 5. 中国経済の見通し

## 1 | メインシナリオ

今後については、24年の1~3月期の実績が外需や製造業の投資等が想定に比べて上振れたこと等を踏まえ、24年の経済成長率を前回(+4.6%)から+4.8%へと小幅に上方修正したものの、25年にかけて段階的に減速するとの見通しに変わりはない(図表-17)。

24年に関しては、公共投資による下支えが続く見込みだ。4月単月では減速したものの、今後、特別国債や地方債の発行による資金調達が進むため、このまま減速が続くことはないだろう。波を伴いながら、23年をやや下回る水準の伸び率での推移が続くとみている。また、製造業の高度化や設備更新支援に伴い、生産活動や設備投資が前回の想定よりも堅調に推移すると見込んでいる。ただ、当面外需では堅調な改善が予想される一方、内需不足は十分解消されず、在庫増となる可能性がある。不動産不況に対しては、上述の通り追加対策が今後広がる見込みだが、その効果は限定気だろう。財源が不十分と見込まれるほか、不動産向け融資の不良債権化リスクや利ざや縮小を背景とする金融機関の慎重姿勢から、審査には時間がかかるとみられる。また、在庫が多いとされる地方部での公共住宅需要にも限りがあるだろう。なお、22年7月から始まっている物件の竣工・引き渡し促進策(「保交房」)を巡っても、対応が必要な物件の全数を調査、把握する考えがようやく示された。現状対応済みの物件がごく一部にとどまる可能性もあり、調査の結果が待たれる。以上より、不動産市場の正常化は極めて緩慢なペースで進むと予想される。内需改善の遅れにより、23年に続き自律的回復力は力強さを欠く1年となりそうだ。

25年に入ると、不動産市場の低迷に出口がみえてくるが、デベロッパーの在庫処理圧力が依然残存していることが予想されるため、不動産開発投資は引き続き抑制されるだろう。また、足もとで堅調な製造業の設備投資や生産活動が調整局面に転じることが予想されるほか、インフラ投資についても地方政府債務問題を背景に盛り返す可能性は低く、減速が続くとみている。

## 2 | リスク要因

主なリスクとしては、従来同様、(1)不動産市場の悪化リスクや、(2)地方政府財政の悪化リスクといった国内要因と、(3)地政学リスクといった海外要因が挙げられる。(1)・(2)については、政策スタンスを踏まえると、従来に比べて不安はやや後退したが、依然予断を許さない状況にある。また、

(3)が外需に水を差す恐れもある。米国大統領選挙でのトランプ氏再選による対中制裁関税の実施が直接的な押し下げリスクとしてくすぶるが、バイデン氏再選の場合でも、直近発表されたEVやリチウムイオン電池等に関する対中輸入制裁関税の実施のように、多かれ少なかれ厳しい対中政策が続くだろう。また、欧州とも中国の過剰生産能力を巡り摩擦が強まっており、同様の対中輸入関税が実施される可能性もある。現状想定される経済への影響は小さいが、内外需の不安要素につき、引き続き国内外の動向に注視が必要だ。

(図表-17)

中国のGDP成長率等の見通し

		2022	2023	2024	2025
		実績	実績	予測	予測
実質GDP	前年同期比、%	3.0	5.2	4.8	4.3
最終消費	寄与度、%pt	1.2	4.3	2.7	2.7
	総資本形成	1.4	1.5	1.7	0.9
	純輸出	0.4	▲0.6	0.4	0.6
消費者物価	前年同期比、%	2.0	0.2	0.5	0.8
LPR	期末、%	3.65	3.45	3.35	3.35
対ドル為替レート	平均、元/ドル	6.74	7.09	7.25	7.20

(資料)ニッセイ基礎研究所作成

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。