

Weekly
エコノミスト・
レター

中国経済の見通し

長期化する不動産不況で政策依存の景気が続く。外需下振れのリスクも

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4~6月期の実質GDP成長率は、前年同期比+4.7%と、前期（24年1~3月期）の+5.3%から伸びが減速した。季節調整後の前期比も+0.7%と、前期（同+1.5%）から減速している。1~6月累計では前年同期比+5.0%となり、上半期の時点では今年の成長率目標である「+5%前後」に対して、まだ目標の達成圏内にある。もっとも、成長の中身をみると、政策支援の効果や外需によるところが依然として大きい。
2. 需要動向をみると、消費については、7月も小売の勢いが弱い。家計の雇用・所得の先行きに対するマインドは再び悪化しており、政府消費も低調が続いている。投資については、7月になり、製造業投資の伸びが小幅に低下し、不動産開発投資の減少幅も小幅に拡大した。一方、インフラ投資は伸びが高まった。輸出は、7月に小幅に減速し、頭打ちの兆しがみられる。
3. 産業動向をみると、引き続き製造業主導の景気が続いているようだ。鉱工業生産は、7月に減速したが、ハイテク分野では伸びが高まっている。他方、サービス業生産は、5月から7月にかけて+4%台後半の水準での推移を続けている。
4. 経済政策の動向をみると、財政政策に関して、インフラ投資の伸びが5月にかけて低下傾向にあったが、6月から7月にかけて持ち直した。主に国債発行による財源の手当てが進んでいる可能性がある。金融政策に関しては、3月以降動きがなかったが、7月には短期、中期の政策金利をともに引き下げ、LPRが1年、5年にもとも低下するなど、追加緩和が実施された。7月30日に開催された中央政治局会議では、「+5%前後」の経済成長率の達成を目指す考えを強調し、経済対策の強化を検討する方針や家計消費支援に注力する方針を示している。不動産政策に関しては、新たな政策は発表されなかった。
5. 今後について、2024年7月までの実績を踏まえ、24年の実質GDP成長率は前年比+4.7%、25年は同+4.2%と予想する。不動産不況に対して、中国政府が大規模な支援策に否定的であり、今後も小出しの政策対応にとどまると予想され、経済の重石になると考えられる。25年にかけて自律的回復力を欠く状況が続くだろう。他方、政策効果の恩恵を受けている公共投資、設備投資とも、今後減速する可能性はあるが、総じて堅調な推移を続けると予想され、政策の下支えによる成長になることが想定される。リスクに関して、不動産や地方政府債務など国内の問題は小康状態にあるものの、依然予断を許さない。また、貿易摩擦による外需への影響については、中国指導部が警戒を強めている。既存の対中追加関税だけであれば影響は限定的と考えられるが、11月の米国大統領選挙でトランプ氏が再選し、対中輸入全額に対して追加関税が課されれば、下押し圧力は強まるだろう。

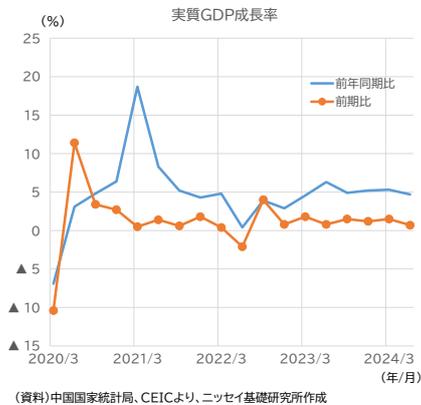
1. 中国経済の概況

中国の2024年4~6月期の実質GDP成長率は、前年同期比+4.7%と、前期（24年1~3月期）の+5.3%から伸びが減速した（図表-1）。季節調整後の前期比も+0.7%と、前期（同+1.5%）から減速している。1~6月累計では前年同期比+5.0%となり、上半期の時点では今年の成長率目標である「+5%前後」に対して、まだ目標の達成圏内にある。

もっとも、成長の中身をみると、政策支援の効果や外需によるところが依然として大きく、7月までの指標を踏まえてもその傾向に概ね変わりはない。政策の恩恵を受けている製造業セクターなどでは堅調が続く一方、その他の指標は弱含みが続いている。例えば、設備投資は高水準での伸びを続けており（図表-2）、投資の下支えに貢献していることがうかがえる。もっとも、足もとではピークアウトの兆しもみられる。他方、消費者の雇用・所得に関するマインドは悪化しており（図表-3）、消費の重石となっている。また、長期化する不動産不況にも目立った変化がみられない。不動産販売面積は依然として前年割れとなっており、22年と23年に続き、前年割れとなる可能性が極めて高い。

物価の動向を見ると（図表-4）、工業生産者出荷価格（PPI）の前年同月比伸び率は7月にかけて22カ月連続でマイナスとなっている。マイナス幅は足元で縮小傾向にあるが、持続性には疑問が残る。消費者物価（CPI）は、7月に前年同月比+0.5%上昇と、前月から伸びは小幅に高まったものの、依然低水準にある。食品・エネルギーを除くと、前年同月比+0.4%と、前月の同+0.6%から低下しており、経済の勢いが弱まっていることがうかがえる。

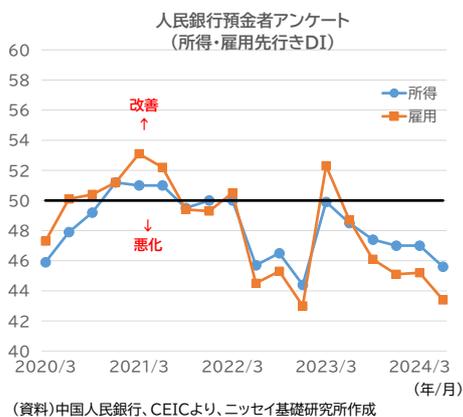
（図表-1）



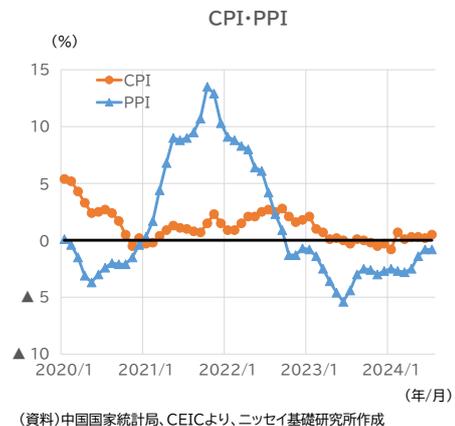
（図表-2）



（図表-3）



（図表-4）



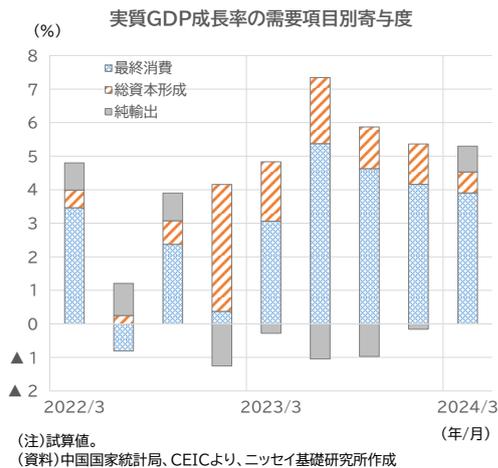
2. 需要の動向

4～6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、+2.2%PTと、前期の+3.9%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、6月から7月にかけて小幅に改善したが、それでも+2%台と低水準にとどまっている（図表-6）。内訳をみても、財消費は改善した一方、23年のゼロコロナ終了後に好調が続いてきた外出サービスは、その反動増が一服し、足もとでは財消費並みの水準となっている。政府消費も低調なままだ。

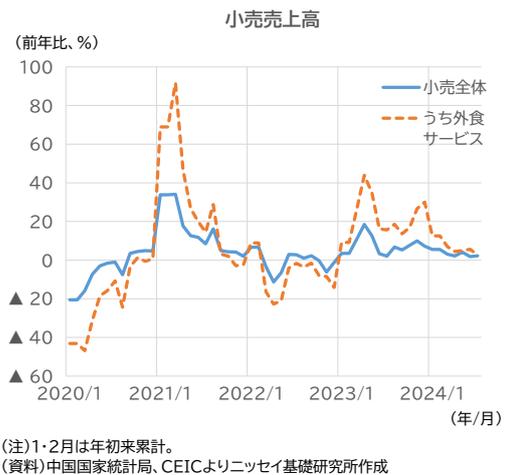
総資本形成（＝総固定資本形成＋在庫変動）の寄与度は、+1.9%PTと、前期の+0.6%PTから高まった（図表-5）。固定資産投資の伸び率の推移を見ると（図表-7）、6月から7月にかけて低下した。製造業投資は相対的に高い水準を維持してはいるものの、伸びは前月から低下した。加えて、不動産開発投資の減少幅も小幅に拡大しており、これらが押し下げに寄与した。他方、5月まで低下傾向にあったインフラ投資の伸びは、5月を底に、6月から7月にかけて改善している。

純輸出の寄与度は、+0.6%PTと、前期の+0.8%PTからプラス幅が小幅に縮小した（図表-5）。7月単月では、輸出の伸びが6月から低下している（図表-8）。輸出価格の下落が続いているとみられる。輸出を国・地域別にみると、ASEAN向けの伸びが5月をピークに低下傾向にあるほか、米国・欧州向けも、伸びは高まっているものの勢いが弱まりつつある。

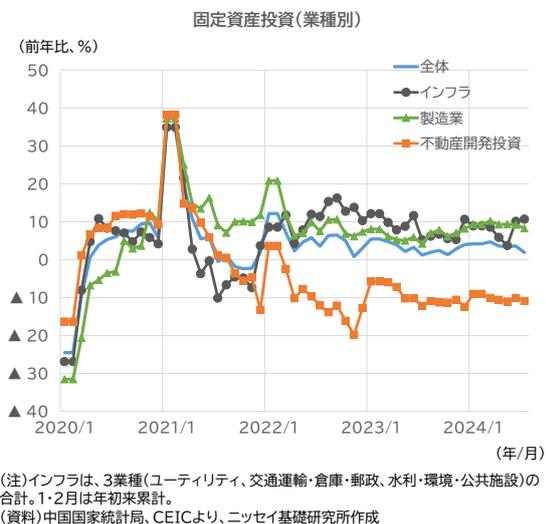
（図表-5）



（図表-6）



（図表-7）



（図表-8）



3. 産業の動向

4～6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+3.6%と前期(同+3.3%)から加速した。第2次産業は同+5.6%で前期(同+6.0%)から減速した。その内訳をみると、「製造業」が同+6.2%と、前期(同+6.4%)から減速したものの小幅にとどまっている。一方、「建築業」は同+4.3%と、前期(同+5.8%)から大きく減速した。第3次産業は同+4.2%と、前期(同+5.0%)から減速した。その内訳を見ると、「不動産業」が5四半期連続でマイナス成長となっているほか、「卸小売業」・「宿泊飲食業」、「金融業」など、主な業種で軒並み減速している。不動産不況の長期化や個人消費の弱さ、金融緩和に伴う利ざやの縮小など、前期と構図は変わらない。引き続き、「製造業」主導の景気となっていることがうかがえる。

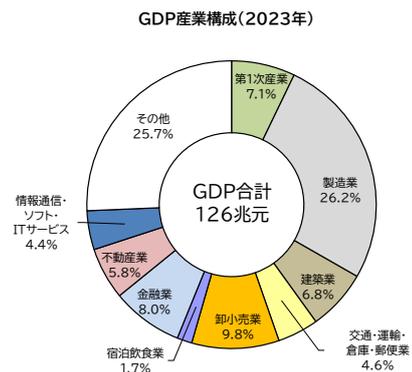
関連する月次指標の推移を見ると(図表-11、12)、鉱工業生産は、4月をピークに、7月にかけて緩やかな減速傾向にあり、前期比でも一進一退の状況が続いている。ハイテク製造業の生産の伸びは依然として高く、産業高度化政策や海外需要の改善によるものとみられる。他方、サービス業生産は、5月から7月にかけて+4%台後半の水準での推移を続けている。

(図表-9)

産業別の実質成長率(前年同期比)	(単位:%)				
	2023年 (4-6月期)	2023年 (7-9月期)	2023年 (10-12月期)	2024年 (1-3月期)	2024年 (4-6月期)
国内総生産	6.3	4.9	5.2	5.3	4.7
第1次産業	3.7	4.2	4.2	3.3	3.6
第2次産業	5.2	4.6	5.5	6.0	5.6
製造業	4.9	4.5	5.3	6.4	6.2
建築業	8.2	6.6	6.7	5.8	4.3
第3次産業	7.4	5.2	5.3	5.0	4.2
交通・運輸・倉庫・郵便業	8.8	8.5	9.4	7.3	6.5
卸小売業	7.6	5.1	6.6	6.0	5.3
宿泊飲食業	17.5	12.7	14.8	7.3	5.9
金融業	7.7	6.4	6.0	5.2	4.3
不動産業	▲1.2	▲2.7	▲2.7	▲5.4	▲4.6
情報通信・ソフトウェア・IT	14.6	10.3	11.2	13.7	10.2

(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-10)



(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-11)



(注)1・2月は年初来累計。
(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-12)



(注)1・2月は年初来累計。
(資料)中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

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。24年に入って以降、5月にかけて伸びが低下傾向にあったが、6月から7月にかけて持ち直した（図表-13）。社会融資総量のうち、政府債券の伸び率は、4月を底に改善傾向にあり（図表-14）、主に国債発行による財源の手当てが進んでいる可能性がある。

金融政策に関しては、3月以降動きがなかったが、7月には短期、中期の政策金利をともに引き下げ、LPRが1年、5年とも低下するなど、追加緩和が実施された（図表-15）。需要不足の継続や実質金利の高止まりなどを背景に、社会融資総量伸びは2023年以来低下を続けてきたが、7月には前月から横ばいとなっている（図表-16）。

注目点としては、7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。同会議では、「マクロコントロールの度合いを強め（中略）今年の経済・社会発展目標を確固として達成する」とし、「+5%前後」の経済成長率の達成を目指す考えを強調した。そのうえで、今後の財政・金融政策について「追加的な政策措置をできるだけ早く準備し、速やかに発表する」とした。また、「消費の振興を重点として国内需要を拡大し、経済政策の重点を民生や消費促進へとより移していく」とし、これまで劣後してきた家計消費の支援に注力する考えを示している。不動産政策に関しては、5月に発表された在庫住宅の買い取り及び保障性住宅への転用と、22年から実施されている未完成住宅の竣工及び引き渡し支援（「保交房」）の2つが挙げられ、新たな政策は発表されなかった。

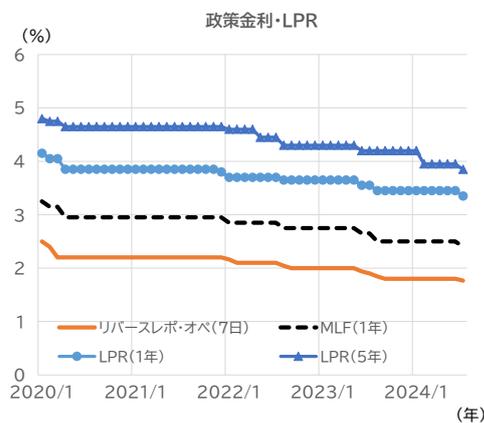
（図表-13）



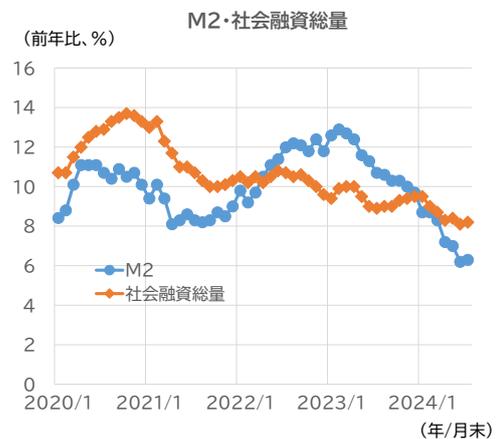
（図表-14）



（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、2024年7月までの実績を踏まえ、24年の実質GDP成長率は前年比+4.7%、25年は同+4.2%と予想する（図表-17）。25年にかけて個人消費の弱含みが続くと思われる、政策の下支えによる成長になると想定している。

24年に関しては、政策効果の恩恵を受けている公共投資、設備投資とも、今後減速する可能性はあるが、財政や金融、国有企業など様々な資金を動員し、総じて堅調な推移を続けると予想される。他方、不動産不況が好転する可能性は極めて低く、経済全体の重石となる。不動産セクターのデレバレッジは依然途上であり、中国政府はモラルハザード回避の観点から大規模な支援策には否定的であるため、基本的には今後も小出しの政策対応にとどまるだろう。個人消費も、耐久財の買い替え支援策は実施されるものの、マインドの冷え込みから低調な推移にとどまると予想される。このほか、外需も頭打ちとなり、下半期には減速へと転じる可能性がある。総じて、23年に続き、力強さを欠く状態が続くそう。

25年に入ると、不動産市場の低迷に出口がみえてくるが、正常化には至らないだろう。不動産販売面積や不動産開発投資などは幾分改善するものの引き続き前年割れとなり、経済の下押し圧力となることが予想される。また、設備投資や公共投資は下支えに寄与するものの、需要不足の長期化や地方政府債務問題を背景に24年から減速するだろう。

2 | リスク要因

主なリスクとしては、国内では（1）不動産市場の悪化や、（2）地方政府財政の悪化、国外では（3）地政学リスクが引き続き挙げられる。（1）・（2）は、足もとで小康状態にあるが、依然予断を許さない状況にある。（3）は、中国指導部が懸念を強めつつある。米国やEU等による既存の対中追加関税であれば、経済への影響は限定的だろう。駆け込み輸出が一時的な押し上げとなる可能性もある。11月の米国大統領選挙でトランプ氏が再選し、対中輸入全額に対して追加関税が課されれば、下押し圧力は強まる見込みだ。影響がGDP比で約1%になるとの試算もある¹。その場合、経済の下支え強化により、景気への影響はある程度相殺できるとみられるが、その分デレバレッジ等の構造改革が再び後退する恐れがある。もともと中国にとっては、総合的にみれば、トランプ政権とハリス政権のシナリオそれぞれに利弊があると考えられ、米大統領選後の米中関係を巡る動向には引き続き注視が必要だ。

（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	4.7	4.2	
	最終消費	前年同期比、%	2.2	8.0	4.6	4.2
	総資本形成	前年同期比、%	3.3	3.5	3.6	3.5
	純輸出	寄与度、%pt	0.4	▲0.6	0.6	0.4
消費者物価	前年同期比、%	2.0	0.2	0.3	0.7	
LPR(1年)	期末、%	3.65	3.45	3.25	3.25	
対ドル為替レート	平均、元/ドル	6.74	7.09	7.20	7.06	

（注）一部試算値。
（資料）ニッセイ基礎研究所作成

¹ 熊谷 聡・早川 和伸・後閑 利隆・磯野 生茂・ケオラ・スックニラン・坪田 建明・久保 裕也（2024）『『もしトラ』のシミュレーション分析 ——米60%関税の世界経済への影響』（アジア経済研究所『アジ研ポリシー・ブリーフ』No.189）

（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もありません。