

2024.5.20

## 中国経済情勢／ヒアリング

## マクロ経済指標は緩やかな回復傾向の中、足許は安定的に推移

～不動産市場は依然不透明ながら、わずかに明るい兆しも～

＜北京・大連・上海出張報告（2024年4月15日～26日）＞

キャノングローバル戦略研究所

瀬口清之

## ＜主なポイント＞

- 24年1Qの実質GDP成長率は、前年比+5.3%と、前期（同+5.2%）比小幅上昇。季節調整済み前期比年率は1Q+6.4%と前期（同+4.8%）に比べ伸び率が高まった。
- 1Qの実質GDP成長率の寄与度を見ると、外需が+0.8%（前期-0.2%）と成長率の押し上げに寄与した。これは前期に政府による強い生産拡大要請を受けて、幅広い業種で過剰在庫が生じ、これが輸出に振り向けられたことによるものと考えられる。
- 欧米諸国は最近の中国の輸出急増について、中国の生産能力過剰が問題であると批判している。しかし、その原因は企業が生産能力を高めたというより、政府が工場の稼働率を引き上げて生産拡大を要請したことが主因だったように見える。過去の政策運営の経緯から見ても中国政府が過剰生産能力をもつことを容認するような政策運営方針を選択する可能性は低い。
- 1Qの工業生産は、前期に生じた過剰在庫を削減するために減産を余儀なくされたことから伸びが鈍化した。この間、サービス業、製造業設備投資、消費財小売等の主要経済指標は不動産関連を除き、7月をボトムに概ね緩やかな回復傾向が続いている。
- しかし、大半の中国人は景気回復を実感していない。その背景としては、第1に、不動産市場の深刻な停滞が長期化していること、第2に、先行きの長期的な経済成長見通しが以前に比べて大きく下方修正されたことなどが影響していると考えられる。
- 北京と上海の中古住宅販売価格は年明け後、前月比のマイナス幅が徐々に縮小傾向。ある政府機関のエコノミストは、不動産市場の最悪期は昨年4～6月期だったと感じると語った。上海では史上最高値の不動産取引が成立するなど高額物件の好調な販売事例も出現。こうした事実がすぐに不動産市場全体の回復につながっていくという見方はないが、わずかではあるが明るい兆しと受け止められている。
- 1～3月期の製造業設備投資は、ハイテク産業やインフラ建設関連の投資が高い伸びを示している。インフラ建設投資については、昨年10月以降、特別国債の発行による景気刺激策が相次いで発表された。以上のような要因からいずれも堅調な推移が見込まれる。不動産開発投資は前年同様大幅なマイナスの伸びが続き深刻な状況。
- 当面4～5%程度の成長率を維持できるのであれば、中国政府は時間をかけて経済の自然治癒を促進する漢方薬型の景気回復策を採用する可能性も考えられる。

## 1. 足許のマクロ経済概況

国家統計局が4月16日に公表した24年1Q（1～3月期）の実質GDP成長率は前年比+5.3%と、前期（同+5.2%）に比べてわずかに上昇した。（図表1参照）。季節調整済み前期比年率は+6.4%と前期（同+4.8%）に比べて伸びが高まった。前期23年4Q（10～12月期）は政府からの強い生産拡大要請を受けて、国有企業を中心に需要を上回る生産を余儀なくされた。このため、工業生産が増加するとともに過剰在庫を抱えた。24年1Qは過剰在庫を削減するための減産を余儀なくされたため、工業生産の伸びが鈍化した。一方、サービス業生産、製造業設備投資、小売総額等の主要経済指標については、不動産関連を除いて23年8月以降の緩やかな回復傾向が持続している。

先行きについては引き続き不透明感が強く、企業経営者や消費者のコンフィデンスの回復は鈍い。PMI<sup>1</sup>（購買担当者景気指数）を見ると、製造業が24年3月以降50を上回り始めたほか、非製造業も2月以降上昇傾向に転じている（図表3参照）。しかし、大半の中国人は景気回復を実感していないのが実情である。

一つだけわずかに明るい兆しが指摘されたのは、北京、上海といった1級都市の不動産市場で、高額物件の好調な販売事例が現れ始めた点である。ただし、これがすぐに不動産市場全体の回復につながっていくという見方はない。

【図表1】主要経済指標（前年比%）

	実質成長率	輸出	輸入	固定資産投資 (年初来累計)	消費財 小売総額	消費者 物価	不動産販売価格 (年初来累計)
20年	2.2	4.0	-0.7	2.9	-3.9	2.5	5.9
21年	8.1	21.2	21.5	4.9	12.5	0.9	2.8
22年	3.0	10.5	4.3	5.1	-0.2	2.0	-3.2
23年	5.2	0.6	-0.3	3.0	7.2	0.2	6.4
22年1Q	4.8	13.4	7.5	9.3	3.3	1.1	-10.4
2Q	0.4	13.1	2.6	6.1	-4.9	2.2	-8.6
3Q	3.9	15.1	5.3	5.9	3.5	2.7	-5.3
4Q	2.9	1.9	2.2	5.1	-2.7	1.8	-3.2
23年1Q	4.5	8.4	0.2	5.1	5.8	1.3	6.8
2Q	6.3	0.6	-1.0	3.8	13.4	0.1	10.6
3Q	4.9	-5.4	-3.9	3.1	3.7	-0.1	7.2
4Q	5.2	-1.3	2.3	3.0	8.4	-0.3	6.3
24年1Q	5.3	4.9	5.0	4.5	4.7	0.0	-7.6

（注）四半期データについて、輸出入のデータは筆者が人民元建ての原計数から算出、消費財売上総額および消費者物価は月次の前年比伸び率の平均値。ただし、各年1Qは国家統計局の公表値。

（資料：国家統計局、CEIC）

<sup>1</sup> 企業の購買担当者に景況感に関するアンケート調査を実施して集計したもの。50を上回れば景気は改善、下回ると悪化。

## 2. マクロ経済指標の推移

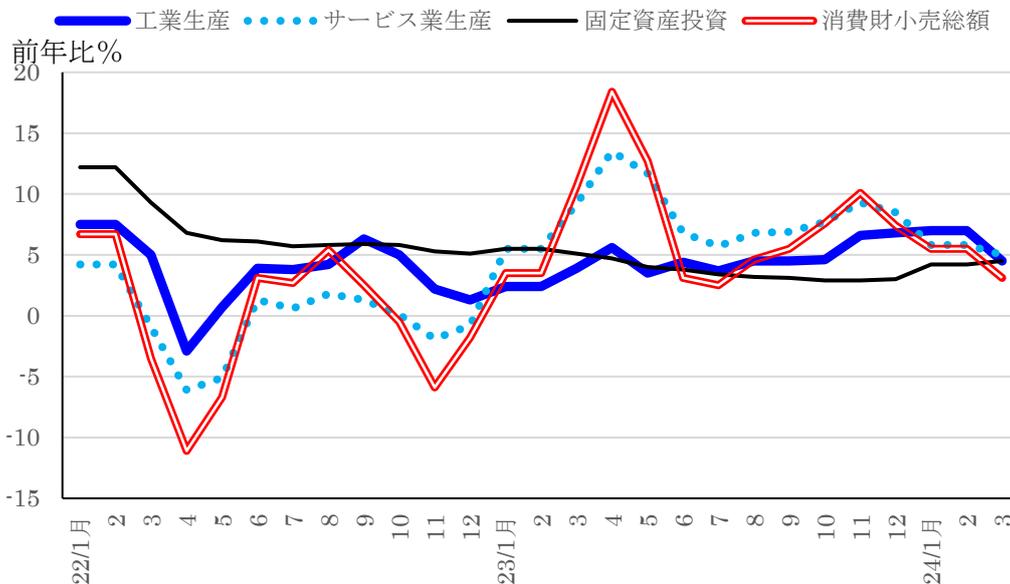
### (1) 工業生産の伸び率低下の背景

主要なマクロ経済指標を見ると、工業生産、サービス業生産、固定資産投資、消費財小売総額の前年同月比伸び率は23年8月以降、総じて緩やかな回復傾向が続いている（図表2参照）。サービス業生産と消費財小売総額は23年12月以降の伸び率が低下しているが、これは22年12月から23年4月まで、ゼロコロナの解除を背景に急上昇したことの反動によるものであるため、実態はそれほど弱くない。加えて、昨年中はずっと緩やかな低下傾向が続いていた固定資産投資の伸び率も、年明け後に回復傾向に転じている。

この間、工業生産は3月に低下した。これは、昨年4Qに政府からの強い増産要請を受けて需要を上回る生産を実施した業種において、過剰在庫を削減するための減産を余儀なくされたことによるものである。具体的には、石油化学製品、鉄鋼、自動車、電池、太陽光パネル等においてそうした傾向が見られる。これらの業種では年明け前後から生産の伸び率が鈍化傾向を辿っている。今後、減産により在庫水準の適正化が進めば、徐々に工業生産の伸びが回復に向かうと考えられる。

以上を総合的に勘案すれば、中国経済全体としては引き続き緩やかな回復傾向を辿っており、24年1Qは安定を保持していると評価できる。

【図表2】 主要経済指標の月次推移



(資料 CEIC)

### (2) PMI の回復と景況感停滞持続のギャップ

PMI（購買担当者景気指数）の推移を見ると、PMI 製造業は24年3月以降50

を上回り始めたほか、同非製造業は 23 年 12 月以降上昇に転じた（図表 3 参照）。しかし、大半の中国人の実感としては景気回復を感じていないのが実情である。

その背景としては、第 1 に、不動産市場の深刻な停滞が長期化していること、第 2 に、先行きの長期的な経済成長見通しが以前に比べて大きく下方修正されたことなどが影響していると考えられる。

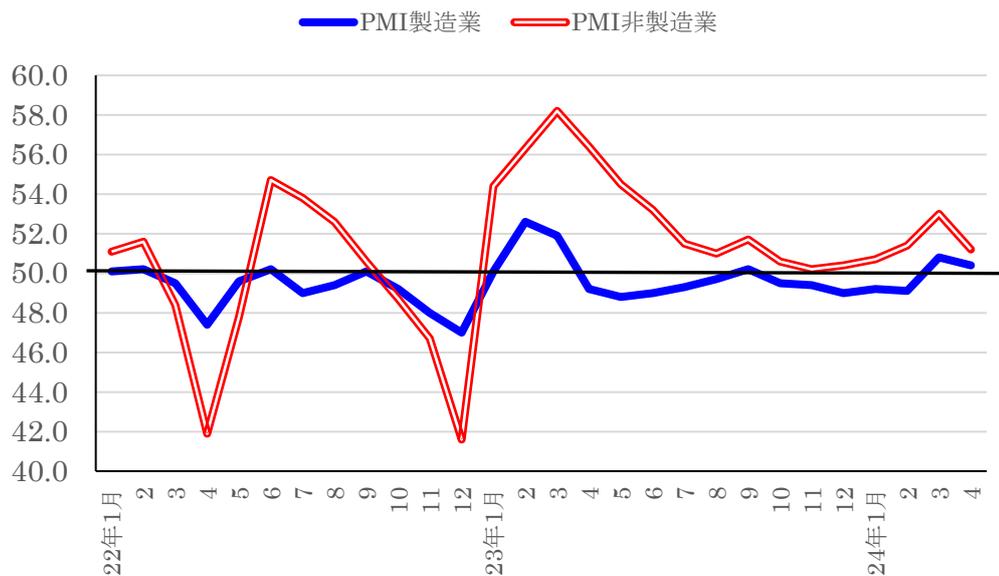
PMI は 23 年 4 月以降、昨年末までは製造業は 9 月を除いて 50 を下回り続け、非製造業は 50 を上回っていたが低下傾向を辿っていた。それが年明け後になると、製造業は 3 月から 50 を上回り、非製造業は昨年末から上昇に転じた。

PMI は景況感の変化を示す指標である。しかし、中国人のビジネスマンやエコノミストに景況感を聞いても、景気回復を実感しているといった声は皆無だった。それは、上記の 2 つのマイナス要因が影響しているものと考えられる。

本来そうした景気実感を反映すべき PMI については、景気実感と必ずしも緊密に連動してはいないとの指摘がある。第 1 の理由は、PMI のアンケート回答企業の内訳が公表されていないため、そのデータの信頼性が高いとは言えないことである。第 2 の理由は、PMI の回答企業の中に占めるハイテク企業の比率が実体経済より低いため、工業生産や設備投資の伸びに比べて弱めの指標が出やすいのではないかとの見方がある。

このように PMI にはデータの信頼性の限界があるため、各月の詳しい変化を分析することには適していない。それでも数か月単位で景況感のトレンドを把握するためには有効であると考えられる。

【図表 3】 PMI (購買担当者景気指数) 製造業・非製造業



(資料 : CEIC)

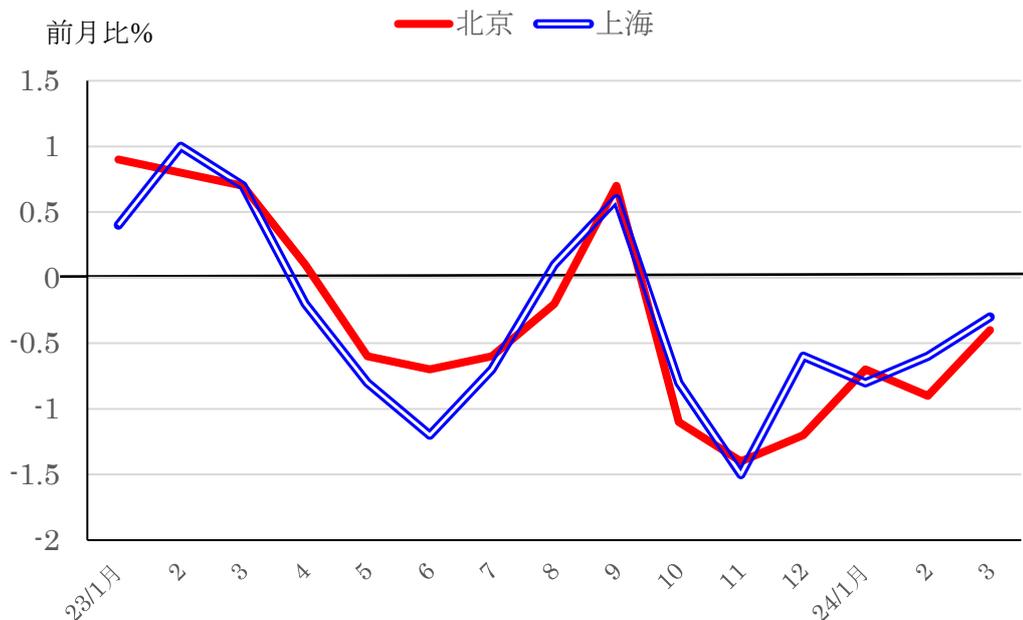
### (3) 不動産市場のわずかな明るい兆し

今回の出張で筆者が最も注目した新たな変化は、北京、上海といった1級都市の不動産市場で、かすかな変化ではあるが、最悪期を脱しつつある兆しが見られていることである。

北京と上海の中古住宅販売価格の前月比の推移を見ると（図表5参照）、23年4～6月に大幅に下落した後、8、9月に一時的に上昇に転じたが、10月以降再び下落した。現在も北京、上海の不動産価格は下落傾向が続いているが、年明け後、前月比のマイナス幅が徐々に縮小傾向を辿っている。ある政府機関のエコノミストは、不動産市場の最悪期は23年4～6月期だったと感じると語った。

この間、上海では高額物件の好調な販売事例が現れ始めた。4月に市街地中心部（巨鹿路）で売り出された古い洋館（リニューアルされたもの）の1㎡単価が100万元（約2100万円）という史上最高値を記録した。総額は3.1億元（約65億円）。また、その少し前の年明け後に高級住宅地（徐匯区）で1軒当たり10億円以上の新築マンション数十軒が売り出され、短期間で完売した。このように好条件の高級住宅が好調な売れ行きとなっていることが、かすかな明るい材料となっている。こうした出物が少ない好条件の高額物件は富裕層の間で人気が高く、常に需要が旺盛であるため、こうした事実がすぐに不動産市場全体の回復につながっていくという見方はない。それでも、以前は高額物件の販売が厳しく制限されていたため、それに比べると市場環境が少し改善したと受け止められている。

【図表5】北京、上海の中古住宅販売価格前月比の推移

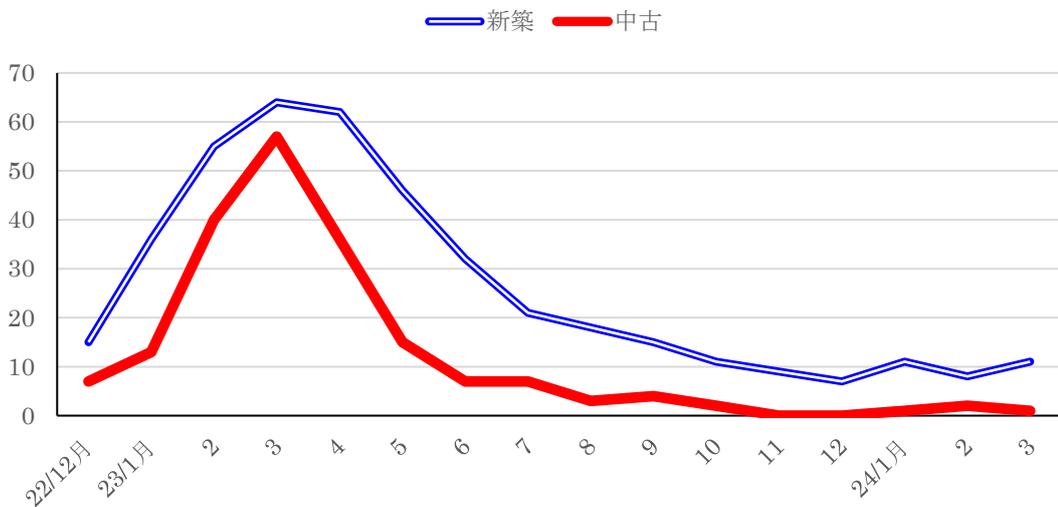


（資料 国家統計局）

また、全国の70大都市における新築物件と中古物件について、住宅販売価格指

数前月比が上昇した都市数の推移を見ると（図表 6 参照）、新築物件の価格が上昇した都市数が年明け以降下げ止まっていることが分かる。中古については殆どの都市において依然前月比マイナス傾向が続いているため判断が難しいが、年明け後に前月比上昇した都市が見られるようになってきている。昨年 11 月、12 月は上昇した都市が皆無だった。いずれの推移から見ても、年明け後にわずかではあるが、明るい兆しが見られ始めている。

【図表 6】 70 大都市住宅販売価格指数前月比が上昇した都市数の推移



(資料 国家統計局)

### 3. コンポーネント別動向

1Q の実質 GDP 成長率+5.3%に対するコンポーネント別の寄与度を見ると、消費が+3.9%（前期は+4.2%）、投資が+0.6%（同+1.2%）、外需が+0.8%（同-0.2%）だった。前期に比べて消費と投資の寄与度が低下した一方、外需の寄与度がマイナスからプラスに転じ、成長率の押し上げに寄与した（図表 7 参照）。

#### (1) 外需：24 年 1Q の輸出増加の要因

24 年 1Q の輸出（人民元ベース）は前年比+4.9%と前期（3Q 同-1.3%）のマイナスからプラスに転じた。輸入は同+5.0%（同+2.3%）と前期に比べて伸びが高まった。この間、貿易収支は 13,063 億元（同 14,372 億元）と黒字幅は縮小した（図表 8 参照）。

1Q の輸出額（US ドルベース）を地域別に見ると、日米欧西側先進国向け、アセアン向けともに引き続き減少したが、減少幅は米国向け以外いずれも縮小した。米国向け輸出も前年比-4.4%と、輸出価格の下落（同-6.3%）を考慮すれば、数量ベースではプラスの可能性もある。

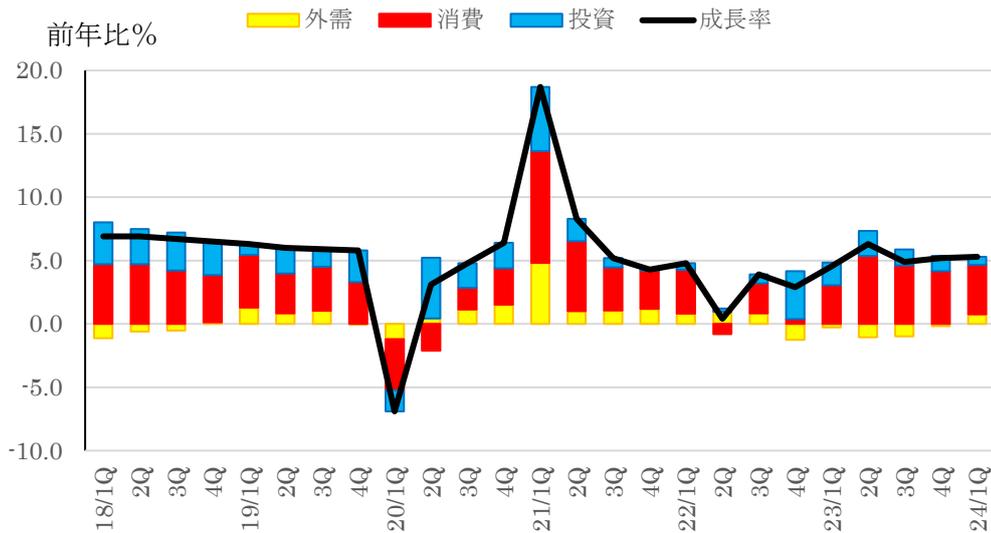
一方、価格要因を除去した数量ベースで見ると、輸出は、輸出数量の伸びが 4Q

前年比+13.0%と前期(同+10.9%)に比べ伸び率がさらに高まった(図表9参照)。

この間、輸入数量は1Q同+3.9%と、前期(同+4.5%)に比べやや低下した。

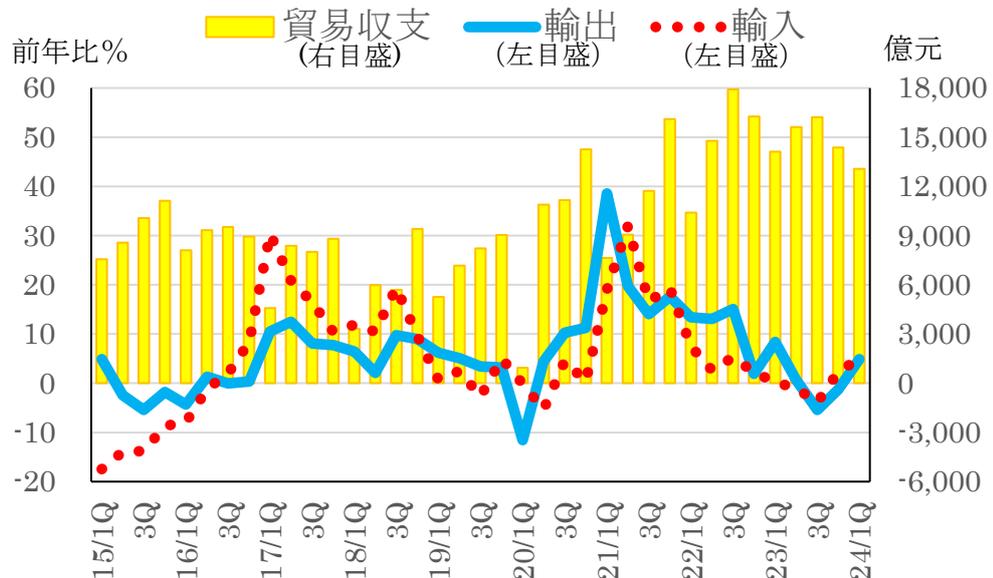
このように輸出数量の伸びが大きく、輸入数量の伸びが小幅だったため、1Qの実質GDP成長率前年比+5.3%に対する外需の寄与度は同+0.8%と前期(同-0.2%)に比べてGDP成長率への寄与が+1.0%ポイント高まった(図表7参照)。

【図表7】 実質GDP成長率のコンポーネント別寄与度の推移



(資料 CEIC)

【図表8】 輸出入前年比・貿易収支(人民幣元ベース)の推移

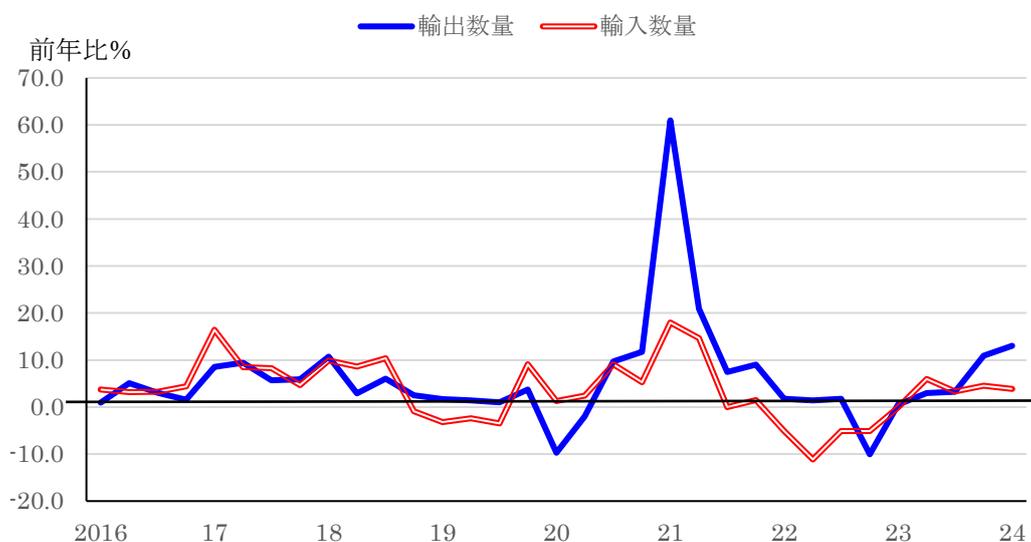


(資料 CEIC)

1Qの輸出数量の伸びが前期に続いて高まった要因は、前期に政府による強い生産拡大要請を受けて、石油化学、鉄鋼、自動車、電池、太陽光パネル等の幅広い業

種で過剰在庫が生じ、これを輸出に振り向けたことによるものと考えられる。このため輸出価格は 23 年 4Q（前年比-9.1%）、24 年 1Q（同-6.3%）と前年を大幅に下回った。これが国際商品市況を押し下げ、日米欧諸国の同業他社の収益にマイナスの影響を及ぼした。このため、米国、欧州はこれに対して生産能力過剰であるとして批判した。2月に米国のイエレン財務長官が中国を訪問した際にもこの点を伝えることが主要な目的の一つだったと言われている。

【図表 9】 輸出入数量の推移



(資料 CEIC)

23 年 4Q、24 年 1Q と 2 期連続で輸出数量が伸びたのは、中国政府が 23 年 4Q の GDP を押し上げるために、国有企業を中心に需要を上回る生産拡大を要求したことが背景だったと考えられる。欧米諸国はこの輸出急増について、中国の生産能力過剰が問題であると批判している。しかし、その原因は増産投資によって生産能力を高めたというよりむしろ、既存の設備能力を活用して工場の稼働率を引き上げて生産拡大するよう政府が要請したことが主因だったように見える。石油化学、鉄鋼関連等の設備投資の伸びが 1~3 月に高まっているように見えるが、主な要因は前年の 23 年 1~3 月の大幅下落の反動であり、実際に設備能力を増強しているようには見えない。

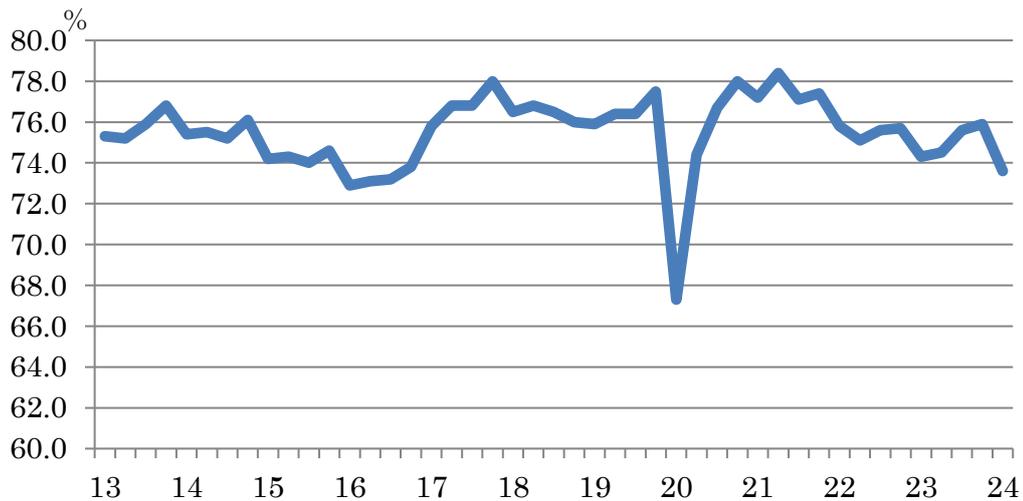
この間、工業設備稼働率を見ると（図表 10 参照）、22 年入り後、上海における都市封鎖等の影響を受けて稼働率が低下傾向を辿り、23 年前半は 74%代前半で推移していたが、23 年後半に 75%台後半に高まった。しかし、24 年 1~3 月期には 73.6%にまで低下した。これは積みあがった過剰在庫の削減のために減産し、稼働率が低下したものと考えられる。

これまでの中国政府の政策運営の推移を振り返ってみても、中国政府が過剰生産

能力をもつことを容認するような政策運営方針を選択する可能性は低い。

中国政府はリーマンショックの悪影響に対処するため 2008 年秋以降に 4 兆元の景気刺激策と呼ばれる大規模な財政金融刺激策を実施した。これによって世界経済は恐慌に突入することを免れたが、中国はこれによって巨額の不良債権と過剰設備を抱えることになった。その後 2018 年頃まで不良債権問題の解決と過剰設備の解消に取り組み続けた。この長期にわたる苦い経験は数年前に終わったばかりであり、中国政府関係者の記憶には鮮明に残っている。そのため、新型コロナ感染拡大の下で西側先進国は財政資金のバラマキ政策を実施したが、中国政府は過剰な財政刺激策を回避するためにバラマキ型の財政出動を実施しなかった。その中国が 2023 年度の後半の実質 GDP 成長率を少しだけ押し上げるために適正水準にある設備能力を引き上げる政策を実施するとは考えにくい。そうした観点から、最近の中国の輸出増の原因は設備能力過剰ではなく、政府の生産拡大要請により工業設備の稼働率を引き上げたことによるものであると考えられる。

【図表 10】 工業設備稼働率の推移



(資料 CEIC)

**(2) 投資：製造業、インフラ建設は堅調、不動産開発投資はマイナス幅拡大**

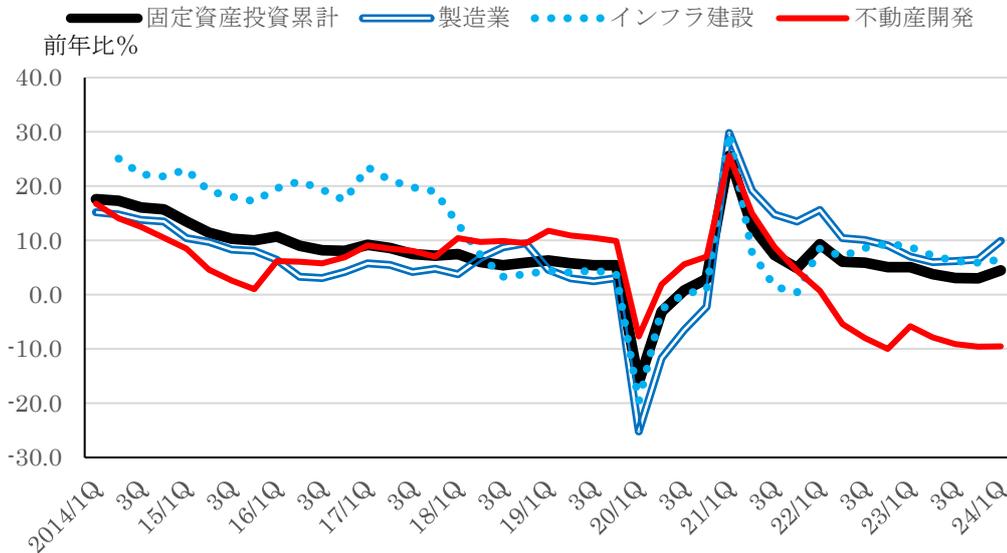
24 年 1～3 月期の固定資産投資は前年比+4.5%と、23 年通年（同+3.0%）に比べて伸びが上昇した（図表 11 参照）。

産業分野別の伸びを見ると、製造業設備投資は前年比+9.9%と 23 年通年（同+6.5%）に比べて伸びが上昇、インフラ建設投資も同+6.5%と 23 年通年（同+5.9%）に比べ伸びが高まった。この間、不動産開発投資は同-9.5%と 23 年通年（同-9.6%）とほぼ同じ大幅なマイナスとなった。

このように、産業分野別に見ると、製造業設備投資とインフラ建設投資は前年に

比べて伸び率が高まっている。それに対して不動産開発投資だけが突出して大幅なマイナスの伸びが続いている。

【図表 11】 固定資産投資（年初来累計前年比）の推移



(資料 CEIC)

### ①製造業設備投資

製造業設備投資は 7 月をボトムに 8 月以降緩やかな回復傾向を示している。24 年 1Q (1~3 月) 前年比は+9.9%。このうち民間企業は同+11.9%と 2 桁の高い伸びを示している。業種別に見ると、ハイテク製造業が同+11.4%、電機同+13.9%、PC・通信機器同+14.3%、電力・エネルギー関連同+36.7%、ハイテク、インフラ関連産業の伸びが高い(電力関連は製造業設備投資に含まれる)。自動車は前年 1~3 月期の伸びが高かった(同+19.0%) 反動もあって、同+7.4%と製造業全体の伸びを下回った。

設備投資に影響を及ぼす 24 年 1Q の工業設備稼働率は前述の通り 73.6%と前期 (75.9%) に比べて大幅に下落した(図表 10 参照)。また、1Q の企業収益率を見ても、4.86%と前期 (5.76%) に比べて大幅に下落している(図表 12 参照)。

このように 1Q は設備稼働率、企業収益率ともに大幅に下落しているため、足許の設備投資拡大意欲は低下していると考えられる。その背景は次の通り。23 年 4Q に政府による需要を上回る増産要請を受け入れた結果、過剰在庫を抱え、市場の需給バランスが崩れて製品価格が下落した。それと同時に輸出価格も下落した。その結果、企業の収益も悪化した。こうした政府による増産要請の副作用の影響により、24 年 1Q は過剰在庫を抱えた企業が在庫調整のための減産を余儀なくされ、工業生産を抑制し、工業設備稼働率が低下した。先行きについては、過剰在庫を抱えて

いる企業は生産、設備投資を抑制せざるを得ない。

ただし、設備投資の業種別動向を見ると、ハイテク産業やインフラ建設関連の投資が高い伸びを示している。これらの業種ではシリコンサイクルの底打ちが近いと予想されているほか、インフラ建設投資拡大促進策が継続すると見られていることなどから、先行きも需要の拡大が期待できる。これらの業種が支えとなって製造業設備投資全体としては今後も堅調な伸びが持続すると考えられる。

【図表 12】 企業利益率（工業企業主營業務収入利潤率、年初来累計前年比）の推移



(資料 CEIC)

## ②インフラ建設投資

インフラ建設投資の 24 年 1Q 前年比は+6.5%と前期（同+5.9%）に比べて伸びが高まった（図表 11 参照）。昨年 10 月下旬、中国政府は 1 兆元（約 20 兆円）の特別国債発行を発表した。政府の発表によれば、その半分は 23 年中に支出され、残りの半分が 24 年中に支出される計画である。しかし、実際には 10 月下旬に国債発行を発表しても 23 年末までにインフラ建設を着工することが難しい案件が多いため、1 兆元の投資額の大半が 24 年に支出されると考えられている。その財政支出に支えられたインフラ建設の増加が 24 年 1Q の伸びの上昇につながったと見られている。こうした景気刺激策の効果もあって、業種別投資額を見ると、建築業同+26.6%、飲食・ホテル業同+25.8%など、関連産業の投資も増大している。

先行きについても、上記の特別国債 1 兆元に加えて、5 月以降、償還期間 20~50 年の超長期国債 1 兆元が追加発行され、景気刺激策に充当される。地方政府の多くは不動産市場の停滞を背景に不動産開発投資によって財源不足を補うことができなくなり、深刻な財源不足に陥っている。これに対して、中央政府から資金供給し、インフラ建設を中心に地方の財源不足に対処する方針が示されている。

したがって、先行きについてもインフラ建設投資の堅調な推移が見込まれる。

### ③不動産開発投資

不動産開発投資は1～12月累計前年比-9.6%に続き、24年1Qも同-9.5%と引き続き下落傾向に歯止めがかからない深刻な状況が続いている（図表11参照）。

詳細は前述（p.5～6）の通り。

### (3) 消費：サービス消費の回復が持続

24年1Q（1～3月期）の消費財小売総額は、前年比+4.7%と前期（同+8.4%）から伸びが大幅に低下した。これは、前年が22年4Q（同-2.7%）から23年1Q（同+5.8%）にかけて大幅に伸びが高まった反動の影響であり、消費の実勢が弱まったわけではない。

1Qの消費の主な下支え要因は前期と同じく飲食（前年比+10.8%）を中心としたサービス消費（同+10.0%）の回復である。

また、シリコンサイクルの好転時期が近づきつつあるため、PC、スマホ等通信関連機器の販売も好調である（同+13.2%）。

一方、昨年過去最高の販売台数（3009万台、前年比+12.0%）を達成した自動車については、昨年4Qに需要を上回る生産により在庫が積みあがったことから、1Qは在庫調整のために生産を抑制した（自動車生産台数前年比23年4Q+23.0%、24年1Q+6.3%）。1Qの販売台数は+10.6%と引き続き堅調に推移しているが、内訳を見ると1Qの輸出台数が132.4万台、前年比+33.2%に対して、国内販売台数は539.6万台、同+6.2%と輸出の高い伸びが目立つ。

以上のように消費全体は総じて堅調に推移している。これは1Qの実質可処分所得が前年比+6.2%と実質GDP成長率を上回る伸びを示していることが下支えとなっていると考えられる。この間、1Qの調査失業率は5.2%とコロナ前の5%前後に比べて若干高い水準ながら安定的に推移している。

なお、消費全体に占めるネット販売の比率は23年通年で27.6%に達したが、23年1Qは24.2%だった。これに対して、24年1Qは23.3%と前年同期に比べ若干低下した。

## 4. 中国経済の先行き見通し

以上のように、足許のマクロ経済指標を見ると、不動産関連を除いて、工業生産、サービス業生産、製造業設備投資、消費のいずれも昨年8月以降、緩やかな回復傾向が続いている。

この間、PMIも年明け後、若干改善しているが、実際の景況感は依然として回復が鈍く、先行きの不透明感が強い。

足許の景況感を悪化させている主因である、不動産市場の深刻な停滞と民間企業のコンフィデンス低下が改善されない限り、景況感の回復も難しいと考えられる。

こうした状況下、中国政府が需要サイドに影響を及ぼす大胆な抜本的政策転換を示さない限り、早期の景況感回復への反転は難しい。しかし、依然として政府がそうした大胆な刺激策を実施するとの見方は少ない。

それでも今年の中国経済の実質成長率は 5.0%前後に達する可能性は十分あるとの見方が多い。これは政府が昨年 10 月に発表された特別国債 1 兆元に加えて、本年 3 月の全人代で発表された超長期特別国債 1 兆元が財政面で成長率を押し上げる効果が大きいためである。この超長期特別国債は今後数年間にわたって毎年発行される計画であるが、これらがなくても不動産市場が一段と悪化しない限り、4%前後の成長率は実現可能と見られている。これは新型コロナ感染拡大前の高度成長期の中国に比べれば成長率が大幅に低下しているが、西側先進国の成長率に比べれば十分高い伸びである。

そうした観点に立って先行きを展望すると、政府がすでに発表した財政刺激策を継続すれば、それ以上需要サイドからの景気刺激策を実施しなくても当面は4~5%程度の成長率を安定的に維持することができる可能性が十分ある。

ただし、それは不動産市場全体の 3 分の 2 以上を占める 1~2 級都市の不動産価格がこれ以上大幅に下落しないことが前提である。もし何らかの要因により 1~2 級都市の不動産価格が再度大幅に下落する場合には、政府による公的資本投入等の抜本的対策を実施しない限り、この成長率を維持することは難しい。

不動産市場については、現在も多くの大手不動産開発業者が経営危機に直面しているが、政府による資金供給支援の継続により倒産を回避し続けている。この間、不動産価格の下落幅は 90 年代の日本に比べて小幅にとどまっている。この状況を今後数年間維持することができれば、日本で実施したような巨額の公的資金投入を実施しなくても不動産市場が徐々に回復していく可能性はある。

足許の不動産市場の動向を見ると、前述の通り、かすかな変化に過ぎないが、昨年は見られなかった明るい兆しもわずかに見られ始めている。行政介入的政策手段を実施しやすい中国政府は安定保持のための政策手段も多い。とは言え、先行き様々なリスク要因に直面するため、不動産市場の安定化に関する政府の政策運営は非常に難しいのは事実であり、楽観は禁物である。

今回の出張で信頼できる政府関係機関のあるエコノミストが次のように語った。「もし不動産市場がこのまま大きなリスクを回避していくことができれば、2026~27 年頃に市場が回復に向かう可能性はある。その頃には、企業経営者や消費者が GDP 成長率見通しの大幅な下方修正にもある程度慣れてきて、コンフィデンスを回復し始めることも期待できる」

日本の場合は高度成長期が終焉を迎えた後、1980 年代前半に 3~4%の低成長が続き、日本は 1980 年代後半、財政金融両面から強力な景気刺激策を実施した。これには対日貿易赤字を問題視した米国レーガン政権による強い内需拡大要求も影響した。その結果、日本は 1980 年代後半にバブル経済に直面し、1990 年以降、その崩壊を機に日本経済は失われた 30 年と呼ばれる長期停滞に陥った。中国政府は

1990年代後半以降、この日本の経験を繰り返し学び続けて同じ轍を踏まないよう様々な準備を重ねてきた。中国において不動産バブルが崩壊したにもかかわらず、今のところ不動産価格の低下幅が1990年代の日本に比べて小幅にとどまっているのもその成果の一つである。

そうした日本の経験に関する学習を踏まえて、中国政府はあえて需要サイドから早期の景況感回復を促進する強力な景気刺激策を採用せず、ゆっくりと時間をかけて、経済の自然治癒を促進する漢方薬型の景気回復策を採用する可能性も考えられる。現在、自然治癒を促進する処方箋として示されている供給サイドの政策の柱は新質生産力の発展促進である。

7月には三中全会が開催されることが発表された。そこで今後数年間の経済政策運営の基本方針が発表される。中国政府の基本的な方針がどのように示されるか、次回の出張報告で報告する。

以 上