

2024.8.17

中国経済情勢／ヒアリング

地方財政難を背景に減速したが、先行きは安定的に回復の見通し ～不動産市場停滞、経済の先行き不透明等を背景に景況感は低調のまま～ ＜北京・武漢・上海出張報告（2024年7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2Qの実質GDP成長率は、前年比+4.7%と、前期（同+5.3%）比低下。季節調整済み前期比年率は1Q+2.8%と前期（同+6.0%）に比べ伸び率が大幅に低下。
- 中国のマクロ経済全体としては昨年8月以降緩やかな回復傾向を辿っていたが、5月以降再び減速に転じた。その原因は地方財政支出の減少にあると指摘されている。
- 地方政府は昨年11月の特別国債を原資とする財政援助資金を本年5月前半で使い切り、再び財源難に直面することが予想されていた。このため、中央政府は5月に再度特別国債を発行して地方政府への財政支援の準備をしていた。しかし、地方政府の財源不足の中身は、質の高いインフラ建設に必要な資金ではなく、一般経費の財源不足であるため、それを理由に支援を申請しても中央政府の承認が得られない可能性がないと判断したことから、地方政府は中央政府に申請できず、財源難に陥った。
- その結果、地方財政支出が滞り、地方政府消費に深刻な打撃を与え、これが工業生産、サービス業生産、消費財小売等広範な分野にマイナスの影響を与えた。加えて、不動産市場の停滞も続いていることから、固定資産投資の伸びも低下に転じた。
- PMI製造業は5月以降再び50割れが続いている。同非製造業も4月以降低下傾向が続いており、大半の中国人は景気回復を感じていないのが実情である。
- 2Qの実質GDP成長率への寄与度を見ると、消費が+2.2%（前期は+3.9%）、投資が+1.9%（同+0.6%）、外需が+0.6%（同+0.8%）だった。前期に比べて消費の寄与度が大幅に低下した一方、投資と外需が成長率の押し上げに寄与した。外需は米欧向け等の関税引き上げ前の駆け込み輸出増大が影響したと見られている。
- 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。その結果、在庫調整が進み、市場の需給バランスが回復し、2Q入り後に工業設備稼働率、企業収益率ともに改善した。投資の先行きは不動産関連を除き、製造業設備投資、インフラ建設とも堅調推移の見通し。
- 三中全会の決定については、市場経済化推進に力点を置いた2013年の決定方針をベースに改革開放を推進する姿勢が維持され、多くのエコノミストは安心した。
- 5月以降に発表された各種施策等が徐々に効果を発揮し、昨年同様8月以降緩やかな回復傾向に転じ、年間目標の5.0%前後の成長率は達成できるとの見方が大勢。

1. 足許のマクロ経済概況

国家統計局が7月15日に公表した24年2Q(4~6月期)の実質GDP成長率は前年比+4.7%と、前期(同+5.3%)に比べて低下した(図表1参照)。エコノミスト等の事前予想では5%を上回るとの見方が多かったため、5%割れは意外感をもって受け止められた。季節調整済み前期比年率を見ると+2.8%と前期(同+6.0%)に比べて大幅に低下しており、景気減速の厳しさを明確に示している。

前年の状況を振り返ってみると、22年末のゼロコロナ政策解除によって厳しい移動制限措置が停止されたため、23年1Qに飲食、宿泊等を主因に急回復したが、2Qに入るとすぐに失速した。原因は所得の先行き不安による消費の慎重化と不動産市場の停滞だった。これに対処するため中国政府は景気刺激策を発動し、8月以降マクロ経済は回復軌道をたどった。しかし、24年2Qに再び大きく減速した。その背景は、5月後半の地方財政支出の減少が主因と見られている(詳細は後述)。

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が鈍い状況が続いている。PMI¹(購買担当者景気指数)を見ると、製造業が24年3月と4月の2か月間だけ50を上回ったが、5月以降再び50を下回り続けている。非製造業も4月以降下落が続き、50割れに近づいている(図表3参照)。このように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。

【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)
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
2Q	4.7	9.0	5.6	3.9	2.7	0.3	-7.2

(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)

¹ 企業の購買担当者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

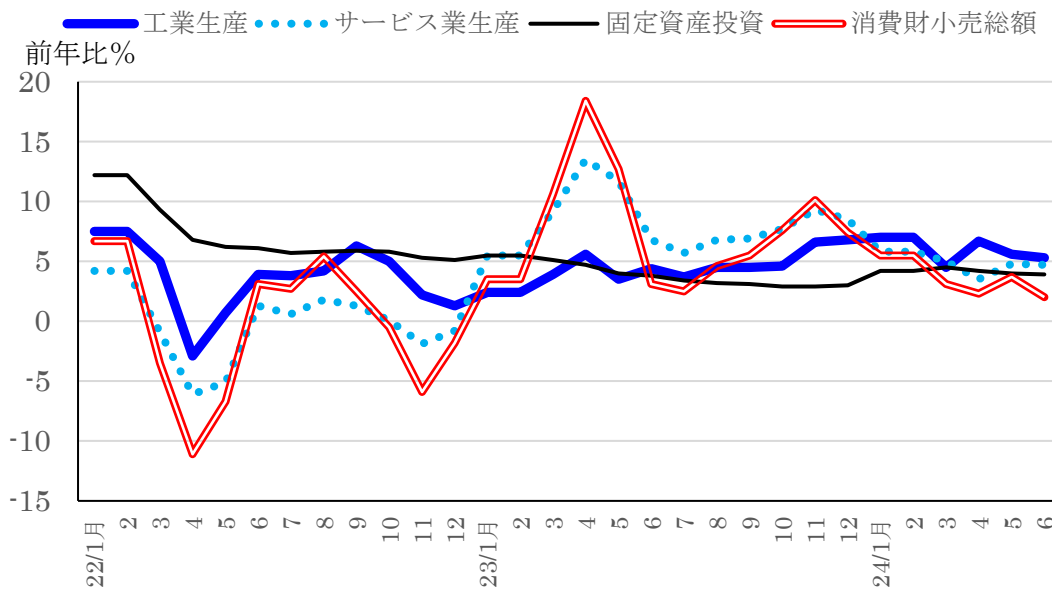
(1) 5～6月景気減速の背景

主要なマクロ経済指標の月次推移を見ると、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た（図表2参照）。しかし、5～6月に減速している。工業生産は5～6月に伸びが低下している。サービス業生産と消費財小売総額はグラフの形状からはやや判断しにくいですが、いずれも昨年5月以降急落していることを考慮すれば、今年はその反動で5月以降急回復することが期待されていた。しかし、実際にはサービス業生産、消費財小売総額ともに、5月に小幅回復にとどまった後、6月は逆に低下した。これは両方とも実際には伸びが低下していることを示している。とくに消費の伸び率低下は顕著である。

加えて、年明け後に回復傾向に転じていた固定資産投資も、4月以降再び伸び率が鈍化傾向を辿っている。

以上から明らかのように、中国のマクロ経済全体としては昨年8月以降緩やかな回復傾向を辿っていたが、5月以降再び減速に転じた。その原因は地方財政支出の減少にあると指摘されている。

【図表2】主要経済指標の月次推移



(資料 CEIC)

昨年後半の景気刺激策の中心的施策として、中央政府は11月に1兆元（約21兆円相当：11月時点）の特別国債を発行し、財源難に苦しむ地方政府のインフラ建設資金に充当した。不動産市場の深刻な停滞の影響で地方政府は不動産開発による収入で税収不足を補うことができなくなっていることへの対策だった。

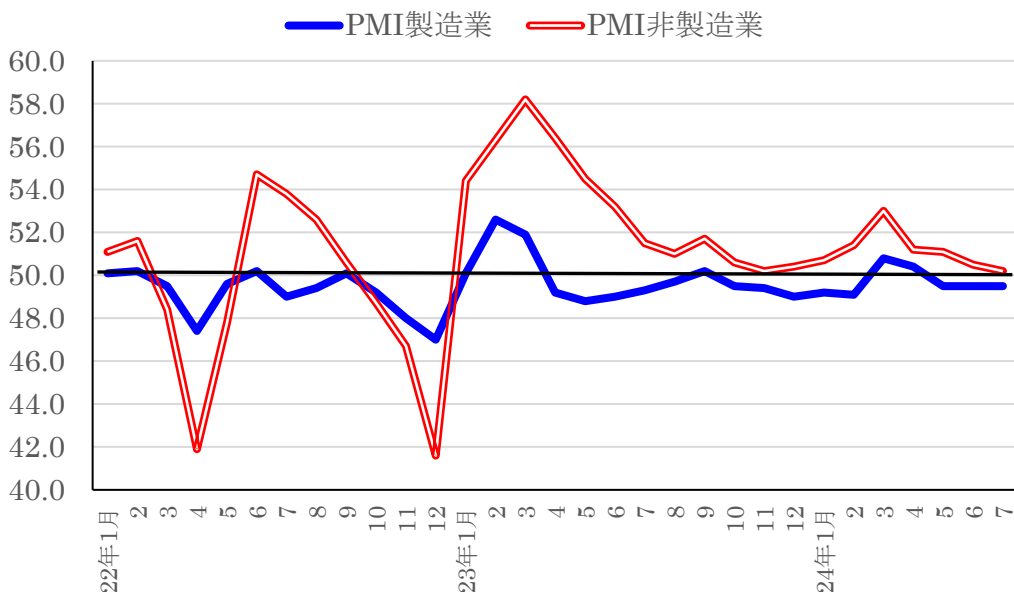
しかし、地方政府はこの財政援助資金を5月前半で使い切り、再び財源難に直

面することが予想されていた。このため、中央政府は5月に再度特別国債を発行し、追加的な財政支援を実施する計画だった。実際に特別国債が発行されたが、地方政府から中央政府への資金援助申請が行われなかった。中央政府からの財政資金援助を申請するためには、中央政府が承認するような経済効果を伴う質の高いインフラ建設案件を提示すること必要だったが、それができなかった。地方政府の財源不足の中身は、質の高いインフラ建設に必要な資金ではなく、公務員の給与、一般事務遂行用の必要な備品購入、電動バス用の車載用電池の更新など、一般経費の財源不足に直面している。こうした一般経費の財源を申請しても中央政府の承認が得られる可能性がないと判断したため、地方政府は中央政府に申請できず、財源難に陥った。その結果、5月後半以降、地方財政支出が滞り、地方政府消費に深刻な打撃を与えた。これが工業生産、サービス業生産、消費財小売等広範な分野にマイナスの影響を与えた。加えて、不動産市場の停滞も続いていることから、固定資産投資の伸びも低下に転じた。

(2) 景況感の停滞も持続

こうした景気減速の影響により、PMI（購買担当者景気指数）も回復が見られない状況が続いている。PMI 製造業は24年3月、4月の2か月間だけ50を上回ったが、5月以降再び50割れが続いている。同非製造業も4月以降低下傾向が続き、7月は50.2と50割れ寸前にまで低下した（図表3参照）。こうした指標に明確に示されている通り、大半の中国人は景気回復を感じていないのが実情である。

【図表3】 PMI(購買担当者景気指数) 製造業・非製造業



(資料：CEIC)

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、第 3 に、経済政策運営に対する信頼度の低下などが指摘されている。

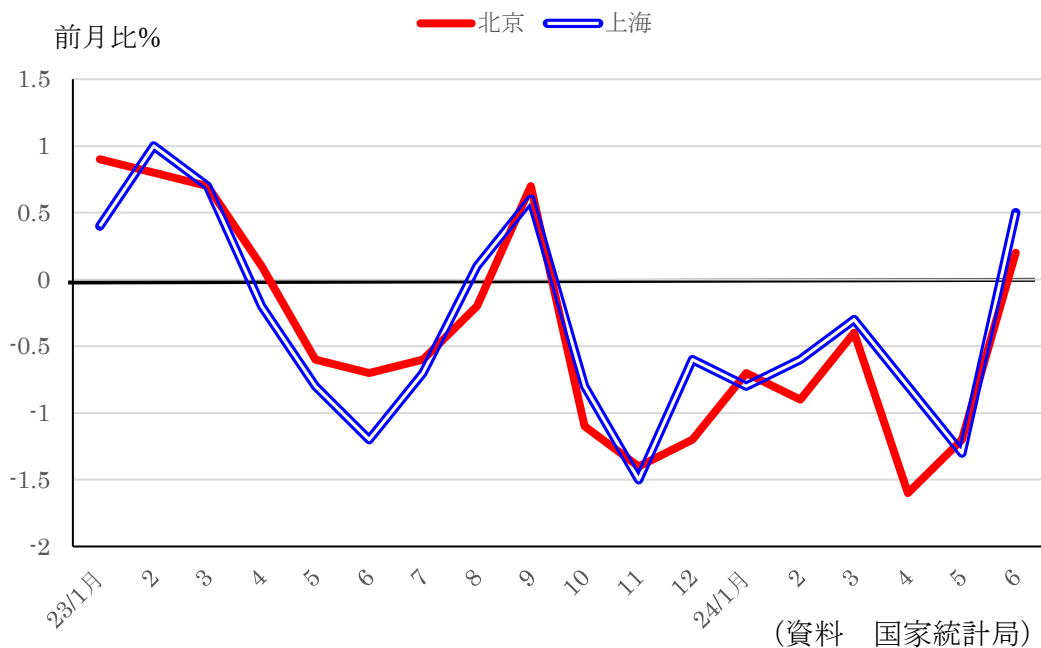
(3) 不動産市場のわずかな明るい兆し

①住宅販売価格動向

前回 4 月後半の出張報告の中で、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と述べた²。

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 4 参照）、6 月に北京、上海とも昨年 9 月以来、9 か月ぶりに前年比プラスに転じた。

【図表 4】北京、上海の中古住宅販売価格前月比の推移



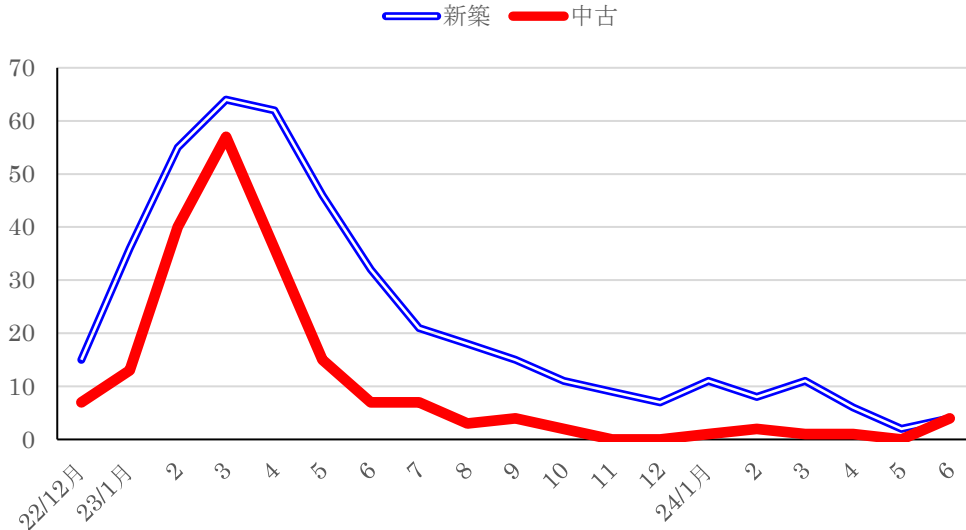
全国の 70 大都市における新築物件と中古物件について、住宅販売価格指数前月比が上昇した都市数の推移を見ると（図表 5 参照）、4 月以降、新築物件の価格が上昇した都市数が減少した。中古については殆どの都市において依然前月比マイナス傾向が続いているため判断が難しいが、6 月は北京、上海、南京、杭州の 4 都市で前月比上昇した。ただし、限られた主要都市の単月の指標だけでは全体の傾向を判断することができないため、今後数か月間の推移を見て、改善傾向が見られ始め

² 詳細は当研究所 HP 筆者コラム掲載の「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」（5 月 24 日公表）の p.5~6 を参照。

URL : [b00fe2b09abc5695e45ce0eaac8d0a43daffabc8.pdf \(cigs.canon\)](https://www.cigs.canon.com/~/media/Files/2024/05/24/20240524_01_01.pdf)

ているかどうかを判断すべきである。

【図表 5】 70 大都市住宅販売価格指数:前月比上昇した都市数の推移



(資料 国家統計局)

②オフィス賃貸料の低下

北京、上海ではオフィスビルの賃貸料金が大幅に低下しているため、よりリーズナブルな賃貸料のオフィスに移転する動きが広がっているという話を多く耳にした。オフィス賃貸の契約更新期が到来した場合、北京や上海では物件により 10%程度の値下げオファーを受けている由。別のオフィスに移転する場合には、30~40%の賃貸料引き下げがオファーされている模様。オフィスを移転する場合には、オフィス関連設備の新規購入費用がかかるため、10~20%程度の低下幅では、既存のオフィスに留まる方がコストが安いことになる。このため、オフィスの移転を前提とする場合には大幅な賃料引き下げが提示されるのが一般的。

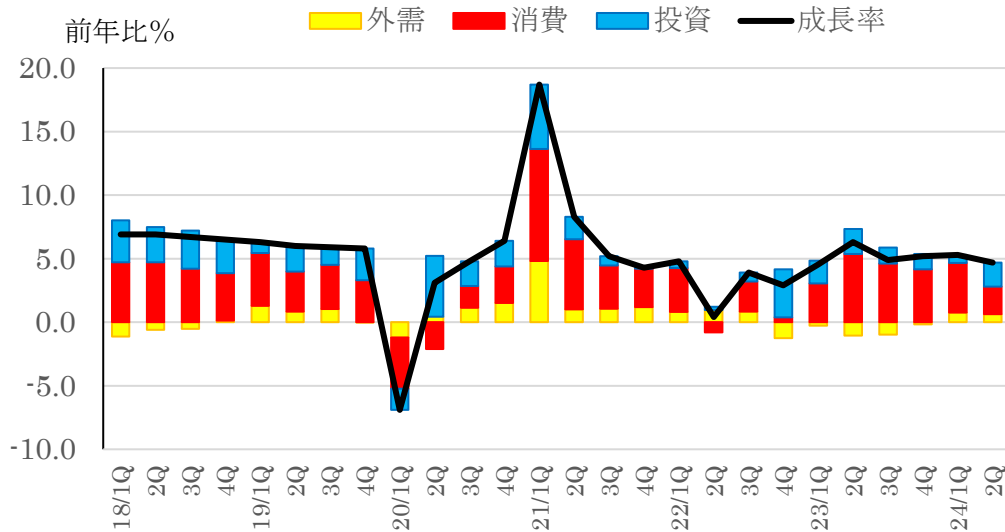
もし先行きさらに大幅な賃料引き下げが予想される場合には、それを待って移転を検討する方が望ましいと考える企業が多いはずである。ここにきて移転する動きが広がっているということは、先行き賃料が低下したとしても、それほど大幅な低下にはならないという判断が働いているため、オフィス移転の動きが広がっていると考えられる。

3. コンポーネント別動向

2Qの実質GDP成長率+4.7%に対するコンポーネント別の寄与度を見ると、消費が+2.2% (前期は+3.9%)、投資が+1.9% (同+0.6%)、外需が+0.6% (同+0.8%) だった。前期に比べて消費の寄与度が大幅に低下した一方、投資の寄与度は大きく増大した。外需の寄与度は前期に続いて成長率の押し上げに比較的大きく寄

与した（図表 6 参照）。

【図表 6】 実質 GDP 成長率のコンポーネント別寄与度の推移



(資料 CEIC)

(1) 外需：24 年 2Q の輸出増加の要因

24 年 2Q の輸出（人民元ベース）は前年比+9.0%と前期（1Q 同+4.9%）に比べて伸び率が上昇した。輸入は同+5.6%（同+5.0%）と前期に比べて伸びが若干高まった。この間、貿易収支は 18,036 億元（同 13,063 億元）と黒字幅は拡大した（図表 7 参照）。

2Q の輸出額（US ドルベース）を地域別に見ると、米国向けが 1Q のマイナス（前年比-4.4%）から 2Q はプラス（同+2.5%）に転じた。日欧向けの 2Q は 1Q に比べてともに前年比マイナス幅が縮小、アセアン向けは前期の小幅マイナス（同-2.5%）から大幅プラス（同+15.0%）に転じた。以上のように、いずれも前年比伸び率が改善した。これは米国、EU とも EV 等の関税引き上げ（実施日は米国 8 月 1 日、EU 7 月 5 日）を控えていたため、関税引き上げ前の駆け込み輸出が伸びたことによるものと考えられる。アセアン向けが大きく伸びた背景には、米国向け輸出の迂回経路となっていることが影響したと考えられる。このため、3Q 以降は駆け込み輸出の反動から伸び率が低下すると予想されている。

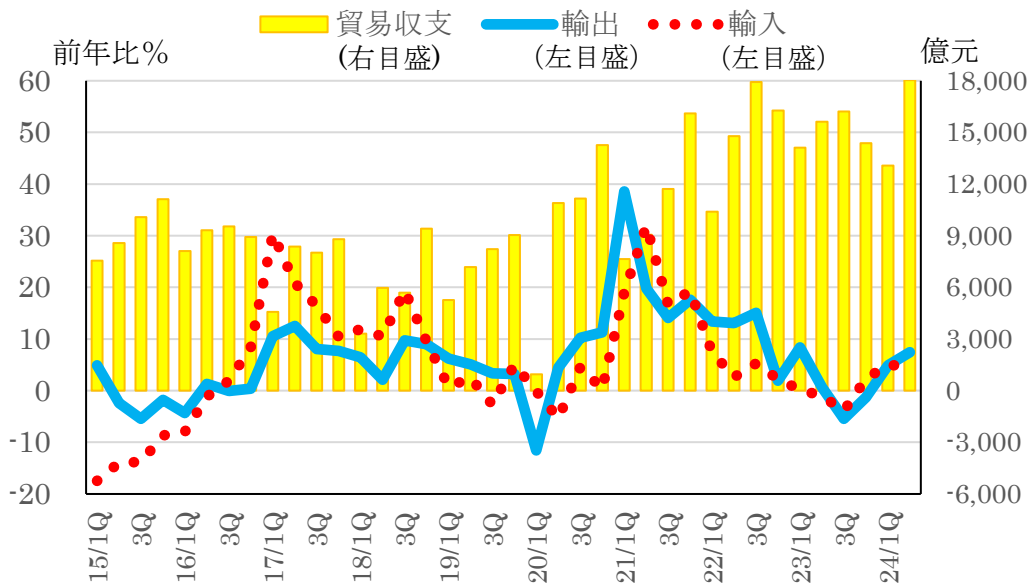
一方、価格要因を除去した数量ベースで見ると、輸出は、輸出数量の伸びが 4Q 前年比+13.8%と前期（同+13.0%）に比べて小幅ながら伸び率がさらに高まった（図表 8 参照）。

この間、輸入数量は 2Q 同+2.7%と、前期（同+3.9%）に比べやや低下した。これは上述のように内需の伸びが鈍化したことによるものと考えられる。

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、貿易収支の黒字幅は前期に比べて拡大した。2Q の実質 GDP 成長率前年比+4.7%に対する外需の寄与度は同+0.6%と前期（同+0.8%）に続いて GDP 成長率への寄与が

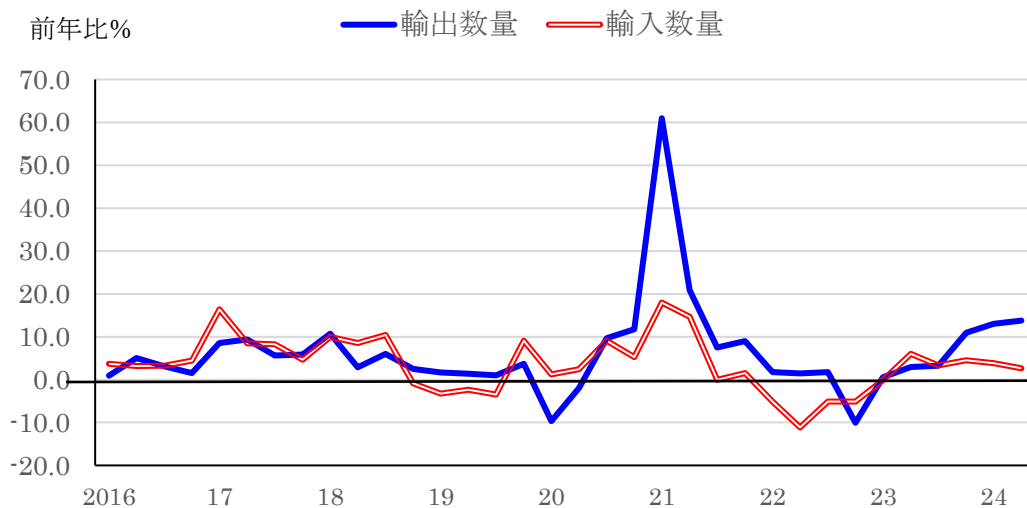
比較的大きかった（図表 7 参照）。

【図表 7】 輸出入前年比・貿易収支（人民幣元ベース）の推移



(資料 CEIC)

【図表 8】 輸出入数量の推移

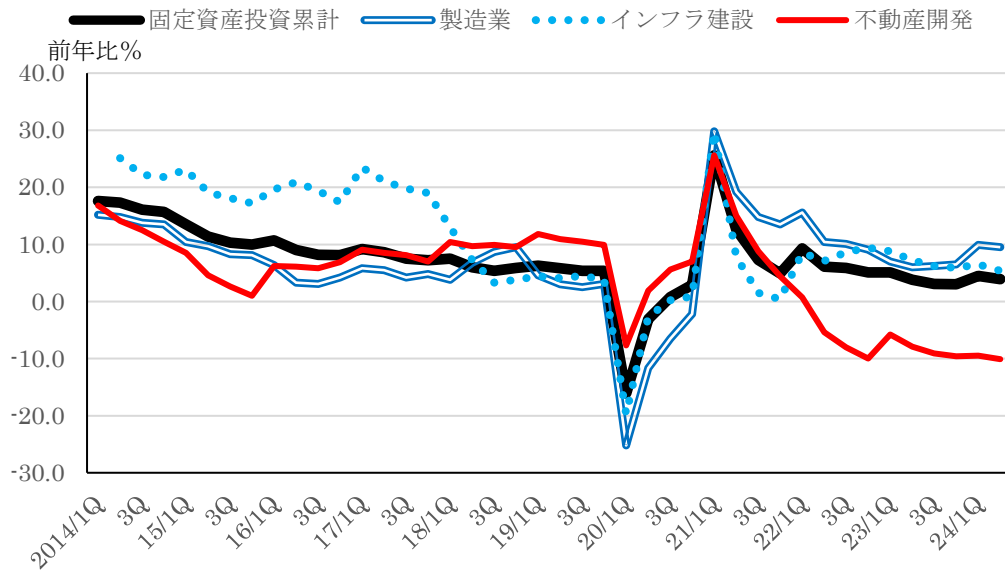


(資料 CEIC)

(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2Q(4~6月期)の固定資産投資は前年比+3.9%と、前期1Q(同+4.5%)に比べて伸びが鈍化した(図表9参照)。

【図表 9】 固定資産投資（年初来累計前年比）の推移



(資料 CEIC)

産業分野別の伸びを見ると、2Q の製造業設備投資は前年比+9.5%と前期 1Q (同+9.9%) に比べて伸びがやや鈍化、インフラ建設投資も同+5.4%と前期 (同+6.5%) に比べ伸びがやや低下した。この間、不動産開発投資は同-10.1%と前期 (同-9.5%) の大幅なマイナスがさらに拡大した。

このように、産業分野別に見ると、製造業設備投資、インフラ建設投資、不動産開発投資の全ての分野においてマイナス方向に変化した。

①製造業設備投資

製造業設備投資は昨年 8 月以降緩やかな回復傾向を示してきたが、2Q 前年比は+9.5%と前期 (同+9.9%) に比べて伸びがやや鈍化した。このうち民間企業は同+11.5%と 2 桁の高い伸びながら、前期 (同+11.9%) に比べて伸びが若干鈍化した。業種別に見ると、ハイテク製造業が同+10.1%、そのうち PC 等が同+12.1%、e コマース関連が同+24.1%などが高い伸びを示している。

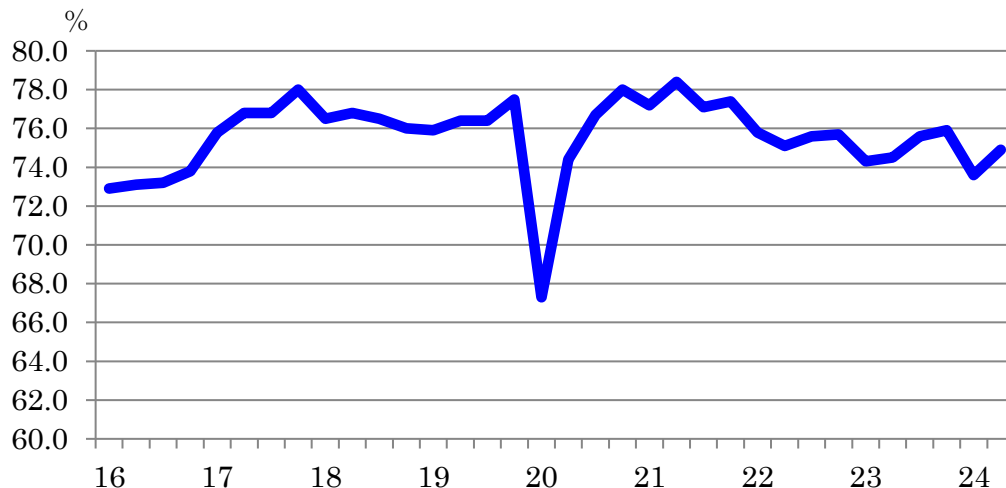
設備投資に影響を及ぼす工業設備稼働率は 2Q が 74.9%と前期 (73.6%) の大幅下落から回復した (図表 10 参照)。また、2Q の企業収益率を見ても、5.41%と前期 (4.86%) に比べて改善した (図表 11 参照)。

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、多くの企業が過剰在庫を抱え、市場の需給バランスが崩れて製品価格が下落し、企業収益も悪化した。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。その結果、在庫調整が進み、市場の需給バランスが回復し、2Q 入り後に工場稼働率、収益率ともに改善した。

先行きもシリコンサイクルの好転やハイテク分野における中国企業の競争力強

化を背景に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 10】 工業設備稼働率の推移



(資料 CEIC)

【図表 11】 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

主要業務収入利潤率



(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+5.4%と前期（同+6.5%）に比べて伸びが鈍化した（図表 11 参照）。その背景は前述の通り、5 月後半以降の地方財政支出の停滞が主因である。

先行きについては、6 月に多くの地方政府が深刻な財源不足に陥っていること明らかになったことから、それを補うための地方財政補填が実施されることが予想さ

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、24年1Q前年比 -9.5% に続いて2Qも同 -10.1% 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9参照）。不動産市場動向を見ると、2Qの着工床面積は前年比 -23.7% と前期（同 -27.8% ）に比べてマイナス幅がやや縮小したが、依然として前年を20%以上下回っている。着工床面積の減少は21年4Q以降続いており、24年2Qの着工床面積を3年前の21年2Qと比較すれば -62.1% と3年間で約3分の1まで減少している。この厳しい状況が短期間で改善に向かう可能性はないとの見方が大勢である。販売価格についても、前述の通り、北京、上海等では6月の中古住宅販売価格の前月比が久しぶりにプラスに転じたが、この状況が続くかどうかは今後数か月の推移を確認しなければ判断できない状況。

こうした状況下、中国政府は5月中旬に不動産市場活性化策を発表した。これまで保障性住宅（日本の賃貸用公団アパートに相当）を供給する場合には新規建築を前提としていたが、その方針を改め、既に建設済みで売れ残っている物件を保障性住宅に転用することを認めた。これは過剰在庫問題に有効な対策となるため、市場に好感されている。このほか、多くの都市で住宅ローンの頭金の引き下げや不動産購入資格に関する規制緩和など、各種販売促進策が導入された。これらの政策が徐々に効果を発揮することが期待されているが、それでも不動産価格が下げ止まり、不動産市場が正常化に向かうのは早くも26~27年との見方が一般的である。

(3) 消費：サービス消費の回復が持続

24年2Q（4~6月期）の消費財小売総額は、前年比 $+2.7\%$ と前期（同 $+4.7\%$ ）から伸びが大幅に低下した。これは前述の通り、5月後半以降、地方財政が深刻な財源難に直面し、公務員給与、企業から購入した物品の購入代金等の支払いが停滞したことが主因と見られている。

2Qの実質可処分所得が前年比 $+5.3\%$ と前期24年1Q（同 $+6.2\%$ ）から下落していることから地方財政難の影響の大きさがわかる。この間、2Qの調査失業率は 5.0% と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年通年では 27.6% に達していた。これに対して、24年2Qは 24.7% （前年同期の23年2Qは 25.8% ）と前年同期に比べ若干低下した。

4. 三中全会と中国経済の先行き見通し

以上のような5月後半以降の景気減速に関する主要なマクロ経済指標が公表された7月15日から18日まで三中全会が開催され、中長期の経済政策運営の基本

方針が決定された。

最近の経済政策運営では政府の産業政策や金融機関の資金配分に対する政府の関与が強まるなど市場経済化の後退が目立っていたため、中長期の政策運営方針もその方向に傾くことが懸念されていた。しかし、今回の決定内容を見ると市場経済化推進に力点を置いた 1978 年と 2013 年の三中全会を土台として、改革開放を推進する基本姿勢に変化が見られなかったことから、多くのエコノミストは安心した。ただし、これは 5～25 年先の中国経済を展望したものであるため、足許の経済政策運営には直接的な影響を及ぼさない。

目下最大の難題である地方財政の財源不足の問題については、中央政府から地方政府への税源の移管および補助金の交付によって地方政府の財源を確保する大きな方向が示された。具体的な中身についてはこれから本格的な検討に入るため、制度が固まり実際に運用が始まるのは 2026 年以降になるとの見方が多い。それまでの間は、現状の税財政制度を前提に、地方の財源不足を中央政府からの補助金によって補填していくことになると見られている。

当面の経済政策運営については、5 月以降に発行される特別国債を原資とする地方財政への補助、同じく 5 月に公表された不動産市場活性化支援策、7 月以降に発表された各種消費促進策等が徐々に効果を発揮し、昨年同様 8 月以降緩やかな回復傾向に転じると見られている。このため、年間の国家目標である 5.0%前後の成長率はおおむね達成できるとの見方が大勢。中国経済全体が正常化するのには 2026～27 年頃になるとの見方は前回出張時の 4 月時点から変わっていない。

以 上