

## 中国経済情勢／ヒアリング

### 7～9 月期の回復が予想外に鈍かった背景

～不動産市場停滞、経済の先行きへの不安等を背景に景況感の低迷が持続～

<北京・広州・上海・シンガポール出張報告（2024年10月20日～11月6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3Qの実質GDP成長率は、前年比+4.6%と、前期（同+4.7%）比若干低下。季節調整済み前期比年率は+3.6%と前期（同+2.0%）に比べ改善。前期2Qが地方財政難を背景に大幅に減速していたため、7月時点では3Qの成長率は2Qの伸びを上回ることが予想されていたが、予想外に回復テンポが鈍く2Qの伸びを下回った。
- 通常中国では景気が悪化すると即座に刺激策が実施される。しかし、7～9月期は前期に引き続き主要経済指標が低下。従来の経済政策運営とは異なる傾向が見られた。
- 中央政府は様々な景気刺激策を発表したが、その実行は地方政府の責任に委ねていた。しかし、地方政府は深刻な財源難からそれらの政策を実施するだけの財政余力が残っていなかった。公務員給与や政府が購入した物資への代金支払も停滞していた。
- 不動産価格は大半の都市において価格が下落している。先行きについても、1～2級都市において下げ止まり感が出てくるまでに3～5年程度はかかるとの見方が多い。
- 3QのGDP成長率に対するコンポーネント別の寄与度を見ると、消費が+1.3%、投資が+1.3%、外需が+2.0%と内需の寄与度が大幅に低下、外需は大きく増大した。
- 製造業設備投資は、設備稼働率が低めで推移し、収益率も下降傾向が続いていることから、今後伸びが低下していく可能性があると考えられる。インフラ建設投資は地方政府の財源不足を背景に伸び率が低下。不動産開発投資は大幅マイナス持続。
- 消費については、不動産価格の下落に伴う資産効果がマイナスに働いているほか、経済の先行きに対する不安も根強く、節約志向の強まりから消費性向が低下。
- 8月以降中国経済の停滞が続いた背景は、習近平政権第3期以降、党の指導を一段と強化した組織改革にあると見られている。組織改革後は、党中央が経済情勢を判断して政策を決定し、国務院は指示された措置を執行するという役割分担に移行した。国務院が積極的に政策提案を行うことが難しくなったため、7月末に開催された政治局常務会議は足許の経済減速について強い危機感が認識されないまま閉幕した。
- 8月に入り、三中全会と政治局常務会議という二つの重要会議が終わって一段落したところで党幹部が地方を視察し、財源難に直面する地方財政の厳しい現実に対する認識が深まった。その認識を踏まえてようやく上述のような9月以降発表された具体策が策定された。

## 1. 足許のマクロ経済概況

国家統計局が10月18日に公表した24年3Q（7～9月期）の実質GDP成長率は前年比+4.6%と、前期（同+4.7%）に比べて若干低下した（図表1参照）。7月中旬に2Qの経済指標が発表された時点で、5月後半以降、地方財政支出の減少を背景に、工業生産、サービス業生産、消費等の伸びが低下していたことは広く認識されていた。この状況に対して、5月以降、不動産市場活性化策、消費財買換え促進策、設備更新促進等が発表されていたほか、7月末には政治局常務会議で年後半の経済政策運営方針が決定された。このため、8月以降徐々に経済が改善方向を示すと予想されていた。

しかし、9月中旬に8月の経済指標が発表されると、改善どころか生産、消費、投資等の主要指標は軒並み悪化傾向が続いていることが明らかになった。9月についてもほぼ同様の傾向で推移した。通常中国の経済政策運営では、景気が悪化すると即座に刺激策が実施される。しかし、この7～9月期は前期に引き続き主要経済指標が低下し、従来の経済政策運営とは異なる傾向が見られた。その変化の背景について後段で詳述する。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は将来不安から自信喪失の状態が続いている。PMI<sup>1</sup>（購買担当者景気指数）を見ても、製造業が50を下回り続け、非製造業も9月に50.0にまで低下した。

【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 (年初末累計)	消費財 小売総額	消費者 物価	不動産販売価格 (年初末累計)
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
3Q	4.6	5.5	2.0	3.4	2.6	0.5	-6.7

(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。

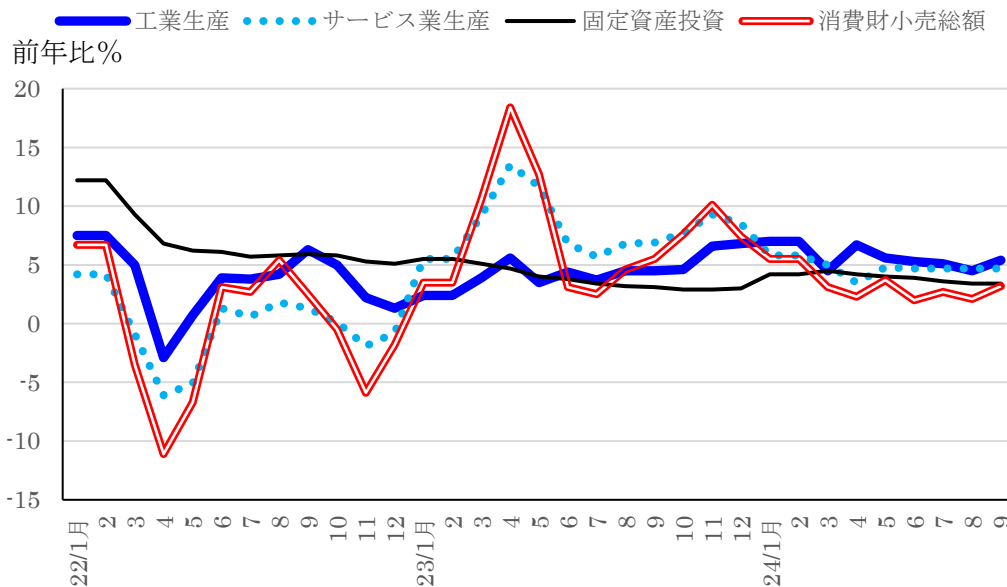
## 2. マクロ経済指標の推移

### (1) 7～9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、ゼロコロナ政策解除直後の23年1Qに急回復した後、同年2Qに失速した。その後は景気対策の効果を背景に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、24年5～6月に再び減速し、7～9月は回復することなく緩やかな低下傾向が続いた。

工業生産前年比（各月伸び率の平均）は2Q同+5.9%から3Q同+5.0%に伸びが低下した。サービス業生産は2Q同+4.3%から3Q同+4.8%と小幅の改善を示したが、低い伸びにとどまった。消費財小売総額は2Q同+2.7%から3Q同+2.6%と微減、固定資産投資は1～6月累計同+3.9%から1～9月累計同+3.4%と軒並み低下した。とくに固定資産投資について年初来累計ではなく、7～9月の四半期だけの前年比を試算すると2.4%程度まで低下していると推測される。

【図表2】 主要経済指標の月次推移



（資料 CEIC）

中国政府は足許の経済下押し圧力を軽視していたわけではない。3月には大規模設備の更新投資促進策と消費財の買い替え促進策を実施した。5月には不動産市場活性化のため住宅ローン金利の引下げ、頭金比率の引下げ、住宅購入補助金の支給など総合的な不動産対策も実施した。7月下旬には、3月に実施した設備促進策と消費買い替え促進策をさらに強化する政策を発表した。

それにもかかわらず、消費も投資も改善が見られず、工業生産も低下した。その主因は地方財政支出の減少が5月後半以降改善されていないことにあると見られている。中央政府は上記の様々な政策を発表したが、その実行は地方政府の責任に委ねていた。しかし、地方財政は深刻な財源不足に直面していたため、地方政府に

はそれらの政策を実施するだけの財政余力が残っていなかった。このため、上記の景気対策についても実施する財源が不足していたと考えられている。公務員給与の支払や地方政府が購入した物資への代金支払さえも停滞しているのが実情である。

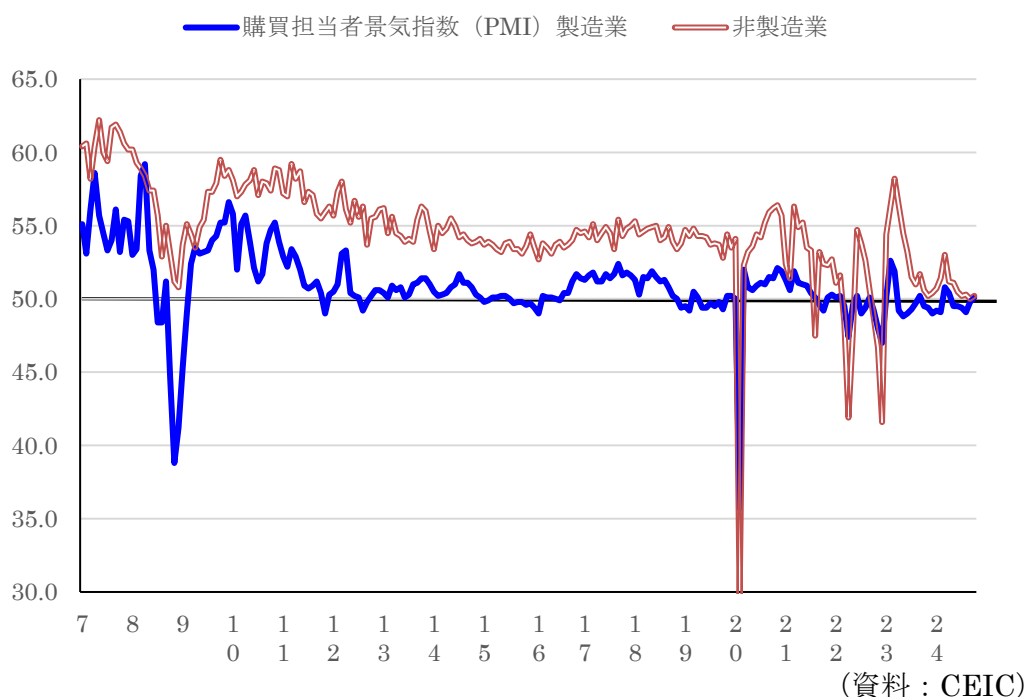
## (2) 景況感の停滞も持続

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（図表 3 参照）。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 50 割れが続いていた（9 月 49.8、10 月 50.1）。同非製造業も 24 年 4 月以降低下傾向が続き、9 月についに 50.0 にまで低下した（10 月 50.2）。

新型コロナ感染拡大以前はリーマンショック後の 2008 年後半から 09 年初、米中貿易摩擦激化の 2019 年後半の時期に PMI 製造業が 50 を割ったが、数か月後には 50 を上回る水準にまで改善した。しかし、22 年 3 月以降は、ところどころ 1～2 か月だけ 50 を上回っても、ほぼ一貫して 50 割れの状態が続いている。こうした指標から明らかなように、大半の中国人は景気回復の実感がなく、経済の先行きに対する自信喪失状態が続いている。

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、それによって地方財政が深刻な財源不足に陥っていること、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、政府の経済政策運営に対する信頼が低下していることなどが指摘されている。

【図表 3】 PMI (購買担当者景気指数) 製造業・非製造業

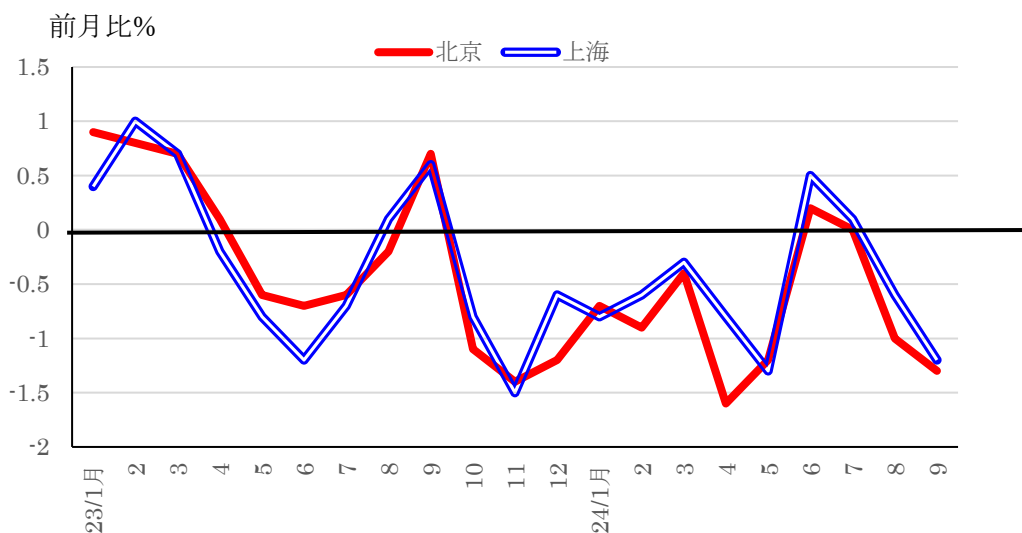


### (3) 不動産市場は停滞持続

#### ①住宅販売価格動向

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、7月に北京、上海とも久しぶりに前年比プラスに転じたが、その後再び下落した。

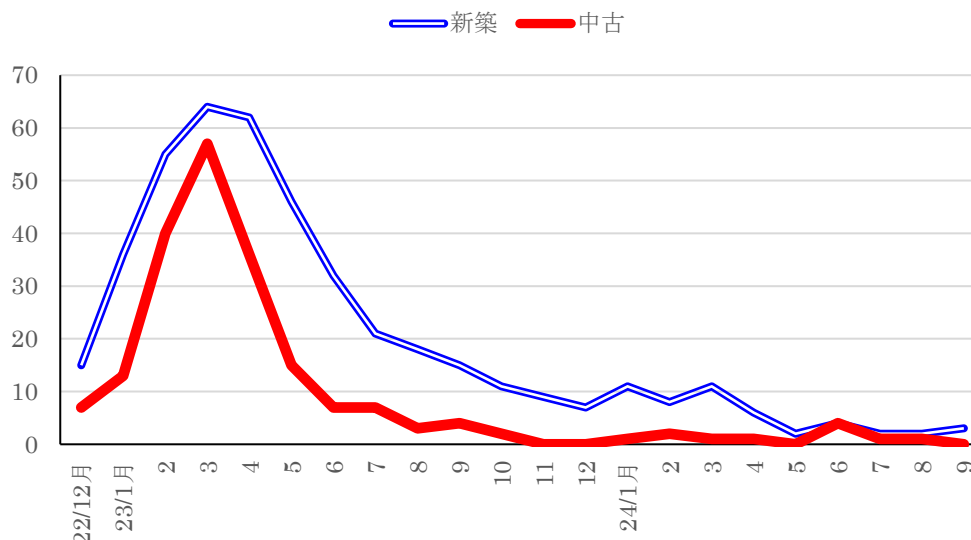
【図表 4】 北京、上海の中古住宅販売価格前月比の推移



(資料 国家統計局)

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）、中古住宅に関しては 23 年 8 月以降、新築物件については本年 4 月以降、値上がりした都市がほとんどなくなっており、大半の都市において価格が下落している。先行きについても、1~2 級都市において下げ止まり感が出てくるまでに 3~5 年程度はかかるとの見方が多い。

【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

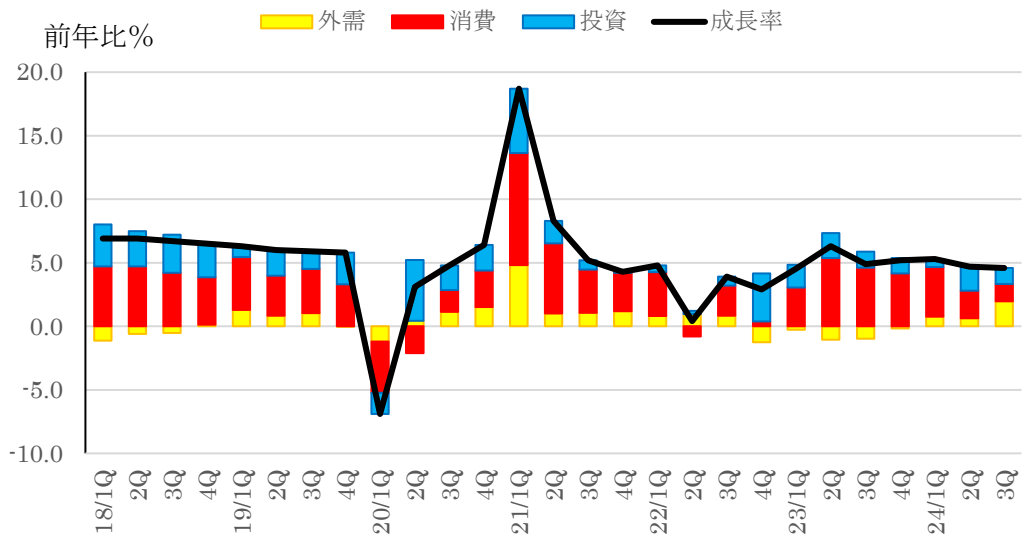


(資料 国家統計局)

### 3. コンポーネント別動向

3Qの実質GDP成長率+4.6%に対するコンポーネント別の寄与度を見ると、消費が+1.3%（前期2Qは+2.2%）、投資が+1.3%（同+1.9%）、外需が+2.0%（同+0.6%）だった。前期に比べて消費と投資、両方の内需の寄与度が大幅に低下した一方、外需の寄与度は大きく増大した（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3Qの輸出増加の要因

24年3Qの輸出（人民元ベース）は前年比+5.5%と前期（2Q同+9.0%）に比べて伸び率が低下した。輸入は同+2.0%（同+5.6%）と前期に比べて伸びが低下した。この間、貿易収支は18,339億元（同18,036億元）と黒字幅は若干拡大した。

3Qの輸出額（USドルベース）を地域別に見ると、米国向けが3Q同前年比+5.0%と2Q（同+2.5%）比伸びが増大。EU向けは3Q同+7.6%と2Q（同-0.2%）に比べて増加、アセアン向けは3Q同+8.8%と前期（同+15.0%）に比べて伸びは鈍化したが堅調が持続している。3Q以降はEU米国の関税引き上げ前の駆け込み輸出増大の反動から伸び率が低下すると予想されていたが、引き続き堅調に推移した。

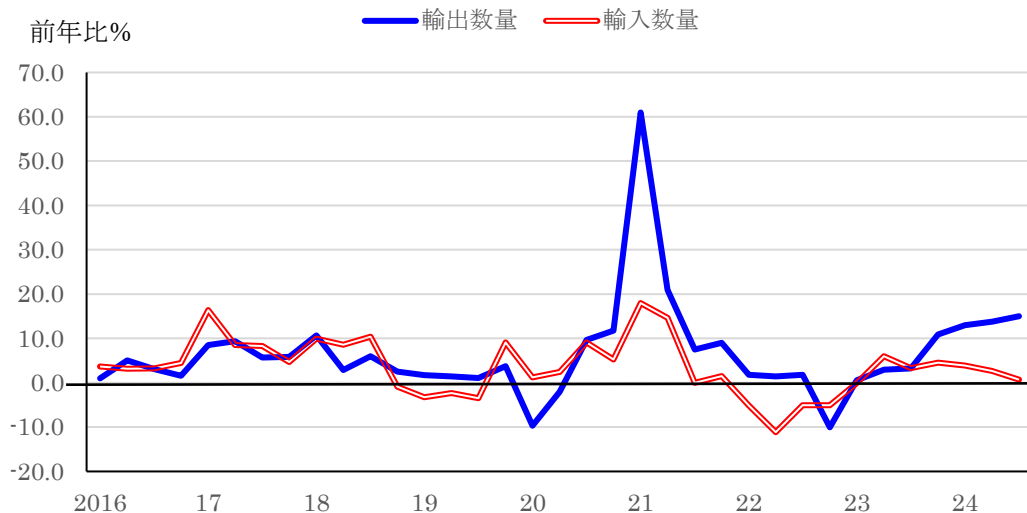
この間、価格要因を除去した数量ベースで見ると、3Qの輸出数量の伸びは前年比+12.3%と前期（同+13.8%）に比べて伸び率がやや鈍化した（図表7参照）が、2桁の高い伸び率を保った。

一方、3Qの輸入数量は同+0.7%と、前期（同+2.7%）に比べ低下した。これは上述のように内需の伸びが大幅に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高い伸びが続き、輸入数量の伸びが一段と低下したため、数量ベースの貿易収支の黒字幅が前期に比べて拡大し、実質GDP成長率に対する

外需の寄与度を大きく押し上げた（前年比ベース寄与度 2Q+0.6%→3Q+2.0%）。

【図表 7】 輸出入数量の推移

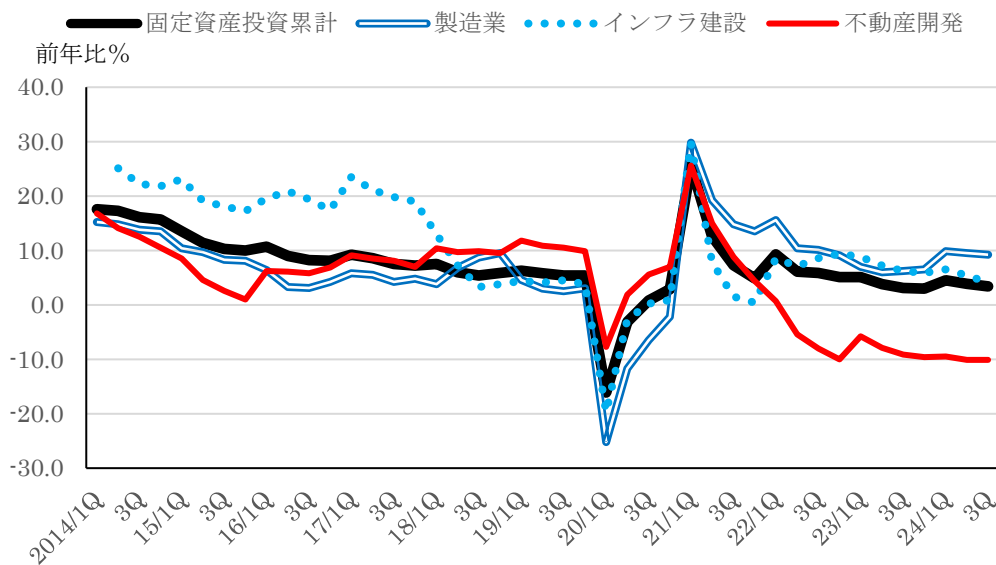


(資料 CEIC)

(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

固定資産投資 24 年 1~9 月累計の前年比+3.4%と、1~6 月累計（同+3.9%）に比べて伸びが一段と鈍化した（図表 8 参照）。

【図表 8】 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、1～9月の製造業設備投資は前年比+9.2%と前期（1～6月同+9.5%）に比べて伸びがやや鈍化、インフラ建設投資も同+4.1%と前期（同+5.4%）に比べ伸びが低下した。この間、不動産開発投資は同-10.1%と前期（同-10.1%）並みの大幅なマイナスとなった。

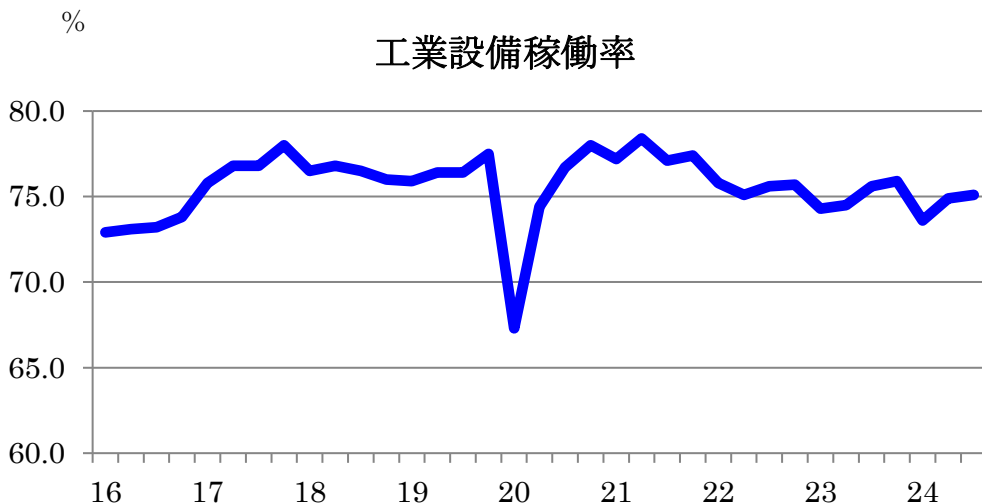
このように、産業分野別に見ると、製造業設備投資、インフラ建設投資、不動産開発投資の全ての分野において改善の動きが見られなかった。

### 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、1～9月前年比は+9.3%と前期（同+9.5%）に比べて伸びがやや鈍化した。このうち民間企業は同+11.4%と2桁の高い伸びながら、前期（同+11.5%）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+9.4%、そのうち航空宇宙関係が同+34.1%、電子・通信機器関連が同+10.3%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3Qが75.1%と前期（74.9%）に比べて若干上昇したが、新型コロナウイルス感染拡大前や20～21年に比べて低めの水準で推移している（図表9参照）。また、3Qの企業収益率を見ても、5.27%と前期（5.41%）に比べて低下し、22年以降の下降傾向が続いている（図表10参照）。以上のような状況を考慮すれば、その他の条件が変わらない場合、投資は今後伸びが低下していく可能性が高いと考えられる。

【図表9】工業設備稼働率の推移



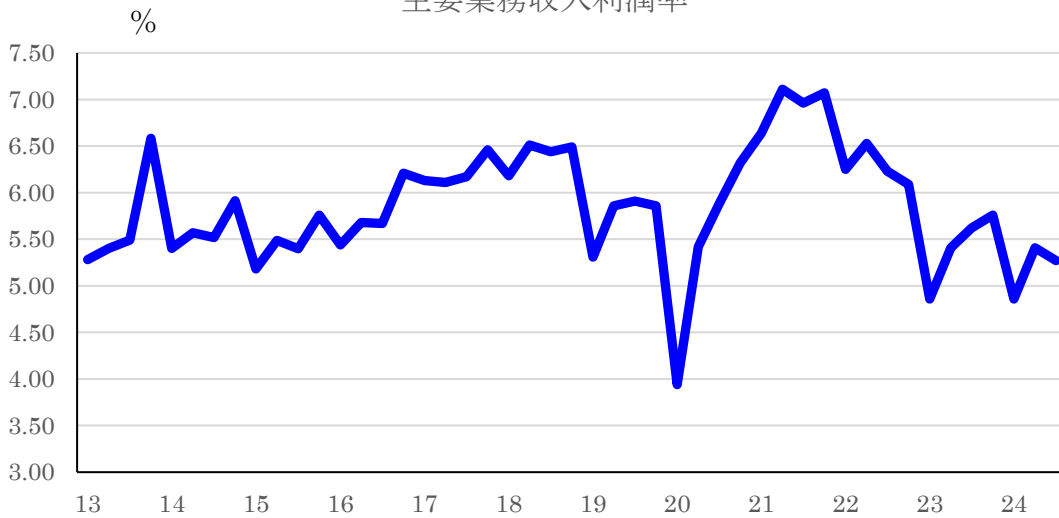
(資料 CEIC)

先行きについては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。ただし、電気自動車、車載用電池、太陽光パネル等中国の工業生産の伸びを支えている産業では過



剰生産により値崩れが生じて収益が悪化している。このため、稼働率は維持できていても、収益率は低下傾向を辿っている。今後、過剰生産業種において一部の企業が撤退を余儀なくされていくと、足許は高い伸びを維持している製造業設備投資の伸び率も徐々に低下する可能性がある。

【図表 10】 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 1～9 月前年比は+4.1%と前期（1～6 月同+5.4%）に比べて伸びが鈍化した（図表 8 参照）。7～9 月の四半期ベースでの前年比を試算すれば前年比+1.5%にまで大幅に低下している計算になる。その背景は地方政府の財源不足による 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、9 月以降、党中央および政府において景気下支え策の必要性が強く認識され、そのための金融支援策が 9 月 24 日に発表された。主な内容は、住宅ローン金利の引下げ（0.2%）、準備預金率の引下げ（0.5%）、不動産過剰在庫の削減促進対策、株式市場活性化策などである。

さらに、地方財政の補填に必要な財政投入額が 11 月 8 日、全人代常務委員会により発表された。この政策運営が徹底されれば、先行きについてインフラ建設投資の伸び率が回復することが見込まれる。

その財政補填の内容は以下の通り。

- ① 2024～26 年の 3 年間、毎年 2 兆元の地方債（専項債）を発行し、隠れ債務を置き換える（3 年間合計 6 兆元）。
- ② 2024～28 年の 5 年間、専項債発行額のうち毎年 8000 億元を借換債の発行に充当し、地方政府債務の削減に活用する（5 年間合計 4 兆元）。

③ 2029 年以降償還予定の老朽住宅改造に関する地方債務 2 兆元も返済する。  
以上の措置により、地方政府の隠れ債務 14.3 兆元のうち 12 兆元が置き換えられ、地方政府の隠れ債務は 2.3 兆元にまで圧縮される見通し。

### ③不動産開発投資

不動産開発投資は、24 年 1~6 月前年比-10.1%に続いて 1~9 月も同-10.1%と横ばいで推移し、前年比 2 桁マイナスの深刻な停滞が続いている(図表 8 参照)。

不動産市場動向を見ると、3Q の着工床面積は前年比-22.2%と前期(同-23.7%)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。不動産販売価格についても、潜在的な需要が最も強い北京、上海でさえ 9 月の中古住宅販売価格の前月比が 1%以上下落しており(図表 4 参照)、年率に換算すれば 10 数%の大幅な下落となった。70 大都市の不動産価格を見ても、新築、中古とも値上がりが見られる都市はほとんどなくなっている。

中国政府は 5 月中旬に不動産市場活性化策を発表し、過剰在庫の削減を促進してきたが、以上の価格動向から明らかなように、目立った効果が見られていなかった。そこで 9 月 24 日に 5 月発表の対策をさらに強化した。その効果もあって、10 月は北京、上海の不動産価格が前月比プラスに転じた(北京前月比+1.0%、上海同+0.2%)。それに加えて、全国 70 大都市のうち 7 都市で新築住宅販売価格、8 都市で中古住宅販売価格がそれぞれ前月に比べて上昇した。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 26~28 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 3Q の消費財小売総額は、前年比+2.6%と小幅ながら伸びが低かった前期(同+2.7%)の伸び率をさらに下回った。これは、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状況が 3Q の間も続いたことによるものと見られている。

それに加えて、不動産価格の下落に伴う資産効果がマイナスに働いているほか、経済の先行きに対する不安も根強く、消費行動における節約志向が強まり、消費志向が低下していることも影響している。本年 1~9 月の可処分所得の伸び率は前年比+5.2%であるが、消費財小売総額は同+3.3%にとどまっている。

## 4. 7~9 月期に景気回復が見られなかった背景

### (1) 7 月時点では先行き回復予想が一般的だった

5 月以降、地方政府の財源不足を背景に、中央政府が発表した消費・投資促進策を実施することが難しかった。さらに、地方公務員給与の支給や地方政府が地元企業等から購入した商品の代金支払等が滞ったため、消費が急減速したほか、投資の伸び率も低下した。

この景気減速の根本的原因である地方財政問題の深刻さは、7月中旬に4~6月期のGDP等主要経済指標が発表された時点で、中国現地のエコノミストの間では明確に認識されていた。7月末には政治局常務会議が開催され、年後半の経済政策運営方針が決定された。それを踏まえて、景気下支え策を実施するよう全国各地の地方政府に対して中央政府から指示が下されていると考えられていた。このため、7月後半時点では8月以降はそうした政策効果が徐々に現れて、経済が緩やかに改善方向に向かうという予想が大勢だった。しかし、その後発表された、8月、9月の経済指標は予想に反して大きな変化が見られなかった。

## (2) 予想外の停滞持続

8月以降、中国経済に回復が見られず、停滞が続いた背景について、中国経済に詳しいエコノミスト等の見方は概ね以下の通りである。

中国では習近平政権第3期以降、党の指導を一段と強化する組織改革が実施された。従来は国務院が党中央と連携しながら経済政策運営に必要な情勢判断を行い、経済政策の具体策を提案し、党中央の承認を得たうえで実行に移していた。

しかし、組織改革後は、党の指導を強化する方針に基づいて、党中央が経済情勢を判断して政策を決定し、国務院は指示された措置を執行するという役割分担に移行した。経済情勢の判断と必要な具体的施策の提案の権限は国務院から党中央に移管された。

従来であれば、国務院の関係各部門が経済情勢を分析し、必要な政策対応を党中央に提案し、党の承認を得たうえで速やかに実行していた。しかし、新たなガバナンス方式の下では、国務院が党中央の指示を待つ必要がある。そのために積極的に政策提案を行うことが難しくなった。

党中央は4~6月のGDP等主要経済指標が公表された7月中旬に三中全会を開催していた。このため、経済指標の変化を詳しく分析し、景気動向の実態を的確に把握する余裕がなかった。従来であれば、国務院または各省の側から経済政策運営上の問題点を指摘し、経済の安定確保に必要な政策提案を行う仕組みが機能していた。しかし、ガバナンスの強化により、従来のボトムアップ型の政策運営の仕組みが機能しにくくなっていた。7月末に開催された政治局常務会議では5月後半以降の経済減速の詳しい背景を分析することなく強い危機感が認識されないまま閉幕した。その結果、その時点では党中央から国務院および地方政府に対して経済下支え策を一段と強化する具体的な指示が出されていなかったと推察されている。

8月に入り、三中全会と政治局常務会議という二つの重要会議が終わって一段落したところで党幹部が地方を視察し、財源難に直面する地方財政の厳しい現実に対する認識が深まった。その認識を踏まえて上述のような9月以降発表された具体策が策定された。

今後これらの政策が徐々に効果を発揮し、経済が改善に向かうことが予想される。

以上