

2025.2.17

中国経済情勢／ヒアリング

誰も予想していなかった 2024 年成長率 5%到達と 2025 年の展望

～今後予想される経済対策の1つは先富論への回帰～

＜成都・北京・上海出張報告（2025年1月12日～25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4Qの実質GDP成長率は、前年比+5.4%と、前期（同+4.6%）に比べ拡大。24年通年では+5.0%に達した。これは殆どのエコノミストの予想（4.8～4.9%）を上回った。4Qの季節調整済み前期比年率は+6.4%と前期（同+5.2%）に比べ改善。
- 先行きについても企業経営者や消費者は将来に対する自信を回復できないため、内需の回復を期待する見方は少ない。
- 9月下旬に金融財政両面の景気刺激策が発表されたが、モデレートなものだったため、マクロ指標の改善は小幅なものにとどまった。
- 4Qの外需の高い伸びは、トランプ政権による関税引き上げ前の駆け込み輸出の増加と、消費の不振を中心とした内需の伸び鈍化による輸入の伸び低下が主な要因。
- 2Qと3QのGDP季節調整済前期比伸び率がそれぞれ0.5%→0.9%、0.9%→1.3%と上方修正された一方、前年比の伸び率は修正されていないなど、解釈が難しい内容であるため、一定期間経過後、統計データが修正される可能性が高いとの見方が多い。
- PMI（購買担当者景気指数）も回復傾向が見られないまま、一進一退の状況が持続。
- 1級都市の中古住宅販売価格は価格下落傾向に歯止めがかかりつつある。70大都市の不動産価格を見ても、新築、中古とも前月比で値上がりした都市が増え始めているほか、販売面積も前年比マイナス幅は縮小傾向を示している。しかし、不動産価格が25年中に価格の下落傾向に歯止めがかかる見通しはなく、1～2級都市の正常化は26～28年頃との見方が一般的。
- 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の基調は変わっていない。
- 先行きについては、12月下旬に経済力の強い主要省市に対して専項債発行条件が緩和されたことを背景に、それらの省市では財源難の問題が徐々に改善に向かう可能性が期待できる。
- 25年の成長率目標は5.0%前後になると予想されている。その実現のために国債・地方債の増発による政府支出の拡大に基づく景気刺激策の実施が期待されている。
- 日本人学校殺傷事件の影響については、中国駐在の日本人は落ち着きを取り戻しているが、今後赴任予定の社員の家族の不安は強く、一部に赴任拒否の動きがある。

1. 足許のマクロ経済概況

国家統計局が1月17日に発表した24年4Q(10~12月期)の実質GDP成長率は前年比+5.4%と、前期(同+4.6%)に比べて上昇(図表1参照)。24年通年では5.0%に達した。ほとんどのエコノミストの事前予想は4Qが5.0%程度、通年では4.8~4.9%だったことから、これらの数字は驚きをもって受け止められた。

ただし、その中身を見れば、内需の停滞が明らかである。24年通年の実質GDP成長率5.0%のコンポーネント別寄与度を見ると、外需の寄与度が1.5%と非常に高かったのに対し、消費は2.2%、投資は1.3%で、内需合計で3.5%にとどまった。2010年から2019年までの平均値を見ると、GDP成長率7.7%に対して、外需の寄与度は-0.2%。一方、消費の寄与度は4.5%、投資の寄与度は3.4%、内需合計で7.9%だった。このように2010年代との比較で見ると、24年は外需の寄与度が非常に大きかった一方、内需の寄与度は消費、投資とも縮小したことがわかる。

先行きについても企業経営者や消費者は将来に対する自信を回復できない状態が続いているため、内需の回復を期待する見方は少ない。4Qは金融財政両面の景気対策や1級都市の不動産購入規制緩和を背景に不動産市場の一部に若干持ち直しの兆しが見られている。しかし、2025年中に不動産販売価格の下落傾向に歯止めがかかる見通しはなく、1~2級都市の不動産市場の正常化の時期は26~28年頃になるとの見方が一般的。

【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)
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	6.3
24年	5.0	7.1	2.3	3.2	3.5	0.2	-4.8
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
4Q	5.4	9.3	-2.4	3.2	4.0	0.2	-4.8

(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)

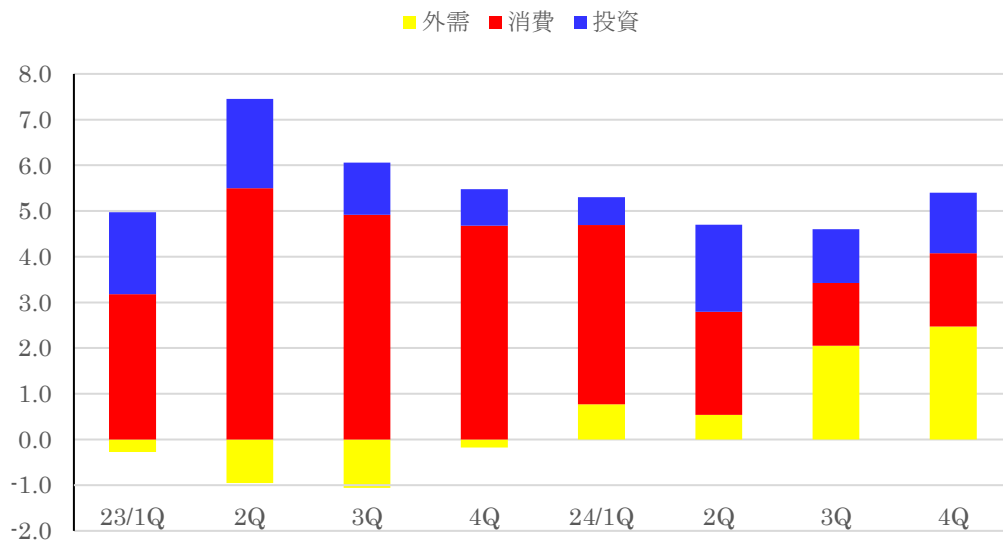
2. マクロ経済指標の推移

(1) 4Q (10~12月期) および通年の GDP 推移の評価

4Q の実質 GDP 成長率は前年比+5.4%、24 年通年では同+5.0%は予想外の高い伸びだったが、その中身を見ると外需の寄与度が高く、内需の弱さが目立つ。

24 年は外需の寄与度が年後半に高まり、GDP 成長率を押し上げた（外需寄与度前年比 1Q+0.8%、2Q+0.5%、3Q+2.1%、4Q+2.5%）（図表 2 参照）。一方、内需の寄与度は消費、投資とも小さかったが、とくに消費の寄与度が年後半に縮小した（消費寄与度前年比 1Q+3.9%、2Q+2.3%、3Q+1.4%、4Q+1.6%）。

【図表 2】 実質 GDP 成長率へのコンポーネント別寄与度推移



(資料 CEIC)

4Q の外需の高い伸びは、第 1 に、24 年 11 月にトランプ氏の大統領就任が決まり、同氏が選挙公約として中国からの輸入品に対する関税の大幅引き上げ方針を発表していたことから、関税引き上げ前の駆け込み輸出が増加した。第 2 に、内需の伸びが鈍化したことにより輸入の伸びが低下したことも影響した（詳細は後述）。

通年でも内需の伸び鈍化は顕著である。前年と比較すると、実質 GDP 成長率は 23 年+5.2%に対して 24 年+5.0%と小幅の伸び鈍化にとどまったが、内需の寄与度は+5.8%（外需-0.6%）から+3.5%（外需+1.5%）へと大幅に低下した。内需のうち消費の寄与度は+4.3%から+2.2%へとほぼ半減、投資の寄与度は+1.5%から+1.3%へと低下した。これを見ても消費の低下が目立っている。

24 年通年の実質成長率は中国政府が掲げた年間目標の+5.0%前後を達成したが、外需の高い伸びが主因だった。その外需を支えた要因は、駆け込み輸出と輸入の伸び率低下であるため、いずれも短期的な押し上げ効果でしかない。本来経済の下支えの主力となるべき内需は弱く、先行きの経済の安定回復の見通しは依然として不透明である。

(2) 経済センサスによる統計ベース改訂の影響

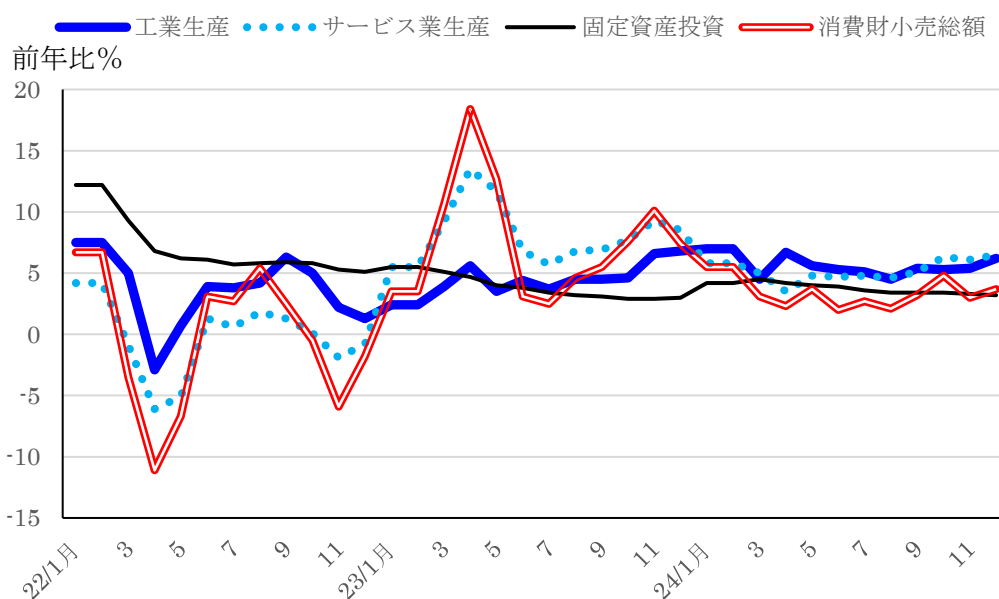
今回発表された実質 GDP 季節調整済前期比伸び率を前回 10 月の発表と比較してみると、24 年 2Q が 0.5% から 0.9% に、同 3Q が 0.9% から 1.3% へとそれぞれ上方修正された。一方、前年比の伸び率は同 1~3Q の各期とも修正されていないなど、整合的な解釈が難しい内容となっている。その背景には、23 年に実施された第 5 次経済センサスによる統計ベースの改訂が影響していると思われる。このため、近い将来、統計データが整合性のとれた形に再修正される可能性が高いと指摘されている。

(3) 内需停滞の背景

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、24 年 5~6 月に減速し、7~9 月は回復することなく緩やかな低下傾向が続いた。9 月下旬になって、ようやく中央政府が経済の停滞に対する危機感を表明し、金融財政両面からの景気刺激策を発表したことから、10~12 月には消費、サービス産業が若干上向いた。しかし、刺激策の中身は従来の政策の延長線上のモデレートなものだったため、経済へのインパクトは大きくなく、マクロ指標の改善も小幅なものにとどまった。

工業生産前年比（各月伸び率の平均）は 3Q +5.0% から 4Q 同 +5.6%、サービス業生産は 3Q 同 +4.8% から 4Q 同 +6.3%、消費財小売総額は 3Q 同 +2.6% から 4Q 同 +4.0% とそれぞれ小幅の改善を示した。一方、固定資産投資は 1~9 月累計前年比 +3.4% から通年累計同 +3.2% と引き続き低下した。

【図表 3】 主要経済指標の月次推移

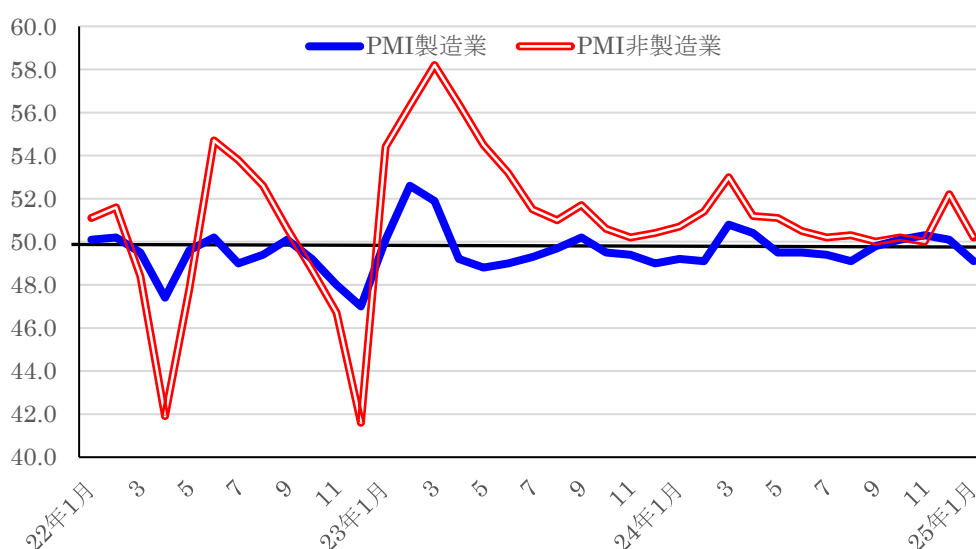


(資料 CEIC)

(4) 景況感の停滞も持続

こうした内需停滞を背景に、景況感を示す PMI¹（購買担当者景気指数）も持続的な回復傾向が見られないまま、一進一退の状況が続いている（図表 4 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 月以降再び 50 を下回った。10～12 月に 50 をわずかに上回ったが、1 月に再び 50 を割った。この間、非製造業も 12 月に一時的に改善したが、1 月は 50.2 と再び 50 近傍まで低下するなど引き続き低調。

【図表 4】 PMI(購買担当者景気指数) 製造業・非製造業



(資料：CEIC)

(3) 不動産市場は 1 級都市で改善の兆し

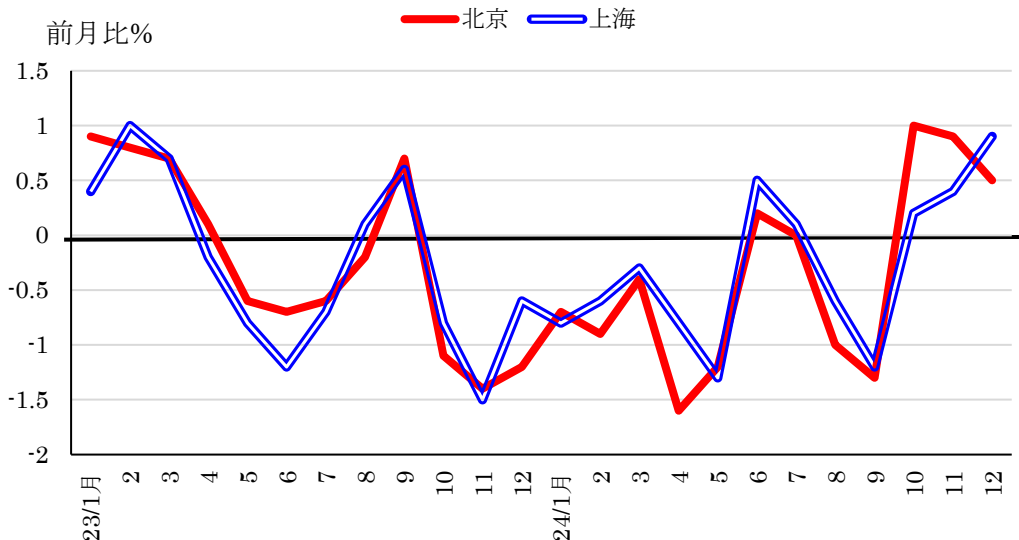
①住宅販売価格・面積動向

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 5 参照）、23 年 4 月以降下落基調で推移していたが、24 年 10 月以降、両都市共に前年比プラスに転じている。全国に 4 都市しかない 1 級都市のうち、北京、上海以外の深圳と広州も価格下落傾向に歯止めがかかりつつある。とくに広州では市外に居住する人に対する購入制限を 10 月以降撤廃したほか、深圳でも中心部の 3 区等を除いて同様の措置を採用したため、両市とも 10～12 月の販売面積が前年を上回った。北京と上海でも市外に住む人に対する購入制限を緩和したが、広州、深圳のように市内全域もしくは大部分を対象とするものではなく、郊外の一部地域に限定したものだ。それでも 10～12 月の販売面積は北京で前年を若干上回り、上海でも前年比マイナス幅が縮小するなど、1 級都市については販売面積の改善が見られている。全国ベ

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。

ースの販売面積は依然として大幅に前年を下回っているが、マイナス幅は縮小傾向にある（不動産販売面積前年比 2Q-19.0%、3Q-17.1%、4Q-12.9%）。

【図表 5】 北京、上海の中古住宅販売価格前月比の推移

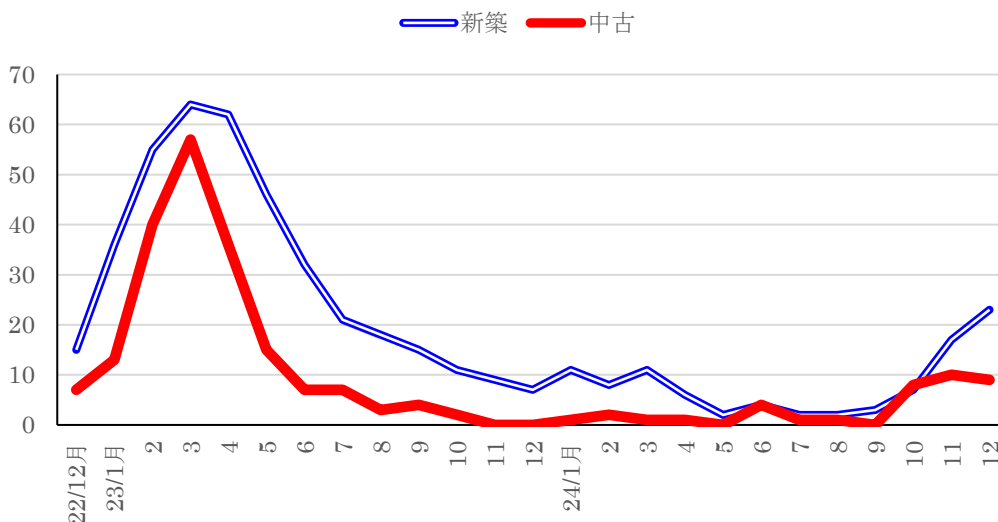


(資料 国家統計局)

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ても（図表 6 参照）同様に改善傾向が見られた。

中古住宅に関しては 23 年 8 月以降、新築物件については 24 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た。しかし、10 月以降はいずれも前月比で価格が上昇した都市の数が増え始めている。

【図表 6】 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

(1) 外需：24年4Qの輸出増加の要因

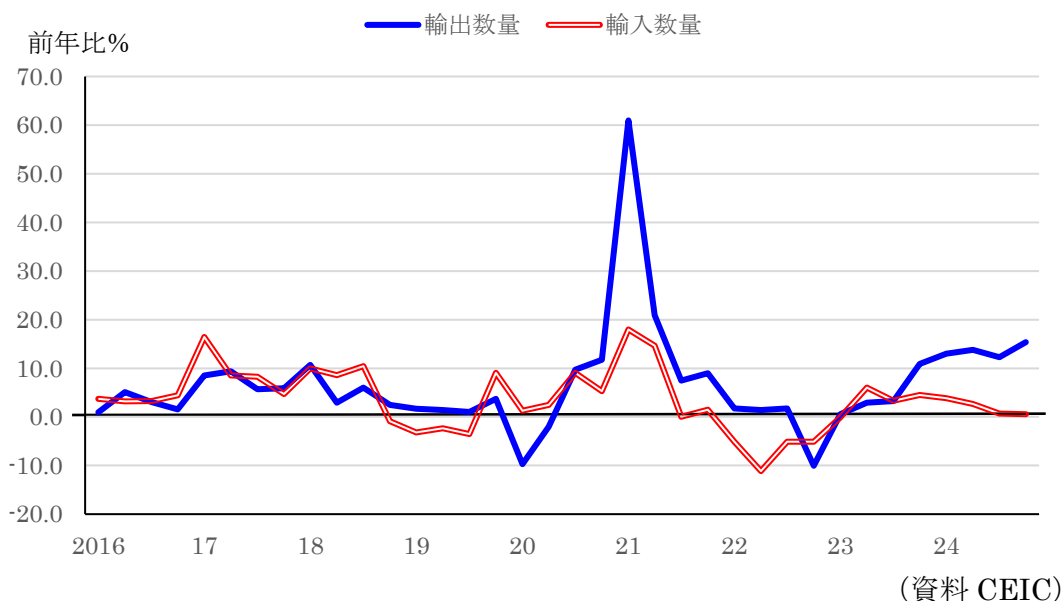
24年4Qの輸出（人民元ベース）は前年比+9.3%と前期（2Q同+5.5%）に比べて伸び率が上昇した。一方、輸入は同-2.4%（同+2.0%）と前期に比べて伸び率が低下した。この間、貿易収支は21,248億元（同18,339億元）と黒字幅が拡大した。

4Qの輸出額（USドルベース）を地域別に見ると、米国向けが前年比+10.5%と前期（同+5.0%）比伸びが増大。EU向けも同+9.6%と前期（同+7.6%）に比べて増加。アセアン向けも同+16.6%と前期（同+8.8%）に比べて伸びが高まった。4Qは米国の関税引き上げ前の駆け込み輸出が伸びた。トランプ政権が2月4日に中国からの輸入品を対象に一律10%の追加関税引き上げを実施した。これは選挙期間中に主張していた60%追加関税に比べて小幅であるため、今後さらなる追加関税が予想されている。このため、1月以降もさらなる追加関税前の駆け込み輸出増大の動きがある程度見られることが予想されている。

この間、価格要因を除去した数量ベースで見ると、4Qの輸出数量の伸びは前年比+15.4%と前期（同+12.3%）に比べて伸び率が高まった（図表7参照）。4Qの輸入数量は同+0.5%と、前期（同+0.7%）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さらに押し上げた（前年比ベース寄与度3Q+2.0%→4Q+2.5%）。

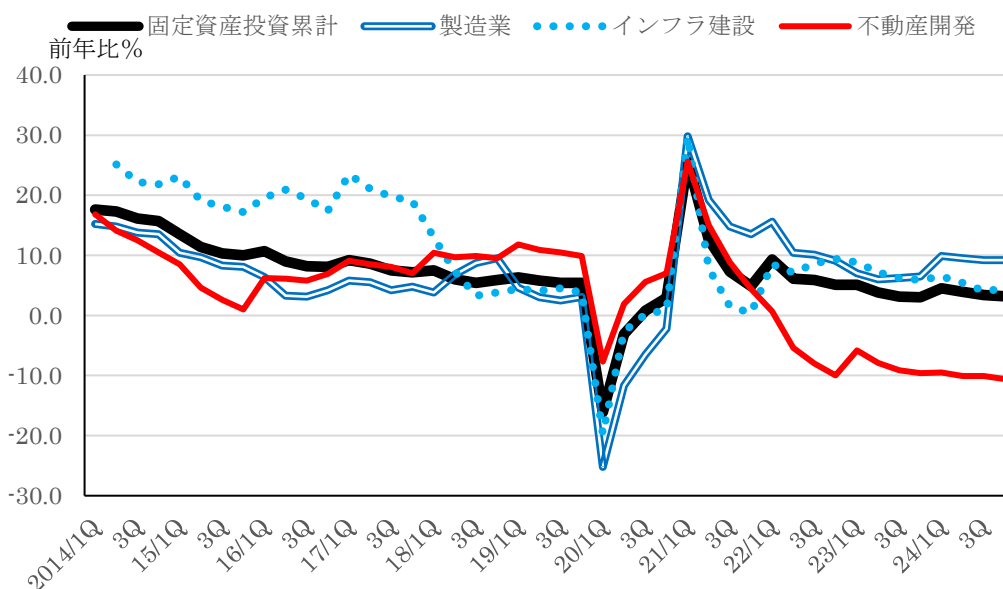
【図表7】 輸出入数量の推移



(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

固定資産投資は 24 年通年の前年比+3.2%と、1~9 月累計（同+3.4%）に比べて伸びが一段と鈍化した（図表 8 参照）。産業分野別の伸びを見ると、通年の製造業設備投資は前年比+9.2%と前期（1~9 月同+9.2%）と同じ伸び率。インフラ建設投資は同+4.4%と前期（同+4.1%）の伸び率を上回ったが、不動産開発投資は同-10.6%と前期（同-10.1%）を下回った。

【図表 8】 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 24 年 1Q 以降前年比の伸びが若干鈍化しているが、ずっと 9% 台で堅調に推移している。民間企業は 24 年通年前年比+10.8%と 2 桁の高い伸びながら、1~9 月累計（同+11.4%）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+8.0%、そのうち航空宇宙関係が同+39.5、ハイテク技術サービスが同+10.2%などが高い伸びを示している。

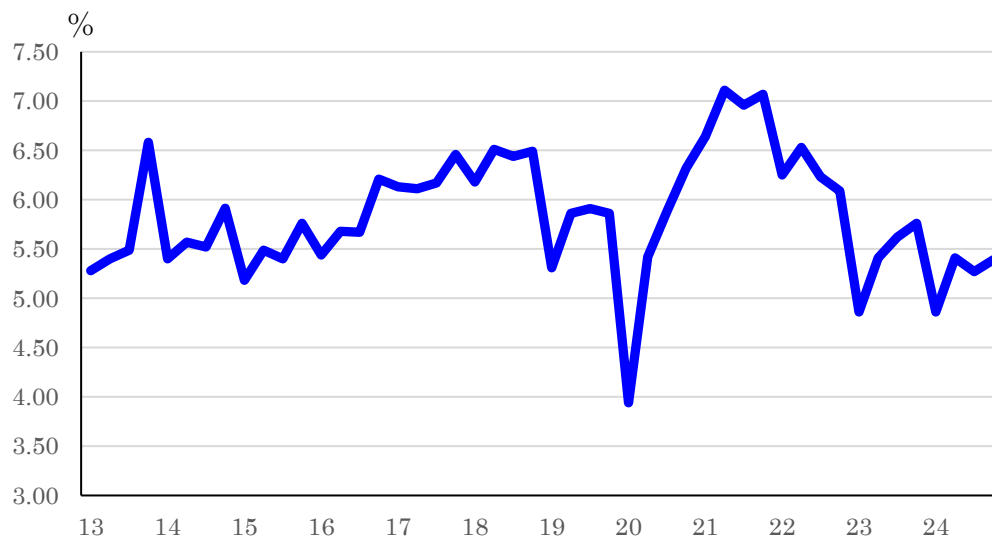
設備投資に影響を及ぼす工業設備稼働率は 4Q が 76.2%と前期（75.1%）に比べて上昇し、21 年 4Q（77.1%）以来 3 年ぶりに 76 を上回った（図表 9 参照）。一方、企業収益率を見ると、4Q は 5.39%と前期（5.27%）を若干上回ったが、22 年以降続いている下降傾向が反転して上昇に転じたようには見えない（図表 10 参照）。以上のような状況を考慮すれば、製造業設備投資は引き続き堅調に推移すると考えられる。しかし、先行き内需が顕著に好転する可能性は高くないことから、さらに伸び率が高まっていくことは考えにくい。

【図表 9】 工業設備稼働率の推移



(資料 CEIC)

【図表 10】 企業利益率（工業企業主営業務収入利潤率、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年通年前年比は+4.4%と2Q以降続いていた低下傾向がようやく下げ止まった（同1~3月+6.5%、1~6月+5.4%、1~9月同+4.1%）

（図表8参照）。地方政府の財源不足を背景に5月後半以降、地方財政支出の停滞が深刻化していたが、中央政府は地方政府が自助努力によって対応することを求めていた。その後、党中央および中央政府は事態の深刻さを認識し、9月下旬以降、その方針を一部修正した。中央政府による国債発行、地方政府による専項債（インフラ建設に充当する地方債）の増大等を基に地方政府の財政支出増大を促進する姿

勢を示した。地方政府は依然として厳しい財源不足に直面しているが、中央政府からの強い要請に一部応じたことから、インフラ建設の減少傾向にかろうじて歯止めがかかった。

③不動産開発投資

不動産開発投資は、24年通年前年比 -10.6% と1~9月（同 -10.1% ）に比べてさらにマイナス幅が拡大し、2桁マイナスの深刻な停滞が続いている（図表8参照）。

不動産市場動向については前述のとおり、1級都市の不動産販売価格が前月に比べて上昇に転じつつある（図表5参照）。70大都市の不動産価格を見ても、新築、中古とも前月比で値上がりした都市が増え始めている（図表6参照）。

販売面積年初来累計前年比を見ても、2Q -19.0% 、3Q -17.1% 、4Q -12.9% と、依然として2桁の大幅なマイナスが続いているが、マイナス幅は縮小傾向を示している。

しかし、着工床面積については、4Q前年比 -23.0% と前期（同 -22.2% ）に比べてマイナス幅が小幅に拡大し、依然として前年を20%以上下回っている。

以上のような不動産の販売面における改善の兆しは中国政府が9月24日に発表した対策の効果によるものである。しかし、依然として不動産価格が下げ止まり、持続的に上昇に転じる見通しは立っていない。このため、新たに不動産を開発するインセンティブは乏しく、不動産開発投資には改善の兆しが見られていない。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4Qの消費財小売総額は、前年比 $+4.0\%$ と前期（同 $+2.6\%$ ）の伸び率を上回った。これは、10月以降、特別国債3000億元のうち1500億元を地方における買換え奨励等の消費拡大促進策に投入したことによるもの。

しかし、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の基調は変わっていないため、消費行動が大きく変化することは考えにくい。それでも、上記の消費促進策は一定の効果を示した。また、12月に公務員給与の5%引き上げが発表されたことも、消費マインドを若干改善したと見られている。

4. 2025年の経済展望と政策運営

先行きについては、内需の不振持続を背景に雇用の改善の見通しが立たないことから、所得環境の改善が不透明であるため、持続的に消費の拡大が続く可能性は低い。

それでも24年12月の中央経済工作会議では、25年の経済政策運営の基本方針として、安定確保最優先の方針が強調されたことから、25年の成長率目標は前年

と同じく 5.0%前後になると予想されている。

25 年の中国経済を展望すれば、24 年のように高水準の外需の寄与度が持続することは考えにくい。その分をカバーする政府支出の拡大による景気刺激策なしには成長率目標の達成は困難である。

政府支出の拡大を支えるには国債・地方債の発行が必要となる。国債については、特別国債 1 兆元の積み増し（24 年の 1 兆元に対して 25 年は 2 兆元）に加え、財政赤字幅の拡大（通常の国債の発行増大）が予想されている。これに加えて、地方政府による専項債の発行増大も予想されている。

12 月下旬に経済力の強い主要省市に対して専項債発行条件が緩和されたことを背景に、それらの省市では財源難の問題が徐々に改善に向かう可能性が期待されている。ただし、それ以外の省市については引き続き支出内容の審査と発行額を中央政府が管理する。

規制緩和の対象となった省市は以下の通り。

北京市、上海市、江蘇省、浙江省（寧波市を含む）、安徽省、福建省（アモイ市を含む）、山東省（青島市を含む）、湖南省、広東省（深圳市を含む）、四川省、河北省雄安新区

こうした規制緩和措置の背景にある考え方について中国政府の政策運営に詳しい中国人有識者に確認したところ、概ね以下のように説明した。

党中央は 24 年 9 月以降中国経済の停滞の深刻さに対する認識を改め、景気対策を強化した。それでも各地方が直面する財源不足に対して中央政府からの補助金を大幅に増額することには慎重である。

その理由は、第 1 に、貧しい省市に対してはこれまでも収入不足のかなりの部分を補助してきているため、さらなる大幅増額は必要ないと考えていること。第 2 に、経済発展をリードしている省市については、もともとそれらの地域経済の発展は中央政府が支援した成果ではなく、各省市の自助努力によって実現した経緯があるため、それらの地域での財源不足を中央政府が補填するのは筋違いであると考えていること。そうした地域では融資プラットフォームを通じた資金調達をベースに各地の産業基盤の独自の優位性を活用して経済発展を促進し成果を上げてきた。そうした豊かな地域の地方政府の公務員の給与水準は中央政府の公務員に比べてはるかに高水準に達していた。中央政府はそうした各地方政府の自由裁量による経済発展政策を認めてきた経緯があるため、上記のような考え方を持っている。

今回経済成長力の高い地域の専項債発行の自由度を高めた背景には、そうした地方の自由裁量の幅を拡大し、豊かな地方を先に回復させることにより、貧しい省にその恩恵が及ぶことを期待していると考えられる。これは 1990 年代以降中国政府が採用した「先富論」への回帰とも言える政策である。これは地域間の所得格差を拡大する性格を伴うため、党中央が重視する「共同富裕」、すなわち所得格差の縮小に反する効果を伴う。しかし、中国経済の現状はその問題にこだわっている余裕がないほど深刻であるため、まずは経済回復を最優先する姿勢を示したものと見る

ことができる。以上が有識者による解説の概要である。

こうした地方政府の自由裁量の拡大が認められれば、公務員給与の遅配や政府に物品を納入した業者への支払い停滞が解消することが期待できる。そうした地道な地方経済状況の改善から、所得環境が改善し、徐々に消費が持ち直しに向かうことが期待される。とは言え消費停滞の根本原因である不動産市場、経済の先行きに対する自信等の回復にはまだ時間を要することから、回復テンポは鈍いとの見方が大勢である。

4. 日本人学校児童殺傷事件の影響

昨年蘇州と深圳の日本人小学校で発生した児童殺傷事件に関して、その後の影響について中国各地の日本人駐在員および日本政府関係者等の見方を伺った。

中国駐在の日本人はすでに落ち着きを取り戻しており、治安上のリスクを懸念して帰国を早める動きは見られていない。保護者の帰国に伴って日本人学校から日本国内の学校に戻る児童数は北京、上海、広州、大連等各地とも例年並みとなる見通し。その背景には、日本政府と中国政府の協力による警備体制の大幅強化が不安を払拭している効果大きい由。各地の日本人学校周辺には数台のパトカーが配備され、見るからに強そうな複数の私服警官も警備に当たっている。子供たちの送迎バスには護身用の防護服を着用した大人が同乗しているとの話を聞いた。

元々中国国内の治安は欧米に比べて安全度が高く、日本人が犯罪に巻き込まれて危害を加えられる比率が低いことは広く認識されている。筆者も頻繁に米国、欧州、中国を訪問するが、米国や欧州でしばしば感じる身の危険を中国滞在中に感じたことはほとんどない。治安レベルについては日本と中国の間にほとんど差がないように感じている。これは日本人中国駐在員の共通認識でもある。

しかし、そうした中国の治安の良さが日本国内で報じられることはなく、日本人学校に通う児童の殺傷事件が2件続いたことから、中国駐在を経験したことがない社員の不安が高まっている。特に小中学生の子供がいる母親の不安感が高まっており、本年4月以降に中国に赴任予定だった社員の夫人が同行を拒否する動きが広がっている。それに伴い、社員本人も赴任を拒否するケースが増えている。

日本企業の現地駐在責任者は、今後この動きが拡大して人材の確保が難しくなり、中国現地の経営に悪影響が及ぶことを懸念している。

この間、24年11月末以降、短期滞在ビザの免除が復活したことから、中国出張の利便性が改善された。これに伴い、とくに部課長級の中国出張が増え、日本企業の中国関連業務運営の円滑化に寄与している。

以上