



2024年9月2日

2024年・2025年の中国経済の見通し

住宅市場の低迷を背景に、24年後半の成長率は減速へ

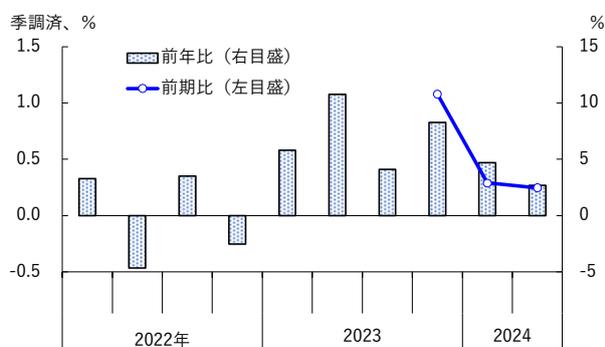
- 2024年4～6月期の中国の実質GDPは前年比+4.7%と、前期に比べて成長率が低下した。個人消費は住宅価格の下落に伴う逆資産効果などから減速し、固定資産投資も住宅投資の大幅減などから増勢が弱まった。
- 中国では2024年の春以降、政府が工業分野における生産設備の更新などを積極的に推進し、また過剰な住宅在庫の買い取り支援などによる住宅市場の支援策を強化している。ただ、銀行による融資審査の慎重化や地方政府の財政難といった問題などから、政府の対策の効果が表れるまでには時間がかかると考えられる。
- 先行きの中国経済を展望すると、2024年後半は、住宅市場の低迷を背景に、実質GDP成長率が緩やかに低下するだろう。続く2025年については、住宅市場支援策の効果などから景気が緩やかに持ち直す見込みである。2024年の中国の実質GDP成長率を+4.8%、2025年を+4.6%と予測した。

1. 消費と投資の減速から、4～6月期の実質GDP成長率は低下

2024年4～6月期の中国の実質GDPは前年比+4.7%と、前期（同+5.3%）に比べて成長率が低下した（6ページ図表13）。季節調整値でも、前期比+0.7%と、前期（同+1.5%）に比べて増勢が弱まった。

4～6月期の動向を需要別にみると、個人消費の動きを表す小売売上高は前年比+2.7%と前期に比べて減速した（図表1）。内訳をみると、日用品や医薬品などが若干持ち直したものの、自動

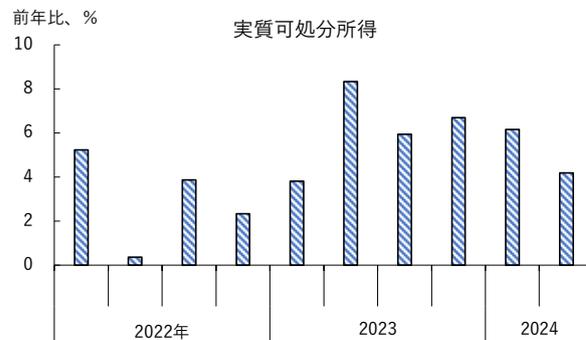
図表1 小売売上高



注：中国国家統計局資料より四半期ベースの数値を試算した。

出所：中国国家統計局資料より浜銀総研作成

図表2 国民の可処分所得



注：中国国家統計局資料より四半期ベースの数値を試算した。

出所：中国国家統計局資料より浜銀総研作成

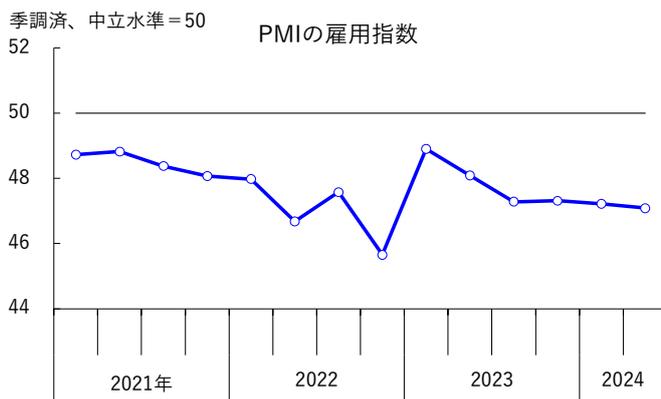
車や建築・装飾資材などが前年水準を下回った。このように個人消費が減速した背景には、主に2つの理由が挙げられる。第1に、雇用・所得情勢の弱含みである。4～6月期の可処分所得は前年比+4.2%と増勢が弱まった(図表2)。また、PMI(中立水準は50)の雇用指数を四半期平均すると、4～6月期には47.1と2四半期連続で低下した(図表3)。内訳をみると、製造業が48.1と前期を若干上回ったものの、非製造業は46.4と前期に比べて低下した。企業の労働需要が非製造業を中心に減少していると判断される。第2に、住宅価格の下落による家計のバランスシートの悪化(逆資産効果)である。4～6月期の主要70都市の平均新築住宅販売価格は前期比-1.3%と下落ペースが一段と加速した。住宅の資産価値の下落に拍車がかかったことが消費者心理を冷やませたと考えられる。

次に、4～6月期の固定資産投資(土地購入費用を含む)は前年比+3.4%と前期に比べて増勢が弱まった(図表4)。季節調整値をみても、前期比+0.6%と、前期に比べ減速した。習体制による工業分野の設備更新への支援などを背景に、製造業の投資が同+9.4%と底堅く推移した一方で、住宅販売の不振などを背景に不動産業の投資は同-10.3%と減少幅が拡大した。また、公共インフラ投資の主要財源である地方専項債券の発行が遅れていたことなどから、公共インフラ投資

も同+3.1%と増勢が弱まった。

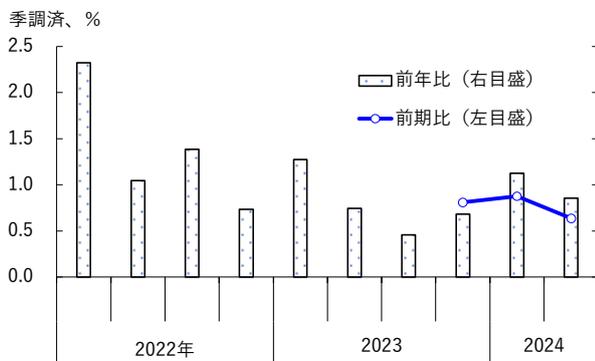
一方、4～6月期の通関輸出は前年比+5.8%と前期に比べて増勢が拡大した(図表5)。仕向地別にみると、ASEAN向けが大幅に増加したほか、米国向けやEU(欧州連合)向けにも底入れの動きが表れている。また商品別にみると、衣類や玩具などが減速したものの、集積回路や自動車、家電などは増勢が拡大した。海外需要の増加に加えて、中国企業が集積回路などの高付加価値品の輸出に積極的に取り組んだことが輸出を押し上げた。

図表3 雇用指数



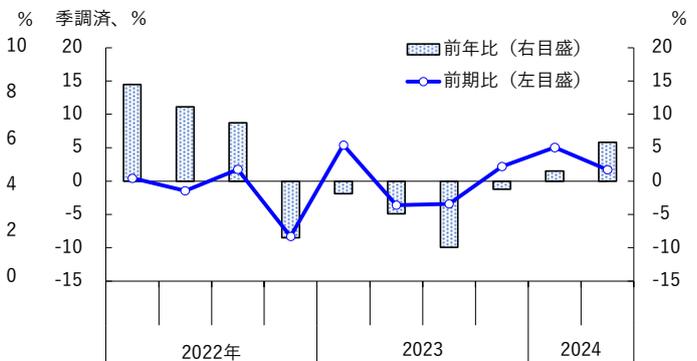
注：PMIは購買担当者景気指数。
出所：中国国家统计局資料より浜銀総研作成

図表4 固定資産投資



注：中国国家统计局資料より四半期ベースの数値を試算した。
出所：中国国家统计局資料より浜銀総研作成

図表5 通関輸出

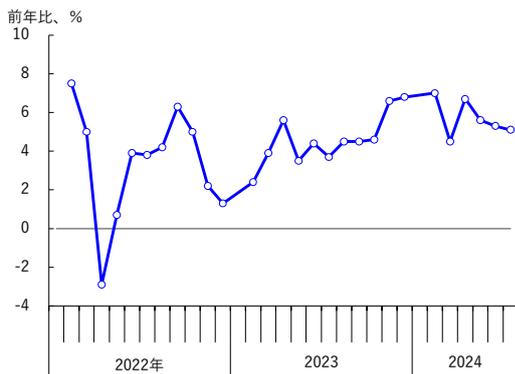


注：前期比は当社による季節調整値。
出所：中国国家统计局、CEIC資料より浜銀総研作成

2. 足元の景気も鈍い動きが続く

直近の月次指標をみても、景気回復の足取りは依然として鈍い。まず、7月の鉱工業生産は前年比+5.1%と前月に比べて増勢が弱まった(図表6)。内訳をみると、国内需要の弱含みから、セメントの減少幅が2か月連続で拡大し、自動車も減少した。また、8月の総合PMI産出指数が50.1と5か月連続の低下となり、企業の景況感の改善ペースが一段と鈍っていることが示された(図表7)。内訳をみると、製造業PMIの「生産」指数が4か月連続で低下し、非製造業PMIもほぼ横ばいにとどまった。

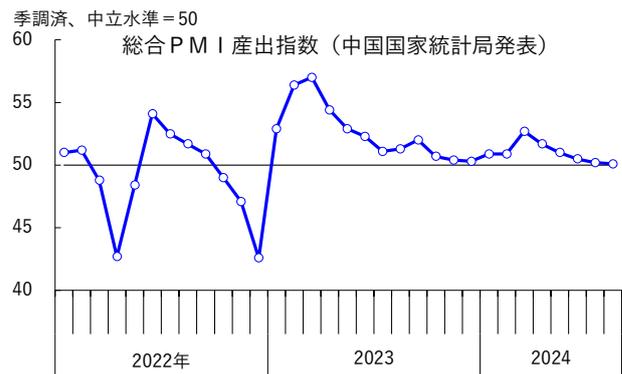
図表6 鉱工業生産



注：前年比の各年2月は1~2月の累計値、データのない月は線形補間した。

出所：中国国家统计局

図表7 総合PMI産出指数

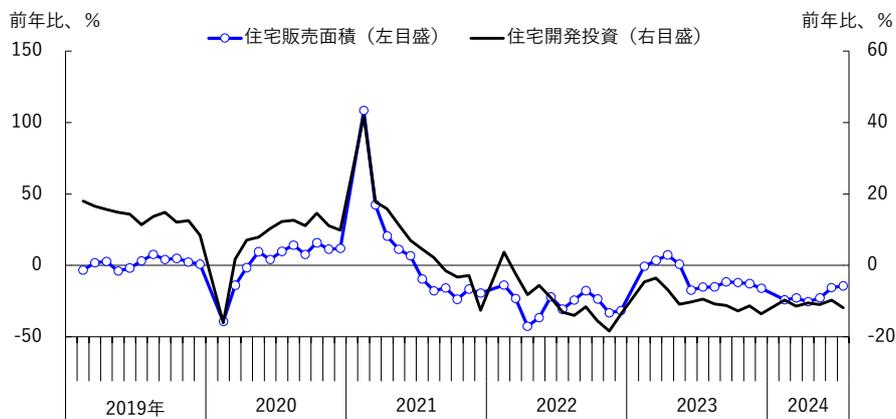


注：総合PMI産出指数は全業種（製造業と非製造業）の産出変化の状況を表す指標で、製造業PMIの「生産」指数と非製造業PMIで構成される。PMIは購買担当者景気指数。

出所：中国国家统计局

住宅市場に関しても、7月の住宅販売面積が前年比-14.3%と大幅な前年割れが続いた(図表8)。不動産企業の経営不安などを背景とした住宅購入の手控えから、予約販売（契約時点で未完成の物件）の大幅減が続いている。また、同月の住宅開発投資も同-11.9%と前年水準を大きく下回った。さらに、7月末時点の住宅在庫は同+22.5%の3.8億㎡に膨らんだ。住宅市場はまだ底がみえない状況が続いている。

図表8 住宅販売と住宅投資



注：中国国家统计局資料より前年比の月ベースの数値を試算した。前年比の各年2月は1~2月の累計値、データのない月は線形補間した。

出所：中国国家统计局資料より浜銀総研作成

3. 習体制は内需の拡大策や住宅市場の支援策を強化

中国の景気が減速した2024年春以降、習体制は経済対策に一段と力を入れている。この期間の具体的な政策運営をみると、まず、工業分野における生産設備の更新を積極的に推進している。24年4月、中国の工業情報化部などの7部署は「工業分野の設備更新を推進する実施計画」を公表した。この計画では、重点産業のエネルギー効率を高めることや企業のデジタル設備の普及率を向上させることなどを通じて、製造業のハイエンド化、スマート化、グリーン化を進めることが目標として示された。これを受けて、各地方政府は工業分野の設備更新の具体策を相次いで発表した。6月23日時点では、浙江省や江蘇省など中国のおよそ7割の地方政府が具体策を発表している。また、四川省や重慶市など多くの地方では、すでに減税などを通じた企業設備更新への支援に着手している。今後、各地方政府による支援の取り組みが進むことで、企業における設備更新の動きが広がると考えられる。

次に、地方専項債券発行の加速である。2024年3月に開催された全人代（全国人民代表大会）では、習体制が公共インフラ投資の主要財源である地方専項債券の年間発行枠を3.9兆元（約79.0兆円）に設定した。これを受けて、地方政府は足元で地方専項債券の発行を加速させている。6月末時点における発行計画をみると、7～9月期には福建省や山西省などの地方政府で1.7兆元（1～6月期は1.5兆元）が発行される予定である。今後、地方専項債券の発行加速により公共インフラ投資の原資が増加すると見込まれることから、公共インフラ投資は増勢が強まってくると考えられる。

低迷が続く住宅市場に関しても、4月以降、習体制は支援策を強化している。まず、中国政府は不動産企業の不動産開発プロジェクト（以下、PJ）への資金支援策を加速させている（図表9）。2024年1月にスタートしたPJへの資金支援策は3月までの段階では少額の融資にとどまっていた。これを受けて、4月には、何副総理が中国国内の銀行に対してPJへの融資の加速を指示した。この政府の後押しにより、4～6月期には銀行がPJへの融資を計6,800億元（約13.8兆円）承認し、1～3月期の融資額（5,200億元）に比べて約3割増加した。7月以降も、湖北省や山東省など多くの地方政府で、PJへの資金支援策が積極的に推進されている。

図表9 融資適格対象PJの承認と融資実施

背景	民間不動産企業を中心に、資金不足により多くのPJが延期されている。
実施内容	2024年1月以降、各地方政府は融資対象として適格なPJを認定し、銀行に融資を要請している。
進捗状況	4～6月期に銀行は1,900件超（計6,800億元＝約13.8兆円）のPJの融資を承認。

出所：中国住宅都市農村建設部資料などより浜銀総研作成

図表10 5月17日公表の住宅市場支援強化策

1、何副総理による地方政府への下記資産の買い取りの指示
①不動産企業の遊休状態の土地
②過剰な住宅在庫
2、中国人民銀行（中央銀行）公表の支援策
①住宅購入時の頭金比率の下限の引き下げ
②住宅購入時の住宅積立貸出金利の引き下げ
③住宅ローン金利の下限の撤廃
④過剰な住宅在庫の買い取り支援を目的とする3,000億元（約6.1兆円）の融資枠の設定

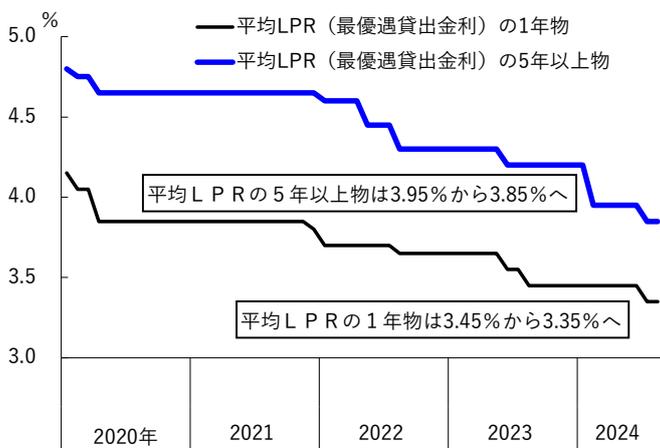
出所：人民網、人民銀行のホームページより浜銀総研作成

また、5月には、習体制が新たな住宅支援策を相次いで打ち出した。まず、何副総理が地方政府に、不動産企業が所有する過剰な住宅在庫などを買い取ることを指示した（図表 10）。次いで、中国人民銀行（中央銀行）が住宅購入時の頭金比率の下限の引き下げや、住宅購入時の住宅積立貸出金利の引き下げなどを実施した。これらの政策のうち、過剰な住宅在庫の買い取り支援策については、資金繰りに苦む不動産企業の経営状況を改善し、建設が中断されていたPJを再開させる効果が期待される。6月20日には、中国住宅都市農村建設部（日本の国土交通省に相当）が各地方政府に対して買い取りの加速を指示しており、中国政府はこの対策の推進を後押ししている。今後、地方政府による過剰な住宅在庫の買い取りが進むことで、不動産企業の資金不足が解消されることになろう。

さらに、7月には、中国人民銀行が平均LPR（最優遇貸出金利）の1年物と、住宅ローン金利の基準となる5年以上物の金利を0.1%引き下げた（図表 11）。金融当局も金融緩和を通じて住宅購入の資金支援や景気の下支えを行っていく姿勢を鮮明にしている。

なお、同月に開催された「三中全会」では、2024年の経済発展目標を実現する目的で、国内需要を積極的に拡大することや、不動産企業の資金不足の防止・解消を図っていくことが決定された（図表 12）。習体制が内需拡大策や住宅市場支援策を強化する方針が改めて示されたことで、今後、前述した政府による取り組みが本格的に進んでいく可能性が高くなったと考えられる。

図表 11 平均 LPR（1 年物と 5 年以上物）



注：LPR（Loan Prime Rate）とは、最優遇貸出金利とも呼ばれ、大手市中銀行が最優良企業（財務状況がよく、信用力もあるなど）に融資する際の貸出金利のことである。

出所：Bloomberg、中国人民銀行ホームページ

図表 12 「三中全会」の決定事項

- 1、2024年の経済・社会発展目標を着実に実現
- 2、金融緩和と財政出動を徹底し、国内需要を積極的に拡大
- 3、各地の実情に合わせて新質生産力を推進
- 4、輸出をけん引する新たな分野の育成を加速させる
- 5、エネルギーのグリーン・低炭素化を着実に推進
- 6、国民の生活・生計を確実に改善
- 7、不動産企業の資金不足や地方政府の債務、中小金融機関の不良債権といった重要分野のリスクを防止・解消

注：一部抜粋。新質生産力とは、科学技術イノベーションの主導を通じて、質の高い発展を促進する生産力のことを言う。政府による工業分野の設備更新の推進が新質生産力の発展につながるとみられる。

出所：中国政府ホームページより浜銀総研作成

4. 2024年の実質GDP成長率を+4.8%、2025年を+4.6%と予測

こうした点を踏まえて、先行きの中国経済を展望すると、2024年後半は、実質GDP成長率が緩やかに低下する見込みである（図表 13）。

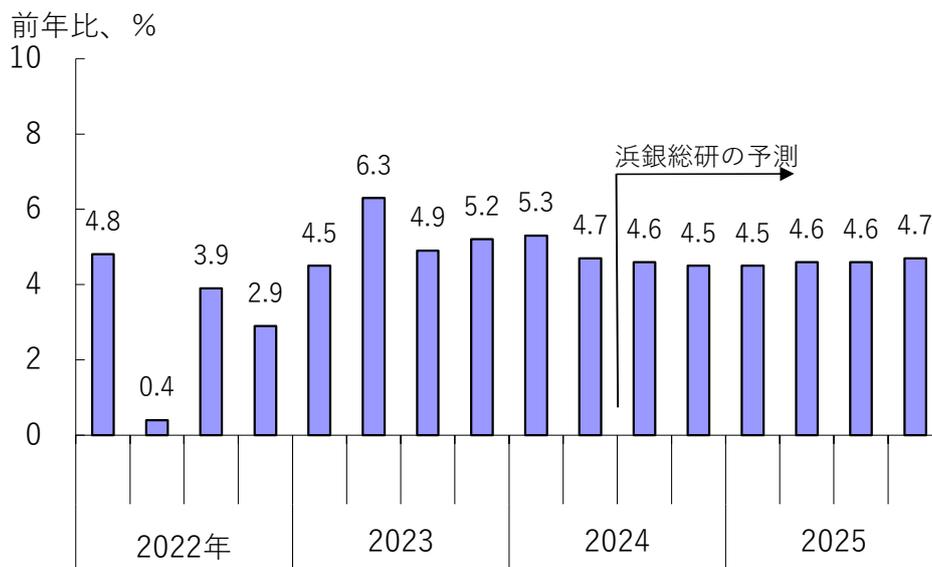
まず、固定資産投資は増勢が弱まろう。地方専項債券の発行加速を背景に公共インフラ投資は持ち直しの動きになろう。それに加えて、習体制が工業分野の設備更新を支援する中、企業の設備投資も引き続き10%近くの高めの伸びで推移すると見込まれる。しかし、不動産投資が弱含む

ことが固定資産投資全体の足かせになるだろう。政府が不動産開発プロジェクトへの資金支援や過剰な住宅在庫の買い取り支援に注力するものの、銀行が個別PJの審査を慎重に進めるとみられることや、地方政府の財政難の問題などにより住宅販売の減少に歯止めがかかるまでには時間を要しよう。次に、個人消費は減速する見込みである。前述のように住宅販売が引き続き減少する中、住宅価格の下落には歯止めがかからない展開になろう。住宅価格の下落による逆資産効果が引き続き個人消費の重荷になると見込まれる。また、景気全体の弱含みを背景に、雇用・所得情勢の改善も見込みにくいと考えられる。一方、輸出が緩やかに増加することが成長率の過度な低下を回避させる見込みである。中国企業が集積回路などの高付加価値品の輸出に取り組むことや、新興国による需要の増加などが輸出を押し上げるだろう。

続く2025年については、景気が緩やかに持ち直す見込みである。まず、輸出は引き続き増加しよう。先進国を中心に世界の経済成長が高まると見込まれることがその背景にある。また、政府の対策により中国企業が生産設備を更新し、中国製製品の競争力が高まることも輸出を押し上げよう。次に、個人消費も緩やかながら持ち直しの動きが表れると見込まれる。まず、住宅価格の下落に伴う逆資産効果が後退しよう。政府による不動産関連の対策により、年後半には不動産企業の経営不安が徐々に後退するとともに、住宅購入者のマインドが次第に改善し、住宅販売が底入れすると見込む。住宅販売の底入れにより、住宅価格の下落には歯止めがかかることになると見込まれる。また雇用・所得情勢にも改善の動きが表れると見込まれる。輸出の増加や住宅販売の底入れなどを背景に、年後半には企業業績が改善するとともに、生産の回復などに伴って、企業は雇用の増加や賃金の引き上げを積極化しよう。一方、固定資産投資は緩やかに減速しよう。財政出動の縮小を背景とする公共インフラ投資の減速が固定資産投資全体の足かせになろう。ただ、政府の支援による企業の設備更新が継続的に実施されるにつれて製造業の設備投資が底堅く推移する見込みである。また、住宅販売の底入れを背景に不動産投資の減少幅が徐々に縮小することも固定資産投資全体の過度な減速を回避させよう。

以上より、2024年の実質GDP成長率を+4.8%、2025年を+4.6%と予測した。年間の成長率

図表13 中国の実質GDP成長率の見通し



出所：中国国家统计局資料などより浜銀総研作成

は 2025 年が 2024 年を下回るが、中国経済の実勢としては、2024 年の終盤まで浮揚感に乏しい展開が続き、2025 年に入ると年後半にかけて徐々に回復の足取りがはっきりしてくる展開になるう。

執筆者紹介



白 鳳翔（はく ほうしょう）

浜銀総合研究所 調査部 主任研究員

国際公認投資アナリスト（CIIA）

日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）

担当分野：中国の経済・マーケット・産業全般の調査・分析、
ベトナム・タイ・インド経済の調査・分析

浜銀総合研究所では、景気動向に関するレポートなどの発行情報をメールにてお知らせしています。ご関心のある方は、下記のサイトより、「レポート更新情報お知らせメール」（無料）にご登録ください。

【URL】 https://www.yokohama-ri.co.jp/html/inquiry/inquiry_repo.html?nno=5