

2024年4月25日 全10頁

中国経済見通し：名目<実質、実感なき景気堅調

不動産不況に一段の長期化の懸念

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

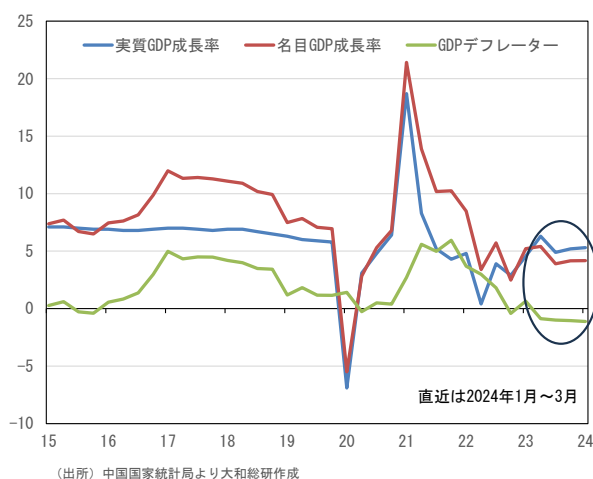
- 中国国家统计局によると、2024年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比5.3%（以下、断りのない限り、変化率は前年同期比）であった。ブルームバーグ社集計による事前予想は平均4.8%であり、予想以上に強い数字だった。しかし、何かが強かったのではなく、GDPデフレーター（名目GDP成長率－実質GDP成長率）が▲1.1%となったことが、やや高めの実質成長率の主因であり、景気堅調の実感は乏しい。デフレ傾向にある中国では、2023年4月～6月以降、4四半期連続で名目成長率<実質成長率という状況が続いている。
- 不動産不況に改善の兆しは見えない。価格下落が続き、将来的な先高観が台頭しない間は、実需筋も住宅の購入を急がないであろうし、投資・投機商品としての住宅も人気離散が続く可能性がある。不動産不況はさらに長期化する懸念があるということだ。

2024年1月～3月のGDP成長率は実質5.3%、名目4.2%

中国国家统计局によると、2024年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比5.3%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、2023年通年、2023年10月～12月のそれぞれ5.2%とほぼ同じであった。ブルームバーグ社集計による事前予想は平均4.8%であり、予想以上に強い数字だった。しかし、何かが強かったのではなく、GDPデフレーターが▲1.1%となったことが、やや高めの実質成長率の主因であり、景気堅調の実感は乏しい。デフレ傾向にある中国では、2023年4月～6月以降、4四半期連続で名目成長率<実質成長率という状況が続いている。

2024年1月～3月の5.3%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が3.9%pt、総資本形成は0.6%pt、純輸出は0.8%ptであった。2023年の5.2%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出4.3%pt、総資本形成1.5%pt、純輸出▲0.6%ptであり、2024年1月～3月は内需の寄与度の低下を純輸出の寄与度のプラス転換が補った格好だ。

実質・名目GDP成長率、GDPデフレーターの推移（単位：%）



実質GDP成長率(前年比) 需要項目別寄与度（単位：%、%pt）

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.9	1.6	0.6
2016	6.8	4.5	3.1	▲0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.7	4.3	2.9	▲0.5
2019	6.0	3.5	1.7	0.7
2020	2.2	▲0.2	1.8	0.6
2021	8.4	5.5	1.1	1.8
2022	3.0	1.2	1.4	0.4
2023. 1-3	4.6	3.1	1.8	▲0.3
1-6	5.5	4.3	1.9	▲0.7
1-9	5.2	4.3	1.6	▲0.8
1-12	5.2	4.3	1.5	▲0.6
2024. 1-3	5.3	3.9	0.6	0.8

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

不動産不況に一段の長期化の懸念

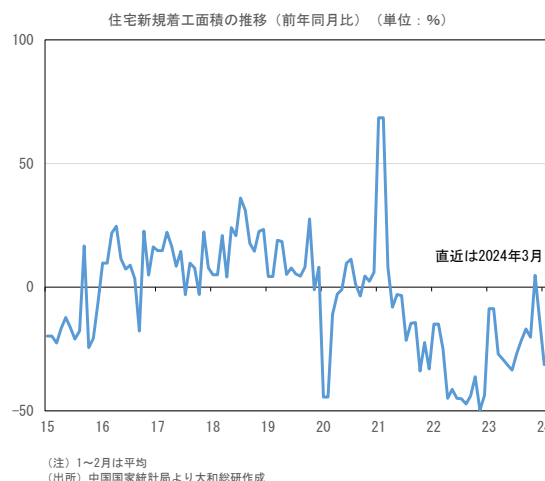
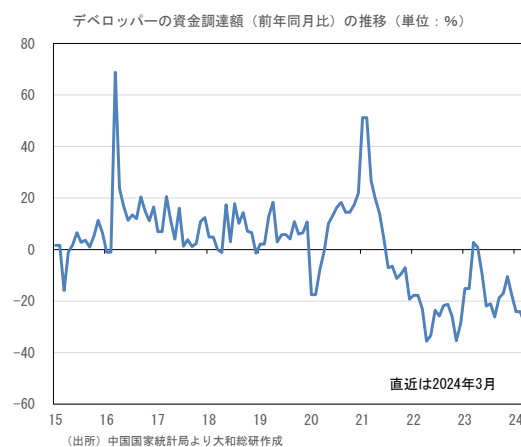
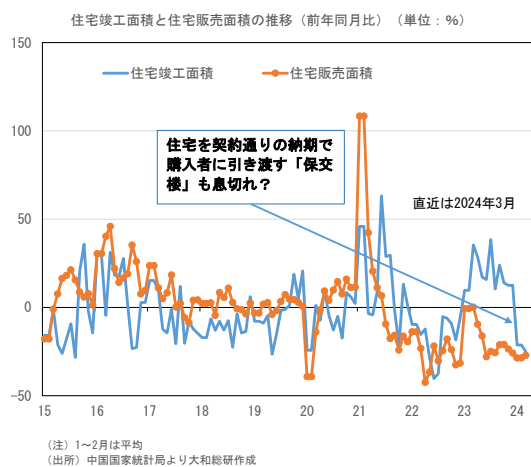
不動産不況に改善の兆しは見えない。

2022年夏以降の「保交楼」（デベロッパーへの銀行貸出の強化などによって、住宅を契約通りの品質と納期で購入者に引き渡す政策）はある程度奏功し、住宅竣工面積は2022年の14.3%減から2023年は17.2%増になった。しかし、2024年1月～3月は21.9%減と再び減少に転じている。「保交楼」は早くも息切れしてしまった格好だ。不動産デベロッパーの資金調達額も2023年の13.6%減から2024年1月～3月は26.0%減となり、マイナス幅が拡大している。

また、「保交楼」は建設中の販売済み物件の完成と引き渡しが目的であり、新規需要を直接刺激するわけではない。相次ぐ民営デベロッパーのデフォルトや返済猶予も嫌気されて、2024年1月～3月の住宅販売面積は23.4%減となり、2023年の8.2%減からマイナス幅が拡大した。

2024年3月末の住宅在庫面積は23.9%増の3.95億㎡に積み上がった。1軒当たり100㎡（専有面積は80㎡）と仮定すると、395万軒分に相当する規模だ。こうした状況下で住宅新規着工面積は、2023年は20.9%減、2024年1月～3月は28.7%減を記録した。

一段と深刻化する不動産不況



住宅価格先安観で実需も様子見か

今後の不動産市場の安定化には、財務の健全性は高かったが、政策の失敗のために経営不振を余儀なくされた民営デベロッパーを救済することが第一歩となる。この点で、2024年1月から始まった「ホワイトリスト」にはある程度の期待が持てる。これは、都市の「不動産金融調節制度」の一環であり、地方政府が資金調達をサポートする不動産開発プロジェクトのリストを作成して、それを銀行に送付、銀行は貸出を含む金融支援を行うことで、工事中断問題の解決を図ろうとしている。

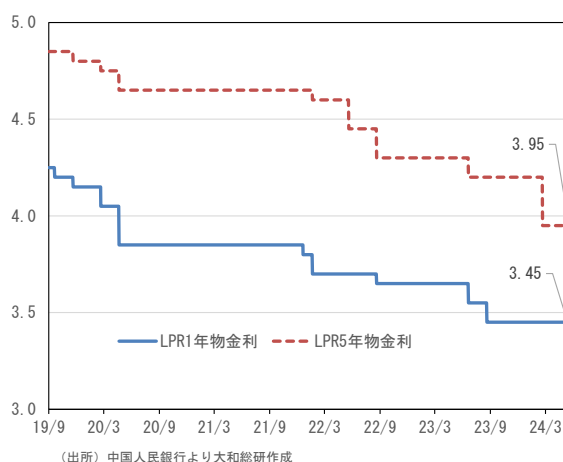
住宅・都市農村建設部によると、2024年3月末時点でホワイトリストに掲載されたプロジェクトのうち、1,979プロジェクトが4,690億円の与信枠を獲得、うち1,247プロジェクトに1,554億円の融資が実施されたという。ホワイトリストに基づく支援は始まったばかりであるが、3月末までに実行された1,554億元は、2023年のデベロッパー全体の資金調達額の1.2%にとどまる。購入者の工事中断問題への懸念を払拭するには全く不十分だ。

まずは、ホワイトリストに関連した融資を大きく増やす必要がある。そして、政府がお墨付きを与えたホワイトリストが住宅購入者に浸透すれば、少なくとも民営デベロッパー＝デフォルト・倒産リスクが高い、という連想が断ち切られると期待される。

需要面では、中国人民銀行は2024年2月20日に、住宅ローン金利の参照レートであるLPR5年物を0.25%引き下げ、3.95%とした。貸出金利の参照レートであるLPR1年物は据え置かれており、利下げの目的が住宅需要の刺激にあることは明らかだ。さらに、各都市は住宅需要を刺激する政策を相次いで発表している。多くの都市では2軒目の頭金比率を大きく下げ、住宅ローン金利を1軒目並みとしたり、戸籍による購入制限を緩和したりするなどの政策を打ち出した。前段と併せて、需要・供給両面の政策が奏功すれば、短期的には、住宅市場の安定化が期待できるかもしれない。

実需の回復に期待したいところだが、その阻害要因となり得るのが、住宅価格に先高観が乏しいことである。全国70都市の新築住宅価格と中古住宅価格は、それぞれ2022年4月、2022年

LPR1年物、LPR5年物の推移（単位：％）

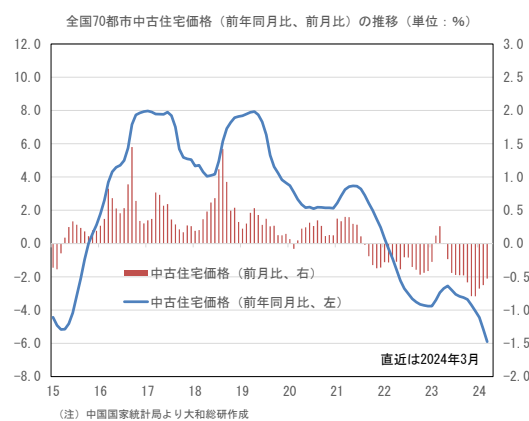
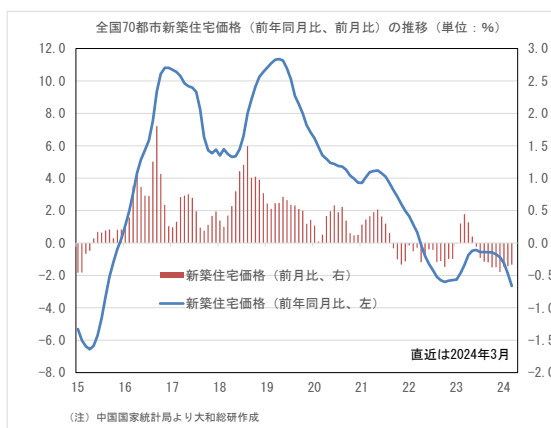


2月以降下落が続いている。新築住宅については、各都市が販売時の値下げ率を制限するなどしていることもあり、下落幅は相対的に小さいが、こうした制限がない中古住宅は、2024年3月は▲5.9%と、前回2015年のボトムを下回った。

先行きも悲観的な見方が多い。中国人民銀行の家計へのアンケート調査によれば（2023年10月～12月）、住宅価格が今後上昇すると予想する家計は全体の12.3%と、調査開始以来最低となった。一方、下落と予想したのは全体の20.2%となり、調査開始以来最高であった2011年10月～12月に次ぐ高水準を記録した。両者の差は、▲7.9%ptと、調査開始以来最大のマイナス幅となっている。これまでもこの差がごく短期的にマイナスとなることがあったが、今回のように3四半期連続マイナスと長期化したのは調査開始以来初めてである。

価格下落が続き、将来的な先高観が台頭しない間は、実需筋も住宅の購入を急がないであろうし、投資・投機商品としての住宅も人気離散が続く可能性がある。不動産不況がさらに長期化する懸念があるということだ。

全国70都市新築住宅価格・中古住宅価格（前年同月比、前月比）の推移（単位：％）



中国人民銀行による家計アンケート調査 住宅価格は今後上昇する一下落する（単位：%pt）



2024年1月～3月の経済動向

2024年1月～3月の小売売上は4.7%増

2024年1月～3月の小売売上は4.7%増となり、2023年の7.2%増から減速した。ただし、2023年の高めの増加率は、2022年が上海市ロックダウンに代表される第2次コロナショックの悪影響で0.2%減となった反動によるものであった。2022年と2023年の平均は3.4%増にとどまっており、小売売上は緩やかに回復しているとみることが可能だ。2024年1月～3月のレストラン収入（小売売上の1割強を占める）は10.8%増と堅調であった一方で、自動車販売金額は3.8%増となった。

中国の消費で気になるのは、2020年～2022年にかけて維持された「ゼロコロナ」政策が終了しても、リベンジ消費的なものが発生していないことである。国家統計局が発表する消費者信頼感指数（楽観と悲観の境目=100）は上海市でロックダウンが実施された2022年4月に急低下した。「ウィズコロナ」政策に転換した2023年1月～3月にかけて改善する場面があったが、その後は再び低迷し、現在に至っている。2022年4月は新築住宅価格が下落に転じた時期と一致している。中国の家計資産の6割～7割を不動産が占めることを考えると、不動産不況が消費マインドの低迷に一部影響している可能性が高い。

消費者信頼感指数の推移（楽観と悲観の境目=100）（単位：ポイント）

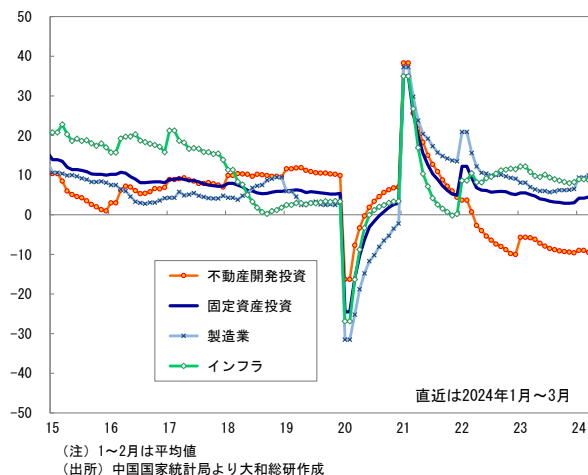


（出所）中国国家統計局より大和総研作成

2024年1月～3月の固定資産投資は4.5%増

2024年1月～3月の固定資産投資は4.5%増となり、2023年の3.0%増から加速した。2024年1月～3月の分野別内訳は、製造業投資が9.9%増（2023年は6.5%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は8.8%増（同8.2%増）、不動産開発投資は9.5%減（同9.6%減）だった。不動産開発投資の大幅減は3年目に入り、景気の足を大きく引っ張っている。

固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：％）



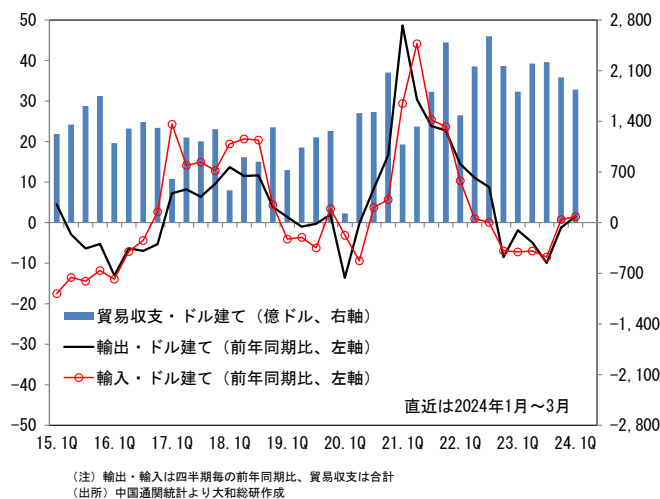
2024年1月～3月の輸出、輸入は僅かながら増加に転じる

2024年1月～3月の輸出（以下、貿易はドル建て）・輸入はともに1.5%増となり、2023年のそれぞれ4.6%減、5.5%減から若干の増加に転じた。1月～3月の貿易収支は1.6%増の1,837億ドルの黒字となり、2023年の1.8%減から増加に転じた。

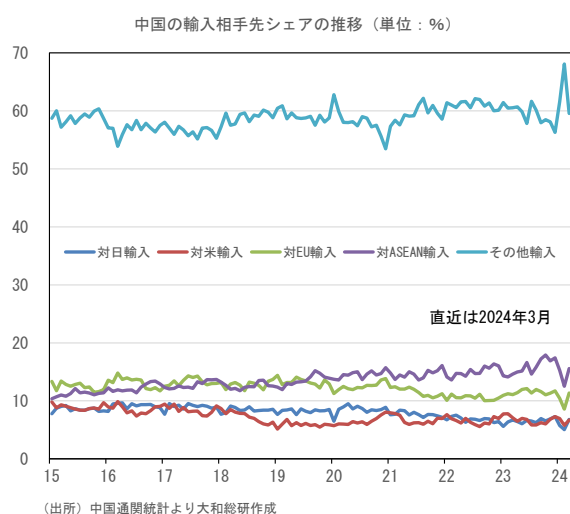
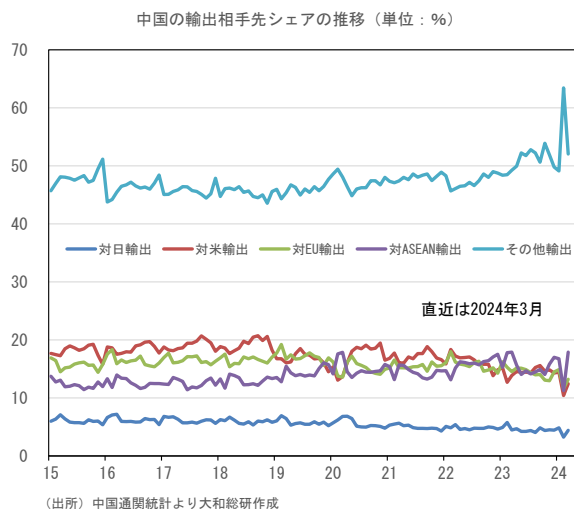
国際通貨基金（IMF）が4月16日に発表した世界経済見通しによると、2024年の世界の実質GDP成長率は0.1%ポイント引き上げられて、3.2%とされた。これは、主に米国の成長率見通しの引き上げ（従来 $2.1\% \rightarrow 2.7\%$ ）によるところが大きい。ただし、米中対立のあおりを受けて、中国の米国への輸出依存度は大きく低下しており、中国は米国経済堅調の恩恵を享受し難くなっている点に注意が必要だ。

輸入は、中国の国内大循環（部品・原材料の調達、生産、流通、消費の国内依存度を高める）の動きの加速に加え、内需の弱さが引き続き阻害要因となろう。

中国の輸出入（四半期、前年同期比）と貿易収支（金額）の推移（単位：％、億ドル）



中国の輸出・輸入相手先シェアの推移（単位：％）

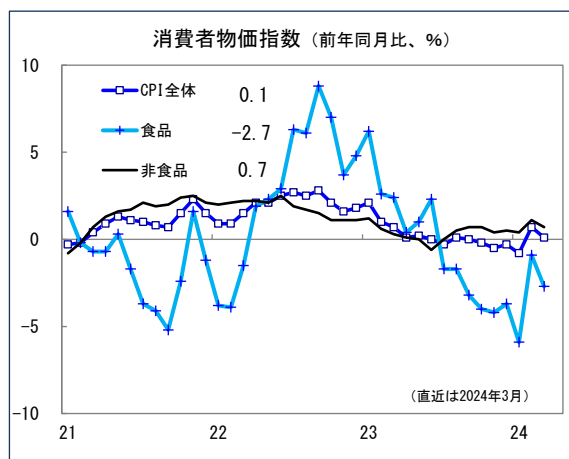
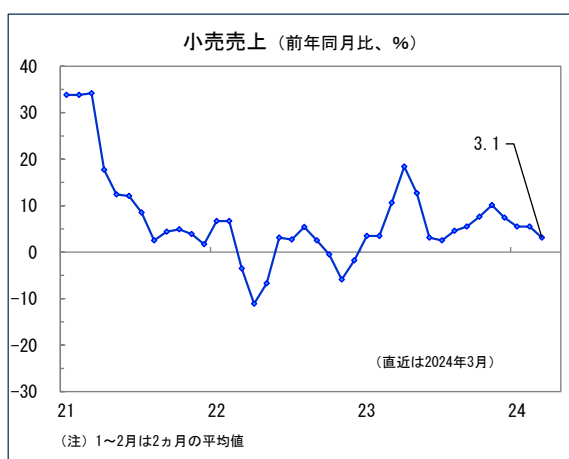
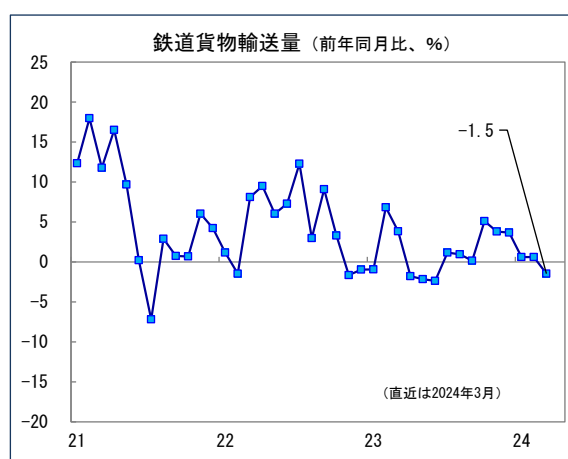
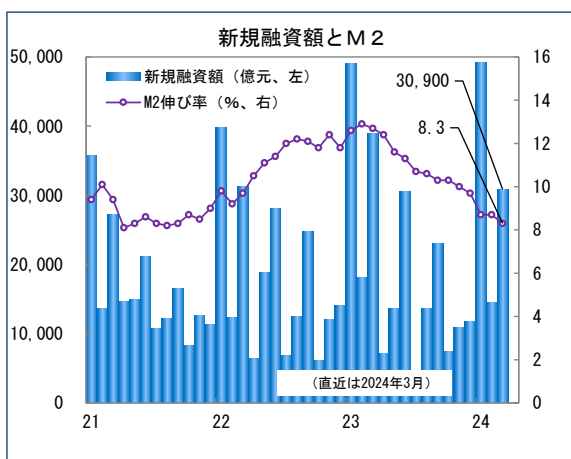
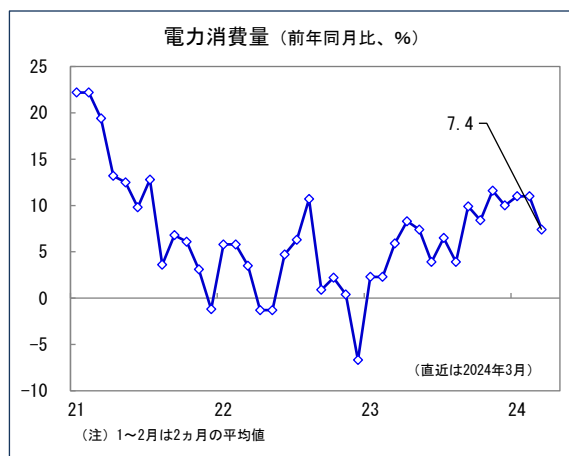
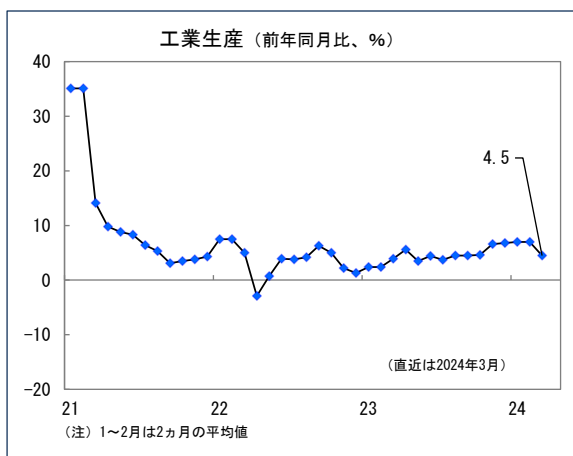


主要経済指標一覧

	2023年3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2024年1月	2月	3月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、％）	4.5	-	-	6.3	-	-	4.9	-	-	5.2	-	-	5.3
工業生産（前年同月比、％）	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0	4.5	4.5
電力消費量（前年同月比、％）	5.9	8.3	7.4	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0	7.4	7.4
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	3.8	-1.8	-2.2	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6	-1.5	-1.5
固定資産投資（前年累計比、％）	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2	4.5	4.5
不動産開発投資（前年累計比、％）	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0	-9.5	-9.5
小売売上（前年同月比、％）	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5	3.1	3.1
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1
食品（前年同月比、％）	2.4	0.4	1.0	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7
非食品（前年同月比、％）	0.3	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5
新規融資額（億元）	38,900	7,188	13,600	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900
M2伸び率（％）	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3
輸出（前年同月比、％）	10.8	7.1	-7.6	-12.4	-14.3	-8.5	-6.8	-6.6	0.7	2.2	7.1	-7.5	-7.5
輸入（前年同月比、％）	-2.0	-8.8	-5.3	-7.0	-12.1	-7.2	-6.3	3.0	-0.7	0.2	3.5	-1.9	-1.9
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	770.6	850.2	651.1	694.3	793.4	672.4	752.0	559.5	692.9	750.8	625.8	585.5	585.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	4.6	4.5	4.3	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8
上海（前年同月比、％）	4.1	4.6	4.9	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-19.2	-21.4	-23.1	-24.9	-25.1	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5	-28.3	-28.3
竣工面積（前年累計比、％）	14.7	18.2	19.1	18.4	19.9	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1	-21.4	-21.4
不動産販売 面積（前年累計比、％）	-3.5	-5.4	-8.5	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9	-24.3	-24.3
金額（前年累計比、％）	3.0	5.2	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6	-30.1	-30.1

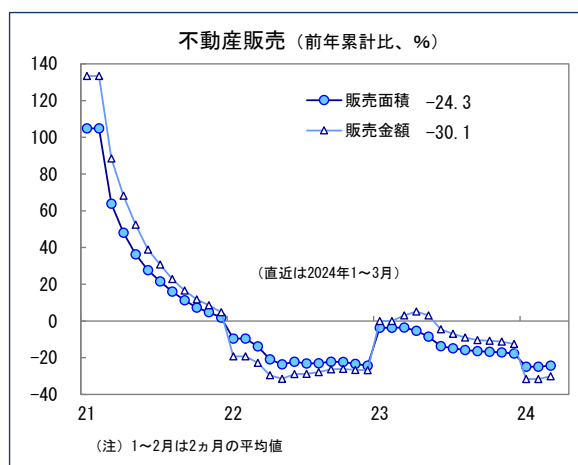
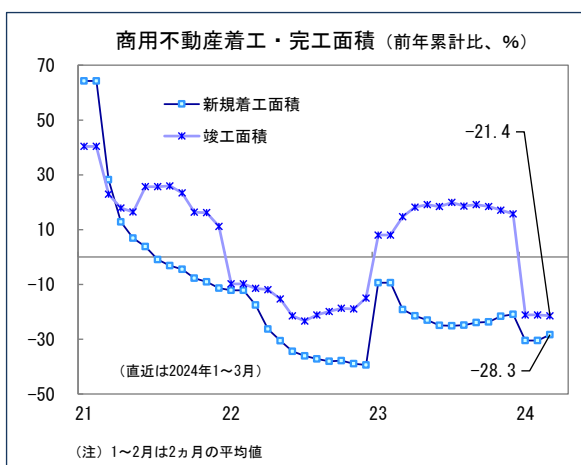
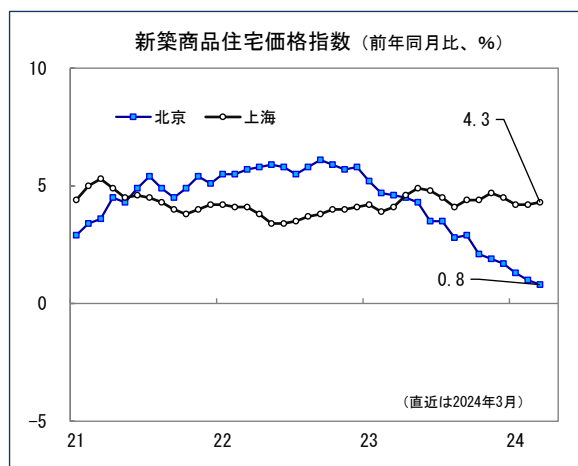
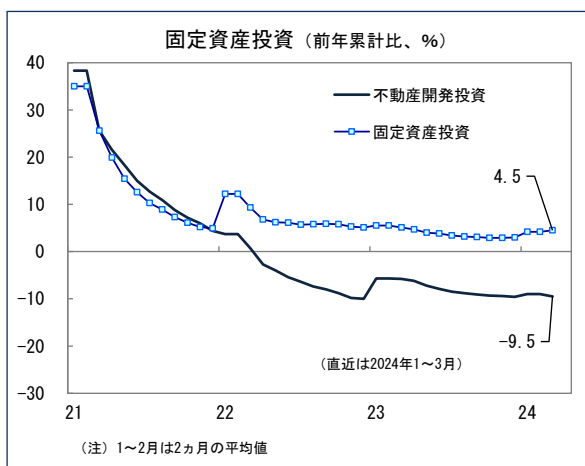
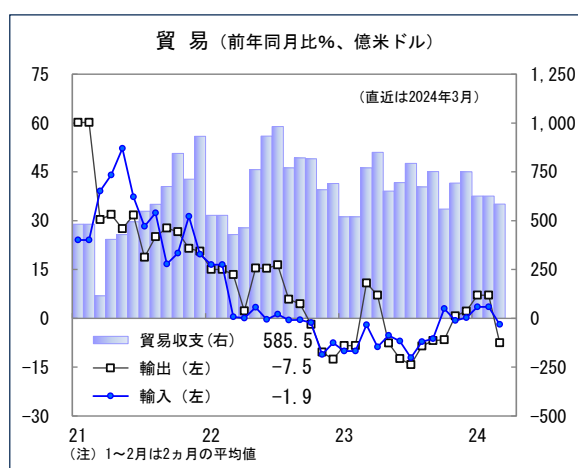
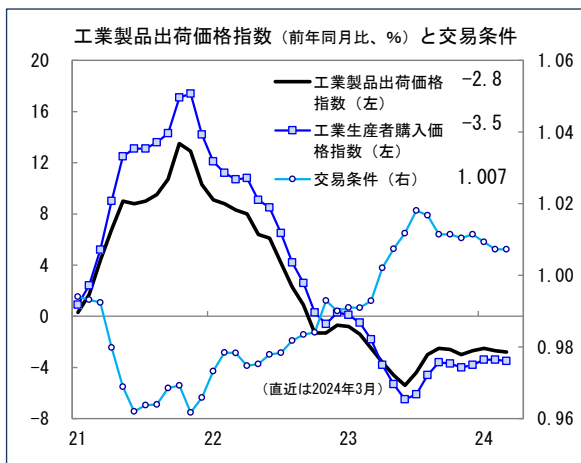
(出所) 中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成