2024 年 7 月 19 日　全 9 頁

中国経済見通し：5%成長目標の達成に黄信号

家計のバランスシート調整の影響もあり、消費が減速

経済調査部　主席研究員　齋藤 尚登

［要約］

■ 中国国家統計局によると、2024 年 4 月～6 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.7%（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、1 月～3 月の 5.3%から減速した。不動産不況による家計のバランスシート調整の影響により、消費の伸びが鈍化したことが響いた。

■ このまま景気減速が続けば、2024 年の政府成長率目標 5.0%前後の達成は困難だ。今後、中国政府は景気てこ入れ策を強化してくる可能性が高い。ただし、打てる手は製造業投資やインフラ投資の増強、あるいは消費刺激策の拡充などが中心となろう。製造業投資やインフラ投資の一段の増強は、過剰生産能力のさらなる深刻化や投資効率の低下（金融リスクの増大）を招きかねない。消費刺激策について、クーポン配布などの効果は一過性のものにとどまり、家電購入に対する補助金政策は需要先食いという副作用が付きまとう。仮に 2024 年は 5%成長を達成できても、そのツケは後年支払うことに注意が必要だ。

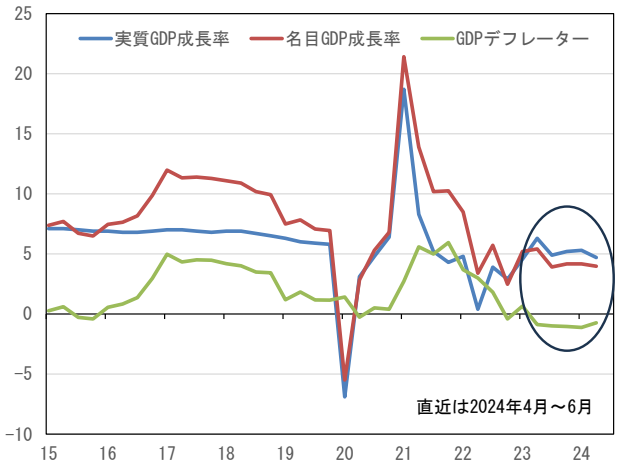
大和証券グループ　株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

2024 年 4 月～6 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.7%に減速

中国国家統計局によると、2024 年 4 月～6 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.7%（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、1 月～3 月の 5.3%から減速した。名目は 4.0%成長であり、デフレ傾向にある中国では、2023 年 4 月～6 月以降、5 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。景気減速は肌感覚では一層強く感じられるのではないか。

2024 年 1 月～6 月の 5.0%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が 3.0%pt、総資本形成は 1.3%pt、純輸出は 0.7%pt であった。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 3.9%pt、総資本形成 0.6%pt、純輸出 0.8%pt であり、2024 年 1 月～6 月は最終消費支出の寄与度の低下を総資本形成の寄与度上昇が補いきれなかった格好だ。

実質・名目 GDP 成長率、GDP デフレーターの推移（単位：%）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

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
1-6	5.0	3.0	1.3	0.7

（出所）CEIC、中国国家統計局より大和総研作成

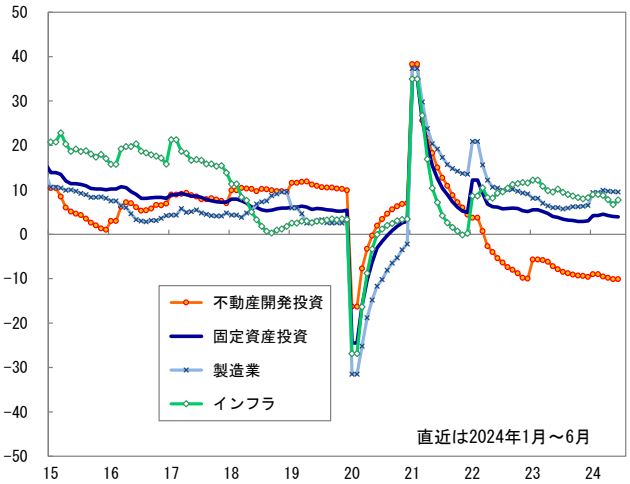
不動産不況による一部バランスシート調整の影響

2024 年 1 月～6 月の不動産開発投資は 10.1%減

国家統計局によると、2024 年 1 月～6 月の固定資産投資は 3.9%増となり、1 月～3 月の 4.5%増から伸びが鈍化した。1 月～6 月の分野別内訳は、製造業投資が 9.5%増（1 月～3 月は 9.9%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は 7.7%増（同 8.8%増）、不動産開発投資は 10.1%減（同 9.5%減）だった。なお、1 月～6 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は 8.5%増と発表されており、企業のバランスシート調整の影響は今のところデベロッパーに集中して表れていることが示唆される。

不動産開発投資は 2022 年以降大幅な前年比マイナスが続き、足元でも減少に歯止めが掛からない状況だ。2020 年 8 月に中国版総量規制が導入され、特に 2021 年に中国恒大集団（エバーグランデ）が経営危機に陥ってからは、デベロッパーは負債の圧縮を最優先させた。販売減少も相まって、新規の投資需要は大きく減退したままである。

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：%）



（注）1～2月は平均値
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

2024 年 4 月～6 月の小売売上は 2.6%増に減速

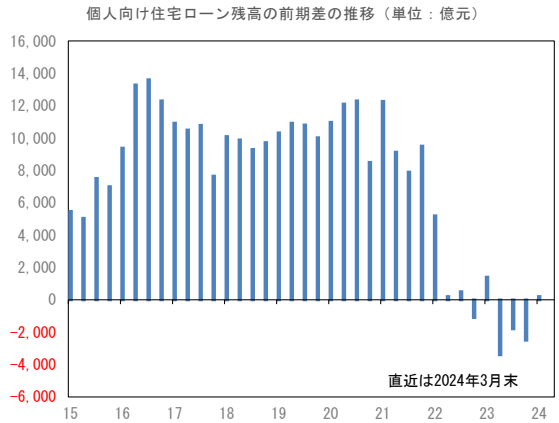
消費も冴えない。2024 年 4 月～6 月の小売売上高は 2.6%増にとどまり、1 月～3 月の 4.7%増から伸び率が低下した。

不動産不況に伴うバランスシート調整の影響は家計にも及んでいる。個人向け住宅ローン残高の前期差を見ると、2022 年 4 月～6 月以降に急減し、足元では純減（返済超過）となることが度々生じている。主因は、住宅需要が大きく減少したことであり、現地報道によれば、繰り上げ返済も急増しているという。家計にしてみれば、住宅価格の上昇期待が住宅ローン金利など購

入コストを上回れば、購入意欲は高まるが、不動産不況によって全く逆のことが起きている。居住目的で住宅を購入した家計が、住宅ローンの繰り上げ返済のために、資産運用を減らしたり、消費を抑制したりしている可能性がある。

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。2023 年 1 月の「ウィズコロナ」政策への転換後は、消費者信頼感指数も回復すると思われたが、一時的かつ小幅な改善にとどまり、その後は低空飛行が続いている。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おり、上記家計のバランスシート調整が、消費者信頼感指数の低迷に影響している可能性は極めて高い。

個人向け住宅ローン残高



（注）個人向け住宅ローン残高の前期差
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

消費者信頼感指数

（出所）中国国家統計局より大和総研作成

不動産不況の出口は未だ見えず

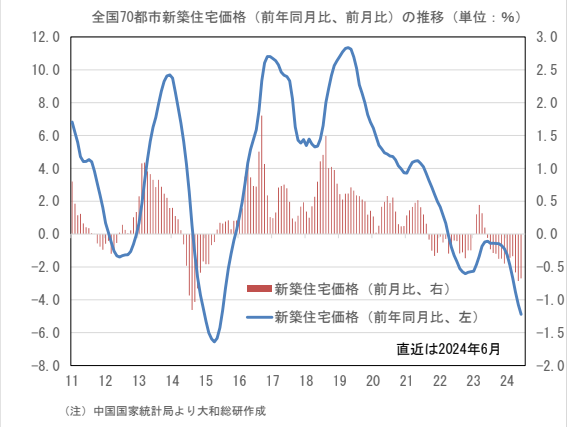
不動産不況からの脱却を目指して、中国政府は、2024 年 5 月 17 日に「前例のない」（中国メディア）の住宅市場てこ入れ策を発表した。具体的には、①住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の下限撤廃、②地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買い取りと保障性住宅への転換である。しかし、筆者はこの効果に多くを期待していない。それどころか、②については、マイナスの影響を懸念している。

①について、頭金の割合と住宅ローン金利の大幅引き下げを行う地方政府が相次いだ。例えば、広東省広州市は、2024 年 5 月 29 日付けで、住宅ローン頭金の割合を国の定める最低ラインに設定し、1 軒目は従来の 20%→15%以上、2 軒目は 30%→25%以上に引き下げた。さらに、1 軒目と 2 軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃したうえで、1 軒目は LPR5 年物（住宅ローン金利の参照レート）－10BP の 3.85%から LPR5 年物－55BP の 3.40%に、2 軒目は LPR5 年物＋30BP の 4.25%から LPR5 年物－15BP の 3.80%に引き下げた。

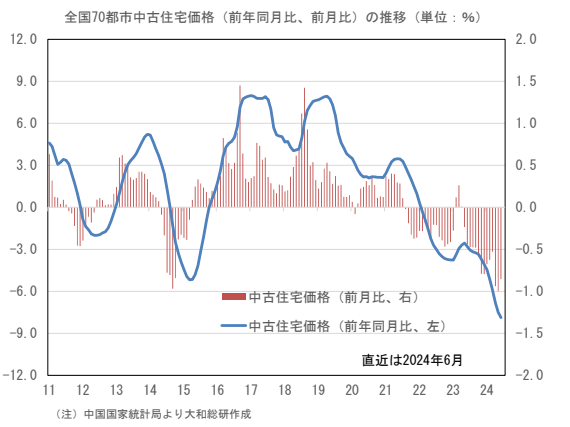
住宅実需が大きく刺激されるには、住宅価格の先安観が払しょくされることが必要だが、2024 年 6 月の全国 70 都市平均の新築住宅価格は▲4.9%（5 月は▲4.3%）、中古住宅価格は▲7.9%

（同▲7.5%）と下落幅が拡大している。新築住宅は 27 か月、中古住宅は 29 か月連続の価格下落だ。少なくとも価格反転の兆しが確認できるまでは、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。

全国 70 都市新築住宅価格



全国 70 都市中古住宅価格



上記②の地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買い取りと安価な保障性住宅への転換については、住宅実需を却って低下させかねないとみている。例えば、買い取られる在庫はコストを抑えて開発された物件ではない。同じグレードの物件が安価に購入（もしくは賃貸）できるかもしれないとの期待が高まれば、購入者は安価な物件を選好し、それ以外の住宅への需要が一段と押し下げられる懸念があろう。買い取られる住宅在庫が少ないことを批判する声があるが、そもそもこうした政策自体が市場を歪めるのである。

この章の最後に、住宅販売・在庫関連の指標を確認すると、2024 年 1 月～6 月の住宅販売面積は 21.9%減（1 月～5 月は 23.6%減）、住宅販売金額は 26.9%減（同 30.5%減）、住宅在庫面積は 23.5%増（同 24.6%増）と、僅かな改善にとどまっている。

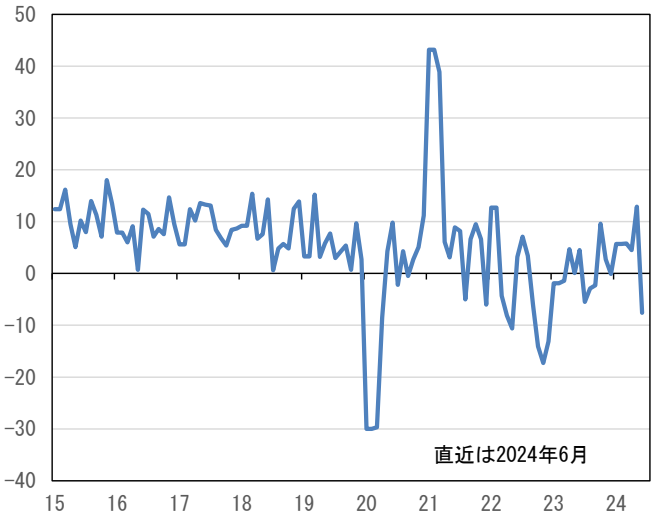
家電購入刺激策は早くも息切れ？

消費刺激策では 2024 年 5 月以降、家電購入に対する補助金政策を開始した地方が多い。基本的にはエアコンなど指定された家電の購入に対して価格の 10%を上限に地方政府が購入者に補助金を支給するというものである。補助金額の合計は、省レベルでは全国で 100 億元程度、市レベルまで含めれば最大で 300 億元程度と見積もられており、家電の販売金額としては、1,000 億元～3,000 億元程度となる計算だ。これは、2023 年の小売売上（47.1 兆元）の 0.2%～0.6%に相当する金額である。

2024 年 5 月の家電売上は 12.9%増を記録し、幸先の良いスタートを切ったようにみえたが、6 月には 7.6%減と前年割れとなってしまった。小売売上全体では 5 月の 3.7%増から 6 月は

2.0%増に減速している。家電購入刺激策の効果が早くも息切れしたのか判断はつきにくいが、消費の地合いの弱さが示唆されていよう。

家電・音響映像機材の売上（前年同月比）（単位：%）



（注）1月～2月は平均
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

政府成長率目標5%の達成に黄信号

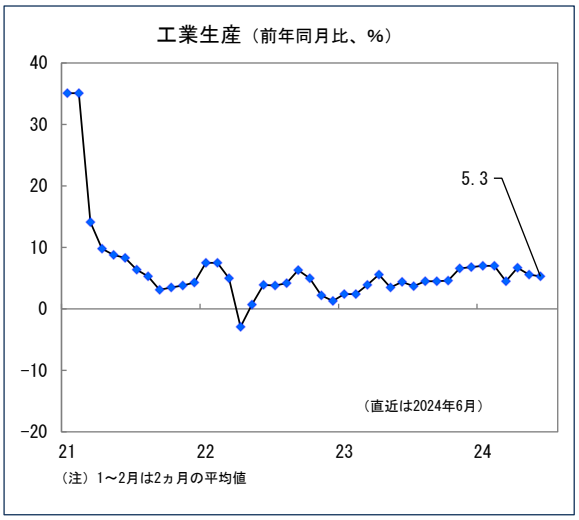
2024年1月～6月の実質GDP成長率は5.0%であり、このまま減速が続けば、年間の政府成長率目標5.0%前後の達成は困難だ。今後、中国政府は景気てこ入れ策を強化してくる可能性が高い。ただし、打てる手は製造業投資やインフラ投資の増強、あるいは消費刺激策の拡充などが中心となろう。製造業投資やインフラ投資の一段の増強は、過剰生産能力のさらなる深刻化や投資効率の低下（金融リスクの増大）を招きかねない。消費刺激策について、クーポン配布などの効果は一過性のものにとどまり、家電購入に対する補助金政策は需要先食いという副作用が付きまとう。仮に2024年は5%成長を達成できても、そのツケは後年支払うことに注意が必要であろう。

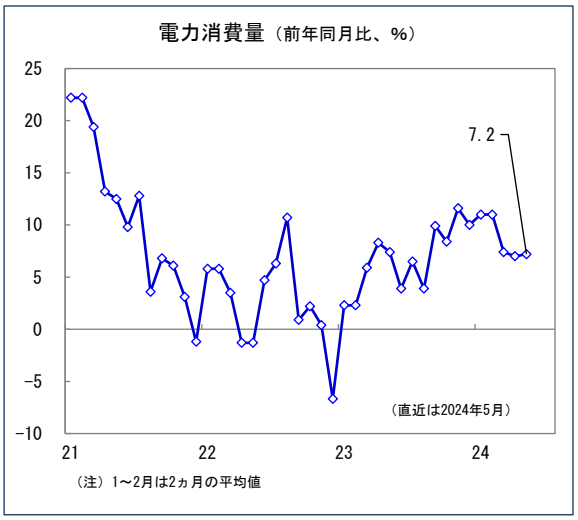
主要経済指標一覧

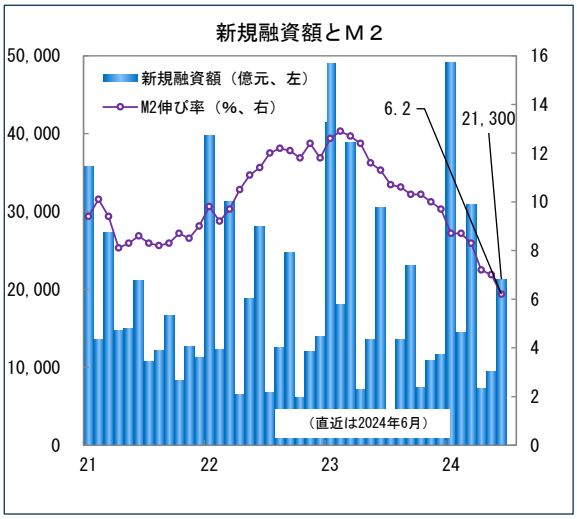
	2023年6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2024年1月	2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	6.3	-	-	4.9	-	-	5.2	-	-	5.3	-	-	4.7
工業生産（前年同月比、%）	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7	5.6	5.3
電力消費量（前年同月比、%）	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0	7.2	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6		-1.5	-0.6	4.7	
固定資産投資（前年累計比、%）	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2	4.0	3.9
不動産開発投資（前年累計比、%）	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1	-10.1
小売売上（前年同月比、%）	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5		3.1	2.3	3.7	2.0
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2
食品（前年同月比、%）	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1
非食品（前年同月比、%）	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5
新規融資額（億元）	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300
M2伸び率（%）	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2
輸出（前年同月比、%）	-12.4	-14.3	-8.6	-6.8	-6.6	0.7	2.1	6.8		-7.6	1.4	7.6	8.6
輸入（前年同月比、%）	-7.1	-12.1	-7.2	-6.3	3.0	-0.6	0.3	3.5		-1.9	8.3	1.8	-2.3
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	695.6	794.0	672.2	751.2	558.6	690.7	747.3	619.6		584.3	722.4	826.2	990.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4
上海（前年同月比、%）	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4
商用不動産　着工面積（前年累計比、%）	-24.9	-25.1	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3	-23.8
竣工面積（前年累計比、%）	18.4	19.9	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1	-21.8
不動産販売　面積（前年累計比、%）	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1	-19.5
金額（前年累計比、%）	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4	-25.3

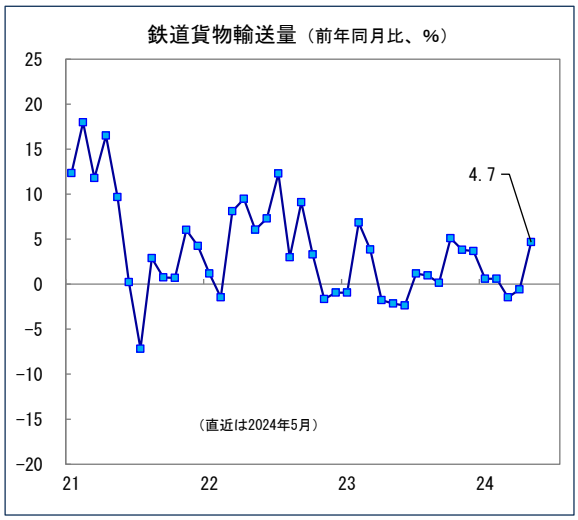
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEICより大和総研作成

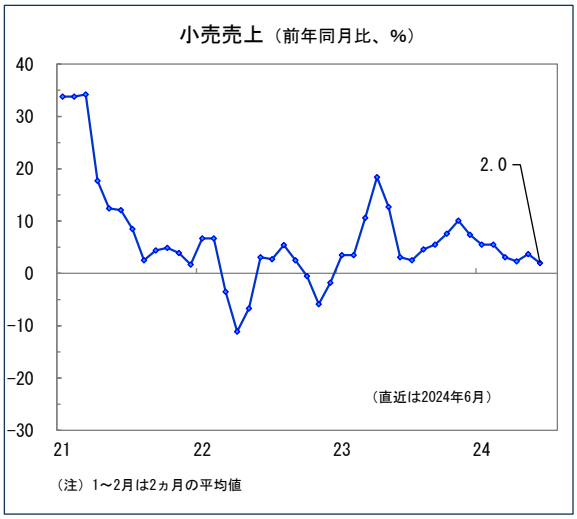
主要経済指標一覧（続き）

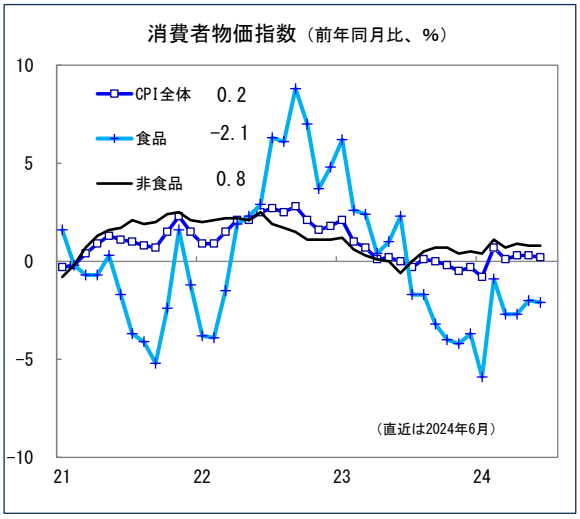






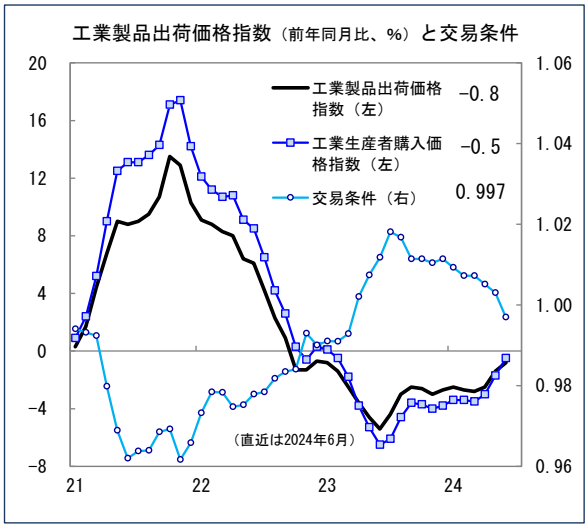


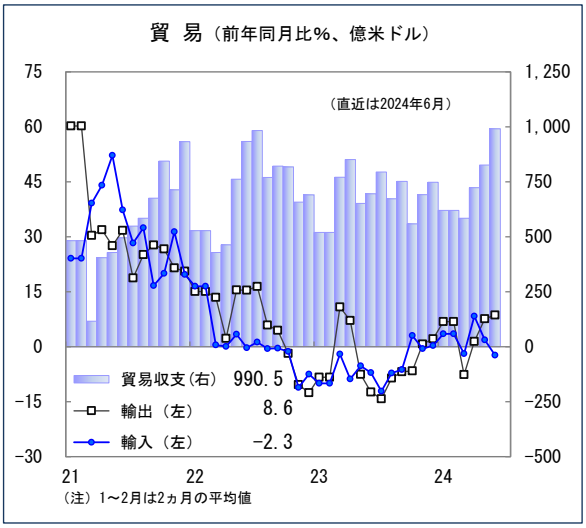


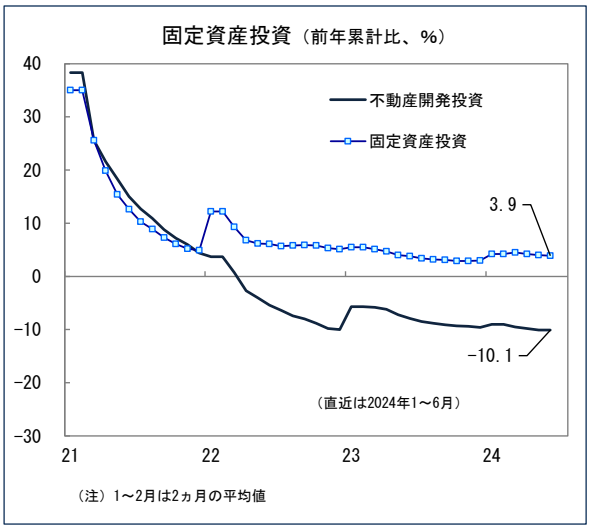


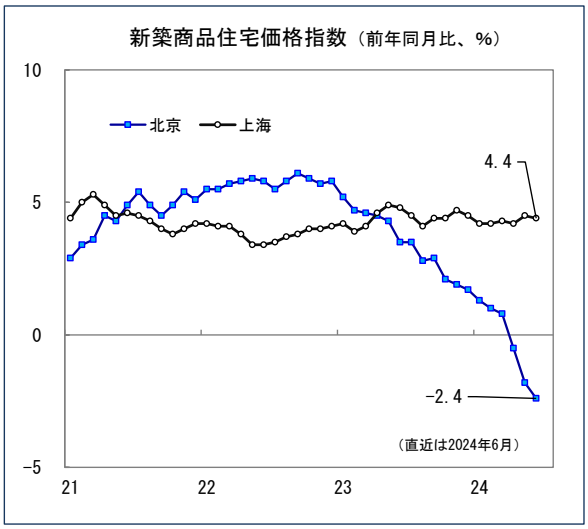
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

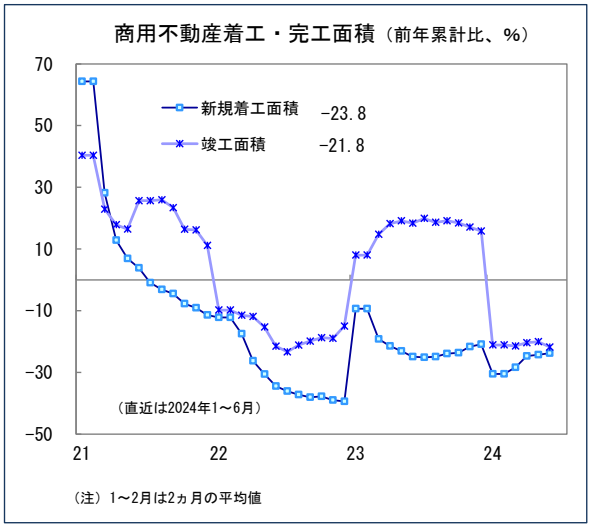
主要経済指標一覧（続き）

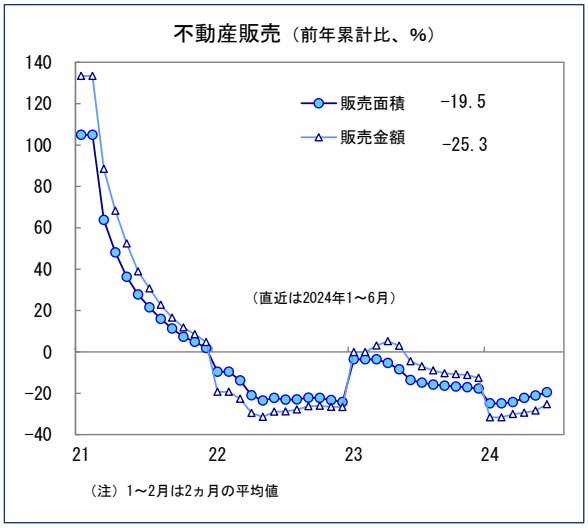












（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成