

2024 年 12 月 20 日 全 11 頁

2025 年の中国経済見通し

注目点は①不動産不況の行方、②トランプ 2.0 vs 内需拡大

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 2024 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 4.9%（以下、変化率は前年比）程度と、2023 年の 5.2%から減速するとみられる。大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化などの政策効果により、製造業の固定資産投資が堅調に推移し、秋口以降は家電や自動車の販売金額が増加した。一方で、不動産不況によるバランスシート調整が景気下押し要因となった。不動産開発投資は 3 年連続で 10%程度の減少が続き、消費は全体として低空飛行が続いた。
- 2025 年の中国の実質 GDP 成長率は 4.5%程度と、2024 年からさらに低下すると見ている。自動車・家電買い替え促進策の反動減が出て、トランプ・リスクはある程度顕在化するが、不動産不況は悪化に歯止めがかかり、財政出動が景気を下支えすることなどが前提だ。楽観シナリオでは 5%程度の実質成長率を維持する。住宅市場が安定化し、トランプ・リスクが限定されれば、その可能性が高まろう。悲観シナリオは米大統領選挙時に示された中国に対する 60%追加関税とその他への 10%~20%追加関税が実現するようなケースであり、その場合の中国の実質成長率は 3%台前半に落ち込もう。発生の確率は、ベースシナリオが 60%、楽観・悲観シナリオがそれぞれ 20%程度とみている。

2024 年は政府成長率目標の前年比 5%前後を達成か。一部で政策効果発現

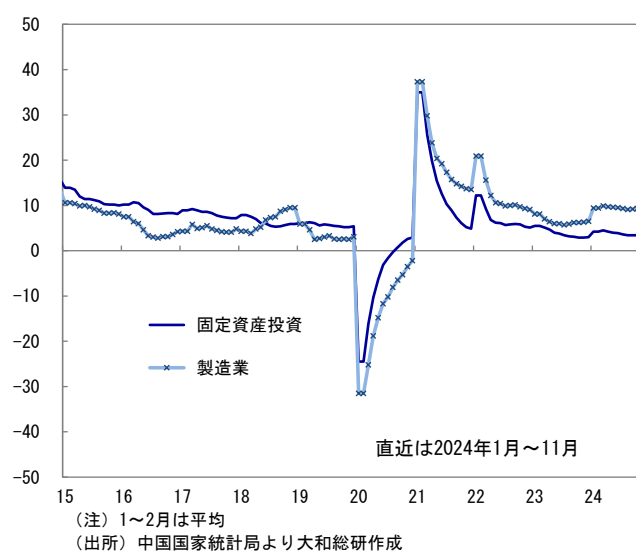
2024 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 4.9%（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）程度と、2023 年の 5.2%から減速するとみられる。政府成長率目標である 5%前後は辛うじて達成した可能性が高いが、目標はある程度の超過達成を前提にしていると思われ、中国共産党・政府にしてみれば、（本音では）不本意な 1 年だったとみられる。

もちろん、当局が何もしなかったわけではなく、一部で政策効果が発現している。

まずは、製造業投資の堅調だ。2024 年 1 月～11 月の製造業の固定資産投資は 9.3%増となり、2023 年の 6.5%増から加速した。2024 年 4 月に工業情報化部などが「工業分野の設備更新実施推進計画」を発表し、2027 年までに工業分野の設備投資を 2023 年比で 25%（年平均 5.7%）以上増加させるとした。これを受けて、国家金融監督管理総局などが「製造業向け金融サービスを深化させ、新型工業化の推進を後押しすることに関する通知」を発出し、金融面でのサポートを強化した。さらに、7 月には国家発展改革委員会や財政部などによって「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」が打ち出され、工業、環境インフラ、交通運輸、物流、教育、文化・観光、医療などの分野の設備更新が支援されている（消費財買い替えについては後述）。こうした政策が製造業の固定資産投資の増加を後押ししたのである。

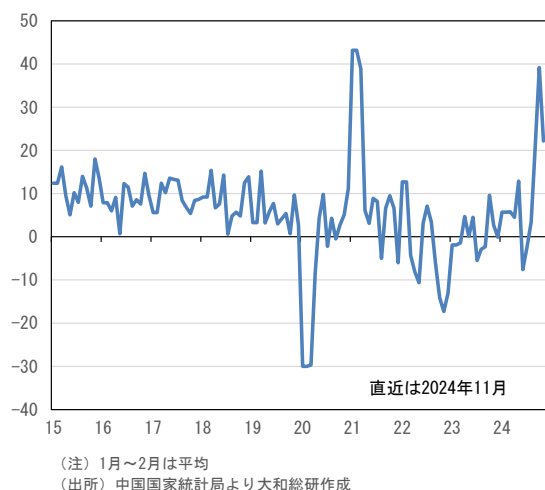
2024 年 7 月に打ち出された消費財買い替えへの支援策は、3 月から 5 月にかけて地方政府が発表した政策を一段と強化したものとなった。家電の補助金は従来、価格の 10%（1 台当たり 1,000 元、約 2.1 万円まで）が上限とされたが、7 月の措置では、省エネ・節水性能によって価格の 15%（同 1,500 元）か 20%（同 2,000 元）が上限とされるなど、政策はよりパワーアップされた。自動車も同様で、ガソリン車の補助金は従来の 7,000 元から 1.5 万元に、EV（電気自動車）については 1 万元から 2 万元に増額されている。補助金は 8 月末までに資金の配分を終え、12 月末までに使い切るとされた。

固定資産投資全体、製造業投資の推移（1 月から累計の前年同期比、単位：%）



政策発動を受けて、家電・音響映像機材の販売金額は、2024年8月の3.4%増から、9月～11月は20%以上増を記録し、自動車販売金額は9月に7カ月ぶりに増加に転じた後、11月には6.6%増と伸び率が高まった。

家電・音響映像機材販売金額の推移
(前年同月比)(単位: %)



自動車販売金額の推移(前年同月比)
(単位: %)



2024年の景気を押し下げた不動産不況による部分的なバランスシート調整

一方で、2024年の中国経済の押し下げ要因となったのは、不動産不況による部分的なバランスシート調整である。

中国国家统计局によると、2024年1月～11月の全産業の固定資産投資は3.3%増となった。2023年の3.0%増からやや加速したとはいえ、低い伸びが続いている。中でも不動産開発投資は2022年以降、毎年10%前後の減少が続き、足元でも減少に歯止めが掛からない状況だ。2024年1月～11月は10.4%減であった。

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。販売が減少する中での在庫圧縮も相まって、新規の投資需要は大きく減退したままだ。ただし、2024年1月～11月の不動産開発投資を除く固定資産投資は7.4%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現れていることが示唆される。

不動産不況に伴うバランスシート調整の影響は、家計に対して、より深刻に現れている。2024年1月～11月の小売売上は3.5%増となり、2023年の7.2%増から大きく減速した。2023年の好調は、上海市ロックダウンなど2022年の第2次コロナショックの反動増によるところが大きい。ただし、2022年と2023年の平均は3.5%増にとどまっており、消費は3年にわたり低空飛行が続いているとみるのが妥当だろう。

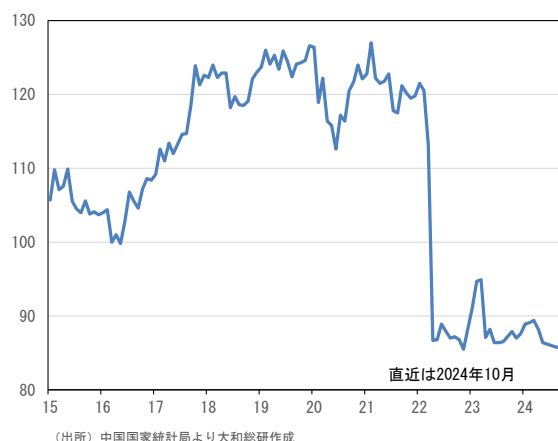
家計のバランスシート調整に関連して、個人向け住宅ローン残高の前期差を見ると、2022 年 4 月～6 月以降に急減し、足元では純減（返済超過）となることが度々生じている。主因は、住宅需要が大きく減少したことであり、現地報道によれば、繰り上げ返済も急増している。居住目的で住宅を購入した家計が、住宅ローンの繰り上げ返済のために、資産運用を減らしたり、消費を抑制したりしている可能性がある。

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、その後は低迷が続いている。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、上記の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。なお、2024 年 9 月下旬以降、中国政府は金融緩和、住宅市場テコ入れ策、株価対策などの「政策パッケージ」を発表・実施し、株価が急騰するなどしたが、10 月の消費者信頼感指数は僅かな改善にとどまり、問題の根の深さが浮き彫りとなった。

個人向け住宅ローン残高の前期差
(単位：億元)



消費者信頼感指数（楽観と悲観の境目＝100）
(単位：ポイント)



注目される不動産不況からの脱却の行方

中国当局は 3 年以上続く不動産不況に終止符を打とうと躍起になっている。2024 年 5 月には「前例のない」（中国メディア）住宅市場テコ入れ策を発表し、9 月下旬以降はそれをさらに深掘りした「政策パッケージ」を発表した。この中で、住宅需要を刺激し得るのは、住宅ローン金利と住宅購入の際の頭金割合の大幅引き下げだ。

各地方政府が決定する住宅ローン金利については、2024 年 5 月に下限が撤廃され、大幅に引き下げられた。さらに、7 月の政策金利（住宅ローン金利の参照レートは LPR5 年物）の 0.1%pt 引き下げ、10 月の 0.25%pt 引き下げに伴い、住宅ローン金利は同じ幅だけ引き下げられている。例えば、上海市の 1 軒目の住宅ローン金利は、従来の 3.85%→3.50%（5 月）→3.40%（7

月) →3.15% (10 月) に、同様に 2 軒目 (同市内) は、4.25% →3.90% →3.80% →3.55% に引き下げられた。10 月以降、LPR5 年物は 3.60% となっており、不動産不況下でも住宅価格上昇が続く上海市の 2 軒目ですら、それよりも低い住宅ローン金利が適用されていることになる。

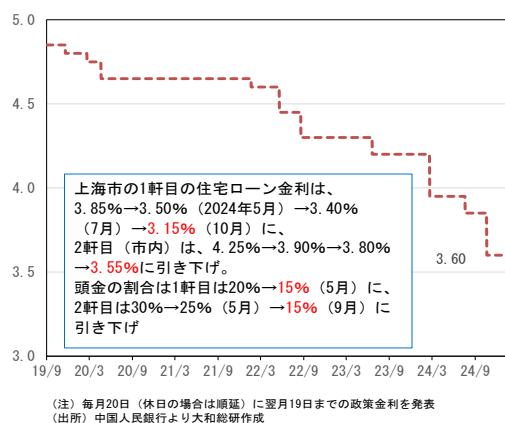
住宅ローンの頭金割合については、従来は 1 軒目 20% 以上、2 軒目 30% 以上であったが、2024 年 5 月にそれぞれ 15% 以上、25% 以上に引き下げられた。さらに 9 月には 2 軒目も 15% 以上に引き下げられている。実需だけでなく、投資・投機需要をも刺激しようとしているのであろう。

デベロッパーへの金融面の支援を含め、これだけ矢継ぎ早の政策が打たれば、住宅購入者のセンチメントが好転し、これまで抑制されてきた住宅実需が回復するとの期待が高まる。2024 年 1 月～11 月の住宅販売面積は 16.0% 減と大幅なマイナスとなったが、単月では 10 月に減少幅が大きく縮小し、11 月には 4.2% 増と増加に転じた。

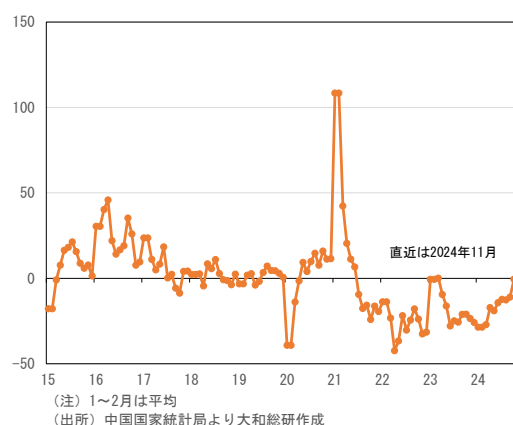
しかし、これが持続的かといえ、疑問符が付く。ひとつは、住宅の投資需要の行方である。不動産不況に陥る以前の中国では、投資需要は全体の 3 割とも 4 割ともいわれていたが、これが回復するには住宅価格の中長期的な先高観が台頭することが重要だ。しかし、直近 2024 年 11 月の新築住宅価格は▲6.1%、中古住宅価格は▲8.5% と、それぞれ 32 カ月、34 カ月連続の下落となった。住宅価格が中長期的に上昇するとの期待が高まると考えるのは非常に困難であろう。

また、デベロッパーの資金調達をサポートを含めた一連の住宅市場テコ入れ策は、住宅在庫を圧縮し、工事中断問題¹を改善することに主眼が置かれている。一方で、住宅の新規供給は厳しく抑制される。2024 年 9 月 26 日に開催された中国共産党政治局会議では、「分譲住宅建設については、新規プロジェクトを厳しく抑制」するとした。2024 年 1 月～11 月の新規住宅着工面積は 23.1% 減と大幅なマイナスとなり、11 月単月でも 27.3% 減に沈んでいる。これは、新規供給を厳格に抑制する当局の思惑通りとなっているが、新規住宅着工面積は不動産開発投資の先行指標であり、同投資の回復の難しさを物語っている。

LPR5 年物の推移と上海市の住宅ローン金利・頭金の割合 (単位: %)

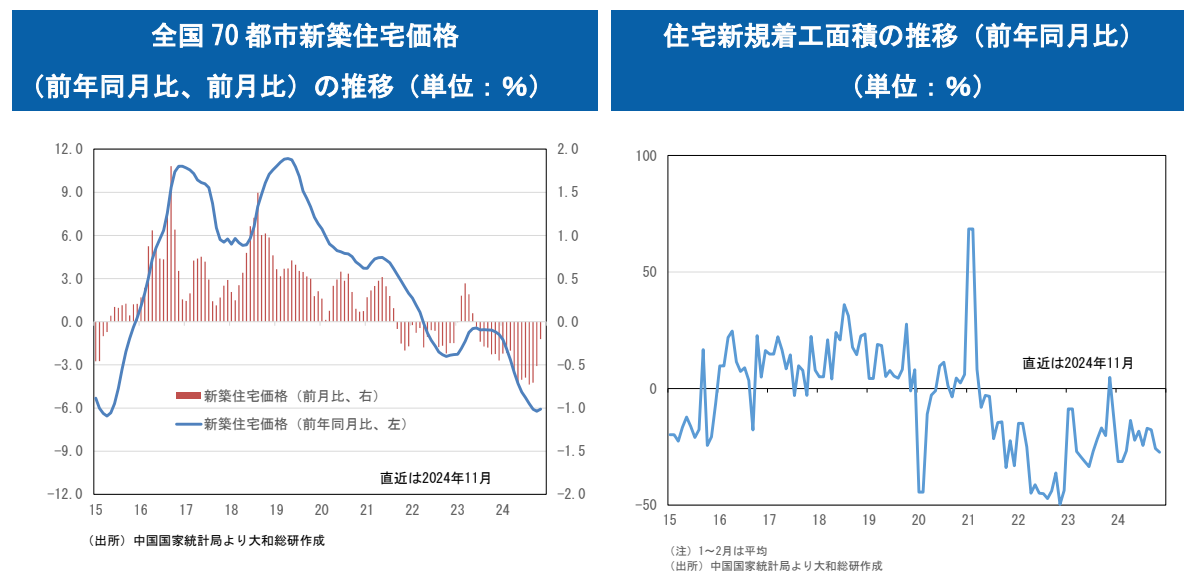


住宅販売面積 (前年同月比) の推移 (単位: %)



¹ 中国では予約販売が 8 割以上を占め、居住前から住宅ローンの返済が始まるケースが多い。このため、工事中断問題は社会不満に直結しやすい。

結局のところ、不動産不況は一連のテコ入れ策によって、実需の回復を中心に短期的には安定化する可能性はある。しかし、中長期的には厳しい状況が続くことになろう。



最大のリスク要因はトランプ 2.0

2025 年の中国経済にとって、最大のリスク要因はトランプ 2.0 だ。トランプ次期米国大統領は大統領選挙後、中国に対して既存の追加関税措置に加えて 10%、カナダ・メキシコに対して 25%の追加関税措置を課すと述べた。大和総研は、中国製品に対する 10%追加関税で、中国の実質 GDP は 0.14%低下すると試算をしている。ことがこれで済めば影響は軽微だといえるが、そうは問屋が卸さないであろう。今後、中国に対するさらなる強硬姿勢が想定され、市場開放などを求める取引（ディール）の中で、関税政策が活用（乱用？）される可能性が高い。

トランプ氏は大統領選挙期間中、中国製品に対して 60%、その他の国・地域の製品に対して 10%~20%の追加関税を課すなどと述べていた。大和総研は、この関税要因（対中国 60%、その他 10%）だけで、中国の実質 GDP は 1.29%低下すると試算した。当社は 2025 年の中国の実質 GDP 成長率を 4.5%程度と想定しているが、「トランプ追加関税」のマグニチュードが大きくなれば、3%台の低成長となることもあり得よう。

内需拡大を最優先せざるを得ない中国

こうした中で、中国は内需への依存を高めざるを得ない。

2024 年 12 月 11 日~12 日に、2025 年の経済政策運営の重点を決定する中央経済工作会议が開催され、9 項目の重点を掲げた。重点の筆頭は、2024 年の「科学技術・イノベーション」から 2025 年は「内需拡大」となった。中国共産党・政府にしてみれば、思い通りにはならないであ

ろうトランプ・リスクをある程度所与のものとして、内需拡大を最重視する以外に、選択肢はなかったのだと思われる。中央経済工作会議は、「消費促進に大いに力を入れ、投資効率・収益を高め、内需を全方位で拡大する」としている。

また、2024 年 12 月 9 日に開催された中国共産党中央政治局会議では、2025 年に「さらに強化した」積極的財政政策と「適度に緩和的な」金融政策を実施することを決定した（中央経済工作会議でもこれを確認）。

中国の金融・財政政策の推移

	金融政策	財政政策
1993～1996年	適度に引き締め	適度に引き締め
1997～2006年	穏健（中立）	積極
2007～2008年	引き締め	穏健（中立）
2009～2010年	適度に緩和	積極
2011～2024年	穏健（中立）	積極
2025年	適度に緩和	さらに強化した積極

（注）中国では毎年12月に開催される中央経済工作会議で翌年の

金融・財政政策の方針を決定

（出所）中国証券時報より大和総研作成

2009 年以降は積極的な財政政策が続いているが、2025 年は「さらに強化した」積極的財政政策が実施される。中央経済工作会議では、2025 年の財政赤字の GDP 比の引き上げ、超長期特別国債と地方政府特別債券の増額が明言された。これらが、2025 年の中国経済を下支えすると期待できる。

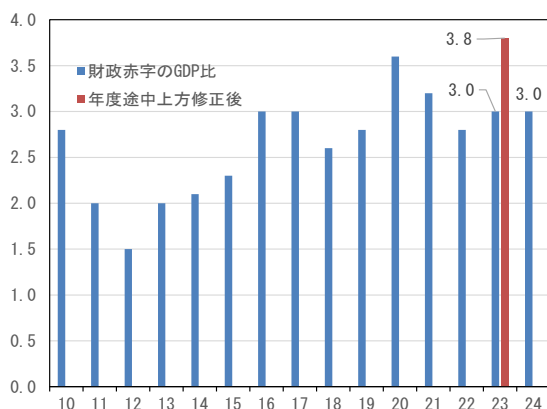
まず、財政赤字の GDP 比は、従来、よほどのことがない限り 3%以内に抑制されていたが、第 1 次コロナショック下の 2020 年は 3.6%、そして第 2 次コロナショック後の反動増が期待されたにもかかわらず経済の回復が鈍かった 2023 年は、当初の 3.0%から期中に国債が増発されて最終的に 3.8%となった経緯がある。2025 年は当初予算で 4%程度になるとの見方が出ている。

次に、超長期特別国債は、強国づくりと民族復興にかかわる一部重要プロジェクトの資金不足を解決するために発行され、2024 年から数年間にわたり発行される予定だ。2024 年の発行額は 1 兆元（GDP 比 0.8%）であったが、2025 年は 1.5 兆元～2 兆元程度になると予想される。

最後は地方政府特別債券である。基本的に収益性のあるインフラプロジェクトなどに投下される、地方政府特別債券のネットの発行額は、2024 年は 3.9 兆元であった。2025 年は大幅な増加が期待されている。

中国の財政赤字の GDP 比の推移

(単位：%)



(注) 2024年は中国政府予想
(出所) 中国財政部より大和総研作成

 地方政府特別債券のネットの発行額と GDP 比、
純増額（予算＋追加発行）（単位：億元、%）

	ネットの発行額	名目GDP比	純増額
2015年	1,000	0.2	1,000
2016年	4,000	0.6	3,000
2017年	8,000	1.1	4,000
2018年	13,500	1.6	5,500
2019年	21,500	2.3	8,000
2020年	37,500	3.8	16,000
2021年	36,500	3.6	-1,000
2022年	41,500	3.6	5,000
2023年	38,000	3.2	-3,500
2024年	39,000	3.1	1,000

(注1) ネットの発行額は予算＋追加発行ベース。

名目GDP比は前年の名目GDPと当年のネットの発行額で計算

(注2) 2020年は第1次コロナショック下、2022年は第2次コロナショック下

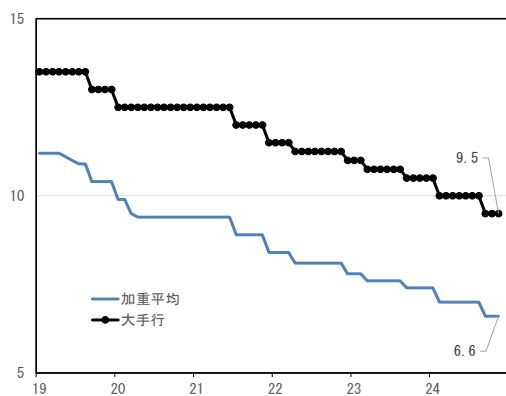
(出所) 各年の政府活動報告、財政部より大和総研作成

2025 年の金融政策は、2011 年～2024 年の「穏健」（中立）から「適度に緩和」に転換する。「適度に緩和」な金融政策の実施は、リーマン・ショック後の 2009 年～2010 年以来 15 年ぶりであり、景気減速（失速）への中国共産党・政府の警戒感の高まりがうかがい知れよう。

中国人民銀行は、預金準備率を 2024 年 2 月と 9 月に引き下げ、全銀行の平均は年初の 7.4% から 2 月に 7.0%、9 月に 6.6% となった。2 回の引き下げにより、合計で 2 兆元（GDP 比 1.6%）の貸出余力が増加する計算だ。

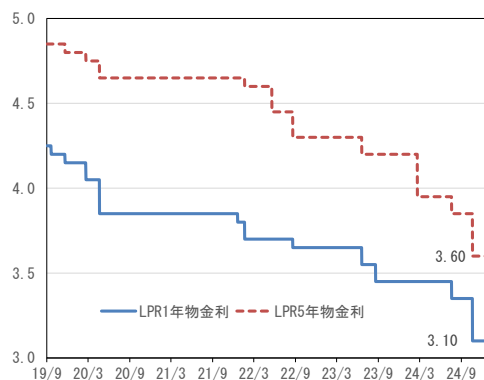
政策金利は、1 年物貸出金利の参照レートである LPR1 年物は 2024 年 7 月に 0.1%pt（3.45%→3.35%）、10 月に 0.25%pt（3.35%→3.10%）、住宅ローン金利の参照レートである LPR5 年物は 2 月に 0.25%pt（4.20%→3.95%）、7 月に 0.1%pt（3.95%→3.85%）、10 月に 0.25%pt（3.85%→3.60%）引き下げられた。金融政策の転換により、預金準備率、政策金利ともに 2025 年の合計の引き下げ幅は 2024 年を上回る可能性が高い。

預金準備率の推移（単位：%）



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

LPR1 年物、LPR5 年物の推移（単位：%）



(注) 毎月20日（休日の場合は順延）に翌月19日までの政策金利を発表
(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

ここで筆者が懸念するのは、住宅ローン金利のさらなる引き下げと住宅価格の下落が想定される中で、住宅購入者が様子見の姿勢を強めることだ。金融政策の予見可能性を高めたことが却って仇とならないか、心配をしている。

2025 年のメインシナリオは 4.5%成長

2025 年の中国の実質 GDP 成長率は 4.5%程度と、2024 年からさらに低下すると見ている。自動車・家電買い替え促進策の反動減が出て、トランプ・リスクはある程度顕在化するが、不動産不況は悪化に歯止めがかかり、財政出動が景気を下支えすることなどが前提だ。

楽観シナリオでは 5%程度の実質成長率を維持する。筆者は 2025 年の政府成長率目標が 4.5%前後に設定されるのが、無理をしない合理的な目標だと考えているが、現地では引き続き 5%前後に設定されるとの見方がほとんどだ。住宅市場が安定化し、トランプ・リスクが限定されれば、5%成長実現の可能性が高まろう。

悲観シナリオは米大統領選挙時に示された中国に対する 60%追加関税とその他への 10%～20%追加関税が実現するようなケースであり、その場合の中国の実質成長率は 3%台前半に落ち込む。

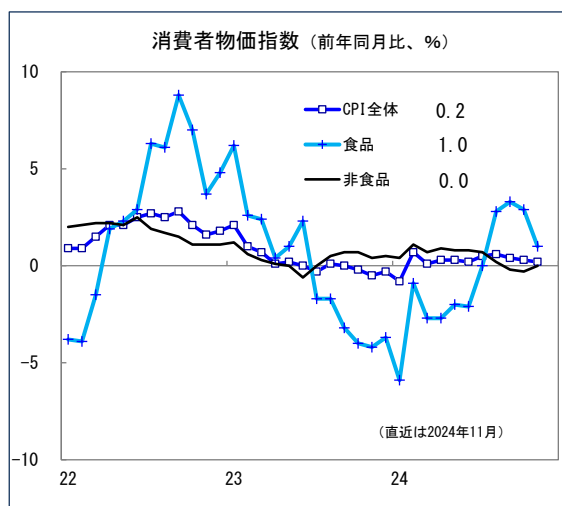
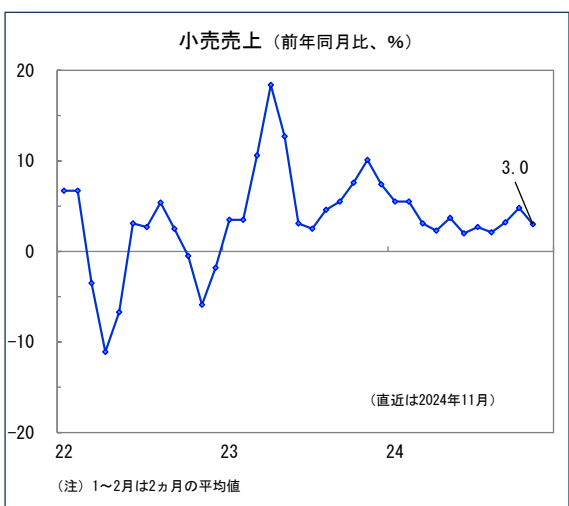
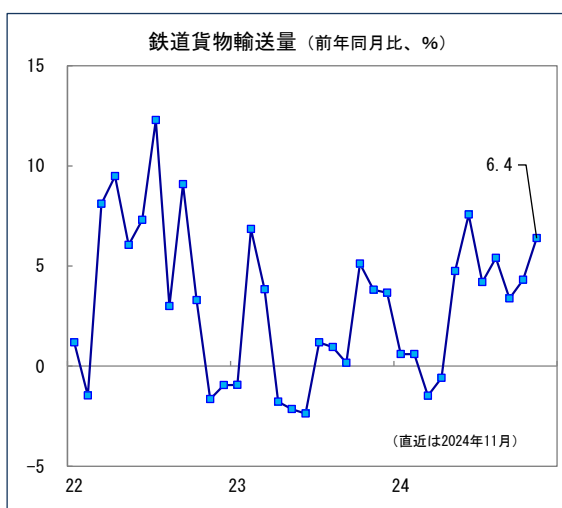
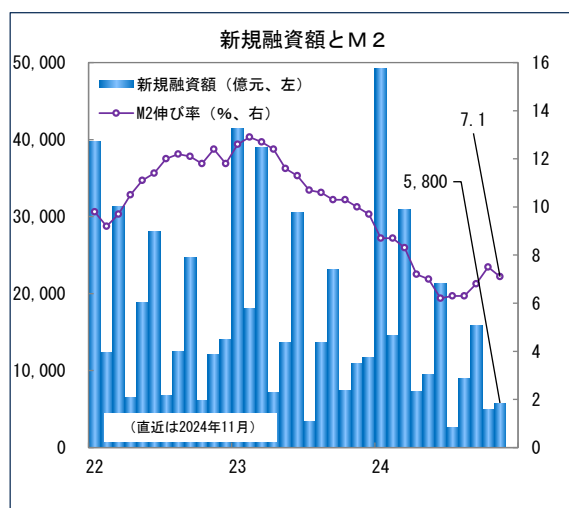
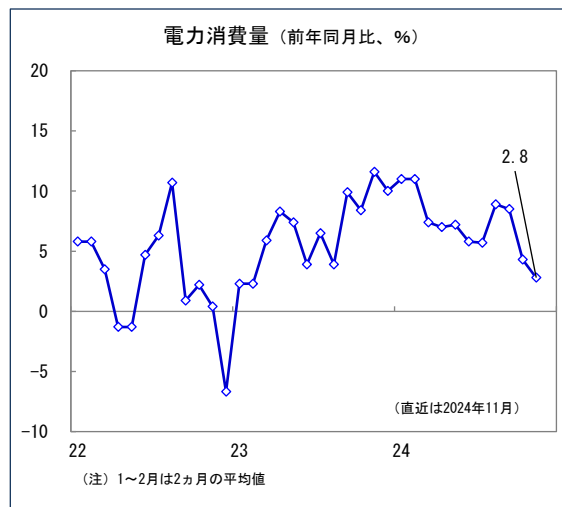
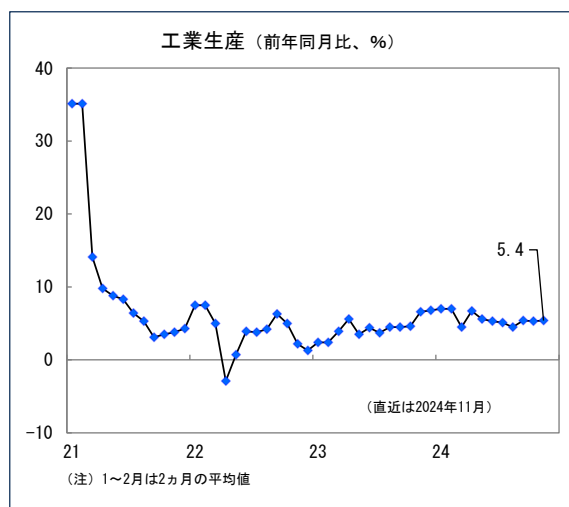
発生の確率は、ベースシナリオが 60%、楽観・悲観シナリオがそれぞれ 20%程度とみている。

主要経済指標一覧

	2023年11月	12月	2024年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	5.2	-	-	5.3	-	-	4.7	-	-	4.6	-	-
工業生産（前年同月比、%）	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4
電力消費量（前年同月比、%）	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0	7.2	5.8	5.7	8.9	8.5	4.3	2.8
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	3.8	3.7	0.6		-1.5	-0.6	4.7	7.6	4.2	5.4	3.4	4.3	6.4
固定資産投資（前年累計比、%）	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4
小売売上（前年同月比、%）	10.1	7.4	5.5		3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2
食品（前年同月比、%）	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8	3.3	2.9	1.0
非食品（前年同月比、%）	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.3	0.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7	-2.5
新規融資額（億元）	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000	15,900	5,000	5,800
M2伸び率（%）	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1
輸出（前年同月比、%）	0.7	2.1	7.1		-7.9	1.1	7.4	8.5	7.0	8.7	2.4	12.7	6.7
輸入（前年同月比、%）	-0.6	0.3	3.7		-1.9	8.4	2.1	-2.4	6.9	0.3	0.2	-2.3	-3.9
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	690.7	747.3	622.6		574.0	713.2	816.1	987.4	850.6	912.1	816.7	957.2	974.4
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9	-5.3
上海（前年同月比、%）	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9	4.9	5.0	5.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7	-23.0
竣工面積（前年累計比、%）	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9	-26.2
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3
金額（前年累計比、%）	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9	-19.2

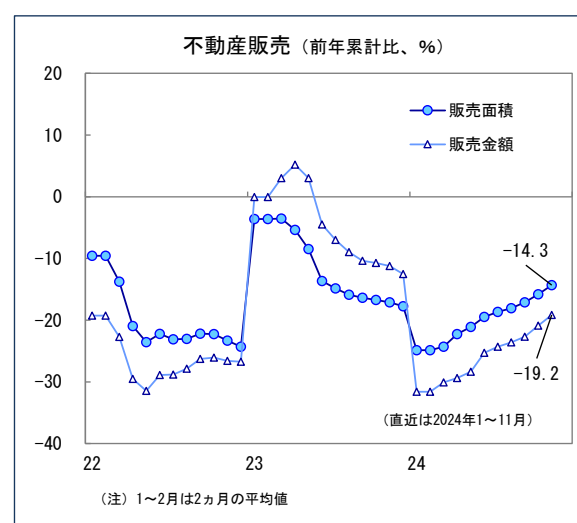
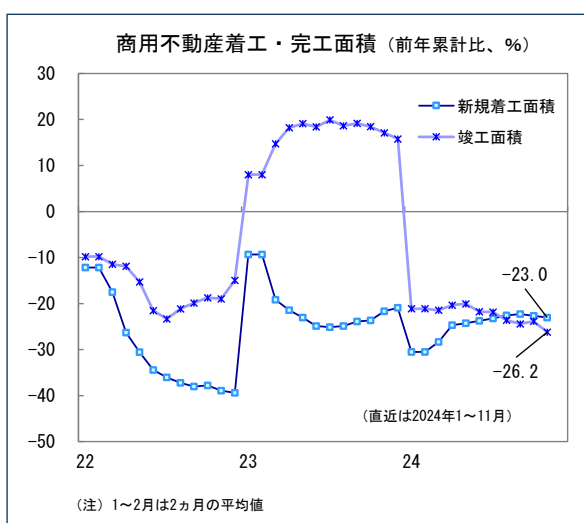
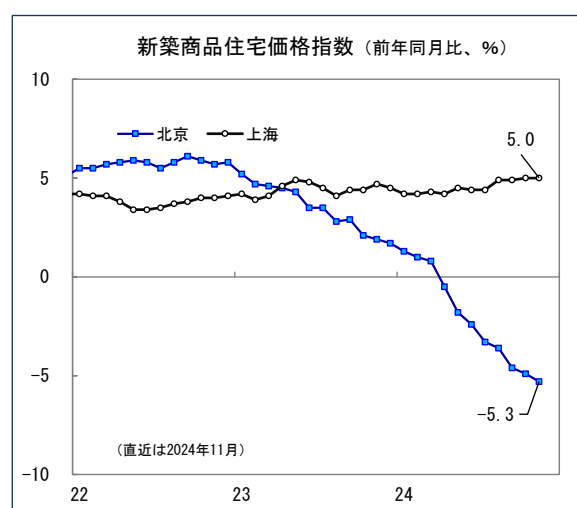
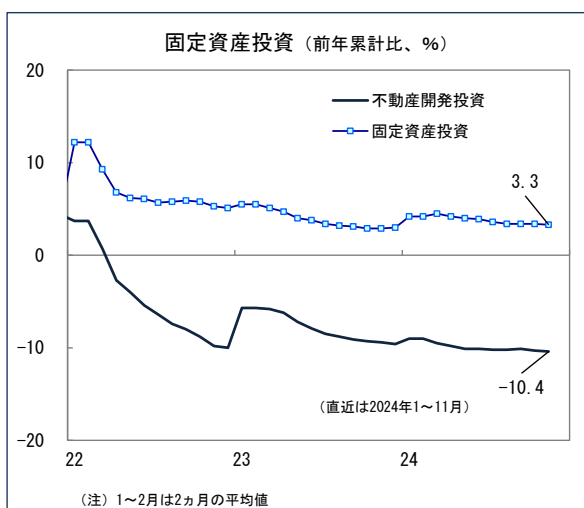
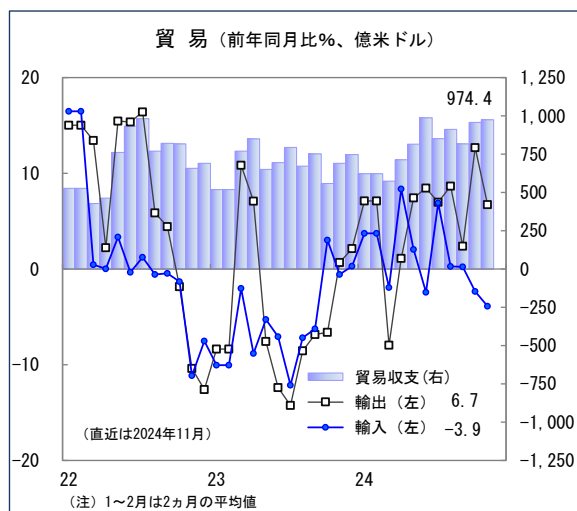
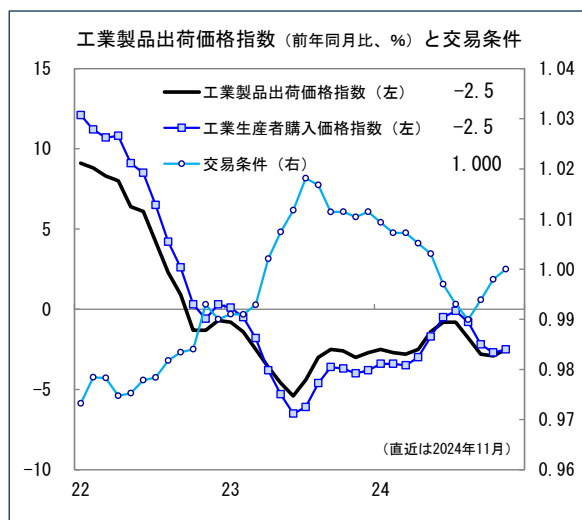
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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

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