

2023年の中国経済の回顧と 2024年の注目点・見通し



大和総研 経済調査部長 主席研究員

齋藤 尚登

2023年の中国の実質GDP成長率は前年比5.2%（以下、変化率は前年比）にとどまった。政府成長率目標である5%前後を達成したが、それでも「とどまった」と表現したのは、第2次コロナショックの影響で2022年が低成長を余儀なくされた反動の域を出なかったためである。

2020年の第1次コロナショック下の成長率は2.2%、2021年はその反動+ α で8.4%成長を遂げ、2年間の平均は5.3%であった。

2022年は上海市ロックダウンに代表される厳格な「ゼロコロナ」政策が響き、3.0%となった。2023年は年初から「ウィズコロナ」政策に転換し、本来なら7%程度の成長を期待していたところであった。しかし、実際は5.2%となり、2年間の平均は4.1%にとどまった。

2023年の景気回復が力強さに欠けたのは、不動産不況やリベンジ消費の不発によるところが大きかった。

〈目 次〉

1. 不動産不況
2. リベンジ消費の不発
3. 2024年の政府成長率目標は2023年と同じ5%前後か？
4. 5%成長達成の鍵を握る「国進民退」の解消
5. 拡張的な財政政策と金融緩和
6. 台湾総統選後の中台関係の行方

■ 1. 不動産不況

不動産不況のきっかけは2020年8月からの中国版総量規制の導入であった。中国人民銀行と住宅・都市農村建設部は、デベロッパーの負債状況に対して、①前受金控除後の総負債比率が70%以上、②総負債資本比率が100%以上、③現預金短期負債比率が100%以下、という「3つのレッドライン」を設けた。3

(図表1) 不動産デベロッパー(上場会社)の負債関連の3つのレッドライン抵触状況と融資規制(2023年末時点。2021年度決算)

レッドライン 抵触数	リスク	年間の有利子 負債増加率	社名
ゼロ	リスク小	15%以内	中国海外発展(中央企業)、華潤置地(中央企業)、招商蛇口(中央企業)、合生創展集団(民営企業)、中国金茂(中央企業)、濱江集団(民営企業)、仁恒置地集団(民営企業)、雅居樂集団(民営企業)、華發株式(国有企業)、中駿集団ホールディング(民営企業)、龍湖集団(民営企業)、建發国際集団(国有企業)、金地集団(国有企業)、遠洋集団(国有企業)、弘陽不動産(民営企業)、万科企業(国有企業)、華僑城集団(中央企業)、越秀不動産(国有企業)、禹州不動産(民営企業)、保利發展(中央企業)、德信中国(民営企業)、旭輝ホールディング集団(民営企業)、新城ホールディング(民営企業)、金輝集団(民営企業)
1	↑ ↓	10%以内	融信中国(民営企業)、金科株式(民営企業)、綠城中国(国有企業)、大悅城不動産(国有企業)、龍光集団(民営企業)、合景泰富集団(民営企業)、美的置業(民営企業)、碧桂園(民営企業)、時代中国ホールディング(民営企業)、中梁ホールディング(民営企業)、大唐不動産(民営企業)、力高集団(民営企業)、建業不動産(民営企業)
2		5%以内	首開株式(国有企業)、保利置業集団(中央企業)、宝龍不動産(民営企業)、正栄不動産(民営企業)、荣盛發展(民営企業)、中南建設(民営企業)、綠地ホールディング(国有企業)
3		0%以内	富力不動産(民営企業)、中交不動産(中央企業)、陽光城(民営企業)
期限内に決算が未発表			融創中国(民営企業)、中国恒大(民営企業)、世茂集団(民営企業)、中国奥園(民営企業)、祥生ホールディング集団(民営企業)、佳兆業集団(民営企業)、新力ホールディング集団(民営企業)、花樣年ホールディング(民営企業)

(注1) 3つのレッドラインとは、①前受金控除後の総負債比率(総負債÷総資産×100)が70%以上、②純負債資本比率(有利子負債から現預金を控除したもの÷資本×100)が100%以上、③現預金短期負債比率(現預金÷短期負債×100)が100%以下

(注2) 斜体・下線は債務不履行(デフォルト)や債務返済猶予が報道されている企業

(出所) 克而瑞不動産研究院(中国民間不動産シンクタンク)より大和総研作成

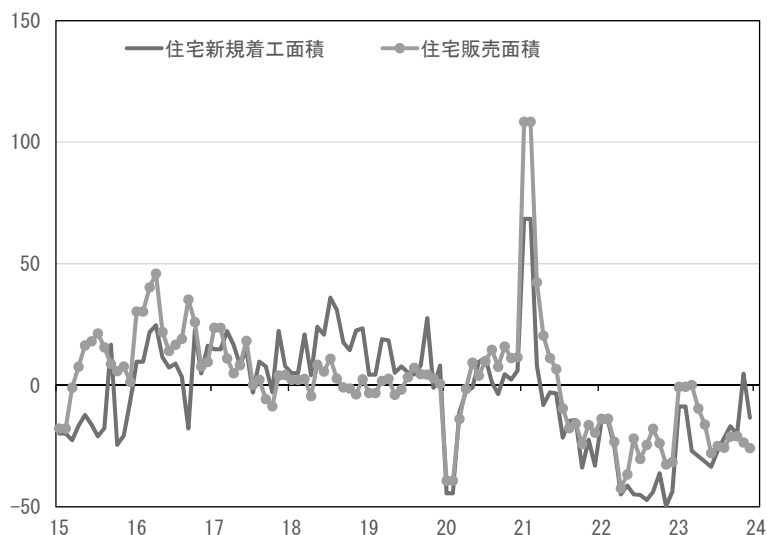
つとも抵触した高リスク企業は、以後は新たに有利子負債を増やすことはできないとする厳格な融資管理を実施した。一方で、1つも抵触していない低リスクのデベロッパーは、15%増以内であれば有利子負債の増加が認められるとした。

当初こそ、財務の健全性の高いデベロッパーが生き残る優勝劣敗が進むとの期待があったが、実際は全く異なる様相を呈した。中国内外で上場するデベロッパー55社のレッドライン抵触状況(政策による悪影響を避けるため、2021年決算で計測)と、債務不履行(デフォルト)・債務返済猶予の状況を見ると、

かつて財務の健全性が高かったデベロッパーも相次いでデフォルトやデフォルト寸前に追い込まれ、その数は33社に達した(2023年末現在)。特徴は、民営デベロッパーが30社を数えた一方で、国有デベロッパーはわずか3社にとどまっていることだ。「民営デベロッパーはデフォルト・倒産の可能性が高い」というイメージが定着し、購入者は物件の購入を回避した。このため、民営デベロッパーの売上は急減し、赤字に転落。資金調達難に陥り、工事中断問題が社会問題化したのである。

2023年9月末の銀行貸出残高に占める不動産関連の割合を見ると、住宅ローン向けは

(図表 2) 住宅新規着工面積と住宅販売面積の推移 (前年同月比) (単位: %)



(注) 1~2月は平均

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

18.7%、デベロッパー向けは6.2%であり、銀行にとって、住宅ローンが焦げ付かないことがより重要だ。日本のバブル膨張とその崩壊を反面教師とした中国政府は、1軒目の住宅購入を実需として、頭金の割合と住宅ローン金利を低く抑えて、購入をサポートしている。一方で、2軒目以降の住宅購入を投資・投機と見做して、頭金の割合と住宅ローン金利を高くする措置を講じてきた。例えば、北京市の場合、1軒目の頭金の割合は35%（注：2023年12月14日以降は30%）、2軒目は60%（同様に40%~50%）としていた。物件を担保に住宅ローンを設定するため、住宅価格が頭金の割合以上に下落し、かつ住宅ローンの返済者が失業などにより返済不能となった場合に、貸出が不良債権化することになる。「防

波堤」はいくつか設けられていたのである。

この「防波堤」を壊しかねない問題として浮上したのが、工事中断問題だ。中国では建設中に物件を購入し、居住前から住宅ローンの返済が始まる予約販売が大半を占める。工事が中断した場合は、住宅が購入者に引き渡されない可能性が高まる。一義的にはデベロッパーに、代金を購入者に返還する義務があるが、それが履行されない場合、住宅ローンを抱える人達は返済をストップし、銀行の不良債権が増える構図となる。2022年夏以降の「保交楼」とは、国有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である。これは購入者の不満が爆発して社会不安に陥るのを回避すること、さらには銀行の不良債

権の急増を回避することが主な目的であった。

「保交楼」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%増へと増加に転じた。一方、「保交楼」は建設中の販売済み物件の完成と引き渡しを目的であり、新規需要を直接刺激するわけではない。相次ぐ民間デベロッパーのデフォルトや返済猶予期間入りも嫌気されて、2023年の住宅販売面積は8.2%減となり、2022年の26.8%減から2年連続の前年割れとなった。供給が増加し、需要が減少すれば、在庫は増加する。2023年末の住宅在庫面積は22.2%増の3.31億㎡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、331万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2022年（39.8%減）、2023年（20.9%減）と、2年連続で20%以上の減少を記録した。「不動産不況」に明確な改善の兆しは見えない。

■ 2. リベンジ消費の不発

消費について、小売売上は2022年の0.2%減から2023年は7.2%増に回復したが、2年間の平均は3.4%増にとどまった。2023年の回復は反動の域を出ず、3年にわたった「ゼロコロナ」政策終了後に、リベンジ消費が発現したとは言い難い。

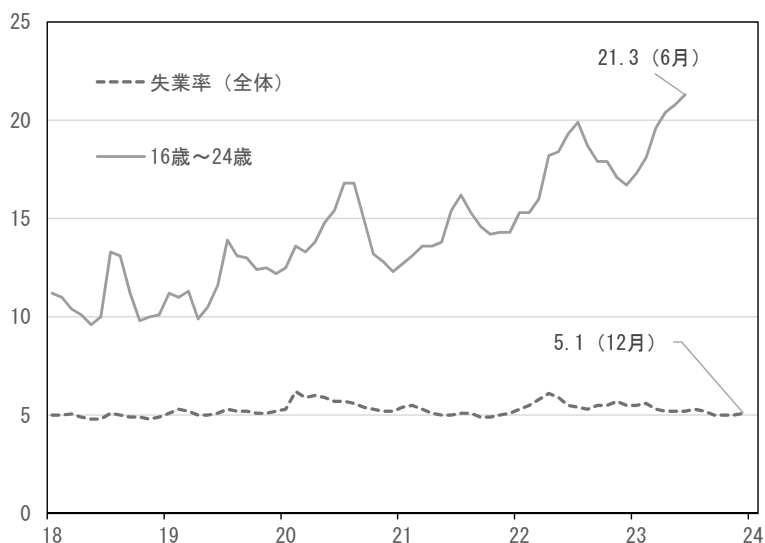
少子高齢化の進展などにより、中国の総貯蓄率は2010年をピークに低下が続いていた

が、「ゼロコロナ」政策による所得・雇用への不安などから消費が抑制され、2020年以降は再び上昇した。低下トレンドからの乖離分を積み上げると、2020年～2022年の3年間でGDP比9.5%に達する規模となっていた。これがリベンジ消費の原資になると期待されたが、既述した通り、肩透かしに終わった。

この背景の1つに、若年層の高失業率がある。かつて中国の若者は、毎月の給料を使い尽くす「月光族」と呼ばれた。消費性向の高かった若年層が今や節約に勤しんでいるのだ。16歳～24歳の失業率は過去最高を更新し続け、2023年6月には21.3%を記録したが、7月から11月にかけて、年齢別失業率の発表は中止された。12月の若年層の失業率は14.9%と発表されたが、従来は含まれていた求職中の大学生などが除外されるなど、統計に連続性はない。25歳～29歳の失業率は6.1%、30歳～59歳は3.9%であり、若年層の失業率が突出して高いことには変わりはない。

若年層の高失業率の主因は、若年層の雇用吸収力が大きい産業が、政策の失敗や悪影響によって不況に陥ったことである。卸小売業やホテル・飲食業は3年にわたった「ゼロコロナ」政策による需要減退、教育は政府による規制強化によって大量解雇が相次いだ業種である。2021年7月には学習塾を全て非営利団体に移行させる規制が発表され、学習塾の9割以上が事業継続を断念した。建設業は不動産不況の影響をもろに受けている。そして、これら産業は民間企業の割合が極めて高いの

(図表 3) 過去最高を更新していた若年層の失業率 (単位: %)



(注) 2023年7月~11月の年齢別失業率は非公表。12月の若年層の失業率は14.9%だが、従来の統計とは連続しない

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

である。

こうしてみると、不動産不況にせよ、リベンジ消費の不発にせよ、元をたどると「国進民退」(政策の恩恵は国有企業に集中し、民間企業は放っておかれるかマイナスの影響が出る)に行きつくことがわかる。

■ 3. 2024年の政府成長率目標は2023年と同じ5%前後か?

2024年の中国経済を見通すに当たり、注目されるのは2024年3月5日に開幕する全人代で政府成長率目標が何%に設定されるかである。2021年は6%以上、2022年は5.5%前後、そして2023年は5%前後と、毎年0.5%ずつ

引き下げられてきた。大和総研は、2024年は5%前後に設定されると予想している。

中国は2020年10月の第19期中央委員会第5回全体会議(5中全会)で2035年までの長期ビジョンを発表した。その際に習近平総書記は、「2035年までにGDPや一人当たり収入を(2020年の)2倍にすることは完全に可能である」などと発言した。これは実質ベースと捉えられており、達成には年平均4.7%強の成長率が必要な計算である。成長速度の鈍化傾向を踏まえ、2021年~25年は5.2%程度、26年~30年は4.7%程度、31年~35年が4.2%程度になると、達成が可能な計算だ(ここでは詳述しないが、中後半以降は極めて高いハードルであることは間違いあるまい)。ちな

みに、2021年～2023年の成長率は平均5.5%となり、2024年は5.0%程度、2025年が4.5%程度となれば、5年間の平均は5.2%に達することになる。

■ 4. 5%成長達成の鍵を握る「国進民退」の解消

2024年の政府成長率目標が5%前後となる場合、達成の鍵を握るのは民営企業へのテコ入れ強化とその奏功であろう。

中国は2023年7月以降、民営企業に対するテコ入れ策を相次いで発表した。具体的には、①「民営経済の発展・強化に関する党中央・国務院の意見」(党中央・国務院、7月19日)。民営企業に対する参入障壁の除去や資金調達支援の強化など、②「民間投資促進政策に一層しっかり堅実に取り組み、民間投資の積極性を引き出すように努力することに関する通知」(国家発展改革委員会、7月24日)。民営企業による投資が全体に占める割合を合理的水準に維持すること、政府が金融機関に対してプロジェクトを推薦し、貸出支援を提供するように奨励すること、など、③「民営経済発展促進の当面の若干の措置に関する通知」(国家発展改革委員会、司法部、人力資源社会保障部など、8月1日)。民間資本の参加を奨励する重要プロジェクト・リストを作成すること、民営経済の発展に対する保護・支援を強化すること、などであった。

2023年11月以降は、より具体的な民営デベ

ロッパーや民営企業へのテコ入れ策の発表が相次いだ。

まずは、民営デベロッパーへのサポート強化だ。11月17日に中国人民銀行、国家金融監督管理総局、中国証券監督管理委員会が開催した金融機関座談会では、不動産金融と、債務が急増する地方政府融資平台(資金調達プラットフォーム)の問題の重点的なリスク解消・減少に関する方針が確認された。このうち、不動産金融については、①デベロッパーの合理的な資金調達ニーズを国有・民営の差別なく満たすこと、②正常に運営されている不動産デベロッパーに対して貸し渋りや貸し剥がしをしないこと、③民営デベロッパーの債券発行などによる資金調達をサポートすること、④デベロッパーが資本市場を通じて合理的なエクイティ・ファイナンスを行うのを支援すること、⑤「保交楼」向けの金融支援に注力すること、⑥不動産業界のM&A(合併・買収)・再編を後押しすること、⑦保障性住宅(福祉型住宅)の建設を積極的にサポートすること、などが指示された。

さらに、不動産金融については、住宅・都市農村建設部と国家金融監督管理総局が2024年1月12日付けで、「都市不動産金融調整制度の導入に関する通知」を発出している。この中では、金融支援を行うべき不動産プロジェクトのリスト(ホワイトリスト)を作成することが明記された。

不動産不況への対応として、まずは、2020年8月の中国版総量規制の導入時に財務の健

全性が高いとされたものの、その後の銀行の貸し渋りや売上減少などで資金繰りが悪化し、デフォルト（もしくは債務返済猶予）を余儀なくされた民営デベロッパーについては、政府主導で金融面でのサポートが実施される必要がある。政府がお墨付きを与えたホワイトリストが不動産購入者に浸透すれば、少なくとも民営デベロッパー＝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からである。

次に、デベロッパーに限らず、他の民営企業の資金繰りの改善も不可欠だ。

2023年11月27日に、中国人民銀行、国家金融監督管理総局、中国証券監督管理委員会、国家外国為替管理局、国家発展改革委員会、工業・情報化部、財政部、中華全国工商業連合会の連名で、「金融支援措置を強め、民営経済の発展・強化をサポートすることに関する通知」が発表された。これは7月19日付けの「民営経済の発展・強化に関する党中央・國務院の意見」を受けた具体策であり、（1）金融機関の民営企業に対する年度サービス目標の設定、業績考課における民営企業サービス関連業務のウエイト引き上げを通じて、民営企業に対する金融支援を高め、貸出残高に占める民営企業向け貸出の割合を大きくする、（2）科学技術イノベーション、専門化・精密化・特色化・斬新化、グリーン・低炭素、産業基盤エンジニアリングプロジェクトなどの重点分野と、民営中小零細企業への支援を強化する、などとした。

上記「貸出残高に占める民営企業向け貸出の割合を大きくする」というのは、民営企業向けの貸出をより増やす政策であり、政策の方向性は正しい。こうした政策がしっかりと実施され、効果が出るか否かが、2024年の中国経済の行方を大きく左右するだろう。

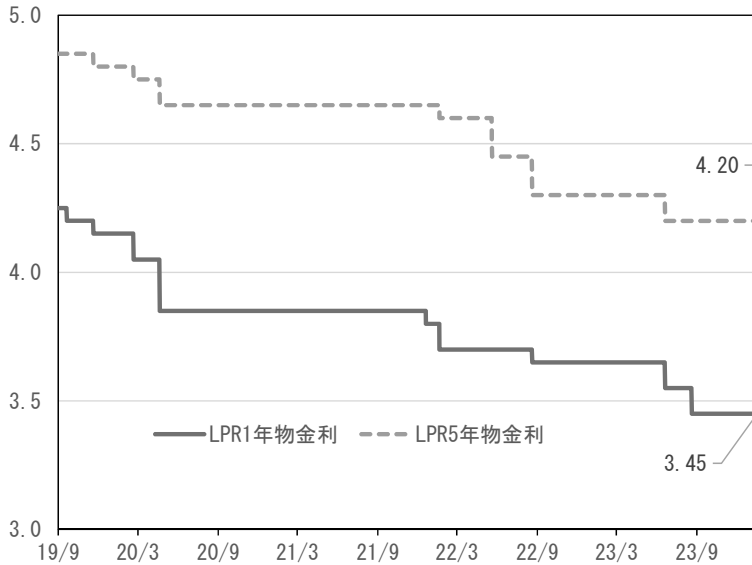
■ 5. 拡張的な財政政策と金融緩和

2024年は積極的な財政政策と緩和的な金融政策が、景気をサポートしよう。

全人代常務委員会は2023年10月～12月に国債を1兆元（GDP比0.8%）増発することを決定し、これによって、2023年の財政赤字のGDP比率は3.0%から3.8%に拡大するとされた。全額が地方政府に移転され、2023年に半分の5,000億元、2024年に残りの5,000億元がインフラ投資などに使用される。効果のほとんどは2024年に発現することになる。中国政府は財政赤字のGDP比を3%以内に抑制するなど財政規律を重んじてきたが、2024年もこの枠にとらわれないであろう。

金融緩和余地も残されている。2023年に中国人民銀行は、貸出金利の参照レートである1年物LPR（ローン・プライム・レート）を2回（3.65%→6月20日3.55%→8月20日3.45%）、住宅ローン金利の参照レートである5年物LPRを1回（4.30%→6月20日4.20%）引き下げたが、いずれも0.1%ptという小幅な利下げにとどまった。デフレが懸念される

(図表4) LPR 1年物、5年物の推移 (単位: %)



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

中国では物価上昇率は低空飛行が続き、利下げの阻害要因にはならなかったが、金利引き上げ局面の米国と、引き下げ局面の中国という金利環境の相違を反映した人民元安圧力の高まりが、中国人民銀行による大幅利下げを躊躇させる主因となった。しかし、米国のインフレは沈静化に向かい、2024年下半期には利下げに転じる公算が大きい。中国人民銀行の利下げ余地も広がることになろう。

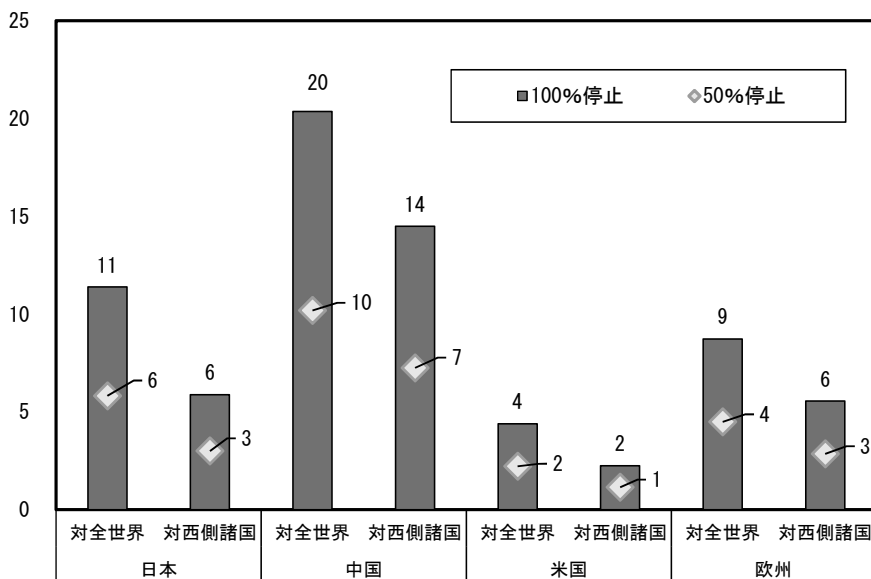
預金準備率引き下げについて、2023年は3月と9月に0.25%ずつ引き下げ、加重平均は7.4%に低下した。0.25%の引き下げでおよそ6,000億元 (GDP比0.5%) の貸出余力が増える計算だ。預金準備率の引き下げ余地も残されており、今後は民営企業向けの貸出を増加させる旨の窓口指導が同時に実施されること

が望ましい (中国人民銀行は2024年1月24日に大手行などの預金準備率を0.5%引き下げことを発表。実施は2月5日)。

大和総研は、民営企業、民営デベロッパーへのサポート強化を前提に、2024年の中国の実質GDP成長率を5.0%程度、2025年を4.5%程度と想定している。これがメインシナリオだ。

一方のリスクシナリオでは、「国進民退」が解消せず、民営企業の活力が失われた状態と、「不動産不況」が続くことを想定している。この場合は、2024年の実質GDP成長率は4.3%程度、2025年は3.8%程度にとどまろう。

(図表5) 全世界、西側諸国が中国との貿易を停止した場合の実質GDPへの影響 (単位：%)



(注) マクロモデルによる推計。中国との貿易停止は2023年を想定し、2023年の1年間での実質GDPの減少幅を、ベースライン（貿易が停止しないケース）との対比で示した。西側諸国は、日本、米国、欧州、その他先進国（IMFによる地域分類）とした
(出所) IMF、内閣府、Haver Analyticsより大和総研作成

6. 台湾総統選後の中台関係の行方

最後に、中台問題の行方について私見を述べたい。

2024年1月13日の台湾総統選挙では、対中強硬派の与党・民進党の頼清徳氏が総統に当選した。一方、立法委員（議員）選挙では、対中融和派の国民党が第1党となり、民進党は第2党に転落した。

中国が台湾独立派と見做し、忌み嫌う頼清徳氏が総統に就任することに、中国側は警戒心を高めている。2016年5月に総統に就任し、

2024年5月に2期8年の任期を終える民進党の蔡英文氏は「台湾から（中台）危機をつくることはない。台湾は挑発も冒険もしないが、圧力にも決して屈しない」とのスタンスを堅持した。「台湾独立」を封印し、中国に「武力による現状変更」に対する言質を与えなかったのである。この観点でいえば、2022年8月の米ペロシ下院議長（当時）の台湾訪問は、中国側に大規模軍事演習を正当化する口実を与えてしまったことになる。頼清徳氏には、蔡英文氏の「現状維持」スタンスを堅持することが求められる。

「台湾有事」の可能性については、完全に否定できるものではないが、中国にしてみる

と、「武力による現状変更（中台統一）」は、とてつもなく膨大なコストがかかる。これが現実になった場合、西側諸国は中国に対する経済制裁を発動することになろう。図表5は、全世界、西側諸国が中国との貿易を停止した場合の実質GDPへの影響を推計したものである。仮に、中国と西側諸国との貿易が100%停止した場合、中国の実質GDPは14%減少する。中国経済最大のリスクは金融リスクにあり、2023年6月末時点の非金融企業債務残高のGDP比は166.0%、家計部門は62.0%に達する。どれだけの企業、家計がこの衝撃に耐えられるのであろうか。「台湾有事」は「中国有事」であり、筆者は、少なくとも近い将来にこれが現実になることは想定していない。

1

