中国経済の持ち直しには何が必要なのか？

情報提供資料
2024年2月16日

Topics

- 中国経済の先行きについて、国内でも不信感が出ています。中国経済の低成長化の背景は、人口動態、不動産不況の長期化、地政学リスクを受けた経済活動の委縮など多岐に渡り、複合的な不況に陥っていると考えます。
- 中国当局には、足元の需要不足に対応する規模の追加財政支出と、不動産に代わる成長ドライバーを育成することが求められます。追加支出も従来のインフラ投資や製造業向けの支援だけではなく、家計のセンチメント改善に向けて、将来不安を軽減する社会保障の拡充などが好ましいと考えます。

エコノミスト　須賀田　進成

民間企業・家計のセンチメントが低迷

中国景気は、製造業を中心に循環的に持ち直し始めていますが、長期の成長期待は後退しているとみられます。

中国の企業と消費者のセンチメントはいずれも冴えませんが、特に消費者の将来期待は大きく悪化しており、家計は将来の経済状況や成長への期待を低下させていると考えられます（図表1）。

こうした成長期待の低下は、中国の株式市場の動きにも表れています。中国の主要な株価指数は、昨年半ばごろから大幅に下落しています。中国の株式市場では個人投資家の参加が多く、国内個人投資家が、他国の資産対比で低迷を続ける自国の株式市場に見切りをつけ始めたとの報道もなされています。また、昨年12月以降は、海外株価指数連動型のETF（上場投資信託）への投資が殺到するという事態も発生しました。

国内の経済主体（家計と企業）が将来の成長期待を低下させる場合、消費や投資の抑制につながる懸念があります。

中国の成長を押し下げる2種類の圧力

中国経済が直面している下押し圧力は、主に以下のように分類されると考えられます。

①構造的要因 - 債務と投資依存の経済構造、人口動態
②外的要因 - 先進国のデリスキングによる悪影響

中国では政府部門の資金調達から家計の資産運用まで、不動産部門が大きく関与していたため、市況の調整長期化による悪影響が強まっています。こうした中、不動産投資に依存した経済成長モデルの転換の必要性が高まっています。また、人口動態の問題も抱えています。こうした国内環境に追い打ちをかけたのが、米国を中心とした主要先進国のサプライチェーンのデリスキングの動きです。

加えて、当局の産業政策に対する不透明感も家計と企業のセンチメントを押し下げているとみられます。

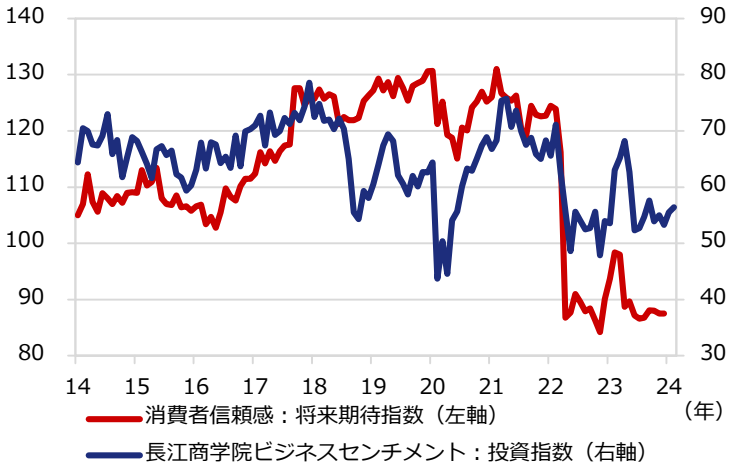
需要不足の規模

IMFは、2023年の中国の産出ギャップ（総供給と潜在供給力のかい離の規模）をGDP比▲1.4%と推定しました（図表2）。この需要不足が、足元での中国におけるディスインフレの一因であり、追加的な景気刺激の規模としては同ギャップを埋める規模が必要になると考えられます。

では、中国当局は、どのような政策対応で、上記圧力に対応していくべきでしょうか。本稿では、3月の全人代（全国人民代表大会）と、開催が後ずれしている三中全会（第三回中央委員会全体会議）を前に、期待される経済政策を考えます。

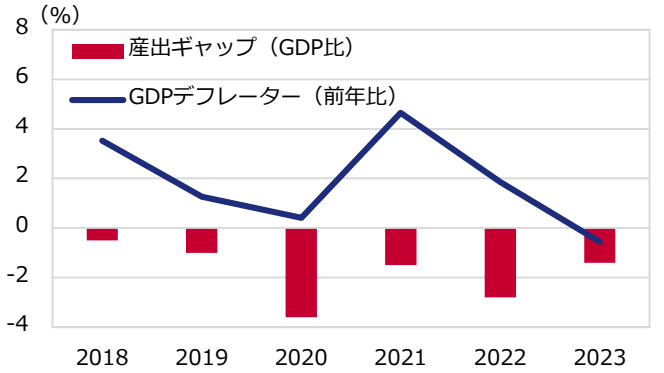
次ページへ続く

図表1　企業の投資意欲と消費者信頼感の推移



期間：2014年1月～2024年2月（月次）
ただし、消費者信頼感は2023年12月まで
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2　産出ギャップとGDPデフレーターの推移



期間：2018年～2023年（年次）
注：GDPデフレーターは年内平均、産出ギャップはIMFによる推計値
産出ギャップは実績の産出量と潜在供給力のかい離のGDP比
出所：IMF、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

Asset Management One　アセットマネジメントOne
商 号 等 ： アセットマネジメントOne株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第324号
加入協会： 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

不動産不況への対処

不動産市場の低迷は、経済全体に大きな影響を及ぼしており、まずは市況の安定化と金融リスクの予防が行われるべきと考えます。不動産業の問題は、デベロッパーの資金繰り難に起因する住宅の工事停止が、実需の住宅購入の抑制要因となっている点です。

デベロッパー支援に向けて、銀行部門への融資要請や中国人民銀行の構造的金融ツール（PSL（担保補充貸出））を原資とした地方政府主導の都市部再開発の実行などが既に表明されています。今年は、上記のような対応から、不動産業の活動が緩やかながら改善に向かうと見込みます。

新興産業が育つが、貿易摩擦の火種に

米国は中国によるデータの収集や、同国への半導体や鉱物など戦略物資の依存に強い警戒感を示しています。この懸念は、米国の安全保障と結びついていることから、関係の改善は見込みにくいと考えます。

ただし、こうした環境下でも、輸出が増加している産業があります。電気自動車、太陽光パネル、リチウムイオン電池は新三種の神器とも呼ばれ、生産と輸出を伸ばしています（図表3）。競争力のある新たな産業の育成と先進国以外の市場の開拓が、外圧と国内の不況への対応策の一つと考えられます。

一方、これら品目群に対しては米国と欧州がそれぞれ、対中依存度の高さや当局の補助金による不当な価格設定などを疑い、調査に乗り出しており、新たな貿易摩擦の火種として懸念されます。また、米国ではトランプ前大統領の再選観測もあり、対中政策の厳格化懸念がくすぶります。

従って、こうした外圧に対する根本的な対応として、輸出競争力のある産業を育成するだけではなく、外需への依存度を下げ、内需を中心とした経済成長モデルへの転換を急ぐ必要があると考えられます。

政策の一貫性や唐突な規制の回避もカギに

ここ数年間、不動産業以外にも、教育産業やゲーム産業などへの規制が強まっています。こうした規制の中には、ビジネスモデルの転換を求める内容を提示したにもかかわらず、事前のアナウンスが少ないケースがありました。

唐突な規制は、特に民間企業のセンチメントを押し下げているとみられ、当局にはコミュニケーションの改善が求められます。昨年の中央経済工作会議でも、異なる政策分野間で連携を強化し、産業政策の一貫性を高める方針が示されました。

従来型の政策対応の効果が薄れている

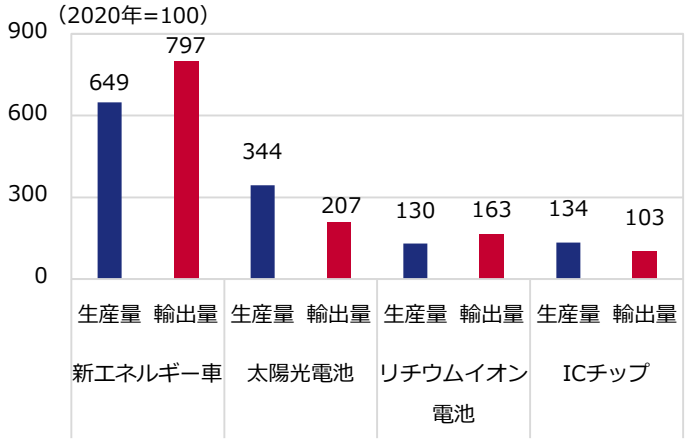
昨年、当局は異例の年度内の追加財政支出を決定し、インフラ投資を拡大しました。インフラ投資は産業の裾野が広く、雇用も生み出すため、需要を喚起する政策であり、需要不足の状況には適当な対応策と考えられます。しかし、ここ10年ほどはインフラ投資に頼った景気刺激を続けてきたため、限界資本係数（固定資本形成によるGDPの押し上げ効果）が悪化しています。

家計向け支援を特に強化すべきではないか

こうした中、支出の対象をより政策効果の高いものに変更すべきである他、内需拡大のためには、まず家計のセンチメント改善を目指すべきであると考えます。

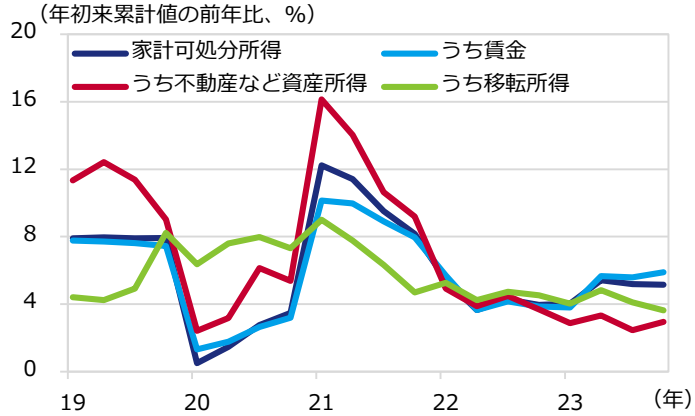
経済的な苦境が長引く中、家計の所得の伸びは、2019年頃と比べて鈍化しています（図表4）。特に、資産性の所得の伸びが大きく鈍化しており、不動産市場の低迷が家計の所得を大きく押し下げたと考えられます。

図表3　好調な製造業品目の生産量と輸出量の変化



注：2020年を100とした2023年の数量
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4　中国都市部家計の1人当たり可処分所得の推移



期間：2019年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

所得の伸び鈍化も、家計の将来期待低迷の一因とみられます。家計は消費と住宅の購入を控え、預金が積み上がりました。

現状、家計は2020年以降だけで名目GDP比40%超もの預金を積み上げています。預金が富裕層に偏在している可能性はありますが、全体的に家計の消費余力は残されていると考えられます。従って、足元の内需の不振に対しては、家計の消費を促すよう、高止まりする実質金利を下げる金融緩和のほか、将来不安を払しょくするような社会保障の拡充が必要になると考えます。

所得減税を中心とした減税を続けるほか、医療や年金制度などの社会保障制度を拡充することで、家計の信頼感の改善に寄与できるのではないかと考えています。中国における社会保障制度は未成熟であり、高齢化も進む中で、その改善が将来不安を軽減し、家計の消費性向を上昇させる可能性があります。

当局は昨年の中央経済工作会議において、製造業を中心とした技術開発支援を2024年の最優先課題としました。3月5日からの全人代と、3期目の習指導部の経済政策方針が提示されるとみられる三中全会において、家計向けの政策支援方針が強化されるかに注目しています。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

- **投資信託に係るリスクについて**

  投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

- **投資信託に係る費用について**

  ［ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。］

  ■ **お客さまが直接的に負担する費用**

  購入時手数料：上限3.85%（税込）

  換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

  信託財産留保額：上限0.5%

  ■ **お客さまが信託財産で間接的に負担する費用**

  運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

  ※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

  その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。