

国内外経済の動向

現地で見た中国経済

【ポイント】

1. 今年1月に上海と北京に出張し、現地のエコノミストや企業のIR担当者、中国人民銀行のスタッフなどに対してヒアリングを行った。
2. 現地では、住宅投資は低迷が続くものの、住宅販売については楽観視しているとの声があった。また、技術提供の方向が以前とは逆（中国から合併会社へ）になっているとの声もあった。
3. 現地の声や街角の様子を総括した筆者の判断は、中国の消費低迷は長引きそうである、商業不動産の状況は「小雨」というものである。しかし、こうした弱点をもものともせず、中国経済の堅調な成長が持続する可能性も十分にありそうだ。

筆者は今年1月に上海と北京に出張し、現地のエコノミストや企業のIR担当者、中国人民銀行のスタッフなどに対してヒアリングを行った。本稿で掲載する現地の声、街角の様子などが、読者の皆様にとって何らかのご参考となれば幸いである。

1. 建築中断プロジェクト、上海市内中心部や高速鉄道の様子

上海虹橋空港から市内中心部に向かう途中で、建設が2008年に中断されたままの商業施設を見学した。駐車場には多くの車が止まっていたが、誰でも入ることができるため、おそらくは施設とは関係のない車である。建物入口には柵が設けられているが、管理人が常駐している様子だった。現地駐在員の話では、政治家の交代などが工事中断の原因になるという。上海市内にはこうした建築中断施設（「鬼城」と呼ばれる）は多くない。日本でイメージされる建設中断のマンションは市内中心部ではなく、もっと郊外にあるという。

主要道路の道幅は日本よりも広いが（日本でいえば首都高速にあたる道路は片側3車線）、自動車の数も日本よりずっと多く、市内中心部には高級車が多く見られた。中国では一般に運転がアグレッシブのため、接触事故もたびたび見かけた（それでも、以前より運転マナーが大分改善したとのこと）。自動車のナンバープレートは青色がガソリン車など、緑と白のグラデーションが新エネルギー車（純粋なEV：電気自動車だけでなく、PHEV：プラグインハイブリッド車、外部からの充電機能を追加したハイブリッド車なども含む）に色分けされている。到着日（日曜）は青色の方が半分よりもやや多い印象だったが、休日は遠出のために青色が増えるとのことであり、翌日（月曜）には半々に近いように見えた。

市内中心部には大手金融機関の名前などを付した超高層ビルが、たとえば日本の大手町を上回る規模で、広い間隔で立ち並んでいる。

市内中心部の商業施設には、日本では郊外に立地するような大型のショッピングモールが数多く見られた。なお、日本で言えば駅ビルに相当するような商業施設も当地ではショッピングモールと呼ばれている。混み具合の差が大きく、多くの人出が見られたモールは限定的であった。なかでも、アニメ関連の販売店に特化した商業施設は若者を中心に混雑を極めており、ここでは日本のアニメの存在感が大きかった。モール地下のフードコートは満員だが、上階にある中級レストランの人出は少なかった。ただし、中国ではフードデリバリーが非常に発達しているとのことであり（よほどの高級レストランでない限り、ど

の店もデリバリーに対応)、その影響もあるだろう。

物価は日本よりも多少安い品目もあるが、大きくは変わらない印象である。ペットボトル飲料が日本円で 80-120 円くらい、ホールケーキが 4,000 円くらいで販売されていた。やや話は変わるが、液晶画面が三つ折りのスマートフォン（広げると A5 判くらいのサイズ）が 40 万円程度で販売されていた。

上海から北京へは高速鉄道で移動した。上海駅の入り口には空港と同様の手荷物検査が設けられている。一度に一つの列車の改札しか行われず（プラットフォームへの入場が 15 分前くらいから）、外国人はパスポートの提示が求められることもあって、待合室は恒常的に大変な混雑である。ただし、プラットフォーム自体は非常に広い。感覚的には日本の 3 ~4 倍の広さである。高速鉄道は時速 340km 程度で巡航したが、揺れが少なく乗り心地はかなり良い。大部分が直線走行でカーブやトンネルが少なく、列車の擦れ違いが少ないことも原因と思われる。上海~北京間の所要時間は 4 時間半程度である。上海駅、北京駅ともに十分なキャパシティを持った地下駐車場が直結している。これは日本と比較して、例えば東京駅に直結する地下駐車場のスペースがかなり限定的であることと対照的である。

2. 上海にて、証券系エコノミストから中国経済の見通しをヒアリング

- 中国経済はそれほど悪くない。2025 年は 4.8% 成長と予測している。米国のトランプ政権が導入すると述べている 60% の関税は、中国の GDP 成長率を 1% 程度押し下げると予想する。しかし後日、60% の関税に関する適用除外品目のリストが公表されて影響が緩和するだろう。2019 年の米中貿易戦争の頃は、米国の中国からの輸入品目には中間財が多く、米企業が関税を吸収した。しかし、現在は最終財が多く、米国のインフレへの影響が大きいためである。政府の景気下支え策もあって、中国経済は第 4 四半期に持ち直すだろう（N 字型の回復）。
- 不動産は 2021 年から悪くなってきたが、通貨供給量の減少が要因と考える。2022 年からは不動産販売が二極化している。すなわち、予約販売が悪くなっている一方、完成販売は回復している。金利引き下げの効果が出づらく、2024 年において計画通りに完成した物件は 4 割に過ぎなかった。住宅需要が減少しているのではなく、完成物件が少ないので買い手が購入を遅らせている。今後もデベロッパーの倒産は続き、住宅投資は低迷するものの、住宅販売については楽観視している。
- 生産者物価の上昇率の低迷は、特に川下分野が生産力過剰であるため、対応が難しいだろう（川上分野は国有企業なので生産量の調節が可能）。消費者物価についても、景気刺激策として支払われる耐久消費財の買い替え促進のための補助金が、計算上は価格の下落要因となってしまう。
- ここもとの製造業による設備投資増加は、企業の設備が古くなって買い替えサイクルに入っているためであり、政策的なものではない。ただし、2025 年前半にはこのサイクルが終了すると見ている。
- 2024 年 12 月の中央経済工作会议で打ち出された「超常規」（従来型の景気対策から脱却した、新しい景気対策）の政策の一つとして、2025 年 1 月 11 日に公務員給与の全員一律の引き上げが発表された。今後、地方政府はサービス消費の促進策を出してくるだろう。政府の景気下支え策は規模よりも、どこにお金が使われるかが重要である。

3. 上海と北京にて、中国企業の IR 担当者からヒアリング

① 大手不動産開発会社

- 同社は上海で総合的な都市開発を行い、マンションは全て予約販売、オフィスビルは竣工後も管理するビジネスモデルである。オフィス入居率は 85% である。同社は AAA

（中国の格付け会社による）の格付けを持つ国有企業であり、同業他社と比較してずっと健全とのことだ。※「国有企業」には地方政府が保有する「地方企業」と中央政府が保有する「中央企業」があり、同社は「地方企業」である。国有企業にはレストランも含め、様々な企業がある。

- ・市内中心部のマンションは値上がりが続いており、最近では 7 万元／㎡で販売した。川沿いの超高級マンション（17 万元／㎡）も大人気だった（ヒアリング時の為替レートは 1 元＝21-22 円程度）。

② 大手国有自動車メーカー

- ・同社は欧米の自動車メーカーとの合弁会社に加え、自社ブランドでも自動車の生産・販売を行っている。
- ・合弁会社については EV 化が遅れていた。これからは積極的に中国の EV 技術を導入し、中国市場の需要に合ったものを作っていく。中国では内燃機関（ガソリン車など）から EV への過渡期にあり、技術提供の方向が以前とは逆（中国から合弁会社へ）になってきている。昨年 1 年間で在庫を大幅に減らし、10-12 月期の販売水準は健全な状態にある。今後は PHEV などの導入やハイエンド・モデルの浸透を進めたい。
- ・中国では、性別・地域別などに様々な需要がある。また、技術の進化が早いため、買い替えサイクルが 2-3 年と短い。なお、HV（ハイブリッド）の需要は高まっていない。
- ・政策による自動車購入の補助率が 2025 年は 10%だが、2026 年には 5%に下がる。多くの企業が新モデルを投入する中で、価格競争が激化するだろう。
- ・2030 年における中国の乗用車販売のシェアは完全な EV が 60%程度、その他の新エネルギー車が 30-40%程度、内燃機関は 0%と予想している。

③ 大手不良債権処理会社

- ・同社は 4 大不良債権処理会社の一つであり、大手国有銀行から不良債権を買い取っている。投資セクターとしては商業用不動産、リースが多いが、製造業もある。未完成物件は完成させる。マーケットの回復を待つ場合もある。
- ・買い取り額の査定においては、まずは資産価値を計算する。出口戦略が見えている場合にはより積極的な価格を提示する。投資期間は再建型の場合は 2-3 年程度、整理する場合は 5 年程度。価値の低い物件でも相応の値段で買う。
- ・以前は主に破綻債権を買い取っていたが、今はその前の段階での買い取りに注力している（政府も後押ししている）。住宅関連の不良債権も買い取っているが、予約販売による引き渡しリスクの時代は終わったと考えている。

④ 大手国有銀行

- ・法律上、リスクのない金融資産にしか投資できない（海外債券は投資対象外）。なお、国債・地方債の利子は免税なので、税引き後の収益率では有利である。
- ・本体で海外株式への投資を行っていないので、顧客向けにも QDII（中国国内で投資家を募集し、資金を海外に投資する運用枠）を使った商品展開は考えていない。
- ・デュレーション・マッチング（負債年限と投資期間の適管理）について、最近は預金はやや減少しているものの、影響は小さい。貸出期間は 1 年程度が多い。国債の償還年限は最長 30 年だが、全保有債券の平均満期は 7 年程度。
- ・以前の中国では都市と農村が全く別物だった。しかし今では、都市が 10%、農村が 40%、中間地域が 50%である。この中間地域の発展が一番早く、資金も必要とされている。

4. その他のヒアリング先

⑤ 日系の金融会社

- ・これからは **QDII** を通じたアセットマネジメントに注力する。
- ・中国企業は開発を **2 交代制** にして、**24 時間体制** で進める。これが他国では真似の出来ないスピードの技術発展を生んでいる。
- ・中国の消費不振は深刻である。一人っ子政策により親から住宅を相続できるので家を買う必要はなく、家に引きこもってゲームをしている。受験競争が激しく幼稚園から塾に通う子供も多いにも拘わらず、現状では新卒時の就職率が **20% 程度** と低い。

⑥ 日本の政府系機関（エネルギー関係）

- ・中国は **SAF**（持続可能な航空燃料）の世界最大の生産国。ただし、廃油の回収が不足している。
- ・中国の電源構成は風力・太陽光などが **50%**、残りは主に石炭火力
- ・水素の社会実装は世界最先端。ただし、グリーン水素は **10%** に過ぎない（**90%** は主に石炭から生産している）ので、日本に輸出してもらう意味は小さい。なお、水素の運搬手段としては、アンモニアが主流。
- ・原子力発電も風力発電も中国が自前で設備を生産できる。蓄電は力を入れているがなかなか難しい。車載電池は中国で生産できるが、大規模な蓄電は難しい。
- ・送電はコストが課題で、高压電線は **1km** あたり **1 億円** くらいかかる。
- ・**CCS**（二酸化炭素の回収・貯留）は計画段階である（貯留場所として、石炭鉱山の跡地などが使用できるとのこと）
- ・中国の再エネへの取り組みは環境のためでもあるが、国家安全保障の面が強い。
- ・景気の実感として、**2023 年** までは上向いていたが、**2024 年** から下降している（不動産不況、米国による関税への懸念など）。消費者はデフレインドになっている。
- ・どちらが良いとは言えないが、日本では利害調整が多すぎる。中国では、まずはやらせてみる。多数の企業が開発を競い、競争の結果、集約される。
- ・日本は資源の買い負けをしないよう、韓国との協力関係の強化などが重要。

⑦ 中国人民銀行（中国の中央銀行）のスタッフ

- ・中国の不動産問題が解決するには **3-5 年** かかるだろう。
- ・消費マインドが悪く、経済の復調には時間がかかる。政府トップの危機感が薄い。**2024 年** に多少、認識が変わり政策が打ち出されたが、不十分。
- ・中国には個人破産に関する法律がないから、債務は一生免除されない。
- ・中国の銀行は政府の監視下にある。問題となった不動産開発企業はそれを迂回し、海外から資金調達したため、政府を怒らせた。しかし、同様の問題を起こす企業はそれほど多くない。

5. おわりに

訪問した都市は上海と北京の 2 つのみであり、ヒアリング先の数も限られた。そのなかで、現地の声や街角の様子を総括した筆者の判断は、「中国の消費低迷は長引きそうだ、商業不動産の状況は『小雨』」である。ただし、現地で感じた中国の経済および国土の規模の大きさ、技術発展のスピードの速さは圧倒的であり、こうした弱点をものともせず、中国経済の堅調な成長が持続する可能性も十分にありそうだ。