

中国の中長期成長の展望と制約要因

福本 智之^{*1}

要 約

コロナ禍以降、中国の経済成長の減速が鮮明になっている。本稿は、中国の経済成長の制約要因として、人口動態、政府の経済運営とイノベーション、不動産と金融のリスク、米中対立とデリスキングの4点について検討し、以下のとおり評価を行った。

- ① 人口動態面では、住宅購入の主力人口の減少が住宅需要を減少させていくほか、高齢化の進展によって個人消費に影響が及んでいる可能性がある。
- ② 経済運営面では、政府のマクロマネジメントの強化が企業活動、イノベーションの一定の制約となるとみられる。
- ③ 不動産不況が金融危機のリスクを招く可能性は依然低い。
- ④ 米中対立は、貿易構造を変容させたものの、デカップリングからは程遠い。一方、米国の半導体など先端技術での中国の台頭を阻止する取り組みにより中国の技術的キャッチアップに遅れが生じる可能性が高いが、成熟技術分野での台頭は続く。

以上を踏まえ、筆者は、福本（2022）に掲げた中国の中長期成長の基本シナリオを下方修正した。

キーワード：収斂理論、ピーク・チャイナ論、中長期成長、人口動態、戸籍制度、共同富裕、銀行システム、米中対立、デリスキング

JEL Classification：F40, G01, J11, J13, O12, O30, O40, R21, R31

I. はじめに

1978年の改革開放後の中国の急速な経済発展は、世界史上例をみない規模と速度を伴うものだった。中国の経済規模は、2023年の実質GDPは1980年の41倍に拡大し、一人当たりGDPは同28倍となった¹⁾。世界最大規模の人口大国がこれだけのスピードで発展してきたのだから、世界経済における存在感の増大はかなり

大きなものとなった。中国の世界経済シェア（米ドル建て名目GDP）は、1980年時点では2.7%に過ぎなかったが、2023年には16.9%まで上昇した。経済規模は世界第2位で第1位である米国の65%にまで迫っている。

中国経済の成長速度は、改革開放から2010年頃までは平均で10%程度の成長を続けてき

* 1 大阪経済大学経済学部教授

1) 本節のデータは、IMF World Economic Outlook Database 2024年4月版を基に筆者計算。2023年は見込み値。

だが、2010年代に入ると一桁台後半の成長率へと鈍化し、2019年には成長率は6%となった。それでも、多くの識者が、米中の経済成長速度の違いから、中国の経済規模が、米国の経済規模を抜くのは時間の問題とみていた。

しかし、コロナ禍後、中国の経済成長の減速は加速傾向である。2021年半ばから続く不動産不況は長期化しており、地方債務問題とあいまって金融危機の懸念もちらつく。総人口は2021年をピークに減少に転じ、政府の経済主体の行動への統制が強化され、民営企業の活動への影響が懸念されている。米中対立の深刻化、構造化は誰の目にも明らかでハイテク製品の輸出規制などが導入され、経済安全保障の観点からのサプライチェーンの見直しの影響も懸念されている。こうした状況を背景に、欧米を中心にいわゆるピーク・チャイナ論が展開されるようになった。

中国経済は中長期的にどのような発展を辿

るのか。筆者は、2022年6月に『中国減速の深層「共同富裕」時代のリスクとチャンス』²⁾を上梓した際、中国の中長期成長のカギを握る要因を列挙、検討したうえで、2035年までの中国の成長軌道について3つのシナリオを掲げた。当時の基本シナリオでは、中国は米国の経済規模は抜けないものの、それに肉薄すると想定した。しかし、シナリオについては、その後の情勢変化を踏まえてアップデートが必要と感じている。

本稿は、中国の中長期成長を展望する際の考え方、最近のピーク・チャイナを巡る議論を整理したうえで、中国の中長期成長の阻害要因となりうる重要要素、すなわち人口動態の影響、政府の経済運営のイノベーションへの影響、不動産不況と金融リスクの影響、そして、米中対立とデリスキングの影響について、個別に検討する。そのうえで、まとめとして、中長期の成長見通しをアップデートする。

Ⅱ. 中国の中長期成長を展望する際の考え方

Ⅱ-1. 中国政府の考え

2017年の中国共産党第19回党大会は、2035年までに「社会主義現代化を基本的実現する」とした。これを受けて、2021年3月に全国人民代表大会で採択した「国民経済と社会発展第14次5か年計画および2035年長期目標」は、2035年までに「中等レベルの先進国の所得水準に達する」ことを目標に掲げた。期間中の経済成長率の具体的な目標は設定されなかったものの、これに先立ち習近平国家主席は、2020年11月に長期目標に関する解説³⁾を発表し、「2035年までに経済規模を倍増させることは完全に可能だ」とした。そのうえで、不確実

性に配慮し、各方面が経済の質と効率を重視するため、「定量的目標には含みを持たせる」にとどめたとしている。

習近平国家主席の解説から、中国政府が想定している経済成長の目標は、2035年までの15年間でGDPを倍増させることであることがわかる。その達成には期間中年平均で4.7%の成長が必要となる。福本（2022）によれば、2035年までにGDPを倍増できれば、物価や為替レート一定の下、中国は2030年代前半に米国の経済規模を抜くことになる。つまり、中国政府は経済規模で米国を抜くことを射程に入れていることになる。

2) 福本（2022）

3) 习近平（2020）

II-2. キャッチアップ理論

新興国の経済成長のカギを握るのは労働者一人当たりの付加価値、すなわち労働生産性の上昇であり、その大きな原動力は、新興国の先進国に対する労働生産性のキャッチアップである。新興国の中長期成長予測においては、先進国、特に労働生産性が主要国の中で最も高いフロンティア国・米国に対して、キャッチアップしていくペースを考えることが多い。

これを収斂理論 (convergence theory) という⁴⁾。キャッチアップ理論といってもよいだろう。低所得国は一般に後発の優位性があり、その成長率は高所得国よりも高くなりやすいという経験的事実に基づいている。東アジアの国・地域の日本、韓国、台湾などは、主としてキャッチアップを通じて高成長を遂げてきた。中国经济の中長期予測においても、多くの場合キャッチアップ理論に基づくものが多い。

2019年から2021年までの中国に関する中長期予測においても、多くがキャッチアップ理論を用いて、中国の今後10～15年間の成長につ

いて中国政府の想定から大きく外れない予測をしていた。中国政府が想定する15年間でGDPを倍増させるという目標は、2021年時点において、極端に野心的な目標というわけでもなかったとみられる。

II-3. 3つの成長シナリオ

筆者は、福本(2022)において、中国政府の経済成長に関する考え方や先行研究を踏まえ、今後の中国の経済成長の可能性についてシナリオ分析を行った。そのうえで、2035年までの中国の経済成長について、良好シナリオ、基本シナリオ、リスクシナリオの3つのシナリオを設定した。3つのシナリオのもと、2020年から2035年にかけての経済成長は、それぞれのケースで、年平均4.7%、4.2%、3.6%と予測した。良好シナリオでは米国の経済規模を抜けるが、基本シナリオ、リスクシナリオでは米国の経済規模は抜けない。表1はこれをまとめたものである。

表1 中国経済成長の3つのシナリオ (2022年春時点)

	①人口動態	②改革開放	③デジタル化	④脱炭素	⑤金融システムと不動産	⑥米中対立	2035年のGDP (2020年対比)	2035年時点の米中経済規模	確率
良好シナリオ	少子化に一定の歯止めがかかり、中間所得層が増	改革開放が加速し、民営経済が発展	デジタル中国が企業経営を革新	脱炭素経済へのシフトが順調に進展	金融システムが安定を維持し、不動産もソフトランディング	デカップリングは限定的、自力での先端技術開発も一定の成功	2倍 (年平均4.7%)	2030年代前半に米国を上回る	20%
リスクシナリオ	少子化がさらに進行、農工の都市戸籍化も成功しない	改革開放が停滞し、国進民退が進展	民間テック企業が活力を失い、DXも形式主義に走り、ペースは減速	脱炭素経済への急速なシフトの歪みが経済に悪影響	不動産市場が大規模に調整、金融システムも脆弱化	デカップリングの範囲が広がり、中国の技術台頭の重石に	1.7倍 (年平均3.6%)	米国には追い付かない(2035年以降むしろ差は広がる)	20%
基本シナリオ	少子化傾向は止まるが、顕著な改善もない	改革開放の一定程度の進展と民営経済の発展が継続	デジタル中国が企業経営を革新	脱炭素経済へのシフトが順調に進展	金融システムが安定を維持し、不動産もソフトランディング	デカップリングは部分的	1.85倍 (年平均4.2%)	米国に追い付かないものの肉薄	60%

(出所) 福本(2022)を基に筆者作成

4) Kerr et al. (1960)

Ⅲ．コロナ禍を経た経済減速の加速とピーク・チャイナ論

Ⅲ－１．コロナ禍を経た経済減速の加速

Ⅱ章で紹介した中国政府の経済成長に対する見方、中国の中長期成長に関する先行研究は、主としてコロナ禍前の中国の経済状況を前提としたものだった。しかし、コロナ禍を経て中国経済の減速ペースは加速傾向である。年平均経済成長率は、2012年から2015年が7.5%、2016年から2019年が6.6%に対して、コロナ禍入り後の2020年から2023年は4.7%まで低下した（図1）。

これを受けて、諸機関は、中国経済成長予測を下方修正している。国際通貨基金（IMF）は、2027年の中国の成長率を、2022年4月時点の4.8%から2024年4月時点の3.7%に1.1%ポイント下方修正した⁵⁾。日本経済研究センター

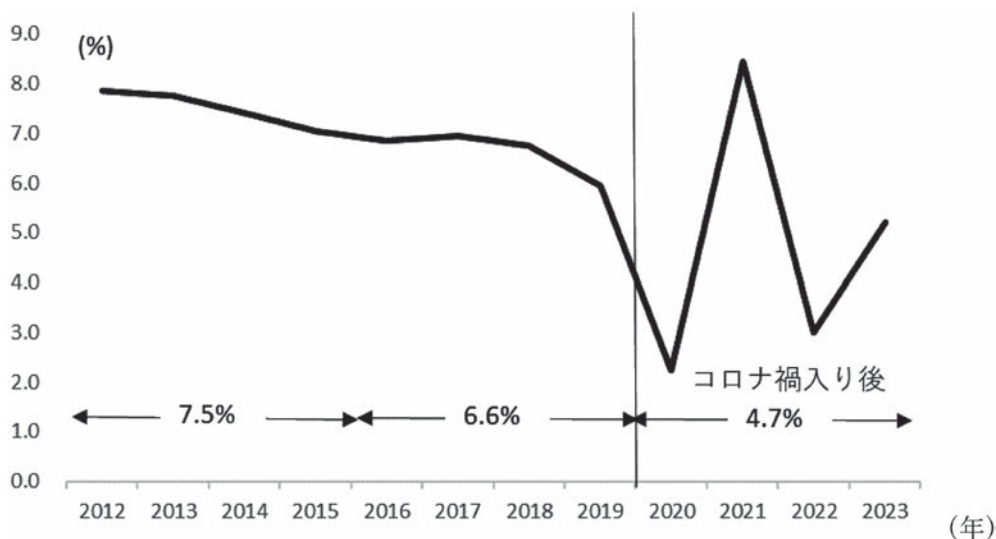
（2021, 2023）は、2030年の成長率を2021年12月時点の3.7%から2023年12月時点の2.7%へ、2035年の成長率を2021年12月時点の2.9%から2023年12月時点の1.9%へそれぞれ下方修正した⁶⁾。両機関とも概ね1%ポイント程度、中国の中長期成長率を下方修正させた格好である。

Ⅲ－２．ピーク・チャイナ論を巡る議論⁷⁾

Ⅲ－２－１．ピーク・チャイナ論の盛り上がり

2023年以降、中国経済の減速加速を当たり前にして、中国経済がすでに「ピークを打った」とする「ピーク・チャイナ」論が、海外の識者から次々提示されている。識者の主張は様々だが、大別すると二つの見方がある。第一の見方

図1 中国の経済成長率推移



（出所）CEIC、中国国家统计局を基に筆者作成

5) IMF (2022, 2024b)

6) 日本経済研究センター (2021, 2023)

7) 当節は、福本 (2024a) を加筆修正している。

は、中国経済が「日本化」する、つまり、1990年代以降に経済成長が失速した日本と同様の道を辿る可能性が高いとするものである。第二の見方は、より根本的な中国の政治体制の問題によって経済の活力が蝕まれていく、とするものである。

Ⅲ-2-2. 「日本化」(Japanification) 論

第一の見方は、現在の中国経済と1990年代の日本経済との類似性に着目する。過剰債務や投資依存の経済構造、不動産バブル崩壊や金融システムの脆弱化、高齢化・生産年齢人口減少などの人口動態の変化といった面で、現在の中国経済は、90年代の日本に類似しているとする。

外交問題評議会国際政治経済フェローのゾンユエン・リウ(劉宗媛)⁸⁾は、「中国経済は、膨張する債務、弱い需要、人口動態の変化という日本式減速のリスクにますます直面している」と指摘する。また、野村総研チーフエコノミストのリチャード・クーは、(現在の中国と1990年代の日本の)「重要な共通点は、両者とも債務によって形成されたバブルの崩壊を経験しているという点だ。資産価格が債務価値に比べて急落すると、家計や企業は過剰な債務を抱え、デレバレッジを余儀なくされる。…デレバレッジした資金を借りたり使ったりする人がほとんどいなくなると、経済は必ずバランスシート不況に陥る」とする。

Ⅲ-2-3. 習近平政権の政治体制に内在する問題とする議論

一方、第二の見方は、中国の政治体制に内在する問題が経済の活力を蝕んでいるとする。特に、習近平政権移行後、共産党・政府が、市場経済への介入を強めており、それによって民間経済の活力が損なわれているという見方である。

トレド大学経済学名誉教授のジェネ・H・チャンは、「中国が現在直面しているのは、より根

本的な問題であり、そのシステムとも関連している。中国は過去10年間、鄧小平の下で始まった事実上の民営化プロセスを打ち切り、正統的なマルクス主義に置き換えてきた。…中央政府と地方政府は、経済と社会全体に対する支配力を行使し、拡大している。民間企業に対して差別的な措置をとり、融資に高い金利を課したり、民間企業に共産党の細胞を設置して経営に影響を与え、指導したり、さらには企業に株式を無償で政府に放棄させたりしている。こうした政策は企業家のインセンティブを損ない、ひいては経済効率を低下させている」とする。

ピーターソン研究所長のアダム・ポーゼン⁹⁾は、習近平政権移行後の民営企業に対する統制強化や恣意的なコロナ政策の急変などを挙げ、「独裁的な政権が『政治マターでなければ、(自由に行動して)問題はない』という約束に違反した場合、経済的な影響は広範囲に及ぶ。自分ではどうしようもない不確実性に直面すると、人々は自己保険をかけようとする。…リスク回避志向の高まりと予防的貯蓄の増加は、金融危機後の余波に似たかたちで、成長の足かせとなる」。「その一方で、経済を舵取りし、マクロ経済ショックから経済を守る政府の能力は低下する。国民は、ある政策が恣意的に実施される可能性があること、ある日には拡大され、次の日には撤回される可能性があることを知っているため、景気刺激策などへの反応が鈍くなる」とする。

スタンフォード大学の許成鋼¹⁰⁾の「中国共産党の最近の大会を受けて、社会の隅々に対する全体主義的統制が強化されることは明らかである。…穏健なテクノクラートの数と、党和国家機関におけるその比重は減少するだろう。経済政策は政治的に決定される。国有企業や党の官僚組織は、民間企業や市場を着実に駆逐していくだろう」も同趣旨といえるだろう。

8) International Economy (2023) より引用。リチャード・クー、ジェネ・H・チャンの発言も同様。

9) Adam Posen (2023)

10) Chenggang, Xu et al. (2022)

Ⅲ-2-4. ピーク・チャイナ論に対する反論

ピーク・チャイナ論に対する有力な反論も聞かれる。例えば、ウルフ英 Financial Times チーフエコノミクスコメンテーターは、「まだピーク・チャイナと言うべきではない。経済には深い問題があるが、大きな強みを持つ国でもある。… IMFによると、2022年の中国の一人当たり国内総生産（購買力ベース）は米国の28%だった。これはポーランドの一人当たりGDPのほぼ半分である。…規模は重要だ。中国はきつと長い間、非常に人口の多い国であり続けるだろう。…中国の台頭の終わりを私たちが見ている可能性はある。しかし、それは避けられないことではない。何よりも、何が起こるかは、西側の希望よりも中国の選択にかかっている」とする。

また、バリー・アイケングリーン UCバークレー教授も、「私は、中国の指導者たちは政策のレバーへの十分なコントロール、十分な政治的自律性を有しており、日本のような停滞に陥らないように、銀行を資本増強し、金融システムを再構築し、景気循環に逆行する金融政策と財政政策を適用することができると考えている」とする。

Ⅲ-2-5. ピーク・チャイナ論に対する考え方

筆者は、ピーク・チャイナ論のいずれの見方も、中国経済が直面している問題を一面で言い当てているものの、ウルフ氏と同様ピーク・チャイナというのは早すぎると考えている。

中国の経済成長の「伸びしろ」を把握するため、過去の日本経済との比較を行う。世界銀行データを基に計算すれば、2022年の中国の一人当たりGDPは1.27万米ドルで米国の約6分の1であった。日本の一人当たりGDPが米国の6分の1だったのは、高度経済成長期の1960年であった。また、都市化が日本の高度成長に果たした役割は大きかったが、中国の2023年末の都市常住人口比率は66%であり、日本の1963年時点に相当する。

つまり、中国の発展段階にはまだ総じて「若い」要素が多分に残っている。一人当たりGDPや都市化の余地において、中国にはまだ成長余力があると考えらるべきであろう。

もっとも、様々な成長制約要因が既に働き始めているのも事実である。本稿では、中国の中長期成長を考えるうえで、特に重要と思われる、人口動態、政府の経済運営とイノベーション、不動産と金融リスク、米中対立とデリスキングの4つの要素について、今後の行方とそれがどれだけ成長制約要因となりうるかを考察する。

Ⅳ. 人口動態：少子高齢化と人口減少の影響

Ⅳ-1. 急速に進む少子化高齢化と人口減少時代の到来

成長制約要因の一つ目として人口動態の変化の経済成長への影響を検討する。中国の生産年齢人口（15～64歳）は2014年をピークに減少し始めた。65歳以上の高齢人口比率はすでに2001年に高齢化社会入りとされる7%を超え、2021年には高齢化社会入りを示す14%を超

えた。中国は、先進国入りする前に高齢社会に入るという意味で「豊かになる前に老いる」問題に既に直面している。これらは以前から想定されたことではあった。

しかし、中国の少子化のペースは、大方の予想を上回って進行している。2020年の人口センサスでは、2020年の合計特殊出生率がそれまでの1.7から1.3に低下していることが分かっ

た。背景には、結婚適齢期人口の減少などによる婚姻数の減少、子育てコストの高騰などがある。また、都市化の進展も、都市部での子育てコストの高騰とあいまって少子化につながっている。

少子化に伴い、総人口は2022年に減少に転じた。国連世界人口予測の2019年版（中位予測、以下同じ）は、総人口が減少に転じる時期を2032年とみていたので、国連の予測よりも10年も早く総人口が減少し始めたことになる。

国連は、2022年版世界人口予測において、中国の人口予測を大幅に下方修正した。まず、合計特殊出生率について2019年版で1.7～1.8としていた想定を2022年版では1.2～1.5へ下方修正した（図2）。これに伴い、総人口について、2035年時点を14.6億人から14.0億人へ、2050年時点を14.0億人から13.1億人へ、2100年時点では10.7億人から7.7億人へ大幅に下方修正した（図3）。また、65歳以上の高齢人口比率は上方修正した（図4）。

国連世界人口予測2022年版は、合計特殊出生率が1.2から1.5にかけて徐々に上昇していくと予想しているが、楽観的過ぎるであろう。東アジアの多くの国・地域が出生率の引き上げに成功していない。合計特殊出生率は、日本1.3（2022年）、シンガポール1.1（2021年）、香港0.8（2021年）、台湾0.9（2022年）、韓国0.7（2023年）と軒並み低く、いずれの国・地域も根本的

な改善策を打ち出せていない。

2024年7月の20期三中全会の「改革の更なる全面的深化、中国式現代化の推進に関する中共中央の決定」（以下「決定」）は、「出産・養育・教育コストを効果的に引き下げ、出産休暇制度を整備し、出産補助金制度を確立」、「包摂育児サービス体系の構築を強化し、雇用主体による託児・コミュニティ組み込み型託児・家庭託児ポイント等の多様なモデルの発展を支援する」とする。しかし、東アジアの国・地域の先例を踏まえると、この程度で、中国の出生率が今後上昇するかどうかは極めて不確実である。

中国の民間シンクタンク育娲人口研究(2023)は、2022年の中国の合計特殊出生率を1.07と推計したうえで、将来の推移について、3つのシナリオを設定し、高位では1.4まで回復、中位では1.1で横ばい、低位では0.8まで低下すると予測している。2050年時点の総人口は、高位で12.9億人、中位で12.3億人、低位で11.7億人、2100年時点の総人口は、高位で8.0億人、中位で6.3億人、低位で4.8億人となった。

IV-2. 人口動態の経済への影響

IV-2-1. 人口動態の供給面、需要面への影響

総人口の減少、少子高齢化は経済にどのように影響するか。福本（2022）は、総人口の減少や少子高齢化の影響を、供給面への影響、需要

図2 合計特殊出生率予測

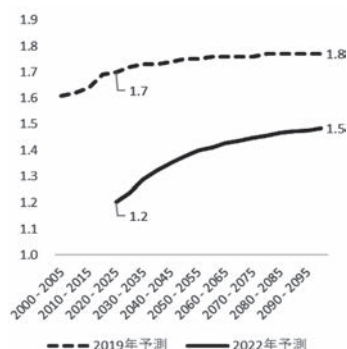


図3 総人口予測

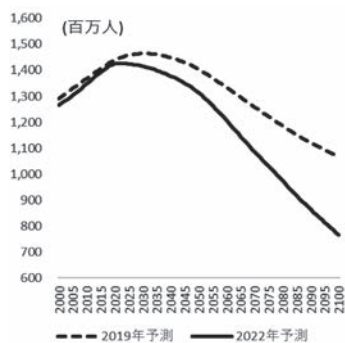
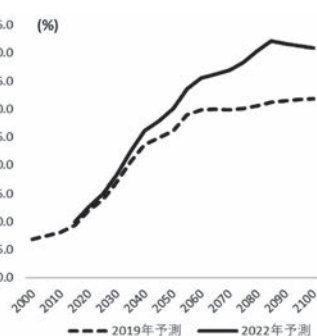


図4 高齢人口(65歳～)比率



(出所) 国連世界人口予測 2019年版、2022年版を基に筆者作成

面への影響の両面から整理している。供給面では、生産年齢人口の減少が労働投入を減少させる一方で、需要面では、壮年層の人口減少と高齢化の進展が個人消費や住宅購入需要に影響する。福本（2022）は、供給面については、働き手の不足を省力化投資やAI、デジタルの活用によってカバーできる可能性が高い一方で、需要面の影響については、農民工の「市民化」という真の都市化を実現できるかが鍵を握るとした。

Ⅳ-2-2. 人口動態の供給面への影響

執筆から2年が経過したため、改めて人口動態の中国経済への影響を評価したい。まず、供給面への影響は、おおむね筆者の想定どおりに推移している。少子化の進展を背景に総人口の減少ペースは予想以上に速まったが、生産年齢人口（15～64歳）の減少ペースは想定どおりである。足元で少子化が進んでも生産年齢人口に影響を与えるのは、15年後になるので、ある意味では当たり前である。本稿が想定する2035年までの経済成長には影響しない。生産年齢人口の減少に対しては、省力化投資やAI、DXの活用が順調に進んでおり、供給面から成長を下押しすることはなさそうである。

Ⅳ-2-3. 人口動態の需要面への影響

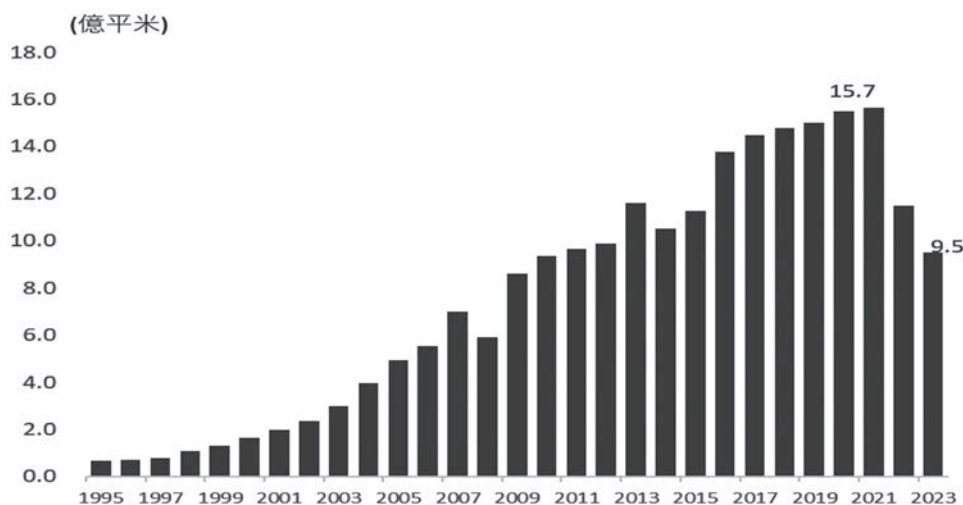
(1) 住宅需要への影響

一方で、需要面については、住宅需要の減少というかたちで影響が既に顕在化している。2021年後半から始まった中国の住宅不況はすでに3年が経過した。商品住宅販売面積は、2021年の15.7億平米から2023年には9.5億平米と4割も減少した（図5）。住宅需要が盛り上がらないのは、後述するように不動産デベロッパーへの経営不安の影響が大きい。しかし、それに加えて、そもそも住宅需要の実需の減少が顕在化している影響も大きいとみられる。

中国の住宅需要のうち、1軒目の住宅購入の主力人口は、中国では25～34歳の結婚適齢期の人口層が占める。そして、国連世界人口予測2022によれば、25～34歳の人口は、2017年から減少に転じ、2030年までに約7千万人減少すると見込まれている（図6）。人口動態の変化によって、住宅実需はすでに減少している。

それでも2020年までは、住宅需要は堅調であった。西南财经大学（2018）によれば、家計の住宅購入動機に占める新規購入の割合は、2010年の70%から2018年第1四半期には32%まで低下した。その一方で投資の割合は、同期間中に21%から50%に上昇した（図7）。

図5 商品住宅販売面積の推移



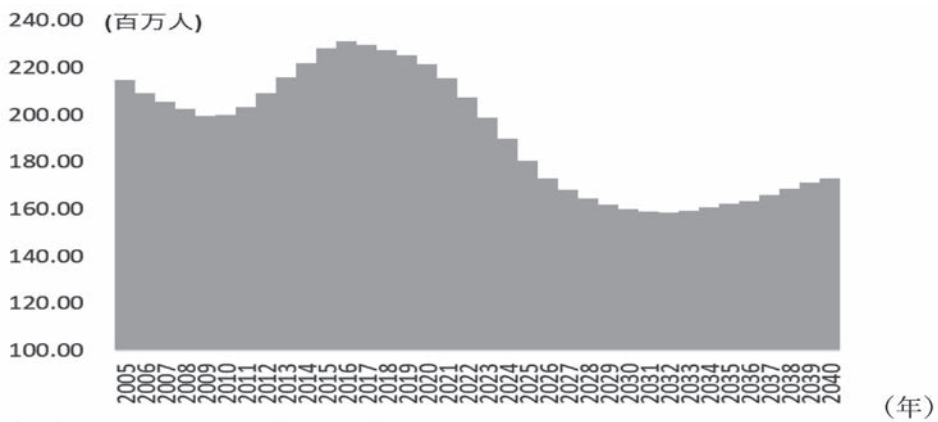
(出所) CEIC, 中国国家统计局を基に筆者作成

住宅購入動機における1軒目購入や住み替えといった実需目的の割合が低下し、将来の転売を見越した投資目的の割合が増えたことで、需要の減少が後ずれした可能性がある。2021年後半以降の住宅不況では、住宅実需の減少に加え、住宅価格の下落を受けて、投資需要が大幅に減ったことが、住宅販売面積の大幅な減少につながっていると考えるのが自然だろう。

今後、不動産デベロッパーへの経営不安が解消すれば、不動産市場は現在のような深刻な不況期は脱するとみられる。それでも、住

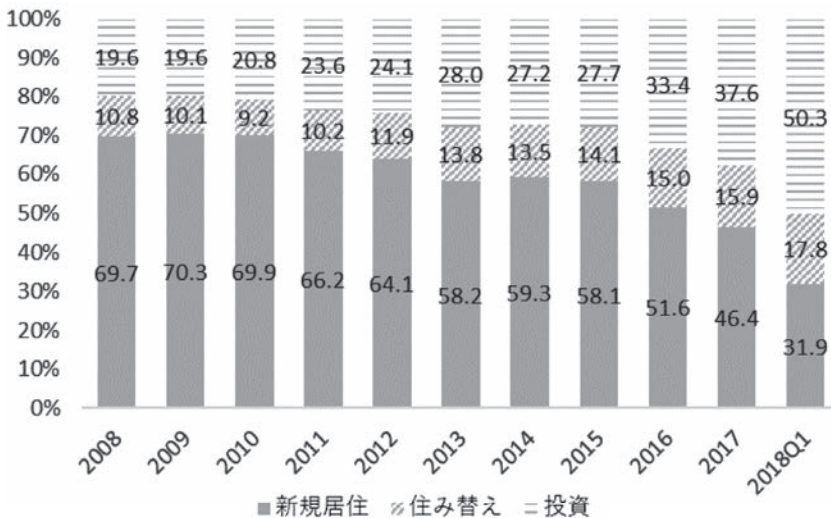
宅実需は構造的に減少していくとみられる。諸機関もそうした見方に立っている。光大証券によれば、2021年～2030年の住宅需要は11億平米、2031～2040年は8.5億平米、2041年～2050年は4.8億平米と減少していく（光大証券(2022)）。天風証券研究所も、新築住宅の実需について、2021年～2025年11.0億平米、2026年～2030年9.6億平米、2031年～2035年は8.7億平米と予測している（天風証券研究所(2022)）。今後10年間でみると住宅需要は2割強減少するとの見方である。

図6 中国の25～34歳の人口推移（国連世界人口予測2022年版）



(出所) 国連世界人口予測2022年版を基に筆者作成

図7 家計の住宅購入目的の割合



(出所) 西南财经大学 (2018)

これに対して、IMFが2024年2月に発表した4条コンサルティング報告（IMF（2024））は、より厳しい見方をしており、住宅需要は今後10年間で33～55%（中位予測44%）減少するとみている。

ハーバード大教授のケネス・ロゴフ他¹¹⁾は、不動産の活動が20%減少すると、GDPが5～10%減少する可能性があるとしている。光大証券（2022）や天風証券研究所（2022）の試算と合わせれば、年率0.25～0.5%ポイント経済成長を押し下げる計算だ。IMF（2024）に基づけば、年率0.5～1%程度経済成長を押し下げる可能性がある。筆者は、拙著（福本（2022））の執筆時点では、これらの動きを十分に中国経済の中長期成長予測に織り込めていなかった。中国の中長期予測においてこの点を新たに考慮に入れる必要がある。

（2）個人消費への影響

人口動態の需要面の変化という点では、高齢化による個人消費への影響も、顕れ始めている可能性がある。高齢者は、壮年層に比べると、一人当たりの消費支出が相対的に少なくなる傾向がある。中国社会科学院研究院の蔡昉研究員は、高齢化が個人消費にもたらす影響を踏まえ、総人口がピークを打つ頃に、中国経済が深刻な需要側ショックに見舞われるとの予測を述べている¹²⁾。

2022年以降の中国の個人消費の弱さは、コロナ禍の影響や保有する住宅資産の価値下落に伴う逆資産効果の影響が大きい。それ以外に、高齢化の消費への影響がじわりと効き始めている可能性もあるとみられる。

IV-3. 最後のボーナスである真の「都市化」を実現できるか

以上のとおり、少子高齢化の加速と早期の人口減少到来は、主として需要面、特に住宅需要

の減少というかたちで、中国の経済成長を下押ししかねない。一方で、中国にとって、人口動態の需要面の負の影響を打ち消しうる「最後の人口ボーナス」といえる要素がある。それが農民工の市民化というかたちの「真の都市化」である。中国の都市常住人口比率は、1982年の21%から2023年には66%まで上昇した。それでもまだ、日本でいえば1963年時点に相当し、まだ都市化の余地が大きい。さらに、中国では、都市戸籍と農村戸籍を峻別する特殊な戸籍制度（「戸口制度」）が存在する。実は、都市戸籍を有する人口比率は2022年時点で48%に過ぎず、同年の都市常住人口比率65%との間には17%ポイントの差異がある。17%ポイント、人口にして2.5億人分に相当する人口は、農村から都市部への出稼ぎ労働者である農民工とその家族が大半を占める。

しかし、農民工やその家族は、都市戸籍を取得できていないため、公的な教育、医療、年金等を利用することが著しく制限されている。国家統計局の農民工調査（国家統計局（2014））によれば、農民工の公的保険等への加入率は、2014年時点で、医療保険で18%、年金に相当する養老保険で17%、失業保険では11%に過ぎなかった。農民工が「半市民」と呼ばれるゆえんである。このように公的なサービスへのアクセスが制限されているため、農民工の消費や住宅購入の需要が抑圧されている。

農民工に都市戸籍を付与し、「真の都市化」が進めば、都市化の需要増大効果はより大きく発揮されることになるのは間違いない。2024年の政府活動報告が「人間本位」の新型都市化を強調するのはそうした趣旨である。

ただし、農民工の都市戸籍取得という意味での真の都市化も簡単なことではない。都市部の公共サービスに農民工がアクセス可能にするためには、それだけ医療や教育などの公共インフラを拡充する必要がある。また、農民工は仕事

11) Rogoff et al. (2020)

12) 蔡昉 (2021)

の条件のよい大都市での都市戸籍取得を求める傾向があるが、大都市は人口過密状態で、農民工の受け入れには消極的である。一方で、農民工の受け入れに積極的な中小都市には、就業機会が少なく、良質の医療、教育インフラが整備されていないという理由から農民工には敬遠されやすいというミスマッチの問題がある。

この点、20期三中全会の「決定」は、「常住地の戸籍登記による基本公共サービス提供制度

を推進し、条件に合致する農業移転人口の社会保険、住宅保障、移転に伴う子女の義務教育などが転入地の戸籍人口と同等の権利を享有するよう推進し、農業移転人口の市民化を加速させる」とした。これは、必ずしも都市戸籍を取得しなくても、公共サービスを都市戸籍保有者と同等に得られるという方向性を示したものと見て注目される。

V. 政府の経済運営とイノベーション

V-1. 改革開放と中国の経済発展

中国の1980年代からの高成長をもたらした最大の要因は改革開放の推進であった。経済改革によって市場メカニズムが導入され、資源配分の効率化が進んだ。民営経済も大きく発展した。また、対外開放の推進によって外資企業との貿易や直接投資受入れを通じて技術移転も進んだ。ハーバード大学パーキンス教授ほか¹³⁾は、中国の全要素生産性の年平均成長率は、改革開放前の1957年～1978年の▲0.5%から、改革開放後の1978年～2005年は+3.8%とプラスに転化、これが資本投入を誘発し、高度成長が実現したと分析している。

V-2. 習近平政権の1期目の経済運営

習近平政権がスタートして1年後の共産党第18期中央委員会第3回総会（三中総会）は、「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」（以下、「決定」）を採択した。

「決定」は、「市場に資源配分における決定的役割を担わせる」とした。これまでの党中央の方針である「市場に資源配分における基礎的役

割を担わせる」から、一歩進め、市場メカニズムの役割を前進させた。民営経済についても、「財産権は所有制の核心である」としたうえで「公有制経済の財産権は不可侵であり、非公有制経済の財産権も同様に不可侵である」と、国有経済と民営経済を同列に扱った。決定は、総じて、市場メカニズムと民営経済の発展を通じた改革開放の推進を期待させるものだった。

習近平政権第1期目には、民営のプラットフォーム経済が台頭し、キャッシュレス決済が急速に発展、Eコマースだけでなく、ライドシェア、シェア自転車、フードデリバリーなど庶民の生活のあらゆるサービスを提供し始めた。こうした民営企業主導のデジタル経済の発展が、中国の経済成長にも寄与した。IMFの張龍梅ほか¹⁴⁾によれば、2007年から2017年間のデジタル化と中国の全要素生産性の成長には統計的に有意な相関関係がある。

習近平政権は、「大衆創業、万衆創新」を掲げ、民営企業の起業とイノベーションを支持した。民営企業が行う新たなビジネスは、必ずしも規則が定められていない分野が多かったが、民営企業は果敢にニュービジネスに臨んだ。中

13) Perkins and Rawski (2008)

14) Zhang and Chen (2019)

国政府も経済発展に寄与するならばよい、と民間企業の活動を黙認した。神戸大学梶谷教授がいう「権威的な政府と活発な民間経済の『暗黙の共犯関係』」¹⁵⁾がそこにはあった。

V-3. 習近平政権2期目以降の民間企業に対する統制強化

習近平政権の2期目以降、民間企業への統制強化が目立つようになった。急拡大を続けていたプラットフォームに対する締め付けが強化されたのは象徴的である。2020年11月、世界史上最大規模とされていたアリババ集団の金融子会社アントグループの上場が直前に取りやめられた。その後、アリババ集団、テンセント、フードデリバリーの美团、配車サービスの滴滴出行などに次々と独占禁止法違反や国家安全法違反による罰金処分や調査が行われた。

不動産デベロッパーに対しても、いわゆる三つのレッドラインと呼ばれるレバレッジ規制が導入された。教育業界では、義務教育段階での私営の塾や予備校が突然禁止された。ゲーム業界でも、未成年に対するオンラインゲーム規制が導入された。これら規制の対象の大半が民間企業であったため、民間企業に対する統制強化と受け止められた。

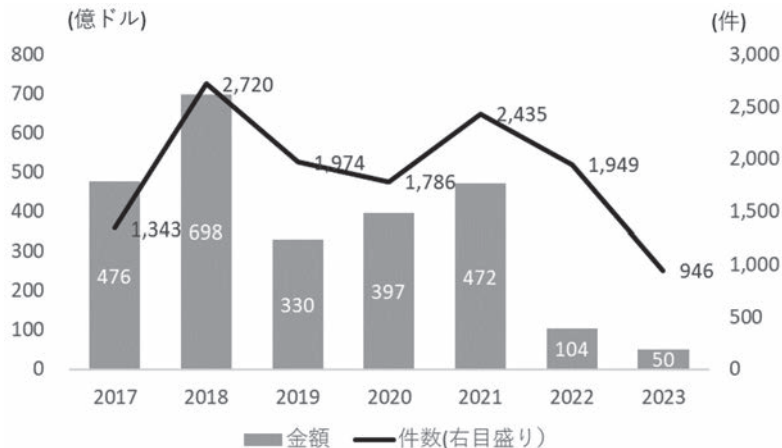
プラットフォームを中心とするインターネット関連産業の外部からの資金調達額、件数は、2022年、2023年と大幅に減少した（図8）。

前述のピーク・チャイナ論者のうち、「中国は過去10年間、鄧小平の下で始まった事実上の民営化プロセスを打ち切り、正統的なマルクス主義に置き換えてきた」とするジェネ・H・チャンや「2012年以來、中共指導部は中国の政治経済を全体主義へと組織的に引き戻そうとしている」とする許成鋼（2023）の主張は、これらの政府の規制強化を問題視し、中国経済を弱体化させていく要素だとしている。

V-4. 共産党による指導の強化とその企業活動への影響

中国政府はどのような意図をもって、民間企業に対して規制を強化したのか。習近平国家主席は、共産党の一党支配の堅持のためには、あらゆる面で党の指導を強化することが必要だと考えているとみられる。2012年11月に党総書記に就任後の「党政軍民学、東西南北中、党は領導一切的」（党・政治・軍事・民間・学界、東西南北中部、全てを党が全て指導する）との発言が象徴的である。2022年秋の20回党大会報告でも、「党の全面的指導を堅持し、強化する。

図8 インターネット関連産業の資金調達額、件数の推移



(出所) 中国信通院を基に筆者作成

15) 梶谷 (2018)

党中央の権威と集中的・統一的指導を断固として守る」としている。

党によるマイクロマネジメントの強化は、民営企業に対しても及んでいる。IT系企業の党委員会設置が2011年以降急増している¹⁶⁾。もちろん、党委員会を設置するだけで、党による統制強化に繋がっているとまではいえないだろう。しかし、習近平政権以降の党の指導強化路線が、民営企業への締め付け強化につながっているのは否めない。習近平政権は、プラットフォームや不動産デベロッパーへの規制強化の理由として「資本の無秩序な拡大を防止する」¹⁷⁾ことを挙げた。これは、大きくなりすぎたプラットフォームや不動産デベロッパーを抑止することが、共産党の一党支配の堅持のためにも必要だと考えている面もあるのではないかと。

習近平政権が推し進める「共同富裕」も、党、政府による企業へのマイクロマネジメントの強化の理由とされた面があるだろう。共同富裕の実現のためには、一般庶民でも住宅が買えること、教育を平等に受けられることは重要である。そうした観点から、住宅価格高騰を抑止するための不動産規制が突然導入され、富裕層だけが子

女に教育を与えられる私営の塾や予備校の廃止が突然決められた。巨大化したプラットフォームは、当局の意向に沿うかたちで、寄付のかたちで巨額の共同富裕基金を設けた。全人民が豊かになるという共同富裕の趣旨は正しいものの、結果として、政府による民営企業に対する裁量的な締め付けに繋がった。

プラットフォームや不動産デベロッパーに対する規制強化は、その後、一段落したものの、党・政府によるマイクロマネジメントが今後どの業界でどのように実施されるかわからないと、民営企業は不安心理を持たざるを得なくなった。

V-5. 民営企業の活動への影響

習近平政権2期目以降の民営企業の活動をデータで確認しよう。民営企業の固定資産投資前年比は、統計開始の2011年以降2015年まで二桁の増加を続けていたが、その後徐々に鈍化し、2023年は前年比0.4%減と統計が公表された2011年以降始めた減少した(表2)。

また、工業企業の総資産、営業収入、利潤総額に占める民営企業等のウエイトをみると、いずれも2010年代前半までは上昇傾向にあった

表2 民間固定資産投資前年比の推移 (%)

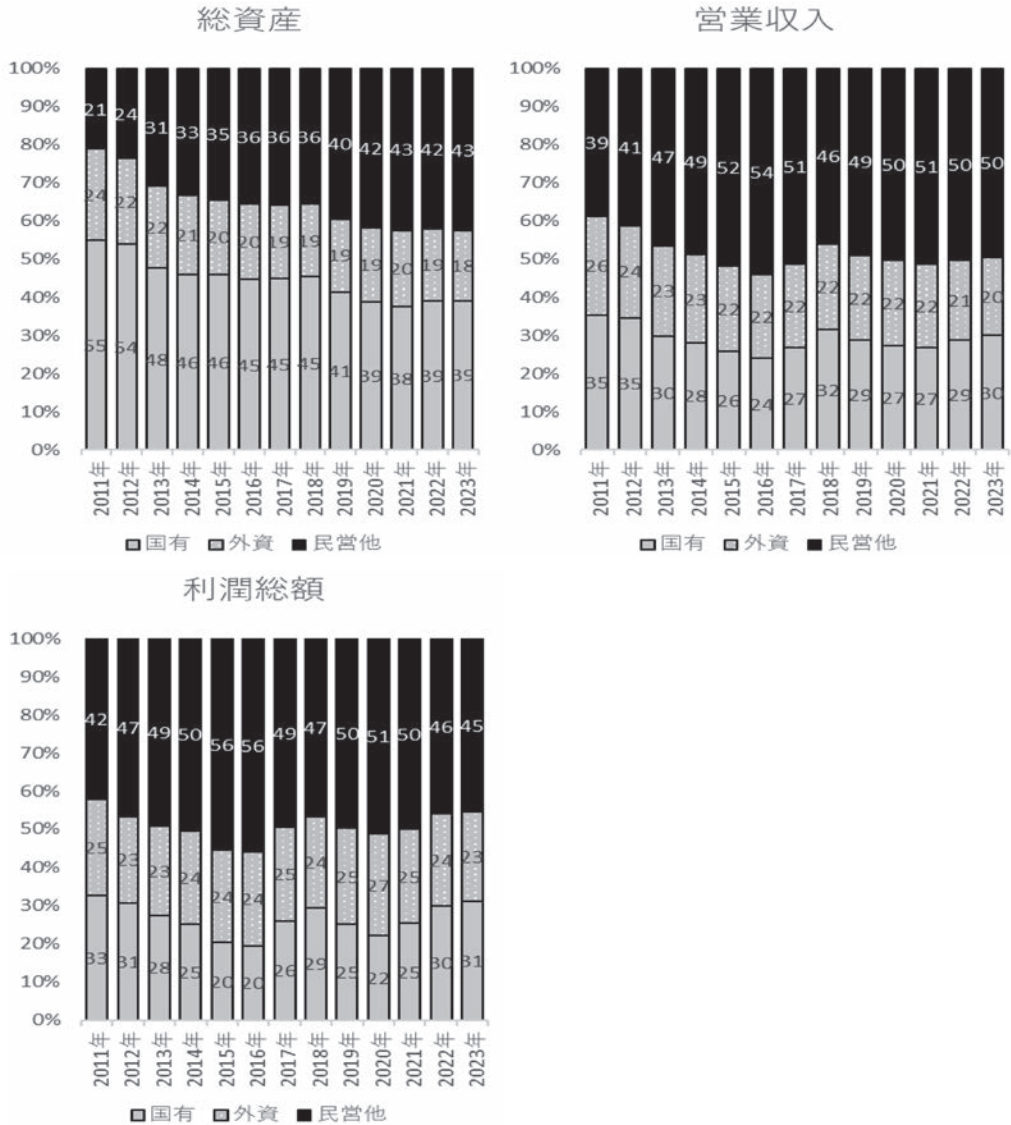
	民間投資	うち製造業				うち 第三次産業
		合計	自動車	電気機械	通信機・計算機	
2011年	34.2	-	-	-	-	-
2012年	24.8	27.2	40.2	9.9	38.5	22.2
2013年	23.1	21.4	19.5	13.5	26.8	25.4
2014年	18.1	16.8	14.5	14.3	15.7	18.6
2015年	10.1	9.1	12.4	10.2	16.6	9.4
2016年	3.2	3.6	10.9	9.1	8.0	2.0
2017年	6.0	4.8	10.5	7.4	29.8	7.7
2018年	8.7	10.3	6.1	13.1	16.0	8.5
2019年	4.7	2.8	▲ 8.8	▲ 5.0	33.4	6.7
2020年	1.0	▲ 4.6	▲ 14.0	▲ 10.4	7.8	3.2
2021年	7.0	14.7	0.8	23.0	26.1	3.6
2022年	0.9	15.6	20.3	43.6	20.2	▲ 6.2
2023年	▲ 0.4	9.4	18.0	30.1	10.7	▲ 6.2

(出所) CEIC, 国家統計局を基に筆者作成

16) 田中明彦 (2020)

17) 同表現は、プラットフォームに対しては2020年中央経済工作会議において、不動産デベロッパーに対しては2023年政府活動報告において用いられている。

図9 工業企業の所有形態別ウエイト推移



（出所）CEIC, 国家統計局を基に筆者作成

が、2019年～2023年は横ばいに転じている（図9）。「国進民退」とまではいえないが、確かに2010年代前半までの勢いは欠いているように思われる。

V-6. しぶとい民間企業の活動と中国のイノベーション

しかし、中国において改革開放が終わり、民

営企業の活力が失われたとみるのは、言い過ぎであろう。習近平政権にとって、最も重要なことは、共産党の指導体制の維持・強化であり、国民の支持を得続けるために、経済発展が必要であることを政権は、強く認識していると考えられる。20回党大会報告は、「質の高い発展は社会主義現代化国家を全面的に建設する最優先任務である。発展は党の執政・興国の第一の重

要な任務である」としている。「改革開放路線を堅持する」ともしており、改革開放によって経済発展を重視する考え方は維持されているとみてよいだろう。

20期三中全会の「決定」は、市場と政府の役割について、「資源配分における市場の決定的役割を十分に発揮させ、政府の役割をよりよく発揮させる」と、18期三中全会の言いぶりを踏襲した。ただし、『(市場の)放任による活性化』と『(市場の)しっかりした管理』の両方を実現し、市場秩序をよりよく維持し、市場の機能不全を補う」としており、市場の自由化と規制の両方が必要とした。不動産やプラットフォームの急拡大およびその弊害を踏まえ、放任だけでは上手くいかず、管理も必要だとしたものであろう。

一方、国有経済と民営経済については、引き続き、両方を「いささかも揺るぐことなく」支援していく姿勢を示した。民営経済に対しては、「民営経済促進法を制定する。市場参入障壁を踏み込んで取り除き、インフラ競争分野の経営主体への公平な開放を推進し、民営企業が国家重大プロジェクト建設に参加する長期的に効果的な仕組みを整備する」とした。今後、民営経済促進法等の実効性には不確実性はあるが、習近平政権の、国有と民営の「いいとこどり」戦略は継続されているとみてよいだろう。

また、20回党大会報告は、「重点を实体经济に置くことを堅持し、新型工業化を推進し、製造強国、品質強国、宇宙飛行強国、交通強国、ネットワーク強国、デジタル中国の建設を加速させる」としている。「世界の科学技術の先端に向け、経済の主戦場に向け、国家の重大な需要に向け、人民の生命・健康に向け、ハイレベルの科学技術の自立自強の実現を加速する」ともしている。

そして、20期三中全会の「決定」は、「質の高い発展」のため、「新質の生産力」を発展させる体制・仕組みを健全化するとし、「新産業、新モデル、新原動力を生み出し、ハイテク、高

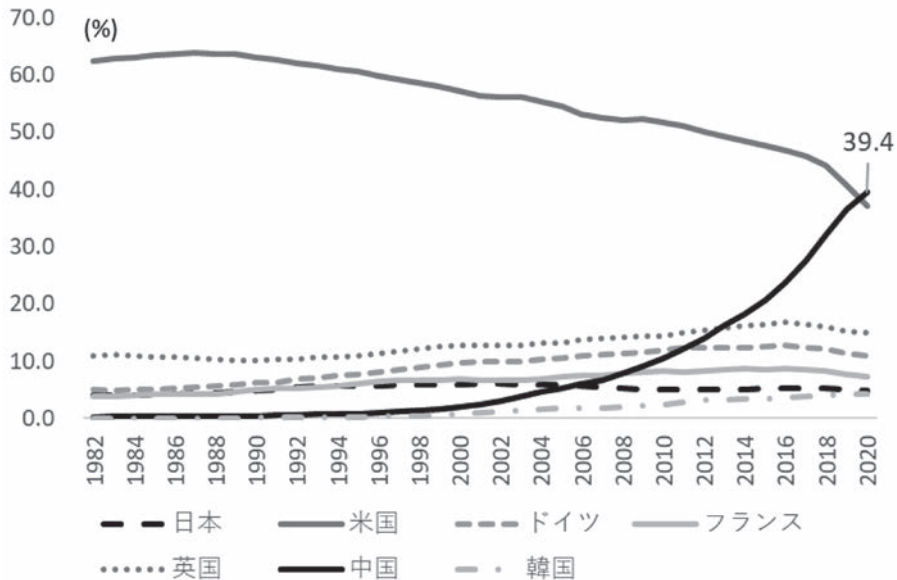
効率、高品質を特徴とする生産力を発展させる」とした。また、教育、科学技術、人材育成によるイノベーション推進も強調した。

供給側改革に重点を置き、实体经济、特に、製造業やデジタル経済の発展を奨励する方向性は明確であり、科学技術の「自立自強」が奨励されている。こうした領域では資金面等での政府のサポートも得やすい。こうした政府の方向性を民営企業も理解していると思われる。2023年の民間投資前年比は、確かに前年比0.4%減少したが、これは、不動産やプラットフォームが含まれる第三次産業の投資が6.3%減少したことが響いており、一方で製造業の投資は、減速はしたものの、9.4%増加している(表2)。特にEVシフトが顕著な自動車は18%増や科学技術の「自立自強」が求められている電気機械は30%増となっている。

科学技術振興の面では、半導体やAIなどの最先端分野について、技術移転阻止のための米国の貿易・投資規制は一定の制約となる(後述)。しかし、中国は14億人という人口の母数の多さや教育熱の高さもあり、中国の研究者は187万人(2018年)と、世界最大の規模である¹⁸⁾。質の面でも、科学技術力の発展は著しい。文部科学省科学技術・学術政策研究所によれば、2020年時点で、科学技術関連の論文のうち被引用数でトップ1%の論文数のシェアにおいて、中国のシェアが、39.4%が米国を抜いて世界第1位となった(図10)。中国の技術進歩は制約を受けながらも進んでいくだろう。

18) 文部科学省科学技術・学術政策研究所(2023)

図10 主要国のTop1%補正論文数シェアの変化



(注) 全分野，整数カウント，3年移動平均
 (出所) 文部科学省 科学技術・学術政策研究所 (2023)

VI. 不動産不況と金融リスク

VI-1. 金融システムの安定：政府のコントロール力ゆえのジレンマ

中国がこれまで高成長を続けられてきた一つの要因として、中国政府のコントロールによって、大きな金融危機を回避できてきたことを指摘できる。過去に何度か金融リスクが懸念される状況は生まれたが、政府のコントロール能力が発揮され、金融機関の大規模な破綻を招くといった意味での金融危機には至らなかった。しかし、中国では、政府のコントロール能力の強さゆえに、「いざとなれば政府が何とかしてくれる」という期待，すなわち政府の「暗黙の保証」に対する期待が根強く存在し、それが金融リスクを助長してきた面は否めない。中国政府は、このジレンマを認識しながら、何とか金融システムの安定を守ってきたといえる。

VI-2. 不動産不況が金融危機を招くリスク

VI-2-1. 別途検討が必要な不動産のハードランディングの可能性

現在、中国は長引く不動産不況に直面している。中国の不動産のリスクは、銀行システムのリスク、シャドーバンキングのリスク、地方債務のリスクと深くかかわっており、現在の不動産不況は、中国の金融システムがこれまで直面してきた中でも最大の試練である。

住宅需要の構造的な減少が中長期の中国の経済成長に及ぼす影響については、前述したが、その際には、不動産不況が金融危機を招くといった意味でのハードランディングまでは想定しなかった。日本では1990年代の不動産バブル崩壊が金融危機を招き、その後の経済成長の下方屈折に繋がった。中国が日本のようなハードランディングを回避できるのか、別途検討が

必要である。

Ⅵ-2-2. 中国の銀行システムの状況

中国の銀行システムの状況を確認しておこう。2023年末時点で、商業銀行の不良債権比率は1.6%、不良債権予備軍といえる要注意債権まで含めても3.8%である。また、不良債権額3.2兆元の倍を超える貸倒引当金（6.6兆元）が積み上げられているほか、自己資本であるコアTier1は22.8兆元ある。さらに、2023年の当期利益は、2.3兆元、前年比5%増と増益を続けている。貸倒引当金、自己資本、期間収益の3つが防波堤になっており、少なくとも、表面上は、中国の銀行システムは健全性を保っているようにみえる。

Ⅵ-2-3. 銀行の不動産与信の状況：日本のバブル前後との比較

次に不動産関連の与信の状況を日本のバブル前後の状況と比較しつつ確認する。中国人民銀行統計によれば、金融機関の人民元貸出に占める不動産デベロッパー向け貸出比率は、2023年末時点で5.4%であった。日本の銀行の不動産デベロッパー向け貸出比率は、バブル期の1990年は11.9%、2023年末時点では17%であり¹⁹⁾、中国の比率はかなり低めである。

不動産デベロッパー向けの不良債権比率は銀行全体としては公表されていないが、上場銀行は個別に発表している。筆者集計では、2023年末の5大国有商業銀行²⁰⁾の不動産デベロッパー向け貸出の不良債権比率は5.4%と高めであった。しかし、不動産デベロッパー向け貸出ウエイトが低いいため、5行計の貸出全体の不良債権比率は1.3%と低水準にとどまっている。

一方、商業銀行の、住宅ローンの人民元貸出全体に占めるウエイトは、2023年末時点で16%であった。日本の銀行の住宅ローン貸出のウエイトはバブル期の1990年末は10%、2023年末では24%であった。中国の住宅ローンの不良債権比率は低い。住宅ローンが多くを占める個人ローンについて、5大国有商業銀行の不良債権比率をみると0.7%と低水準である（表3）。

住宅ローンに対しては、頭金比率を一定割合以上にすることを求める最低頭金比率規制が導入されている。最低頭金比率は、都市ごとに区々であり、また、1軒目の住宅購入よりも2軒目以降の方が要求頭金比率水準は高めに設定されている。不動産調査会社CRICの2023年7月の調査によれば、全国主要20都市の最低頭金比率の平均は、1軒目の住宅購入の場合で24%、2軒目で42%であった²¹⁾。最低頭金比率

表3 5大国有商業銀行の不良債権額、同比率（2023年末）

（単位：億元、%）

	総貸出		不動産業向け貸出		個人ローン	
	不良債権額	不良債権比率	不良債権額	不良債権比率	不良債権額	不良債権比率
工商銀行	3,535	1.4	410	5.4	608	0.7
建設銀行	3,253	1.4	482	5.6	571	0.7
中国銀行	2,532	1.3	482	5.5	443	0.8
農業銀行	3,008	1.3	466	5.4	592	0.7
交通銀行	1,057	1.3	244	5.0	201	0.8
5行計	13,384	1.3	2,083	5.4	2,415	0.7

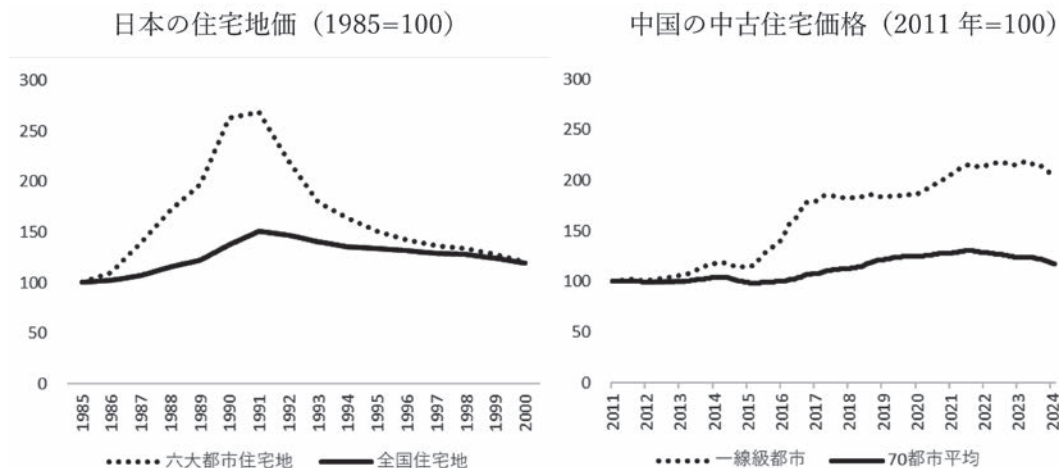
（出所）各行の2023年年報を基に筆者作成

19) 日本銀行業種別貸出統計から筆者計算。

20) 中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行、中国交通銀行の5行

21) 金融界（2023）

図11 日中の住宅価格の推移比較



（出所）日本不動産研究所，総務省，中国国家統計局を基に筆者作成

規制の存在が，住宅ローンの不良債権化の防波堤となっている。

不動産関連与信としては，その他不動産を担保とした企業向けの貸出があるが，中国の商業銀行は，不動産担保の評価に総じて保守的である。筆者がかつて中国の商業銀行数行に聴取したところ，不動産担保の掛け目は4割～7割と総じて保守的に設定していた。日本の銀行の場合，バブル期には不動産担保に対する評価が甘く，担保の掛け目を100%かそれ以上とする例さえみられたといわれる。当時の日本の銀行に比べれば，保守的な担保評価を行っている。

中国の住宅価格の下落幅は，日本のバブル崩壊時の住宅価格の下落幅ほど大きくない。日本の場合，大都市での1980年代後半からの住宅価格の上昇と1990年代入り後の下落はいずれも急激だった。これに対して，中国の住宅価格は，政府の価格統制の影響もあって，上昇は緩やかに進み，下落幅もこれまでのところ小さい。日本の六大都市の住宅地価は，1985年から1991年の6年間で2.7倍となり，1991年から1994年の3年間で4割下落した。その後も下落を続けて，2011年までには65%下落し

た。中国の場合は，70都市平均中古住宅価格は2021年6月のピークから3年弱で1割下落したが，下落幅は中小都市の方が大きく，北京・上海・深圳・広州という一線級都市では下落幅は6%と小さい。

前述のとおり，中国の都市常住人口比率は66%と日本でいえば，1963年と同じであり，都市化による住宅建設需要は，まだ期待できる。1990年には日本の都市人口比率は77%まで上昇していた。

このように，日本の90年代と現在の中国の不動産を巡る状況には，異なる点が多い。中国が「日本化」の道を歩むと簡単には即断できないゆえんである。だからといって中国で不動産バブル崩壊から金融危機が起こらないと即断もできない。銀行の不動産デベロッパー向け貸出比率が低いのは，中国では住宅販売の大半が予約販売形式をとり，住宅購入者から前受け金を受けていること，また，建設会社など上下のサプライヤーからの買掛金が多いことに起因する。中国人民銀行貨幣政策司鄒瀾司長によると²²⁾，不動産デベロッパー大手50社の負債のうち，銀行借入が14%，債券発行が9%と低い一

22) 中国人民銀行（2023）

方、住宅予約販売前受け金が32%、買掛金が30%と高いウエイトを占めていた。

デベロッパーが法的整理となり、住宅引き渡しを受けられないことが確実視されれば、住宅購入者は、住宅ローンを支払わなくなる可能性がある。また、デベロッパーに売掛金を有する建設会社等のサプライヤーに対する銀行融資も焦げ付く可能性がある。さらにデベロッパーの多くが純粋な法的整理にかかれば、市場の不安心理が高まり、不動産価格のさらなる下落を招く可能性がある。前述のとおり、保守的な不動産担保評価がなされているため、不動産価格の下落が一定以内に収まれば、融資回収に直ちに影響が及ぶわけではない。しかし、価格が大幅に下落すれば、銀行与信資産の劣化は不可避となろう。つまり、不動産デベロッパーの多くが無秩序に連鎖破綻すれば、金融危機を招く可能性は否定できない。

もっとも、以上のようなシナリオが現実となる可能性は、依然低いと筆者はみている。中国政府は、未完工住宅物件の購入者への引き渡しを重視している。住宅の引き渡しを受けられないことがわかれば、住宅購入者が怒りから抗議活動を起こし、社会問題化する可能性が高いからだ。住宅購入者がデベロッパーから住宅引き渡しを受けられないようなかたちでの法的整理が進む可能性は極めて低いであろう。政府は、未完工物件の建設、引き渡しを進める間は、デベロッパーと債権者が債務リストラ交渉を進めるよう指導し続けるだろう。

香港高裁は、本年1月29日、恒大集団に対し清算命令を下した。恒大集団の資産の大半は中国大陸内にあり、香港高裁が法的整理を行うためには、大陸の裁判所の許可が必要となる。しかし、住宅引き渡しを重視する中国政府のスタンスからすれば、当分の間、許可が下りることは考えにくい。

VI-3. 金融リスク発生の可能性は依然低いが、留意点も存在

以上のとおり、中国政府としては、「システムミックリスクを顕在化させないことをボトムラインとする」方針を堅持しているため、筆者は、金融危機の発生という意味でのハードランディングによる経済成長の大幅な下方屈折は基本シナリオでは想定しなくてよいと考えている。

ただし、以下の2点には注意が必要であろう。第一に、中国政府がシステムミックリスク発生のボトムラインを見誤るリスクである。現状のようにデベロッパーの債務リストラを先延ばしするだけでは、根本解決にはならない。いずれは、中央政府が矢面にたつて、一時的な公的資金注入も含めた施策によって、未完成住宅の引き渡しと不動産デベロッパー業界の秩序ある整理淘汰、健全化を進める必要があるだろう。倪虹住宅建設部長は、2024年3月、債務超過の不動産デベロッパーについて、「破綻すべきは破綻させ、債務リストラすべきは債務リストラを行う」と発言した。当局が、安易な債務企業や金融機関の救済がモラルハザードを引き起こす可能性を懸念している点が滲んだ発言である。

しかし、モラルハザードを回避することを重視するあまり、市場の不安心理が高まり、システムミックリスク発生のボトムラインを見誤るリスクはゼロではない。その場合、どれくらいの影響が及ぶか。日本経済研究センター(2023)は、中国で不動産バブル崩壊・金融危機発生した場合のシナリオとして、2027年の成長率がゼロになり、2029年以降は1%台の成長が常態化すると予測している。

第二に、金融の脆弱性は地方による格差が大きいことに注意が必要である。中国の場合、日本のバブル崩壊時とは異なり、大都市よりも地方の中小都市の方で不動産価格の下落が大きい。多くの地方では、景気低迷や人口流出が続き、地方財政が深刻である。このため、これら地方の中小の金融機関の経営には既に影響を与

え始めており、中小金融機関の再編の動きは加速しつつある²³⁾。つまり、地方によっては金融

システムの脆弱性の影響で経済により大きな影響が及びうることを念頭に置く必要がある。

VII. 米中対立とデリスキング

VII-1. 長期化する米中対立の構図と中国経済への影響

最後に、米中対立とデリスキングの動きが、中国経済の成長に与える影響を考察する。中国が改革開放後、高成長を続けてこられた重要な要因の一つは、海外諸国と良好な関係を維持することで、先進国からの技術移転がスムーズに行われたことにあった。米国は、中国が計画経済から市場経済体制に移行すれば、いずれは政治体制も民主化の方向に進むという考え方もあり、中国への関与政策を続けてきた。

しかし、中国の経済的なプレゼンスの急拡大や中国の民主化に対する期待の消失を背景に、米国は、中国に対して徐々に警戒的で強硬なスタンスに変化していった。現在では、米中対立が長期的、構造的であることは多くの識者の共通認識となっている。問題は、こうした長期的な米中対立の構図が、中国の経済成長にどのような影響を与えるかである。

筆者は、2年前、「米中の経済貿易関係が、一部でデカップリングすることはあっても、完全にデカップリングすることはないだろう」と考えている。ハイテク製品以外の多くの製品・サービスにかかる貿易投資は今後も密接な関係を続けるだろう」と予想していた(福本(2022))。

本稿では、最近の米国および西側諸国の対中経済関係に対するスタンスの特徴点を指摘したうえで、それが主として貿易分野にどのように影響しつつあるかを分析する。

VII-2. 米国の対中経済スタンス：デリスキング、「小さな庭と高いフェンス」

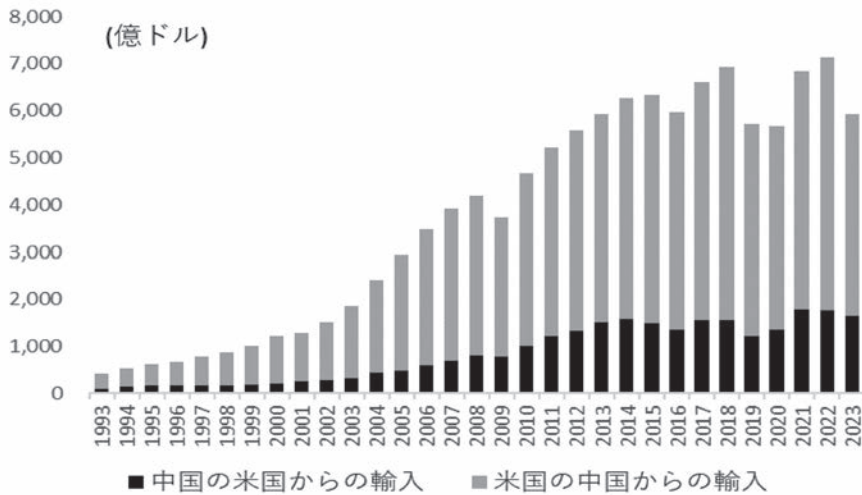
現時点の米国および西側諸国の対中経済関係についてのスタンスは、以下の二点で説明可能だろう。

第一に、中国との経済関係では、デカップリングではなくデリスキングを目指している。2023年5月、G7首脳会談のコミュニケは、「我々は、デカップリング又は内向き志向にはならない。同時に、我々は、経済的強靱性にはデリスキング及び多様化が必要であることを認識する」とした。東西冷戦時代のソ連との関係とは異なり、中国は世界経済、サプライチェーンに深く組み込まれている中で、完全な経済分断という意味でのデカップリングは非現実的である。中国と貿易投資等の経済関係を保ちつつも、過度な中国への依存とならないようサプライチェーンを見直していく方針を示したといえる。

第二に、先端技術分野での中国への技術移転を防ぐための貿易投資上の規制を強化する方針である。バイデン政権サリバン安全保障担当補佐官は、2023年4月、「我々は『小さな庭と高いフェンス (small yard and high fence)』で基盤技術を守っている。また我々は国家安全保障に関連する重要な分野における外国からの投資の審査も強化している。そして、国家安全保障の中核をなす機微技術の対外投資への取り組みも進めている」とした。貿易投資の完全なデカップリングはしないにしても、先端技術、機微技術が中国に移転しないように規制を強化す

23) 福本智之 (2024b)

図 12 米中貿易額の推移（米ドル建て）



(出所) CEIC, 中国海関総署, 米国 Census Bureau を基に筆者作成

る方針を示した。

Ⅶ-3. 米中対立の米中貿易への影響

まず、米中貿易額の変化を確認する。図 12 のとおり、米中貿易は 2018 年までは一時的な減少を除けば、増加傾向をたどっていた。しかし、2019 年以降は、年によって振れはあるものの、頭打ちまたは幾分減少気味に転じたように見える。2023 年、中国は、長年維持してきた米国の輸入相手国の第一位の座をメキシコに明け渡した。米中の一般貿易について、米中対立の影響が広がりつつあるのは否定できないだろう。2020 年はコロナ危機が影響したとみられるものの、2019 年、2023 年の減少には、制裁関税適用の拡大などの米中貿易摩擦（2019 年）やデリスキングによるサプライチェーンの変更（2023 年）の影響が顕れている可能性がある。

もっとも、これだけで米中の貿易関係が分断に向かっていると判断するのは早計であろう。近年の貿易の動きをみると、中国の ASEAN 向けの輸出、米国の ASEAN からの輸入がともに顕著に増加している。2018 年から 2023

年の 5 年間で、中国の ASEAN 向け輸出は、67% 増加した。同じ期間の米国の ASEAN から輸入額も、68% 増加した。特に、こうした動きは、特にベトナム（越）で顕著で、タイ（泰）、マレーシア（馬）でもみられている（図 13）。

近年、製造業では、ベトナムをはじめとする ASEAN 諸国に工場を移管しているという話がよく聞かれる²⁴⁾。米中貿易摩擦が強まる中で、米国の対中制裁関税を回避する目的や労働集約的な工程を人件費の相対的に低い地域で行う目的で移管が行われているといわれる。その際、付加価値の高い部品等は引き続き中国で製造し、それを ASEAN で組み立て、それを米国等の最終消費地に輸出しているケースが多いとみられる。

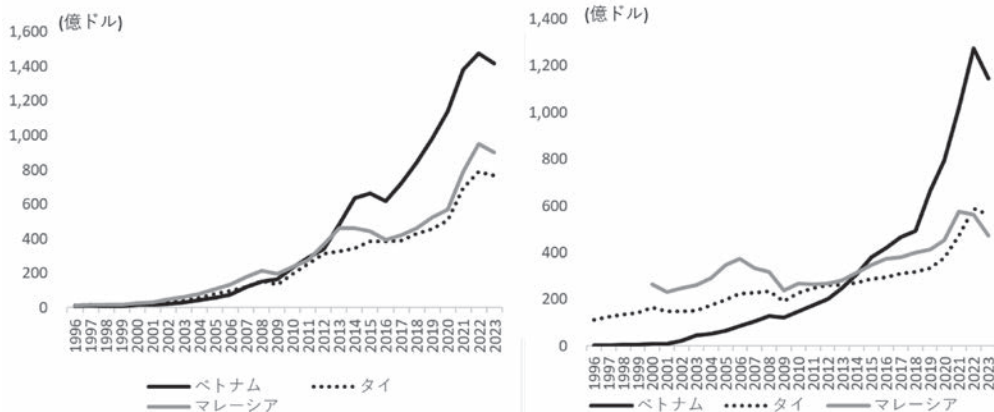
つまり、米中貿易それ自体は頭打ちまたは減少に転じたようにみえても、ASEAN を介した迂回貿易を含めれば、米中を含んだグローバルサプライチェーンは引き続き密接だといえる。米中対立やデリスキングの流れは、グローバルなサプライチェーンに部分的に影響を与えているものの、デカップリングに一方的に進んでいるわけではない。

24) 日本経済新聞（2019）

図13 中国から越・泰・馬への輸出と米国の越・泰・馬からの輸入推移

中国から越・泰・馬への輸出

米国の越・泰・馬からの輸入



(出所) CEIC, 中国海関総署, 米国 Census Bureau を基に筆者作成

UNCTAD 統計に基づく、筆者計算によれば、世界貿易に占める中国の輸出額のシェアは2023年も14.2%とダントツの世界最大シェアで5年前の2018年(12.7%)対比でも幾分上昇している²⁵⁾。中国の輸出に一定の影響はあっても、その影響によって中国の輸出プレゼンスが大きく阻害されるとまではみられない。

Ⅶ-4. 米中対立の先端産業の技術移転への影響—半導体を例に

次に、米国バイデン政権が打ち出す先端分野での技術移転阻止の動きが、中国に与える影響について考察する。バイデン政権としては、一般貿易全体におけるデカップリングは目指さない一方で、米国の国家安全保障にかかわる先端技術領域という「小さな庭」(small yard)に「高いフェンス」(high fence)を設ける考え方である。米国が、特に中国の技術台頭阻止に力を入れているのは、半導体およびそれを利用したAI開発である。

米国政府は、2022年10月、中国向け半導体関連製品輸出規制の全面的な強化に乗り出し

た。中国での回線幅16nm又は14nm以下のロジック半導体先端半導体製造施設向け製品を輸出禁止とした。さらに、2023年10月には、半導体関連製品輸出規制を一段と強化した。

同規制強化について、レモンド米商務長官は、「改定規則はわれわれの輸出管理の効果を強化し、その迂回経路を遮断するものだ」としている。例えば1年前の規則導入以降、AI向けのロジック半導体の設計を扱うエヌビディアは規制に抵触する製品よりもわずかに仕様を落とした製品を中国に納入していたが、今回の改定でそれら製品も対中輸出ができなくなる。

米国政府は、同盟国である日本や欧州にも足並みを揃えるよう働きかけている。大手の半導体製造装置メーカーを有する日本とオランダにおいて、それぞれ2023年7月、2023年9月から、先端半導体の製造用の半導体製造装置の輸出規制が実施された。

米国の一連の先端半導体技術の中国への移転阻止の取り組みは、かなり徹底していて、中国の先端半導体分野での技術的なキャッチアップの抑止につながると業界ではみられている。

25) 2020年、2021年はコロナ禍で最初に生産体制を整えた中国から世界への輸出が増えたため、同時期のシェアは夫々14.7%、14.9%と高かった。その後、世界各国で生産体制が整ったため、中国のシェアは、同時期から比べると幾分低下している。

なお、中国企業のファーウェイが2023年8月に発売したMatePro60において線幅7nmの先端ロジック半導体が搭載されていることが判明。ファーウェイは米国の輸出規制対象企業リストに入っており、先端半導体の調達ができないため、同半導体は、国産ファウンドリー²⁶⁾SMICの製造によるものであることが確認され、中国国内メーカーの先端半導体製造の成功例として注目された。

SMICも米国および同盟国の規制により、半導体の微細化に必要な最先端のEUV（極端紫外線）露光機の調達はできていない。このため、前世代の技術であるDUV（深紫外線）露光機を使い、2回に分けて露光する「ダブルパターニング」と呼ばれる技術を使ったものとされている。もっとも、同方法では、歩留率は低く、量産数量にも限界があるため、生産コストが高い。EUV露光機なしでは、さらなる微細化は困難とみられている。

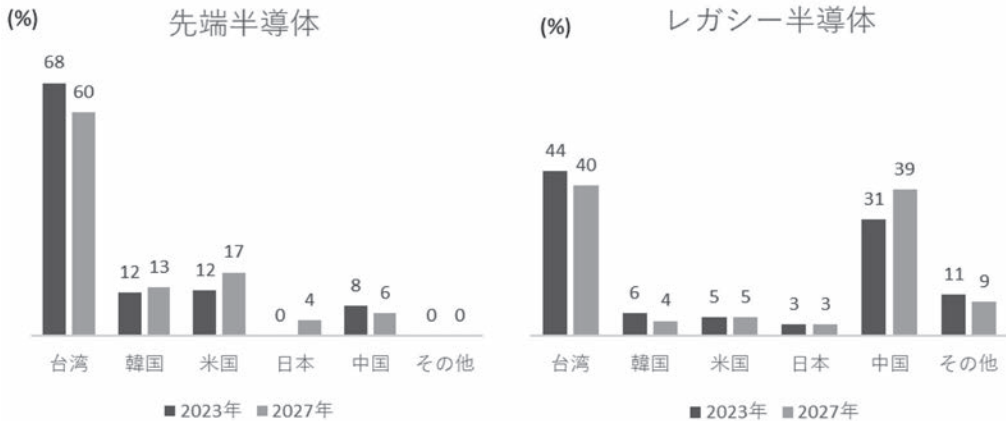
以上を踏まえれば、先端半導体、特に最先端の半導体に中国がキャッチアップすることは、少なくとも今後数年は難しくなるとみられ

る。民間の半導体市場分析会社のTrend Forceは、世界のファウンドリーの先端半導体製造シェアでは、中国は2023年の8%から2027年には6%に低下していくと予測している（図14）。

一方、中国は現在、猛烈な勢いで、レガシー半導体と呼ばれる、先端ではない半導体の製造能力を高めつつある。中国政府は、「国家集成电路産業投資基金」と呼ばれる政府ファンドを立ち上げ、半導体企業に出資している。2014年に開始した第1期は約1,400億元の出資を行い、2019年に開始した第2期は2,000億元の規模となった。そして、2024年、第2期を上回る3,440億元の規模で第3期を開始した²⁷⁾。

レガシー半導体は、家電や自動車など幅広い用途に使用されており、Trend Forceによれば、ロジック半導体のノード別にみれば、線幅28nm以上のレガシー半導体が世界の製造設備の4分の3を占める²⁸⁾。Trend Force（2023）は、レガシー半導体では中国のシェアが拡大し、2027年には39%に到達すると予測している（図14）。

図14 世界のファウンドリーの先端半導体とレガシー半導体の生産能力シェアと予測



(注) レガシー半導体は線幅28nm以上のプロセス、先端半導体は16/14nmおよびそれ以下のプロセス。
 (出所) TrendForce(2023)を基に筆者作成

26) ファウンドリーとは、顧客の半導体設計データに基づき、半導体の前工程の受託生産を行う会社のこと。

27) ロイター（2024）

28) Chung（2022）

また、中国は世界の約3割を占める最大の半導体需要国である。米国の半導体協会であるSIAは、安全保障上の懸念は理解できるとしつつ、米国の半導体企業にとって中国への販売が消失すれば、収益やキャッシュフローに著しく影響し、研究開発投資資金が生み出せず、グローバルな競争で不利になるとする報告書を発表している²⁹⁾。レガシー半導体については、西側企

業は中国との取引を続ける可能性が高い。

まとめると、米国の半導体やAIといった最先端分野における中国の技術的台頭を阻止する施策は、中国の先端半導体やAI開発にかなりの影響を及ぼす。ただし、政府のサポートもあって、レガシー半導体を中心に中国企業の技術は着実に向上していき、中国の国産半導体産業は規模を拡大していくとみられる。

VIII. おわりに

本稿は、コロナ禍後の中国経済の減速の加速傾向を踏まえ、ピーク・チャイナを巡る議論を整理したうえで、①人口動態、②経済改革とイノベーション、③不動産と金融のリスク、④米中対立とテリスキングという4つのポイントについて、2024年夏までの状況をアップデートした。そして、それぞれが中国の経済成長の制約要因としてどのように影響しうるかを検討した。

それらを総合的に勘案すると、筆者が、福本(2022)が想定していた中国経済の成長軌道のベースラインシナリオを下方に修正する必要があると考えている³⁰⁾。主な理由は、①人口動態の変化による不動産実需の構造的な減少が中長期的にも成長を下プレさせるとみられること、②中国政府・党によるマイクロマネジメントの強化は今後も続くと考えられ、それが民営企業を中心にコンフィデンスに影響するとみられること、である。これらを踏まえれば、以前、リスクシナリオとしていた成長軌道が、現在の新たなベースラインシナリオになったと考えている。

今後の成長見通しには不確実性が大きい。上振れリスクとしては、①農民工の市民化による

「真の都市化」が予想以上に上手く進むこと、②習近平政権の「新質の生産力」戦略が奏功し、中国の製造業やデジタルを主とした産業競争力が想定以上に高まること、等が挙げられる。一方で、下振れリスクとしては、①企業活動に対するマイクロマネジメントがさらに強化され、企業のコンフィデンスが低下していくこと、②当局が不動産リスク処理のボトムラインを見誤り、金融危機を招くこと、③米国でトランプ大統領が当選し、対中経済スタンスを「小さな庭と高いフェンス」ではなく、幅広い財の輸入関税を大幅に引き上げるデカップリング路線に転換していくこと、等が挙げられる。全体としてみれば、上振れよりも下振れリスクの方が大きいとみられる。特に、当面は、不動産不況に政府がどのように対処するのかに注目したい。

29) Semiconductor Industry Association (2021)

30) 福本智之 (2024a)

参 考 文 献

日本語

- 梶谷懐 (2018) 『中国経済講義—統計の信頼性から成長の行方まで』中公新書
- 田中明彦 (2020) 「苦悩する中国の民営企業」 Wisdom, 2020年8月25日, <<https://wisdom.nec.com/ja/series/tanaka/2020082401/index.html>> (2024年4月14日アクセス)
- 日本経済研究センター (2021, 2023) 「アジア経済中期予測」2021年12月, 2023年12月
- 日本経済新聞 (2019) 「中国からの生産移管先、ベトナムが一人勝ち」2019年9月9日 <https://www.nikkei.com/article/DGXLAS-FL06HZG_Z00C19A9000000/> (2024年4月24日アクセス)
- 福本智之 (2022) 「中国減速の深層 『共同富裕』時代のリスクとチャンス」日本経済新聞出版
- 福本智之 (2023) 「中国の金融システムのリスクを如何に捉えるか」、東京財団政策研究所レビュー, 2023年11月7日 <<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4373>> (2024年4月29日アクセス)
- 福本智之 (2024a) 「中国経済: 「ピーク・チャイナ論」はどこまで正しいか」2024年1月24日, 新潮社フォーサイト <<https://www.fsight.jp/articles/-/50384?st=%E7%A6%8F%E6%9C%AC%E6%99%BA%E4%B9%8B>> (2024年4月29日アクセス)
- 福本智之 (2024b) 「中国で加速している脆弱な中小銀行の整理再編」東洋経済オンライン, 2024年2月22日 <<https://toyokeizai.net/articles/-/735740>> (2024年4月29日アクセス)
- 福本智之 (2024c) 「中国の不動産不況の金融システムへの影響——市場安定化のためには、何が必要か」東京財団政策研究所レビュー, 2024年3月29日 <<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4492>> (2024年4月29日アクセス)

- 文部科学省科学技術・学術政策研究所 (2023) 「科学技術指標 2023」2023年8月, <https://www.nistep.go.jp/sti_indicator/2023/RM328_22.html> (2024年4月14日アクセス)
- ロイター (2024) 「中国政府系半導体ファンド、第3号が正式に設立 475億ドル規模」2024年5月27日 <<https://jp.reuters.com/markets/japan/funds/D5FUNHC2SNNYPABCMWEIZD73NU-2024-05-27/>> (2024年9月29日アクセス)

英語

- Chung, Eden (2022), “2022 a Focus for 12-inch Capacity Expansion, 20% Annual Growth Expected in Mature Process Capacity, Says TrendForce”, June 23 <<https://www.trendforce.com/presscenter/news/20220623-11274.html>> (2024年4月26日アクセス)
- International Economy (2023), “Could China Become Like Japan in the Early 1990s?”, The International Economy, 2023 Winter
- IMF (2024a), “People’s Republic of China 2023 Article IV Consultation Staff Report”
- IMF (2022, 2024b), “World Economic Outlook”
- Kerr, Clark (1960), *Industrialism and industrial man*, Harvard University Press
- Perkins, Dwight H., and Rawski, Thomas G. (2008), “Forecasting China’s Economic Growth to 2025” in Brandt, L., and Rawski, Thomas G. (ed), *China’s Great Economic Transformation*, Cambridge University Press
- Posen, Adam (2023), “The end of China’s economic miracle”, *Foreign Affairs*, Vol. 102, No. 5, September/October 2023, p. 118
- Rogoff, Kenneth S. and Yang, Yuanchen

- (2020), "Peak China Housing", *NBER Working Paper Series*, No. 27697
- Semiconductor Industry Association (2021), "SIA Whitepaper: Taking stock of China's semiconductor industry" https://www.semiconductors.org/wp-content/uploads/2021/07/Taking-Stock-of-China%E2%80%99s-Semiconductor-Industry_final.pdf (2024年4月29日アクセス)
- Wolf, Martin (2023), "We shouldn't call Peak China yet" *Financial Times*, September 19
- Xu, Chenggang and Guo, Di (2022), "Is today's China yesterday's Soviet Union?", Project Syndicate, December 12, <https://www.project-syndicate.org/magazine/china-today-becominig-soviet-union-auguring-economic-failure-by-di-guo-and-cheng-gang-xu-2022-12> (2024年4月29日アクセス)
- Zhang, Longmei and Chen, Sally (2019), "China's Digital Economy: Opportunities and Risks", *IMF Working Paper*, No. 2019/016 <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/01/17/Chinas-Digital-Economy-Opportunities-and-Risks-46459> (2024年4月29日アクセス)
- 中国語
- 蔡昉 (2021)「中国生育率跌至1.3, 蔡昉: 防止总人口达峰后的需求侧冲击」中国金融四十人论坛, 2021年5月11日, <https://mp.weixin.qq.com/s/cxkmU7ALQQQhiKZGvIUrmA> (2022年3月28日アクセス)
- 光大証券 (2023)「从人口视觉看未来20年房地产需求演变」2023年4月7日, 財新網 <https://opinion.caixin.com/m/2023-04-07/102016437.html> (2024年4月29日アクセス)
- 国家统计局 (2014)「2014年全国农民工监测调查报告」2015年4月29日, https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202302/t20230203_1898768.html (2024年4月29日アクセス)
- 金融界 (2023)「易居研究院: 20城首付比例统计出炉, 降首付或比降房贷更有效」2023年7月10日, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1770994555929079230&wfr=spider&for=pc> (2024年4月15日アクセス)
- 天風証券 (2022)「中国房地產市場的長期需求測算」2022年10月25日
- TrendForce (2023), 「中, 美加強晶片自主, 預估2027年台灣晶圓代工產能占比將收斂至41%」, 2023年12月14日, <https://www.trendforce.com.tw/presscenter/news/20231214-11958.html> (2024年4月29日アクセス)
- 习近平 (2020)「习近平: 关于中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议的说明」新华网, 2020年11月3日, http://m.xinhuanet.com/2020-11/03/c_1126693341.htm (2022年3月28日アクセス)
- 西南财经大学 (2018)「2018年1季度 城镇家庭资产指数报告」西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心, 2018年4月
- 中国人民银行 (2023)「2022年金融统计数据新闻发布会文字实录」2023年1月13日, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4770146/index.html> (2024年4月29日アクセス)