

第3節 まとめ

本章では、中長期的な視点から中国経済の構造を概観した上で、2024年後半の中国の景気動向を確認し、足下で特に課題と考えられる住宅価格の下落に伴う負の資産効果や、欧米から指摘されている一部の財に関する「過剰供給」問題について、試算を含めて掘り下げた分析を行った。

第1節では、中国は2010年以降経済規模が世界第2位となっている一方、足下でも一人当たり名目GDPは日本の3分の1程度であり、所得水準は高中所得国に位置付けられていること、産業構成も日本の1980年頃と同程度に製造業の割合が高く、経済のサービス化を進展させる余地があることを確認した。他方、中国は既に人口減少と高齢化が進展する局面、いわゆる人口オーナス期に入っており、今後の経済成長や不動産需要に対して下押し圧力が継続する見通しとなっている。また、中国は世界最大の貿易黒字国であり、先進国中心から新興国・途上国へ貿易相手国・地域の多角化も進めている中、電気機械や鉄鋼製品、更に近年は自動車等の輸出を通じて世界経済に大きな影響を与える存在となっている。

次に、第2節では、2024年後半の中国の景気動向と政策対応について確認した。生産設備の更新に対する補助等の政策支援によって製造業投資や生産が堅調に推移する一方、住宅価格の下落が継続する中で雇用・所得環境の明確な改善はみられず、政府の買換え支援策を受ける一部の耐久財を除けば消費の伸びは力強さを欠いている状態にある。このうち、住宅価格の下落が家計消費に与える負の資産効果については、幅を持って理解する必要があるものの、住宅価格が本格的に下落する前の2021年頃と比較すると2024年前半には0.9~6.7%程度の消費の下押し効果が働いている可能性があることが示された。不動産市場の先行きについては、不動産需要は人口動態に左右されることや我が国のバブル崩壊後の経験を踏まえると、人口減少局面での不動産市場の停滞を政策対応によって迅速に解消することは容易ではないと考えられ、当面不動産市場の停滞は継続することが想定される。国内において供給が増加する一方、内需が伸び悩む中で国内物価は下落基調で推移するとともに、輸出価格が低下する中で輸出数量は増加基調にある。内需の低迷を受けて9月の中央政治局会議前後から政策金利の引下げ等の追加政策が相次いで打ち出されたが、本格的な景気浮揚には至らない中で、11月には対中関税の引上げ等を主張するトランプ候補がアメリカ大統領選挙に当選するなど先行きの外的環境の厳しさが深まり、12月の中央経済工作会議では2025年の財政・金融政策のスタンスをより景気刺激的な方向に転換する方針が示された。

続いて、こうした不動産市場の停滞に伴って内需が伸び悩む中で、国内需要を上回っ

て生産された財が安価に輸出され輸入国側の経済や雇用に影響を与えているという「過剰供給」問題について、鉄鋼と自動車に関する供給関数と需要関数の同時方程式を推計し、一定の仮定の下で、中国の不動産市場の停滞がこれらの財の価格低下と輸出量の拡大を生じさせることを確認した。特に、自動車については供給関数が価格に対して有意に弾力的であるという推計結果とはならず、価格メカニズムを通じた生産量の調整が十分機能していないことが示唆された。

その上で、鉄鋼を例に、中国で過剰供給された財を輸出することによる世界経済への影響についてGTAPモデルを用いて試算したところ、一部の国・地域では実質GDPや国内投資の増加につながるものの、競合する製造業が立地する国・地域においては輸入の増加や国際市場での競争の激化に伴う鉄鋼の価格下落、当該産業への負の影響による国内投資の減少による実質GDPの低下という負の影響を与える可能性があることも確認した。なお、中国の実質GDPは増加するものの、不動産市場の停滞による経済全体への負の影響を補う程度のものではないと考えられる。

以上の結果を踏まえると、中国には不動産市場の下げ止まり・安定化をできるだけ早期に実現し、国内の需給ギャップを解消していくことが求められるほか、中長期的には、製造業への依存度を低下させ、経済のサービス化を通じて内需主導型の経済への転換を図っていく必要があることが示唆される。

付注 1 – 1 中国の住宅資産額と負の資産効果の試算方法

1. 概要

先行研究 (Li (2018)) の手法に基づき、同論文で試算された家計の名目住宅資産額を簡易的な恒久棚卸法によって延長試算する。その上で、同試算によって得られた家計の名目住宅資産額の変化率に複数の先行研究から得られた弾力性を乗じて家計消費の変化率を求め、これを住宅資産額の減少に伴う負の資産効果として扱う。

2. データ出所

住宅資産額の試算に当たっては、Li (2018)による2014年末の家計の名目住宅資産額の試算値、中国国家统计局による年次の住宅販売面積及び面積当たり住宅販売価格、月次の住宅販売面積及び住宅販売価格を用いた。

また、負の資産効果の試算に用いた先行研究における住宅資産額に対する家計消費の弾力性は以下のとおり。

出典	使用データ	推定手法	弾力性	補足事項
Li, C. and Zhang, Y. (2021)	中国を含む14か国のマクロデータから作成されたパネルデータ ・ サンプル範囲：中国以外を含む ・ サンプル期間：1960-2018 ・ サンプル数：361	一般化最小二乗法	0.05-0.08	
Painter, G., Yang, X. and Zhong, N. (2022)	Urban Household Survey (UHS) ・ サンプル範囲：中国のみ ・ サンプル期間：2002-2009 ・ サンプル数：45,119	最小二乗ダミー変数推定	0.14	UHSは中国都市部の約19000世帯の消費や住宅資産を調査したマイクロデータ
Fang, H., Wang, L. and Yang, Y. (2022)	Eコマース企業から得られた消費者データを加工した筆者らのオリジナルデータ ・ サンプル範囲：中国のみ ・ サンプル期間：2016-2018 ・ サンプル数：不明	差の差の分析	0.18-0.39	

3. 試算方法

(1) 住宅資産額

Li (2018)における2014年末の家計の名目住宅資産額を出発点に、下式により2024年6月末までの家計の名目住宅資産額を試算する。減耗率 (δ) はLi (2018)と同様に年率2.4%で一定とする。2023年末までの期間については年次データ、2023年末から2024年6月末までの期間については月次データを用いて試算する。

$$ND_t = P_t RD_t = P_t (RD_{t-1} (1 - \delta) + I_t)$$

ND_t : t 年末の名目住宅資産額

P_t : t 年の面積当たり住宅販売価格

RD_t : t 年末の住宅資産面積

δ : 減耗率

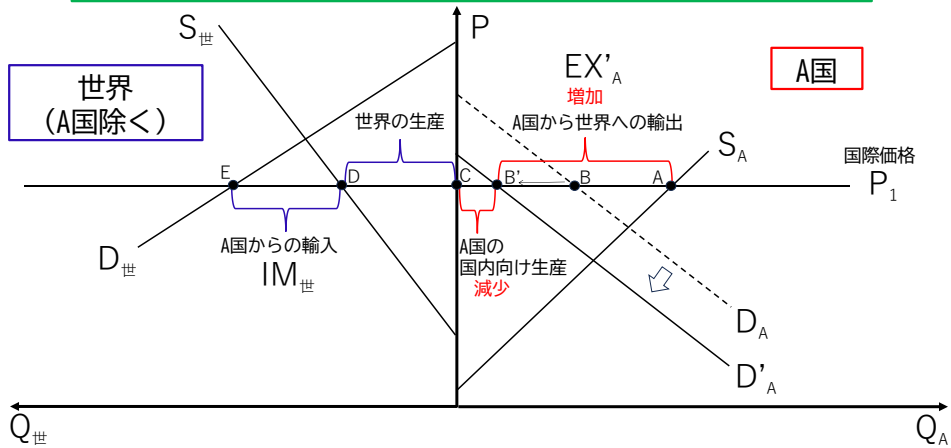
I_t : t 年の住宅投資面積

(2) 負の資産効果

(1) で試算した家計の名目住宅資産額の変化率に上述の先行研究における弾力性を乗じて求めた名目家計消費の変化率を負の資産効果とする。

図2 需要曲線が下方シフトした場合

A国の需要が減少しA国の需要曲線が下方シフトした時、A国から世界への輸出が増加し $IM_{世} < EX'_A$ となる結果、国際価格が P_1 のままでは需給が均衡しない。

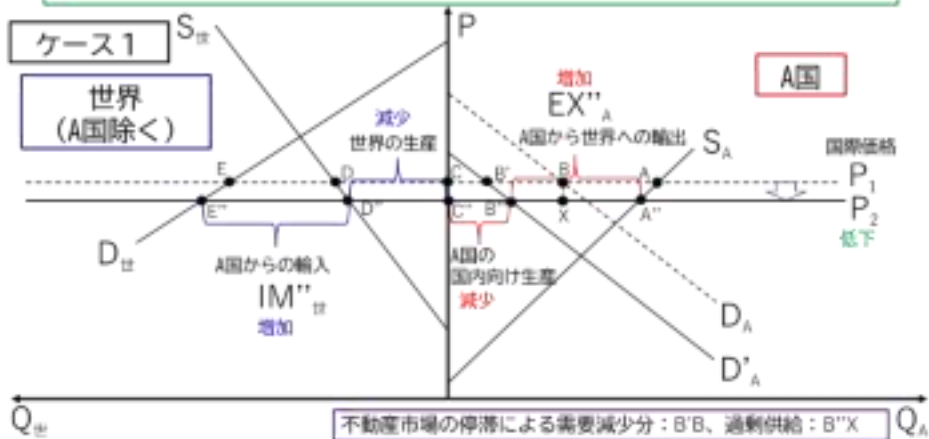


このとき、国際価格が P_2 に低下することで、A国及び世界の生産が減少、A国及び世界の需要が増加する結果、 $IM_{世}'' = EX_A''$ となり、財xの需給が均衡する（図3）。

よって、その他の条件が変わらなければ、大国であるA国の需要減退（需要曲線の左シフト）によって、①A国から世界への輸出の増加、②A国の国内向け生産の減少、③（A国以外の）世界生産の減少、④国際価格の低下、が引き起こされる。

図3 国際価格の下落による需給の均衡

国際価格が P_1 に低下することで、A国からの輸入が増加し $IM_{世}'' = EX_A''$ となり、需給が均衡。つまり、A国の内需減退は、①A国から世界への輸出増加、②A国の国内向け生産の減少、③（A国以外の）世界生産減少、④国際価格の低下をもたらす。



第1章第2節では、A国における不動産市場の停滞による需要減退（需要曲線の左シフト）前後の財 x の需要量の差（図3の $B''X$ ）を「過剰供給」と捉えて個別財の「過剰供給」について議論を行う。

付注 1－3 中国の鉄鋼の国内需要関数、供給関数の推計 について

1. データ出所

鉄鋼製品輸出価格：中国海関総署

国内生産量：国際鉄鋼協会

国内消費量：国際鉄鋼協会、中国海関総署

中国の住宅価格：中国国家統計局

海外 GDP：OECD data explorer

2. 推計方法

以下の同時方程式モデルを三段階最小二乗法⁴¹により推計する。

国内需要関数： $Q_{d,t} = a_1 + a_2P_t + a_3Z_{d,t} + a_4Z_{d,t} \cdot dummy1_t + u_t$

供給関数： $Q_{s,t} = b_1 + b_2P_t + a_3Z_{s,t} + a_4Z_{s,t} \cdot dummy1_t + v_t$

P_t ：鉄鋼製品輸出価格

$Q_{s,t}$ ：国内生産量

$Q_{d,t}$ ：国内消費量

$Z_{d,t}$ ：中国の住宅価格

$Z_{s,t}$ ：海外 GDP（アメリカ、EU、インドネシアの米ドル換算 GDP（PPP ベース））の和

$dummy1_t$ ：世界的に感染症が拡大した 2020 年 1－3 月期及び 4－6 月期の期間に 1 をとるダミー変数

内生変数： $P_t, Q_{s,t}, Q_{d,t}$

外生変数： $Z_{d,t}, Z_{s,t}$

なお、推計に当たって、説明変数と被説明変数は対数かつ季節調整値としている。

3. 推計期間

2016 年 1－3 月期から 2024 年 4－6 月期

⁴¹ 内生性の可能性がある同時方程式であるため、三段階最小二乗法を用いている (Hsiao (2003))。

4. 推計結果

鉄鋼生産関数

観測数	決定係数	説明変数	推定量	標準誤差
34	0.33	定数項	10.3	7.2
		ln(鉄鋼輸出価格)	0.29	0.08
		ln(海外GDP)	0.08	0.41
		ln(海外GDP) × ダミー	0.00	0.00

鉄鋼需要関数

観測数	決定係数	説明変数	推定量	標準誤差
34	0.72	定数項	5.6	1.2
		ln(鉄鋼輸出価格)	-0.25	0.13
		ln(住宅価格)	1.49	0.31
		ln(住宅価格) × ダミー	-0.01	0.01

付注 1－4 中国の自動車の国内需要関数、供給関数の推計 について

1. データ出所

自動車生産価格：中国国家統計局

自動車生産台数：中国自動車工業協会

自動車国内消費台数：中国自動車工業協会、中国海関総署

住宅販売面積：中国国家統計局

中国 GDP：中国国家統計局

2. 推計方法

以下の同時方程式モデルを三段階最小二乗法⁴²により推計する。

国内需要関数： $Q_{d,t} = a_1 + a_2P_t + a_3Z_{d,t} + a_4Z_{d,t} \cdot dummy2_t + u_t$

供給関数： $Q_{s,t} = b_1 + b_2P_t + b_3Z_{s,t} + b_4Z_{s,t} \cdot dummy2_t + v_t$

P_t ：自動車生産価格

$Q_{s,t}$ ：自動車生産台数

$Q_{d,t}$ ：自動車国内消費台数

$Z_{d,t}$ ：住宅販売面積

$Z_{s,t}$ ：中国 GDP

$dummy2_t$ ：米中貿易摩擦の影響が現れ始めた 2018 年 10－12 月期以降の期間に 1 をとるダミー変数

内生変数： $P_t, Q_{s,t}, Q_{d,t}$

外生変数： $Z_{d,t}, Z_{s,t}$

なお、推計に当たって、説明変数と被説明変数は対数かつ季節調整値としている。

3. 推計期間

2012 年 1－3 月期から 2024 年 4－6 月期

⁴² 内生性の可能性がある同時方程式であるため、三段階最小二乗法を用いている (Hsiao (2003))。

4. 推計結果

自動車生産関数

観測数	決定係数	説明変数	推定量	標準誤差
50	0.50	定数項	-44.1	58.66
		ln(自動車生産価格)	9.53	10.96
		ln(中国GDP)	1.34	0.71
		ln(中国GDP) × ダミー	-0.03	0.01

自動車需要関数

観測数	決定係数	説明変数	推定量	標準誤差
50	0.53	定数項	49.4	6.08
		ln(自動車生産価格)	-8.12	1.31
		ln(住宅販売面積)	0.27	0.06
		ln(住宅販売面積) × ダミー	-0.02	0.00