

2023年8月25日
No.2023-009

中国経済の「日本化」と長期停滞の懸念

— 繰り返される構造改革先送り、「失われた30年」に陥る可能性 —

調査部 主任研究員 野木森 稔

《要 点》

- ◆ 中国では、ゼロコロナ政策解除後の景気回復に急ブレーキがかかり、先行きへの不透明感が強まっている。さらに、デフレ、就職氷河期、不動産不況といったバブル崩壊後の日本と非常によく似た経済現象が見られはじめ、「失われた30年」と同様の長期停滞に陥る懸念も高まっている。
- ◆ もちろん、中国政府は過去の日本経済を研究している。実際に、不動産市場に関するコントロールを強化し、不動産バブルの崩壊を回避している。これによりバランスシート調整を起点とする消費や投資の急激な悪化には至っていない。さらに、中国政府は、これまでの経済成長が投資に偏ってきたという認識のもと、構造改革にも着手している。もっとも、その取り組みは十分ではなく、投資主導経済から消費主導経済への移行はうまくいっていない。構造改革は繰り返し先送りされており、それが経済成長力の低下を招く要因となっている。日本と同様に、改革が進まないことによる閉塞感が中国経済の活力を弱めていると考えられる。
- ◆ 中国経済が長期停滞を回避するための処方箋は、構造改革を先送りすることなく、投資偏重の経済構造を是正するための取り組みを着実に進めることである。そのためには、たとえ景気が悪化しようとも、安易な景気対策としての不動産規制の緩和やインフラ投資の拡大によって従来構造を温存しないことであろう。今のところ、中国政府は大規模な経済対策を控えるなど、慎重な対応に終始している。規制緩和などを通じた不動産の支援策も小規模にとどまっており、不動産市場の調整を通じたバランスシートの健全化を優先している。
- ◆ しかし、足元では不動産市場の調整圧力が急速に高まっており、企業の破綻が連鎖することで不動産危機に陥るリスクも無視できなくなっている。不動産に代わって今後の経済成長をけん引するはずだったハイテク分野も中国政府の統制強化と米国政府による規制強化を背景に、成長が難しくなっている。不動産危機とハイテク分野の伸び悩みという2つの要因が深刻な景気悪化を招く場合、中国政府は政策の重点を短期的な景気支援に切り替え、不動産規制緩和やインフラ投資拡大を再び実施する可能性が高い。そうした対策は急激な景気悪化の回避に資するものの、一面では構造改革は先送りとなり、経済の長期停滞の可能性を高めることになろう。

日本総研『Viewpoint』は、各種時論について研究員独自の見解を示したものです。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・野木森稔宛にお願いいたします。

Tel : 070-3103-4090
Mail : nogimori.minoru@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

1. はじめに

中国では、景気低迷への懸念が急速に強まっている。4～6月期のGDP成長率は前期比+0.8%（1～3月期同+2.2%）に減速し、ゼロコロナ政策解除後の景気回復に急ブレーキがかかっている。経済再開後の消費の反発が予想よりも短期間で収束したことがその主因であるが、今局面においてはデフレマインドの強まりや雇用・不動産の悪化といった動きも同時に現れている。これらは90年代の日本経済が経験したものと酷似しており、循環的な要因だけでなく、構造的な問題も中国景気の弱さにつながっていると考えられる。中国政府は日本の経験から多くを学び、長期停滞リスクへの対応の必要性には気付いていたはずだが、有効な政策を打ち出せずにいる。本稿では、中国経済の「日本化」が進む原因についてを考察し、中国政府がそれに対する処方箋を見出し、「失われた30年」に陥るリスクを回避できるか否かを検討する。

2. 現在の中国とバブル崩壊後の日本との類似点

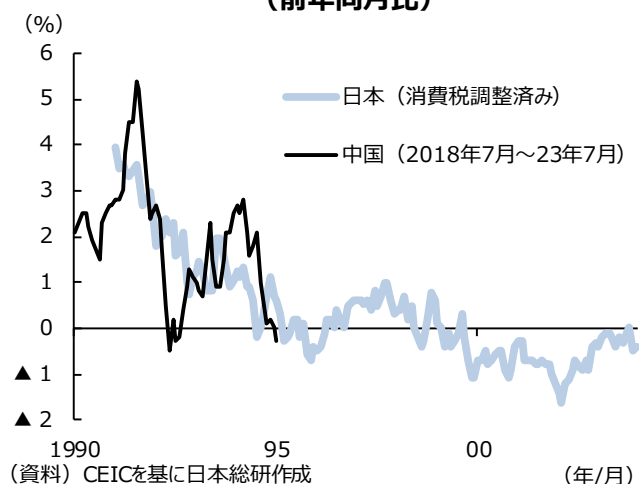
足元の中国経済は、以下にみるように、①物価下落、②就職氷河期、③不動産不況、といった現象が生じており、過去の日本と非常によく似た境遇に陥っている。

バブル崩壊後の日本との第1の類似点は、デフレ傾向の強まりである。世界的にはあらゆる財・サービスの価格が上昇し、高インフレが進んでいるにもかかわらず、中国では例外的にデフレ圧力が急速に高まっている。実際、消費者物価指数は7月に前年同月比▲0.3%と低下し、2年5カ月振りのマイナスに転じた

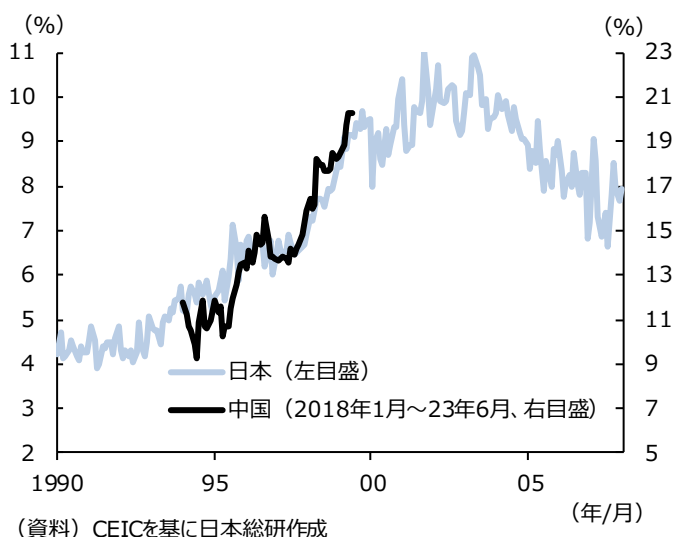
（図表1）。足元の物価下落はエネルギー価格の低下に加え、需要の低迷を要因としており、今後も指数の下落ないしは低い伸びが続く見込みである。物価下落予想が強まる状況下で、家計は消費の先送りを選択する恐れがある。加えて、日本でも見られたように、消費者の値上げに対する厳しい態度が企業収益を圧迫する。これが企業による高付加価値な財・サービスの開発意欲を削ぎ、コスト削減に傾注することで、経済を下押しする可能性がある。

2つ目は、雇用の不安定化である。6月の若年層（16～24歳）の失業率は21.4%に達した¹（図表2）。日本でも90年代後半に若年層の失業率は急速に上昇しており、業績が悪化した企業が新卒採用を絞ったことで「就職氷河期」と呼ばれる局面に至った。中国でも企業が若年層の採用を絞っている。これは将来不安を通じて若年層の消費意欲を押し下げる。

（図表1）日本と中国の消費者物価
（前年同月比）



（図表2）日本と中国の若年層失業率
（季調値）



¹ 中国国家統計局は年齢別失業率の公表を2023年7月分から一時停止すると発表した。この背景として、就職活動中の学生を失業者の統計に含めるべきかどうかや年齢層の定義などを見直す必要が挙げられている。



採用を絞った企業自身も将来必要な人材投資を抑制することになり、企業の競争力を低下させる要因となる。

3つ目は、不動産市場の低迷である。7月の住宅着工床面積は前年同月比▲33.5%と大幅に減少し、2005年の水準まで低下した(図表3)。中国では不動産市場の過熱が指摘されるほど積極的な住宅建設が長らく続いたものの、最近では地方を中心に住宅在庫の積み上がりが深刻化している。日本と同じように今後は中国でも人口減少要因も加わることで、不動産需要の減少が続く可能性が高い。その余波として、住宅価格の下落予想が逆資産効果を通じて個人消費を一層冷え込ませる恐れもある。

3. 中国は日本の経験を学んでいなかったのか？

中国の政策当局者は、長期停滞に苦しんだ日本経済の轍を踏まないよう、日本の経済政策などを熱心に研究しているとされる²。実際、これまでのところ日本のような不動産市場の決定的なバブル崩壊は避けられており、構造問題に対応する動きなどもみられる。

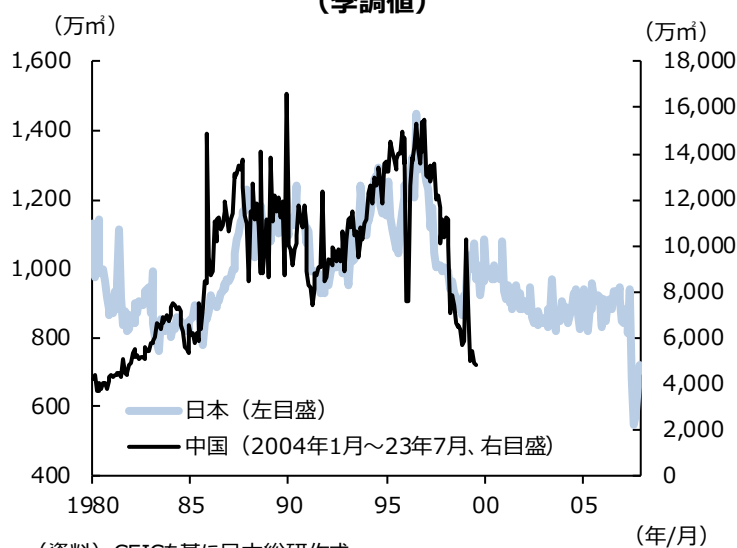
(1) バブル崩壊は阻止したが

中国の不動産市場は長い間バブル状態にあると言われてきたものの、バブルの崩壊は回避している(図表4)。日本では、1989年5月以降の日銀による急ピッチの利上げ(1990年8月にかけて公定歩合を2.5%から6.0%に引き上げ)に加え、1990年4月の政府による不動産融資の総量規制が引き金となり、住宅価格の急落をもたらした。その急激な資産デフレは、家計や企業のバランスシートを圧迫し、債務返済や借入抑制を通じて消費や投資が下押しされた。一方、中国では、住宅取引の規制強化や不動産関連の借入規制の強化などデレバレッジが推進され、バブルの抑制が図られたが、住宅市場の急激な調整を回避するため、景気悪化のたびにそれらの規制が緩和されてきた経緯がある。バブル崩壊が回避されたことから、大規模かつ急激なバランスシート調整は生じず、家計や企業の借入抑制を通じた消費や投資の下押しは回避されてきた。

(2) 構造改革は本格化せず、投資偏重の経済成長が限界に直面

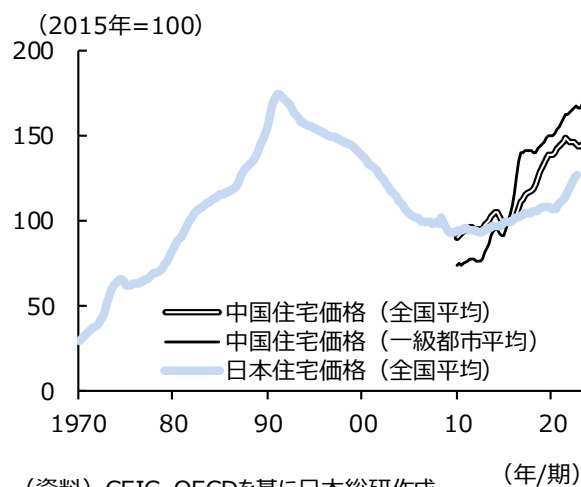
しかし、いかにバブル崩壊を防ごうとも、中国の構造的な問題はゆっくと経済を蝕んでいると

(図表3) 日本と中国の住宅着工床面積 (季調値)



(資料) CEICを基に日本総研作成

(図表4) 日本と中国の住宅価格指数



(資料) CEIC、OECDを基に日本総研作成

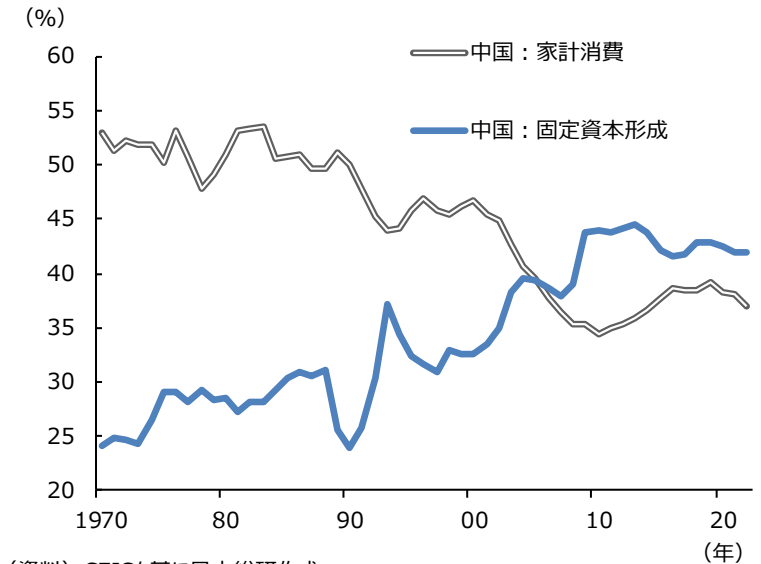
² 2015年3月10日付 Reuters ”中国でバブル研究盛ん、「日本の失敗に学ぶ」”

考えられる。日本について、バブル崩壊よりも、国内外の経済環境が大きく変化するなかで構造改革が進展しなかったことが長期停滞を招いたと結論付けている研究は多い（例えば、星・カシャップ[2011]、補論参照）。

中国の場合、不動産を中心に経済が投資に過度に依存していることが大きな構造問題となっている。とくに2008年のリーマン・ショック後にそうした傾向が顕著となった。そのころに4兆元の大型景気対策や大規模な金融緩和によって、経済の回復を成し遂げたが、その後、拡張的な経済政策によってもたらされた過剰流動性が不動産分野をはじめとして投資を過熱させた。そこで生じたバブルは衰退産業を延命させるなど、長期的な成長力を下押しする要因となり、それを今でも引きずっている。

実際、中国では投資主導型経済成長から消費主導型経済成長への転換が度々議論されてきた。2012年3月の全国人民代表大会では、安定した経済発展を目指すため、内需拡大、特に消費の拡大がマクロ経済運営の最優先課題と位置付けられた。さらに、2020年5月に習近平国家主席が提案した新たな経済モデル「双循環」でも、消費を中心とする内需拡大が柱となっていた。それでも2022年時点で固定資本形成はGDPの中国の42%を占めている（図表5）。これは、個人消費の37%よりも大きく、構造改革が進んでいない状況を反映している。

（図表5）中国の消費と設備投資（GDP比）



4. 不動産危機再燃、ハイテク分野の伸び悩みが障害となり、構造改革を再び先送りするか

このように、中国政府は日本でのバブルの経験を学び、うまく危機を回避する一方、構造改革に十分に取り組みなかったことで、日本と同様の経済停滞を招く要因になったと考えられる。投資偏重の経済成長の限界とそれがもたらす閉塞感が、デフレ、雇用悪化、不動産不況という形で中国経済への下押しを強めていると言える。

中国経済が長期停滞を回避するための教科書的な処方箋は、構造改革の先送りを止め、投資偏重の経済構造を是正する取り組みを着実に進めることである。そのためには、たとえ景気が悪化しようとも、安易に景気対策による不動産の規制緩和やインフラ投資の拡大によって従来構造を温存しないことであろう。現時点では、中国政府は大規模な経済対策を控えるなど、慎重な対応に終始している。

しかし、以下の2つの要因がこうした我慢の政策を継続することを阻むと見込まれる。第1に、不動産市場の調整圧力が急速に高まっている点である。8月17日に中国不動産開発大手の恒大集団が米国で破産を申請するなど、不動産市場の不安定化に懸念が強まっている。今のところ、政府は規制緩和などを通じた不動産業への支援を小規模なものにとどめており、不動産市場の調整を通じたバランスシートの健全化を優先している。また、8月21日に中国人民銀行が利下げを実施したが、

住宅ローン金利の目安となる5年超の金利は据え置いている。もっとも、複数の不動産企業が債務不履行に陥るといった懸念も取り沙汰されており、今後、破綻の連鎖が続くことになれば、構造改革姿勢を維持し続けることは難しくなる。

第2に、国内、海外からの圧力を受けて、ハイテク分野の成長が停滞する可能性が高いことである。中国では構造改革が遅れているが、2010年代半ば以降、ハイテク産業は例外的に急成長している。実際に、中国のデジタル関連産業のGDPに占める付加価値のシェアは急速に上昇しており、不動産関連産業を超えている（図表6）。デジタル関連産業などハイテク分野の活性化は、構造改革による投資分野の下押し圧力を緩和する可能性がある。さらに、中国では、世界的にみてもかなり速いペースで配車、宅配などインターネットを使用した新たな消費スタイルの創出にも成功している。

しかし、国内では、「共同富裕」を掲げる中国政府が、結果としてハイテク分野の成長を妨げる動きを強めている。とくに、IT企業については、独占的地位を利用して巨額の利益を得ていることが問題であるとし、統制を強化している。具体的には、2021年4月に電子商取引最大手のアリババグループが独占禁止法違反に問われて罰金を科されている。対外的には、米中対立が過熱するなか、米国はハイテク製品の対中取引に関する規制を強化している。先端半導体産業や人工知能（AI）などの分野では、成長に対する下押し圧力が急速に高まっている。

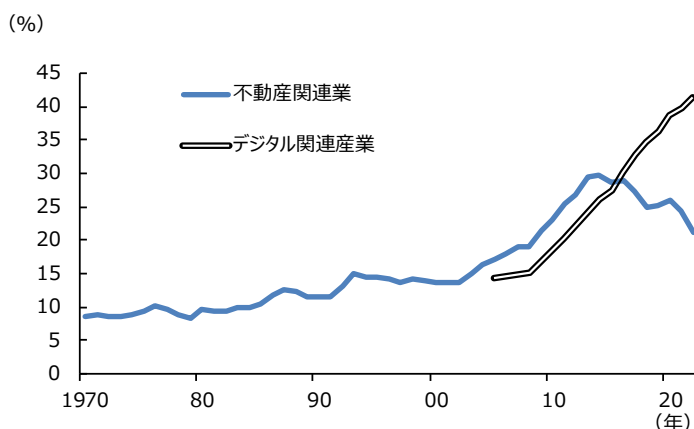
以上のように、デジタル関連産業などハイテク分野が不動産に代わって経済成長を支えることが難しくなっている。これにより、経済のけん引役不在のもと、構造改革の推進は今後困難になると見込まれる。政府が短期的な景気支援として投資を重視する政策に再び切り替え、構造改革を先送りすると、短期的に景気の急激な悪化は回避できる一方、日本のような長期停滞に陥る展開が現実味を帯びてくる。

5. おわりに

中国はこれまで以上に難しい政策運営が求められ、政治的にも難局を乗り切るための大きな決断が必要になっている。過去に繰り返された構造改革の先送りが長期停滞の危機をもたらしていることを考えれば、中国政府が採るべき方策は構造改革の優先である。しかし、現実には不動産市場の不振を背景に、景気の先行き懸念が急速に高まっており、景気悪化を防ぐための対策が強く求められている。景気悪化が深刻化すれば、経済だけでなく社会の不安定化につながる恐れもあるため、政治的にも思い切った構造改革には慎重にならざるを得ない。

加えて、ハイテク分野への統制に代表されるように、近年の経済統制を強化する動きにも修

(図表6) 中国の不動産・デジタル関連産業 (GDP比)



(資料) CEIC、中国信息通信研究院を基に日本総研作成

(注) 不動産関連産業は、不動産業の付加価値に加え、不動産業の建設/機械投資とその経済波及効果を考慮して推計。詳しくはRogoff and Yang[2020]を参照。デジタル関連産業はデジタル産業（電子情報製造業、ソフトウェア・情報技術サービス、情報通信サービス等）及び産業のデジタル化（各産業部門へのデジタル技術・製品の応用により生み出される付加価値）から構成されている。

正が必要と考えられる。1978年以降、中国政府が改革開放を前面に打ち出し、2000年代にかけて経済成長を加速させてきたが、そうした政策による経済成長は過去のものとなり、近年は経済に対する統制の下での成長実現が重視されている。経済統制が強化されるなかでは、インフラ投資などの財政政策や不動産市場に対する規制緩和などが主な成長ドライバーとなる。自由市場での民間活力を通じた力強い経済成長を目指していく方針の切り替えがなければ、財政政策や規制緩和など政府によるお仕着せの景気対策が行われ続けることになり、投資偏重の経済構造を是正することは難しい。

2023年3月、習近平国家主席は異例とされる3選を実現したが、これまで以上に政治的な成果を重視しており、経済問題の優先順位を引き下げている。そうした状況下ではなおさら中国経済が「失われた30年」を回避することが難しいものとなる。

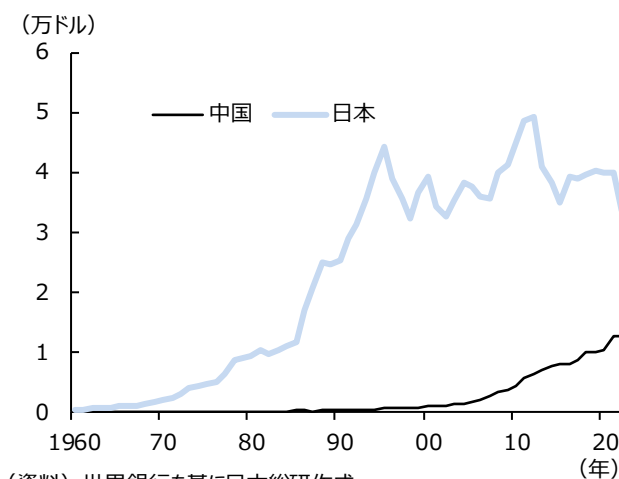
補論：星・カシャップ[2011]が示す日本経済停滞の構造要因と中国経済との比較

星・カシャップ[2011]では、日本経済が停滞した主因が1970年代に出現した様々な課題に日本が対応しきれなかった結果と主張している。日本には、①経済の成熟化による高成長の終焉、②急速な高齢化、③輸出偏重型成長の限界といった構造問題がバブル期前から存在し、バブル崩壊をきっかけにこれらの問題が表面化し、長期停滞につながったとしている。また、星・カシャップ[2011]は、長期にわたり日本経済の成長が阻害された政策要因を、非効率な企業の保護（ゾンビ企業の問題）、不十分な規制緩和、不適切な金融・財政政策（非効率な分野への財政支出の配分など）、としており、これらに対する改革が必要であったとしている。

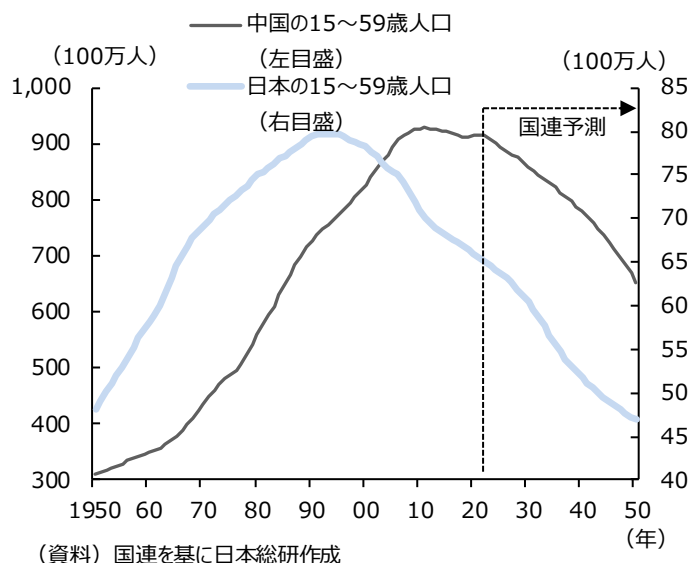
中国は人口減少と米国との通商面などでの対立に直面していることから②と③を日中の共通点として考えることができる。日本もこうした要因から構造改革が必要となったが、不良債権処理（1998年10月に公的資金枠60兆円を含む金融再生関連法の成立後も対応が進まず、2002年10月に決定した「金融再生プログラム」によりようやく処理が加速）の遅れなど、構造変化への対応に苦しんだ。中国は日本の経験を学びながらも、現時点に至るまで不動産などへの投資依存を脱することができなかったことが問題として挙げられる。

一方、今の中国経済は当時の日本に比べ未成熟な段階にあり、①は日本経済と大きく異なる点になる。一人当たりのGDPは、1990年の日本で2万ドルを超

（図表7）日本と中国の一人当たりGDP



（図表8）日本と中国の労働力人口



えていたが、中国では2022年に約1万ドルにとどまり（図表7）、所得格差も依然として大きい。そうしたなかでも、今後、労働力人口は速いペースで減少し、潜在成長率を下押しすることが見込まれる（図表8）。中国政府は2016年に「一人っ子政策」を廃止し、子供を2人まで容認したものの、持続的な出生数の増加にはつながらなかった。2021年にはさらに産児制限を緩和し、足元にかけても多子世帯に補助金を出すなど様々な少子化対策を実施しているが、それでも少子化の流れが変わる兆しはない。日本の経験からもこの問題の解決は容易ではないが、中国政府も移民受け入れなど積極的な少子化対策は打ち出せておらず、解決の糸口を見出せていない。今後中国では、潜在成長率の低下は避けられず、低所得層への対応が必要なうえに高齢者支援の増加などでも財政負担が高まる可能性があり、経済の脆弱性が増す恐れがある。「成熟化前に老いる経済」という日本との相違点も、今後の中国における構造改革の推進を阻害する大きな要因となる可能性がある。

以 上

参考文献

- 星岳雄・アニル＝カシャップ [2011]、「何が日本の経済成長を止めたのか?」、NIRA 研究報告書 <https://www.nira.or.jp/paper/report1107.pdf>
- Kenneth S. Rogoff and Yuanchen Yang[2020] “Peak China Housing” NBER Working Papers 27697.