

【みずほレポート】

---

# 中国経済は今後も世界経済のけん引役となりうるのか ～ 持続的成長の必要条件とチェックポイント ～

2022.2.2

みずほリサーチ&テクノロジーズ

## 《要約》

---

- 中国経済は当面、減速しつつも世界経済全体の伸びを上回り、引き続き世界経済をけん引するとの見方がコンセンサス。習近平政権は2035年までの「GDP倍増」を目指しているが、中国経済には中長期的な課題も山積しており、持続的成長に向けて不安要素も存在
- 中国経済は今後、人口減少(労働力減少)に伴って貯蓄が減少し、資本の伸びが抑制される。機械的な試算では、潜在成長率は2035年に+3%程度まで低下し、GDP規模は2020年の約1.84倍にとどまる。持続的な成長のためには、労働生産性の伸びを維持すること、とりわけ「付加価値の創出」と「効率性の向上」が不可欠となる
- 中国における成長維持の必要条件は、①イノベーション、②所得分配、③デレバレッジ、であり、第14次五カ年計画(2021~2025年)には既にその処方箋が並んでいる。中国には政策実行力といった改革に必要な素地がそろっており、「GDP倍増」の余地ありと評価。その成否を見定めるチェックポイントは、①コア製品・部品の自給率(イノベーション)、②不動産税の導入状況(所得分配)、③地方銀行の融資残高・不良債権比率(デレバレッジ)、になる

## 《構成》

---

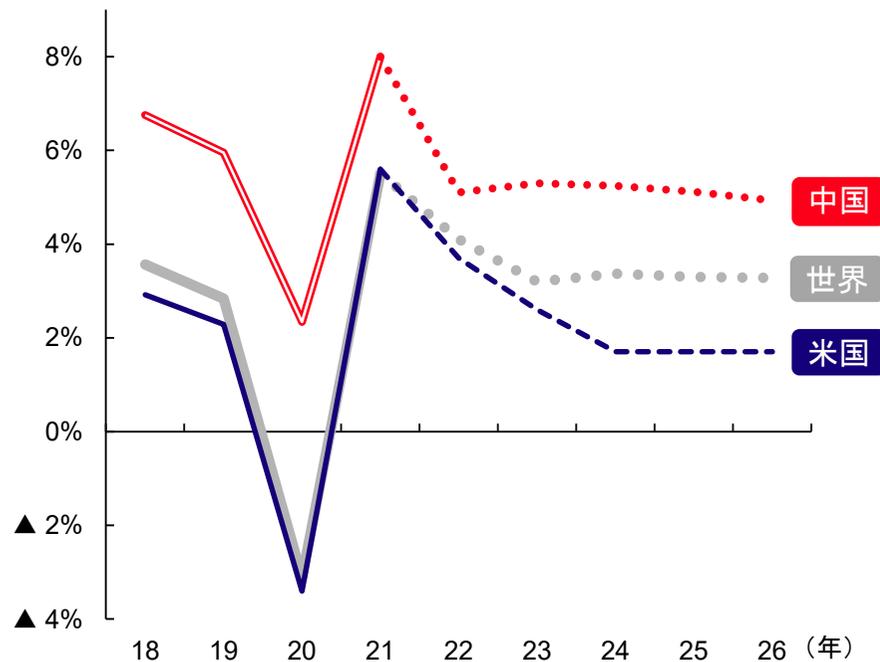
- |                 |      |
|-----------------|------|
| 1. 交錯する期待と不安    | P 3  |
| 2. 成長維持の条件      | P 9  |
| 3. 処方箋とチェックポイント | P 14 |

# 1.交錯する期待と不安

## 減速しながらも世界経済をけん引するとの見方変わらず

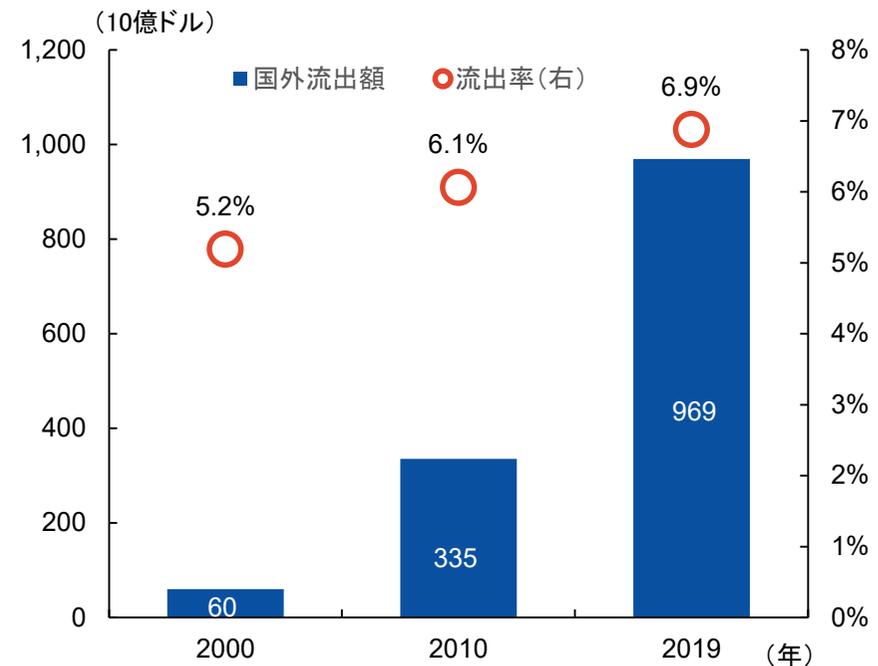
- 中国経済は今後も5%近傍の成長率を維持するとの見方がコンセンサス
  - 米国はもとより、世界経済全体の伸びを上回る。世界に占める中国のシェアはさらに拡大
- 国内需要の拡大とともに、外国への市場開放も着実に進展
  - 輸入を通じた国外への経済波及額は9,690億ドルと過去10年で3倍に。規模はオランダのGDPに匹敵

### 世界・中国・米国の成長率見通し



(注)2023年までは世界銀行(2022年1月公表)、以降はIMF(2021年10月公表)予測値  
(出所)世界銀行、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 中国国内需要の海外調達割合

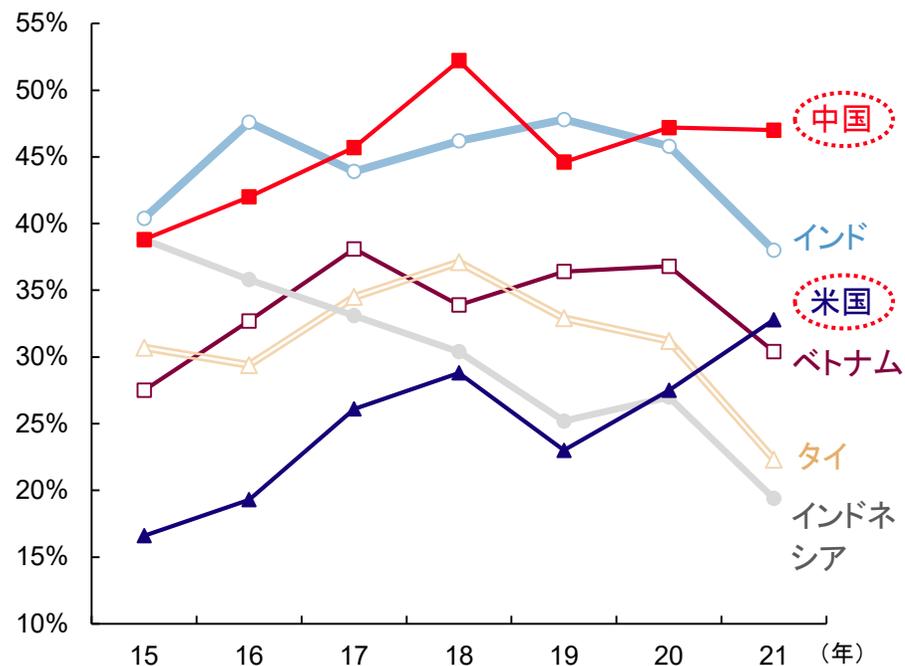


(出所)アジア開発銀行MRIOTより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 有望な事業展開先として引き続き注目度が高い中国

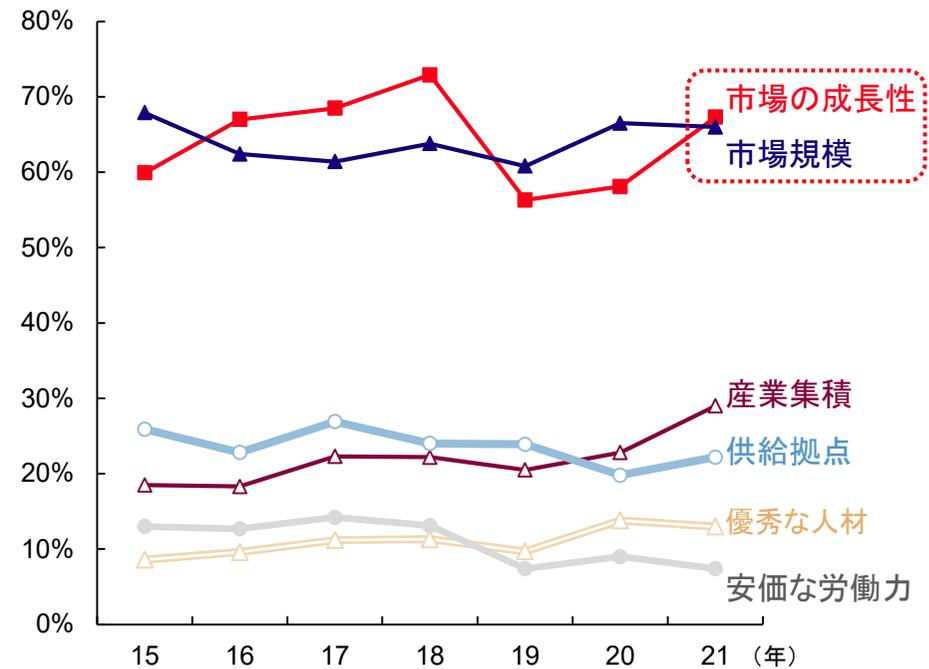
- 国際協力銀行によれば、日本企業からみた今後3年程度の有望な事業展開先は中国が首位を維持
  - コロナ禍の影響から、インドやベトナム、タイなどアジア各国が軒並み得票率を落とすなか、景気拡大を続ける米国が3位に浮上。堅調な経済に加え、米中対立長期化を意識した可能性
- 中国事業の魅力は圧倒的な市場規模と成長余地の高さ
  - 中国を有望と考える理由として約7割の企業が市場の成長性と市場規模を指摘

### 中期的な有望事業展開先の得票率(上位6か国)



(出所)国際協力銀行「2021年度海外直接投資アンケート結果」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 中国を有望と考える理由

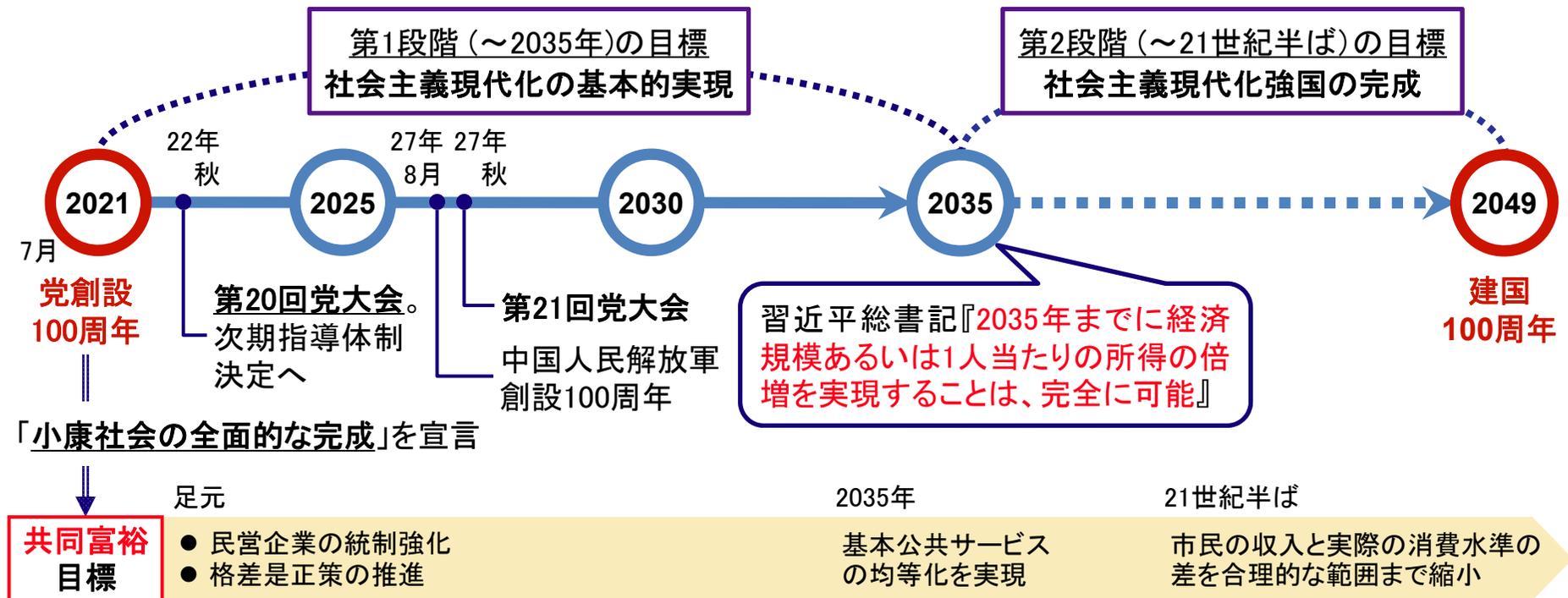


(出所)国際協力銀行「2021年度海外直接投資アンケート結果」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2035年までの長期目標として「GDP倍増」を目指す中国

- 中国共産党は、21世紀半ばまでの「社会主義現代化強国の完成」を目標としている
  - 2035年までの第1段階では、2020年比で経済規模・所得の倍増を目指す(年平均4.7%以上の成長が必要)
- 習近平政権は、「中国の特色ある社会主義制度の優位性」に自信を深めている
  - 党の指導強化による社会・経済の安定実現や、新型コロナ封じ込め成功の経験が大きく影響

### 中国共産党の中長期目標と習近平政権



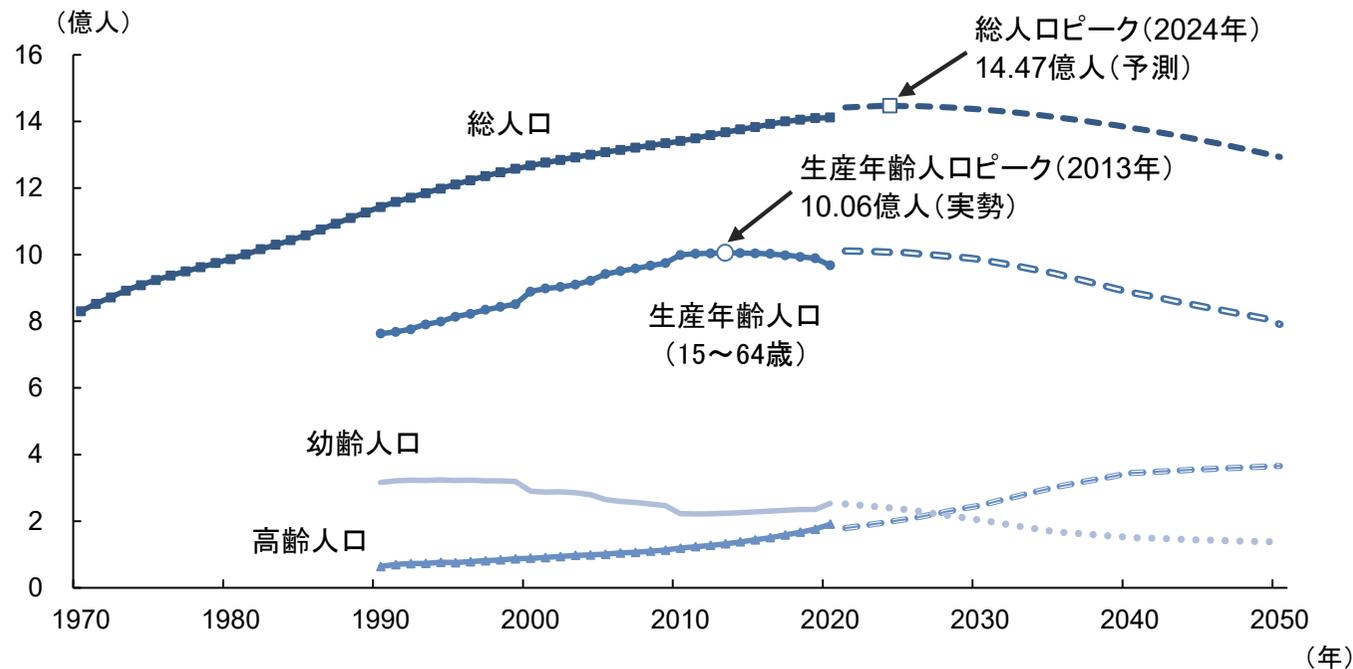
(出所) 中国共産党新聞網、新華社より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## 少子高齢化が加速、総人口の減少が目前に迫る

- 中国では、長年続いてきた「一人っ子政策」の影響で、少子高齢化が急速に進行中
  - 生産年齢人口は2013年にピークアウトしており、国連予測では、2025年にも総人口が減少へと転じる
  - 中国国家统计局が発表した2021年の出生数は1,062万人と、過去最低を記録し、総人口は前年比48万人増にとどまった。人口減少が目前に迫っている
- 次ページ以下は、人口動態(国連予測)及び政治体制(現行体制の維持)を所与として考察を進める

### 中国の人口動態



(注)2020年までは中国国家统计局による実勢値、2021年以降は国連による予測値(低位推計)

(出所)中国国家统计局、国連、CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2.成長維持の条件

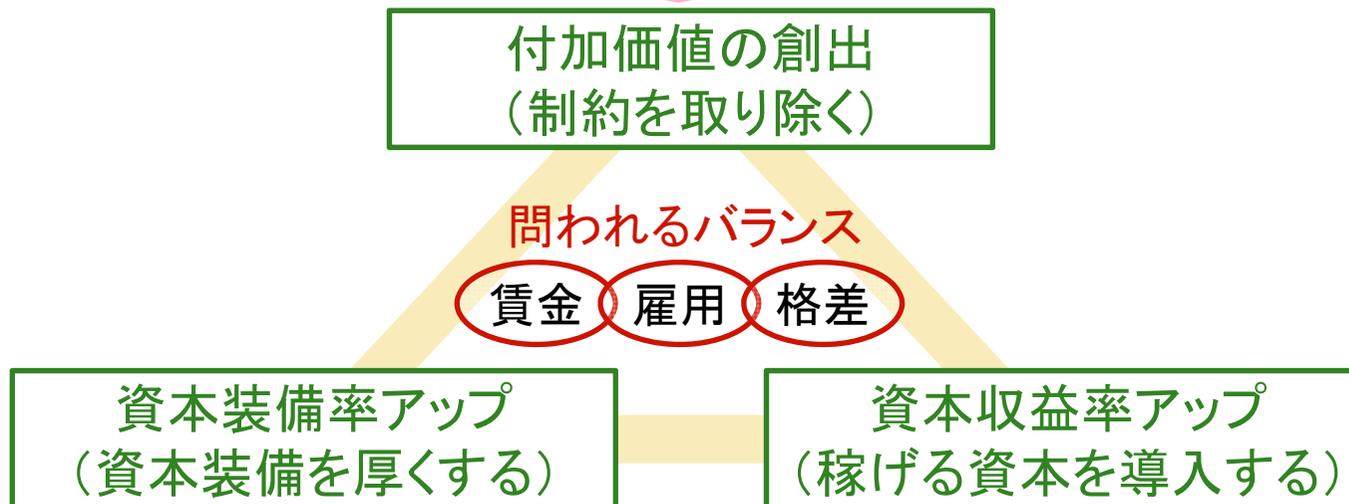
## 人口減少を跳ね返す労働生産性の伸び

- 人口減少が確実な中で持続的な成長を図るためには、労働生産性の伸びを維持することが必須
  - そのためには、①分子である付加価値を創出する、②労働者1人当たりの資本量を増やす、③効率性の高い資本に置き換えるなどの対策が重要に
  - 一方で過度な資本への依存は、雇用・賃金を下押しするリスク。また過剰債務を誘発する懸念も

### 経済(付加価値)の要因分解と成長維持の条件



成長維持には労働生産性の維持・改善が不可欠

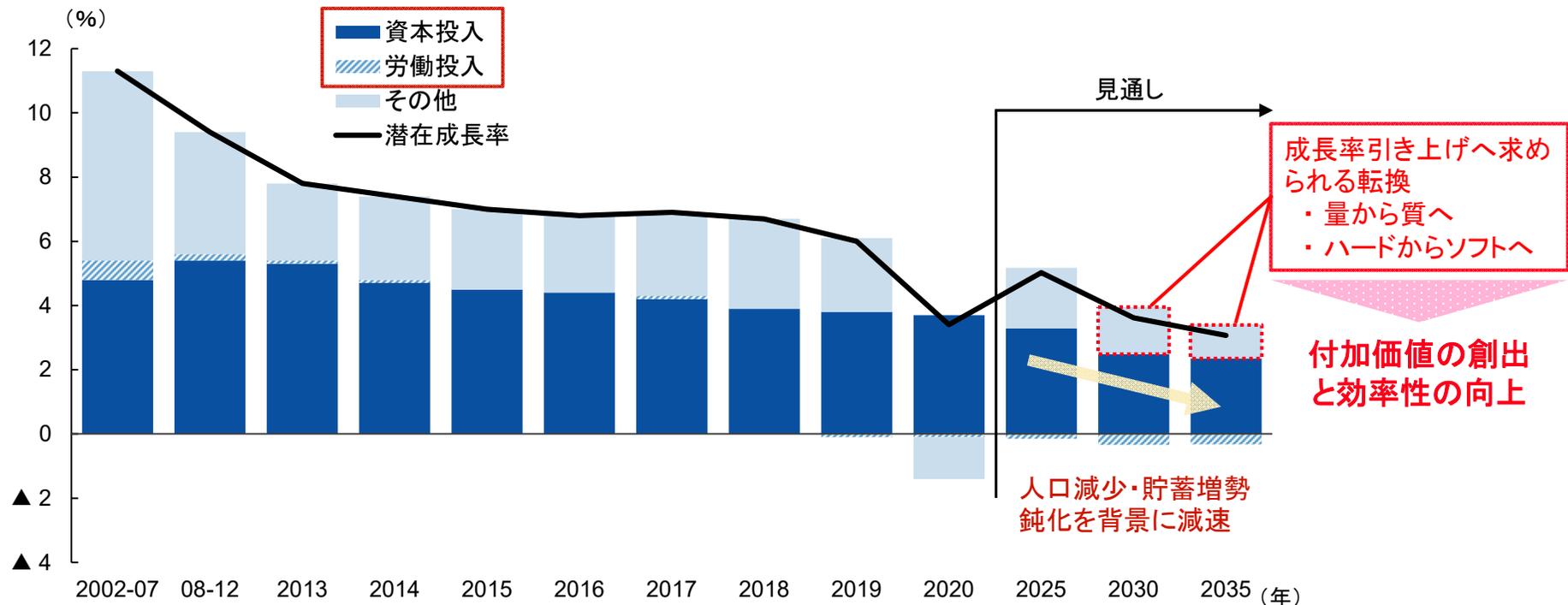


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 自然体の場合、「GDP倍増」達成は困難

- 潜在成長率を構成する各要素からの試算では、2035年に潜在成長率は+3%程度まで低下
  - GDP規模は2020年の約1.84倍にとどまり倍増には至らず
  - 労働と資本の伸び悩みが想定される中、「付加価値の創出」と「効率性の向上」に向けた取り組みが「GDP倍増」目標の成否を左右

### 潜在成長率の機械的試算



(注)2020年までは中国人民銀行の試算を利用、2021年以降は、人口動態(国連の低位推計)を所与とし、労働投入及び資本投入を試算。

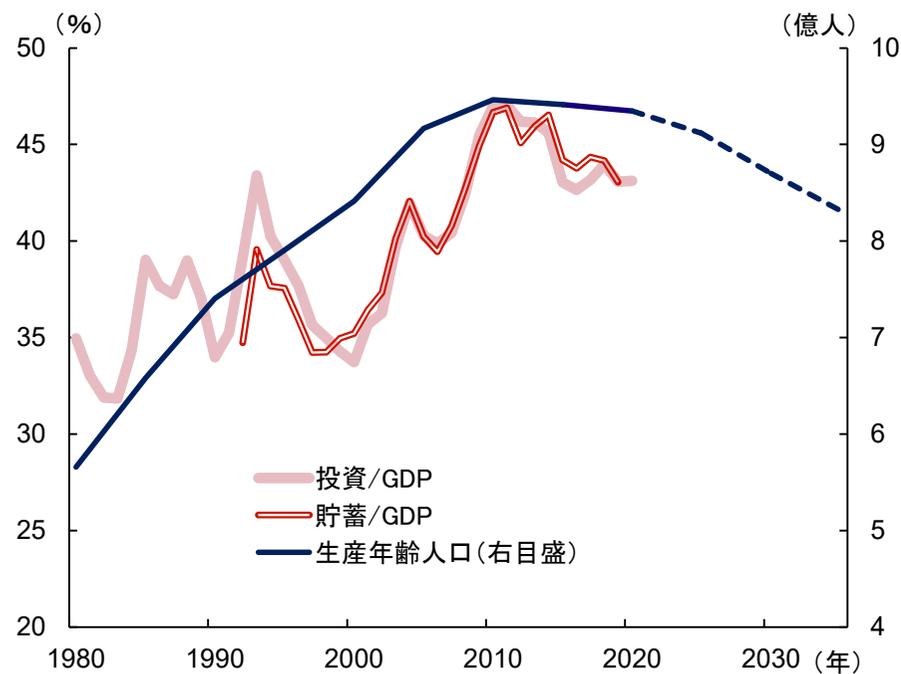
その他については、先進国の労働生産性の過去推移をもとに試算。詳細は、次ページ以降の試算根拠を参照

(出所)中国人民銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 試算根拠: 人口減少で細る投資の原資、鈍る投資効率

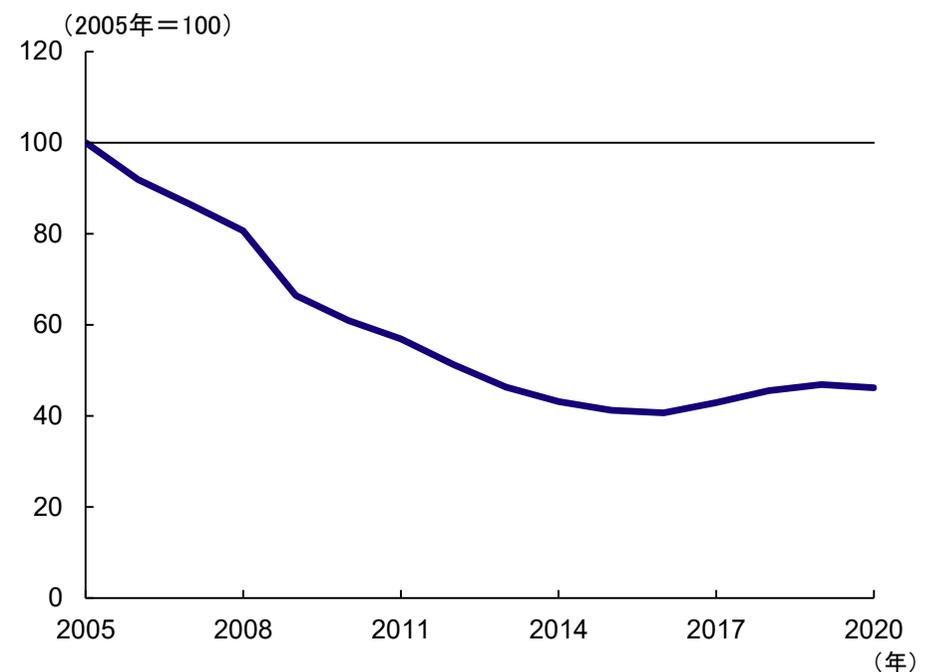
- 生産年齢人口の減少にともなう貯蓄の減少が資本の伸びを抑制する可能性
  - 直接金融が発展段階にある中国では、国内の貯蓄が銀行融資を通じてそのまま投資に向かう構図
- 資本ストック1単位が産み出す付加価値は低下傾向。従来型インフラや装置産業への過剰な投資が背景に

### 生産年齢人口と貯蓄及び投資(対GDP比)



(注)2025年以降の生産年齢人口は国連による予測値(低位推計)  
(出所)国連、中国国家统计局、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 投資効率

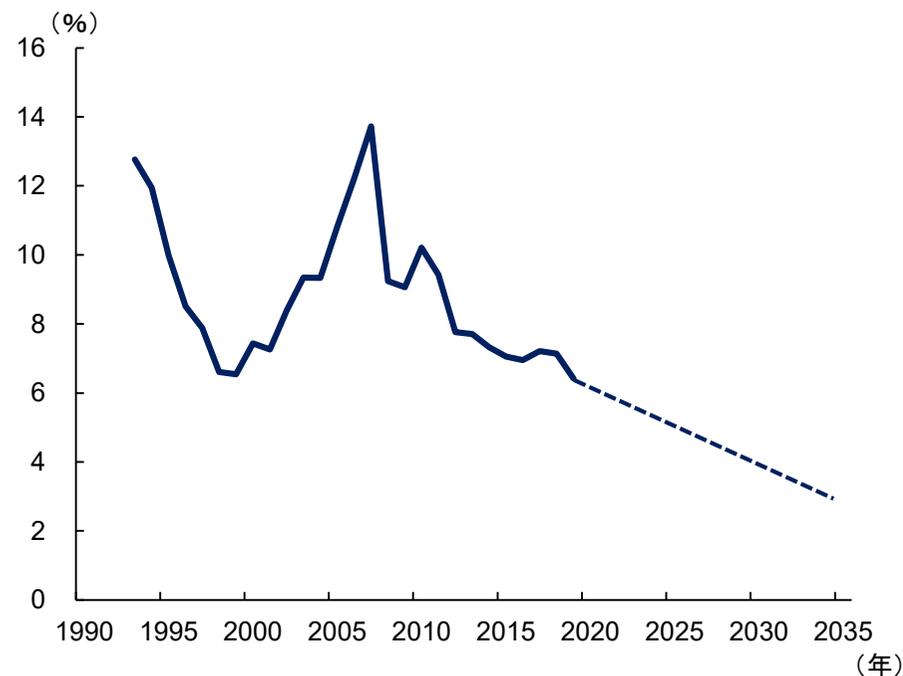


(注)実質GDP÷固定資産投資にて試算。固定資産投資はPPI(建築材料)で実質化  
(出所)中国国家统计局、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

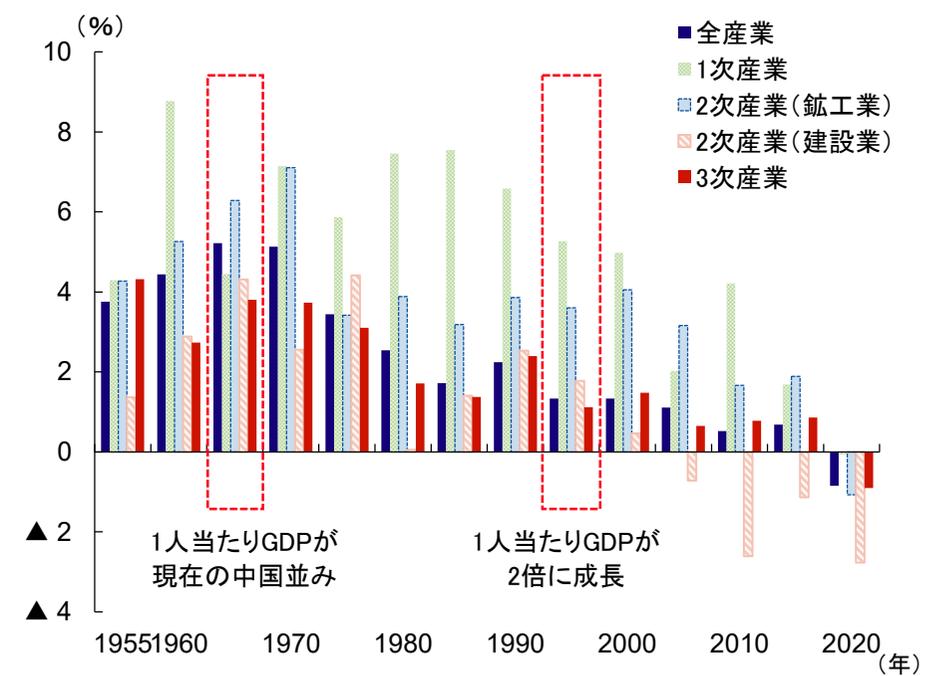
## 試算根拠：経済成長とともに労働生産性は低下

- 先進国(日・米・英・仏)の労働生産性は、現在の中国並みの1人当たりGDPから倍増する期間、伸び率が低下
  - 先進4カ国の伸び率は、平均でおよそ半分まで低下。経済成長とともに、生産性が相対的に低いサービス業へと労働力がシフトしたためとみられ、中国における今後の生産性低下を示唆
  - 産業毎のデータ入手が可能なフランスでは、同期間のサービス業と建設業における生産性の伸び低下が顕著

### 中国の労働生産性の伸び率



### フランスの労働生産性の伸び率

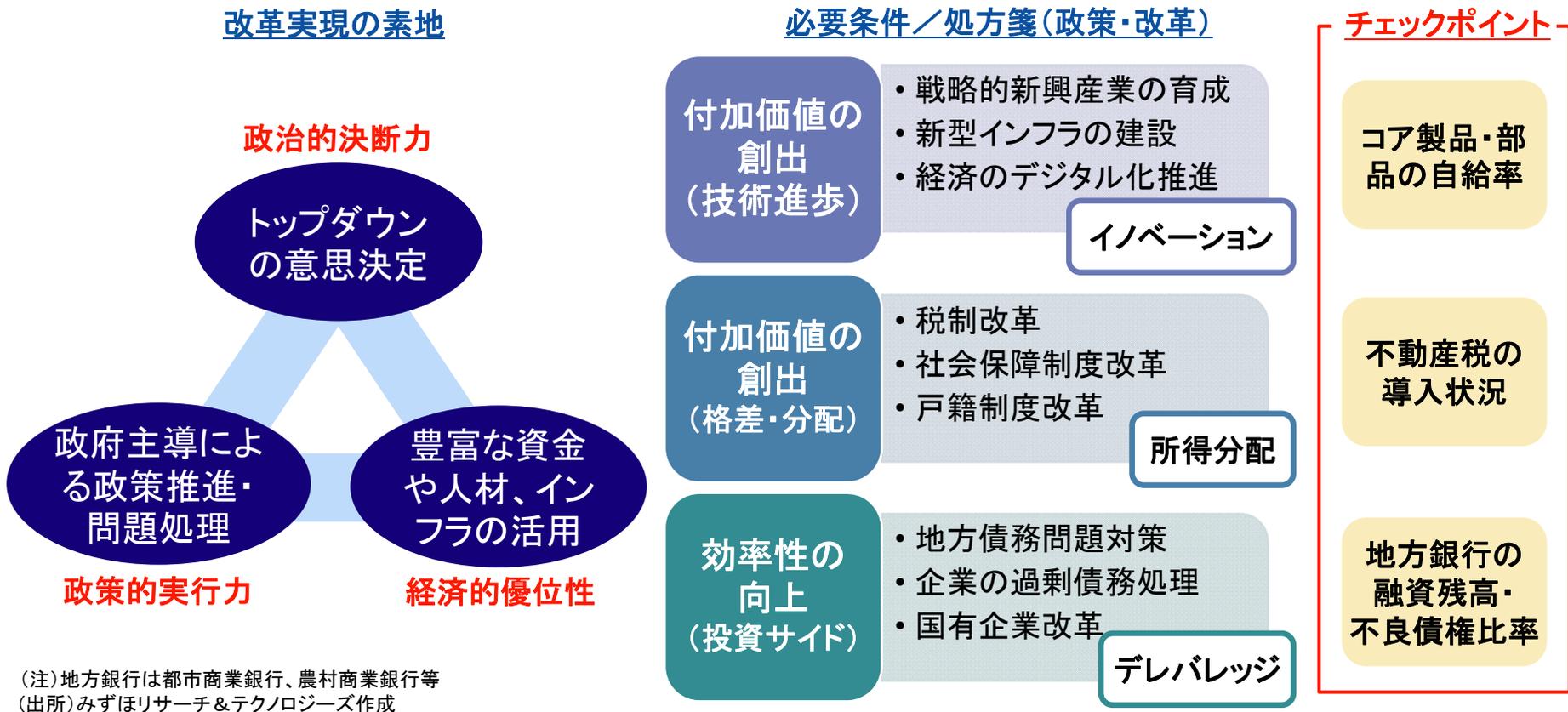


### 3. 処方箋とチェックポイント

## 「GDP倍増」実現の可能性を見定める3つのチェックポイント

- 「GDP倍増」実現には、付加価値の創出と効率性の向上が不可欠。第14次五カ年計画には、既にその処方箋が並ぶ
- ハードルは決して低くはないが、改革に必要な素地はそろっており、「GDP倍増」(≒改革実現)の余地ありと評価
  - 処方箋の進捗状況を図るチェックポイントとして、①コア製品・部品の自給率(イノベーション)、②不動産税の導入状況(所得分配)、③地方銀行の融資残高・不良債権比率(デレバレッジ)、に着目

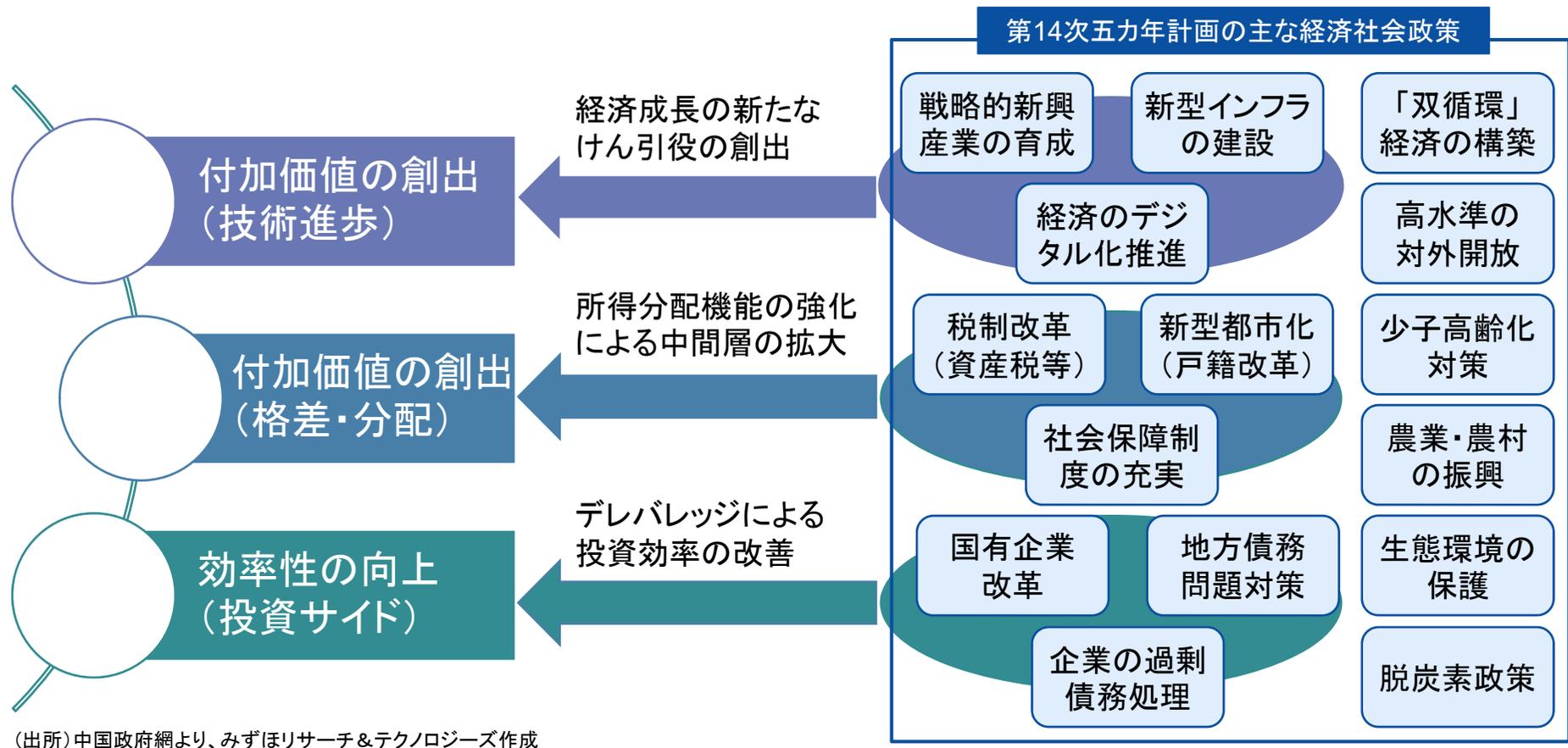
### 「GDP倍増」に向けた必要条件とチェックポイント



## (参考) 第14次五カ年計画にみる付加価値の創出と効率性の向上

- 第14次五カ年計画(2021~2025年)は、既に付加価値の創出と効率性の向上につながる改革メニューを提示
  - ポイントとなるのは、①ハイテクやデジタルの分野で経済成長の新たなけん引役を創出できるか、②所得分配機能の強化により消費のけん引役を創出できるか、③デレバレッジにより資源配分を効率化できるか

### 中国政府が掲げる経済社会の諸政策と付加価値創出・効率性向上の関係



## 付加価値の創出(技術):ハイテクやデジタルへリソースを傾斜配分

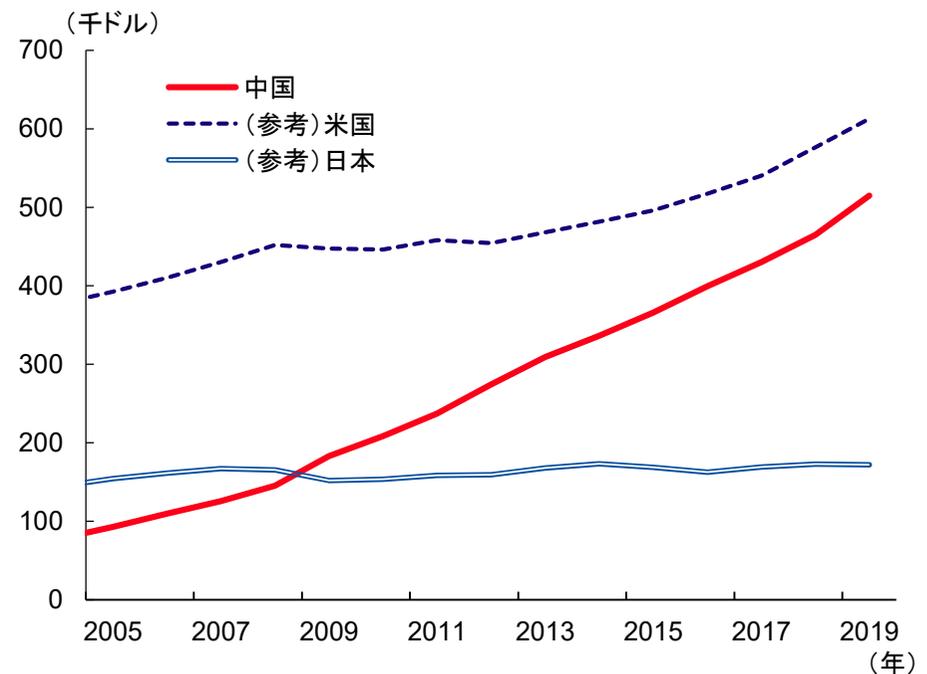
- 第14次五カ年計画では「科学技術の自立自強」を強調。①現在海外への依存度が高いハイテク製造業分野(半導体等)、②中国が今後リードをとりうるデジタル分野(AIやビックデータ活用等)、での競争力を高める方針
  - 研究開発を促す減税措置や、政策性銀行等からの資金支援が産業育成を後押し
  - イノベーション基礎力の強化を通じて戦略的新興産業を育成し、民生需要の創出を図れるかがポイント

### 第14次五カ年計画の強化分野(≒戦略的新興産業)

<b>製造業の 核心競争力 分野</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ ハイエンド新材料</li> <li>➢ 重大技術設備(鉄道等)</li> <li>➢ スマート製造とロボット技術</li> <li>➢ 航空エンジンとガスタービン</li> <li>➢ 北斗(中国版GPS)の産業化</li> <li>➢ 新エネルギー車とスマートカー</li> <li>➢ ハイエンド医療設備と創薬</li> <li>➢ 農業機械設備</li> </ul>
<b>科学技術 フロンティア 分野</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 次世代人口知能</li> <li>➢ 量子情報</li> <li>➢ 集積回路</li> <li>➢ 脳科学と脳模倣型人工知能研究</li> <li>➢ 遺伝子とバイオ技術</li> <li>➢ 臨床医学とヘルスケア</li> <li>➢ 深宇宙・深部地下・深海と極地探査</li> </ul>
<b>現代化 インフラ分野</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 通信インフラ</li> <li>➢ 交通インフラ</li> <li>➢ エネルギーインフラ</li> </ul>

(出所) 中国政府網より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 研究開発費

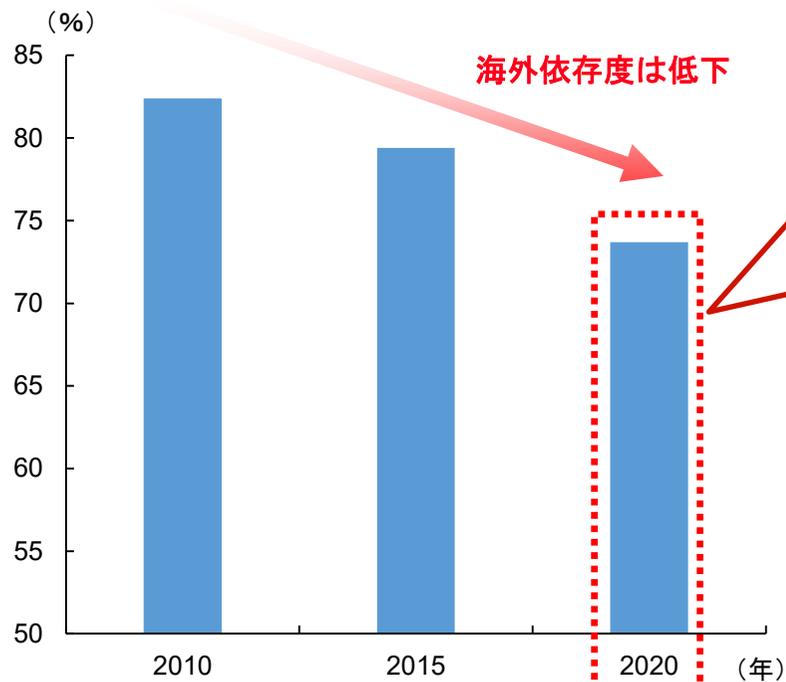


(出所) OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 付加価値の創出(技術):イノベーションの基礎力が自給率改善に寄与し続けるか

- 将来的なイノベーションのベースとなる研究開発費等が、付加価値の創出に結びついているかがチェックポイント
  - 先行指標として海外依存度の高い品目の自給率の推移に着目
  - 半導体関連を中心に海外依存度はなお高い水準にあるが、足元10年では改善。この傾向が持続するかを逐次チェック

### 主要輸入製品(貿易赤字500万ドル以上)の海外依存度



#### (参考)2020年の貿易赤字額上位品目

HSコード	品目	貿易赤字 (百万米ドル)
854231	集積回路 (プロセッサ等)	131,220
854239	集積回路 (その他)	53,253
854232	集積回路 (メモリ)	39,406
870323	自動車 (1500~3000cc)	30,234
740311	精製銅 (陰極銅)	26,884
330499	化粧品 (化粧下地等)	14,661
848620	半導体製造装置	12,972
300490	医薬品 (胃腸薬等)	12,096
854233	集積回路 (増幅器)	9,554
870840	自動車部品 (ギアボックス等)	8,827
847170	記憶装置 (ハードディスク等)	8,298
290243	有機化学品 (パラキシレン)	8,149

(注)2020年の貿易赤字額上位品目(農産品・鉱物資源を除く)を掲載、海外依存度は中国本土における「(輸入額-輸出額)÷輸入額」にて計算  
(出所)国連「Comtrade」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 付加価値の創出(分配) : 所得分配機能の強化で中間層を拡大へ

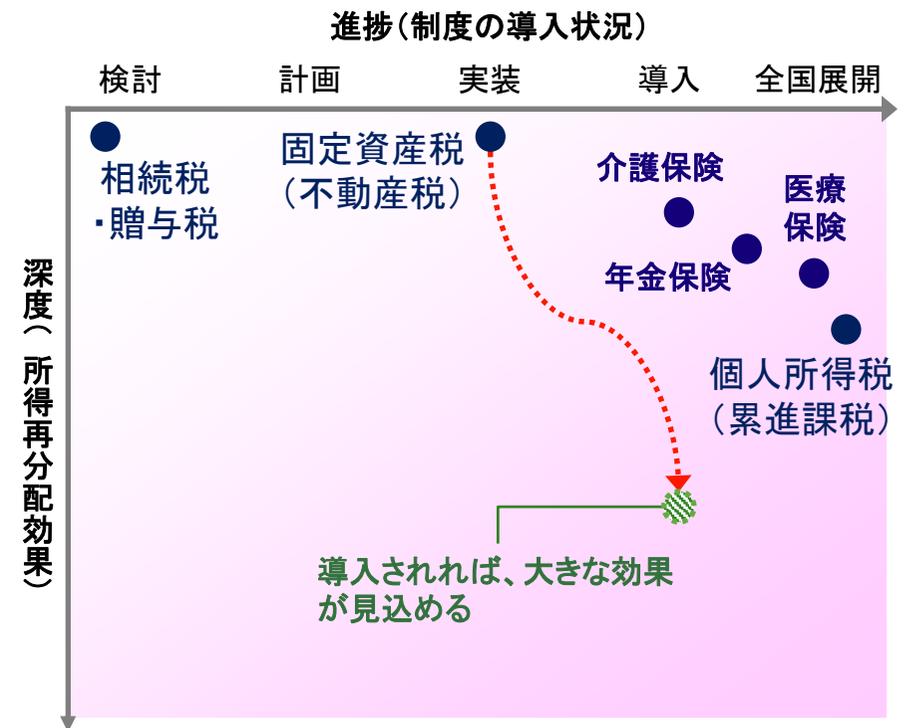
- 格差是正に向けて習政権が打ち出したのが「共同富裕」目標
  - 所得分配強化を通じて中間層を拡大させ、消費主導型経済への構造転換を図り、持続的な成長を実現する考え
  - 習政権は、パイを大きくした上で合理的に分配する方針。足元の規制強化は、公正な競争環境の確保の側面も
  - 所得再分配政策の中では、既に実装段階にあり、導入されれば再分配効果の大きい資産課税に注目

### 「共同富裕」目標の主要方針

主要方針	内容
発展の均衡性、協調性、包容性を高めること	移転支出の拡大、独占業界の改革、金融・不動産と実体経済との協調発展 等
中間所得層の規模拡大に注力すること	人材教育の強化、中小零細企業の負担軽減、 <b>戸籍制度改革</b> 等
基本公共サービスの均等化を促進すること	<b>教育や年金・医療保障の格差是正</b> 、保障性賃貸住宅の提供拡大 等
高収入に対する規範・調節を強化すること	<b>個人所得税・不動産税制の改革</b> 、独占業界・国有企業の収入分配管理強化、資本の無秩序な拡張の阻止 等
人民の精神生活の共同富裕を促進すること	愛国主義・社会主義教育の強化、公共文化事業の発展 等
農村・農民の共同富裕を促進すること	再貧困化の阻止、農村振興、農村インフラ及び公共サービスの充実 等

(出所) 求是網より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 中国における所得再分配政策の進捗状況



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 付加価値の創出(分配) : 不動産税の試験導入都市がどこになるかに注目

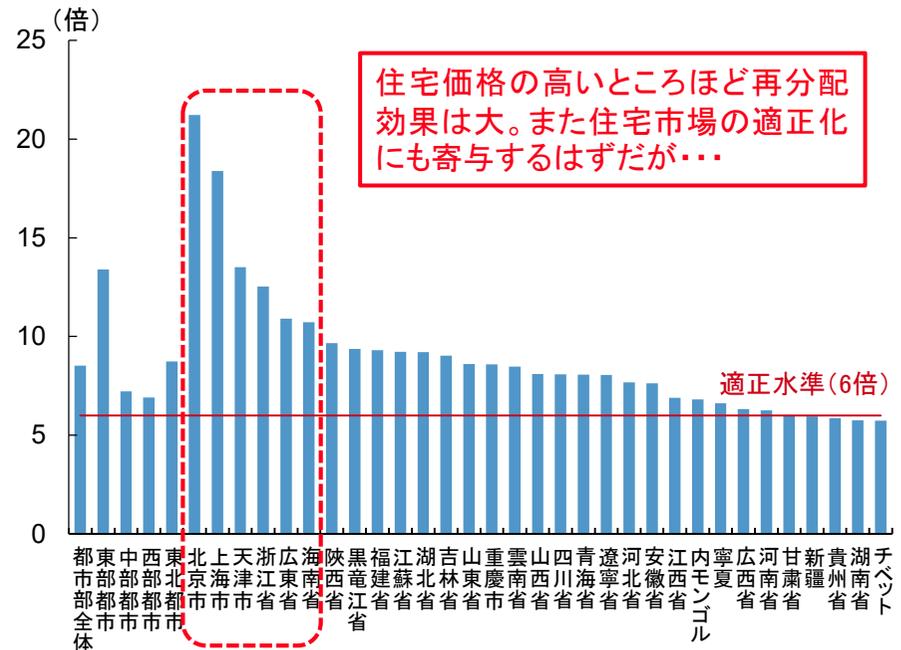
- 中国政府は2021年10月に不動産税の試験導入を決定したが、試験都市や税率等の詳細は未定
- 住宅価格が高騰している大都市が試験導入対象となるかどうか、改革の本気度を測るリトマス試験紙に
  - 住宅価格が可処分所得の10倍を超える都市で試験導入されれば、習政権の本気度はかなり高いと言える
  - 価格急落のリスクや「持てる者」の反発から改革が骨抜きとなる可能性もあり、今後の動向には要注目

### 不動産税の試験導入に関する全人代の決定

項目	内容
課税資産	居住用・非居住用の各種不動産 (農村住宅地とその住宅を除く)
納税対象	土地使用権者、家屋所有者
制度設計	国務院が試行規則を制定し、試験導入都市の政府が具体的な実施細則を定める
試験都市	国務院が、不動産市場の健全な発展等を鑑みて選定し、全人代に報告する
試験期間	5年間(国務院が開始時期を決定する)

(注) 非居住者用不動産については、既存の行政法規に照らして課税される  
(出所) 全人代より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 地域別都市部の住宅価格水準(価格/可処分所得)



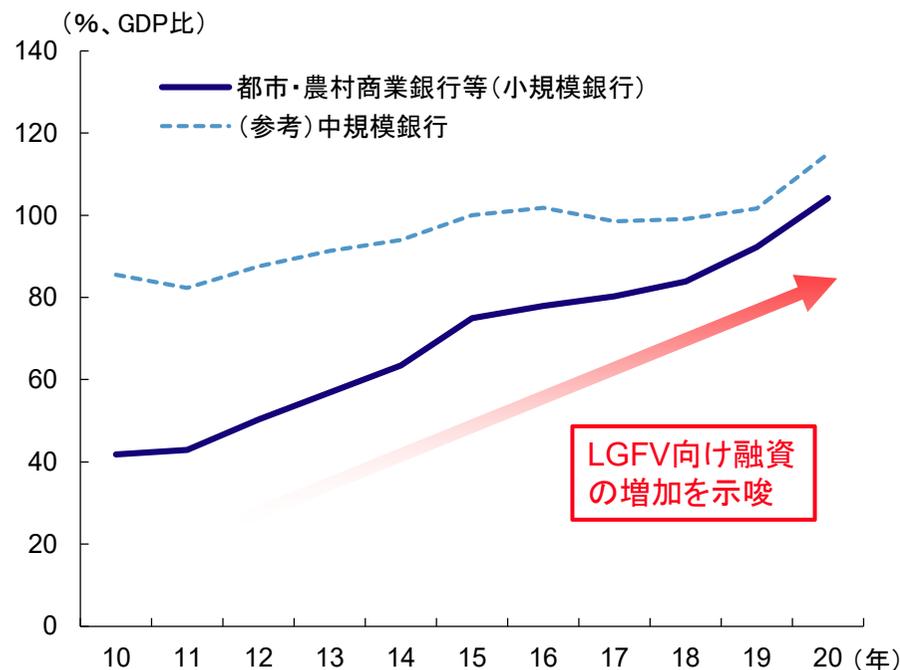
(注) 1戸当たり平均販売価格÷都市部世帯年間可処分所得にて試算。都市部世帯年間可処分所得=都市部世帯平均構成員数×1人当たり年間可処分所得、1戸当たり平均販売価格=年間販売面積÷年間販売戸数×1m<sup>2</sup>平均販売価格、とした  
(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## 効率性の向上(投資サイド):地方融資平台に対する資金の出し手に着目

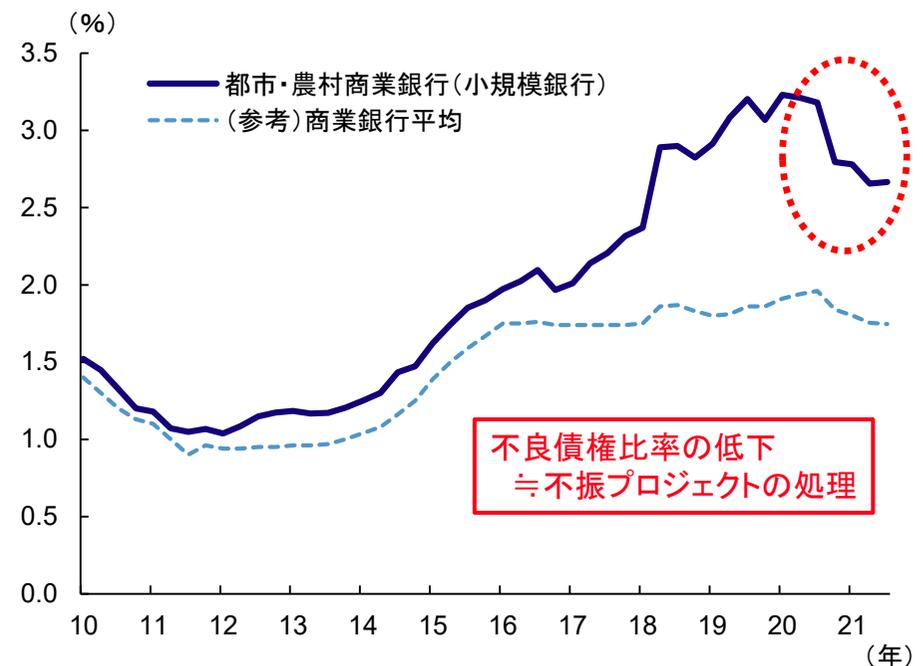
- LGFV(地方融資平台)の債務残高把握は容易でなく、資金供給サイドの動きに注視する必要
  - LGFV向け融資の主たる貸し手である都市商業銀行・農村商業銀行等は、直近10年で与信残高を拡大。融資のおよそ4割は広義の不動産・建設・インフラ業種向けとされLGFV向け融資に関連
  - ①融資残高の増加ペースの鈍化具合、に加え、②融資の質を示す不良債権比率が良化(少なくとも現状維持)していくか、がポイントに

### 融資残高(都市商業銀行・農村商業銀行等)



(注)小規模銀行のうち、資産内容が開示される複数の銀行では、貸出のおよそ4割が広義の不動産・建設・インフラ業種向けであった。中規模銀行は主に株式制商業銀行を含む  
(出所)中国人民銀行、CEIC Dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 不良債権比率(都市商業銀行・農村商業銀行等)

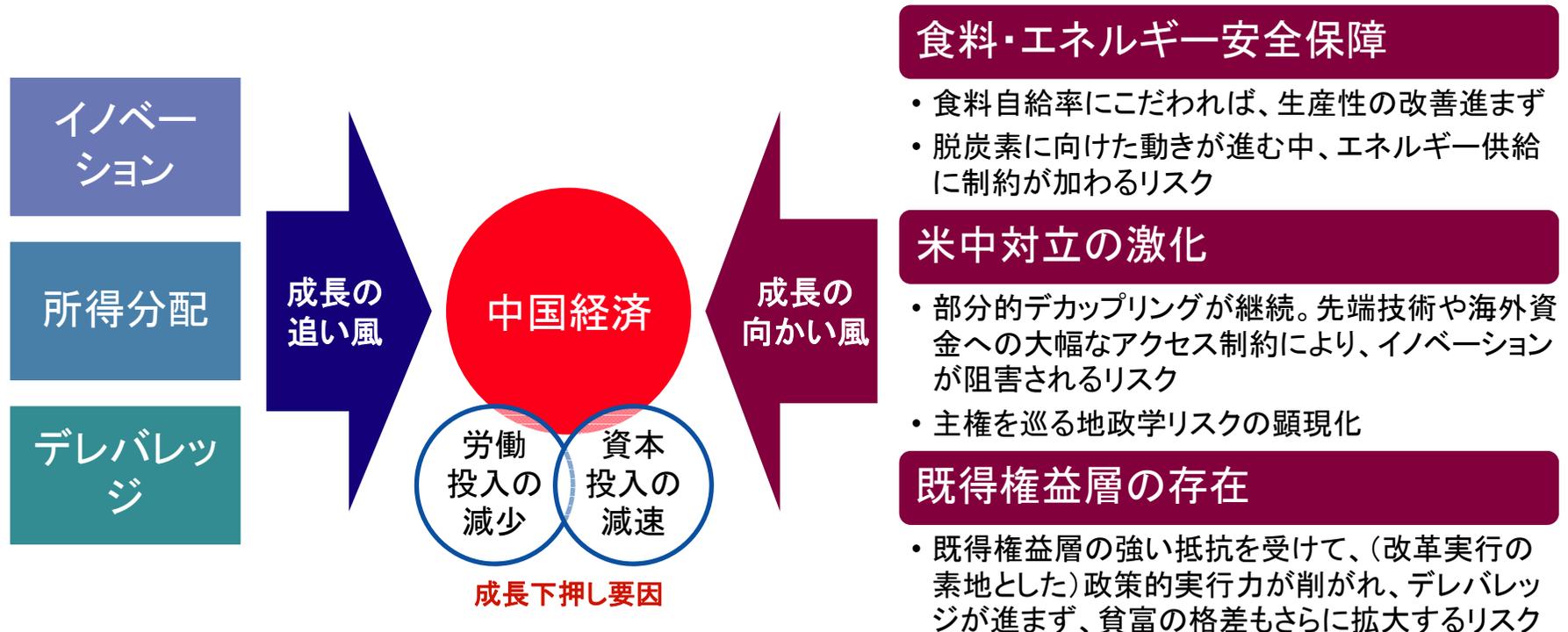


(出所)中国人民銀行、CEIC Dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 結語：改革を進めれば「GDP倍増」は可能だが、中期的な成長の制約要因も存在

- ここまでの考察の通り自然体での潜在成長率は2035年に+3%程度まで低下も、改革進展により「GDP倍増」は可能
- ただ、本考察では考慮していない中国経済の持続的成長を制約する要因(リスク)も存在。①食料・エネルギー安全保障、②米中対立の長期化(部分的デカップリングの継続)、③既得権益層の存在、が挙げられる
  - これらの制約要因に打ち克つためには、「GDP倍増」の必要条件である3分野で構造改革を加速させる必要あり

### 中国経済の中期的な成長制約要因



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

---

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ 調査部

アジア調査チーム上席主任エコノミスト 伊藤 秀樹

TEL : 03-3591-1319

メール: [hideki.ito@mizuho-ir.co.jp](mailto:hideki.ito@mizuho-ir.co.jp)

アジア調査チーム主任エコノミスト 月岡 直樹

TEL : 03-3591-8834

メール: [naoki.tsukioka@mizuho-ir.co.jp](mailto:naoki.tsukioka@mizuho-ir.co.jp)

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。