

2023.8.28

中国経済情勢／ヒアリング

中国経済失速の背景と先行きの政策課題

～経済の不透明感を払拭するために必要な施策は何か～

＜北京・武漢・上海出張報告（2023年7月17日～27日）＞

キャノングローバル戦略研究所

瀬口 清之

＜主なポイント＞

- 23年2Qの実質GDP成長率は、前年比+6.3%と、前期（同+4.5%）に比べ伸び率は上昇したが、直前予想比大きく下振れ。季節調整済み前期比年率は+3.2%と前期（同+8.8%）に比べて大幅に減速。経済の先行きに対して悲観的な見方が支配的。
- エコノミスト、政府関係者は2Qの数字を見て一様に驚いており、この状況は経済の失速と表現しても過言ではないと考えられる。その主な要因は、第1に消費の伸びの鈍さ、第2に不動産販売の伸び悩みによる不動産開発投資の減少幅拡大である。
- 2Qは輸出数量（前年比+2.9%）に比べて輸入数量（同+6.0%）の伸びが大きかったため、実質GDP成長率前年比に対する外需の寄与度は同-1.1%とマイナス。
- 1～6月累計の固定資産投資は前年比+3.8%と、前期（同+5.1%）に比べて伸びが低下。製造業およびインフラ建設投資の伸び鈍化はほぼ予想通りだったが、不動産開発投資の伸び率は予想外のマイナス幅拡大となった。
- 設備稼働率、企業収益率はともに従来のボトム圏内にあるため、民間企業の多くは設備投資拡大に慎重。また、中国政府はこの厳しい経済状況の下でも財政規律を重視しているため、インフラ建設の拡大には慎重な姿勢を保持している。
- 不動産開発投資は1Qに予想以上の回復を示したことから、2Q以降もそのトレンドが続くと考えられていた。しかし、これまで不動産価格が緩やかな上昇傾向を辿っていた北京、上海という1級都市の中古住宅販売価格が小幅ながら下落に転じたため、投資姿勢も慎重化した。7月時点では不動産販売価格に下げ止まりの兆しが見られず、いつになれば不動産市場が反転上昇に転じるのか、目処が立たない状況。
- 消費財小売総額は、前年比+13.4%と前期（同+5.8%）から急回復。これはゼロコロナ政策の解除により飲食、宿泊等サービス消費が一気に回復したことによるもの。しかし、消費者が先行きの収入に対する不安を払拭できないため、購買姿勢は慎重。
- 本年の実質GDP成長率の見通しについては、4月時点でほとんどの経済専門家が5%台を予測していたが、7月後半には4%台に留まるとの見方が多くなった。
- 先行きの経済回復のカギを握るのは政府による景気刺激策の中身とそれに対する中国国民の受け止め方である。今後、具体的な成果がいつ、どのような形で生じるか、政府に対する不信感を払拭できるかを注視していくことが重要である。

1. 足許のマクロ経済と先行きの見通し

(1) 概況

国家統計局が7月17日に公表した23年2Qの実質GDP成長率は前年比+6.3%と、前期(同+4.5%)に比べて回復した(図表1参照)。1Qの指標が公表された直後の4月後半時点では、1QのGDP等が市場予想を上回る伸びを示したことから、2Qの成長率は8%に達し、通年でも6%台に乗せるとの強気の見方もあった。しかし、その後予想に反して回復が鈍化したため、直前の予想では2Qの実質GDP成長率は+6.9~7.0%まで低下していた。実際に公表された+6.3%はその予想すら大幅に下回ったため、筆者が面談したエコノミスト、政府関係者は一様に数字を見て驚いたと述べた。2Qの実質GDP季節調整済み前期比+0.8%、年率+3.2%は、1Q同+2.2%、年率+8.8%の約3分の1であり、これは中国経済の失速と表現しても過言ではないと考えられる。この状況を長期化させないためには今後の政策運営が重要であるが、7月後半時点では政府の政策運営に対する期待が低下しており、先行きの不透明感が強まっている。経済停滞の厳しさとしては上海の都市封鎖の影響を受けた今年の2Qが1990年以来最悪だったが、その時にはコロナ禍拡大下でのゼロコロナ政策という特殊要因があった。それに対して、この2Qの失速はコロナ禍が終わってようやく経済が正常化に向かうと期待していただけに、中国国民が受けた失望感は昨年以上に大きく、先行きに対して悲観的な見方が支配的となっている。

【図表1】主要経済指標(前年比%)

	実質 成長率	輸出	輸入	固定資産投資 (年初来累計)	消費財 売上総額	消費者 物価	不動産販売価格 (年初来累計)
19年	6.0	5.0	1.6	5.4	8.0	2.9	6.7
20年	2.2	4.0	-0.7	2.9	-3.9	2.5	5.9
21年	8.1	21.2	21.5	4.9	12.5	0.9	2.8
22年	3.0	10.5	4.3	5.1	-0.2	2.0	-3.2
21年1Q	18.3	38.6	19.0	25.6	34.2	0.0	15.0
2Q	7.9	19.8	31.9	12.6	13.9	1.1	8.8
3Q	4.9	14.1	16.7	7.3	5.0	0.8	4.7
4Q	4.0	17.6	19.3	4.9	3.5	1.8	2.8
22年1Q	4.8	13.2	8.7	9.3	-3.5	1.1	-10.4
2Q	0.4	13.1	2.6	6.1	-4.6	2.2	-8.6
3Q	3.9	15.1	5.3	5.9	3.5	2.7	-5.3
4Q	2.9	1.9	2.2	5.1	-2.7	1.8	-3.2
23年1Q	4.5	8.4	0.2	5.1	5.8	1.3	6.8
2Q	6.3	0.6	-1.0	3.8	13.4	0.1	10.6

(注) 四半期データについて、輸出入のデータは筆者が人民元建ての原計数から算出、消費財売上総額および消費者物価は月次の前年比伸び率の平均値。

(資料：国家統計局、CEIC)

(2) 第2四半期の経済が失速した背景

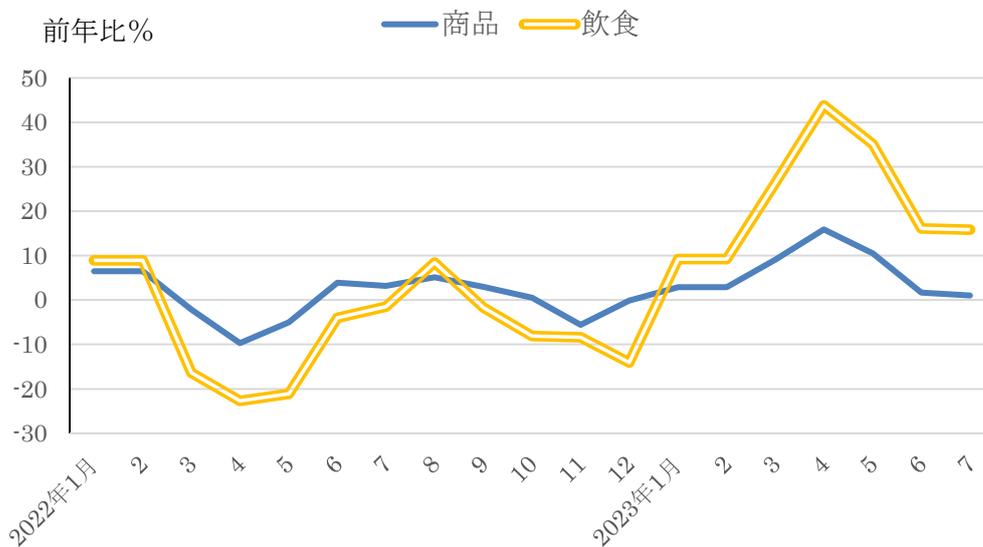
2Qの実質GDP成長率が事前の市場予想を大きく下回った主な要因は次の2点である。第1に、経済回復を主導することが期待されていた消費の伸びが力強さを欠いたこと、第2に、不動産販売の伸び悩みを背景に不動産開発投資の減少幅が拡大したことだった。

詳細については後段のコンポーネント別動向のところで説明するが、とくに注目すべき点は以下の通り。

消費および不動産については、ともに5~6月以降、各種指標の伸びが低下して先行き不透明感が強まり、中国経済の失速を招く要因となった。

ゼロコロナ政策解除直後の1Qは3年ぶりにコロナから解放され、自由に移動ができるようになり、それがちょうど春節の帰省時期とも重なったため、飲食、旅行、宿泊需要が急回復した。しかし、2Qに入って冷静に足許の経済を見渡してみれば、コロナ禍の下で生じた企業倒産によって失われた雇用機会は現在も回復できていない部分が残っているため、所得の見通しに不安を感じている人々が多い。とくに若年層の失業率上昇は深刻で、社会問題となっていることが経済社会全体に影響を落としている。そうした厳しい現実と直面し、消費者、企業経営者はともに2Q入り後慎重化した(図表2参照)。

【図表2】商品・飲食別小売販売額伸び率



(資料 CEIC)

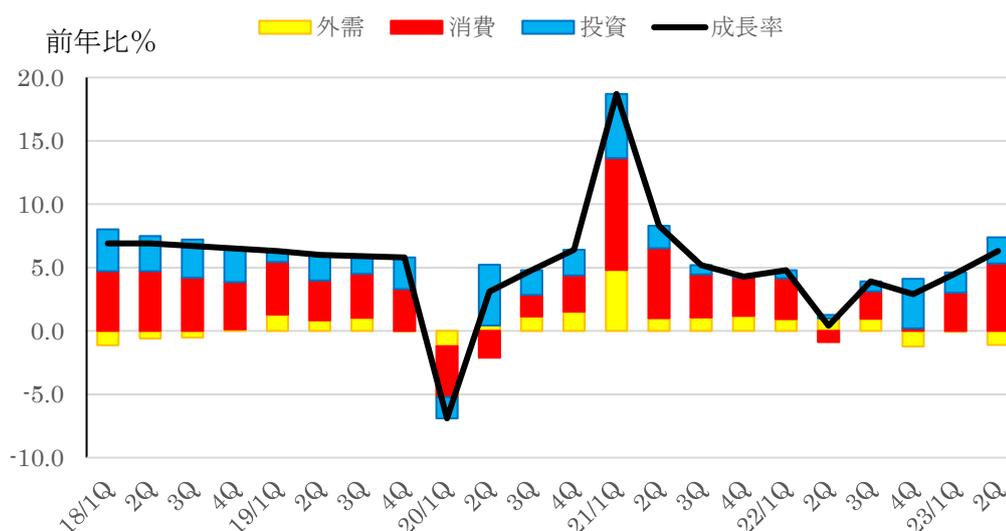
そうした経済社会動向もあって、不動産販売も4月以降減速が目立つようになり、これまで緩やかな上昇傾向にあった北京、上海の中古住宅販売価格さえも4~5月以降低下し始めた。不動産市場の停滞は昨年から顕著であるが、北京、

上海、広州、深圳、重慶、成都、武漢といった主要都市に関しては、ここ数年の不動産市場安定化政策（価格上昇抑制策）の効果もあって、不動産販売価格は昨年以降も緩やかな上昇または横ばい圏内で推移していた。しかし、4月には上海の中古住宅販売価格が前月比で下落し始め、5月以降は北京でも同様に低下。両都市とも7月も価格低下が続いている（詳細は後述）。

このように、消費、不動産とも5～6月以降減速感が強まっており、7月も改善が見られていないため、3Q以降の中国経済に対する不安感が強まっている。

実質GDP成長率に対するコンポーネント別の寄与度を見ると、消費が+5.3%、投資が+2.1%、外需が-1.1%と、前期に続いて消費主導の回復となった（図表3参照）。消費と投資はいずれも昨年2Qの大幅な落ち込みの反動によって比較的高い伸び率を示しているが、上記の通り、実態としては力強さを欠いている。外需は、2Qの輸入数量が昨年2Qの大幅マイナスの反動から高い伸びとなり、これがGDP成長率への寄与度を押し下げた。

【図表3】 実質GDP成長率のコンポーネント別寄与度の推移



(資料 CEIC)

2. コンポーネント別動向

(1) 外需：

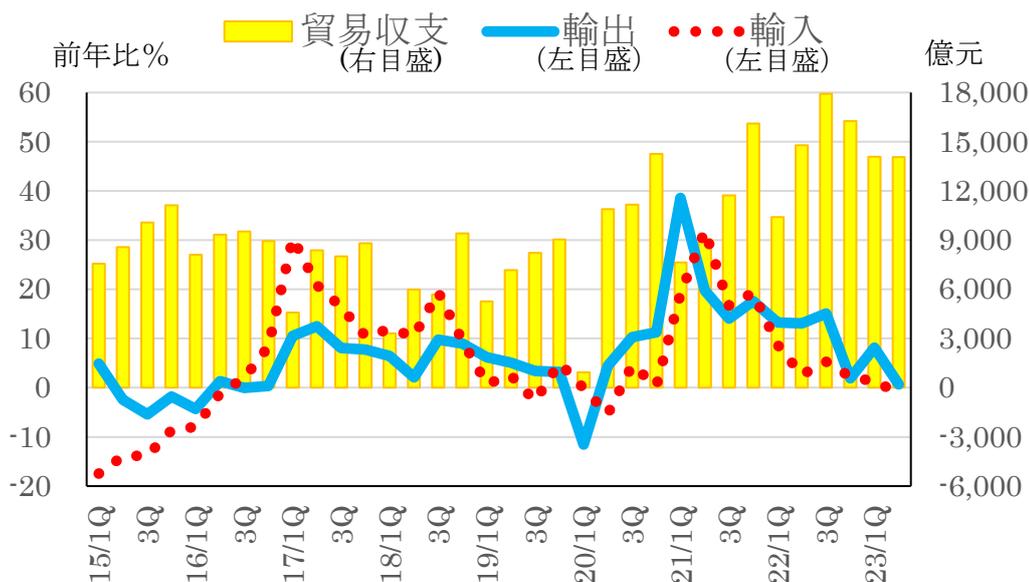
23年2Qの輸出（人民元ベース）は前年比+0.6%と前期（23/1Q同+8.4%）に比べ伸び率が低下、輸入は同-1.0%（同+0.2%）と小幅ながらマイナスの伸びとなった。この間、貿易収支は14,069億元（同14,090億元）とほぼ横ばい圏内で推移した（図表4参照）。

一方、価格要因を除去した数量ベースで見ると、2Qの輸出数量の伸びは前年比+2.9%と前期（同+0.6%）に比べて高まった（図表5参照）。

この間、輸入数量は2Q 同+6.0%と、昨年2Qの大幅マイナス(前年比-11.1%)の反動から高い伸びとなり、輸出数量に比べて伸び率が高まった。

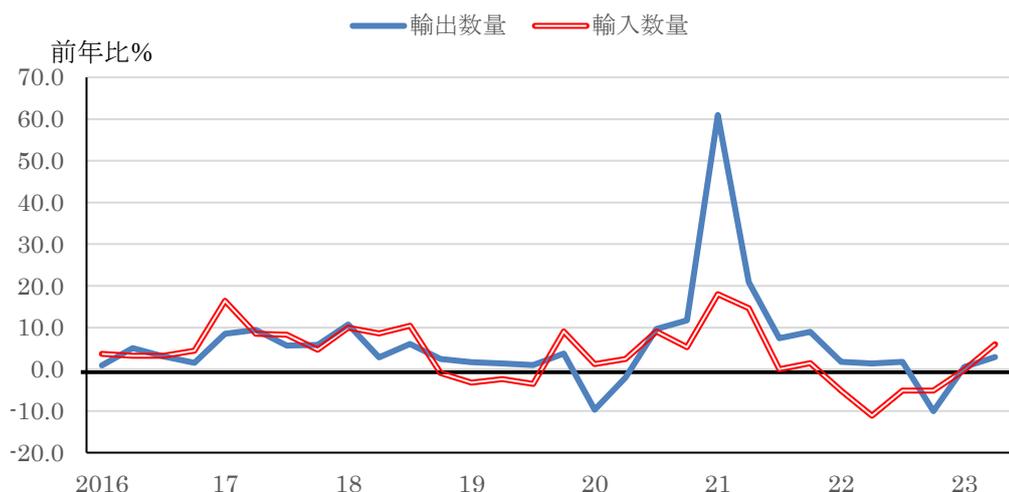
このように輸出数量に比べて輸入数量の伸びが大きかったため、2Qの実質GDP成長率に対する外需の寄与度は同-1.1%と前期(同-0.1%)に比べて成長率を押し下げるマイナス寄与が拡大した。

【図表4】 輸出入前年比・貿易収支(人民幣元ベース)の推移



(資料 CEIC)

【図表5】 輸出入数量の推移



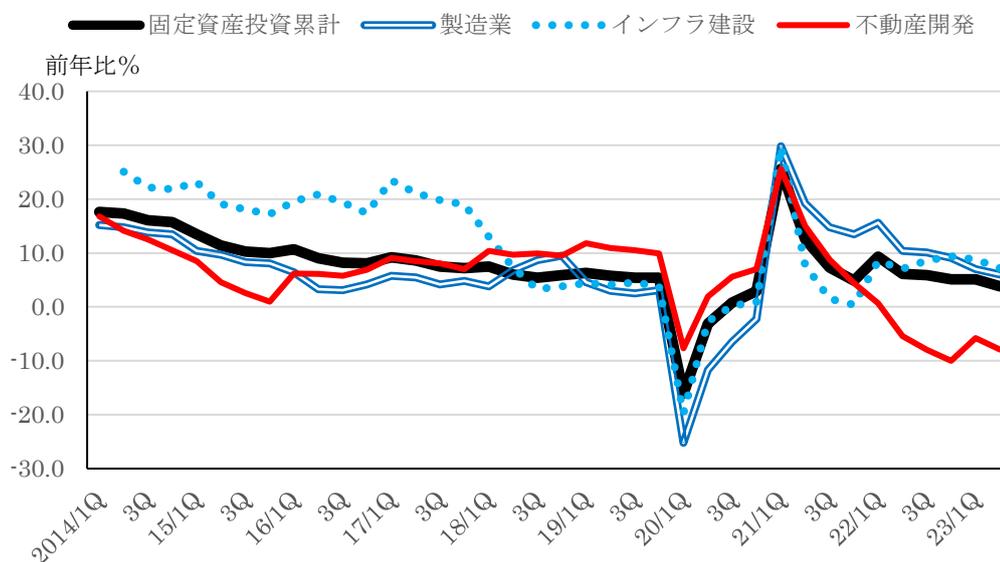
(資料 CEIC)

(2) 投資：製造業、インフラ建設は堅調、不動産開発投資は予想外のマイナス幅拡大

1～6月累計の固定資産投資は前年比+3.8%と、前期（同+5.1%）に比べ伸びが低下した。

1～6月累計の産業分野別の伸びを見ると（図表6参照）、製造業は前年比+6.0%と前期（同+7.0%）に比べて伸びが低下、インフラ建設も同+7.2%と前期（同+8.8%）に比べ伸びが低下した。これらの低下は4月時点から予想されていたものだった。この間、不動産開発は同-7.9%と前期（同-5.8%）に比べて前年比マイナス幅が拡大した。これについては、マイナス幅が縮小すると期待されていたため、予想外の展開となった。

【図表6】固定資産投資（年初来累計前年比）の推移



（資料 CEIC）

<製造業設備投資>

製造業設備投資は引き続き堅調を維持しているように見える。ただし、これらのデータは前年比であるため、昨年の中国経済がコロナ禍及びゼロコロナ政策の影響により、とくに第2、第4四半期の停滞が深刻だったため、その反動の影響を考慮する必要がある。

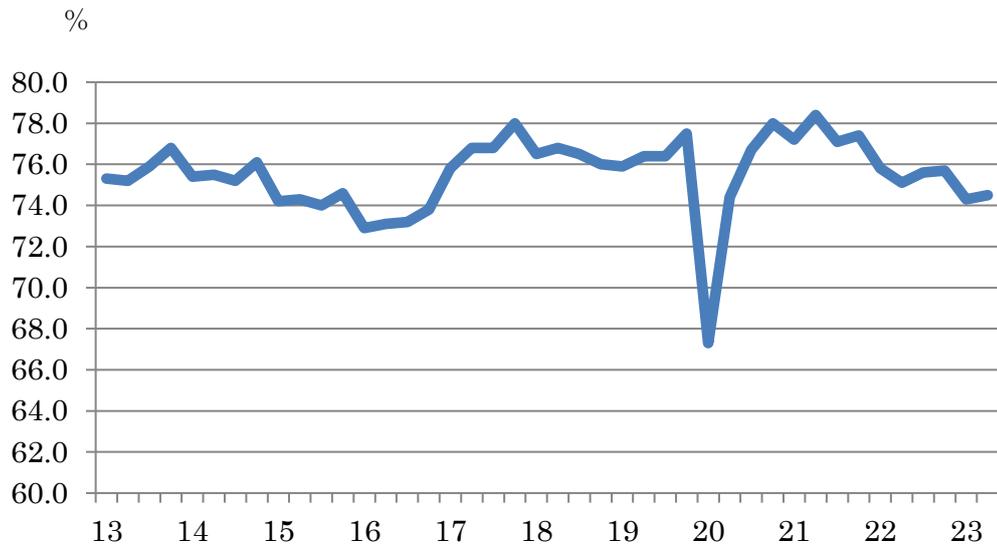
昨年の製造業設備投資が、1Q前年比+15.6%、1～6月累計同+10.4%と伸び率が低下していたことを考慮すれば、本年はその反動が見られるはずである。しかし、逆に1Q同+7.0%から1～6月累計同+6.0%へと小幅ながら伸び率が低下した。これは表面的な伸び率の鈍化以上に4～6月の伸びが低下したと見るべきである。

設備投資を判断するための指標である2Qの工業設備稼働率は74.5%と前期（74.3%）に比べて若干改善はしたが、過去10年の水準と比較すれば、以前ボトム圏内にある（図表7）。

また、2Qの企業収益率を見ても、5.41%と前期（4.86%）に比べて回復してはいるが、こちらも設備稼働率と同様、過去10年の水準と比較するとボトム圏内にある。

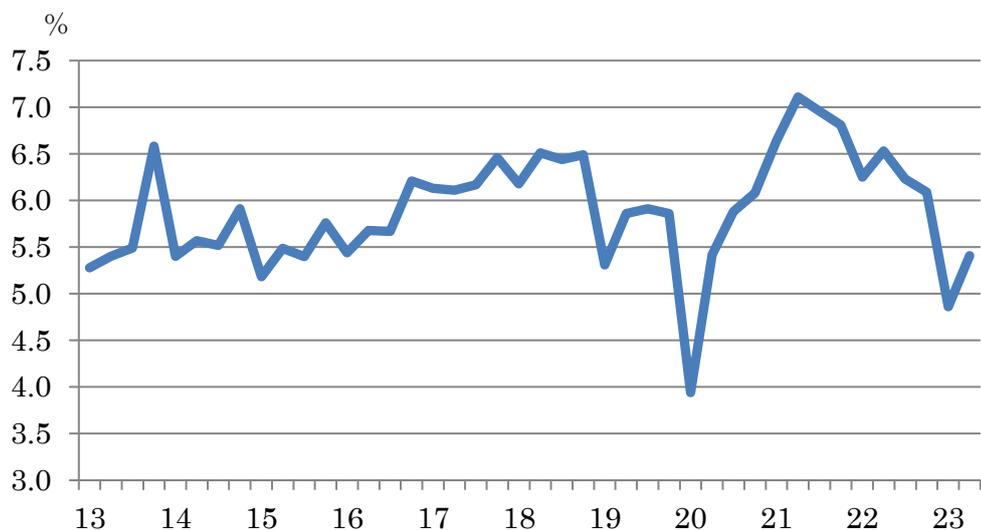
このように設備稼働率、企業収益率がともに低水準にある状況では、設備投資の伸びが低下するのは当然である。先行きについても、自動車、半導体、不動産関連の家電・家具・内装等の販売動向が回復するまで設備投資の回復は期待できない。

【図表7】工業設備稼働率の推移



(資料 CEIC)

【図表8】企業利益率（工業企業主營業務収入利潤率、年初来累計前年比）の推移



(資料 CEIC)

<インフラ建設投資>

インフラ建設投資の1~6月累計前年比は+7.2%と前期（同+8.8%）に比べて伸びが鈍化した。2Qのような深刻な景気減速に直面すれば、従来の中国政府であ

れば、インフラ建設投資の拡大による強力な景気刺激策を実施するのが常だった。しかし、2Q時点での中国政府にはそうした対応が見られていない。その背景には、中国政府が不良債権の増大を招くような過大な景気刺激策を抑制する姿勢を堅持していることが影響している。

すでに主要な大型インフラ建設は完成しており、経済効果の大きい良質なインフラ建設案件が少なくなっているため、インフラ建設投資を拡大したくても実施に適した案件がみつかりにくいのが実情である。加えて、潜在的な実質経済成長率を上回る成長率を実現するような過剰な景気刺激策は資産インフレを招き、バブル崩壊リスクを高めることが懸念されている。とくに中国政府は日本が1980年代に過大な景気刺激策を実施しバブルの形成と崩壊によって長期の経済停滞を招いた過ちを決して繰り返さないことを重要な政策課題としてきた。このため、現在の厳しい経済情勢に直面しながらも、過大な景気刺激策を実施することへの懸念が強い。

以上の2つの要因から、中国政府は、この厳しい経済状況の下でもインフラ建設の拡大に慎重な姿勢を保持している。とは言え、前年比の伸び率は7%台を維持しており、引き続き堅調に推移している。

<不動産開発投資>

2Qの不動産開発投資は予想外のマイナス幅拡大となった。4月時点では1Qの不動産市場が予想以上の回復を示したことから、2Q以降もそのトレンドが続くと考えられていた。しかし、実際にはこれまで不動産価格が緩やかな上昇傾向を辿っていた北京、上海という1級都市の中古住宅販売価格が小幅ながら下落に転じたため（図表9参照）、不動産市場の先行きに対する不透明感が再び高まった。

この間、70大都市の住宅販売価格が前月に比べて上昇した都市の数の推移を見ても、4月以降の変調が明らかである（図表10参照）。

【図表9】北京・上海の中古住宅販売価格前月比の推移（前月比%）

	3月	4月	5月	6月	7月
北京	0.7	0.1	-0.6	-0.7	-0.6
上海	0.7	-0.2	-0.8	-1.2	-0.7

（資料 国家統計局）

【図表10】70大都市の新規分譲／中古住宅販売価格が前月比上昇した都市数の推移

	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
新規分譲	15	36	55	64	62	46	32	21
中古	7	13	40	57	36	15	7	6

（資料 国家統計局）

7月下旬時点では不動産販売価格に下げ止まりの兆しが見られず、いつになれば不動産市場の停滞が反転上昇に転じるのか、目処が立たない状況にあった。このため、中国の経済専門家の間でも、中国の不動産市場が日本のようなバブル崩壊に向かうリスクがあるのではないかと心配する見方が少なからず存在するという声を耳にした。

しかし、現状を冷静に俯瞰すれば、中国政府は2017年以降、不動産バブル形成を防ぐため、金融機関に対する監督強化、主要都市における様々な不動産購入抑制策および行政的手法等による販売価格規制などにより、不動産市場に過剰な資金が流入することを防ぐ措置を徹底してきた。恒大集団をはじめとする大手不動産企業の破綻はその政策の副作用として生じたものである。それが不動産市場参加者に与えた心理的インパクトは当局の予想を上回るものだったが、不動産投機抑制効果は政策が目指した方向に沿ったものである。

以上のような政策効果を考慮すれば、中国の不動産市場が日本の1990年代のようなバブル崩壊による不動産価格の全面的大幅下落になる可能性は小さい。

(3) 消費：所得回復の鈍さが消費回復の制約

2Qの消費財小売総額は、前年比+13.4%と前期（同+5.8%）から急速に回復した。この回復の主因は、ゼロコロナ政策の解除により移動制限がなくなり、飲食、宿泊、交通等のサービス消費が一気に回復に向かったことにある（図表2参照）。

商品については、乗用車、PC、スマホ、家電、家具等の主要な耐久消費財が過剰在庫を抱えているため、足許の販売は回復が鈍い。高い伸びを示しているサービス消費についても、たとえば、旅行に際しての消費額が19年の水準に比べて2割程度低下するなど、2Qの回復は予想を下回っている。

このため、消費財小売総額の前年比伸び率が月ごとに伸び率が低下傾向を辿っている（4月+18.4%、5月+12.7%、6月+3.1%、7月+2.5%）。4月、5月については前年同月が上海の都市封鎖の影響で大幅なマイナスだったため、その反動で高い伸びを示した。しかし、6月以降はそうした要因もなくなり、低い伸びが続いている。

ゼロコロナ政策解除後に企業による生産の回復、雇用創出が続いているが、コロナ禍により生じた企業倒産がもたらした雇用機会の喪失をすべてカバーしきれていないため、所得の回復が鈍く、これが消費の回復の制約となっている。

3. 中国経済の先行き見通し

(1) 本年の経済成長率見通し

ゼロコロナ政策に対する不満および共同富裕政策の投資抑制効果などを背景とする政府の政策運営に対する不信感、および不動産市場の停滞長期化が引き起こす不動産開発投資、地方財政、中小金融機関などへの悪影響が2Qの失速の主な要因である。それに加えて、大学・大学院卒業生の急増を背景とする大卒・院卒の失業

問題、人口減少、半導体輸出規制を中心とする米中摩擦、および先進国経済の減速など不安材料は多い。このため、消費者が先行きの収入見通しを下方修正し、企業経営者は生産・投資・雇用計画を下方修正しつつある。

本年の実質 GDP 成長率の見通しについては、4 月時点でほとんどの経済専門家が 5% 台を予測し、一部には 6% 台に達するとの見方もあった。しかし、上記の要因により 2Q の成長率が予想外に低かったため、通年の成長率見通しが下方修正され、5% に達するのは難しいとの見方が多くなった。

(2) 中国政府の景気対策に対する評価

先行きの経済回復のカギを握るのは政府による景気刺激策の中身とそれに対する中国国民の受け止め方である。

2Q の経済指標の悪化を踏まえて、7 月 24 日には政治局会議において景気刺激策を決定した。しかし、その内容を見る限り目新しい内容はなく、唯一注目された点は、不動産購入に関して、従来繰り返し強調されていた、「不動産は住むもので投機の対象ではない」という文言が示されなかったことだった。このため、この政策が発表されたあとも上記の政府の経済政策に対する不信感は払拭されていない。

その直前の 7 月 19 日に国家発展改革委員会が発表した 31 項目の民間企業支援策の中身についても、中小企業向けの代金支払いを遅延なく実施すること、および、政府が民間企業に対して恣意的に各種の納付金を強要してはならないことに関する項目を除いては目新しい内容はなかったと指摘されている。

このままでは中国国民の経済の先行きに対する不透明感を改善し、経済回復に向けて前向きな意欲を持たせることは難しい。党中央・政府関係者もその点は十分認識しているはずである。

今後の政策運営のポイントは、党中央・政府が 7 月 24 日に発表された景気刺激策について具体的な施策の早急実施を徹底し、中国国民の政府に対する不信感を和らげ、市場参加者に前向きの期待を持たせられるかどうかにかかっている。

筆者が政府関係者に確認したところ、7 月 24 日の決定公表直後から各地方政府では、発展改革委員会、人民銀行、商務部等の関連部門が横断的に会議を開催し、景気対策の具体的な中身を部門別に策定するとともに、それを実行する時間表も定めて、早急に政策効果を示すための行動に移った由。

加えて、4 月頃までは政府の内部で、新たな政策は積極的に企画立案せず、指示待ちの姿勢を執ることが安全であるとの空気が支配的だった。それが 5~6 月以降、消極的な姿勢に対してペナルティーを与えるという指導が強調されるようになり、政策への取り組み姿勢が変化したという話も聞く。

以上を考慮すれば、8 月後半から 9 月にかけて何らかの政策効果が見られ始める可能性もあると考えられる。今後、具体的な成果がいつ、どのような形で生じるか、それが中国国民全体にどのように受け止められ、政府に対する不信感を払拭できるかを注視していくことが重要である。

(3) 三中全会の課題：民間企業重視、質の高い経済の中身に対する不信感

今後の政策運営上の主要課題は、短期的には上記の政治局会議の決定の具現化によって、党中央・政府が効果的な景気対策を実行しないのではないかという不信感を払拭し、経済の安定化を早期に実現することである。中長期的には10~11月頃に予定されている三中全会（中国共産党第二十期中央委員会第三回全体会議）が示す経済政策運営の基本方針の策定である。この中で、中国の民間企業の前向きな意欲を引き出すとともに、世界各国に対して中国の経済政策運営に対する前向きな期待を抱かせることが重要である。

最近の中国政府が発表する重要な政策運営方針には、以下の2つのキーワードが掲げられている。第1は、「二つの何事があっても動揺しない」方針として、国有企業と民間企業の発展をともに重視することである。第2は、「質の高い経済発展」である。

これら2つのキーワードを字義どおりに受け止めれば、民間企業にとって好ましい方針であり、前向きの意欲を削がれるような内容ではない。しかし、中国の民間企業はそうに受け止めていない。引き続き国有企業の発展が優先されており、民間企業は様々な差別的な規制により不利な立場に置かれていると受け止めているのが実情である。

第1のキーワードについては以下のような問題が存在する。

中国人民銀行が公表する1年物LPR（貸出市場報告金利）は3.55%であるが、ある中国の民間エコノミストが金融機関による貸出金利の水準を比較したところ、国有企業向けの平均が1.8%、民間企業向けは5.3%と、3.5%もの大きな金利差があることが判明した。これは国有企業だけに対する巨額の補助金と考えられるため、民間企業が劣後した金融環境に置かれているのは明らかである。そもそも国有企業への貸出は焦げ付くリスクがないと考えられているため、民間企業に比べて融資の受けやすさは比較にならないほど有利である。

このほか、政府関連の調達やインフラ市場参入に関しても依然、国有企業優先の規制が残っている。最近、中国政府は規制を緩和し、民間企業にも参入を認める範囲を拡大する政策の導入を強調しているが、今後それがさらに明確な形で徹底されることが民間企業の意欲改善のうえで重要な条件となる。

第2のキーワードについては、外国人にはわかりにくい意味が含まれていると中国人の有識者が解説してくれた。すなわち、「質の高い経済発展」という表現における「質」とは、通常であれば経営効率、生産効率、製品の品質、高度なサービス水準などがイメージされる。これに対して中国では、それらに加えて、国家安全、共同富裕といった概念も「質」の高さに含まれていると受け止められている。

こうした意味が重視されているため、純粋に経営効率と企業収益を追求する民間企業に比べて、企業収益の拡大のみならず国家政策の実現も重要な経営課題としている国有企業の方が「質」の高さを実現するのに適していると考えられている。こ

のため、「質の高い経済発展」が強調されると、国有企業重視の意味が含まれていると受け止められている由。

2019年までのように中国経済が高度成長期の中で順調な拡大傾向を保っていた状況下では、国有企業との待遇格差がある程度存在していても民間企業も十分な収益を享受できていた。しかし、22年以降、高度成長期が終焉を迎えて先行き不透明な不安定局面に入った状況下、中国政府が従来通りのバランスで民間企業を支援しても、一度失われた民間企業の前向きな意欲を回復するのは容易ではない。今秋の三中全会ではそうした新たな不安定局面を迎えた中国経済を前提としても民間企業の意欲回復を促すことができるような大胆な民間企業支援の政策方針の発表が必要となっている。

中国政府は2020年以降、TPP（環太平洋パートナーシップ）への加入を国家目標として掲げているが、その実現のためには、中国の国内市場において、国有企業と外資企業を含む民間企業との様々な待遇格差を解消することが必要条件となる。中国政府が早期にTPP加入を目指すのであれば、上記のような国有企業重視の方針を撤廃し、民間企業との平等化を早期に実現することが不可欠となる。これは中国にとって、TPP加入と民間企業支援による国内経済活性化の一石二鳥の効果を持つことになる。こうした大胆な改革が三中全会で決定されるかどうか重要な注目点の1つとなると考えられる。

以 上