

中国経済情勢／ヒアリング

足許の中国経済は緩やかな回復ながらコンフィデンスの回復は鈍い

～経済の正常化は 2025 年以降か～

＜北京・広州・上海出張報告（2023 年 10 月 18 日～11 月 2 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 3Q の実質 GDP 成長率は、前年比+4.9%と、前期（同+6.3%）に比べ前年比では伸び率は鈍化した。しかし、季節調整済み前期比年率は+5.2%と前期（同+2.0%）に比べて大幅に改善。
- 不動産開発投資を除けば、工業生産、サービス生産、製造業設備投資、消費等全般的に 8 月以降緩やかな回復傾向が続いている。
- しかし、先行きについては 2 つの要因から不透明感が強く、企業経営者や消費者のコンフィデンスの回復は鈍い。第 1 に、不動産市場の極度の不振による地方政府の財源難の深刻化と中小金融機関の破綻リスクの増大である。第 2 に、経済の現状の厳しさに対する党・政府上層部の認識が不十分なため、的確かつタイムリーな政策運営が行われていないという懸念が広く共有されていることである。
- 前期 2Q の急減速の後、8 月以降緩やかな回復に転じた背景には企業経営者、消費者の不安心理の鎮静化があると見られている。
- 民間企業の投資は 1～9 月累計前年比-0.6%と投資全体の伸び（同+3.1%）を下回った。しかし、不動産関連を除く民間企業の投資は同+9.1%と高い伸びを示しており、不動産関連以外の民間企業設備投資は堅調に推移している。
- 財政部は 1 兆元の特別国債を発行し、インフラ建設資金に充当することを発表。中央政府が地方政府を救済する姿勢を示したことを多くのエコノミストが歓迎した。
- 不動産開発投資は 1～10 月累計前年比-9.3%とさらにマイナス幅が拡大し、下落傾向に歯止めがかからない深刻な状況が続いている。中古住宅販売価格が前月に比べて上昇した都市数は 10 月に 70 都市中 2 都市のみとなり、ほぼ全面安となった。
- 今後価格下落の範囲が地方都市から主要都市へと拡大していくリスクが懸念されている。これを防ぐためには、早い段階で健全資産と不良債権を分類し、不良債権化した物件の売却に伴う損失計上に際して適宜公的資金を投入することが必要となる。
- 先行きに対する企業経営者や消費者のコンフィデンスの回復は鈍く、現時点では経済が正常化したと言える状態ではない。コンフィデンスが本格的に回復するには今後 1～2 年の時間を要するため、目の前の不透明な霧が晴れるとすれば 2025 年以降になる可能性が高いと見られている。

1. 足許のマクロ経済概況

国家統計局が10月18日に公表した23年3Q（7～9月期）の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、前期（同+6.3%）に比べて前年比では伸び率が鈍化した。直前の市場予想（4.4～4.5%）を上回った（図表1参照）。季節調整済み前期比年率は+5.2%と前期（同+2.0%）に比べて大幅に改善。月次の推移を見ると、工業生産、サービス業生産、製造業設備投資、小売総額等の主要経済指標がいずれも7月をボトムに緩やかな回復傾向に転じており、不動産以外の分野は前期2Qの急減速の状況から改善している。

しかし、先行きについては主に次の2つの要因から不透明感が強く、企業経営者や消費者のコンフィデンスの回復は鈍い。第1に、産業基盤の弱い3～4級都市を中心に不動産価格の下落に歯止めがかからず、不動産開発の停滞とともに地方政府の財源難の深刻化と中小金融機関の破綻リスクの増大を招いていることである。同時に家具、家電、内装等の消費や鉄鋼、ガラス、セメント等の需要も伸び悩んでいるなど、幅広い分野に悪影響を及ぼしている。第2に、経済の現状の厳しさに対する党・政府上層部の認識が不十分なため、的確かつタイムリーな政策運営が行われていないという懸念が広く共有されていることである。

【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
3Q	4.9	-5.4	-3.9	3.1	3.7	-0.1	7.2

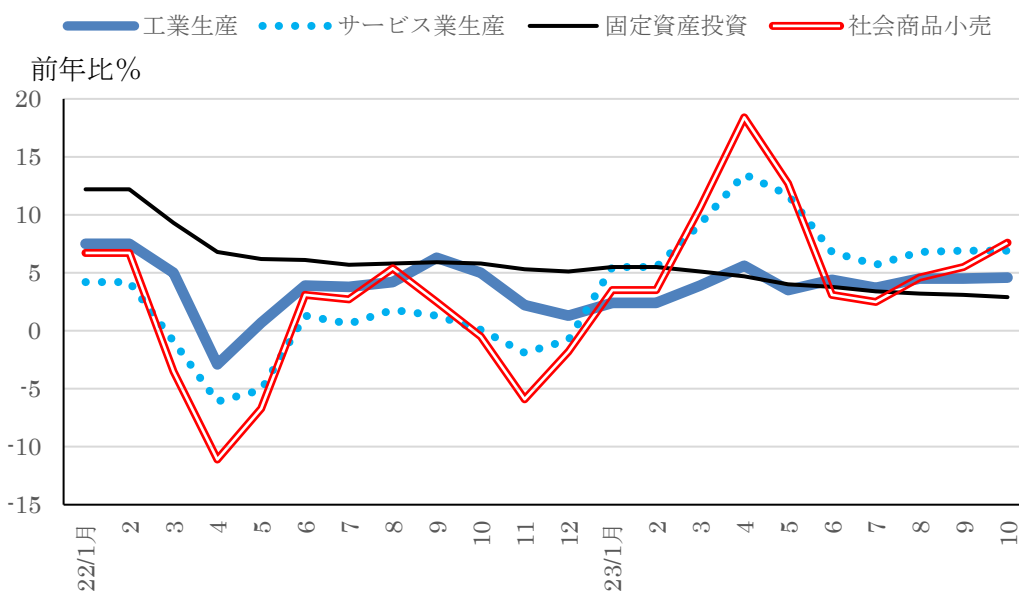
(注) 四半期データについて、輸出入のデータは筆者が人民元建ての原計数から算出、消費財売上総額および消費者物価は月次の前年比伸び率の平均値。

(資料：国家統計局、CEIC)

2. 第3四半期の中国経済が緩やかな回復に転じた背景

前期 2Q（4～6 月期）の実質 GDP 成長率は直前の市場予想を大きく下回り、その後 7 月まで工業生産、サービス業生産、製造業設備投資、消費等に関する主要経済指標も低下傾向が続いたが、8 月以降、不動産関連を除く多くの分野で緩やかな回復に転じた（図表 2 参照）。

【図表 2】主要経済指標の月次推移



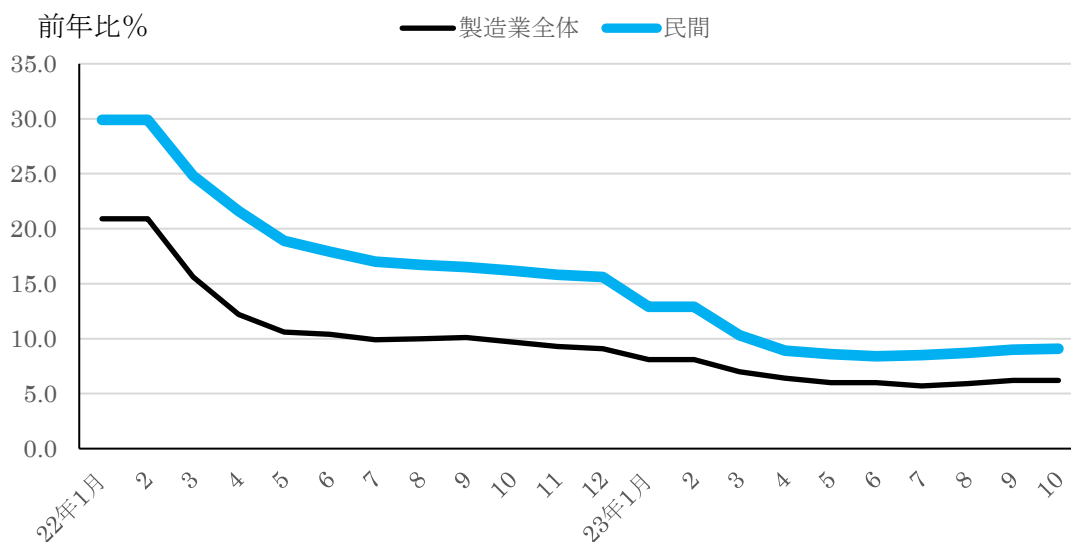
(資料 CEIC)

図表 2 を見ると、主要経済指標の中で固定資産投資（年初来累計前年同期比）だけが本年 3 月以降、減少傾向に歯止めがかかることなく 8 月以降も緩やかな減少が続いている。これは不動産関連投資の減少が影響したものであり、製造業設備投資の年初来累計前年同期比を見ると、1～7 月+5.7%、1～8 月+5.9%、1～9 月+6.2%、1～10 月+6.2%と他の指標同様、7 月をボトムに 8 月以降緩やかな回復傾向が続いている。

不動産開発企業のうちとくに業績不振に陥っているのは民間企業が中心であるため、民間企業の固定資産投資全体は不振が続いている（詳細はコンポーネント別動向のところでも後述）。しかし、不動産関連のウェイトが小さい製造業全体とそのうちの民間企業の推移を比較すると、22 年初来ずっと民間企業の伸び率が固定資産投資全体を上回り続けている（図表 3 参照）。しかも、その伸び率は本年 4 月以降も 8～9%と堅調に推移（7 月以降緩やかに増加）している。すなわち製造業設備投資に関しては、民間企業の伸び率が国有企業を上回っている。

以上のように、不動産開発投資を除けば、工業生産、サービス生産、製造業設備投資、消費等全般的に 8 月以降緩やかな回復傾向に転じている。

【図表 3】 製造業設備投資の月次推移



(資料 CEIC)

2Qの急減速の後、8月以降緩やかな回復に転じた背景には企業経営者、消費者の不安心理の鎮静化があると見られている。

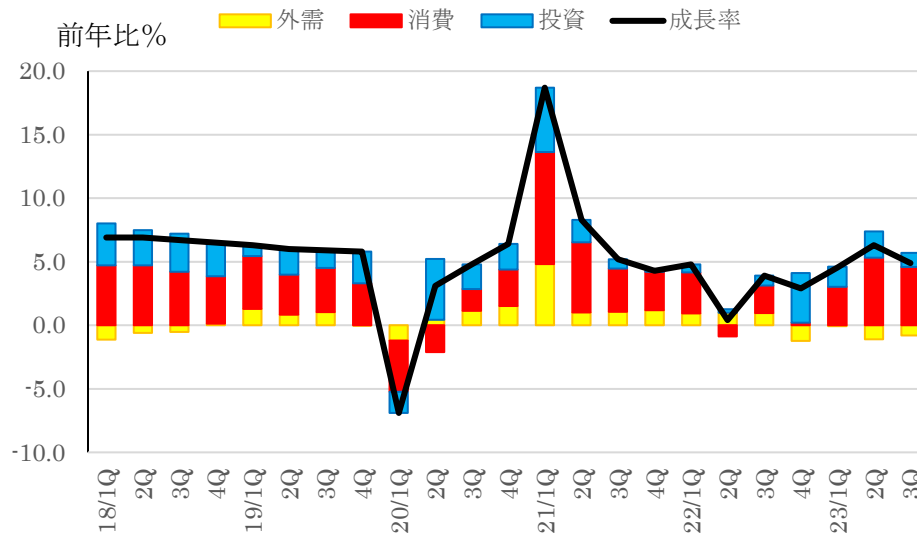
ゼロコロナ政策解除直後の1Q(1~3月期)は3年ぶりに自由に移動ができるようになったため、飲食、旅行、宿泊需要が急回復した。しかし、2Q(4~6月期)に入ると、1Qに回復を見せた不動産市場が予想外に再び下降に転じたほか、雇用や所得の回復が鈍く、若年層の失業増大などもあって、先行き不透明感が強まった。企業経営者、消費者は本年1Qの急回復を見て先行きへの回復期待が高まったが、2Q入り後各種経済指標の低下に直面してその期待が過大だったことに気づき、失望した。

その後時が経過するにつれて、徐々に高度成長時代が終焉を迎えた現実慣れ始め、マインドが落ち着きを取り戻し始めた。それとともに工業・サービス業生産、製造業設備投資、消費等各種指標が揃って緩やかな回復に転じたと見られている。

3Qの実質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+4.6%、投資が+1.1%、外需が-0.8%と、前期に比べて消費主導の回復傾向が一段と顕著となった(図表4参照)。投資の寄与度が消費に比べて小さいのは、不動産開発投資が大幅なマイナスとなっていることが主因である。また、外需の寄与度のマイナス幅が前期(-1.1%)に比べて縮小した背景は、輸入数量の伸び率鈍化(輸入数量前年比:2Q+6.0%、3Q+3.3%)が影響している。前期と比較すれば、前期は前年同期の昨年2Qが上海のロックダウンの影響で内需が

落ち込み、輸入も伸び悩んだことから、今年はその反動で内需が高まり輸入の伸びが拡大し、外需の寄与度を押し下げた。これに対して、3Qは昨年の反動増がなく、内需の伸びが低下し(内需のGDP前年比寄与度:2Q+7.4%、3Q+5.7%)輸入数量の伸びも鈍化したことから、その分だけ外需が押し上げられた。

【図表 4】 実質 GDP 成長率のコンポーネント別寄与度の推移



(資料 CEIC)

3. コンポーネント別動向

(1) 外需 :

23年3Qの輸出(人民元ベース)は前年比-5.4%と前期(2Q同+0.6%)に比べ伸び率が低下、輸入も同-3.9%(同-1.0%)と前期に続いてマイナスの伸びとなった。この間、貿易収支は16,221億元(同15,619億元)と黒字幅が若干増加した(図表5参照)。

3Qの輸出を地域別に見ると、日米欧西側先進国向けが減少したほか、昨年まで好調だったアセアン諸国向けも大幅に減少した。アセアン向けについては、コロナ禍の下、生産ラインの停止を余儀なくされたアセアン諸国に代わり、生産ラインを稼働し続けた中国企業が代替生産を行って輸出していたため、昨年までは高い伸びを示していた。しかし、本年2Q以降、アセアン諸国の生産ライン再稼働に伴い、中国の代替生産が縮小し、アセアン諸国向け輸出は急速に減少幅が拡大した。

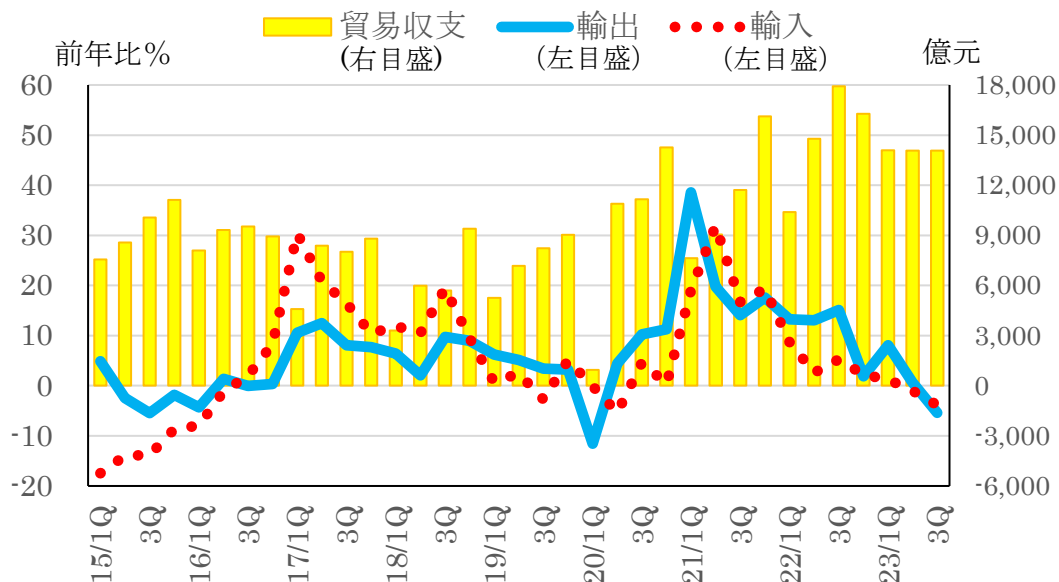
一方、価格要因を除去した数量ベースで見ると、輸出は、輸出数量の伸びが3Q前年比+3.3%と前期(同+2.9%)に比べ伸び率が若干高まった(図表6参照)。

この間、輸入数量は3Q同+3.3%と、前年の反動で高まった2Q(前年比+6.0%)の伸び率から低下した。

このように前期と比較すると、輸出数量の伸びが若干増だったのに比べて輸入数

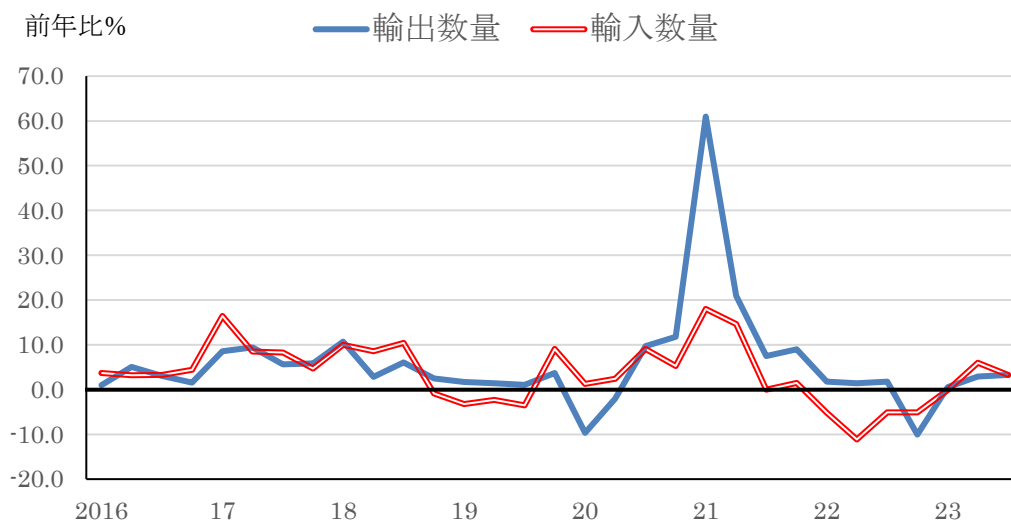
量の伸びが減少したため、3Qの実質GDP成長率前年比+4.9%に対する外需の寄与度は同-0.8%と前期(同-1.1%)に比べてGDP成長率を押し下げるマイナス寄与が縮小した。

【図表5】 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6】 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、不動産開発投資はマイナス幅拡大

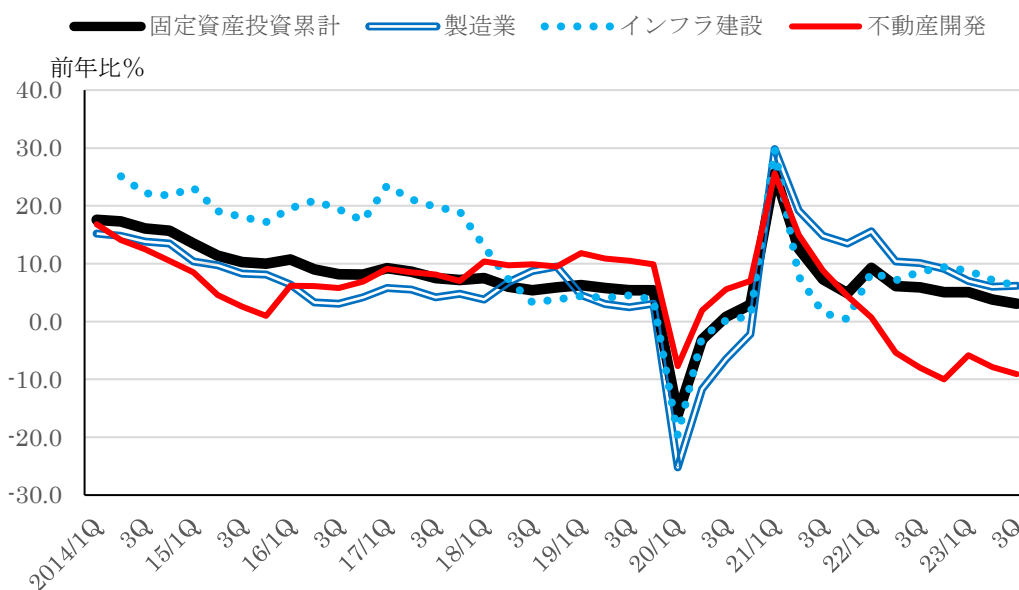
1～9月累計の固定資産投資は前年比+3.1%と、1～6月期累計（同+3.8%）に比べ伸びが引き続き低下した。月次の推移を見ても、年初来累計前年比の伸び率は年初以降、ずっと低下傾向が続いている（図表2参照）。

1～9月累計の産業分野別の伸びを見ると（図表7参照）、製造業は前年比+6.2%と前期（同+6.0%）に比べてわずかながら伸びが上昇、インフラ建設は同+6.2%と前期（同+7.2%）に比べ伸びが低下した。この間、不動産開発は同-9.1%と前期（同-7.9%）に比べて前年比マイナス幅が一段と拡大した。

このように、産業分野別に見ると、不動産開発投資だけが突出して大幅なマイナスの伸びが続いており、マイナス幅拡大傾向に歯止めがかかっていない。

投資のうち、民間企業の投資は1～9月累計前年比は-0.6%と投資全体の伸び（同+3.1%）を下回った。しかし、不動産関連を除く民間企業の投資は同+9.1%と高い伸びを示しており、不動産関連以外の民間企業設備投資は堅調に推移している。不動産関連企業は国有企業も含んでいるが、業績が深刻に悪化している企業の多くは民間企業である。

【図表7】 固定資産投資（年初来累計前年比）の推移



(資料 CEIC)

① 製造業設備投資

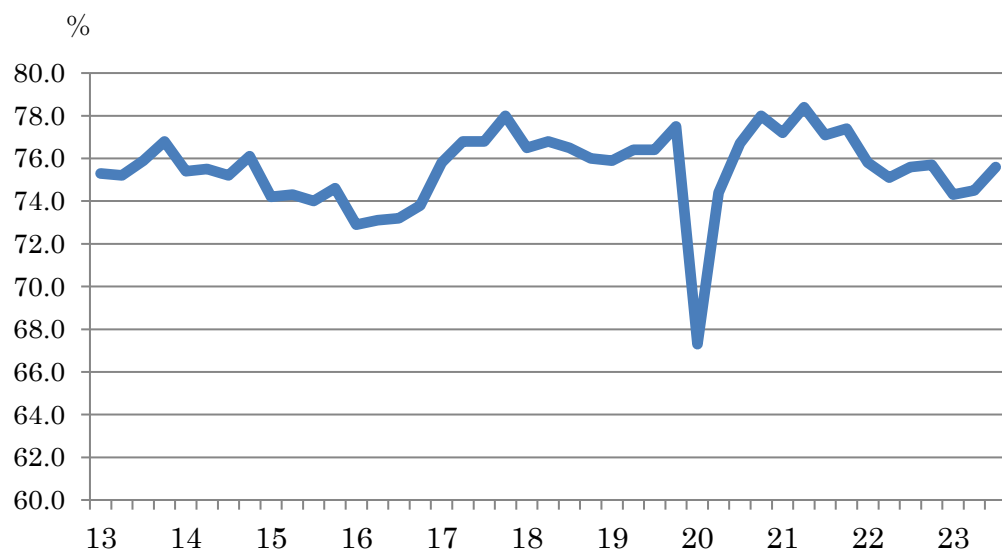
製造業設備投資は7月をボトムに8月以降緩やかな回復傾向を示している。1～9月累計前年比は+6.2%。このうち民間企業は9.0%と全体を上回る高い伸びを示している。業種別に見ると、ハイテク製造業が1～9月前年比+11.3%、自動車製造業同+20.4%、電機同+38.1%、電力・エネルギー関連同+25.0%など、ハイテ

ク、EV、環境関連の伸びが高い。

設備投資に影響を及ぼす3Qの工業設備稼働率は75.6%と前期(74.5%)に比べて改善した(図表8参照)。また、3Qの企業収益率を見ても、5.62%と前期(5.41%)に比べて回復している(図表9参照)。

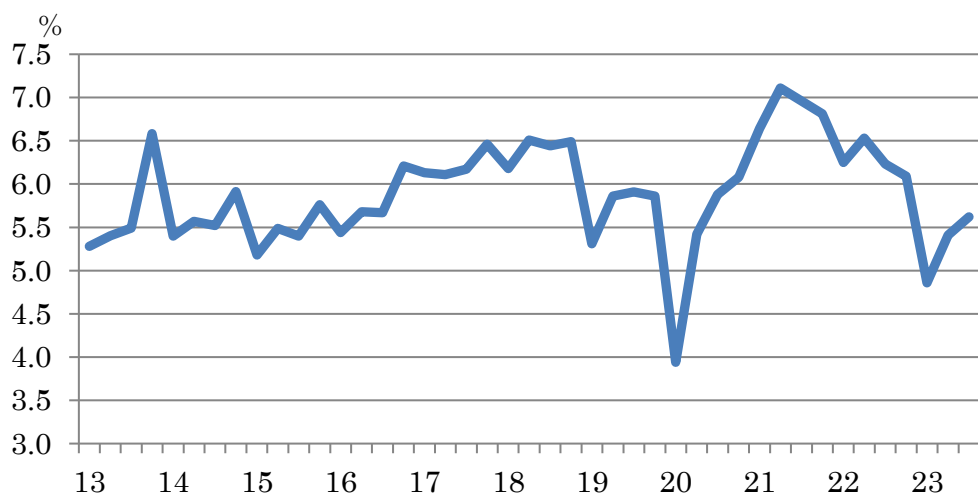
このように設備稼働率、企業収益率はともに、工業生産等の回復を背景に改善していることから、設備投資意欲を下支えしている。企業収益については、工業生産者価格指数が6月(前年比-5.4%)をボトムに上昇に転じ、9月は同-2.5%にまでマイナス幅が縮小したことも収益率改善の要因となった。

【図表8】工業設備稼働率の推移



(資料 CEIC)

【図表9】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)

②インフラ建設投資

インフラ建設投資の1～9月累計前年比は+6.2%と前期（同+7.2%）に比べて伸びが鈍化した。中国政府は引き続き大型景気対策のための財政出動に慎重な姿勢を保持している。インフラ建設投資を拡大する場合には、投資の経済効果を見極め、不良債権にならないような案件をきちんと選別して実行を許可する姿勢を継続している。この姿勢は今後も基本的には変化しないと見られている。

しかし、不動産開発投資の停滞を背景に、多くの地方都市が財源難に陥っており、社会インフラ維持のために必要な最低限のインフラ建設投資すら実行できない地域が増えている。

この状況に対処するため、財政部は10月25日、1兆元の特別国債を発行し、今夏の河北、東北地域の洪水によって被害を受けた地域の災害復興および防災対策等のためのインフラ建設資金に充当することを発表した。これにより今年度の中央政府の財政赤字は3.88兆元から4.88兆元に拡大する。GDP対比では0.8%ポイント押し上げられ3.8%となる。

この発表以前は中央政府が厳しい状況に置かれている地方財政を支援する姿勢が不透明だったが、これにより中央政府が厳しい財政状況にある地方政府を救済する用意があることが示された。多くのエコノミストはこの政策を歓迎している。

③不動産開発投資

1～6月累計の不動産開発投資（前年比-7.9%）が予想外のマイナス幅拡大となったのち、1～9月累計（同-9.1%）はさらにマイナス幅が拡大（図表7）。1～10月も同-9.3%と下落傾向に歯止めがかからない深刻な状況が続いている。

この間、中古住宅販売の不動産価格前月比の推移を見ると、北京では5月から8月まで下落した後、9月は上昇。上海も4月から7月まで下落した後、8、9月は上昇に転じていた。しかし、10月は両都市とも再び下落に転じている。このように中国国内で不動産需要が最も旺盛な2大主要都市でさえ、依然として安定した価格上昇軌道には戻っていない（図表10参照）。

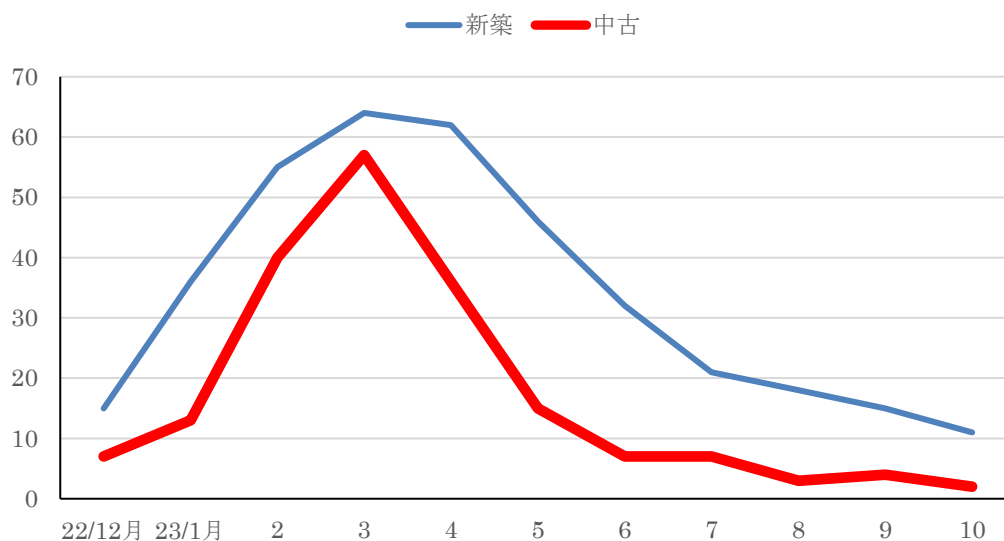
この間、70大都市の住宅販売価格が前月に比べて上昇した都市の数の推移を見ても4月以降の下落傾向が明らかである（図表11参照）。各月に販売される物件の価格帯の偏りによって変動しやすい新規分譲に比べて、より安定的な指標性のある中古住宅販売価格を見ると、10月に上昇した都市は70都市中2都市（杭州と三亜）のみとなり、ほぼ全面安となった。

【図表10】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	8月	9月	10月
北京	0.7	0.1	-0.6	-0.7	-0.6	-0.2	0.7	-1.1
上海	0.7	-0.2	-0.8	-1.2	-0.7	0.1	0.6	-0.8

（資料 国家統計局）

【図表 11】 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



(資料 国家統計局)

このように足許の不動産市場の停滞は深刻である。それでもなお、70 大都市を見る限り、今のところ最も下落幅の大きい東北地域の吉林市（中古住宅販売価格 10 月前年比－6.9%）、牡丹江市（同－6.3%）、長春市（同－6.0%）でも前年比 1 ケタ台の下落率にとどまっている。主要都市は、北京（同－0.2%）、上海（同－2.3%）、広州（同－3.9%）、深圳（同－1.3%）と下落率が小さい。

日本における不動産バブル崩壊後の 3 大都市圏の住宅価格前年比の推移を見ると、1992 年－12.5%、93 年－14.5%、94 年－7.3%と、平均すると 2 桁の下落が 3 年続いた。全用途の価格を見ても、92 年同－11.6%、93 年同－14.7%、94 年同－8.8%とほぼ同様である。

中国は 2022 年に 35 大都市のうち 10 都市程度において全用途販売価格が前年比－10%程度またはそれ以上下落したが、35 大都市平均では同＋1.3%と小幅ながら前年を上回った。本年入り後も上記のように比較的小幅の下落にとどまっている。

このため、今のところ、中国の不動産市場が日本の 1990 年代のバブル崩壊後に見られたような不動産価格の全面的大幅下落になる可能性は小さい。

しかし、足許の価格下落に歯止めがかからない状況を放置すれば、価格下落の範囲が地方都市から主要都市へと徐々に拡大していくリスクが懸念されている。

このリスクを未然に防ぐためには、早い段階で不動産物件を健全な物件と不良債権化した物件に分類し、不良債権化した物件は公的機関が買い取り、売却に伴う損失計上に際して公的資金の注入が必要な場合には適宜投入することが必要となる。中国では不良債権を公的機関が買い取る場合の買取価格の算定基準となる全国各地の公示地価評価を確定する作業を進めることが必要であり、それにはかなりの時間を要する。今後早急にその作業を進め、早期に不良債権の切り分けを実施することが、不動産市場の回復にとって重要である。

しかし、公的資金投入については、日本でも不動産会社や金融機関の自己責任の問題に財政資金を投入すべきではないという議論が生じ、多くの国民もそれを支持した。その結果、住専への公的資金投入等が遅れて不良債権問題の処理に手間取り、結果的に金融システミックリスクを招いてしまった。

中国でも公的資金の投入については党中央・国務院内部に反対意見が根強く存在していることから、その実行が遅れる可能性もある。

そうなると、現時点では日本に比べて軽微な不良債権問題が今後深刻化するリスクもある。この点を懸念する中国人エコノミストが増えている。

(3) 消費：ゼロコロナ政策解除によりサービス消費が急回復

3Qの消費財小売総額は、前年比+3.7%と前期（同+13.4%）から大幅に下落した。この下落の要因は、前年が2Q（同-4.6%）から3Q（同+3.5%）にかけて大幅に伸びが拡大した反動の影響であり、消費の実勢はそれほど弱まっていない。

消費の主な下支え要因はサービス消費の回復である。ゼロコロナ政策による移動制限がなくなったことから、前期に続いて飲食、宿泊、交通等のサービス消費は好調が続き、消費全体の伸びを支えた（図表2参照）。

商品の消費については、依然としてシリコンサイクルのボトム圏にあるため、PC、スマホの不振が続くほか、不動産市場停滞の影響で、家電、家具、内装等主要な耐久消費財の回復も鈍い。一方、2Qに不振だった自動車販売が8月以降回復し始めた。2Qは月間販売台数が230~40万台だった販売台数が、9月には285万台に達し、通年で2900万台に達する見通しであり、久々に過去最高の2803万台（2016年）を上回る見通し。

消費財小売総額の前年比伸び率の推移を見ると、7月（前年比+2.5%）をボトムに8月以降回復に転じ、10月は同+7.6%に達した（図表2参照）。

4. 中国経済の先行き見通し

以上のように、マクロ経済指標を見ると、不動産関連の投資と消費を除いて、工業・サービス生産、製造業設備投資、消費とも8月以降、緩やかな回復傾向が続いている。

1~9月累計の実質GDP成長率は前年比+5.2%に達しており、昨年4Qの成長率が同+2.9%と低かったことを考慮すれば、本年の4Qはその反動が出て同+5%を上回ると予想される。このため、本年の成長率は通年で+5.2~5.3%に達すると見られている。これで今年の政府の成長率目標である5%前後は達成できる可能性が高い。しかし、だからと言って経済が正常化したとは言い難いというのが経済政策運営に精通した中国の経済専門家の見方である。

先行きに対する企業経営者や消費者のコンフィデンスの回復は鈍く、現時点では経済が正常化したと言える状態ではない。コンフィデンスが本格的に回復するには今後1~2年の時間を要するため、目の前の不透明な霧が晴れるとすれば2025年

以降になる可能性が高いと見られている。

こうした状況下、先行きの不安材料は第 1 に、不動産市場停滞の長期化であり、第 2 に、経済の厳しい現状に対する党・政府上層部の認識が不十分であることへの懸念である。

第 1 の点については上述の通り、不動産市場に関する不安材料は政府の公的資金投入がいつ頃になるかによって左右される。中国政府が慎重姿勢を長く保ちすぎると不動産価格が下落し続け、不良債権問題のリスクが拡大する。

第 2 の点については、党中央・国務院の上層部が、足許の民間企業や消費者のコンフィデンスの低下の問題をどこまで深刻に受け止めているかが分かりにくいという問題が指摘されている。加えて、上層部の認識が不十分であることが分かった場合でも、その下の地位にある党中央・政府の高官等が現場第一線の厳しい認識をタイムリーかつ的確に上層部に伝えることができるのかという不安もある。

足許のマクロ指標は回復傾向を示してはいるが、先行きに対する不安は根強く、政策判断も難しい。

加えて、通常であればすでに実施されていてもおかしくない三中全会がいまだに開催日程の予告さえ発表されていない。その理由について、足許の経済情勢の厳しさに関する認識、および、それに対する経済政策の選択肢等に関する党内のコンセンサス形成に時間を要しているのではないかとの見方がある。

次の三中全会は習近平政権第 3 期の経済政策運営の基本方針を示すものであるが、その決定が遅れば、政権に対する信頼回復に影響し、経済政策運営にも支障が生じる。そうした事情からあまり先送りはできない。遠からず公表される三中全会の内容に注目が集まっている。

以 上