

2023年7月20日 全9頁

中国：局面打開策は民営企業の強力テコ入れ

23年4～6月の中国経済、ロックダウンからの反動は小幅にとどまる

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

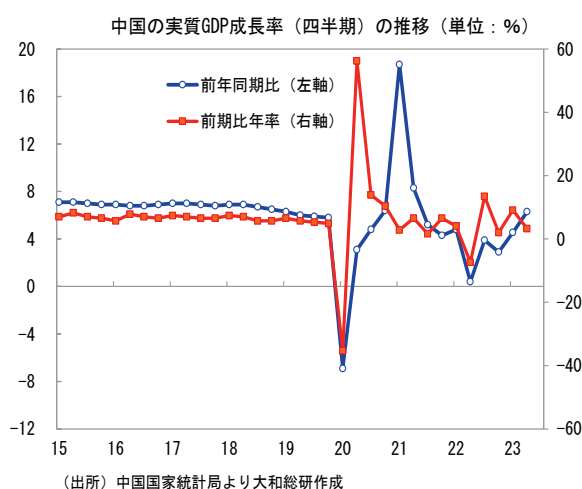
- 中国国家統計局によると、2023年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比6.3%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比）となり、1月～3月の4.5%から加速した。しかし、2022年4月～6月が上海市ロックダウンの影響などで、わずか0.4%であったことを考えると、反動増は小幅にとどまったといわざるを得ない。厳格な「ゼロコロナ」政策から「ウィズコロナ」政策への転換に伴う経済再開（リオープン）は早くも息切れした格好だ。
- 中国経済の本格回復には、民営企業を強力にサポートする必要がある。7月末に中国共産党の中央政治局会議が開催され、下半期の経済政策の重点を決定するとみられる。その場でこうした決意が語られるのか否か、大いに注目されよう。李強首相は民営企業が発展する浙江省での勤務経歴が長く、その重要性を熟知している。しかし、社会主義的な考え方が強い習近平国家主席が、果たして民営企業をことさらに重視する政策を容認するのだろうか。否の場合、中国経済の本格回復は期待薄となろう。2023年の実質成長率は5.4%程度となり、政府目標の5.0%前後は達成できよう。しかし、2022年が3.0%成長にとどまったことを考えると、中国の成長力は明らかに低下している。

2023年4月～6月の景気回復は期待外れ

中国国家统计局によると、2023年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比6.3%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、1月～3月の4.5%から加速した。しかし、2022年4月～6月が上海市ロックダウンの影響などで、わずか0.4%であったことを考えると、反動増は小幅にとどまったといわざるを得ない。4月～6月の前期比は0.8%、年率換算は3.2%と、1月～3月のそれぞれ2.2%、9.1%から大きく減速した。厳格な「ゼロコロナ」政策から「ウィズコロナ」政策への転換に伴う経済再開（リオープン）は早くも息切れした格好だ。

2023年1月～6月の5.5%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が4.2%pt、総資本形成は1.8%pt、純輸出は▲0.6%ptであった。1月～3月の4.5%成長に対する寄与度は、最終消費支出が3.0%pt、総資本形成は1.6%pt、純輸出は▲0.1%ptであったことからすると、消費が景気を牽引した形となっている。ただし、これも2022年1月～6月の最終消費支出の寄与度が0.8%ptにとどまっていた反動によるものである。

中国の実質GDP成長率（四半期）の推移（左） 需要項目別寄与度（右）



実質GDP成長率（前年比） 需要項目別寄与度（単位：％、％pt）

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.9	1.6	0.6
2016	6.8	4.5	3.1	▲0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.7	4.3	2.9	▲0.5
2019	6.0	3.5	1.7	0.7
2020	2.2	▲0.2	1.8	0.6
2021. 1-3	18.7	8.8	5.1	4.8
1-6	13.0	7.0	3.3	2.7
1-9	10.1	5.7	2.3	2.1
1-12	8.4	5.5	1.1	1.8
2022. 1-3	4.8	3.2	0.6	0.9
1-6	2.5	0.8	0.5	1.2
1-9	3.0	1.3	0.6	1.1
1-12	3.0	1.0	1.5	0.5
2023. 1-3	4.5	3.0	1.6	▲0.1
2023. 1-6	5.5	4.2	1.8	▲0.6

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

リベンジ消費は早くも息切れ

中国は2023年1月8日より、新型コロナウイルス感染症の分類・管理を従来の「乙類甲管理」（分類は中程度の重篤度であるが、最も厳格な管理が必要）から「乙類乙管理」（分類も管理も中程度）に引き下げたことにより、不可逆的な「ウィズコロナ」政策に転換した。2020年から3年間続いた「ゼロコロナ」政策に終止符が打たれ、リベンジ消費への期待が高まったのである。中国の総貯蓄率は、高齢化の進展に伴い2010年をピークに低下傾向にあったが、コロナ禍で消費が抑制された結果、2020年～2022年はトレンドに反して上昇が続いた。トレンドからの乖離を合計すると、GDP比で9.5%程度となり、これがリベンジ消

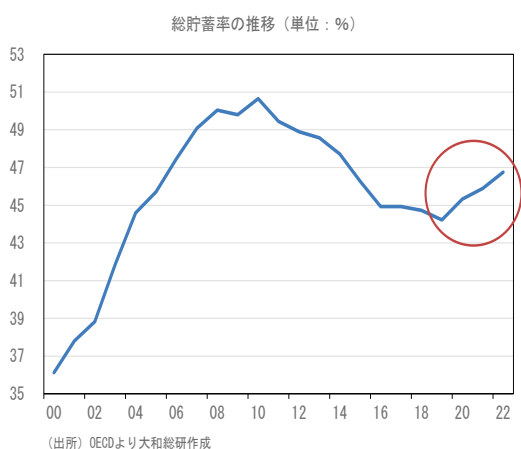
費の源泉となると期待された。しかし、期待に反して消費者の財布のひもは緩んでいない。

2023年4月～6月の小売売上は10.7%増となり、1月～3月の5.8%増から加速したが、これは前年同期が4.6%減に沈んだ反動によるものである。2022年と2023年の伸び率の平均は、4月～6月は2.8%増にとどまり、1月～3月の4.5%増から減速した。

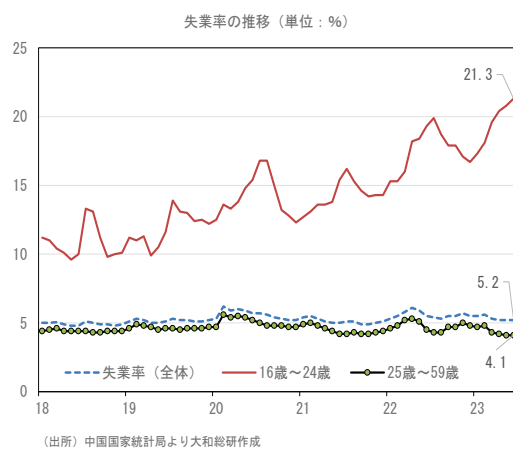
同様に、接触型消費の代表格である外食（レストラン収入）は、2023年4月～6月は29.9%増となり、1月～3月の13.9%増から加速した。しかし、2022年と2023年の伸び率の平均は、4月～6月は4.7%増となり、1月～3月の7.0%増から鈍化している。

冴えない消費の要因のひとつは、若年層（16歳～24歳）の高失業率である。2023年6月は実に21.3%に達し、過去最高の更新が続いている。背景には、3年にわたった「ゼロコロナ」政策や、2020年秋口からの巨大IT・プラットフォーム企業に対する規制強化、2021年夏の学習塾の非営利団体への移行、など政策の悪影響により、民営企業を中心に若年層の雇用吸収効果の大きい産業が軒並み不況に陥ったことなどがある。かつて、中国の若年層は「月光族（毎月の給料を使い尽くす）」と呼ばれ、消費性向が高かったのだが、こうした人々が節約志向を強めているのである。

総貯蓄率の推移（左）



失業率の推移（右）



1月～6月の固定資産投資は3.8%増に減速

固定資産投資は2023年1月～3月の5.1%増から1月～6月は3.8%増に減速した。

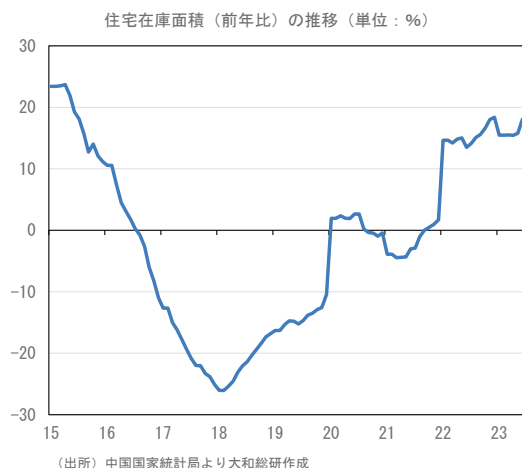
2023年1月～6月の分野別内訳は、製造業投資は6.0%増（1月～3月は7.0%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が10.1%増（同10.8%増）、不動産開発投資が7.9%減（同5.8%減）であった。

不動産開発投資に関連して、デベロッパーへの銀行貸出の強化などによって、住宅を契約通りの品質と納期で購入者に引き渡す「保交楼」はある程度奏功し、住宅竣工面積は増加している。

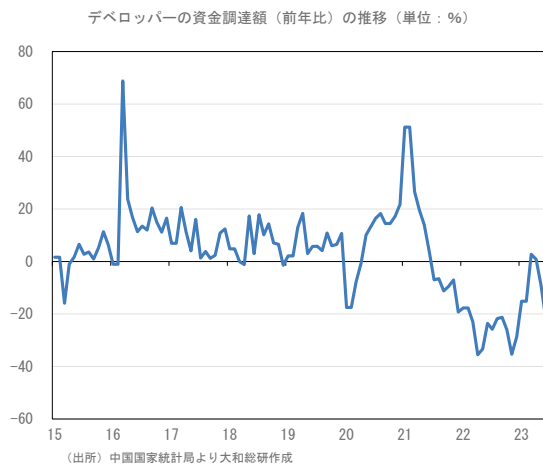
一方で、「保交楼」は建設中の物件の完成と引き渡しが目的であり、新規需要を刺激するわけではない。供給が増加する一方で、需要が減退すれば、住宅在庫は増加する。2023年6月末の住宅在庫面積は18.1%増の3.1億㎡に積み上がった。こうした状況下で5月、6月の新規着工面積は3割以上の減少を記録している。さらに懸念されるのは、「保交楼」の息切れだ。デベロッパーの資金調達額（月次）は、2023年3月に21カ月ぶりに増加に転じたものの、5月には再び前年割れとなり、6月は21.9%減にマイナス幅を広げた。

また、2023年1月～6月の固定資産投資を国有部門と民営部門に分けると、国有は8.1%増であったのに対して、民営は0.2%減と明暗が分かれた。「国進民退」とは、政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業は蚊帳の外に置かれることを表すが、2022年春以降、こうした状況が続いている。

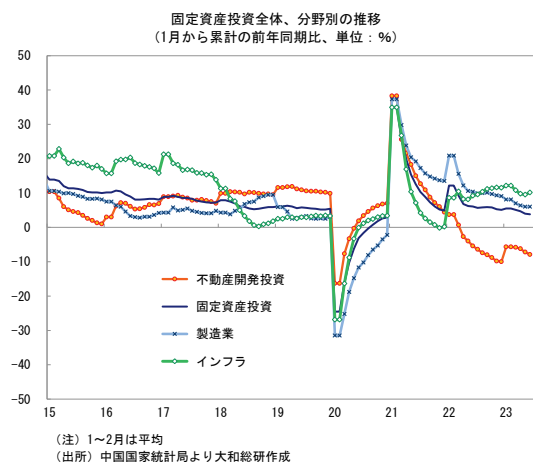
住宅在庫面積（前年比）の推移（左）



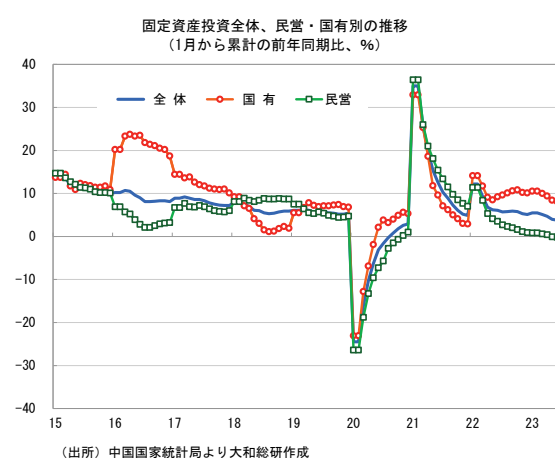
デベロッパーの資金調達額（前年比）の推移（右）



固定資産投資全体、分野別の推移（左）



固定資産投資全体、民営・国有別の推移（右）



4月～6月の輸出はマイナス幅が拡大

2023年4月～6月の輸出は4.7%減（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）と、1月～3月の1.5%減からマイナス幅が拡大した。3月から4月に輸出が堅調に推移する局面があったが、これは、2022年12月下旬にかけての新型コロナウイルス感染症の感染爆発が終結し、さらに2023年1月～2月の旧正月の帰郷ラッシュが終わったことで、供給体制が復旧したことが大きかったとみられる。5月は7.1%減、6月は12.4%減とマイナス幅を広げた。積み上がった受注の消化が一巡し、世界需要の減速の影響が色濃く出てきたのであろう。

2023年4月～6月の輸入は6.4%減と、1月～3月の7.0%減からほぼ変わらずであった。輸入は2022年8月から前年割れが続いている。内需の回復が鈍いことは確かであるが、消費も固定資産投資も増加を維持している。製品や部品の国内調達率（国産化率）の高まりが、輸入を減退させている可能性がある。

2023年4月～6月の貿易黒字は0.8%増の2,237億ドルであった。1月～3月は22.7%増の1,850億ドルであり、貿易黒字の増加率鈍化が実質GDP成長率の需要項目別寄与度における純輸出のマイナス幅拡大（1月～3月は▲0.1%pt、1月～6月は▲0.6%pt）につながった。

最後に、中国と西側先進国とのデカップリングやデリスキングは、輸出・輸入両面の阻害要因となる。今後の動向に引き続き注視が必要である。

景気の本格的な回復に必要な民营企业への強力なテコ入れ策

このように、中国経済は内憂外患の状況に陥っており、景気テコ入れのための様々な政策の発動が期待されている。具体的には、①年内の追加利下げ（中国人民銀行は2023年6月20日に政策金利を0.1%pt引き下げ）、②預金準備率引き下げによる貸出増加、③1兆元（GDP比0.8%）規模の特別国債の発行による景気下支え、④インフラ投資などに充当する地方政府特別債券の増額、⑤各種補助金による耐久消費財の購入促進策やクーポン配布による消費刺激策、などである。こうした景気テコ入れ策はある程度の効果が期待できる。しかし、④のインフラ投資の投資収益率は低下し、投資回収期間の長期化のみならず、不良債権化リスクも高まっている。⑤の耐久消費財の補助金政策は需要の先食いであり、その後は反動が懸念される。クーポン配布による消費刺激策の効果は一過性のものととどまる。

こうした中で、筆者が注目するのは、(1) 民营企业への強力なテコ入れ策と、(2) 不動産市場安定化策の行方である。

まず、民营企业へのテコ入れ策に関連して、中国人民銀行は7月7日、中国の巨大プラットフォーム企業のアリババの金融部門であるアントグループに、過去の金融関連の法律・規定違反に対するものとして71億元（約1,353億円）の罰金を科すとした。巨額な罰金と民营企业へのテコ入れ策は、相容れないようにみえるが、ポイントは、これをもって巨大プラットフォーム企業の金融業務に対する集中是正が完了し、通常の監督管理に移行するとしている点である。

李強首相は7月12日に、プラットフォーム企業座談会を開催し、「広範なプラットフォーム企業が発展をリードし、雇用を創出し、国際競争の中で大いに力を振るうことを希望する。」「イノベーション・ブレイクスルーを持続的に推進する」「政府は透明性のある、予測可能な常態化した監督管理制度を整備し、業界の発展を促す」などとして、プラットフォーム企業の発展を支援するとした。この他、7月17日には、鄭柵潔・国家発展改革委員会主任が鉄鋼、電子部品、食品加工など幅広い産業の民営企業の経営者を集めた座談会を開催している。この中で、国家発展改革委員会は民営企業との意見交換の場を常設し、民営企業の生の声を聞き、民営経済の発展環境を改善していくとした。

さらに、中国共産党中央と国務院は7月14日付け（発表は7月19日）で「民営経済の壮大な発展を促進することに関する意見」を発表した。これは基本方針であり、政策の具体化が待たれる。

こうした動きは歓迎すべきであるが、求められるのは民営企業に対する具体的な強力なテコ入れ策の発動だ。2018年11月の民営企業座談会において、習近平国家主席は「民営経済は税収の5割以上、GDPの6割以上、技術革新の7割以上、都市部雇用の8割以上、企業数の9割以上を占める」と発言した。であれば、民営企業への支援を厚くすることが、景気回復には最も効果的なはずである。例えば、民営企業向けの銀行貸出の伸び率が全体を上回るようにしたり、預金準備率引き下げの際に、増加した貸出余力の向け先の多くを民間企業にするよう、中国人民銀行が窓口指導を行うなど、実効性のある政策の実施が望まれる。

次に、不動産市場の安定化についても新たな政策が打ち出されている。7月10日、中国人民銀行と国家金融監督管理総局は、2022年11月の16項目のサポート策の実施期間を当初予定から1年半ほど延長して（2022年11月から半年以内に期限が到来する金融支援は1年間延長→2024年末に期限が到来するものは1年間延長）、工事中断問題を改善し、住宅の期限通りの引き渡しを推進するとした。ただし、これはデベロッパーの資金調達難の一部を緩和し得るが、住宅への需要を高めるような政策ではない。

瀕死のデベロッパーを全て救う必要はないが、少なくとも2020年8月の中国版総量規制（負債関連の「3つのレッドライン」）の導入時に財務の健全性が高いと判断されたものの、その後の銀行の貸し渋りなどでデフォルトを余儀なくされた民営のデベロッパーについては、金融面でのサポートがあつてしかるべきであろう。次頁図表は中国の上場デベロッパーの3つのレッドライン抵触状況と債務不履行（デフォルト）の関係を見たものであり、財務の健全性とデフォルト状況にはあまり関係がない。55社のうちデフォルトを起こしたのは31社を数えるが、その内訳は、民営デベロッパーが28社に達した一方で、国有デベロッパーはわずか3社にとどまる。ここでも「国進民退」が生じているのである。

結局のところ、中国経済の本格回復には、民営企業を強力にサポートする必要がある。7月末に中国共産党の中央政治局会議が開催され、下半期の経済政策の重点を決定するとみられる。その場でこうした決意が語られるのか否か、大いに注目されよう。李強首相は民営企業が発展する浙江省での勤務経歴が長く、その重要性を熟知している。しかし、社会主義的な考え方が強

い習近平国家主席が、果たして民営企業をことさらに重視する政策を容認するのだろうか。否の場合、中国経済の本格回復は期待薄となろう。

大和総研は2023年の中国の実質GDP成長率を5.4%程度と予想している。政府目標の5.0%前後は達成できるとの見立てだ。2020年の第1次コロナショック時の実質成長率は2.2%、2021年はその反動もあり8.4%成長を遂げ、2年間の平均は5.3%であった。同様に、第2次コロナショック時の2022年の実質成長率は3.0%となり、2023年が大和総研の想定通り(5.4%)の場合、2年間の平均は4.2%にとどまる。中国の成長力は明らかに低下している。

不動産デベロッパー（上場会社）の負債関連の3つのレッドライン抵触状況と融資規制 (2023年7月18日時点。2021年度決算)

レッドライン 抵触数	表示	リスク	年間の有利子 負債増加率	社名
ゼロ	緑	リスク小	15%以内	中国海外発展（中央企業）、華潤置地（中央企業）、招商蛇口（中央企業）、合生創展集團（民営企業）、中国金茂（中央企業）、濱江集團（民営企業）、仁恒置地集團（民営企業）、雅居樂集團（民営企業）、華發株式（国有企業）、中駿集團ホールディング（民営企業）、龍湖集團（民営企業）、建發國際集團（国有企業）、金地集團（国有企業）、遠洋集團（国有企業）、弘陽不動産（民営企業）、万科企業（国有企業）、華僑城集團（中央企業）、越秀不動産（国有企業）、禹州不動産（民営企業）、保利發展（中央企業）、德信中国（民営企業）、旭輝ホールディング集團（民営企業）、新城ホールディング（民営企業）、金輝集團（民営企業）
1	黄	↑ ↓	10%以内	融信中国（民営企業）、金科株式（民営企業）、綠城中国（国有企業）、大悅城不動産（国有企業）、龍光集團（民営企業）、合景泰富集團（民営企業）、美的置業（民営企業）、碧桂園（民営企業）、時代中国ホールディング（民営企業）、中梁ホールディング（民営企業）、大唐不動産（民営企業）、力高集團（民営企業）、建業不動産（民営企業）
2	橙		5%以内	首開株式（国有企業）、保利置業集團（中央企業）、宝龙不動産（民営企業）、正栄不動産（民営企業）、荣盛發展（民営企業）、中南建設（民営企業）、綠地ホールディング（国有企業）
3	赤	リスク大	0%以内	富力不動産（民営企業）、中交不動産（中央企業）、陽光城（民営企業）
期限内に決算が未発表				融創中国（民営企業）、中国恒大（民営企業）、世茂集團（民営企業）、中国奥園（民営企業）、祥生ホールディング集團（民営企業）、佳兆業集團（民営企業）、新力ホールディング集團（民営企業）、花樣年ホールディング（民営企業）

(注1) 3つのレッドラインでは、①前受金控除後の総負債比率（総負債÷総資産×100）が70%以上、②純負債資本比率（有利子負債から現金を控除したもの÷資本×100）が100%以上、③現預金短期負債比率（現預金÷短期負債×100）が100%以下、であることを問題視している

(注2) 赤い字は債務不履行（デフォルト）が報道されている企業

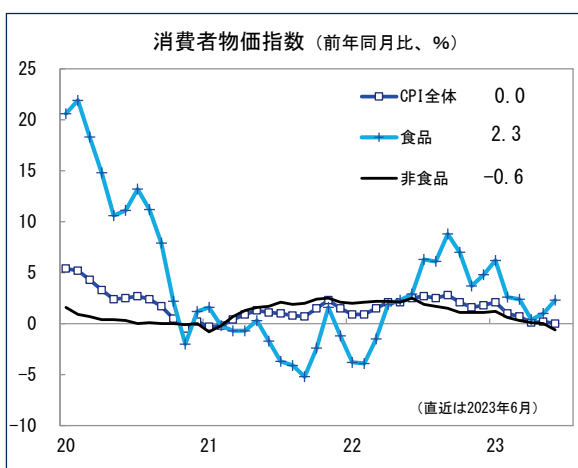
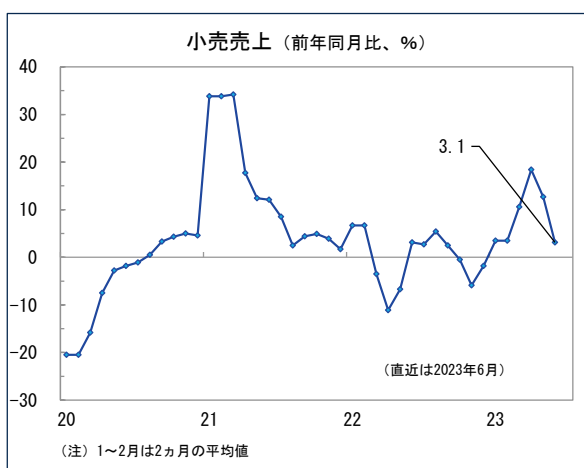
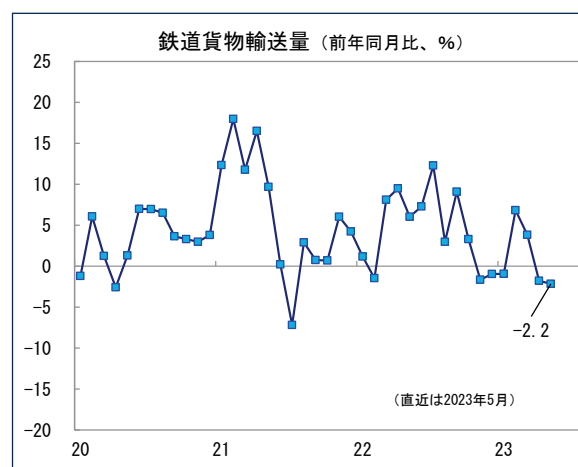
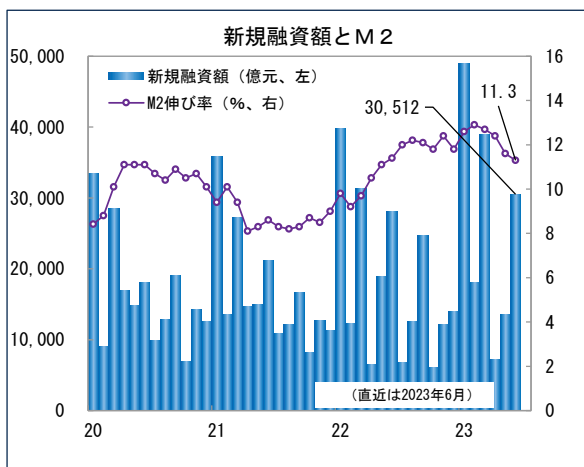
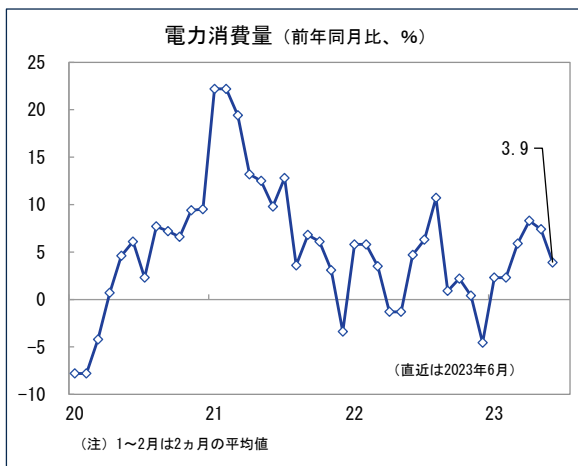
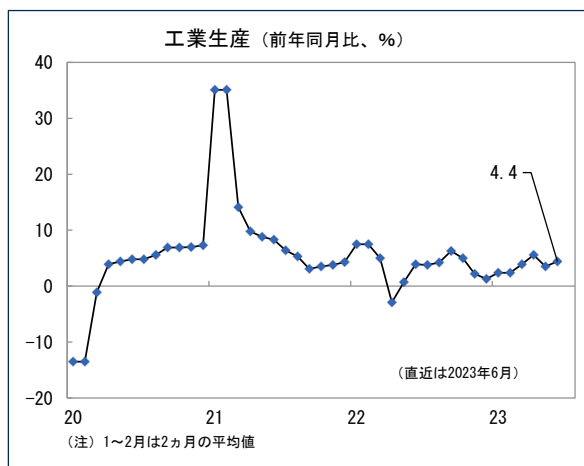
(出所) 中国民間不動産シンクタンク「克而瑞不動産研究院」より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2022年6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2023年1月	2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	0.4	-	-	3.9	-	-	2.9	-	-	4.6	-	-	6.3
工業生産（前年同月比、%）	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	4.4
電力消費量（前年同月比、%）	4.7	6.3	10.7	0.9	2.2	0.4	-4.6	2.3	5.9	8.3	7.4	3.9	3.9
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	7.3	12.3	3.0	9.1	3.3	-1.6	-0.9	-0.9	6.8	3.8	-1.8	-2.2	-2.2
固定資産投資（前年累計比、%）	6.1	5.7	5.8	5.9	x	5.3	5.1	5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.8
不動産開発投資（前年累計比、%）	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-7.9
小売売上（前年同月比、%）	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	3.1
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0
食品（前年同月比、%）	2.9	6.3	6.1	8.8	7.0	3.7	4.8	6.2	2.6	2.4	0.4	1.0	2.3
非食品（前年同月比、%）	2.5	1.9	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0	-0.6
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	8.5	6.5	4.2	2.6	0.3	-0.6	0.3	0.1	-0.5	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5
新規融資額（億元）	28,046	6,790	12,500	24,700	6,152	12,100	14,000	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600	30,512
M2伸び率（%）	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3
輸出（前年同月比、%）	16.2	17.2	6.5	4.9	-1.0	-9.7	-11.4	-8.0	11.4	7.3	-7.1	-12.4	-12.4
輸入（前年同月比、%）	-0.2	1.4	-0.5	-0.1	-0.9	-10.7	-7.2	-9.9	-1.6	-8.1	-4.5	-6.8	-6.8
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	954.0	1000.2	786.5	827.2	835.2	670.0	720.4	534.3	781.3	868.2	662.6	706.2	706.2
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.8	5.5	5.8	6.1	5.9	5.7	5.8	5.2	4.7	4.6	4.5	4.3	3.5
上海（前年同月比、%）	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	3.9	4.1	4.6	4.9	4.8
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-34.4	-36.1	-37.2	-38.0	-37.8	-38.9	-39.4	-9.4	-19.2	-21.4	-23.1	-24.9	-24.9
竣工面積（前年累計比、%）	-21.5	-23.3	-21.1	-19.9	-18.7	-19.0	-15.0	8.0	14.7	18.2	19.1	18.4	18.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-22.2	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3	-24.3	-3.6	-3.5	-5.4	-8.5	-13.7	-13.7
金額（前年累計比、%）	-28.9	-28.8	-27.9	-26.3	-26.1	-26.6	-26.7	-0.1	3.0	5.2	3.0	-4.5	-4.5

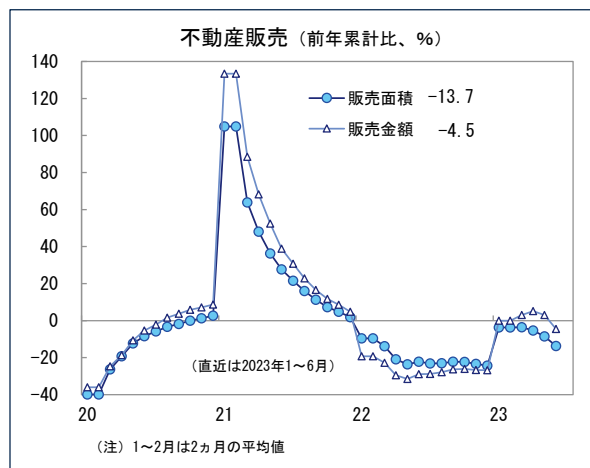
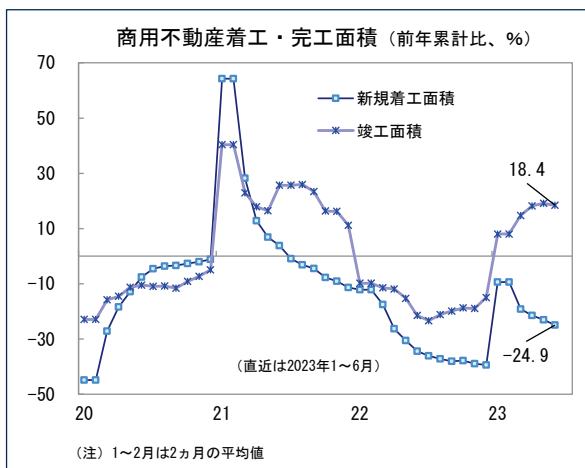
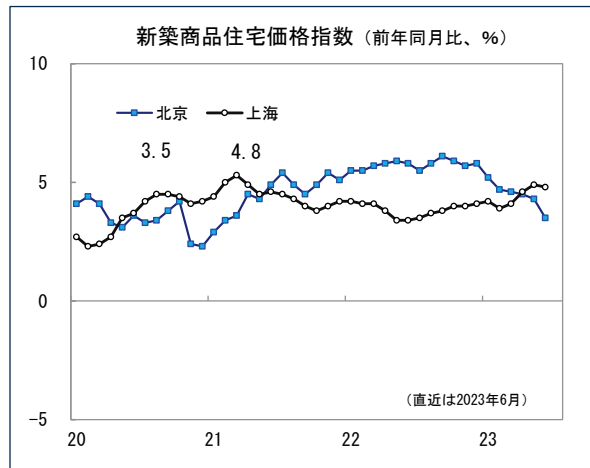
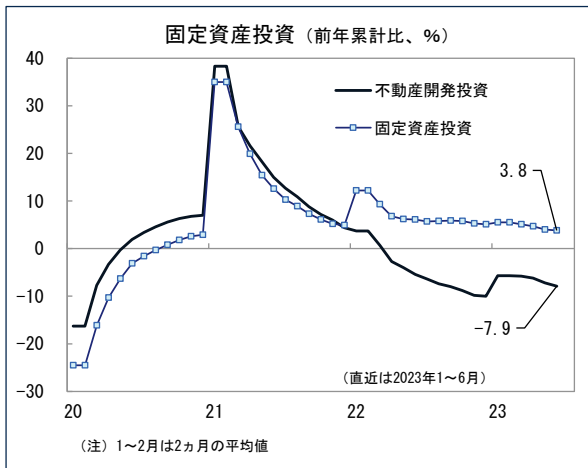
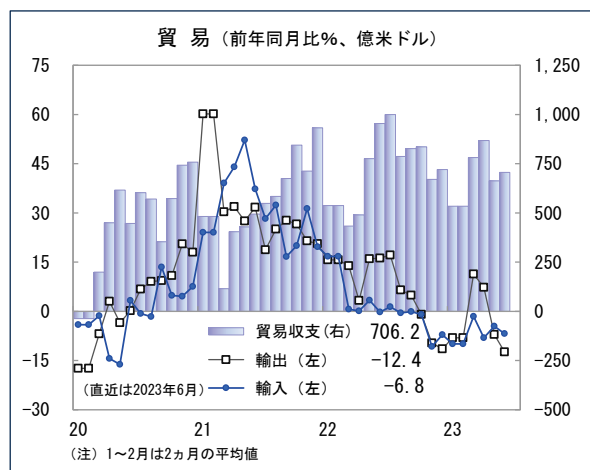
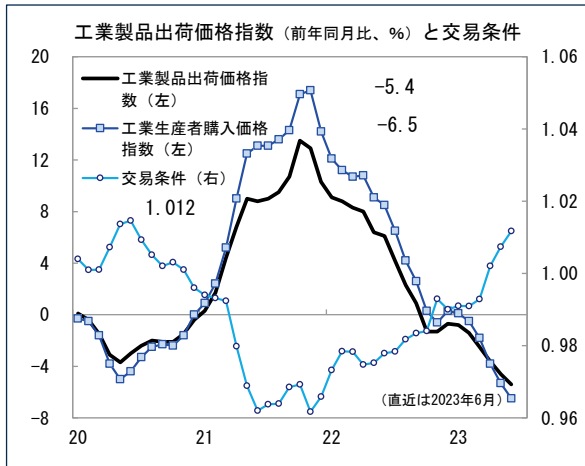
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国エネルギー局、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成