

## 中国経済：急回復は続かず、2023年の成長率は目標の5%をかわろうじて達成（改定見通し）

感染状況の落ち着きと移動制限緩和を受け、春節休暇中の消費はサービスを中心に好調。各地方政府が発表した2023年の成長率目標は、インフラ投資拡大により安定成長を目指す方針を示唆。2023年の景気は、個人消費の急回復や不動産市場の底入れを受けて持ち直すも、①家計の貯蓄志向の強さ、②自動車など一部財消費の不振、③家計の不動産購入意欲の低さ、などで回復の持続性に欠く。弱さを補うべくインフラ投資による下支えが図られ、目標とされるであろう5%成長をかわろうじて達成するも、2年平均では4%と低成長にとどまる見通し。

### 感染状況は落ち着き、春節休暇中の消費はサービス中心に好調

中国の1~2月の主要統計は、春節休暇の影響で歪むため3月にまとめて発表されるものが多い。数少ない1月の指標であるPMIは製造業・非製造業ともに4ヵ月ぶりに50を回復、コロナ感染の落ち着きを受けて改善した（詳細は後半の「主な指標の動き（2023年1月）」参照）。以下、春節休暇中（1月21~27日）の消費動向や各地方政府が発表した2023年の成長率目標を整理し今後の中国経済を展望する。

まず、最近の感染状況を確認すると、12月7日のゼロコロナ政策大幅緩和後、都市部を中心に感染が急拡大、2022年12月末から2023年1月初には感染第1波のピークを越えたとみられる<sup>1</sup>。春節休暇前後の移動により、農村部を中心とした感染拡大が懸念されていたが、衛生当局の発表によると、発熱外来受診者数は休暇前に比べ約4割減少、救急外来受診者数も約3割減少、感染は拡大しなかった模様<sup>2</sup>。また、水際対策緩和（1月8日~）や海外旅行の解禁（2月6日~）に伴い懸念されていた変異株についても、衛生当局は「感染力や免疫逃避能力、病原性が著しく強くなった変異株は検出されていない」としている<sup>3</sup>。衛生当局による感染者数データの公表が1月9日以降停止されているため、統計による実体把握は難しいが、道路混雑状況や地下鉄乗客数を示す日次データ（下図）は春節休暇後の人流の急回復を示唆、感染は落ち着いている模様。

#### 道路混雑指数



(出所) wind

(注)7日間後方移動平均。直近は2月19日。円滑に走行できる状態での標準走行時間に対する実際の所要時間の比率。

#### 地下鉄乗客数(2020年=100)



(出所) wind

(注)7日間後方移動平均。直近は2月18日。

<sup>1</sup> ゼロコロナ政策大幅緩和後の感染動向については、2023年1月24日付 Economic Monitor「中国経済：感染ピーク越えも景気回復に力強さを欠く見通し」を参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2287/>

<sup>2</sup> 「国务院联防联控机制 2023年1月30日新闻发布会介绍春节期间疫情防控有关情况」2023年1月30日。

<sup>3</sup> 「国务院联防联控机制 2023年2月9日新闻发布会介绍重点人群、重点机构、重点场所疫情防控情况」2023年2月9日。

コロナ感染の落ち着きと移動制限の緩和を受け、春節休暇中の消費はサービス消費を中心に好調だった。国家税務総局によると、春節休暇中の全国の消費関連産業の売上高は前年比+12.2%、うち財消費は+10%、サービス消費は+13.5%となった。

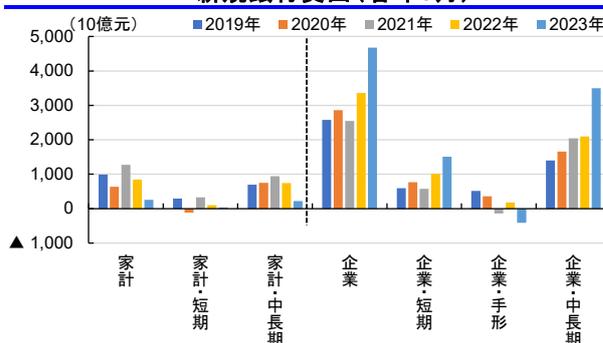
旅行や飲食などサービス消費について別の統計でも確認すると、旅行者数は3億800万人（2019年対比88.6%、前年比+23.1%）、旅行収入は3,758億元（2019年対比73.1%、前年比+30.0%）、旅客数は2億2,564万人（2019年対比53.6%、前年比+72.2%）と、いずれもコロナ前の水準には至らないものの、前年比では大幅に回復した（下左図）。また、春節休暇中の主要飲食企業の営業収入は2019年対比+1.9%・前年比+24.7%、来客数は2019年対比横ばい・前年比+26%と、飲食サービス消費は前年比で大幅回復、2019年の水準を取り戻した<sup>4</sup>。

春節休暇中の旅行者数・旅行収入・旅客数



（出所）中国文化旅行部、中国交通運輸部

新規銀行貸出（各年1月）



（出所）中国人民銀行

他方、財消費のうち、乗用車販売や不動産販売は停滞している模様。1月の乗用車販売は前年末の乗用車取得税減税終了の影響で前年比▲33%と大幅減、当社試算の前月比でも▲6.5%と減少した。不動産に関しては、春節休暇開始日を挟んで前後2週間（1月7日～2月4日）の30都市不動産販売面積が前年同期比▲20.5%と低迷した。1月の新規銀行貸出を見ても、住宅ローンに対応する家計向け中長期貸出の増加幅が前年から大きく縮小しており<sup>5</sup>、家計の不動産購入意欲の低迷が示唆される（上右図）。

### 地方政府はインフラ投資拡大により安定成長を目指す方針

3月5日から開催される全国人民代表大会（全人代）を控え、多くの地方政府が春節休暇開始までに地方レベルの全人代を開催、成長率の2022年実績や2023年の目標、経済政策を発表した。

2022年の成長率は、ロックダウンなど厳しい行動制限を受け、すべての地方政府で目標を大幅に下回った（P.3表）。2023年の成長率目標も、31省市区のうち過半の21地方政府で2022年の目標から0.5%～1%Pt引き下げられ、6省市区が横ばい、4省市区だけが0.5%～1%Pt引き上げており、昨年の反動もある中で総じて控えめである。それだけ安定成長を目指す上で意識すべきダウンサイド・リスクが少なくないということであろう。各地の成長率目標を名目GDP（2022年）で加重平均すると前年比+5.6%となり、2022年の成長率目標（加重平均値+6.1%）を0.5%Pt下回っている。そのため、今年3月の全人代で発表される中国全体の2023年の成長率目標も、2022年の「5.5%前後」から「5%前後」または「5%以上」へ引き下げられると予想する。

<sup>4</sup> 中国烹饪协会「春节餐饮市场回暖 各地餐饮“钱”“兔”似锦」2023年1月28日。

<sup>5</sup> 家計向け中長期貸出の縮小は、住宅ローン金利低下を受けた、住宅ローンの繰り上げ返済増加も影響している模様。

成長率目標に加え、25 省市区が固定資産投資の伸び率目標、23 省市区が社会消費品小売総額の伸び率目標を掲げている。それぞれを各地の名目 GDP（2022 年）で加重平均すると、固定資産投資の目標は前年比+8.1%と、小売の目標（+7.4%）よりも高い伸びとなった。多くの地方政府が個人消費の回復についてやや慎重に見ており、それゆえ投資による景気下支えを目指していることが示唆される。

そして、固定資産投資のうち、不動産投資の回復は期待薄であり、輸出減速によって製造業の設備投資も伸び悩みむと見込まれる。そのため、各地方政府はインフラ投資の拡大によって目標達成を図るしかない。

各地方政府の予算報告を集計すると、インフラ投資の財源となる地方政府専項債の前倒し発行枠は、3 月の全人代を前に早くも上限（前年の発行枠 3.65 兆元の 60%）の 2.19 兆元に達している<sup>6</sup>。前倒し分だけでも 2022 年（1.46 兆元）に比べ 50%もの大幅増であり、今年前半のインフラ投資の勢いは強まる可能性が高い。

ただ、地方政府の財政悪化への懸念から、2023 年通年の地方政府専項債は、2022 年の 3.65 兆元をやや上回る程度にとどまると見込まれる。そのため、政府は中央から地方政府への財政移転を拡大、さらに政策性銀行による貸出拡大や資金調達ツール<sup>7</sup>などの手段を活用し、インフラ投資向けの資金源を確保しよう。実際、先述の 1 月の新規銀行貸出のうち、企業向け中長期貸出が大幅に拡大しているが（P.2 右図）、不動産デベロッパー向け貸出拡大のほか、政策性銀行および大手国有銀行によるインフラ向け貸出の拡大が押し上げに寄与したとみられる。

### 回復は持続力に欠け、2023 年の成長率はかろうじて 5%を達成

以上の足元の景気・政策動向を踏まえ、2023 年の中国経済の見通しを展望すると、個人消費の回復や不

各地方政府の成長率目標

	2022年 成長率	2022年 成長率目標	2022年 目標達成度	2023年 成長率目標	2022年 目標対比	2023年 投資目標	2023年 小売目標
福建	4.7%	6.5%	×	6%前後	↓	6%	10%
江西	4.7%	7%以上	×	7%前後	→	8%以上	8.5%前後
湖南	4.5%	6.5%以上	×	6.5%前後	→	7%以上	-
甘肅	4.5%	6.5%以上	×	6%	↓	10%	10%
山西	4.4%	6.5%前後	×	6%前後	↓	7%以上	7%前後
湖北	4.3%	7%前後	×	6.5%前後	↓	10%以上	10%以上
雲南	4.3%	7%前後	×	6%以上	↓	9%前後	10%以上
陝西	4.3%	6%前後	×	5.5%前後	↓	8%前後	6%前後
内モンゴル	4.2%	6%前後	×	6%前後	→	10%以上	-
寧夏	4.0%	7%	×	6.5%前後	↓	10%	5%
山東	3.9%	5.5%以上	×	5%以上	↓	-	-
河北	3.8%	6.5%	×	6%前後	↓	6.5%前後	6%以上
安徽	3.5%	7%以上	×	6.5%前後	↓	10%以上	9.5%
新疆	3.2%	6%前後	×	7%前後	↑	11%前後	12%前後
浙江	3.1%	6%前後	×	5%以上	↓	6%以上	4.5%前後
河南	3.1%	7%	×	6%	↓	10%	8%
広西	2.9%	6.5%以上	×	5.5%前後	↓	8%	6.5%以上
四川	2.9%	6.5%前後	×	6%前後	↓	-	-
江蘇	2.8%	5.5%以上	×	5%前後	↓	-	-
黒龍江	2.7%	5.5%前後	×	6%前後	↑	8%以上	6%以上
重慶	2.6%	5.5%前後	×	6%以上	↑	10%	6%
青海	2.3%	5.5%前後	×	5%前後	↓	-	-
遼寧	2.1%	5.5%以上	×	5%以上	↓	10%以上	7%前後
広東	1.9%	5.5%前後	×	5%以上	↓	8%	6%
貴州	1.2%	7%前後	×	6%前後	↓	5%前後	7.5%以上
チベット	1.1%	8%前後	×	8%前後	→	13%前後	10%前後
天津	1.0%	5%以上	×	4%前後	↓	3%前後	6%前後
北京	0.7%	5%以上	×	4.5%以上	↓	-	-
海南	0.2%	9%前後	×	9.5%前後	↑	12%前後	10%前後
上海	▲0.2%	5.5%前後	×	5.5%以上	→	-	-
吉林	▲1.9%	6%前後	×	6%前後	→	7%前後	7%前後
加重平均	3.0%	6.1%		5.6%		8.1%	7.4%

（出所）各地方政府「政府活動報告」、中国国家统计局

<sup>6</sup> 「提前批专项债额度首次突破 2 万亿，释放什么信号？」2023 年 2 月 13 日 付第一財經。以前は、毎年 3 月の全人代で地方債の発行額が承認され、その後各地方政府が地方債を発行するため、特に前半の地方債の発行・活用が遅れていた。この問題を解決するため、2019 年以降、前年度の地方債発行枠の 60%以内という条件付きで、翌年度の地方債を全人代開催前に前倒して発行できることとなった。

<sup>7</sup> 中国語では「政策性開発性金融工具」。中国人民銀行の支援のもと、中国国家開発銀行、中国農業開発銀行、中国輸出入銀行がそれぞれインフラ建設ファンドを設立し特別金融債を発行、インフラ投資向けの資金調達を行う仕組み。2022 年に導入され、2022 年中に 7,400 億元の資金調達を実施、2,700 以上の大型プロジェクトの建設を支援した。

動産市場の底入れにより景気が持ち直すも、回復は持続力に欠ける見込み。個人消費は、2023 年前半はサービス消費を中心としたリベンジ消費により急回復するとみられるも、その後は①長引くゼロコロナ政策で悪化した雇用・所得環境の改善には時間がかかり、当面は貯蓄の取り崩しに慎重なこと、②自動車・住宅関連など一部耐久財消費の不振が下押しするとみられること、から回復の勢いは徐々に鈍ろう。①の貯蓄の取り崩しについては、中国人民銀行によるアンケート調査（2022 年 12 月末時点）で「貯蓄を増やす」との回答が過去最高水準の 61.8%となったほか、民間証券会社が実施したアンケート（2022 年 12 月および 2023 年春節休暇中に実施）でも 61.2%が「過去の貯蓄を積極的に減らさない」と回答している<sup>8</sup>。「取り崩す」との回答も、うち半数が金融資産への投資向けで、消費に充てるとの回答は約 3 割にとどまり、家計の貯蓄志向の強さが確認できる。

不動産市場については、大手デベロッパーに対する借入規制緩和など政府によるテコ入れ<sup>9</sup>を背景に底入れに向かうとみられるが、家計の購入意欲改善には時間を要し急回復は見込みにくいだろう。1 月の新築住宅価格指数（70 都市平均）は前月比+0.0%と、16 ヶ月連続の下落から横ばいに転化、足元で下げ止まりの兆しが示されている。ただし、先述の春節期間中の不動産販売や 1 月の家計向け中長期貸出の縮小から、家計の不動産購入意欲は依然低迷していることがうかがえる。需要回復の動きが弱い中、新規投資の進展も鈍く、2023 年通年の不動産投資は 2022 年からマイナス幅が縮小するも、前年比マイナスにとどまる見込み。

個人消費の回復に持続力を欠き、不動産市場の回復は見込めず、欧米景気の減速を背景に輸出は停滞する中、「前年比+5%以上」または「+5%前後」と見込まれる成長率目標を達成するため、政府はインフラ投資拡大による下支えを図ろう。以上から、2023 年の成長率は前年比+5.0%と、かろうじて目標を達成するも、2021 年からの 2 年平均では前年比+4.0%と低成長にとどまると予想する（右図）。

2024 年については、個人消費を中心とした景気回復が続くもそのペースは鈍化する見通し。

海外景気の回復を受けた輸出増により、純輸出はプラス寄与に転じるとみられる。他方、投資は不動産投資がプラスの伸びを回復するも、インフラ投資が前年の反動で減少、投資全体を下押ししよう。成長率は前年比+4.6%と 2023 年から小幅に減速すると予想する。

2023 年の成長率が予想に比べ上振れするとすれば、①消費刺激策が発表され 2023 年後半の消費も強いペースで回復、②3 月の全人代で地方政府専項債などインフラ投資向け資金源が想定以上に強化される場合であろう。一方で、①感染第 2 波が発生し再び行動抑制の動きが広がり個人消費や生産を下押し、②不動産市場の調整の更なる長期化、といった下振れリスクも残存している。当面は、来月の全人代で発表となる成長率目標や予算案、財政・金融政策、重要政策に注目したい。

<sup>8</sup> 国泰君安証券「八大問題看疫后居民预期 经济微观调查第一期」2023 年 2 月 1 日。

<sup>9</sup> 具体的なテコ入れ策については、2023 年 1 月 24 日付 Economic Monitor「中国経済：感染ピーク越えも景気回復に力強さを欠く見通し」を参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2287/>

中国のGDP成長率予測

前年比、%、%Pt	2019 実績	2020 実績	2021 実績	2022 実績	2023 予想	2024 予想
実質GDP	6.0	2.2	8.4	3.0	5.0	4.6
(12月時点予測)				3.1	4.5	4.8
最終消費	6.2	▲ 0.3	10.1	2.4	5.5	5.0
個人消費	6.4	▲ 1.8	12.7	1.4	6.2	4.7
政府消費	5.9	3.1	4.3	4.8	3.7	5.7
総資本形成	4.0	4.4	2.6	4.0	5.9	3.8
固定資産投資	5.2	3.3	2.4	4.6	5.5	3.7
在庫投資(寄与度)	▲ 0.5	0.5	0.1	▲ 0.2	0.2	0.1
純輸出(寄与度)	0.7	0.6	1.7	0.2	▲ 0.6	0.2
輸出	2.0	2.8	22.3	▲ 1.3	▲ 1.1	5.5
輸入	▲ 0.1	4.6	8.0	▲ 6.6	2.1	4.9
名目GDP	7.3	2.7	12.8	5.3	7.4	7.5
CPI	2.9	2.5	0.9	2.0	2.2	1.6
人民元/ドル(年平均)	6.91	6.90	6.45	6.73	6.67	6.77

(出所) 中国国家统计局、中国海関総署

(注) 輸出入は実質元建てベース。伊藤忠総研による試算値。

## 主な指標の動き (2023年1月)

## PMI (購買担当者指数)

1月の製造業 PMI は 50.1 と 12月 (47.0) から上昇、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を小幅ながら 4 ヶ月ぶりに上回った。都市部を中心に多くの地域で感染急拡大のピークを越え、企業の景況感が改善した。

主な内訳を見ると、新規受注 (12月 43.9→1月 50.9) が大幅に改善、需要の回復を示した。新規受注の内訳項目である新規輸出受注 (44.2→46.1) は改善したものの、海外景気の弱さを反映し引き続き 50 を下回った。生産

(44.6→49.8) やサプライヤー配送時間 (40.1→47.6) は大きく改善したが、感染急拡大による人手不足の影響が残り 50 以下の推移が続いた。雇用 (44.8→47.7) も 4 ヶ月ぶりに改善したが 50 を下回った。他方、原材料購入価格 (51.6→52.2) は上昇に転じた。

企業規模別では、大企業 (48.3→52.3) の景況感が 3 ヶ月ぶりに 50 以上を回復したが、中規模企業 (46.4→48.6) と小規模企業 (44.7→47.2) は 50 未満での改善にとどまった。

1月の非製造業 PMI (12月 41.6→1月 54.4) は大幅に上昇、4 ヶ月ぶりに 50 以上を回復。サービス業 (39.4→54.0) は、これまで感染拡大の悪影響を受けていた交通・小売・宿泊・飲食など接触型サービス業を中心に大きく改善。建設業 (54.4→56.4) も、インフラ投資のテコ入れに加え、感染拡大による悪影響も和らぎ、4 ヶ月ぶりに改善。

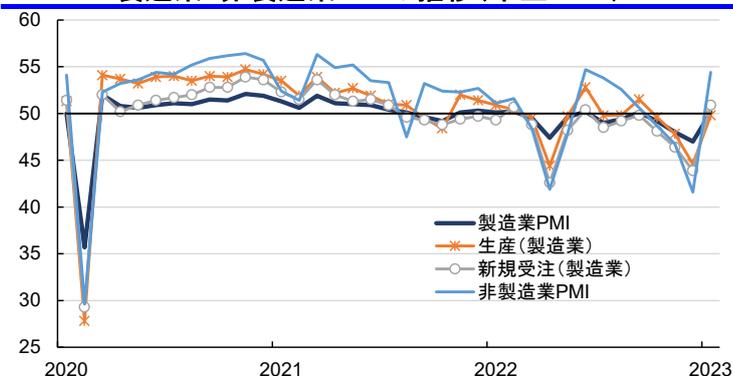
## 消費者物価

1月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 +2.1% と、12月 (+1.8%) から伸びを高めた。前月比でも +0.8% と 12月 (+0.0%) から伸びを高めた<sup>10</sup>。

内訳をみると、需給の改善を受けて豚肉価格 (12月前年同月比 +22.2%→1月 +11.8%) の伸びが鈍化したが、春節前の需要増を受けて野菜価格 (▲8.0%→+6.7%) がプラスの伸びに転じ、食品価格全体 (+4.8%→+6.2%) を押し上げた。他方、車両用燃料を含む「交通・通信」(+2.8%→+2.0%) は、ガソリン価格の低下を受けて伸び鈍化が継続。

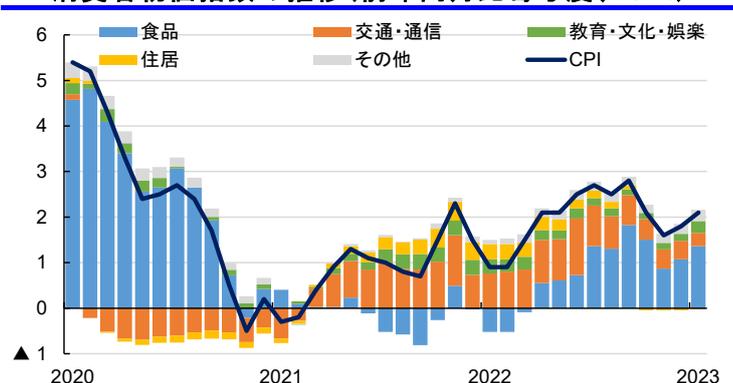
食品・エネルギーを除いたコア CPI (+0.7%→+1.0%) は、前月から伸びを高めた。移動制限緩和や春

製造業・非製造業PMIの推移 (中立=50)



(出所) 中国国家统计局

消費者物価指数の推移 (前年同月比寄与度、%Pt)



(出所) 中国国家统计局 (注) ウェイトは当社推計

<sup>10</sup> 前月比の高い伸びは春節 (旧正月、1月 21~27日) の影響が大きく、前年同月比で伸びを高めたのも前年の春節が概ね 2月だった (1月 31日~2月 6日) のが今年は 1月にずれ込んだ影響が大きいとみられる。

節により旅行価格（+3.9%→+11.2%）の伸びが大幅加速、サービス価格全体（+0.6%→+1.0%）の伸びも高まったことを反映。

### 生産者物価

1月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲0.8%と、12月（▲0.7%）からマイナス幅が小幅に拡大。前月比では▲0.4%と12月（▲0.5%）からマイナスの伸びが小幅に縮小。

内訳をみると、原油価格下落の影響を受け石油・天然ガス採掘（12月前年同月比+14.4%→1月+5.3%）の伸びが鈍化。他方、鉄鋼（▲14.7%→▲11.7%）はインフラ投資向けの需要増を反映しマイナス幅が縮小。生産財価格全体（▲1.4%→▲1.4%）は前月から横ばい。

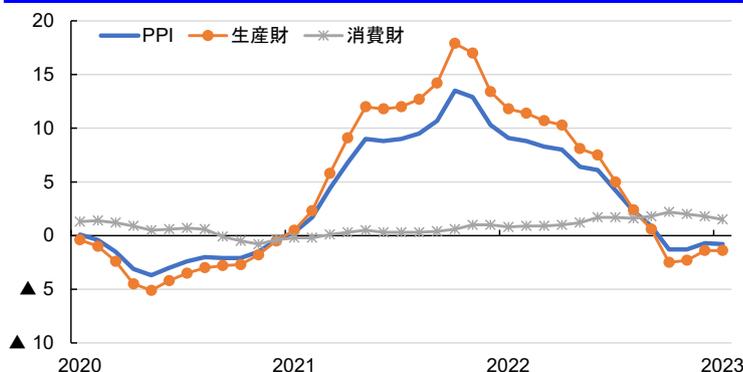
川下の消費財価格（+1.8%→+1.5%）は伸び鈍化も、価格転嫁の進展から生産財価格より高めの伸びを維持。

### 人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、2022年12月末以降、中国の景気回復期待や米国の利上げペース鈍化観測などから急速なペースで元高が進展していたが、2月の入り元安方向に転じている。背景には、米国の利上げ局面が長期化するとの見方を受けた米中の長期金利差拡大がある。2月17日には1ドル=6.882元と、2023年1月初来の安値を付けた。

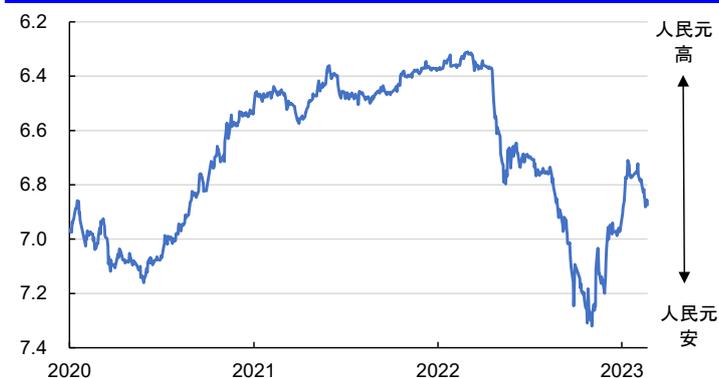
先月までの人民元相場の水準は、これまでの米中金利差との関係からみて人民元が買われ過ぎの状況にあったが、それが修正されつつある。

生産者物価指数の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国外貨取引センター