

中国経済：景気回復は続くもペースは鈍化、2023 年の成長率は 5%台前半にとどまる（改訂見通し）

2023 年 4 月の主要経済指標は、3 月までの景気急回復の息切れを示唆。今後の景気は回復傾向こそ維持するものの、①雇用・所得環境の改善の遅れによる個人消費の回復力の弱さ、②不動産の新規投資の弱さ、③欧米景気減速による輸出停滞、が下押しとなり回復ペースは鈍化する見込み。中国指導部は需要の弱さを認識しつつも過剰債務問題や地方財政悪化への懸念から追加景気刺激策には慎重、「前年比+5%前後」という控えめな目標を大きく上回るような成長は目指せず。2023 年の成長率は前年比+5.3%と 5%台前半にとどまる見通し。

景気の急回復は 4 月に息切れ

4 月の主要経済指標は、昨年上海市を中心としたロックダウン（都市封鎖）により景気が大幅に悪化した反動で、前年比では比較的高い伸びとなった。ただ、前月比では、需要側（消費・投資・輸出）、生産側（工業生産）ともに悪化、1 月から 3 月にかけての景気急回復が息切れしつつあることを示唆した。企業の景況感を示す PMI も、製造業は景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 4 カ月ぶりに割り込み、非製造業は 50 以上を維持したものの 4 カ月ぶりに低下に転じており、景気にブレーキが掛かっている様子を示している（詳細は後半の「主な指標の動き（2023 年 4 月）」参照）。

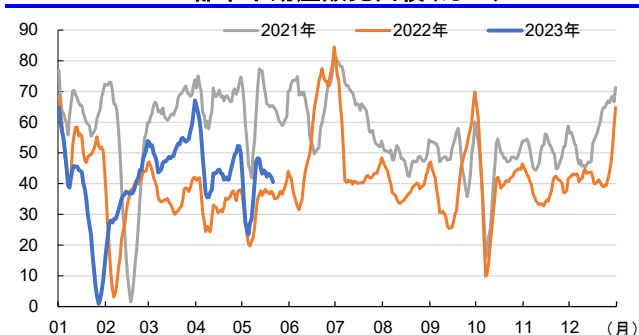
5 月に入ってから景気動向を日次データで確認すると、主要都市の地下鉄乗客数（4 月 29 日～5 月 3 日）に大きく上昇した後、4 月よりもやや低い水準で横ばい推移している（左下図）。また、5 月（1～21 日）の 30 都市不動産販売面積は、前年同期比では+14.4%と大幅に増加したが、前月平均に比べると 12.0%減少した（右下図）。家計の住宅購入需要は、ゼロコロナ政策撤廃による感染爆発が収束した 2～3 月の急回復が一服、落ち込みを挽回するにとどまり力強さに欠けている。

地下鉄乗客数（2020年1月1日=100）



（出所）wind
（注）加重平均は各都市の名目 GDP ウェイトを使用。7 日間後方移動平均。直近は 4 月 12 日。

30 都市不動産販売面積（万㎡）



（出所）wind
（注）7 日間後方移動平均。直近は 5 月 21 日。

他方、旅行などサービス消費は比較的好調である。5 月の労働節連休中の国内旅行者数は前年比+70.8%の 2.74 億人、2019 年の 119.1%となり、コロナ前の水準を約 2 割上回った。同様に、国内旅行収入は前年比+128.9%の 1480.56 億元、2019 年の 100.7%となり、コロナ前の水準を回復した。1 月の春節休暇中（1/21～27）の旅行者数・旅行収入は、感染急拡大の余波が残る中、それぞれ 2019 年の 88.6%、

73.1%にとどまっていたが、この 5 月の労働節連休は移動制限が撤廃され長距離旅行が増加するなど、ようやく需要が正常化したと言える。

政府は追加景気刺激策には慎重姿勢

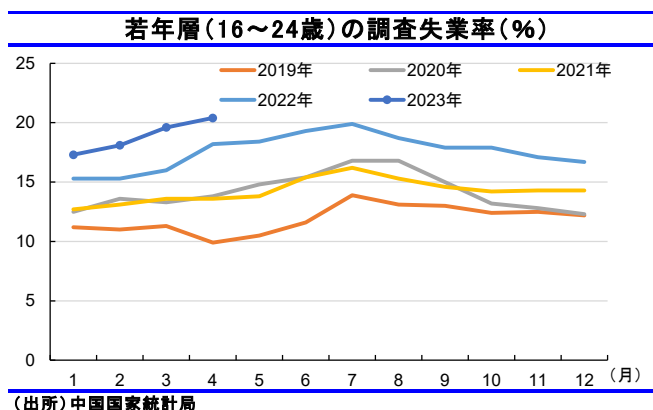
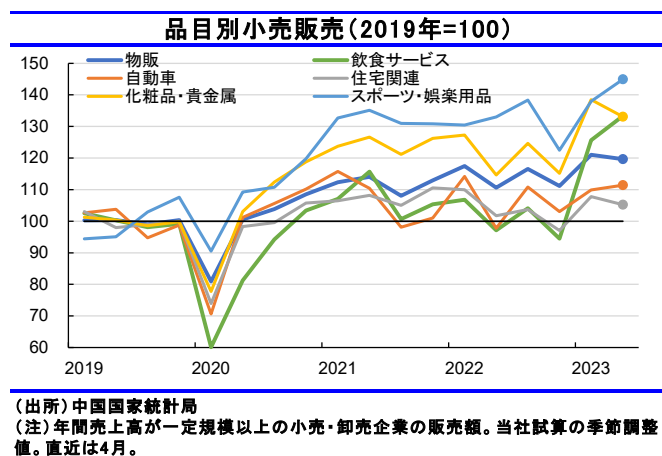
中国指導部は、1～3 月期の景気情勢を踏まえ今後の経済政策の方針を示す 4 月末の中共中央政治局会議で、「需要縮小・供給ショック・期待の弱まり」という 3 つの下押し圧力が和らぎ、景気が上向いているとの判断を示した¹。同時に、足元の景気改善は「回復的なもの」、つまりゼロコロナ政策撤廃後の経済活動正常化によるところが大きく、「内生的な動力はまだ強くなく、需要は依然として不十分」であり、「需要の回復・拡大が当面の経済の持続的な回復・改善のカギである」と指摘した。ただし、需要を刺激するための追加景気対策はなく、3 月の全人代で示された①積極的財政政策・穏健な金融政策、②「2 つのいささかも揺るがない」方針²の堅持、プラットフォーム企業の健全な発展促進、③改革深化・対外開放拡大の実施、④中小金融機関や不動産、地方政府債務など重要分野のリスク防止、⑤大卒者や農民工の雇用確保など民生改善、を継続する方針を示した。

需要の弱さを認識しつつも新たな景気刺激策には慎重な姿勢からは、長期にわたって蓄積された過剰債務・投資問題の悪化を避けたいという政府の意図がうかがえる。また、不動産市場の調整長期化により土地使用権譲渡収入が大幅に減少する中（2023 年 1～4 月累計で前年同期比▲21.7%）、地方政府に支出拡大余地は乏しい。こうした事情を考慮すると、政府にとって、全人代で掲げた「前年比+5%前後」という控えめな目標を大きく上回る成長を目指すのは困難だろう。

景気回復ペースは鈍化、2023 年の成長率は前年比+5.3%と予想

足元の景気回復ペースの鈍化、および経済政策方針は当社予想の範囲内であり、先行きについても先月号³で示した「個人消費の回復や不動産市場の底入れにより景気拡大は続くも、そのペースは徐々に鈍化」との見通しを維持したい。以下、先行きを見通すうえで重要な①雇用・所得環境の改善の遅れによる消費回復力の弱さ、②不動産の新規開発投資の弱さ、③輸出の停滞、について確認しながら今後の景気を展望する。

まず、①の消費動向に関して、品目別の小売販売（当社による季節調整値、下左図）の動きをみると、



¹ 「中共中央政治局召开会议 分析研究当前经济形势和经济工作 中共中央总书记习近平主持会议」新華社、2023 年 4 月 28 日。

² 「公有制経済をいささかも揺るぐことなく強固に発展させ、非公有制経済の発展をいささかも揺るぐことなく奨励・支持・誘導する」という方針。

³ 2023 年 4 月 25 日付 Economic Monitor 「中国経済：景気急回復も今後の拡大ペースは鈍化の見込み」 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2331/>

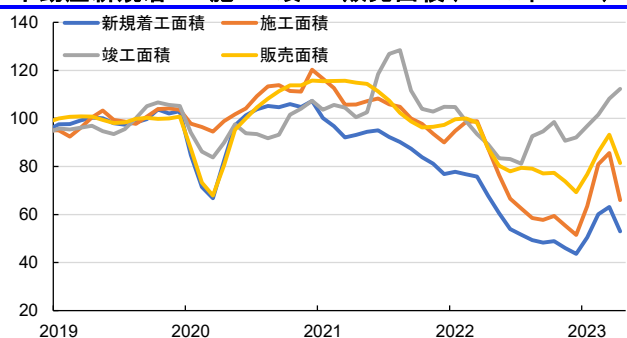
飲食サービスや、サービス消費と関連の深いスポーツ・娯楽用品は好調である。しかし、化粧品・貴金属は1～3月期の急回復が4月には息切れ、住宅関連（家電・家具・建材）は不動産市場の回復の遅れを反映し再び低下、自動車は各メーカーの値下げによる販売促進キャンペーンが支えとなるも増勢はやや鈍化、物販全体でも4月は1～3月期に比べ▲1.1%と低下に転じている。

消費の回復ペース鈍化には、雇用・所得環境の改善の鈍さが影響しているとみられる。先月号でも指摘した通り、1～3月期の実質可処分所得は前年同期比+3.8%とコロナ前の2019年通年の伸び（+5.8%）を依然下回っている。雇用に関しても、4月の調査失業率全体は5.2%と2019年平均（5.2%）と同水準まで低下したものの、若年層（16～24歳）の失業率は20.4%と前月（19.6%）から上昇、2018年の統計公表開始以来最悪となった（前ページ右図）。背景には、①感染拡大を受けた企業収益悪化⁴、②2021年夏以降のIT・教育・不動産業界などに対する規制強化を受けた雇用の受け皿縮小、③高学歴化の進展に伴う雇用のミスマッチ、などがある。毎年、学生の卒業シーズン直後の7月に若年層失業率がピークを迎えることを考慮すると、失業率は当面高止まるとみられる。中国人民銀行も直近の四半期報告書で、「コロナ感染拡大の『傷跡効果』はまだ消え去っておらず、人々の所得への期待はまだ回復しておらず、若者の雇用は圧迫されており、消費の回復モメンタムの持続性は課題に直面している」との認識を示している⁵。

個人消費の拡大持続に必要な雇用・所得環境の改善が遅れているため、今後の消費の増勢は徐々に鈍化しよう。足元で好調なサービス消費についても、ゼロコロナ政策下で抑制されていたものが正常化に向かったに過ぎず、雇用・所得情勢や4月の非製造業PMI期待指数の低下（3月63.3→4月62.5）などを踏まえると、急拡大が続くとは考え難い。

②の不動産市場について、販売面積は急回復の動きが一服（下左図）、4月の家計向け中長期貸出がマイナス（借入<返済）に転じたことから、家計の住宅需要の弱さが示唆される。借入減の背景には、金利低下を受けた事実上の住宅ローン借り換えや、利回りの低下した運用商品の解約による繰り上げ返済による部分もあるが、後述の供給側の動きに照らせば、新規のローン契約の減少によるところが大きいと考えられる。その供給側であるが、未完成住宅プロジェクトの建設加速を受けて竣工面積は回復が続く一方、新規着工面積は減少、不動産デベロッパーの新規投資意欲が低迷している。多大な債務返済による資金繰りの厳しさや住宅在庫の積み上がり（右下図）などが影響しているとみられる。そのため、

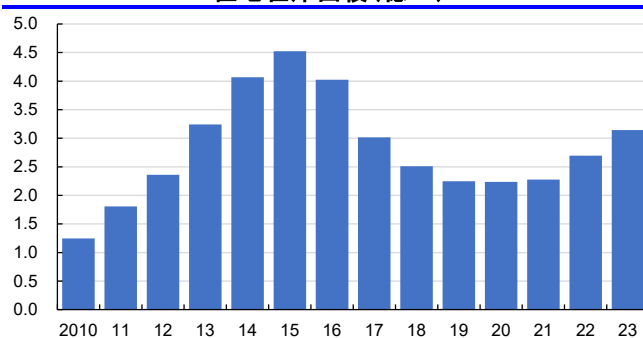
不動産新規着工・施工・竣工・販売面積(2019年=100)



(出所) 中国国家统计局

(注) 当社試算の季節調整値。3ヵ月後移動平均。

住宅在庫面積(億㎡)



(出所) 中国国家统计局

(注) 直近は23年4月。完成済住宅のうち、販売または賃貸が可能な住宅の面積。

⁴ 2023年1～3月期の工業企業収益は前年比▲21.4%と大幅減。

⁵ 中国人民銀行行貨政策分析小組「中国貨幣政策執行報告（2023年第一季）」2023年5月15日。

今後の不動産市場は政策支援を背景に底入れはするものの、緩慢な回復にとどまると予想する。

③の輸出に関して、米国および欧州ではインフレ抑制のための金融引き締め継続に加え、3月に発生した銀行危機の後遺症として銀行貸出が抑制されるとみられ、欧米を中心に海外経済は停滞が続く見通しである。これを受け、中国の輸出も減速基調で推移する見込み。すでに4月の輸出は増勢が鈍化、4月の製造業PMIの内訳項目である新規受注指数も50を割り込み（3月50.4→4月47.6）、今後の輸出減速を示唆している。

こうした3つの要因により、中国経済の回復ペースは鈍化する見通しである。インフラ投資による下支え継続や緩和的な金融環境、半導体や電気自動車など先端製造業への投資強化などにより、景気失速は回避できるとみられるものの、政府は過剰債務問題や地方財政悪化への懸念から追加の景気刺激策には慎重であり、「前年比+5%前後」の成長目標を達成できれば十分と考えている模様。

以上を踏まえ、2023年の成長率は前年比+5.3%と予想する（下表）。1～3月期の景気急回復が想定を大きく上回ったため、2月時点の予想（+5.0%）からは上方修正したものの、その後の景気回復ペースの鈍化を踏まえ、小幅な修正にとどめた。2024年については、海外景気の回復を受けた輸出回復が支えとなるも、個人消費の増勢は強まらず、前年比+4.7%と2023年から小幅に減速すると予想。

なお、個人消費の鈍化ペース加速や不動産市場の回復の遅れ、海外景気の悪化などにより、予想より景気が下振れるリスクは高まっている。仮に成長率が5%を下回る懸念が強まれば、インフラ投資強化や一段の預金準備率引き下げ、住宅ローンの頭金比率や金利の調整などによる景気下支えが図られよう。これらに関する政府の判断については、下半期の経済政策方針を定める7月の中共中央政治局会議で4～6月期の景気動向を踏まえて議論される。その内容に注目したい。

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	5.3	4.7
(2月時点予測)					5.0	4.6
最終消費	6.2	▲ 0.3	9.0	2.0	6.9	5.0
個人消費	6.4	▲ 1.8	11.6	1.6	7.6	4.7
政府消費	5.9	3.1	3.2	5.1	5.1	5.7
総資本形成	4.0	4.4	3.9	3.6	5.5	3.9
固定資産投資	5.2	3.3	3.1	4.8	5.2	3.8
在庫投資(寄与度)	▲ 0.5	0.5	0.4	▲ 0.4	0.2	0.1
純輸出(寄与度)	0.7	0.6	1.8	0.4	▲ 0.8	0.3
輸出	2.0	2.8	22.3	▲ 1.3	0.1	5.0
輸入	▲ 0.1	4.6	8.0	▲ 6.6	2.2	4.6
名目GDP	7.3	2.7	13.4	5.3	6.8	7.6
CPI	2.9	2.5	0.9	2.0	1.2	1.5
人民元/ドル(年平均)	6.91	6.90	6.45	6.73	6.88	6.86

(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 4 月)

PMI (購買担当者指数)

4 月の製造業 PMI は 49.2 と 3 月 (51.9) から低下、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 4 ヶ月ぶりに割り込んだ。

主な内訳を見ると、新規受注 (3 月 53.6→4 月 48.8) が 2 ヶ月連続で低下、4 ヶ月ぶりに 50 を下回り需要の弱さを示唆。新規受注の内訳項目である新規輸出受注 (50.4→47.6) が欧米景気減速を受け 2 ヶ月連続で低下、3 ヶ月ぶりに 50 を割り込んだ。生産 (54.6→50.2) は 2 ヶ月連続で低下し、50 近くの水準へ。

サプライヤー配送時間 (50.8→50.3) も 50 以上を維持したが、2 ヶ月連続で低下。雇用 (49.7→48.8) は 50 以下で悪化。原材料購入価格 (50.9→46.4) は内需の弱さや国際商品市況の下落を反映し 2 ヶ月連続で低下、2022 年 8 月以来の 50 以下となった。企業規模別では、大企業 (53.6→49.3)、中規模企業 (50.3→49.2)、小規模企業 (50.4→49.0) はいずれも 2 ヶ月連続で低下、50 を下回った。

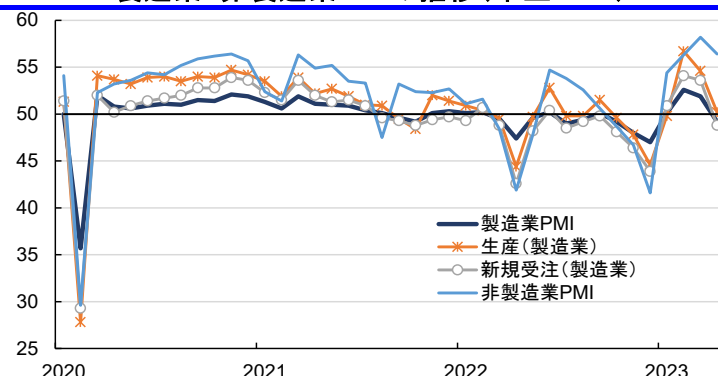
4 月の非製造業 PMI (3 月 58.2→4 月 56.4) は 50 以上を維持したものの、4 ヶ月ぶりに低下に転じた。サービス業 (56.9→55.1) は、小売・宿泊・娯楽など接触型サービス業が高水準を維持したものの、ゼロコロナ政策撤廃後の急回復が一服。建設業 (65.6→63.9) も、インフラ投資のテコ入れを受け 3 ヶ月連続で 60 以上を維持したが、先月からは低下した。

輸出 (通関統計、米ドルベース)

4 月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +8.5% と、3 月 (+14.8%) から伸びが鈍化。当社が公表実額値から試算した季節調整値では前月比 ▲0.4% とマイナスの伸びに転化。1~3 月期対比では +2.8% と増加したものの、1~3 月期前期比 (+7.6%) からは伸びが鈍化。生産・サプライチェーンの正常化に伴う一時的な輸出押し上げが剥落したことに加え、欧米経済の減速が下押し圧力となった。

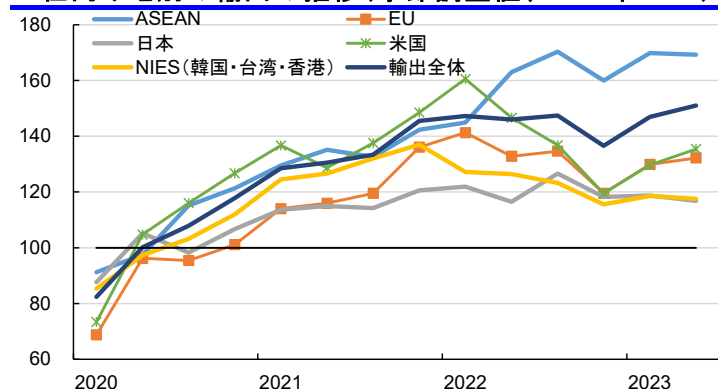
主な仕向地別に見ると (右図)、米国向け (1~3 月前期比 +8.5%→4 月⁶ +4.4%) や EU 向け (+8.6%→+1.8%) の伸びが大きく鈍化、日本向け (+0.4%→▲1.6%)、NIES (韓国・台湾・香港) 向け (+2.6%→▲0.9%)、ASEAN 向け (+6.2%→▲0.3%) は減少に転じた。

製造業・非製造業 PMI の推移 (中立=50)



(出所) 中国国家统计局

仕向け地別の輸出の推移 (季節調整値、2019年=100)



(出所) 中国海関総署 (注) 当社試算の季節調整値。直近は4月。

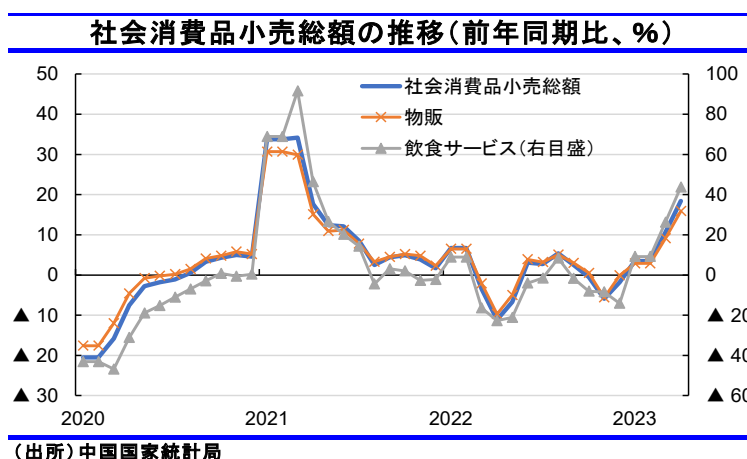
⁶ 2023 年 1~3 月期平均に対する 2023 年 4 月の輸出額の変化。他地域も同様。

主な財別では、携帯電話（1～3 月期前期比+12.9%→4 月+▲5.7%）が減少に転じた。集積回路（+1.7%→+3.6%）は伸びを高め、PC・PC 部品（▲5.0%→+3.0%）はプラスの伸びを回復したものの、いずれも低めの伸びにとどまった。他方、自動車（+24.7%→+14.7%）や自動車部品（+10.4%→+9.6%）はやや減速も高めの伸びを維持。衣服（+6.1%→+11.0%）や靴（+2.5%→+9.2%）などの軽工業品は伸びを高め、機械類よりは比較的好調。

4 月のロシア向け輸出は、昨年同月の低い伸び（前年同月比▲25.9%）の反動もあり、+153.1%と 3 月（+136.4%）に続き顕著に高い伸びとなった。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも、前月比+5.4%、1～3 月期対比+14.2%と増加。財別では、自動車などの輸送機械（1～3 月期前期比+37.3%→4 月+21.8%）や携帯電話などの電気機械（1～3 月期前期比+19.3%→4 月+14.0%）が 2 桁台の高い伸びを維持。他方、4 月のロシアからの輸入は前年同月比+8.1%と 3 月（+40.5%）から伸びが大幅に鈍化。季節調整値でも前月比▲3.0%、1～3 月期対比▲0.5%と減少に転じた。主要輸入品目の数量をみると、原油（1～3 月期前期比+14.9%→4 月▲15.6%）はマイナスの伸びに転じ、石炭（+20.9%→+3.0%）も伸びが鈍化した。価格下落に加え、中国の内需の弱さを反映したものとみられる。

社会消費品小売総額（小売販売）

4 月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+18.4%と 3 月（+10.6%）から伸びを大幅に高めた。ただし、昨年 4 月に上海市を中心にロックダウンが実施された影響で大幅減（▲11.1%）となった反動が大きい。実際、国家统计局公表の前月比は+0.5%と 3 月（+0.8%）から鈍化。個人消費の実勢は前年比で示される姿ほど強くなく、むしろ回復ペースは鈍化している。



内訳を見ると、物販（3 月前年同月比+9.1%→4 月+15.9%）は伸びを大幅に高めたが、昨年 4 月の低い伸び（▲9.7%）の反動の影響が大きい。昨年 4 月のロックダウンで生産停止やサプライチェーン混乱の影響を大きく受けた自動車（+11.5%→+38.0%）が伸びを大幅に高めたほか、衣服（+17.7%→+32.4%）や通信機器（+1.8%→+14.6%）など昨年 4 月に大幅に減少した選択的消費財も 2 桁台の高い伸びを示した。他方、建材（▲4.7%→▲11.2%）や家具（+3.5%→+3.4%）など住宅関連財は、不動産市場の回復の遅れを受け不調が続いた。

飲食サービス（3 月前年同月比+26.3%→4 月+43.8%）も伸びを大幅に高めたものの、物販同様、昨年 4 月の大幅減（▲22.7%）の反動の影響が大きいとみられる。

4 月の乗用車販売台数は、前年同月比+87.7%と 3 月（+8.2%）から伸びを大幅に高めたが、昨年 4 月の大幅減（▲43.4%）の反動の影響が大きく、当社試算の前月比では+1.0%と 3 月（+1.2%）から鈍化。年率では 2,345 万台と 2022 年通年（2,356 万台）をやや下回った。

固定資産投資（都市部）

4月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は前年同月比＋3.9%⁷と3月（＋4.8%）から伸びが鈍化。国家統計局公表の前月比も▲0.6%と3月（▲0.8%）に続きマイナスの伸びとなった。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業投資（3月前年同月比＋6.2%→4月＋5.3%）が減速。輸出の不調を受けて一般・専用・電気機械などの伸びが鈍化。全体の2割強を占めるインフラ関連分野⁸（＋10.8%→＋6.3%）も伸び鈍化。不動産開発投資（▲5.9%→▲7.2%）はマイナス幅が拡大。未完成住宅プロジェクトの建設加速により竣工面積は回復しているものの、新規着工面積は落ち込みが続いている。

工業生産

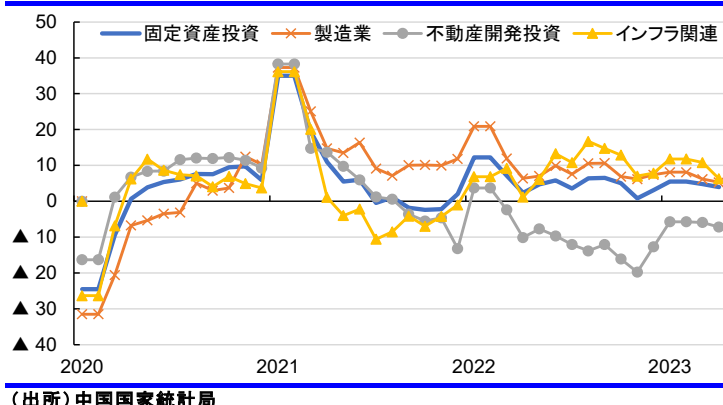
4月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比＋5.6%と、3月（＋3.9%）から伸びを高めた。ただし、昨年4月の低い伸び（▲2.9%）の反動の影響が大きく、国家統計局公表の前月比は▲0.5%と5ヵ月ぶりにマイナスの伸びに転化。産業別には、鉱業（3月前年同月比＋0.9%→4月＋0.0%）や電気・ガス・水道（＋5.2%→＋4.8%）の伸びが鈍化した一方、製造業（＋4.2%→＋6.5%）は伸びを高めた。

製造業を業種別にみると、昨年4月にロックダウンの影響で大幅減となった反動を受け、自動車（3月前年同月比＋13.5%→4月＋44.6%）や一般機械（＋4.6%→＋13.5%）が大幅に伸びを高めた。通信・電子などハイテク製造業⁹（＋1.5%→＋2.5%）も小幅に伸びを高めた。他方、鉄鋼や非金属など素材関連は、不動産投資の回復の遅れなどを受け、伸びが鈍化。

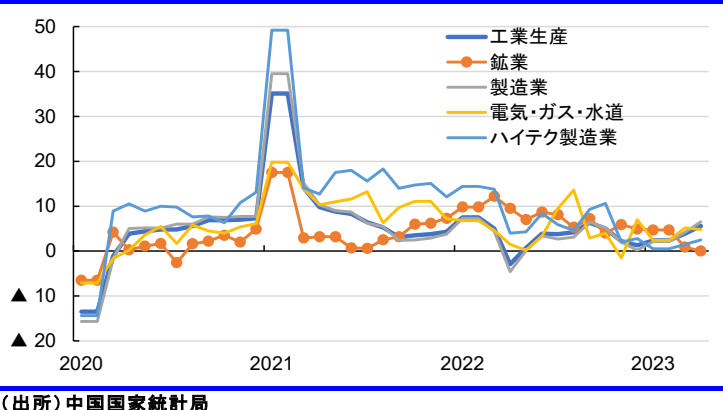
消費者物価

4月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比＋0.1%と、3月（＋0.8%）から伸びが鈍化。

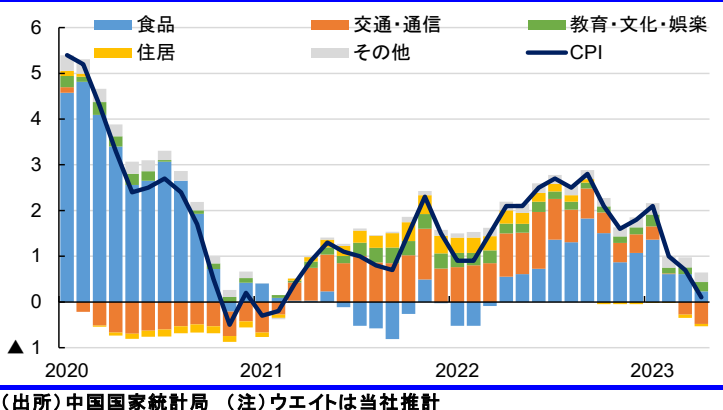
固定資産投資の推移（前年同期比、%）



工業生産の推移（前年同期比、%）



消費者物価指数の推移（前年同月比寄与度、%Pt）



⁷ 当社試算の単月の前年同月比。

⁸ 鉄道輸送、道路輸送、水利・環境・公共施設管理、電気・ガス・水道の合計。

⁹ 医薬品、航空・宇宙機器、電子・通信機器、コンピュータ・事務機器、医療機器・計装機器、情報化学品製造業。

前月比では▲0.1%と3月（▲0.3%）からマイナス幅がやや縮小したものの、3ヵ月連続でマイナスの伸びとなった。

内訳をみると、豚肉価格（3月前年同月比+9.6%→4月+4.0%）が需給の改善を受け伸び鈍化、野菜価格（▲11.1%→▲13.5%）もマイナス幅が拡大、食品価格全体（+2.4%→+0.4%）を押し下げた。車両用燃料を含む「交通・通信」（▲1.9%→▲3.3%）は、原油価格が前年対比で下落していることを反映しマイナス幅が拡大。さらに、国家統計局によると、各自動車メーカーによる販売促進のための乗用車価格引き下げもCPIの押し下げに寄与した。

食品・エネルギーを除いたコアCPI（+0.7%→+0.7%）は前月から横ばい。旅行価格（+5.3%→+9.1%）などサービス価格全体（+0.8%→+1.0%）はやや伸びを高めたが、食品・エネルギー以外の消費財価格は内需の弱さを受け伸びが鈍化した模様。

生産者物価

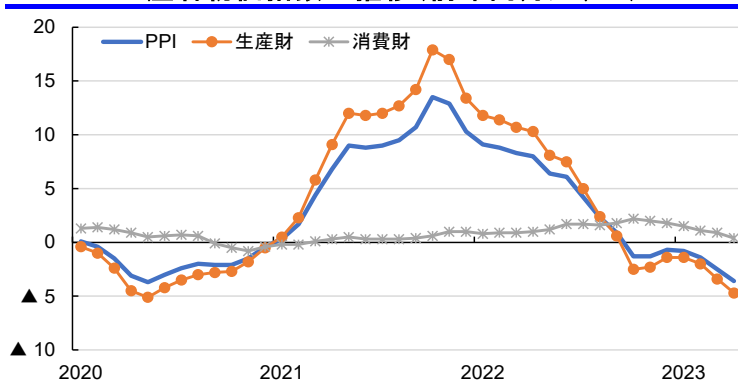
4月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲3.6%と、3月（▲2.5%）からマイナス幅が拡大。前月比でも▲0.5%（3月+0.0%）と3ヵ月ぶりにマイナスの伸びに転じた。昨年4月は原油など国際商品市況高騰の影響で前年比+8.0%と高い伸びだったことの反動に加え、足元の需要の弱さを反映した。

内訳をみると、昨年、原油価格が急上昇した反動で石油・天然ガス採掘（3月前年同月比▲15.7%→4月▲16.3%）のマイナス幅が拡大。鉄鋼（▲11.0%→▲13.6%）も不動産投資の回復の遅れなど内需の弱さを受けマイナス幅が拡大し、川上の生産財価格は全体でマイナス幅が拡大（▲3.4%→▲4.7%）。川下の消費財価格（+0.9%→+0.4%）は、食品や耐久財を中心に伸びが鈍化。

人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、5月中旬以降、元安が進展。5月18日には1ドル=7.029元と2022年12月初以来となる7元台まで下落、その後も元安方向での推移が続いている。元安進展の背景には、①中国経済の回復ペース鈍化に対する懸念、②米国の長期金利上昇による米中金利差拡大、がある。

生産者物価指数の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家統計局

人民元相場の推移（元/米ドル）



（出所）中国外貨取引センター