

中国経済：景気減速を受けて、下支え策を強化

2023年5月の主要経済指標で一段の景気悪化を確認。中国指導部は6月半ば以降、①政策金利引き下げ、②新エネルギー車販売促進策、③一部都市での住宅購入支援策、など景気下支え策を強化。中国指導部が早めの景気下支え強化に動いた点はポジティブながら、雇用・所得環境の回復の遅れや不動産市場の低迷などにより景気支援策の効果は限定的。今後も、インフラ投資強化策や不動産政策の緩和など追加の景気対策が検討されようが、過剰債務問題など景気対策の副作用への懸念から、大規模な景気刺激策実施の可能性は低い。

5月の主要指標で一段の景気悪化を確認

5月の主要経済指標は、消費（小売販売）や固定資産投資、生産が前年比で4月から鈍化、輸出は前年比マイナスに転じた。この前年比の動きには、昨年4月から5月にかけて上海市のロックダウン（都市封鎖）が段階的に解除されたため、前年の反動が弱まったことが反映されているが、そうした影響を受けない前月比で見ても、輸出は同様に5月はマイナスに転じ、消費や投資、生産は4月から持ち直したとはいえ低い伸びにとどまった。企業の景況感を示すPMIも、製造業は5月も低下し景気拡大・縮小の境界となる50を2ヵ月連続で割り込み、非製造業は50超を維持したが2ヵ月連続で低下し景気減速を示すなど、中国経済は5月に一段と悪化した（詳細は後半の「主な指標の動き（2023年5月）」参照）。

6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者数は引き続き横ばい圏で推移している（左下図）。また、6月（1～21日）の30都市不動産販売面積は、5月平均に比べ▲11.4%と減少が続き、大幅に改善していた前年同期比でも6月は▲27.2%と落ち込んだ（右下図）。家計の住宅購入需要は、2～3月に急回復したものの、その後は雇用・所得環境の改善の遅れなどを背景に低迷している。

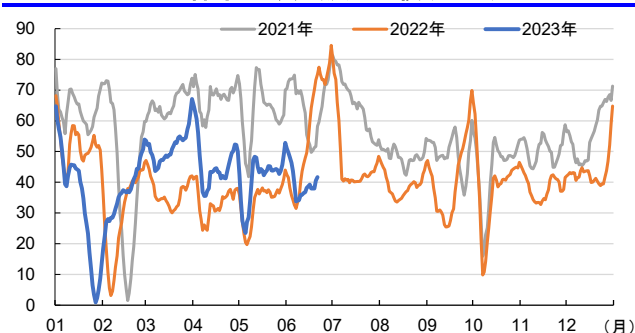
なお、コロナ感染については、中国衛生当局によると4月下旬以降に再拡大¹、一部専門家は6月末に感染第2波のピークを迎える予想しているが²、再感染のため症状は軽症とみられ、人流や経済活動への影響は限定的な模様。

地下鉄乗客者数（2020年1月1日=100）



（出所）wind
（注）加重平均は各都市の名目GDPウエイトを使用。7日間後方移動平均。直近は6月20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6月21日。

¹ 「“二阳”怎么办？当前新冠病毒流行情况如何？专家权威解答」新華社、2023年5月28日。

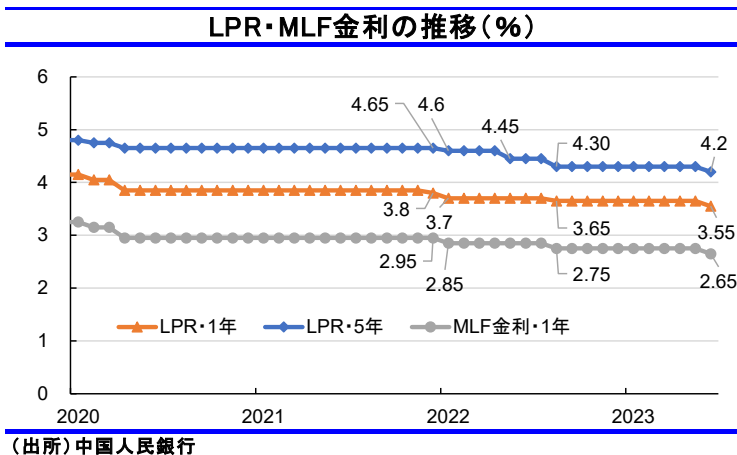
² 「钟南山：新冠第二波疫情高峰或6月底出现，疫苗接种如何选择」第一財經、2023年5月22日。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

景気下支え強化に動き出した中国指導部

足元の景気減速を受け、6月16日の国務院常務会議では「経済情勢の変化に対応し、より強力な措置を講じる必要がある」「条件の整った政策は適時に導入し、できるだけ早く実施すべき」といった認識が示された³。実際、6月半ば以降、中国指導部は①政策金利引き下げ、②新エネルギー車販売促進策、③一部都市での住宅購入支援策、などを通じた景気下支え強化に動いている。

まず①の政策金利引き下げについて、中国人民銀行は6月15日にMLF⁴（中期貸出ファシリティー）1年物金利を引き下げた（2.75%→2.65%、右図）。これに伴い、MLF金利に基づき形成されるLPR（最優遇貸出金利）⁵も6月20日に引き下げられた（1年物：3.65%→3.55%、5年物：4.3%→4.2%）。MLF金利・LPRともに2022年8月以来10ヵ月ぶりの引き下げとなった。元安加速の懸念から、金融当局はこれまで利下げによる金融緩和には慎重であったが、足元の景気減速、およびインフレ率低下による実質金利上昇を考慮し、利下げに踏み切った模様。



②の新エネ車販売促進策に関しては以下3つの動きがあった。まず中国政府は、6月2日の国務院常務会議で、現在2023年末までとなっている新エネ車購入時の車両取得税（10%）免除を延長・最適化する方針を発表⁶。これを受け、2024年初～2025年末までは車両取得税を免除（ただし免税額は1台につき3万元以下⁷）、2026年初～2027年末までは車両取得税を半減（免税額は1台につき1.5万元以下）することが明らかとなった⁸。さらに、商務部が2023年末までを期限とする新エネ車販売促進策を発表（6月8日）、地方政府と連携した販売促進活動や、金融機関に対する自動車ローン拡大の奨励などを盛り込んだ⁹。工業情報化部や国家発展改革委員会など5部門も、2023年末までを期限とする農村部での新エネ車販売促進策を発表（6月15日）¹⁰。オンライン販売の促進のほか充電設備の整備も進める方針。

③の住宅購入支援策については、いわゆる2級都市（省都レベルの地方都市）を中心に動きがみられる。例えば、山東省青島市は6月2日、購入制限のない地域の頭金比率を引き下げた。また、住宅積立金¹¹に関連した緩和策（頭金支払いへの住宅積立金の活用容認、住宅積立金を利用した住宅ローンの借入額

³ 中国政府「李强主持召开国务院常务会议 研究推动经济持续回升向好的一批政策措施 审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》 审议通过《私募投资基金监督管理条例（草案）》 讨论《中华人民共和国学位法（草案）》」、2023年6月16日。

⁴ 中国人民銀行による公開市場操作ツールの1つで、3ヵ月～1年の期間の資金を供給。

⁵ 18の商業銀行による優良企業向けの貸出金利の平均。各銀行は、MLF金利を基にリスクプレミアムなどを考慮し、優良企業向けの貸出金利を全国銀行間取引金利センターに報告。最高値と最低値を除いた貸出金利の算術平均がLPRとして毎月20日に公表される。

⁶ 中国政府「李强主持召开国务院常务会议 听取优化营商环境工作进展及下一步重点举措汇报等」、2023年6月2日。

⁷ すなわち30万元以下の新エネ車は免税対象となる。国務院新聞弁公室の記者会見（6月21日）によると、2022年時点で販売価格が30万元以下の新エネ乗用車の生産台数は全体の87%を占めるため、新エネ車販売の大部分は免税制限の対象とならない。

⁸ 「财政部 税务总局 工业和信息化部关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告」、2023年6月21日。

⁹ 「商务部办公厅关于组织开展汽车促消费活动的通知」、2023年6月8日。

¹⁰ 「工业和信息化部办公厅 发展改革委办公厅 农业农村部办公厅 商务部办公厅 国家能源局综合司 关于开展2023年新能源汽车下乡活动的通知」、2023年6月15日。

¹¹ 都市部企業の福利厚生制度。企業とその従業員が積立金を拠出、従業員の住宅ローン返済や家賃支払いなどに活用できる。

引き上げなど)も、江蘇省南京市や蘇州市など 20 数都市で実施されている¹²。低迷が続く家計の住宅購入需要を喚起するため、都市ごとの状況に応じた政策がとられている模様。

景気支援策の効果は限定的、インフラ強化など追加の景気対策の可能性も

上述の景気支援策は、いずれも小粒かつ既存の政策の調整にとどまっており、景気を大きく浮揚させるとは考えにくい。まず利下げについてみると、引き下げ幅は 0.1%Pt と、生産者物価指数 (PPI) の大幅な下落 (1~3 月期平均前年比▲2.1%→4~5 月平均▲4.1%) による実質金利の上昇幅に対して小さく、企業の借入意欲を刺激するには不十分である。

また、新エネ車販売促進策は、小売の約 3 割を占める自動車販売を底上げしようとするものであるが、雇用・所得環境の改善の遅れにより家計の消費意欲が弱いため、短期的な押し上げ効果は限定的であろう。そもそも、車両取得税の免税期間が 2027 年までとされていることから、短期の景気支援効果は薄く、中期的な新エネ車普及のためという側面が大きい。

住宅購入支援策については、不動産デベロッパーが債務返済や在庫の積み上がりに直面し、新規投資が進展せず不動産市場の回復が遅れる中 (右図)、家計は住宅購入を躊躇するとみられ、効果をあまり期待できない。

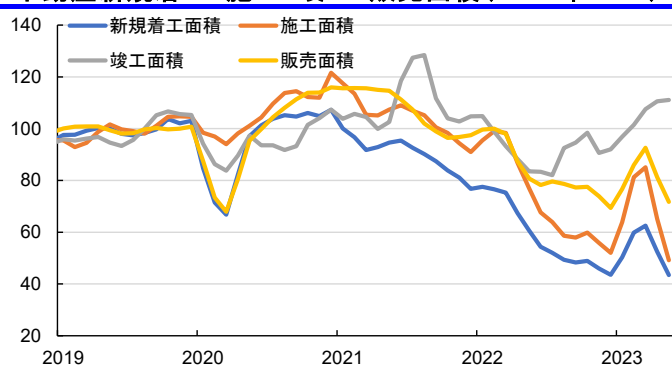
中国指導部が、下半期の経済政策方針を定める 7 月の中共中央政治局会議を待たず、景気下支え強化に舵を切ったこと自体は評価できるが、それだけ景気の下振れリスクに対し警戒を高めているとも解釈できる。7 月の中共中央政治局会議では、

上述の景気支援策の効果を見ながら、インフラ投資強化策 (地方政府专项債の発行加速、政策性銀行によるインフラ向け貸出拡大など) や追加の金融緩和、不動産市場対策 (購入支援策の対象都市拡大、デベロッパーに対する支援など) を含む景気対策を検討するとみられ、その内容が注目される。

もともと、先月号でも指摘した通り¹³、中国指導部は過剰債務問題や地方財政悪化への懸念から、大規模な景気刺激策には慎重である。インフラ投資強化や地方政府債務の一部返済のため、約 1 兆元の特別国債が発行されるとの観測報道もあるが¹⁴、景気対策の副作用に対する指導部の懸念や、経済が特に大きな課題に直面した際 (アジア金融危機発生時の 1998 年、コロナ発生時の 2020 年など) のみ特別国債の発行が容認されたという事情を考慮すると、当面は特別国債発行以外の既存の政策ツールで景気下支えが図られるのではないだろうか。

以上を踏まえ、2023 年の経済成長率見通しは、先月号で示した前年比+5.3%との予想を維持する。なお、4~6 月期の成長率は、前年の景気低迷の反動で、前年同期比では+7%程度と高めの伸びが予想されるが、前期比では+0.5%程度 (年率 2%程度) と 1~3 月期 (+2.2%) から大きく減速する見込み。

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ヵ月後方移動平均。

¹² 「近百城打开政策“工具箱” 公积金支付首付助力楼市提振」中国経営網、2023年6月17日。

¹³ 2023年5月26日付 Economic Monitor 「中国经济：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)」 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2350/>

¹⁴ “China Plans New Spending Drive, Other Stimulus to Revive Flagging Economy,” *Wall Street Journal*, June 15, 2023.

主な指標の動き (2023年5月)

PMI (購買担当者指数)

5月の製造業 PMI は 48.8 と 4月 (49.2) から低下、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2 ヶ月連続で割り込んだ。

主な内訳を見ると、新規受注 (4月 48.8→5月 48.3) が 3 ヶ月連続で低下、2 ヶ月連続で 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 (47.6→47.2) も欧米の景気減速を受け 3 ヶ月連続で低下、2 ヶ月連続で 50 以下となった。生産 (50.2→49.6) は 3 ヶ月連続で低下、4 ヶ月ぶりに 50 を割り

込んだ。サプライヤー配送時間 (50.3→50.5) は小幅改善、50 以上を維持。雇用 (48.8→48.4) は 50 以下で悪化が継続、企業の採用意欲の低迷を示唆。原材料購入価格 (46.4→40.8) は内需の弱さや国際商品市況の下落を反映し 3 ヶ月連続で低下、2 ヶ月連続で 50 以下となった。

製造業の企業規模別では、大企業 (49.3→50.0) が 3 ヶ月ぶりに改善したものの、中規模企業 (49.2→47.6)、小規模企業 (49.0→47.9) はいずれも 3 ヶ月連続で低下、2 ヶ月連続で 50 を下回った。

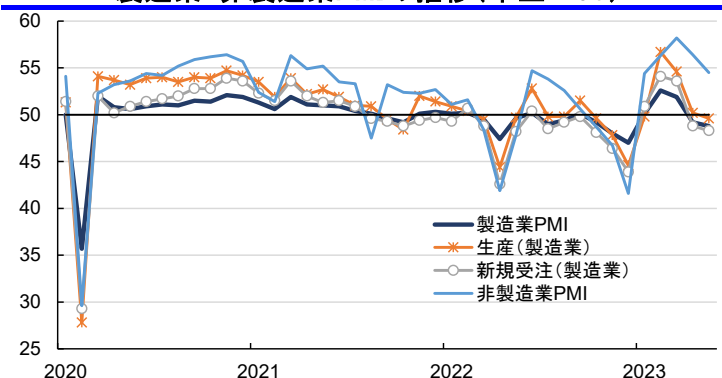
5月の非製造業 PMI (4月 56.4→5月 54.5) は 50 以上を維持したものの、2 ヶ月連続で低下。サービス業 (55.1→53.8) は 2 ヶ月連続で低下。労働節連休中 (4月 29日～5月 3日) の旺盛な旅行需要などを受け、交通・宿泊・飲食など接触型サービス業は好調を維持したものの、不動産や金融サービスなどが不調。建設業 (63.9→58.2) は先月から大幅低下。不動産市場の回復の遅れが下押し圧力となっている可能性も。

輸出 (通関統計、米ドルベース)

5月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 ▲7.5% と、4月の +8.5% からマイナスに転じた。昨年同月の高い伸び (+16.9%) の反動が出た面はあるが、当社が公表実額値から試算した季節調整値でも前月比 ▲5.8% と減少した。その結果、4～5月平均の水準は 1～3月期を 2.5% 下回っており、輸出は頭打ちしている。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。

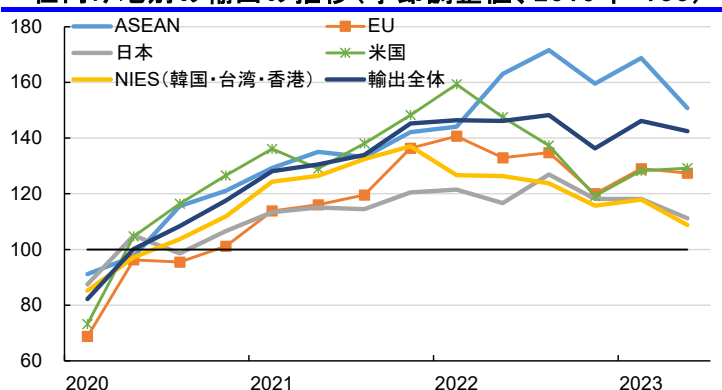
主な仕向け地別に見ると (右図)、米国向け (1～3月前期比 +7.5% → 4～5月¹⁵ +0.8%) は急減速。EU 向

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4-5月平均。

¹⁵ 1～3月期平均に対する 4～5月平均の輸出額の変化。他地域も同様。

け (+7.5%→▲1.2%)、日本向け (+0.0%→▲5.9%)、NIES (韓国・台湾・香港) 向け (+1.9%→▲7.7%)、ASEAN 向け (+5.8%→▲10.6%) は減少に転じた。

主な財別では、携帯電話 (1~3 月期前期比+12.2%→4~5 月+▲10.4%) や集積回路 (+1.3%→▲6.6%) が減少に転じた。衣服 (+7.0%→+4.8%) や鞆 (+11.7%→+1.2%) などの軽工業品は増加傾向を維持したものの、伸びが鈍化。他方、自動車 (+22.3%→+19.5%) や自動車部品 (+9.2%→+8.4%) はやや減速も高めの伸びを維持。

5 月のロシア向け輸出は、昨年同月に低迷 (前年同月比▲8.6%) した反動もあり、前年同月比+114.3%と 3、4 月に続き 100%を超える高い伸びとなった。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも、4~5 月平均は 1~3 月期を 12.4%上回っており、早いペースでの拡大が続いている。財別では、自動車などの輸送機械 (1~3 月期前期比+38.8%→4~5 月+33.3%) や PC などの一般機械 (+12.8%→+18.2%) が 2 桁台の伸びを維持。他方、5 月のロシアからの輸入は前年同月比+10.1%と 4 月 (+8.1%) からやや伸びを高めたが、季節調整値では 4~5 月平均で 1~3 月期を 0.9%上回るにとどまった。主要輸入品目の数量をみると、原油 (1~3 月期前期比+20.9%→4~5 月▲6.5%) は減少に転じ、石炭 (+20.1%→+3.0%) も大幅に減速。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)

5 月の社会消費品小売総額 (小売販売) は前年同月比+12.7%と 4 月 (+18.4%) から伸びが鈍化。 昨年のベース効果 (上海市を中心としたロックダウンによる景気低迷の反動) の弱まりが、伸び鈍化の主因とみられる。国家统计局公表の前月比は+0.4%と 4 月 (+0.2%) から小幅に持ち直したものの、コロナ前の 2019 年の前月比平均 (+0.7%) を下回り、力強さを欠いた。

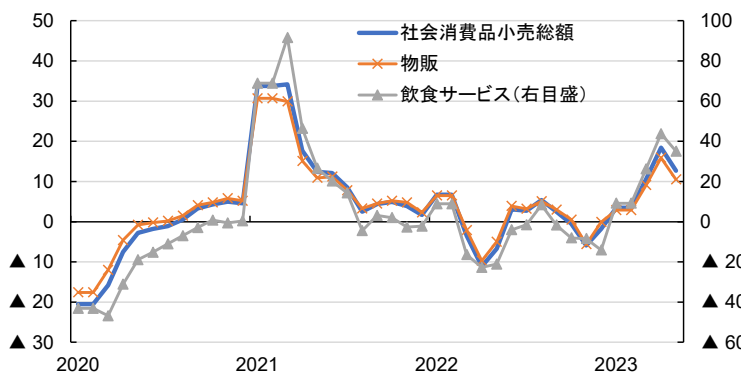
内訳を見ると、物販 (4 月前年同月比+15.9%

→5 月+10.5%) は伸びが鈍化。前年の反動の弱まりを受け、自動車 (+38.0%→+24.2%) や、衣服 (+32.4%→+17.6%)、宝飾品 (+44.7%→+24.4%) などの選択的消費財の伸びが大幅に鈍化。また、建材 (▲11.2%→▲14.6%) や家電 (+4.7%→+0.1%) 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 (4 月前年同月比+43.8%→5 月+35.1%) も前年の反動の弱まりにより、伸びが大幅鈍化した。

5 月の乗用車販売台数も前年同月比+26.4%と 4 月 (+87.7%) から伸びは鈍化したが、前年の反動の弱まりによるところが大きい。当社試算の前月比では+3.9%と 4 月 (+3.3%) から小幅に加速。年率では 2,587 万台と 2022 年通年 (2,356 万台) をやや上回った。値下げなどの販売促進キャンペーンが支えとなった模様。

社会消費品小売総額の推移 (前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

固定資産投資（都市部）

5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+2.2%¹⁶と4月（+3.9%）から伸びが鈍化。国家統計局公表の前月比は+0.1%と4月（▲0.8%）からプラスに転化したものの、低い伸びにとどまった。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業投資（4月前年同月比+5.3%→5月+5.1%）が小幅に減速。輸出の不調を受けて一般機械や通信・電子機器などの伸びが鈍化した。

不動産開発投資（▲7.2%→▲10.2%）は3ヵ月連続でマイナス幅が拡大。不動産デベロッパーの新規投資意欲の弱さを受け、新規着工の落ち込みが続いている。他方、全体の2割強を占めるインフラ関連分野¹⁷（+6.3%→+9.2%）は伸びを高めた。

工業生産

5月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+3.5%と、前年の反動の弱まりを受け、4月（+5.6%）から伸びが鈍化。国家統計局公表の前月比は+0.6%、4~5月平均では1~3月期対比+0.3%と低めの伸びにとどまった。産業別には、鉱業（4月前年同月比+0.0%→5月▲1.2%）がマイナスの伸びに転化、製造業（+6.5%→+4.1%）の伸びが鈍化、電気・ガス・水道（+4.8%→+4.8%）は横ばいであった。

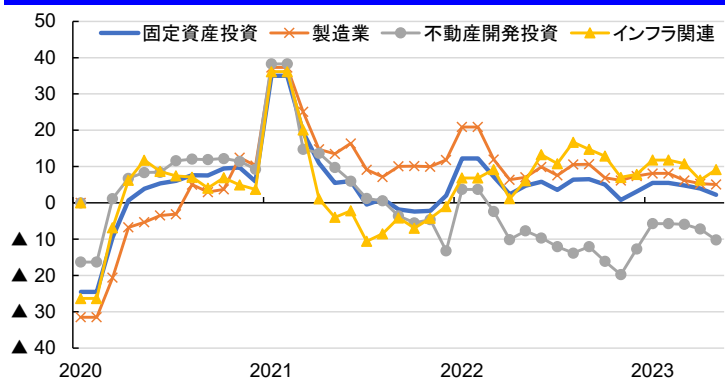
製造業を業種別にみると、前年の反動の弱まりを受け、自動車（4月前年同月比+44.6%→5月+23.8%）や一般機械（+13.5%→+6.1%）の伸びが鈍化。通信・電子などハイテク製造業¹⁸（+2.5%→+1.7%）の伸びも鈍化。鉄鋼や非金属など素材関連は、不動産投資の回復の遅れなどを受け不調が続いた。

消費者物価

5月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.2%と、4月（+0.1%）から小幅に伸びを高めたものの低い伸びにとどまった。前月比では▲0.2%と4月（▲0.1%）からマイナス幅が小幅に拡大、4ヵ月連続でマイナスの伸びとなった。

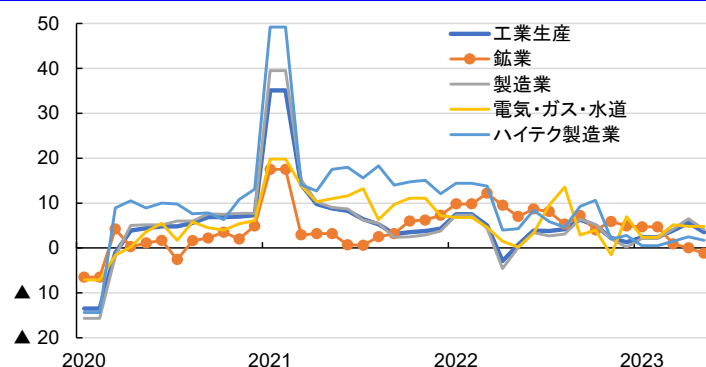
内訳をみると、豚肉価格（4月前年同月比+4.0%→5月▲3.2%）が需給の改善を受けマイナスの伸びに

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

工業生産の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

¹⁶ 当社試算の単月の前年同月比。

¹⁷ 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。

¹⁸ 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。

転化するも、野菜価格（▲13.5%→▲1.7%）の下落幅が縮小し食品価格全体（+0.4%→+1.0%）の伸びを押し上げた。他方、車両用燃料を含む「交通・通信」（▲3.3%→▲3.9%）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した。

食品・エネルギーを除いたコア CPI（+0.7%→+0.6%）は前月から伸び鈍化。労働節連休終了に伴い、旅行価格（+9.1%→+8.0%）などサービス価格（+1.0%→+0.9%）の伸び鈍化が影響した模様。

生産者物価

5月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲4.6%と、4月（▲3.6%）からマイナス幅が拡大。前月比でも▲0.9%（4月▲0.5%）とマイナスが拡大。昨年4月のPPIが原油など国際商品市況高騰の影響で前年比+6.4%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。

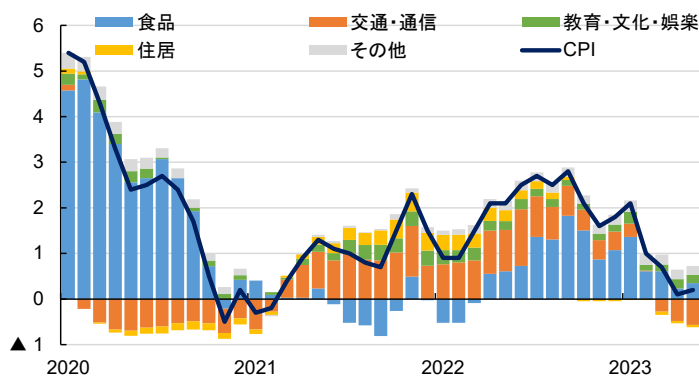
内訳をみると、昨年に原油価格が急上昇した反動で石油・天然ガス採掘（4月前年同月比▲16.3%→5月▲19.1%）のマイナス幅が拡大。鉄鋼（▲13.6%→▲16.8%）や非金属（▲5.6%→▲6.0%）も、不動産投資の回復の遅れなど内需の弱さを受けマイナス幅が拡大。川上の生産財価格全体（▲4.7%→▲5.9%）もマイナス幅が拡大。川下の消費財価格（+0.4%→▲0.1%）は、2021年2月以来となるマイナスの伸びに転化。食品や耐久財（通信・電気機器、自動車など）が下押しした。

人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、5月中旬以降の元安進展が継続。6月21日には一時2022年11月初以来となる1ドル=7.2元台の元安水準まで下落。元安進展の背景には、①5月の主要指標を受けた中国経済減速懸念、②米長期金利上昇と中国の利下げを受けた米中金利差拡大、がある。

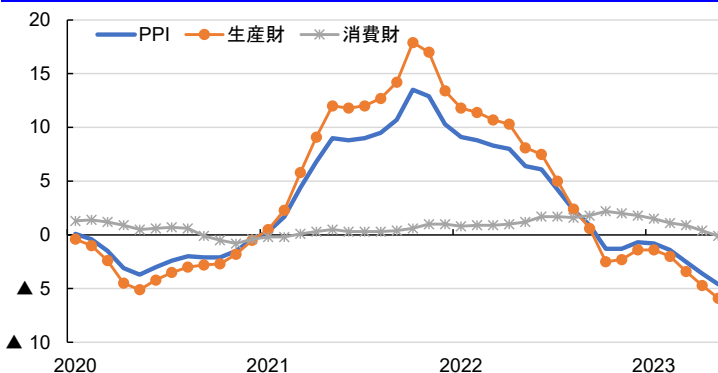
前日終値に対する基準値の設定が元高方向に偏っていないことから、当局は輸出に対するプラス効果も考慮し、足元の元安をある程度容認している模様。

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）ウエイトは当社推計

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