

## 中国経済：停滞続き追加利下げに踏み切るも、効果は期待薄

7月の主要経済指標は、景気の停滞が続いていることを示す。停滞の主因は、①輸出の減少、②不動産市場の低迷、③個人消費の回復力欠如、④過剰債務問題であり、いずれも根が深く早期解消は困難。政府は今年下期の経済政策の具体化を進めるが、目新しさ乏しく財政支出拡大には消極的。民間経済の活性化や消費者の不安解消策を盛り込むも、これまでの実績を踏まえると実効性は未知数、具体策の内容や効果を見守るしかない状況。追加利下げを実施したが、依然として実質金利は高く、金融緩和効果を得るためにはさらなる利下げが必要。

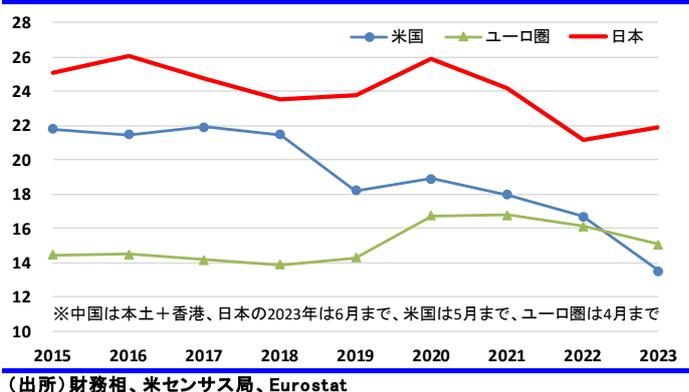
### 4つの要因が複合的に景気を下押し

7月の主要経済指標は、中国経済が引き続き停滞していることを示した。企業の景況感を示すPMIは、製造業で2ヵ月連続で改善したものの依然として50割れから脱しておらず、非製造業では4ヵ月連続で低下し今年最低水準を更新した。実体経済を示す指標も、輸出（金額、ドルベース）は欧米向け中心の減少が続き、個人消費は小売販売が前月比で減少に転じ、固定資産投資も輸出の減少で製造業の減速が続いたうえ、不動産投資の落ち込みが加速、インフラ投資の息切れが明確になるなど、引き続き需要は総崩れの状況にある（詳細は後半の「主な指標の動き（2023年7月）」参照）。

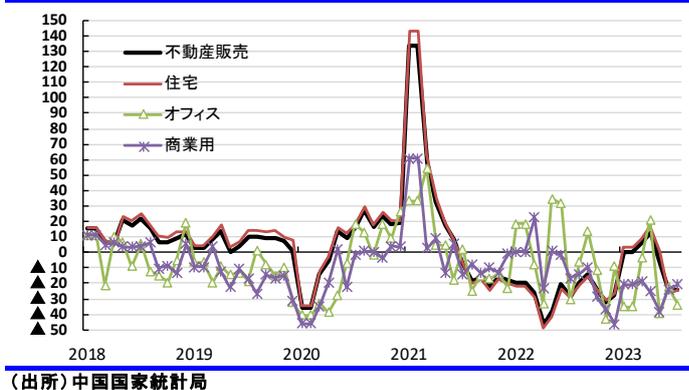
景気停滞の主因として、①輸出の減少、②不動産市場の低迷、③個人消費の回復力欠如、④過剰債務問題の4点が挙げられる。1点目の輸出減少は、米国の景気減速と欧州の景気低迷が主な背景であるが、サプライチェーンのデリスキングに伴い主要国が中国への依存度を引き下げる方向にあることも影響しているとみられる。日米欧の輸入における中国（本土+香港）のシェアを見ると（右図）、米国では2022年の16.7%から2023年1~5月で13.5%へ、ユーロ圏でも2022年の16.1%から2023年1~4月で15.1%へ低下している。日本においては2022年の21.1%から2023年1~6月は21.9%へ上昇しているが、2022年に大きく水準を落とした反動の範囲内であり、低下傾向にある。こうした状況は、今後、海外景気が復調したとしても、中国の輸出が回復するとは限らないことを示唆している。

2点目の不動産市場低迷については、これまで政府が相次いでテコ入れ策を打ち出したが、未だ需要は回復せず、価格は下落、調整が長期化している。需要すなわち不動産販売額は（右図）、5月に前年同期比▲4.8%と3ヵ月ぶりのマイナスに転じたあと、6月▲25.0%、7月▲24.1%と大幅

### 日米欧の中国輸入シェア（%）



### 不動産販売額の推移（前年同月比、%）



な落ち込みが続いた。内訳を見ると、オフィス（5月前年同月比▲39.4%→6月 22.5%→7月▲33.9%）や商業用（▲38.4%→▲24.0%→▲20.7%）の大幅減が続く中で、一時持ち直していた住宅（+0.5%→▲25.1%→▲24.3%）が大きく落ち込み全体を押し下げている。その結果、住宅価格（主要70都市の前月比の単純平均）は、新築が今年1月に下げ止まり2月以降は上昇したものの6月には再び減少に転じ、中古も2～3月は上昇したが4月は横ばい、5月以降は下げ足を速めており、回復が遠のいている<sup>1</sup>。

さらに、ここにきて不動産最大手企業の碧桂园の赤字転落や資金繰り悪化が報じられ<sup>2</sup>、すでに経営悪化が表面化している不動産大手の恒大集団が米国で破産法の適用を申請<sup>3</sup>するなど、不動産市場の低迷による悪影響が相次いで表面化している。後者は債務処理を円滑に進めるためであり、必ずしも追加的な悪材料とは言えないが、不動産関連の資産の質が急速かつ大量に劣化していることは明らかであり、不良債権の増加とその処理が経済の成長力を奪うことは間違いない。

### 個人消費を抑制する将来不安、経済政策の選択肢を狭める過剰債務

3点目の個人消費に回復力が欠ける背景としては、雇用環境の悪化や根強い将来不安など複数あろう。雇用環境については、都市部の失業率が6月までの5.2%から7月に5.3%へ上昇（右図）、悪化に転じている。景気に遅行する失業率の上昇は、景気の停滞が家計の所得環境の悪化を通じて一段と景気を押し下げる負の循環に陥る可能性を示唆しており、今後の動向に注意が必要である。

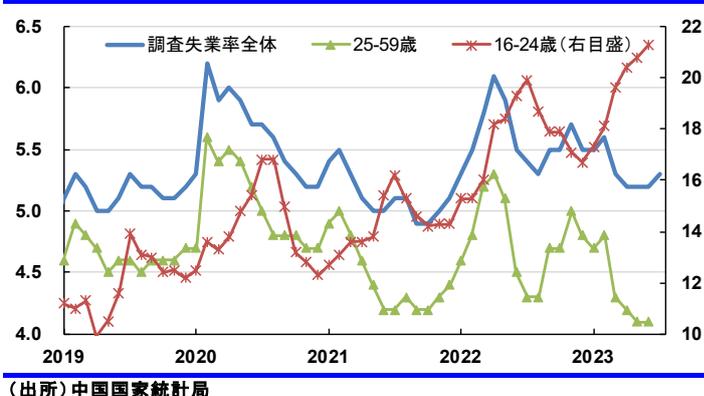
なお、7月分から年齢階層別の失業率の発表が停

止された。国家統計局は、集計方法に問題があり改善するためだとしている。実際に、若年層（16～24歳）の失業率は就職活動期に上昇し、就職する7月にピークを打つ傾向がある。そのため、2023年7月の若年層失業率は、6月の21.3%から一段と上昇した可能性が高く、発表すれば情勢が悪化した印象を強く与えることになる。当局はそうした事態を避けたかったのだろう<sup>4</sup>。

雇用情勢は悪化しているが、可処分所得（一人当たり、全国）は2023年4～6月期に前年同期比+8.4%となり、1～3月期の+5.1%から伸びを高めた。この高い伸びは、上海ロックダウンで落ち込んだ反動による部分が大きいとはいえ、それを除くため2年前比で見ても、1～3月期の+5.7%から4～6月期は+5.5%と小幅な鈍化にとどまっており、少なくとも物価上昇を上回る所得の伸びが確保されている。

そうした中で、消費支出が抑制されているのは、雇用情勢の悪化に加え、将来への不安が消費マインド

失業率の推移(都市部、%)



<sup>1</sup> 都市の規模別には、新築では1線都市が5月、6月とも前月比横ばいだったが、2線都市（5月前月比 0.0%→6月▲0.2%）、3線都市（▲0.2%→▲0.3%）と中小都市の方がより下落しているが、中古では1線都市（▲0.7%→▲0.8%）の方が2線都市（▲0.4%→▲0.5%）や3線都市（▲0.4%→▲0.4%）より落ち込みが大きく、特定業者の中小都市における過剰供給や大都市における投機的需要の急減など、背景が複合的である可能性を示している。

<sup>2</sup> 2023年8月11日付日経新聞電子版「中国不動産の碧桂园、最終赤字1兆円 1～6月見通し」

<sup>3</sup> 2023年8月18日付 Bloomberg 「中国恒大集団、NYで連邦破産法15条の適用申請—米国内資産保全」

<sup>4</sup> これまでも政策方針に反して悪化した指標の発表が中止されたことは度々あった。若年層失業率に関しては、前年同月と比較することで季節性を排除できることを踏まえると、若年層失業率の前年差が6月時点の+2.0%から7月に拡大し、失業率が22%以上になっていた可能性が高い。

を委縮させているからであろう。従来より、中国は社会保障の不十分さから貯蓄性向が高い<sup>5</sup>ことが消費抑制の原因として指摘されていたが、コロナ禍においても日本や米国のような現金給付などの支援はなく、消費者は将来への不安を一層高め、支出を抑制していると考えられる。

4点目の過剰債務は、本来、企業部門の問題であるが、国営企業が経済の多くを占める中国においては、政府の問題ともなる。不動産分野を筆頭に、景気の悪化により増加が見込まれる不良債権の処理には、多額の政府資金投入が必要となろう。景気テコ入れのために拡大したインフラ投資は、既に息切れつつあるが、こうした事態への備えのほか、不動産市場の悪化が土地使用権収入に依存する地方政府の財政を圧迫していることもあり、今後も財政支出の拡大による景気支援に多くを期待できそうもない。

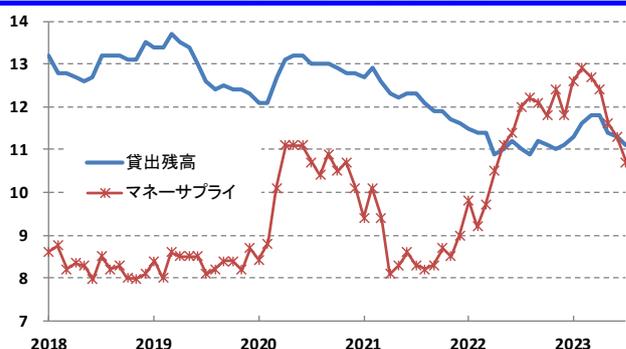
### 経済政策を具体化、まずは追加利下げを実施

こうした状況を踏まえ、7月24日の共産党中央政治局会議で2023年下半期の経済政策が示されたが、その具体策について、8月4日に国家発展改革委員会や財政部、人民銀行などが共同で説明を行った。それによると、①自動車など大口消費の促進、民間投資の活性化、交通インフラ建設の支援、庶民の住宅需要の充足などによる「国内需要の拡大」、②中小企業への財政・税制・金融支援や戦略的新興産業の育成などによる「実体経済の強化」、③国家戦略科学技術力を強化、ベンチャーキャピタル環境の改善、サプライチェーン強靱化などによる「科学技術の自立自強推進」、④国有企業改革の加速、民営経済の発展促進、外資の誘致・利用強化による「改革開放の進化」、⑤大学卒業生の雇用対策、介護・保育・教育・医療サービスの供給力強化、就労による所得増加促進などによる「民生の改善」、⑥不動産、地方債務、金融、食糧、エネルギー、資源といった「重点分野のリスク防止・解消」を進める方針とのことであった。総じて目新しさに乏しく、引き続き政府支出の拡大を抑えた内容であり、それが故に民間経済の活性化に頼る部分が多い印象である。また、消費者の不安解消策を盛り込んでいる点は評価できるが、いずれもこれまでの実績を踏まえると実効性は未知数であり、現時点は具体策の内容や効果を見守るしかないだろう。

人民銀行は8月15日、こうした方針を受ける形で、常設貸出ファシリティー（SLF）について、全ての期間で金利を0.1%ポイント引き下げると発表、翌日物金利は2.65%、7日物は2.80%、1ヵ月物は3.15%とされた。また、1年物の中期貸出制度（MFL）金利を2.65%から2.50%へ引き下げており、これに伴い21日にはLPR（最優遇貸出金利）も引き下げた（1年物：3.55%→3.45%、5年超は4.20%で据え置き）。期間1年未満の短期金利の引き下げは専ら企業の資金繰り支援を、1年以上の長期金利は設備投資や住宅投資といった需要の刺激を通じて景気のテコ入れを狙ったものである。

ただ、消費者物価上昇率が前年比でマイナスに転じ、生産者物価は依然として大幅なマイナスのため、物価上昇を除いた実質金利は未だ高く、この程度の利下げで十分な効果を得られるとは考え難い。先月も触れた通り、6月に利下げを実施したにもかかわらず、銀行貸出残高は4月の前年同月比+11.8%をピークに6月には+11.3%へ、7月には+11.1%へ鈍化（右図）、マネーサプライ（M2）

マネーサプライM2と貸出残高の推移（前年同月比、%）



（出所）中国人民銀行

<sup>5</sup> 可処分所得のうち貯蓄に回す割合である貯蓄率は、先進国の1割前後に対し、中国では33.5%（2022年）にも上る。

も 2 月の前年同月比+12.9%をピークに 6 月は+11.3%へ、7 月は+10.7%まで伸びを落としている。4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率で+3.2%まで減速しており、5 年物の LPR の実質 4%強という水準では、高過ぎて景気を刺激するには不十分ということであろう。インフレの懸念がないのであれば、一段の人民元安を許容してでも、さらなる利下げを行うことが合理的な選択となろう。

## 主な指標の動き (2023年7月)

## PMI (購買担当者指数)

7月の製造業 PMI は 49.3 となり、6月の 49.0 から小幅改善したが、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 4 ヶ月連続で割り込んだ。

主な内訳を見ると、新規受注 (6月 48.6→7月 49.5) が 2 ヶ月連続で上昇したものの依然として 50 割れ、内訳項目である新規輸出受注 (46.4→46.3) が 5 ヶ月連続で低下しており、海外景気の減速を受けた輸出の低迷が受注の回復を遅らせる状況が続いている。

その結果、受注残高 (45.2→45.4) は若干改善したが依然として 50 を下回り、生産 (50.3→50.2) も 50 超を維持したものの低下した。ただ、製品在庫 (6月 46.1→7月 46.3)、原材料在庫 (47.4→48.2) とも下げ止まっており、在庫調整は進んだ模様。

7月の非製造業 PMI は 51.5 と 6月の 53.2 から大幅に悪化、50 超は維持したものの 4 ヶ月連続の低下し今年最低水準を更新、減速感を強めている。うちサービス業 (6月 52.8→7月 51.5)、建設業 (55.7→51.2) とも 50 超ながら 4 ヶ月連続で低下しており、サービス消費の勢いが陰り、不動産分野を中心とする建設投資抑制の影響が波及していることを示した。

## 輸出 (通関統計、米ドルベース)

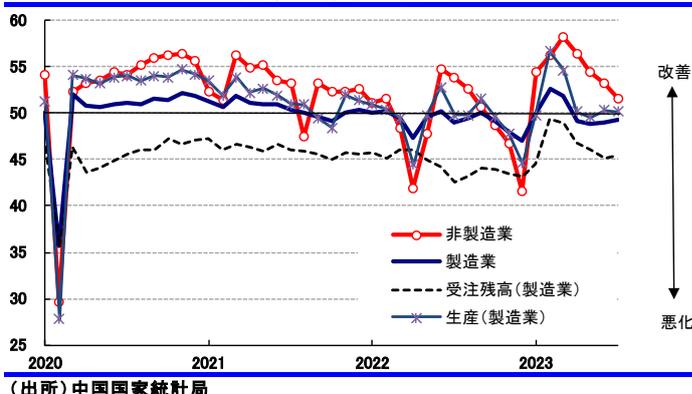
7月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比▲14.5% となり、6月の▲12.4%からマイナス幅がさらに拡大。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも前月比▲2.1%と 4 ヶ月連続で減少。その結果、7月の水準は 4~6 月期を 5.8%も下回り、輸出の減少傾向が続いている。

主な仕向け地別に見ると (右図)、景気が減速している米国向けは 7月の水準が 4~6 月期を 7.3%下回り、低成長が続く EU 向けは 9.1%も下回った。そのほか、景気が好調な日本向けや、比較的底堅い ASEAN 向けも 7月は一段と水準を落としている。

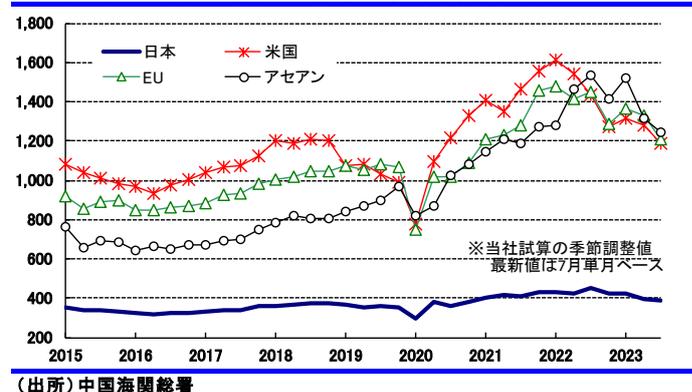
主な財別では、鉄鋼 (4~6 月期前期比▲25.2%→7月の 4~6 月期比▲16.1%) や玩具 (▲11.4%→▲10.8%) の大幅な落ち込みが続いたほか、ハイテク製品 (▲2.8%→▲5.6%) や電気製品 (▲2.8%→▲6.6%) の減少も続き、繊維製品 (▲3.8%→▲12.9%) の落ち込みが加速した。一方で、石油精製品 (▲26.8%→+24.1%) は下げ止まった。

7月のロシア向け輸出は、6月の前年同月比+90.9%から+51.8%へ大きく伸びが鈍化したが、当社が公表実額値から試算した季節調整値では前月比▲1.2%と小幅な減少にとどまり、高水準を維持した。

PMI指数の推移 (中立=50)



仕向け地別の輸出の推移 (季節調整値、百万ドル)



## 社会消費品小売総額（小売販売）

7月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+2.5%と6月（+3.1%）から伸びがさらに鈍化。政府公表の前月比は▲0.1%と7か月ぶりの減少に転じており、停滞状態にある。

内訳を見ると、物販（6月前年同月比+1.7%→7月+1.0%）は年初来最低の伸びに鈍化。自動車（▲1.1%→▲1.5%）のマイナスが続いたほか、宝飾品（+7.8%→▲10.0%）や化粧品（+4.8%→▲4.1%）がマイナスに転じ、衣服（+6.9%→+2.3%）、通信機器（+6.6%→+3.0%）など選択的な性格の強い財で悪化が目立った。住宅販売の不振から建築内装用品（▲6.8%→▲11.2%）は落ち込み幅が拡大した。一方で、飲食サービス（6月前年同月比+16.1%→7月+15.8%）は比較的高い伸びを維持し、底堅さを見せた。

7月の乗用車販売台数は、6月の前年同月比+2.1%から▲3.4%とマイナスに転じており、上記の販売額と概ね同様の低迷ぶりを示した。当社試算の季節調整値でも前月比▲5.9%と落ち込んでいる。ただ、年率換算では2,561万台となり、通年で過去最高だった2017年の2,474万台を依然として上回る高水準を維持した。

## 固定資産投資（都市部）

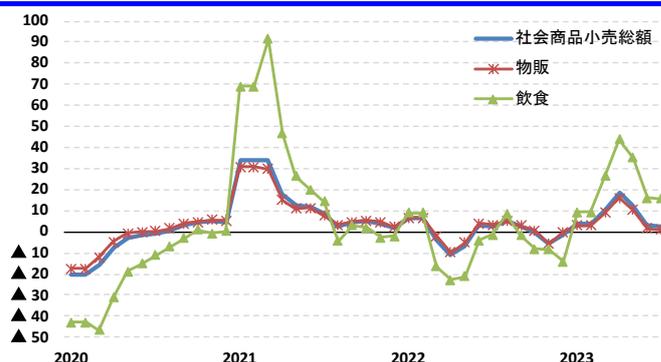
7月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は前年同月比+1.3%<sup>6</sup>と6月（+3.3%）から伸びが鈍化（右図）、減速傾向が続いていることを確認。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業の投資（6月期前年同月比+6.0%→7月+4.3%）が減速したほか、不動産開発投資（▲10.2%→▲12.2%）のマイナス幅が拡大、全体の2割強を占めるインフラ関連分野<sup>7</sup>（+5.9%→+1.8%）も政府の対策効果が一巡し伸びが大幅に鈍化するなど、総崩れの状況。

## 消費者物価

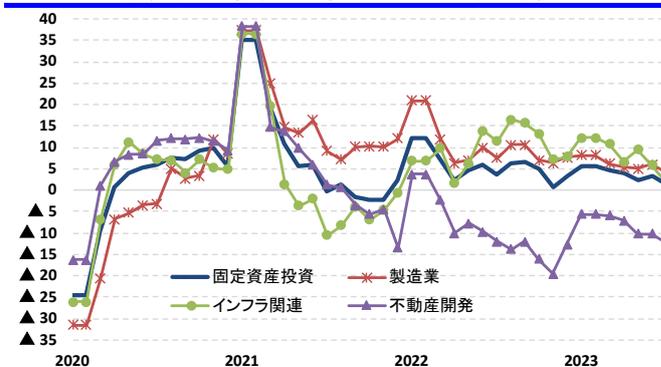
7月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比▲0.3%と2021年2月以来のマイナスとなった（右図）。ただ、前月比では+0.2%と6か月ぶりのプラスに転

## 社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



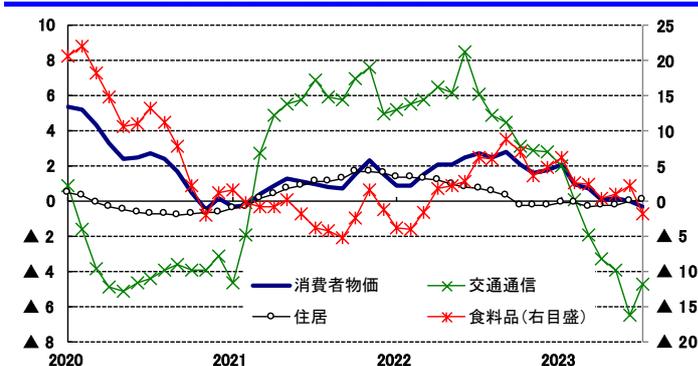
（出所）中国国家统计局

## 固定資産投資の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

## 消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

<sup>6</sup> 当社試算の単月の前年同月比。

<sup>7</sup> 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。

じている。

内訳をみると、食料品（6月前年同月比+2.3%→7月▲1.7%）が豚肉価格の大幅下落（▲26.0%）によりマイナスに転じたことが全体を押し下げた。車両用燃料や交通運賃の下落により交通・通信（▲6.5%→▲4.7%）の低下も続いているが、マイナス幅は縮小した。

なお、物価の基調を示すコア CPI（食品・エネルギーを除く総合）は、6月の前年同月比+0.4%から7月は+0.8%へ伸びが高まり、デフレ懸念はやや後退した。サービス価格（6月+0.7%→7月+1.2%）が伸びを高めており、物価全体を下支えする形となっている。

### 生産者物価

7月の生産者物価指数（PPI）は、6月の前年同月比▲5.4%から▲4.4%へマイナス幅が縮小。川上の生産財（6月前年同月比▲6.8%→7月▲5.5%）、川下の消費財（▲0.5%→▲0.4%）ともマイナス幅が縮小した。

生産財の内訳をみると、石油・天然ガス（6月前年同月比▲25.6%→7月▲21.5%）や鉄鉱石（▲13.9%→▲7.2%）、鉄鋼（▲16.0%→▲10.6%）のマイナス幅が縮小、非鉄鉱石（+2.8%→+6.0%）は伸びを高めるなど、下落圧力が弱まる動きが散見された。

消費財については、食品（6月前年同月比▲0.6%→7月▲0.9%）のマイナス幅が拡大、耐久財（▲1.5%→▲1.5%）はマイナス幅が横ばいであったが、衣料品（+1.0%→+1.5%）や日用品（+0.3%→+0.8%）は伸びを高めている。これらの動きを見る限り、モノの分野で消費者物価を下押しする圧力は高まっていない。

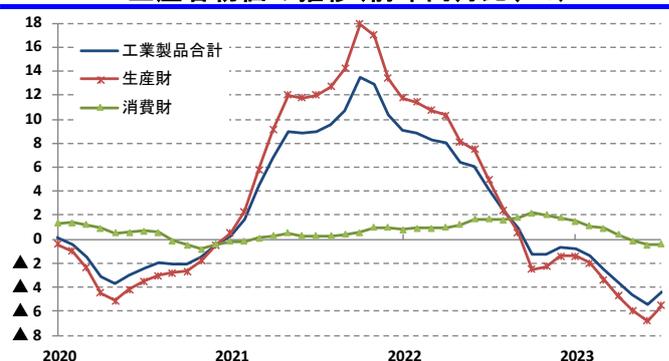
### 人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、7月半ばの1ドル=7.14元程度から8月17日には7.3元台まで元安が進行、再び元安基調が強まる。

主因は米国の長期金利上昇と中国の金利低下による米中金利差の拡大。米国の長期金利は、7月中旬に2年債で4.5%台へ、10年債で3.7%台へ低下したが、根強い物価上昇圧力や国債需給懸念により、8月中旬にはそれぞれ4.9%台、4.2%超へ上昇。中国は人民銀行が8月15日、1年物貸出金利（MLF）を2.65%から2.50%へ引き下げるなど金融緩和を進めており、市場金利が低下。

一方で人民銀行は、人民元の急速な下落を受け、8月18日に人民元相場の基準値を元高方向に設定、これを受けて人民元は一旦下げ止まった。今後も米中金利差を睨みながらの展開となる。

生産者物価の推移(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) CEIC DATA