

不況に陥った 2023年の中国経済 —2024年の改善は可能か



梅原直樹

公益財団法人 国際通貨研究所 上席研究員

1. 不況色が濃くなった2023年の中国経済

(1) 不安がたどよう中国経済

2023年に入り、中国経済は不況色が濃くなった。もちろん、足元では実質国内総生産（GDP）成長率5%前後という政府目標の達成が視野に入っている。国際通貨基金（IMF）は2023年10月に公表した世界経済見通しや11月に行われたプレス発表で、その実現の可能性にお墨付きを与えた。5%は世界的には高成長といえる。何をもって不況と言うのかと、お叱りを受けそうだ。

しかし、今の中国経済からは全く良い雰囲気が伝わって来ない。極端な例だが、政府から手厚い補助金など、優先的な資源配分を受けて官制イノベーションが期待されている業界の国営企業やその従業員にとっては、現状は不景気とは無縁の世界なのかもしれない。しかし、一般国民の目線に立てば、2023年は社会全体で雇用状況に暗雲が広がり、消費も年央に一度、息切れした。雇用も危機的である。製造業における購買担当者景気指数（PMI）は、2023年1-11月で50を上回った月は4ヵ月にとどまり、芳しくない。2022年末に、厳しい行動制限を伴っ

たゼロコロナ政策は解除され、人々は移動の自由を取り戻し、その結果、2023年初には特需もみられたが、短期間で終息した。人々はデジタル・ウォレットの紐を締めたままだ。2019年末または2020年初から始まった呼吸器疾患問題も2023年12月の段階で完全に終息したとはいえない。厳しい情報コントロール下で、新型コロナウイルス感染症は存在しないことになっているが、真実はどうか。人々の中に、不満や不安心理が広がっており、政府への信頼感は薄れかけている。

(2) 農民工や若者の雇用状況が悪化

2023年2月初旬、旧正月明けには、広東省東莞市などの加工貿易が盛んな地域で、農村出稼ぎ労働者（農民工）の雇用悪化が伝えられた。生産注文が入って来ないために人を雇えず、工場を閉じるしかないという、経営者のため息交じりの声が聞かれた。また、台湾・香港資本の中小零細製造業は、生産拠点を中国からベトナムやメキシコに移転させ始めたというニュースもみられた。外需不振や製造コストの上昇に加え、地政学的リスクや安全リスクを嫌った経営者の決断もあったとみられる。いわゆるデ・リスクングの流れである。

沿岸都市の中小零細製造業は、一つひとつの投資額は小さくても数が集まれば相応のインパクトがあり、雇用吸収力という点で影響は大きい。出稼ぎの農民工は、職を失っても故郷に戻ることはできず、同一都市で新たな職を探るか、近隣都市に移り住んで職探しをしなければならない。毎年の加齢もあって状況は年々厳しさを増し、都市戸籍の住民とは違い社会保障をほとんど受けられない農民工にとって、不況は厳しい試練となる。

雇用情勢に関しては、16-24歳の調査失業率が2023年4月に20%を超えたことが大きな話題になった。当局は6月分を最後に、この数値の公表を取りやめてしまった。若者の雇用悪化の原因としては、人気国有企業や役所は狭き門で就職倍率が極めて高いうえ、中小零細・民営企業が外需の不振などで苦境に陥ったこと、不動産不況により同業界に就職しづらいこと、IT業界が人員削減を行っていること、バッファーとして存在していた学習塾での就業機会も奪われたことなどが影響している。

若者の雇用のミスマッチは、当面続くとみられる。経済発展とともに、中国でも高学歴化が進んできたが、大学を卒業したものの出前のアルバイトしかない、という状況は厳しい。何とか大学院に進学しても、その後、無事に就職できる保証もない。家に引きこもり横になっていようという者が出てきても仕方がない。早い段階から計画を立てて、日本を含めた海外の大学や大学院に入学して、そのまま就職しようとする者も増えている。

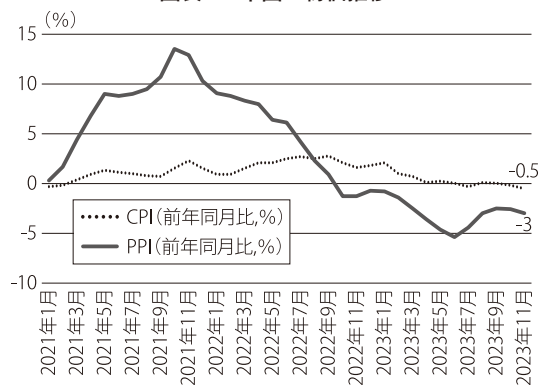
昨今は、30前後の青年の転職も厳しさが増し、特に住宅ローンを組んだ者は、次の仕事が見つかるとは限らなくなりつつある状況下で、給与が希望通りに上がらなくても失業するよりはましと考え、現状を甘んじて受け入れざるを得なくなりつつあるようだ。

(3) 経済の体温を示す物価指数は低調に推移

景気の体温を示すといわれる物価指数をみると、図表1の通り、消費者物価は2023年4月以降、前年同月比ゼロ%前後で推移しており、景気低迷を映し出しているとみられる。11月には前年同月比-0.5%と過去3年間で最大の下落幅となっている。また、生産者物価は2022年10月以来マイナス域に沈み、2023年6月には前年同月比-5.4%の下落となり、その後は、幾分持ち直しはあったが、2023年11月は前年同月比-3%の下落となっている。こうしたことから中国の景気状況は第3四半期を経て第4四半期に入っても、著しい回復傾向は示していないと推察される。

不動産不況の中で物価下落を経験し、中国のエコノミストの間では、経済はデフレに突入し、今後、日本の「失われた10年」のような長期デフレの時代に入るとの「日本化」懸念について議論が交わされた。当局はこうした議論が盛り上がることで、人々の未来に対する失望感や虚無感の醸成につながり、景気改善に水を差すことを恐れて、こうした議論に統制を加える構えをみせる。

図表1 中国の物価推移



(出所) 中国国家统计局

2. 不景気の根幹とその周辺

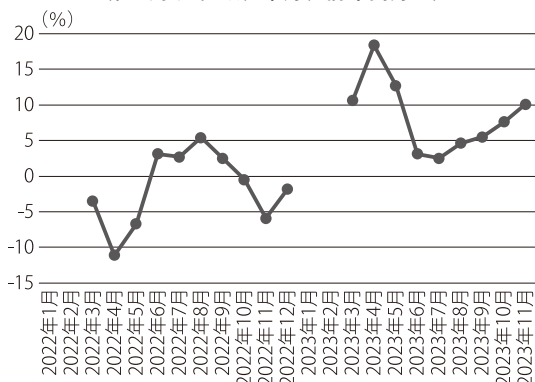
(1) 消費動向

現在の中国における景気停滞感、消費の伸び悩みに、より端的に表れている。社会消費品小売総額は2023年1-11月の累計で前年同期比7.2%増となっているが、図表2の通り単月で見ると6月は前年同月比3.1%増、7月は同2.5%増まで落ち込んだ。その後は徐々に回復し、11月は10.1%増にまで達し、かなりの改善をみているといえるものの、必ずしも力強さは感じられない。中国経済は、全般に需要不足の状態にあり、将来への期待感も低く留まり、来年に向けて消費が着実に向上くと保証はない。

(2) 収束が見えない不動産不況

根本的かつ構造的な問題は不動産不況が継続していることだ。2021年より、金融監督当局は、いわゆる「3つのレッドライン」と呼ばれる財務諸表上の健全性指標を基準にした厳格な資金調達規制を導入した。それにより、2021年夏以降、大手民営デベロッパーの資金繰りは急速に悪化した。住宅購入者は、民営デベロッパーから物件を購入すると契約通り物件が引き渡されず、ローン返済だけが始まるというリスクを強く意識することになり、その結果、

図表2 中国の小売り動向
(社会小売総額、単月、前年同月比)



(出所) 中国国家统计局

買い控えが生じた。結婚などの実需に基づき今、不動産を購入せざるを得ない人々も国営のデベロッパーを優先するなど業者選別により自己防衛を始めた。こうした行動変化の結果、2020年末までは比較的財務内容が健全だった民営デベロッパーさえ、売上げの激減による資金繰りの急速な悪化に見舞われた。

2022年に深まった不動産業界の不調は、2023年が終わろうとする今もまだ続いている。不動産販売額は、2023年1-11月累計で前年同期比5.2%減、開発投資も同9.4%減となっている。不動産業は鉄筋やコンクリートなどの建築素材や、家具や家電などの住宅設備を含む様々な産業と連なっており、デベロッパーの売上げ急減は、他の産業の資金繰り悪化に波及している。中国経済の不調の根本に不動産不況があることは明らかだ。しかし、これまでのところ当局の動きは慎重で鈍いものにとどまっている。2024年にどのような政策対応が行われるかは今後の観察を要するが、不十分なものに終わる可能性がある。そうすると経済全体が不況から抜け出すのも難しい。

(3) 固定資産投資の動向

不動産開発投資を内包する全国固定資産投資統計については、2023年1-11月累計で前年同期比2.9%増と発表された。しかし、2023年半ばにこの統計はベースが変更されている。1-11月累計の実績値は46.08兆元であり、前年同期(52兆元)と比較すると11.4%減と、公式発表を14ポイントも下回っている。当局はその理由を統計発表資料の脚注に簡単に記しているが、これだけ大きな差異が生じているのに対して説明は不十分であろう。固定資産投資の数字が大きく変われば、GDPなど他の数値にも当然影響が及ぶはずだが、そこは今のところ放置されている。中国の統計に対

する疑義の声は絶えないが、今般の変更も不透明である。おそらく背後で何らかの配慮が働いた可能性がある。

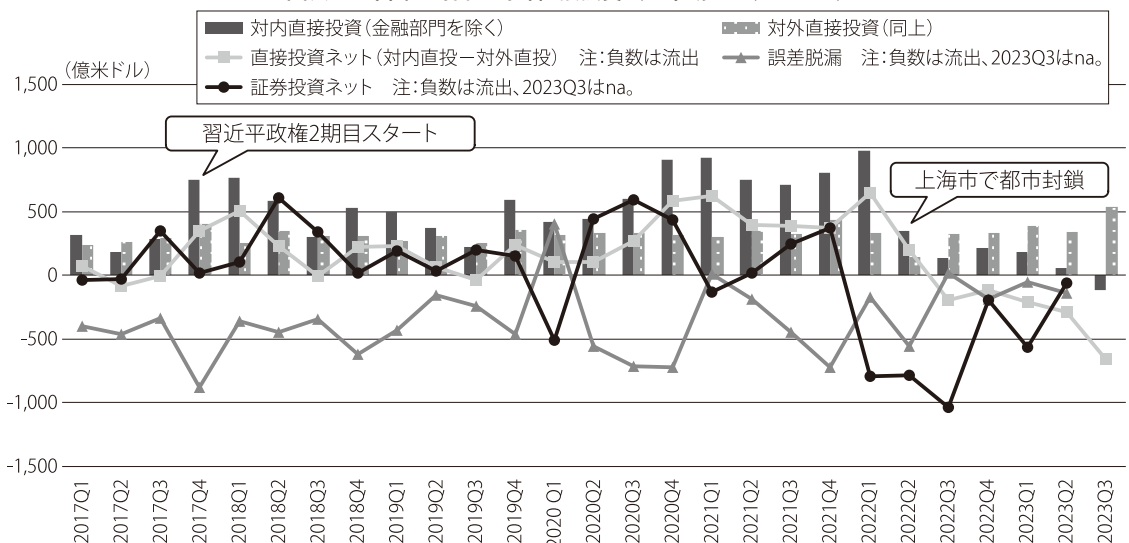
全国固定資産投資統計の中身をみると、政府は国有企業に対して積極的な投資を促したようである。AIや自動運転などの先端的なDX（デジタルトランスフォーメーション）分野や脱炭素などのGX（グリーントランスフォーメーション）分野に投資を傾斜させ、GDPの数値目標を達成しようとしただけでなく、国際競争力を付けさせ、経済強国化の目標達成を図ろうとしていると推察される。しかし、足元の工業生産の状況は決して芳しくない。一定規模以上の工業企業利潤は2023年1-10月累計で前年同期比7.8%減であり、これは5%で成長している経済の数値と思えない。それでも、DXやGXへの積極投資は、将来の産業基盤作りや国際標準化の中で中国企業が世界をリードする結果をもたらし、巨額の利潤獲得に結びつく可能性もある。中国政府主導のこのような産業政策の動向については、日本企業もしっかりとこれを見据え、対応策を練っていく必要がある。

(4) 対内直接投資は停滞、 対外直接投資は増加

中国経済に関する最近の話題として、直接投資の受け入れの減少がある。図表3は、2017年以降の中国の対内・対外直接投資のフローを示すが、対内直接投資が2023年の第3四半期にマイナスを記録したことが話題を呼んだ。投資減少の理由は、デ・リスキングの流れを受けて諸外国からの新規投資が減少したこと、進出済みの外資企業が現地で長くプールしてきた投資収益を再投資のため現地で保持するのを止めて、いったん本国に配当金等として戻す動きが強まったこと、過去の投資元本を回収すべく撤収する動きも強まったことが考えられる。

欧米日等の外資系企業にとって、2022年3月から数ヶ月に及んだ上海市の都市封鎖は、派遣駐在員の基本的人権を脅かすものとなり、衝撃的であった。さらに2023年7月には反スパイ法が改正され、その運営に対する不透明感も加わった。習近平政権の第2期が始まった2018年頃から、中国政府は民間企業の経済活動を外交交渉の材料に使う動きも露骨に

図表3 中国の対内・対外直接投資（四半期ごと、フロー）



(注) 2023年Q3は初歩的データのため、金融部門、誤差脱漏を含みそれ以前のデータと単純比較は不可。

(出所) 中国国家外為管理局

なった。そうした中、外資企業は従業員の中国派遣に、以前よりも神経質にならざるを得なくなった。地政学的リスクの高まりが中国の投資環境を大幅かつ急速に悪化させたと言えるだろう。中国政府はこの変化に気づいていないのか、気づいていながら対応を打ち出せずにいるのか、はっきりしない。

こうした動きとは対照的に、中国からの対外直接投資は明確な増大傾向がみられる。この点はしっかりと認識しておくべきだろう。積極的な資本輸出政策は、かつての「走出去（ゾーチューチー）」を引き継ぎ、2013年からは「一带一路」構想に鞍替えされている。2000年代後半以降、中国企業の対外直接投資は徐々に活発化し、中東諸国やアフリカ諸国を含むグローバルサウスの国々に向けた投資も増えており、今や資本輸出国としての地位を確立しつつある。今後、日本企業が中国系企業と海外で競い合う場面も増えてくると予想される。

(5) 人民元為替相場の誘導

図表4は直近2年間の人民元の対ドル相場を示す。2022年4月から同年10月まで、人民

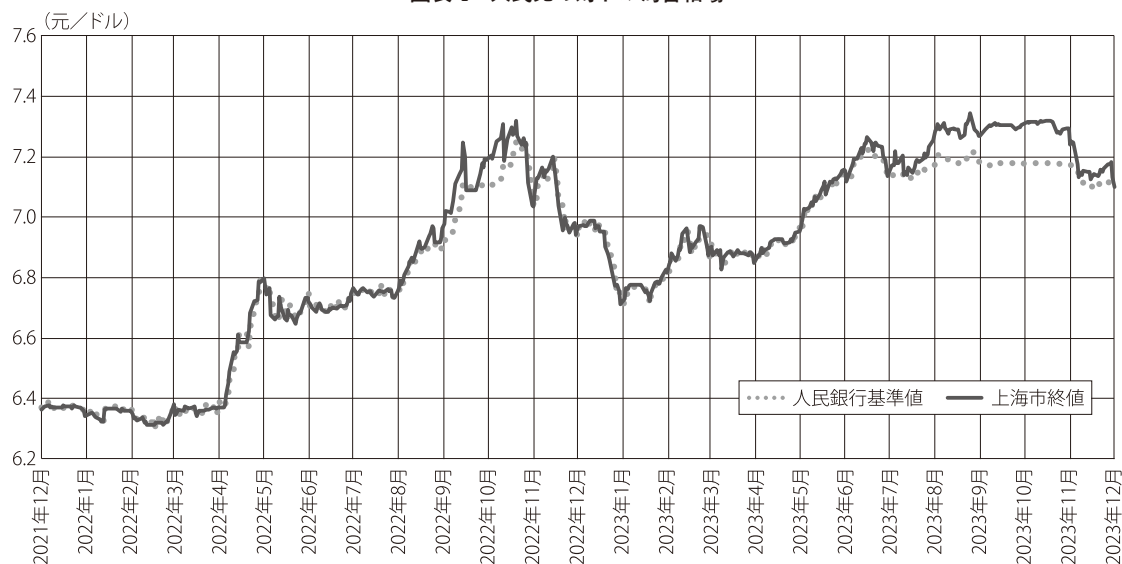
元安が進行し、一時1ドル7.3元を割り込む場面もあった。2023年は7月以降、再び人民元安が進行する懸念がみられると、当局は基準値ガイドラインをフル活用して、元高方向への相場誘導を実施した。外貨準備の残高は、この間、大きな減少はみられておらず、当局が国内外の市場で大規模な元買いドル売り介入を実施した形跡はない。当局は上記の基準値操作に加え、香港オフショア市場への人民元供給を絞る等の手段を用いて、比較的低コストで人民元の急速な下落を防ぎ、相場の安定を実現したとみられる。11月21日以降、人民元の実勢相場は基準値に収れんする方向で動き、7.2元より若干の元高水準で推移している（12月15日現在は7.1元前後で推移）。

3. 中長期的な停滞期に入ったのか？

(1) 不動産不況への対応の遅れ

ここで再び話を不動産に戻すと、2021年以来、中国では、地方政府が主体となり不動産の取引価格に下限を設定して、市場価格の安定化

図表4 人民元の対ドル為替相場



(出所) Refinitiv Datastream

を図る措置が導入されてきた。しかし、2023年10月の統計によれば、新築物件に関しては大中70都市のうち67%で前年比下落が、中古物件に至っては96%で前年比下落がみられている。地方政府による価格維持策は、取引量の大幅な減少という強い副作用を伴いながら、市場を歪めてきたが、これもそろそろ限界に達してきた模様である。人々は不動産を売りたいくても売れない状況にうんざりし始めている可能性がある。

もちろん、北京や上海といったブランド力のある国際的超大都市の中心部では、今後も不動産価格は、仮に下がったとしても小幅に留まる可能性が高い。しかし、全国を見渡せば、不動産価格は今後、底割れを起こす可能性がある。国民は、自国が少子・高齢化に直面しており、実際に人口減少が始まったことを認識しており、中国経済がこれまでのように右肩上がり発展するとは限らないと考え始め、それと同時に不動産価格の上昇が頭打ちになっている現実も受け入れ始めたと思われる。「不動産神話」は崩壊しかかっている。

それでも中国政府は不動産不況を軟着陸させることを目指し、金融のシステム・リスクを起こさせないことを最低限の守るべき一線としている。しかし、不動産価格が実際に下落局面に入った時、それを上手く操縦し、市場を安定させることは、上昇を抑えるより難しいとみられる。価格の底割れが起きれば、様々な問題が派生し、それが噴出してくる可能性もある。今後の不動産市場の動向は引き続き予断を許さない。

(2) 個別デベロッパーの当面の支援策もまだはっきりしない

既に触れたように、エコノミストの間では、2023年の夏頃に、中国も1990年代以降の日本のようにデフレに陥り長期停滞局面に入るの

ではないかといった議論が巻き起こった。日中間には大きな国情の違いがあり、決して同じことにはならないが、中国経済は2010年代の半ばから既に成長鈍化局面に入っており、そこに2021年以来の不動産価格のピークからの下落が加わったことにより、かつての日本と同様、今後、低成長と停滞を経験する可能性が高まっている。

中国の不動産バブルは、25年の長きにわたって形成されてきたものであり、調整と清算はこれからが本番となる。そうした中、政府は大手民営不動産デベロッパーをどのように支援するか、または整理するか、その方策をいまだに固め切れていない。当面は銀行を活用した業界支援を行うとみられるが、これは一種の先送り策である。もし、最終ゴールが不動産業界を健全化し、業界の収益力の回復、適正な競争が行われる環境を作り出すことにあるのならば、荒治療を行いつつ、市場化改革を進める必要がある。だが、その道のりは平坦ではなく、長くて荒れたものとなる。改革の過程では、銀行業界への公的資金注入や中小銀行の合併なども必要になってくるし、不動産を資産に組み込んだ信託基金等の破綻処理も必要になる可能性がある。中国のようなトップダウンの政治体制であっても、情勢が落ち着くまでには、最低でも3-5年の時間を要するとみられ、不況が長引く可能性がある。

(3) 地方政府の財政及び債務問題

さらに、中国では、地方政府の財政健全化が解決すべき大きな課題として存在している。不動産デベロッパーの経営破綻で、地方政府の土地開発譲渡金収入は激減しており、財源不足が恒常化しつつある。公共投資に充当出来る資金が急激に細り、中央が期待する経済成長の実現が困難になる。

さらに、地方政府が暗黙の保証を与えている不動産開発専門会社（いわゆる、地方政府融資（資金調達）プラットフォーム）を通じた地元の開発スキームでは、計画のずさんさゆえに資金繰りが悪化しているところが出てきており、今後、清算を迫られる可能性がある。この問題も今後、真剣に向きあう必要がある。

もしも数年前のように金融システムが大きな余力を抱えていれば、ショックの緩衝材として活用することもできた。しかし、徐々に進められてきた金利自由化の一方で、昨今は当局からの金利引き下げの指導が加わり、金融機関の利ざやは急激に縮小してきている。金融機関による支援にはとうとう限界が見え始めてきた。したがって、今後何年後かは分からないが、最終的には中央政府財政が出勤して、地方財政の問題を処理せざるを得なくなるだろう。これは重い課題として中国政府にのし掛かり始めている。

このように、中国の不動産不況に端を發する諸問題は、今後、長らく中国の経済成長の足を引っ張ることになる可能性がある。当局には荷が重い仕事待ち受け、国民にも将来、保有資産価値の下落など相応の痛みが生じる可能性がある。

4. 最近の重要会議の開催動向

(1) デ・リスキングの中での 米国との関係改善模索

習近平政権は2022年10月の党大会で3期目を確定させ、権力基盤をさらに固めたように見えるが、党大会前の2021年秋頃から、外交や経済運営をめぐるっては、水面下で意見相違が拡大していたとみられる。敢えて単純に図式化すれば、今後も改革開放の深化を目指す路線と、社会主義的な統制強化を目指す路

線とが対立してきたといえる。日本経済新聞社の報道によれば、2023年夏には共産党最高幹部のOBが習近平政権に対して外交・経済運営に関する強い提言を行ったとされる。習近平政権は親露路線と戦狼外交の結果、米国に加え欧州との関係も悪化し、それが経済にも深い悪影響を及ぼし、このままでは共産党の統治体制にまで悪影響を及ぼしかねないという危惧がその根底にあるとみられる。

習近平政権はまずは米国との関係改善を求め、11月に米国カリフォルニアで開かれたアジア太平洋経済協力（APEC）首脳会議を利用して、米中関係の改善に動きだした。オバマ政権末期に始まった米中関係悪化の結果、今やデ・リスキングは、欧州、日本・韓国・台湾にも及んでいる。米国の姿勢は頑なであり、米中首脳会談を通じて、中国側は最先端半導体のサプライチェーン改善などの問題について、何ら成果を得ることができなかった。

(2) 3中全会が未招集の中で、 中央金融工作会議が党レベルに 格上げされて開催

そうした中で、本来2023年秋に開かれるはずだった、中長期的経済運営方針を固めるための「3中全会」（中国共産党第20期中央委員会第3回全体会議）は、開催されないまま、2024年を迎えることになりそうだ。

他方、10月末には、2017年7月以来開かれていなかった全国金融工作会議が、国务院のレベルから党のレベルに格上げされ、「中央金融工作会議」として6年ぶりに開催された。これは3中全会の代わりにはならない。しかし、極めて重要な会議であることは間違いない。習近平政権は1期目の2015年から2016年にかけて「チャイナショック」と呼ばれる中国発の世界同時株安を経験し、中国からの資本流出が起

きた。それ以来、習近平政権は金融業界の動向に敏感になり、統制強化を志向するようになった。今は、不動産バブルが崩壊しかけており、金融に関する危機管理モードをさらに強める必要があるとみられる。かつて2020年代の後半は、金融イノベーションがもてはやされたが、現在は国家安全こそが優先され、金融業界の管理は益々厳格化が進むことになりそうだ。

(3) 中央経済工作会議の開催

3中全会が未開催という異例な状況ながら、例年12月に開かれる中央経済工作会議が通常通り開催されたのは、朗報である。会議では、2023年の経済運営が振り返られ、2024年の経済政策の方向性が打ち出された。景気回復をさらに促進するために、有効需要の不足、一部の産業の過剰生産能力、社会に広がる期待の弱さ、多くのリスクや危険、国内経済循環の問題点などの困難と課題を克服する必要があると指摘された。また、外部環境が複雑で厳しく、不確実性が増大しているなかで、2024年は、質の高い発展の推進に重点を置き、経済活動をしっかりと遂行しなければならないと強調された。さらに、発展に向け自信を高めるために党宣伝部や国家安全部の役割が強化されることになった。

西側諸国がデ・リスクングの動きを強める中で、中国は今後益々自力でイノベーションを行う必要に迫られており、その中で質の高い発展を目指すと同時に、不動産や金融のリスクにもしっかりと対処していくことになった。

5. 2024年に向けて先行き不安が消えない中国経済

習近平政権が3期目に入ってわずか数ヶ月後の2023年の夏以降、外務大臣や国防大臣が

更迭され、軍幹部の粛清も見られるなど、政権には不安定さも垣間見える。米国との関係改善は思うように進まず、3中全会は開催延期となり、経済運営の舵取りはトップの習近平総書記が一手に担う形となっている。

不況の原因となった民営デベロッパーの苦境に対し、2024年以降、どのような政策が打ち出されるかは引き続き観察を要する。庶民から見れば不動産購入は長い間、国内で最有力の貯蓄手段であったが、目の前で価格下落が始まり、人々は将来への明るい希望を抱きにくくなり節約志向が強まりつつある。党・政府はそうした中で、社会全体のムードの改善を図ろうとしているが、うまく行くかは予断を許さず、今後の観察を要する。

2023年は、地方政府財政でも懸念が顕在化した。公務員の給与遅配や減給に加え、地方政府が出資する不動産開発専門会社の資金繰り難も伝えられた。公務員給与の減少は、消費の萎縮につながるだろう。地方財政および不動産開発専門会社の問題は、当面は借換え債の発行等により先延ばしが図られるとみられるが、いつかは抜本的な処理が必要になる。このことには留意し続ける必要がある。

2024年の中国経済は課題が山積し、それは社会の不安定化懸念とも隣り合わせである。この傾向は2025年以降も続くと思われる。

IMFは2023年11月、4条協議ミッション終了時の記者会見で2023年のGDP成長率を5.4%増、2024年を4.6%増と10月に公表した経済見通しより、それぞれ0.4ポイント上方修正した。彼らは、第4四半期に打ち出された1兆元の臨時国債発行を原資にした景気下支え策を歓迎し、これによる成長押し上げ効果を高く評価したものと見られるが、今の中国経済には下振れリスクが深く内包されており、それを過小評価することは避けねばならないと考えられる。