

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

不況に陥る 2023 年の中国経済

～2024 年の改善は可能か～

公益財団法人 国際通貨研究所

開発経済調査部 上席研究員

梅原直樹

umehara@iima.or.jp

(本レポートは 2023 年 12 月中旬までの情報に基づき作成されたものである。)

不況色が濃くなった 2023 年の中国経済

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%前後という政府の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、政府からの手厚い補助金など優先的な資源配分を受けている国営企業やその従業員にとって、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、消費も年央に息切れした。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 カ月にとどまり、芳しくない。2022 年末のゼロコロナ政策の解除で行動抑制規制は解除され、2023 年初には特需もみられたが、それも短時間で終息し、人々はデジタル・ウォレットの紐を締めたままである。コロナウイルス感染症との関連が疑われる呼吸器疾患の患者数が 2023 年 10 月以降、子どもたちを中心に増加するなど懸念材料は消えておらず、厳しい情報コントロールの下で感染症問題が完全に収束したとも言い難い。

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区で、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、生産再開を止め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

聞こえた。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移転させ始めたというニュースがみられた。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て決断したとみられる。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、雇用吸収という点では影響が大きい。農民工は職を失っても故郷に戻ることはできず、同じ都市か近隣都市で新たな職を探すか、他の都市に移り住んで職を探さなければならない。加齢の現実も加わり職探しは年々難しさを増し、社会保障もほとんど受けられない社会的弱者である農人工にとって、不況は厳しい試練となる。

雇用に関しては16-24歳の調査失業率が2023年4月に20%を超えたことも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、人気企業や役所は就職倍率が極めて高いこと、中小零細・民営企業が外需の不振などで苦境に陥っていること、不動産不況が継続していること、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おり、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だが、大学を卒業したものの出前のアルバイトしかない、という状況は確かに厳しい。大学院に進学しても、その後、無事に就職できる保証はない。家に引きこもって横になっていようという者が出てきても仕方がないのかもしれない。それならば……ということで、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、そのまま現地で就職しようとする者も今後さらに増えることになる。中国の就職環境や競争の厳しさを考えれば、これはやむを得ない側面はあるが、受け入れ国にも影響を及ぼすことであり、将来的に政府間で何らかの協議が必要な問題になるかもしれない。

不景気の根幹とその周辺

現在の中国における景気の停滞感は、消費の伸び悩みに端的に表れた。社会消費品小売総額は2023年1-10月の累計で前年同期比6.9%増であった。単月で前年同月比3%増近くに落ち込んだ6月、7月と比べればかなり改善したものの、力強さは感じられない。全体に需要不足が広がっている。

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である。2021年より、金融監督当局は財務諸表の健全性指標を基に厳格な資金調達規制を導入した。それにより、急速に資金繰りが悪化する大手民営デベロッパーが現れた。人々は民営デベロッパーから物件を購入した場合、契約通り物件が引き渡されないリスクが急激に高まったことを認識するようになった。その結果として買い控えに向かい、国営企業から購入するといった防衛策をとるなど業者の選別を強めた。そうした中で、比較的財務内容が健全だったはずの民営デベロッパーさえ売り上げが激減し、資金繰りが急速に悪化して苦境に陥るところ事業者が出てきた。2022年に続き、2023年も不動産業界は不調で、販売額は

2023年1-10月累計で前年同期比4.9%減、開発投資も同9.3%減となっている。不動産には、素材メーカーなど様々な関連産業が連なり、デベロッパーの売り上げ減少に端を発する資金繰り悪化は、他の産業にまで波及していく。中国経済が不況となる原因に、不動産業界の不調があることは明らかだが、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きた。2024年は政策や対応次第では、若干の改善は期待できるが、不十分で終わる可能性もある。

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1-10月累計で前年同期比2.9%増と発表されたが、2023年に半ばに統計ベースが変更されている点に注意が必要だ。1-10月累計の実績値は41.94兆元であり、前年同期(47.14兆元)と比較すると11%減と、公式発表を13.9ポイントも下回る。当局はその理由を統計発表資料の脚注に簡単に記しただけである。しかし、これだけ大きな差異が生じているにしては説明が不十分であろう。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を極める。おそらく背後に様々な配慮が働いているということなのだろう。

全国固定資産投資統計の中身を見てみると、政府は国有企業に対し積極的な投資を実施させているようである。DX(デジタルトランスフォーメーション)やGX(グリーントランスフォーメーション)などの先端分野に傾斜をつけた投資により、GDPの数値目標を達成しよ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芳しくなく、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、5%で成長している経済の数値とはとても思えない。しかし、DXやGXへの積極投資は、将来の産業基盤作りや標準化で世界をリードすることにつながり、その先の巨額の利潤獲得にも結びつく可能性がある。そうした動向をしっかりとみたくうえで対応を練っていく必要がある。

対内直接投資は停滞、対外直接投資は増加

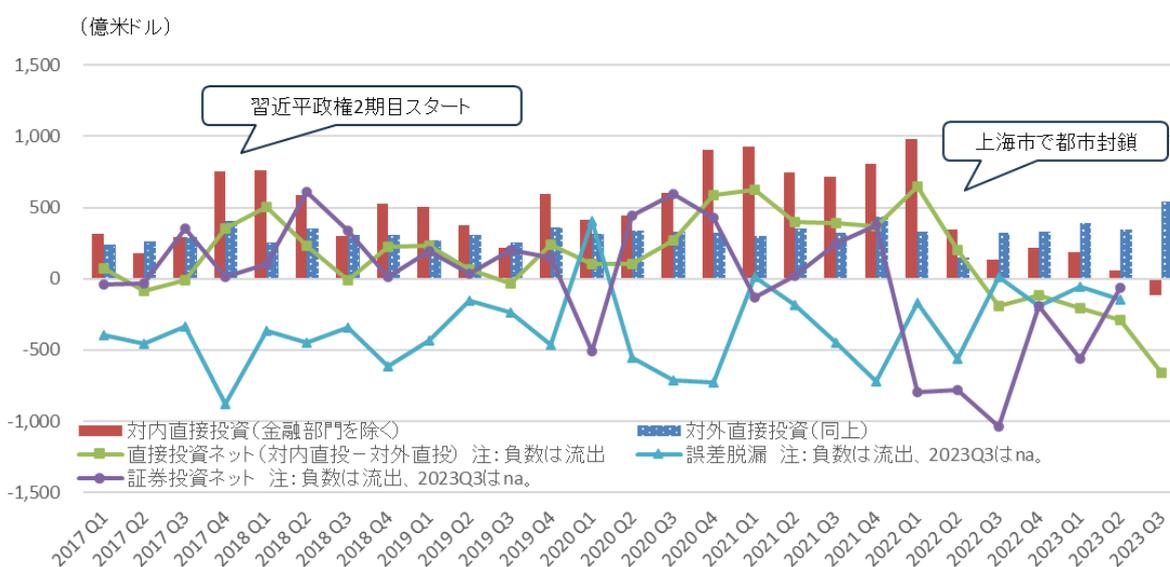
中国経済に関する最近の話題として直接投資の受け入れ減少があり、ここで簡単に触れておきたい。図表1は、2017年以降の中国の対内・対外直接投資のフローを示す。対内直接投資が2023年の第3四半期にマイナスを記録しており、これがよく話題に上がる。投資減少の理由は、外資企業が現地で長くプールしていた投資収益を再投資のために現地で保持するのを止めて、いったん本国に回金しようとする動きが強まったこと、または、過去の投資を撤収させる動きが強まったことの2つが考えられる。どうやら両方である可能性が高そうだ。

欧米等の企業にとって、2022年3月から数カ月に及んだ上海市の都市封鎖は、基本的人権の問題に抵触し、衝撃的であった。2023年には、反スパイ法の運営に対する不透明性の問題が加わった。習近平政権の第2期が始動した2018年頃から、中国政府は民

間企業の経済活動を2国間外交の交渉ツールに使う動きを露わにしてきた。中国に進出した外資企業は、従業員の中国への派遣について、以前より神経を尖らせざるを得なくなった。中国の投資環境は地政学的リスクの高まりにより、この5年間ほどで大幅かつ急速に悪化したと言えるだろう。中国政府はこの変化に気づいていないか、気づいていながら対応を決めかねているようだ。

他方、中国からの対外直接投資は明確な増大傾向がみられ、この点はよく認識しておくべきだ。かつての「走出去（ゾーチュー）」を引き継ぎ、2013年からは「一帯一路」構想に鞍替えしているが、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てきた。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、今や資本輸出国としての地位を確立しつつある。時代はたゆまなく変化し続け、日本企業は今後、中国系企業と海外で直接競い合う場面も増えてくると予想される。その際に相手国のことを知っておくことは重要である。

【図表1 中国の対内・対外直接投資（四半期ごと、フロー）】



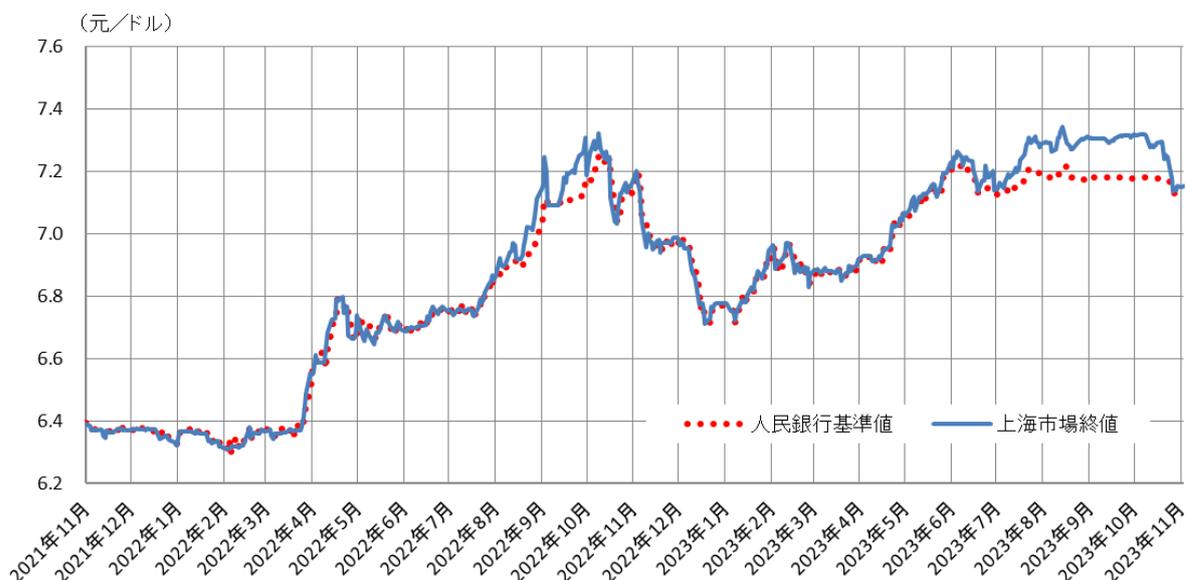
(注) 2023年Q3は初歩的データのため、金融部門、誤差脱漏を含みそれ以前のデータと単純比較は不可。
 (出所) 中国国家外為管理局

人民元為替相場の誘導

図表2は直近2年間の人民元の対ドル相場を示す。この2年間、全般に人民元安が進行し、一時的に1ドル7.3元を割り込む場面もあった。しかし、2023年7月以降、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行った。外貨準備残高に関しては、この間、大きな減少はみられず、当局が国内市場で大規模な元買いドル売り介入を実施したという痕跡はみつからない。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といった手段を用いたと考えられ、低コストで人民元

相場の管理操作を実現した可能性がある。11月21日以降、人民元の実勢相場は基準値に収れんする動きとなり、7.2元より若干の元高の水準で推移している。

【図表2 人民元の対ドル為替相場】



(出所) Refinitiv Datastream

中長期的な停滞期に入ったのか？

ここで話を不動産に戻すが、2021年以来、地方政府が主体となり、不動産の取引価格の下限を設定することで、市場価格の安定化を図る措置が各地で導入されていた。しかし、2023年10月の統計では、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る。地方政府による価格維持策は取引量の減少という副作用を伴って市場を歪めていたが、それもそろそろ限界に達した可能性がある。

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、今後も価格は小幅な下落で持ちこたえる可能性が高い。しかし、全国を見渡せば、マンション価格は今後、底抜けに下落する可能性がある。国民は、自国が少子・高齢化の急速な進展を目前に控え、既に人口減少が始まっていることを明確に認識しており、中国経済はこれまでのように右肩上がりでは発展せず、不動産価格の上昇も頭打ちになるとの現実を受け入れ始めた。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させずに管理することを最低ラインとしている。しかし、不動産価格が下落局面にあるときのコントロールは、上昇局面にあるときよりも難しい。価格の底割れが起きれば、派生的に様々な問題が噴出して来る可能性があり、予断を許さない。

中国のエコノミストの間では、2023年に入り、中国も1990年代以降の日本のような長期停滞局面に入るのでは、という議論が巻き起こった。日中間に国情の違いがあるため全く同じようなことは起きないかもしれない。しかし、中国経済は既に成長鈍化の過程に入り、そこに不動産価格はピークからの下落が始まっているので、デフレになるかは別にしても、かつての日本と同様、低成長と停滞を経験する可能性は高い。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、調整と清算はこれからが本番となる。政府は大手民営不動産デベロッパーをどのように整理するか、いまだ方策を固め切れていない。当面は、金融による業界支援を行うとみられるが、これは一種の先送り策で終わる可能性がある。最終的ゴールは不動産業界を健全化することであり、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べく改革を行っていく必要がある。だが、その道のりは遠く、改革の過程で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と考えられる。中国のようなトップダウンの政治体制であっても、これには最低3-5年単位の時間を要することになるだろう。その過程では不動産投資信託やファンドの破綻への対応も必要になると思われる。

さらに中国では、地方政府の財政健全化も解決すべき問題として存在している。地方政府傘下の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）を通じた開発スキームが各地でみられるが、開発計画のずさんさゆえ資金繰りが悪化しており、今後、清算処理を要する可能性がある。この問題を不動産業界の問題と並行して軟着陸させる必要がある。金融システムに余力があれば時間稼ぎに使えるかもしれないが、最終的に財政で処理することになるだろう。重い課題である。

上記のような中国の不動産不況に端を発する問題は、今後長く同国の経済成長の足を引っ張ることになると考えられる。当局には荷が重い仕事が残っており、国民も痛みを覚悟する必要が出てくるのではないだろうか。

2023年に3中全会は開かれず、中央金融工作会議が党レベルに格上げされて開催

習近平政権は2022年10月の党大会で3期目に入ったが、2021年秋頃から外交・経済の運営をめぐる、党内の意見相違が拡大していた。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統制強化を目指す路線が対立したということになる。この意見相違は、長らく調整されず放置されていたが、報道によれば2023年夏、共産党最高幹部のOBが習近平氏に対して経済運営に関する強い進言を行った模様である。そして、それを受け入れた習近平国家主席は11月のアジア太平洋経済協力(APEC)首脳会談を利用して、陰悪になった米中関係をいったん改善する方向に踏み出した。しかし、問題はこれからである。上海の都市封鎖の決定などをみていると、習近平政権は民生改善に対する優先度は高くないとみられる。外務大臣と防衛大臣の更迭という内政上不穏な動きもみられている。今後、習近平政権内部では、我慢の力が問われることになりそうだ。

本来、2023 年は中長期的経済運営方針を固める「3 中全会」（中国共産党第 20 期中央委員会第 3 回全体会議）が開かれる年だった。しかし同会は開かれず、その代わりかは不明であるが、10 月末に中央金融工作会議が国務院レベルから党レベルに格上げされて開催された。習近平政権下では、2015 年から 2016 年にかけて「チャイナショック」と呼ばれる世界同時株安を生じさせ、それ以来政権の金融に対する危機感が高まっていた。金融に関する党の統制強化は今後もさらに重要となる。不動産バブルが崩壊している現在、金融は今後明確な危機管理モードに入っていくことになるだろう。

2024 年に向けて不安が消えない中国の経済

習近平政権は 3 期目に入り、権力基盤はさらに強固となった。経済運営の流れを変えるのは、トップの習近平総書記だけではないだろうか。中国政府は、苦境に陥った民営デベロッパーに対して銀行を通じた資金繰り支援を行う具体案を検討中としており、その上で、必要に応じて国営企業による吸収・合併を実現しようとしているようだ。IMF は 2024 年の中国の実質経済成長率を 4.2%と、前年比 0.8%ポイント減速する予測を公表しているが（※）、中国経済の不況は、民営不動産デベロッパーの処理に時間をかければかけるだけ深まっていくことになるだろう。ゆっくりと進むのが中国の政策実行スタイルではあるが、今後、具体的にどのような流れで政策が動いていくのか、注視したい。

（※） IMF が 2023 年 11 月 7 日に公表した 4 条協議に関するスタッフ・レポートでは、中国の実質経済成長率は 2023 年が 5.4%、2024 年が 4.6%と、10 月の世界経済見通しと比べてそれぞれ 0.4 ポイント引き上げられている。しかし、0.8 ポイントの減速を見込む点は不変である。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2024 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>