



2023年マクロ経済の 10大動向に関する 展望

 マクロホットスポットインサイト

KPMG中国

2022年12月

kpmg.com/cn

概要

2022年を振り返ってみると、中国のマクロ経済は様々な下押し圧力に直面し、経済成長も鈍化しています。下記の4つの分野からの影響は特に鮮明になっています。

- ❑ 新型コロナウイルス感染症は継続的に流行しています。オミクロン変異株は感染力がより強く、何度も流行を引き起こし、中国の経済回復に甚大な衝撃をもたらしました。冬の到来により、中国では最近、1日あたりの新規感染者数はリバウンドし、社会経済の発展に影響を与えています。
- ❑ 不動産市場は継続的に圧迫されています。2022年1-10月の中国の新設住宅着工床面積は38%減少し、2009年以来の最低値となりました。また、1-10月の不動産投資累計額は前年同期比で8.8%減少し、史上初の減少となり、2022年GDP成長率を1.7%引き下げると推定されます。土地所有権の譲渡による収入の大幅な減少も地方政府の財政余力を圧迫しています。
- ❑ FRBの急速な利上げは世界経済と金融市場の大きな変動を引き起こしました。急激なインフレに対応するため、FRBは2022年11月現在、6回連続で利上げを行い、累積で375ベーシスポイントの利上げを実施しました。一方、中国は安定成長確保を金融政策目標の中核的な出発点とし、金利引き下げなど比較的緩和的な金融政策を採用しました。また、米国と中国の金融政策の違いにより、中国の金融市場の変動は激しくなり、為替レートとクロスボーダーな資本フローなどに衝撃をもたらしました。
- ❑ 地政学の不確実性は増大しています。ロシアは世界有数の石油・ガス産出国であり、ロシアとウクライナは食糧・油糧作物の世界的な主要生産国でもあります。ロシア・ウクライナ紛争は、短期的な供給圧力を悪化させ、インフレ傾向を押し上げ、長期的な地政学的構造に広範囲な影響を与える可能性があります。一方、米国は輸出規制などを通じて中国のハイテク分野に圧力をかけ続けており、中米間の駆け引きはニューノーマルになっています。

2023年を展望すると、中国は2023年もより積極的なマクロ経済政策を維持すると考えられます。12月6日の中央政治局会議では、積極的財政政策は強力かつ効果的に、穏健な金融政策は正確かつ強力に、産業政策は発展と安全の両立に、科学技術政策は自立と自己強化に、社会政策は国民の最低限度の生活の確保に焦点を当てる必要があると指摘しました。中国のマクロ経済環境は2023年に改善し、2023年のGDPは2022年の3.2%増から伸びが拡大し、5.2%増になることが期待されます。回復が進むにつれて、中国のマクロ経済は以下の10の重要なトレンドを示すと考えています。

- ① マクロ経済の成長は加速するが、回復力は依然として弱い
- ② 新型コロナウイルス感染症対策の段階的緩和により、高齢者へのワクチン接種、医療資源の整備、世論喚起に注目
- ③ 新型コロナウイルス感染拡大の沈静化に伴い、消費が改善され、貯蓄が消費の回復をけん引
- ④ ハイテク製造業、新エネルギーが投資の成長をけん引
- ⑤ 経済を活性化させるマクロ経済政策を継続して、政策性・開発性金融商品による支援を強化
- ⑥ 不動産市場は依然として低迷しているが、経済に対する悪影響は減少
- ⑦ 世界経済の成長率は鈍化し、外需の低迷は輸出を圧迫
- ⑧ FRBの利上げペースは鈍化し、人民元為替レートと市場資本への圧力は弱まる
- ⑨ 地政学は依然として複雑で不安定、企業はリスク対応策を考える必要がある
- ⑩ 基礎研究開発の加速と国家安全保障体制の整備

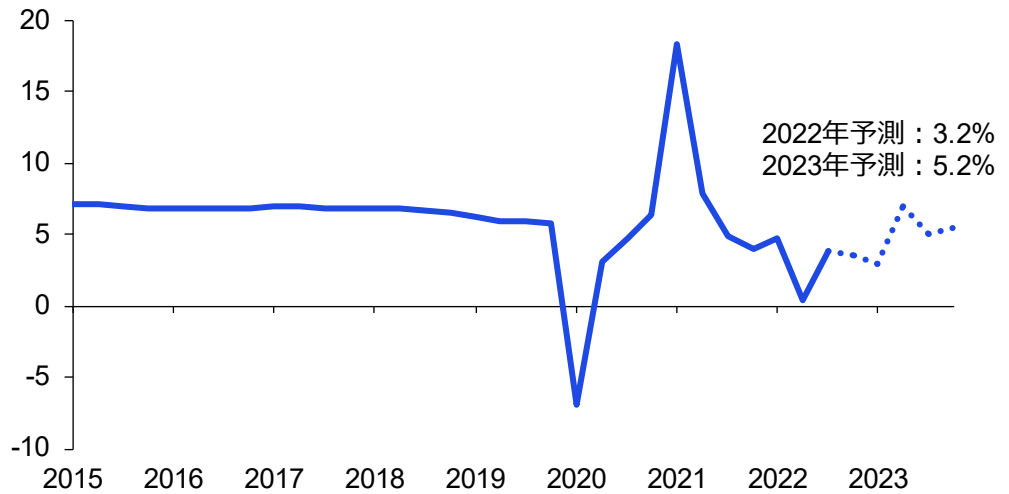
1

マクロ経済の成長は加速するが、回復力は依然として弱い

10大動向

2023年に向けて、中国のマクロ経済環境は改善し、経済成長率は2022年より上昇すると予想されています。国内では、防疫政策の継続的な最適化により、防疫と経済・社会の発展がより統括され、生産と生活が秩序立って回復し、消費も緩やかに回復していくでしょう。マクロ政策も安定成長の基調を維持し、科学技術の革新とGX: グリーントランスフォーメーションが製造業への投資を促進し、インフラ投資が安定成長を維持し、不動産市場が経済への足かせを減らしていきます。国際的には、インフレ率の低下により米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げペースを緩め、人民元為替レートや資本市場に対する圧力が緩和され、中国の金融市場の安定に寄与しています。また、2022年のベースが低いことも、2023年の前年同期比成長率の上昇に寄与するものと見込まれます。中国のGDPは、2022年の3.2%増から伸びが拡大し、2023年には5.2%増になると期待されます（図1）。

図1 中国の実質GDP成長率（前年同四半期比、%）



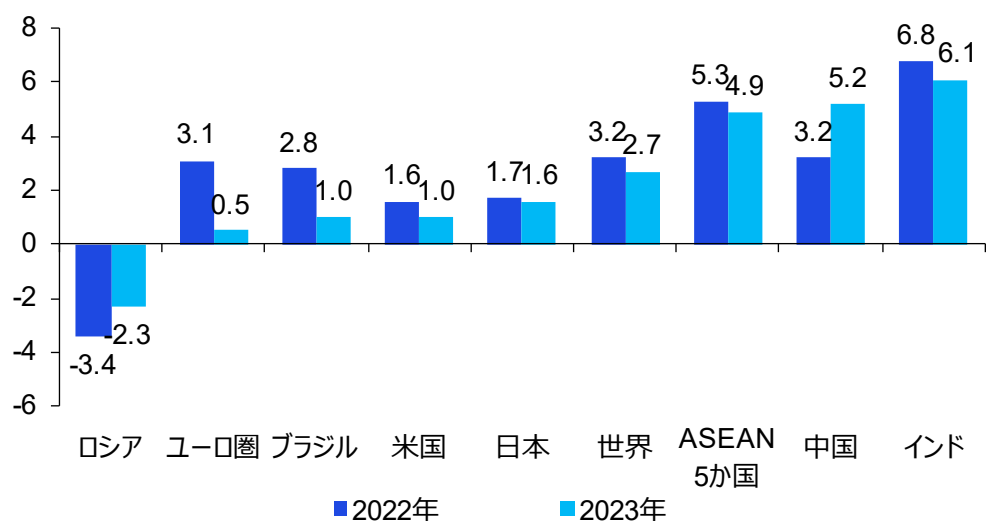
データソース：Wind、KPMGによる分析
注：点線はKPMG中国が予測した四半期成長率です。

2023年、中国の経済成長が加速しますが、全体的な回復力が弱く、5.2%の成長率はビフォーコロナの6%以上の水準を下回っています。また、新型コロナウイルス流行後の4年間を総合的に見ると、中国経済の複合平均成長率は4.7%にとどまり、中国経済の潜在的な成長率の水準を下回り、回復の基盤は確固たるものとは言えません。なお、2023年の中国経済について、特に下記のような課題に留意する必要があります。

- 第一に、世界経済の鈍化を背景に、外需が弱体化し、中国の輸出に大きな下押し圧力がかかります。
- 第二に、家庭と企業の信頼感は依然として弱く、信頼と期待を安定させることにより需要の回復を後押しすることが急務となります。
- 第三に、防疫対策の緩和後、短期的な感染のリバウンドおよび経済への影響を与える可能性があることにも留意する必要があります。

一方、中国の2023年の経済成長率5.2%は、依然として世界の平均水準を大きく上回っていることにも留意が必要です。IMFが10月に発表した最新の「世界経済見通し」レポートでは、2023年の世界経済成長率を2.7%に下方修正し、世界経済全体の約3分の1を占める経済国は2022年から2023年にかけて少なくとも2四半期連続で経済の低迷に陥ることを指摘しました（図2）。現在、中国の経済規模は114兆人民元を超え、世界2位の経済大国であり、世界経済の18%以上を占めていることに鑑みて、このような規模で5.2%の成長率を達成することは容易ではありません。中国共産党第20回党大会報告書では、中国は2035年に社会主義現代化を基本的にも実現し、1人あたりのGDPが中進国の水準に達することを目標としていることを掲げています。2035年に中国の1人あたりのGDPが2020年の水準から倍増できると仮定した場合、今後の十数年間では中国は年平均成長率4.5%程度の経済成長が必要であると試算しています。この目標を実現するために、中国は継続的に改革開放を深化させ、資源の配置における市場の決定的な役割を十分に発揮させ、中国式の近代化を構築する必要があります。

図2 世界の主要経済国の実質GDP成長率の予測、%



データソース：IMF、KPMGによる分析

注：中国のGDP成長率はKPMG中国による予測値です。

2

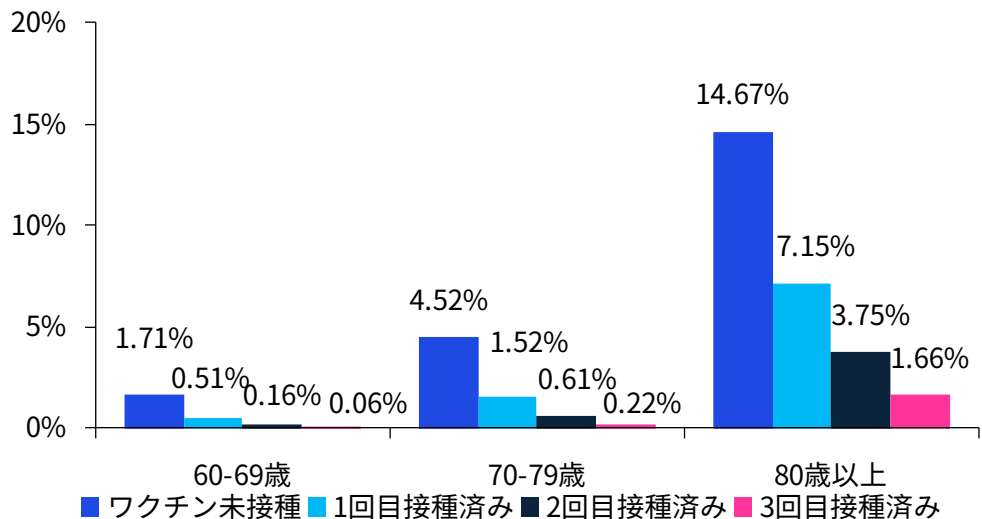
新型コロナウイルスの防疫対策が段階的に緩和される中、高齢者へのワクチン接種、医療資源の整備、世論喚起に注目

10大動向

2022年11月11日と12月7日、国务院联防联控機構が「20条」と「新10条」措置を打ち出し、新型コロナウイルス感染症の防疫対策をさらに最適化しました。上記措置には、管理期間の短縮、二次の濃厚接触者と中リスク地域の判定廃止、PCR検査の削減、地域間の人員の移行制限の廃止、無症状・軽症感染者の自宅隔離の容認、医療資源のさらなる整備・強化などが含まれています。国务院の孫春蘭副総理は11月30日に国家衛生健康委員会で開催された座談会で、オミクロン株の弱毒化、ワクチン接種の普及、防疫経験の蓄積に伴い、中国の防疫対策は「新たな情勢・新たな課題」に直面していると指摘しました¹。今後しばらくの間、政府はより多くの措置を打ち出し、防疫対策をより科学的かつ的確に行い、段階的な緩和を実現することが期待されます。世界の新型コロナウイルス感染の経過から見ると、防疫対策の段階的な緩和もしくは撤廃につれ、新型コロナウイルスの感染者数は段階的に急増することが考えられます。また、冬の到来により、中国では最近、1日あたりの新規感染者数がリバウンドし、社会経済活動への影響が顕著になっています。新型コロナウイルス感染症の防疫対策が段階的に緩和される中、ワクチンの普及、医療資源、世論動向の変化に焦点を当てる必要があると考えております。

2021年11月にオミクロン株が出現してから1年が経ちました。多くの医学研究によると、新型コロナウイルスの従来株やそれ以降の変異株と比べると、オミクロン変異株の毒性が幾何級数的に低下していることが示されています。オミクロン株は、高齢者や慢性疾患・基礎疾患を持つリスクの高い人にとって危険ですが、ワクチンの保護により、新型コロナウイルスの危険性が大幅に軽減されることは注目に値します。中国香港の最新の統計データによると、1回目のワクチン接種で保護効果が顕著になります（図3）。80歳以上の高齢者が1回目のワクチンを接種した場合の死亡率は7.15%、1回も接種していない場合の死亡率14.67%より大幅に低減し、3回目のブースター接種完了後の死亡率はさらに低減して1.66%となります²。また、シンガポールでは、80歳以上の高齢者のワクチン接種率は9割を上回り、少なくとも3回のワクチン接種後の感染による死亡率は0.51%に抑えられています。

図3 中国香港の新型コロナウイルスの高齢感染者の死亡率、%



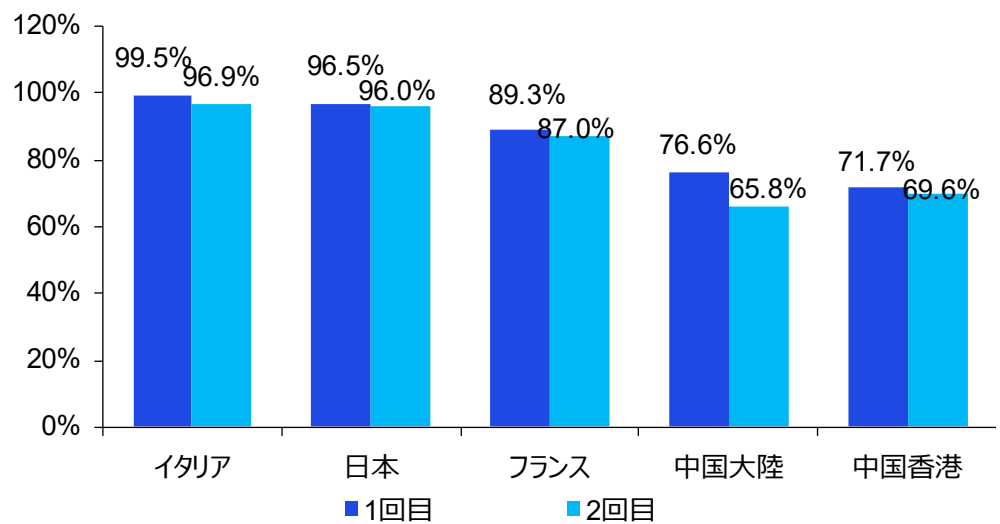
データソース：香港特別行政区政府衛生署衛生防疫センター、KPMGによる分析

¹ http://www.news.cn/politics/2022-11/30/c_1129174827.htm

² https://www.covidvaccine.gov.hk/pdf/death_analysis.pdf

11月28日現在、中国の80歳以上の高齢者に占める接種者数の割合は76.6%、完全接種者数の割合は65.8%であり、日本、シンガポール、フランス、イタリアなどの経済国に比べると接種率は依然として低いです（図4）。国务院联防联控機構は最近、高齢者への新型コロナウイルスワクチン接種を強化する通達を公布しました³。引き続き60-79歳の高齢者、特に80歳以上の高齢者の完全接種とブースター接種に取り組む必要があります。財新網の報道によると、政府は2023年1月末までに80歳以上の高齢者の1回目の新型コロナウイルスワクチン接種率が90%、条件を満たす対象者の完全接種率とブースター接種率がともに90%に達する目標を掲げています⁴。

図4 80歳以上の高齢者のワクチン接種率、%



データソース：Our World in Data、各地政府CDC、KPMGによる分析
注：データは11月28日時点のものです。

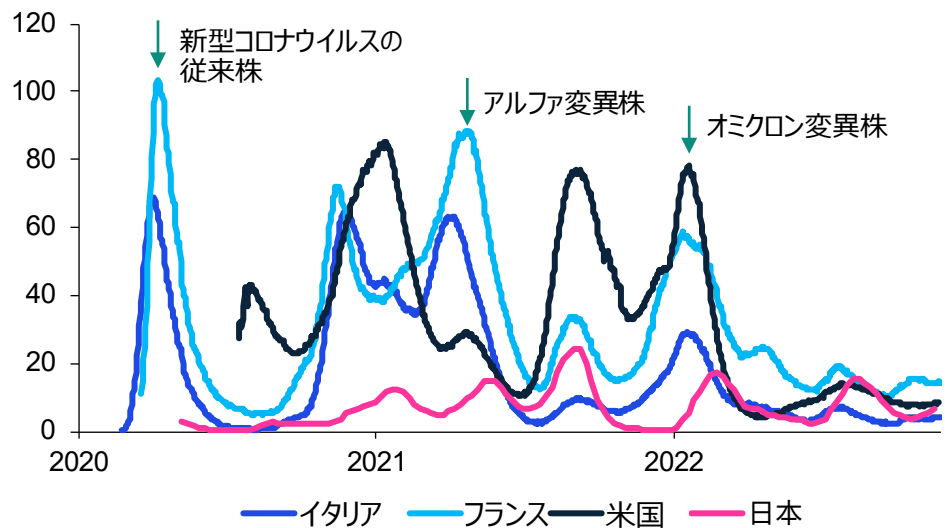


3 「高齢者の新型コロナウイルスワクチン接種強化業務計画の印刷・配布に関する通達」、国家衛生健康委員会、2022年11月、<http://www.nhc.gov.cn/xcs/gzccwj/202211/9bb71c9c7d664fb0bbcd2b3eaaefcf84.shtml>

4 <https://www.caixin.com/2022-12-01/101972992.html>

医療資源に関しては、現在、中国には集中治療室（ICU）病床が6万4千床あり、総数では米国に次いで世界2位ですが、人口100万人あたりは約44床しかなく、先進国との格差があります。オミクロン株の弱毒化につれて、世界の主要国での新型コロナウイルス感染者のICU入院者数のピークは全体的に減少傾向にあり、ワクチン接種の普及によりICUの利用頻度がさらに低下していることにご留意ください（図5）。例えば、イタリアでは、2020年初の新型コロナウイルス感染症のパンデミックにおいて、深刻な医療過密状態に陥り、ICU利用率が100万人あたり69床とピークに達しました。しかし、新型コロナウイルスの流行株の変化とワクチンの普及に伴い、ICUの利用率が減少しつつあります。2021年末、イタリアの80歳以上の高齢者の1回目のワクチン接種率が97.5%に達し、今年のイタリアのICUの平均利用病床数は8.5床に減少し、2021年初のピークも29床にとどまっており、2020年のピーク時より医療圧力が顕著に減少しています。

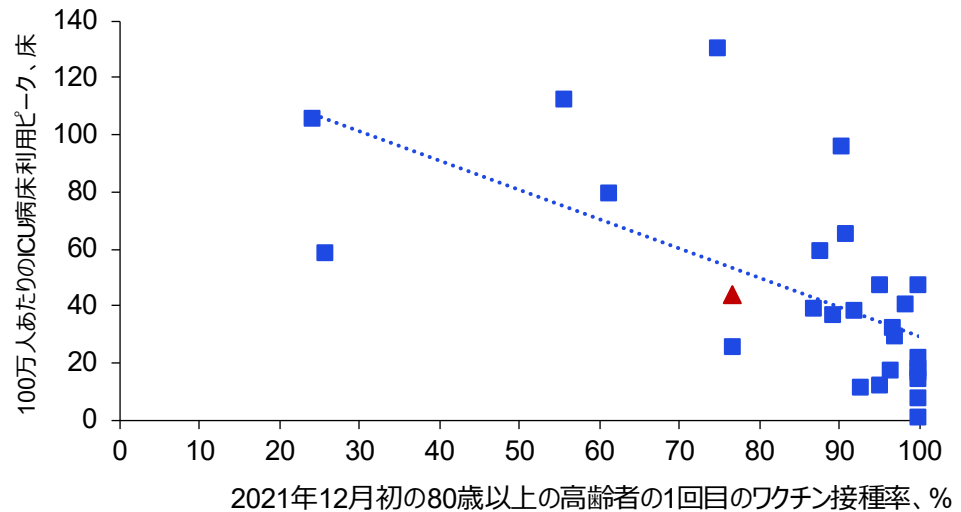
図5 100万人あたりのICU利用病床数、床



データソース：Our World in Data、KPMGによる分析



図6 過去1年間の国別の80歳以上の高齢者のワクチン接種率とICU利用のピークとの関係、%



データソース：Our World in Data、KPMGによる分析

注：赤い三角は、中国の現在の80歳以上の高齢者の1回目のワクチン接種率および中国の現在の100万人あたりのICU病床数です。

図6は、高齢者のワクチン接種率の向上とICU利用のピークとの関係をさらに示したものです。オミクロン株が流行している過去1年間で、80歳以上の高齢者の1回目のワクチン接種率が90%以上を実現した経済国では、ICU病床の平均利用数のピークは35床です。ワクチン接種率が高い経済国ほど、ICU病床利用数のピークが低くなることが判明しました。つまり、ワクチン接種率の向上は、重症化を効果的に防ぎ、医療過密状態を軽減することにつながり、感染拡大に立ち向かう鍵となります。現在、中国の高齢者のワクチン接種率が依然として低く、地域によって医療資源の分布にも大きな差があり、医療従事者、特に重症患者を担当する医療従事者の不足が深刻です。20条措置は、医療資源のさらなる整備・強化を掲げており、高齢者のワクチン接種率をさらに向上させるとともに、関連組織は入院病床と重症病床の準備に取り組み、治療資源を増強し、発生し得る新型コロナウイルスの感染者数の段階的な急増に対応する必要があります。

また、科学的な世論喚起は、2023年の新たな情勢における防疫対策の段階的な撤廃および経済活動の再開にとっても非常に重要です。過去では、新型コロナウイルス感染症が再拡大し、一部の地域では防疫対策の「層層加碼（政府下級機関の過剰な防疫対策強化）」「一刀切（画一的な対処）」のような実施により、国民の感情に一定のマイナス影響を与えました。防疫対策の新たな情勢において、メディアも正しい宣伝・世論喚起に積極的に取り組む必要があります。特に以下の点に注目する必要があります。

- 第一に、新型コロナウイルスに関する科学的知見を強化し、国民がオミクロン株の高い感染性と人体への影響を正しく理解し、完全に軽視したり過度に慌てたりしないよう指導します。
- 第二に、新型コロナウイルス感染症の分級診療と自己回復に関する啓発活動に取り組み、科学的な治療アドバイスと薬剤リストを提供し、国民が自らの状況に応じて合理的かつ適時に対応策を採れるよう支援します。
- 第三に、社会面では、世論喚起を通じて陽性感染者への差別を解消する必要があります。

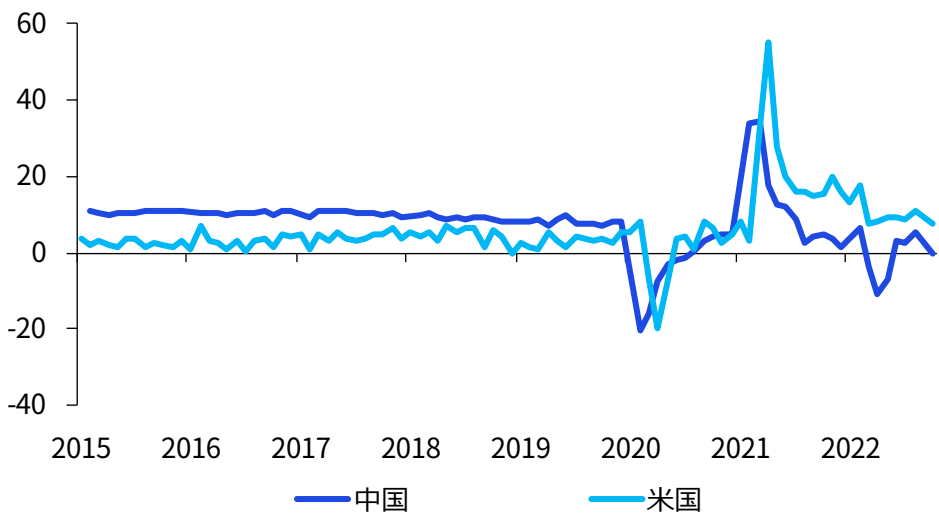
3

新型コロナウイルス感染拡大の沈静化に伴い、消費が改善され、貯蓄が消費の回復をけん引

10大動向

新型コロナウイルス感染拡大以降、中国の家計消費の回復は常に生産・輸出より弱く、2022年の消費回復は依然として緩やかです。同年1-10月の中国社会消費財小売総額累計は前年同期比で0.6%増加し、感染拡大前の平均成長率より遥かに低く、感染拡大がオフラインの接触型サービス消費に及ぼす影響は非常に顕著です。短期的には、消費の回復ペースは依然として感染拡大および感染対策の影響を受けます。世界の消費回復の経験により、感染拡大のピークを経て、消費は感染対策の緩和に伴いそれぞれ回復し、消費の成長率は感染拡大前のレベルを超える見込みです（図7）。感染拡大の沈静化および感染対策の緩和に伴い、中国の2023年の消費（特にサービス型、接触型、体験型の消費）は明らかに改善されると予測されます。

図7 中国および米国の社会消費財小売総額、前年同月比、%



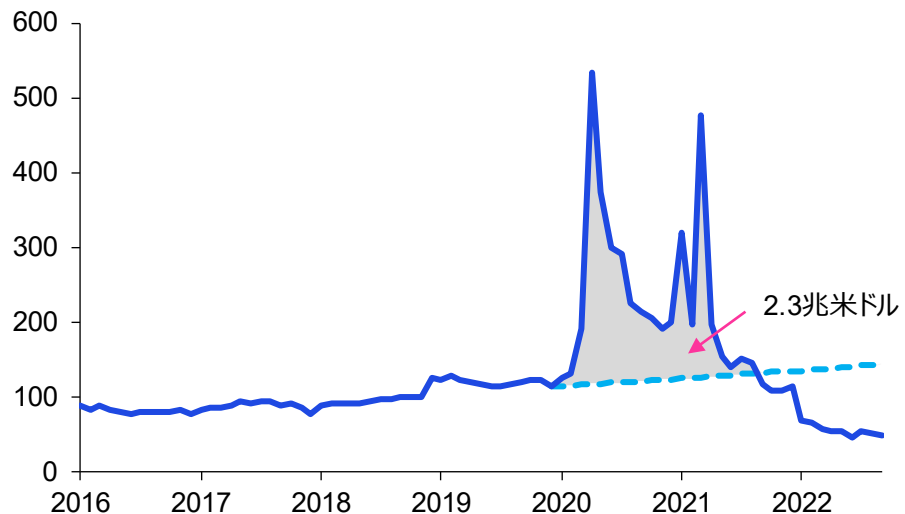
データソース：Wind、KPMGによる分析

消費の回復にとって、住民の信頼は非常に重要で、就職および将来の所得成長の予測は住民消費に影響する2つの重要な要素です。雇用安定化は中国の重要なマクロ政策で、第2四半期の予測外の要素による影響を受けましたが、2022年第1四半期から第3四半期までの中国都市部新規就職者数は1,001万人に達し、本年度の目標の91%を達成しました。同年10月の都市部調査失業率は5.5%で、就職状況は基本的に安定しています。また、住民所得およびその見込みは安定的に上昇しています。同年第1四半期から第3四半期までの中国の住民の1人あたりの可処分所得の実質成長率は3.2%で、GDP成長率とほぼ同率です。第3四半期の住民所得実感指数は47%で、第2四半期に比べて2.5ポイント増加し、就職に対する家庭の期待、所得信頼感の回復、2023年度の消費回復に対する保証につながります。

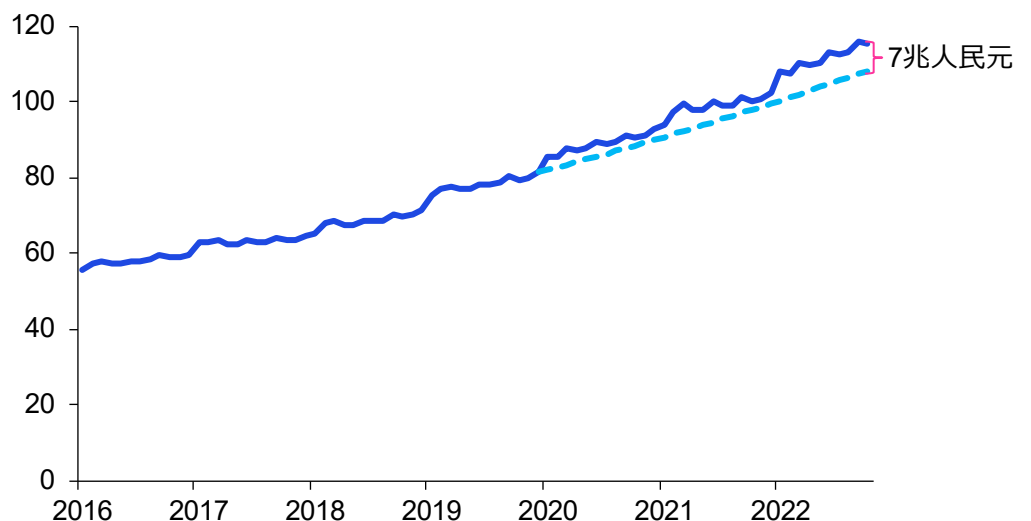
また、家計貯蓄は感染拡大後の消費の回復を後押ししました。米国を例として、米国政府は感染拡大期間において大規模な財政インセンティブに取り組み、家計部門に多額の直接補助金を順次支給しました。これにより、感染拡大期間における米国家計は約2.3兆米ドルの過剰貯蓄預金を蓄積し、当該過剰貯蓄は米国の消費の回復を強く支えました（図8）。それに対して、中国政府は感染拡大期間において家計部門に対して大規模の直接的な補助を行いませんでしたが、感染拡大により消費能力、消費意欲、消費シナリオが制限されていることで、客観的に一部の過剰貯蓄が蓄積されました。KPMGの試算では、過去のトレンドラインに比べて、中国の現時点の貯蓄預金規模全体は約7兆人民元増加しました。将来の感染拡大の沈静化、住民の信頼感の向上に伴い、一部の過剰貯蓄は消費に変わり、中国消費の回復をけん引し、中国の2023年の経済成長にとって重要な役割を果たします。なお、上述の新規過剰貯蓄が不均等に分布している可能性が高いため、低所得者および感染拡大に強く影響される集団に対する救済は依然として必要です。

図8 中米家計部門の過剰貯蓄の比較

➤ 米国個人貯蓄（月）、季節調整、十億米ドル



➤ 中国貯蓄預金残高、兆人民元



データソース：Wind、KPMGによる分析

注：青い破線がトレンドラインです。

4

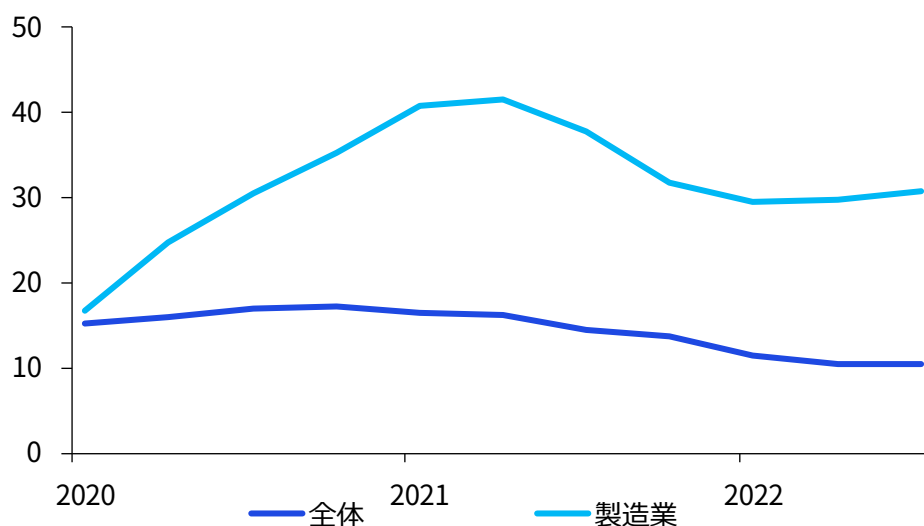
ハイテク製造業、新エネルギーが
投資の成長をけん引

10大動向

製造業は中国経済の構造転換および高度化において中心的な役割を果たしています。「第14次5カ年計画」は製造業の割合の安定化を維持することを提出しました。中国のGDPに占める製造業付加価値額の割合は低水準で安定しており、2020年の最低値26.3%から2022年9月末の28%に上昇しました。政策の推進により、2022年の製造業投資成長は顕著で、同年1-10月累計は前年同期比で9.7%増加し、投資全体成長率を3.9ポイント超えました。このうち、中国製造業は、ハイエンド化、グリーン化およびインテリジェント化への転換を加速させ、ハイテク製造業の投資成長が最も顕著で、同年1-10月は前年同期比で23.6%増加し、投資全体成長率を17.8ポイント超えました。

金融機関は、総額および仕組という2つの機能を果たし、製造業向けの中長期貸付の割合を向上させ、戦略的新興産業に対する信用貸付を拡大させ、実体経済への支援を強化します。製造業の資金調達構造は継続的に改善され、包括的な資金調達コストは安定しながら低下しました。9月末現在、製造業の中長期貸付残高は前年同期比で30.8%増加し、各種の中長期貸付の成長率より約20ポイント上回っています（図9）。中国人民銀行は9月末に2,000億人民元の設備更新改良専用借換制度を新設し、製造業投資を更に後押ししました。また、PPI-CPIの価格差の継続的な減少は、川中・川下製造業のコスト圧力の緩和、製造業企業の投資・生産拡大の推進につながります。

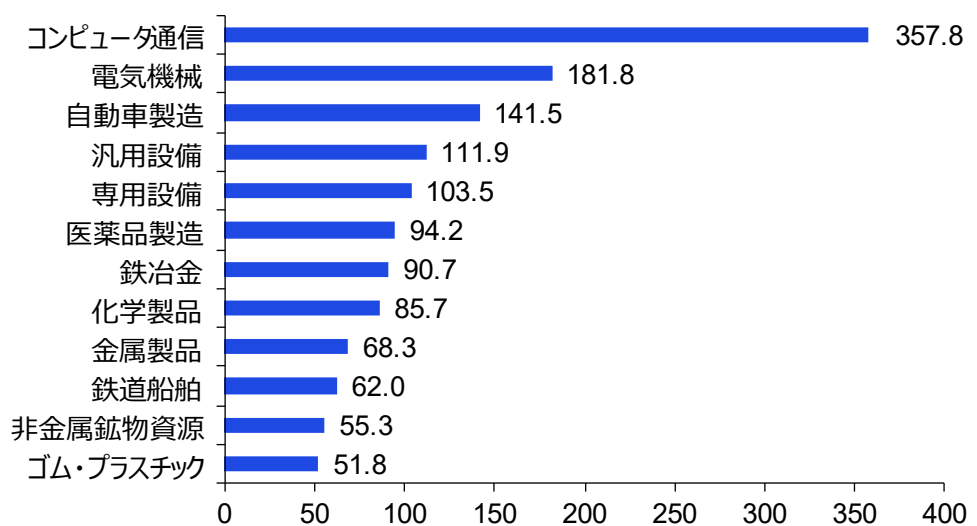
図9 金融機関の中長期貸出残高の成長率、%



データソース：Wind、KPMGによる分析

研究開発投資額から見ると、コンピュータ通信設備製造業企業の2021年の研究開発投資総額は3,578億人民元に達し、すべての製造業企業の研究開発投資額の21%を占めました（図10）。また、医療機器、設備機器などのハイテク製造業の売上高研究開発費率は3%を超え、製造業企業の売上高研究開発費率の平均水準1.46%を遥かに上回り、科学技術の革新に対する重視を示しました。絶え間ない努力および投資により、次々と中国の科学技術成果が出て、ハイテク製造業は中国産業の構造転換および高品質な発展をけん引する重要な力となりました。今後、中国は産業の最適化および高度化、専精特新（専門化・精密化・特徴化・革新化）などのハイテク製造業へのサポートを強化し続ける見込みです。金融機関はハイテク製造業、戦略的新興産業を重点的に支援し、先進製造業クラスターの発展を推進し、製造業企業の自己革新能力を向上させます。KPMGは、将来の産業政策は效能を活かし続け、国内の新旧エネルギーの転換を加速させ、信用貸付支援策のサポートに加え、ハイテク製造業の投資の急速な発展につながると考えています。

図10 2021年の製造業企業の研究開発投資額、十億人民元



データソース：国家統計局、KPMGによる分析

また、「ダブルカーボン」目標により、中国の企業家たちは環境・社会・ガバナンス（ESG）を会社の発展戦略に取り入れています。また、企業のグリーン化にも注目すべきです。例えば、国家発展改革委員会、国家エネルギー局は2022年3月に「水素エネルギー産業発展中長期計画（2021-2035年）」を共同で印刷・配布し、水素エネルギーが将来の国家エネルギー体制の重要な構成部分で、末端でグリーン化・低炭素化の構造転換を実現するためには重要な役割を担い、戦略的新興産業および将来産業の重要な発展の方向性であることを明確にしました。2022年上半期、水素エネルギー産業の持分投資は2021年以來のブームが続き、融資件数は前年同期比で50%増の21件で、融資額は前年同期比で137%増の15.9億人民元でした⁵。水素エネルギーは効率化および低炭素化のエネルギーメディア、グリーンかつクリーンな産業原料として、交通、工業、建設、電力など多くの分野において豊富な応用シナリオを有しています。サステナビリティを向上させ続け、ESGを重視する企業が増えており、新エネルギー投資は急速な成長を維持すると見込まれます。

⁵「水素エネルギー産業を一冊で理解する」、KPMG中国、2022年9月、

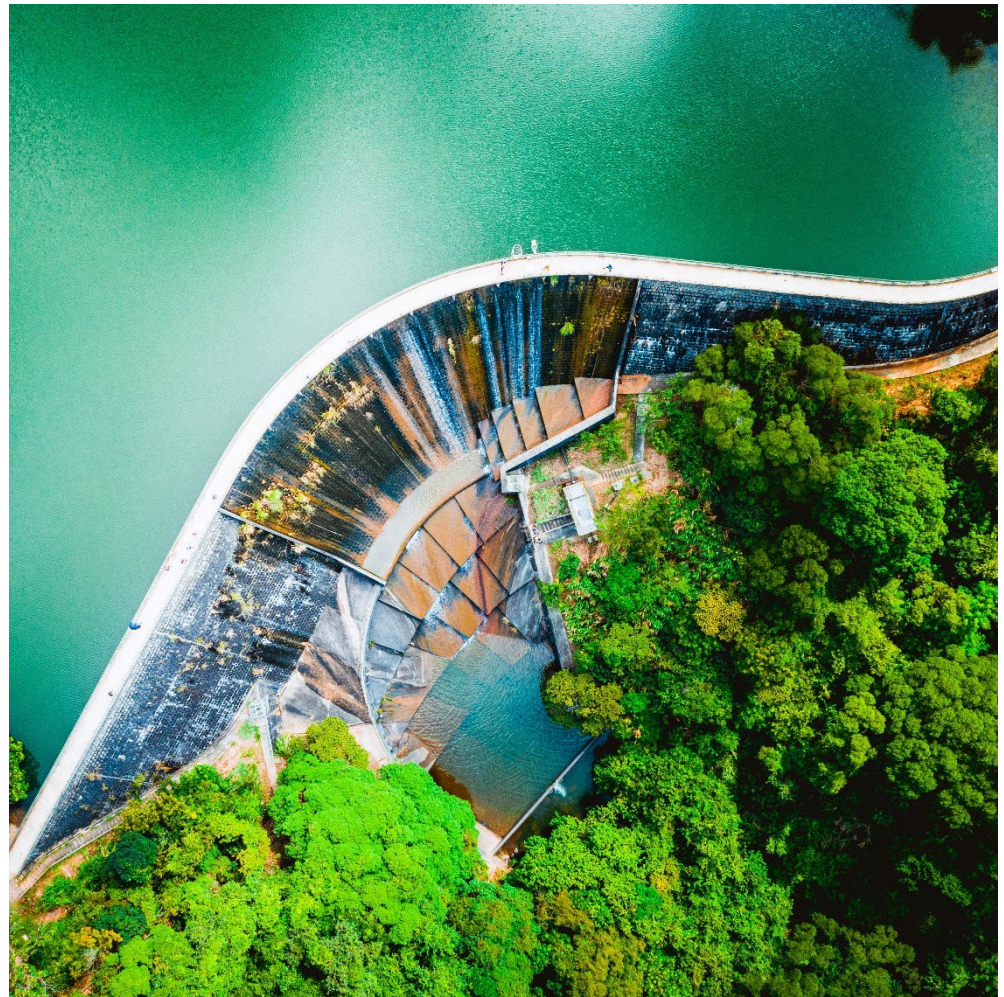
<https://home.kpmg/cn/zh/home/insights/2022/09/understand-the-hydrogen-energy-industry-in-one-article.html>

5

経済を活性化させるマクロ経済政策を継続して、政策性・開発性金融商品による支援を強化

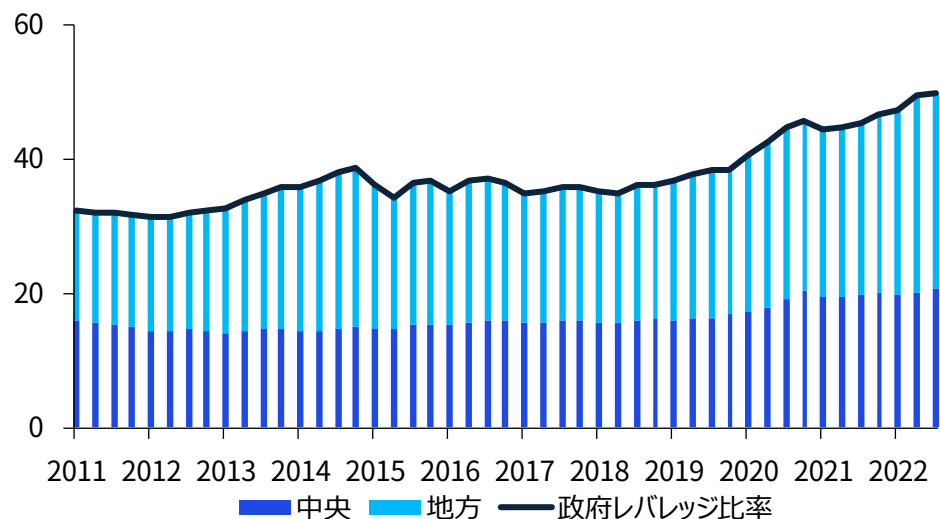
10大動向

12月6日に開催された中央政治局会議では、積極的財政政策を強化し、その効果を高めて、穏健な金融政策を的確かつ強力に実行することを掲げています。継続的な景気回復を支えるために、中国は、2023年も緩和的なマクロ経済政策を維持していくと予想されています。金融政策については、2023年、中国の金融政策では、安定した成長の実現を最優先させ、安定性と継続性を保つと予想されます。総額的には、潤沢な流動性を適切に維持し、マネーサプライと社会融資規模の適切な拡大を続けています。11月25日、中国人民銀行（中央銀行）は預金準備率をさらに0.25ポイント引き下げると発表しました。これにより、約5,000億人民元の長期資金を供給し、年末の経済活動に適切な流動性を確保し、融資政策との相乗効果を生み出し経済を活発にします。また、中央銀行は金融機関の実質貸付金利の引き下げをさらに推進し、企業の総合的金融コストと個人消費の金融コストを引き下げ、企業や個人の投資需要を高め、経済の有機的成長のドライバーを強化させます。構造的には、既存の構造的金融政策の手段を継続して有効に利用しつつ、適切かつ適度にし、強化された部分も緩和された部分もあります。また、金融支援の対象重点領域、ウィークポイント、新型コロナウィルス感染症から深刻な影響を受けた業種、市場主体への支援をより一層強化しようとしています。



2022年の積極的財政政策は経済の安定化において重要な役割を果たしました。今年、中国の歳入は増値税留保還付額や土地使用権譲渡収入減の影響で減少しましたが、歳出は依然に急速な伸びを維持しています。また、今年も地方政府が新たな「専項債」（資金用途を公共事業に限定した特別公債）を前倒し発行しており、インフラ投資の継続的な大幅増加を促進し、安定した経済成長の重要な手段となります。なお、2023年は中国の財政資金がより大きな圧力に直面することが予想されます。政府債務について、国家バランスシート研究センターのデータによると、2022年第3四半期時点では、中国政府セクターのレバレッジ比率は49.7%に達し、2021年末から3ポイント近く上昇し、うち、地方政府のレバレッジ比率は2.5ポイント拡大し、地方政府の債務返済や利払い圧力が高まっています（図11）。しかし、世界の他の国・地域と比較すると、中国政府レバレッジ比率はまだ比較的低水準にあり、今後レバレッジを高める余地もあると考えられます。安定した経済成長を図るには、2023年も国債発行額は堅調に推移していくと予想されます。

図 11 中国政府セクターのレバレッジ比率、%



データソース：Wind、KPMGによる分析

2023年は財政資金に加え、歳出を賄うために政策性・開発性金融商品の活用を拡大すると予測されています。今年の下半期から、中央銀行は政策性銀行を通じて政策性金融商品・開発性金融商品を発行することで、大型プロジェクトの資金を補充し、専項債プロジェクト用資金を供給し、インフラ整備資金の調達を支援しました。中央銀行の第3四半期の「中国金融政策実施報告書」では、政策性・開発性金融商品と8,000億人民元の新規融資額を最大限に有効活用するよう政策性・発展性銀行を指導すると言及しました。11月中旬時点では、金融商品で調達された7,400億人民元近くの資金を全額で市場に供給しました。政策性金融商品と開発性金融商品の活用は、効果的かつ確かな投資を実現し、社会資本の参加を導き、経済全般の安定化に役立ち、有効投資の拡大、雇用の促進、消費の促進というシナジー効果を生み出すのに寄与しています。2023年は、政策性・開発性金融商品がさらに大きな役割を果たし、有効な投資を促進すると期待されています。

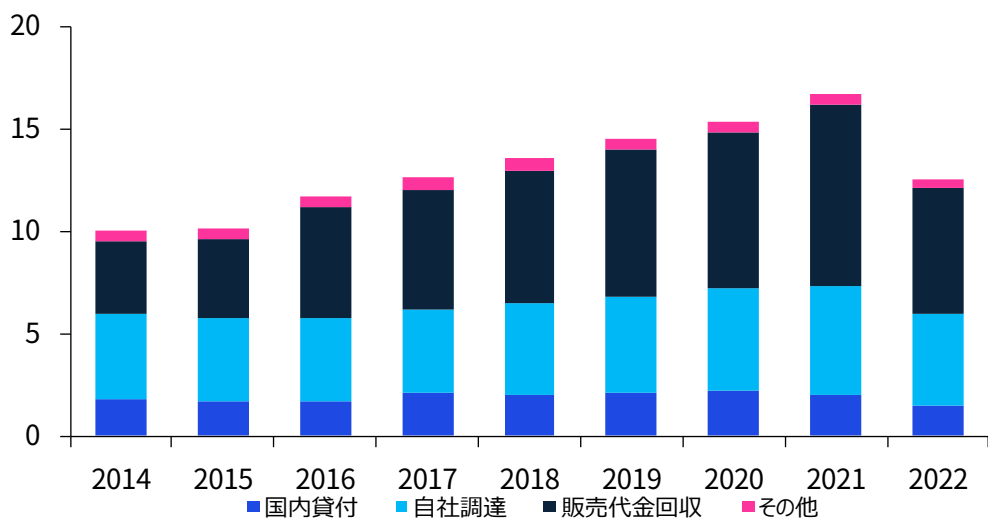
6

不動産市場は依然として低迷しているが、経済に対する悪影響は減少

10大動向

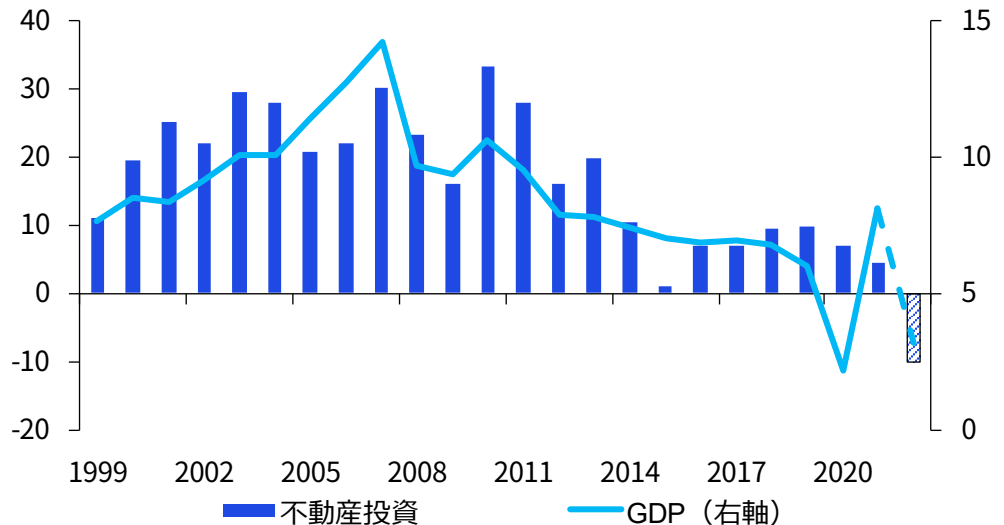
2022年の不動産市場は継続的に圧迫されており、不動産デベロッパーは資金不足に直面している（詳細は図12）。住民の住宅購入意欲の減退、販売活動の低迷により、不動産企業の販売代金回収による資金が減少しました。その一方、規制政策の制限により、金融機関は不動産デベロッパーに対する融資実行のペースを減速し、不動産会社の銀行融資規模が明らかに減少しました。関連データによると、2011-2019年の不動産融資残高の平均成長率は約20%に達しました。しかし、近年では、銀行の不動産融資の引き締めに伴い、2022年9月末、不動産融資残高の成長率は3.2%に低下しました。また、同年の不動産会社の信用債券デフォルトが相次いで発生し、投資者のリスク許容度が低く、債券融資を含む不動産会社の自社調達資金の下げ幅は拡大し続け、1-10月累計は前年同期比で14.8%減少しました。これにより、不動産会社の資金圧力が高く、デベロッパーの投資意欲が低く、着工、施工および土地購入などの関連指標が大幅に下落し、新設住宅着工床面積は2009年以来の最低値、分譲住宅販売面積は2015年以来の最低値に低下しました。また、1-10月の不動産投資累計額は前年同期比で8.8%減少し、年間成長率は史上初の減少となり、同年GDP成長率を約1.7ポイント引き下げました（図13）

図12 過去数年1-10月の不動産開発投資資金源、兆人民元



データソース：Wind、KPMGによる分析

図13 不動産開発投資の成長率およびGDP実質成長率、%



データソース：Wind、KPMGによる分析

不動産市場は中国経済に重要な影響を与えています。中国は、不動産市場を安定させるため、様々な支援政策を公布しました。需要面では、多くの地方政府が住宅購入制限を緩和し、ローン金利や税金などの住宅購入コストを引き下げ、住宅に対する一次取得や買い替えといった実需を満たす支援を行います。供給面では、政府は11月以降、不動産開発融資の16項目の措置を支援する「1本目の矢」、債券融資を支援する「2本目の矢」、不動産会社の持分投資を支援する「3本目の矢」などの一連の政策を相次いで公布しました。不動産融資政策の「3本の矢を同時に放つこと」はある程度、不動産会社のバランスシートの改善、信用リスクの軽減、優れた民間不動産会社のより良い融資活動への支援につながります。また、マルチレベルの不動産融資体制の構築、不動産市場の回復推進にも寄与しています。

2023年の不動産市場は回復基調にあるものの、全体として低迷すると予測されます。住民の不動産購入には、信頼感の継続的な改善が必要で、当面の不動産販売は低迷する可能性が高いです。また、中国証券監督管理委員会は不動産市場に対する資本市場の支援政策においても、不動産会社への資金支援は土地の取得・競売や新規物件の開発に使用してはならないと強調しました⁶。予測によると、2023年の新規着工および土地取得は不況ですが、「保交楼（不動産の引き渡し保証）、民生安定化」政策の支援により、施工および竣工は安定に推移すると予想されます。2023年を展望すると、不動産投資成長率の下げ幅は縮小し、経済に対する悪影響は減少しました。

長期的には、中国の政策目標は、長期的な不動産メカニズムを構築・整備し、不動産市場の安定的かつ健全な発展を実現することです。中国共産党第二十回全国代表大会報告には、「住宅は住むもので、投機するためのものではない」という位置づけを維持することを言及しました。不動産市場は短期的には依然として大きな下振れリスクに直面していますが、長期的に見ると、中国にはまだ都市化の余地があり、改善型住宅に対する家庭の需要が高まっており、中国不動産市場の安定した発展を支えていくと見込まれます。

6 不動産市場の安定かつ健全な発展に対する資本市場の支援について、記者の質問に対する中国証券監督管理委員会報道官の回答、中国証券監督管理委員会、2022年11月
<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c6763083/content.shtml>

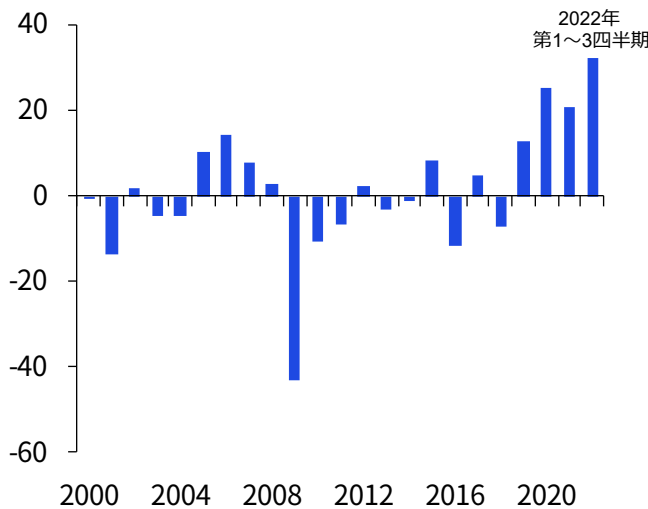
7

世界経済の成長率は鈍化し、 外需の低迷は輸出を圧迫

10大動向

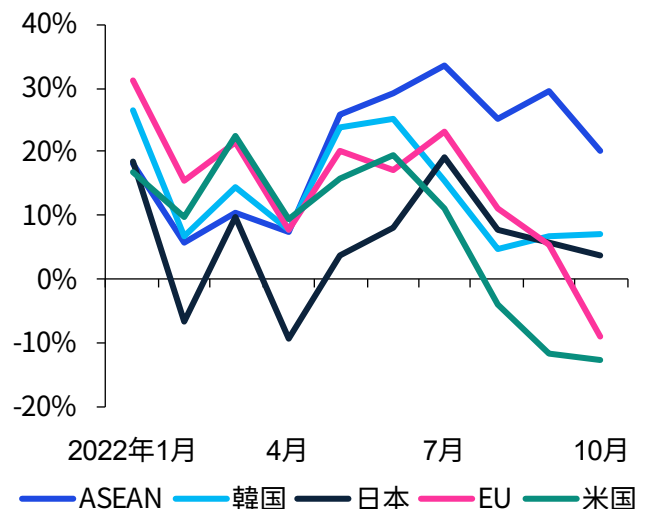
この3年間は、国内外の防疫対策および政策的救済の優先順位の違いから、中国は整備されたサプライチェーンと製造業の強みを活かして海外需要の急増によるメリットを捉え、世界の輸出に占める中国の割合は2021年末には16%に達し、コロナ禍発生前に比べて3%近く上昇しました。また、内需の回復が比較的緩やかな中、輸出は中国の経済成長を牽引する主要なエンジンとなっており、2022年第1～3四半期の純輸出のGDPへの寄与度は前年同期比で累計30%を超え、過去20年余りで最も高くなりました（図14）。しかし、2022年8月以降、欧米など代表的な経済国の好況が減退し、2022年10月時点で米国・イギリス・欧州の製造業PMIが縮小域に入るなど、外需の冷え込みが鮮明になっています。現在、欧州・米国向け輸出は依然として中国の総輸出の30%以上を占めており、その需要減速が中国の輸出を大きく引き下げる要因となっています。中国の輸出の減少傾向はすでに浮き彫りになっており、10月には輸出（米ドルベース）がマイナスに転じ、対米輸出は前年同月比-12.6%、対EU輸出は同-9.0%と、いずれも2020年4月以降最大の減少幅となりました（図15）。

図14 中国の純輸出のGDP成長率への寄与度（%）



データソース：Wind、KPMGによる分析

図15 中国の主要輸出先向け輸出の成長率（同月比、%）

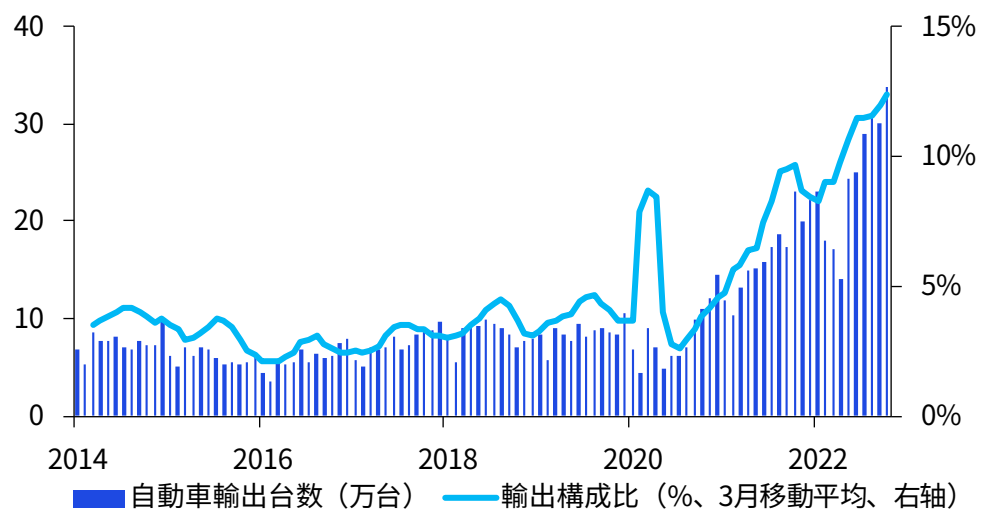


データソース：Wind、KPMGによる分析

2023年も世界経済の成長は引き続き鈍化し、外需の弱体化は中国の輸出に下押し圧力がかかると予想されます。IMFは、2022年から2023年の経済予測を4回連続で下方修正し、10月の最新予測では、世界経済の成長率は2022年の3.2%から2023年には2.7%に低下するとしています。また、WTOの最新予測では、世界の貿易は2022年後半に勢いを失い、世界の商品貿易量の成長率は2022年の3.5%から1.0%に鈍化するとしています。KPMGが最近発表した、企業のリーダーを対象に将来の成長見通しを調査したレポート「China CEO Outlook 2022」では、調査対象となった中国のCEOの9割が、2023年に世界経済が不況に陥る可能性が高いと見えています⁷。世界経済の低迷を背景に、中国の輸出は2023年に大きく減速し、マイナス成長になる可能性があります。

輸出全体が減速することが予想される一方で、中国の輸出にいくつかの構造的変化や新しいトレンドが見られることも重要です。RCEPの協力深化に伴い、中国のASEAN向け輸出の成長率は2022年5月から継続して20%以上の高水準を維持しており、日本、韓国向け輸出も一定の伸びを維持しており、今後、アジア太平洋の経済統合の傾向はさらに強まる見込みです。また、中国の製造能力の継続的な向上に伴い、中国の輸出製品の構造もハイエンド製造業や設備製造業へのアップグレードが進んでいます。その中でも自動車輸出は代表的なものです。新エネルギー自動車輸出の急成長に牽引され、中国の自動車輸出は2021年以降、過去最高を記録し、ドイツを抜いて世界2位の自動車輸出国になりました。輸出も、以前は中国の自動車生産量の4%未満でしたが、現在は12%以上に上昇しました（図16）。新エネルギー自動車は、中国の自動車輸出の躍進を担っています。最近、欧州の自動車会社の多くが中国への投資を増やしており、中国の自動車輸出、特に新エネルギー自動車は2023年も大きな注目を浴びるでしょう。

図 16 中国自動車輸出



データソース：Wind、KPMGによる分析

⁷ 《2022年中国首席执行官展望》，毕马威中国，2022年11月，<https://home.kpmg/cn/zh/home/insights/2022/11/2022-china-ceo-outlook.html>

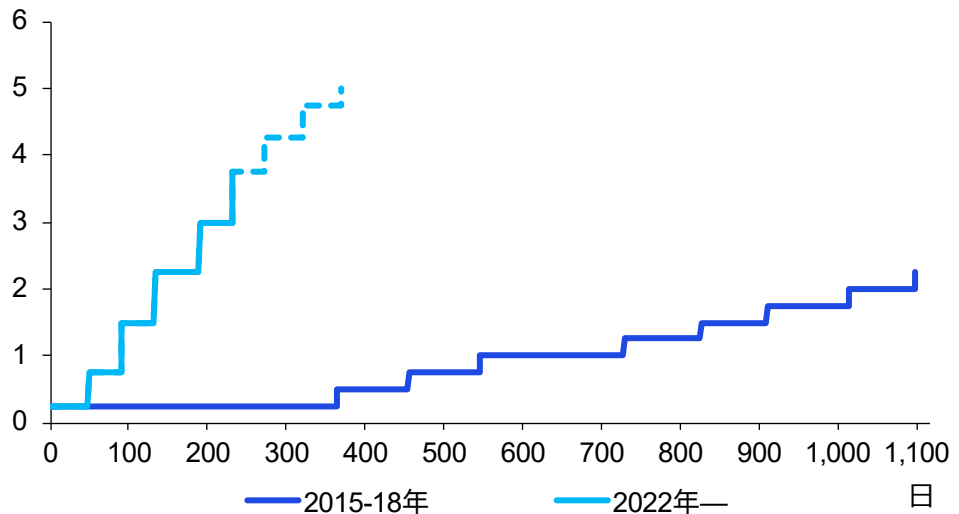
8

FRBの利上げペースは鈍化し、人民元為替レートと市場資本への圧力は弱まる

10大動向

高インフレのリスクを緩和するため、FRBは2022年11月現在、6回連続で利上げを行い、累積で375ベースポイントの利上げを実施しました。前回（2015-2018年）の利上げサイクルと比較すると、今回の利上げの規模はより大きく、スピードも速くなっています。インフレデータから見ると、米国の10月のCPIは前年同月比7.7%下落し、4カ月連続の下落となりました。FRBは短期的にインフレ抑制のために利上げを続けますが、急激な利上げを継続した結果、米国経済のモメンタムは下降し、景気後退のリスクが高まっています。その後の利上げペースが鈍化し、FRBは12月の利上げ幅を50ベースポイントに縮小する確率が高く、2023年初頭の50ベースポイントと25ベースポイントの2回の利上げを行った後に利上げを一時的に停止し、最終的な金利幅が一定の期間で5%-5.25%程度で推移することが予想されています（図17）。特に注目すべき点は、KPMG米国チーフエコノミストチームが、2023年後半に利下げを開始し、年末に2.75%-3%に引き下げると予想しています⁸。

図 17 FBRの利上げプロセス (%)



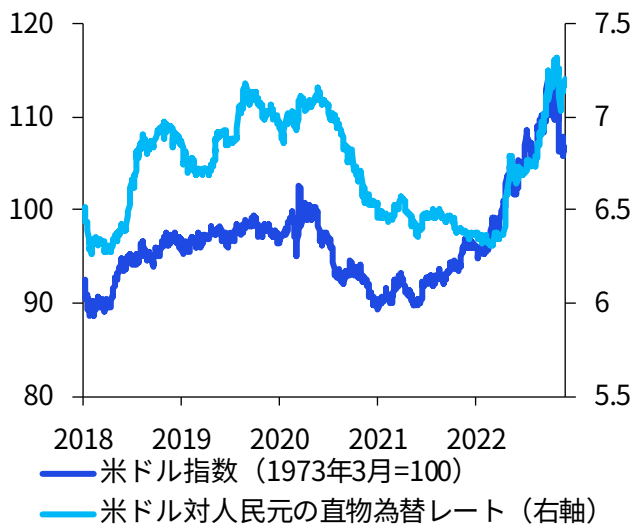
データソース：Wind、KPMGによる分析
 注：横軸は初回の利上げを0日に、縦軸は利上げ幅を表しています。グラフの点線部分は2022年11月3日以降の利上げ予想値を表しています。

8 2023年米国経済見通し、KPMG米国、2022年12月、
<https://advisory.kpmg.us/events/webcast-homepage/2022/us-economic-outlook-2023.html>

FBRの利上げペースの緩和に伴い、米ドル指数が弱含み、人民元対米ドルの為替レートが上昇することが期待されます。2022年3月以降、FBRの急速な利上げにより、米ドル指数は上昇し続けますが、人民元為替レートは段階的に低下し、10月に7.3ポイントを割り込み、11月に入り緩やかな回復の兆しを見せています（図18）。FBRの利上げペースの緩和により、外部圧力が緩和され、中国政府が経済安定化のために打ち出した一連の政策と承継措置の効果が徐々に表れ、中国経済のファンダメンタルズは持続的かつ着実に回復していくと見込まれます。また、良好な国際収支の黒字も、人民元為替レートの着実な回復を支えます。

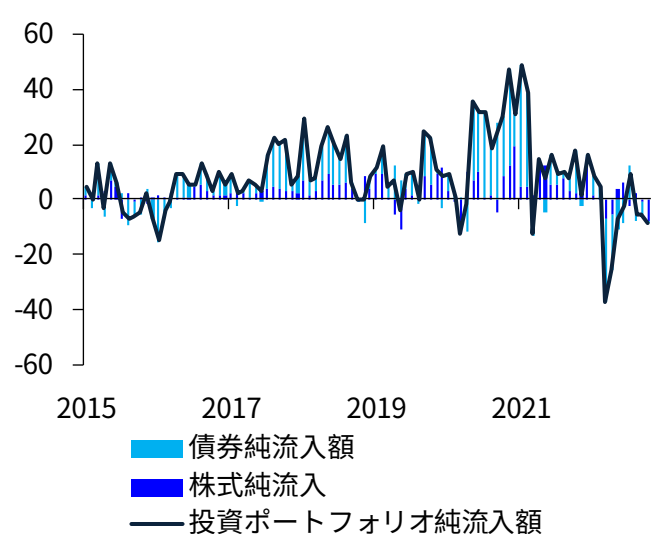
また、FBRの利上げペースの緩和により米国債利回りは弱含み、中米の金利逆転はやや縮小し、中国のクロスボーダーの資本流出は減少しました。今回のFBRの利上げサイクルは米国債利回りを急速に上昇させ、11月初頭の中米1年国債利回りのスプレッドは一時的に3%を超え、過去最高を記録しました。IIFのデータによると、2022年3月から10月にかけて、中国の株式・債券市場からの全体の資本純流出額は821.8億米ドルで、うち債券市場が714億米ドル、株式市場が108億米ドルです（図19）。10月の株式市場の資本フローは引き続き不安でしたが、債券市場の資本フローは大幅に緩やかになりました。2022年11月18日、中国人民銀行（PBC）と国家外貨管理局（SAFE）は共同して「海外機関投資家の中国債券市場への投資資金に関する管理条例」を公布し、海外投資家の中国債券市場への投資の利便化をさらに促進し、人民元資産の魅力を高め、中国へのクロスボーダーな資本流入を秩序正しく導きます。

図18 米ドル指数と人民元の直物為替レート



データソース：Wind、KPMGによる分析

図19 中国のクロスボーダーの資本フロー（10億米ドル）



データソース：IIF、KPMGによる分析

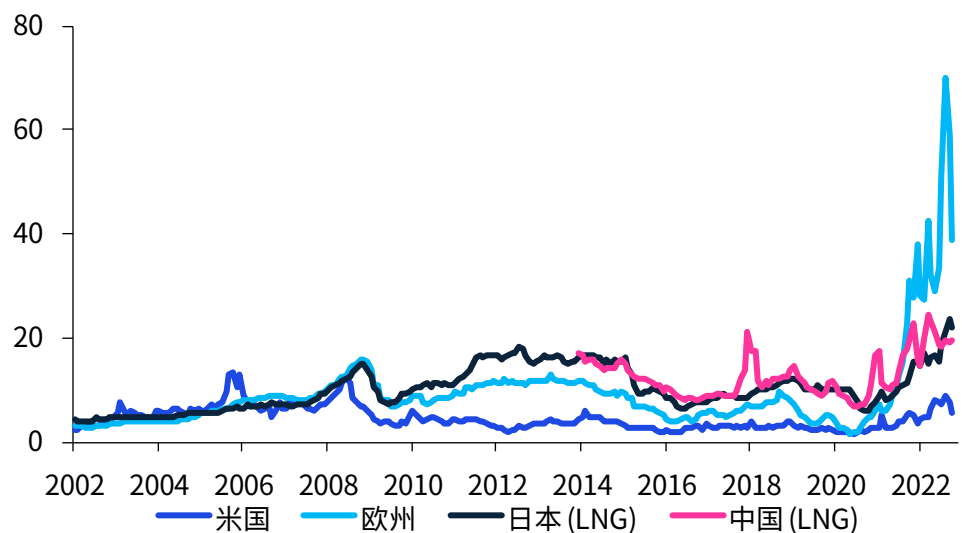
9

地政学は依然として複雑で不安定、企業はリスク対応策を考える必要がある

10大動向

2022年のロシア・ウクライナ紛争の勃発は、世界経済のいくつかの分野に影響を及ぼし、特に世界のエネルギーと食糧の短期的な圧力を悪化させ、全体的なインフレ傾向を押し上げました。例えば、世界2位の天然ガス産出国であるロシアとウクライナの紛争は天然ガス価格に著しい影響を与え、特に欧州市場は甚大な打撃を受けています。ロシアは欧州最大のエネルギー輸入先であり、2021年の欧州の45%の天然ガスはロシアから輸入されたものです。ロシア・ウクライナ紛争が発生した以降、ロシアからのエネルギー輸入が激減したことで、欧州のエネルギー価格が高騰し、天然ガス価格は2022年8月に70米ドル/100万BTUでピークに達し、前年同月の価格の約5倍、2020年8月の価格の24倍となりました（図20）。一方、米国はエネルギー自給率が高いため、あまり打撃を受けていません。また、米国は欧州への液化天然ガス（LNG）輸出を大幅に拡大しました。米国エネルギー情報局(EIA)のデータによると、2022年下半期の米国のLNG輸出量は昨年下半期のそれに比べて12%増加し、世界最大のLNG輸出国となり、EUと英国へのLNG輸出量が最も多く、欧州向けLNG総輸出量の47%を占めました⁹。また、中国や日本の天然ガス価格もある程度上昇したものの、その規模は欧州ほどではありませんでした。

図 20 各国・地域の天然ガス価格（米ドル/100万BTU）



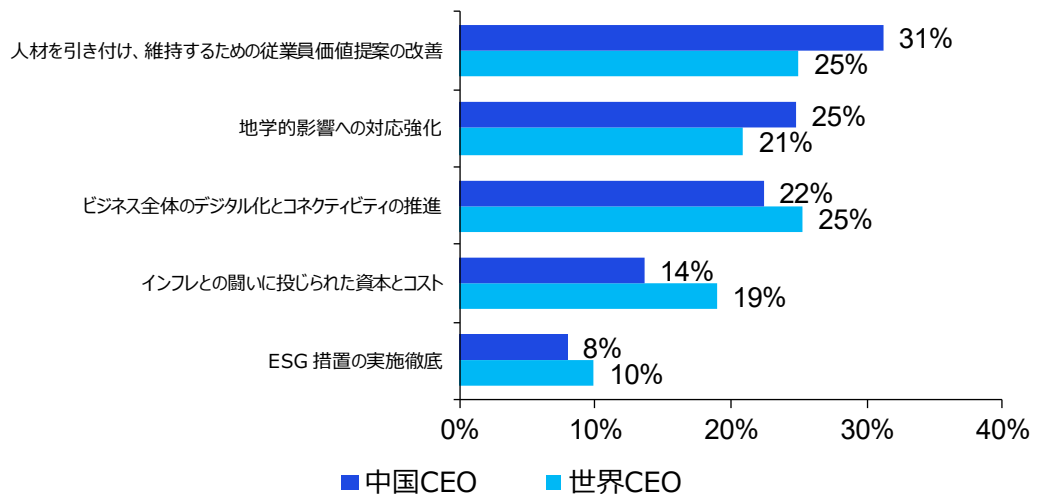
データソース：World Bank、Wind、KPMGによる分析

⁹ US becomes world's largest LNG exporter in the first half of 2022, EIA, July 2022
<https://www.lngindustry.com/liquid-natural-gas/29072022/eia-us-becomes-worlds-largest-lng-exporter-in-the-first-half-of-2022/>

特に注目すべき点は、ロシア・ウクライナ紛争は、短期的なエネルギー価格の上昇をもたらすだけでなく、世界の地政学的構造により深く、より長期的な変化をもたらす可能性があることです。中国・米国・欧州は合わせて世界経済の55%を占めており、この3者の関係は世界経済に重要な影響を及ぼし、2023年も地政学的構造は依然として複雑で不安定です。一方、エネルギー危機は欧州地域の企業生産、輸出、投資などに影響を与え、欧州経済の回復圧力を増大させ、化学、鉄鋼などエネルギー消費量の多い企業の中には、グローバル産業レイアウトを見直している会社もあります。また、中米経済・貿易摩擦は長期戦となり、米国は輸出規制などを通じて中国のハイテク分野に圧力をかけ続けていますが、国産品代替、情報技術応用革新などの産業により多くの商機をもたらします。

主要国間の駆け引きや地域紛争は、世界経済の発展により大きな不確実性をもたらすことに加え、企業の投資・運営戦略に様々な影響を与えているため、企業は、地政学リスクが自社に与える影響を最小限に抑えるため、緊急対応策を講じる必要があります。KPMG発表の「China CEO Outlook 2022」によると、企業経営者は、急速に変化する市場環境の中で事業を成長させるために、積極的に様々な措置を講じています。中国のCEOの4分の1は、今後3年間の企業の成長目標を達成し、かつ世界平均水準を21%上回るために、地政学的課題への対策を強化することが最も重要な戦略であると述べました（図21）。

図 21 今後3年間の成長目標達成に向けたCEOの優先戦略（%）



データソース：KPMG「China CEO Outlook 2022」、KPMGによる分析

10

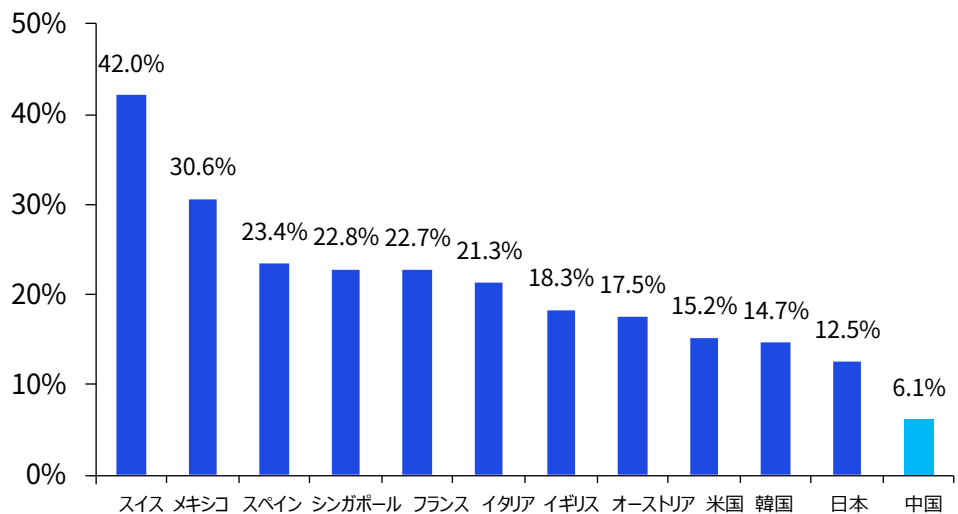
基礎研究開発の加速と国家安全保障体制の整備

10大動向

バイデン米大統領は2022年8月、世界の半導体産業における米国の競争力強化を主目的とする「CHIPS and Science Act (CHIPS法)」に署名しました。一方、米国の半導体産業への支援を強化し、もう一方では、中国など特定の国が半導体生産に関する先端技術を獲得することを阻止するものです。例えば、同法では、半導体補助金を受けた半導体企業が中国など特定の国で先端技術を持つ工場を拡張または新設することを禁止し、規定に違反した企業は連邦政府の補助金を全額返還しなければなりません。このように、中米間の技術競争がさらに激化しています。2022年10月には米国商務省も新たな輸出規制を導入し、中国の半導体産業に対する圧力が再びエスカレートしました。

近年、中国は「ボトルネック」の問題を解決し、技術の自主的な研究開発と支配可能性を実現するために、基礎理論や基盤技術への投資を増やしています。2021年には、中国の研究開発投資総額に占める基礎研究投資の割合が6.1%程度まで増加しましたが、他の先進国に比べ、依然とかなりの差があります(図22)。「第14次5か年計画」は、初めて「研究開発投資総額に占める基礎研究投資の割合」の目標を掲げ、2025年までに基礎研究投資の割合を8%以上にすることを提案しています。中国は今後も、主要分野の基礎研究に対する投資や政策支援を強化していくことが期待されます。

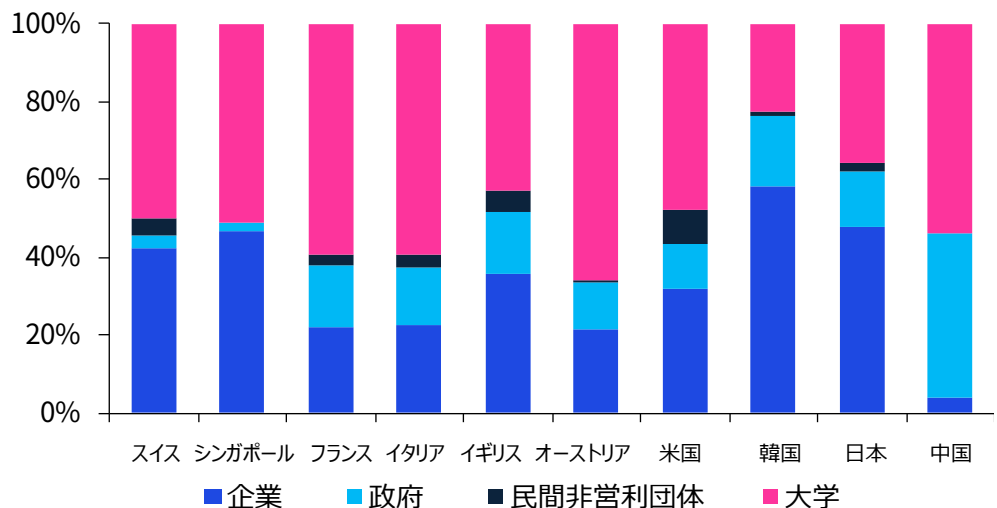
図 22 各国の研究開発投資総額に占める基礎研究開発投資の割合 (%)



データソース：OECD、国家統計局、KPMGによる分析
 注：中国のデータは2021年のデータで、他の国のデータは2020年のデータです。

注目すべき点は、中国の基礎研究費の90%以上は政府と大学からのもので、企業の基礎研究への投資は3.8%に過ぎず、民間非営利団体など他の社会勢力による基礎研究投資は基本的にゼロです。一方、他の先進国では、企業の基礎研究投資は基本的に20%を超え、韓国では60%近くにもなっています（図23）。今後、中国はイノベーションの主体としての企業の地位をさらに強化する必要があり、税制上の優遇措置などの政策により、企業や他の社会勢力が基礎研究への投資を増やすことを奨励し、イノベーションの原動力を真に強化することができます。

図 23 2020年の各国のセクター別基礎研究投資（%）



データソース：OECD、KPMGによる分析

今回の中国共産党第20回党大会報告書においてイノベーションと並んで安全が中心的なテーマとなっています。中国は今後、経済・社会の発展の実現と国家安全の確保とのバランスを合理的に取る必要があります。近年、世界的な自然災害が多発し、食糧・エネルギー価格が高騰し、金融市場の変動が激しくなっています。しかし、地政学的要因により、政府・企業・住民はこれらの課題に対応するハードルが高くなり、世界経済が直面する不確実性がさらに高まっています。一方、地政学的紛争から、経済・金融・技術などの分野でも規制が相次ぎ、安全保障の重要性はますます高まっています。中国は今後、国家安全保障体制をさらに改善し、新しい発展パターンを新しい安全保障パターンで守り、食糧、エネルギーおよび重要な産業チェーン・サプライチェーンの安全を確保する必要があります。



お問合せ先



江立勤

クライアント&ビジネス・デベロップメント 統括パートナー
KPMG中国

☎ +86 (10) 85087077

✉ michael.jiang@kpmg.com



康勇

Chief Economist
KPMG中国

☎ +86 (10) 85087198

✉ k.kang@kpmg.com

研究：曾遠、CFA、鄭亜男

設計：馬方



お問合せ先

Global Japanese Practiceメンバー

上海



林田 弘徳
Hironori Hayashida
GJP中国総代表
Audit



王 哲蔚
Zhewei Wang
Partner
Audit



森本 雅
Tadashi Morimoto
Partner
Audit



朱 俊良
Walter Zhu
Partner
Audit



徐 潔
Jie Xu
Partner
Tax



李田 正和
Masakazu Mokuta
Partner
Markets



楊 佳枚
Sky Yang
Director
Tax



最上 龍太
Ryuta Mogami
Director
Advisory

杭州



楊 佳枚
Sky Yang
Director
Tax

蘇州



朱 俊良
Walter Zhu
Partner
Audit

北京



許 秀儀
Jenny Hui
Partner
Audit



岸 皓彦
Akihiko Kishi
Partner
Advisory



李 輝
Lisa Li
Partner
Tax



姜 楠
Nan Jiang
Partner
Advisory

天津



佐藤 繁
Shigeru Sato
Director
Markets

大連



李 輝
Lisa Li
Partner
Tax

深圳



陳 蔚
Vivian Chen
Partner
Tax



稲永 繁
Shigeru Inanaga
Partner
Audit

広州



李 良
Ryan Li
Partner
Advisory



玉城 正勝
Masakatsu Tamashiro
Director
Markets



鄭 予輝
Nancy Zheng
Director
Tax

香港



徐 建邦
Bayern Chui
Partner
Audit

kpmg.com/cn/socialmedia



KPMG中国に関する情報をお知りになりたい方は、上記QRコードをスキャンするか、下記サイトにアクセスしてください。
<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavor to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.

© 2022 KPMG Huazhen LLP, a People's Republic of China partnership, KPMG Advisory (China) Limited, a limited liability company in Chinese Mainland, KPMG, a Macau (SAR) partnership, and KPMG, a Hong Kong (SAR) partnership, are member firms of the KPMG global organisation of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organisation.

Printed in December 2022