

Weekly Macro Economic Insights

2023年7月17日(月)～7月21日(金):

中国経済の日本化:債務調整の遅れで2023年実質GDP5%割れ、
長期の日本経済への下押しリスク



PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤
チーフエコノミスト、執行役員 片岡 剛士

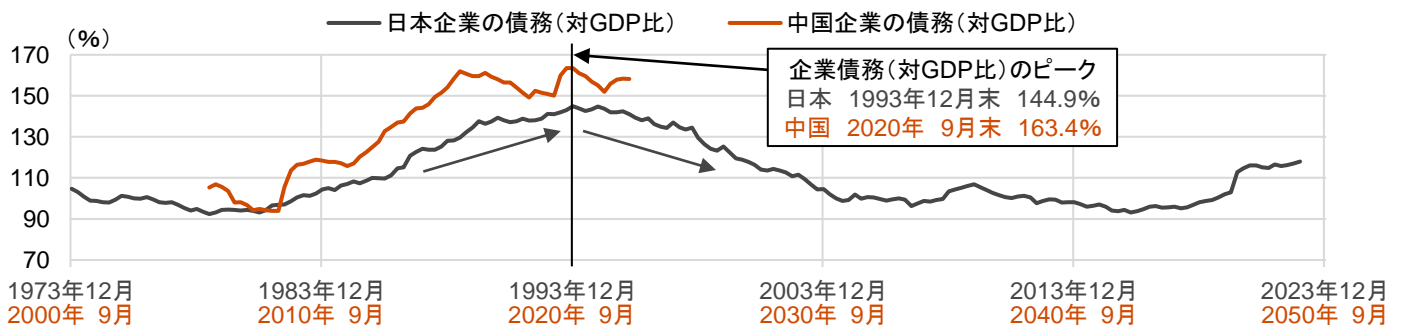
中国経済の日本化:債務調整の遅れで2023年実質GDP5%割れ、長期の日本経済への下押しリスク

中国経済の減速懸念が高まっている。中国では景気減速懸念に対して財政出動が実施されてきたが、企業の債務残高が高水準であることから、更なる実施が難しいとされている。また、6月のインフレ率がゼロ%となり、デフレ懸念も高まっている。債務残高が大きい中で物価が下落すると、企業はより多い数量を販売しなければ債務を返済できなくなり、債務負担が大きくなっている。そこで、同様に過剰債務を抱えてデフレとなった日本と、現状の中国経済とを比較してみたい。

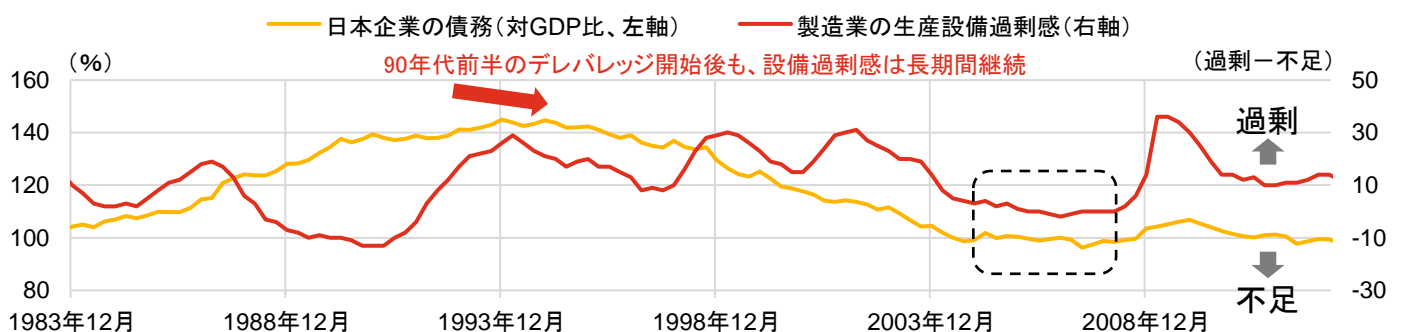
図表1は、日中の企業の債務残高の対GDP比を示しており、日本は1993年12月に144.9%でピークをつけている。その後は、緩やかな減少に転じており、1993年末を頂点とした山形を描いている。一方、中国企業は2020年9月末に163.4%の既往ピークをつけており、日本のピークを約20%ポイント上回っている。図表1では両国のピークを重ねて表示している。中国は2015年頃に150%を超えた後、150～160%前後で高位で安定しており、債務削減の動きが始まっていない。もともと、日本では企業の債務残高は1993年末をピークに減少に転じたものの、過剰債務の問題がすぐに解決したわけではない。日本企業は借入を実行して様々な設備投資を実施したとみられ、その設備が生産・売上・収益に結び付けば問題はなかった。しかし、日本企業はデフレ、売上の減少などによって設備の過剰感を抱えていたとみられる。そこで、図表2で企業の債務残高の負担感を確認する指標として、日銀短観の「設備過剰感」をみると、1994年から2003年頃の長期間にわたって過剰感を抱えており、負担感がなくなったのは2004年頃である。1993年末の債務削減が開始されてから10年以上の期間を要した。デフレの問題は更に20年が経過しようとする現在になって、ようやく物価安定の兆しがみえるようになってきている。

なぜこのように長期間を要したのかは、金融緩和不足や不良債権処理の遅れなど、様々な要因が指摘される。現在の中国では金融緩和を実施すれば、資本逃避を招く懸念があり、財政政策も既に高水準となった債務残高により慎重だとされる。このため、中国経済の減速懸念が高まるにつれて、経済対策の実施が予想されているものの、その実施によって経済が急速に回復する公算は小さいとみられる。中国の債務調整の長期化は日本経済にとっても大きな懸念材料となりうる。単に2023年の実質GDPが政府目標である5%前後を下回る懸念だけでなく、長期にわたる下振れ要因として警戒する必要がある。

図表1: 日中の企業債務の対GDP比の推移



図表2: 日本の企業債務(対GDP比)と設備過剰感の推移



(出所) BIS、「家計調査」、日本銀行「短観」より、筆者作成。

先週(7月10日(月)~7月14日(金))の振り返り: 国際収支統計/機械受注/国内企業物価指数

先週の内外経済の動向についてみておこう。まず日本の経済指標については、国際収支統計、機械受注、国内企業物価指数が公表された。これについてはDaily Macro Economic Insightsとしてまとめているので詳細はそちらを参照頂きたい。

国際収支統計の概要をみると、5月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、+1兆7,027億円となった。前月(4月)から1,969億円減少した。経常収支の内訳をみると、貿易収支が-9,433億円と前月より5,888億円マイナス幅が拡大した。輸出が7兆8,166億円となり、前月より5,055億円、-6.1%の減少となった。輸入が8兆2,953億円となり、前月より4,072億円、-4.7%の減少となった。サービス収支は、-4,645億円となり、前月より-4,904億円減少した。また、第一次所得収支は+2兆9,478億円となり、前月より2,717億円増加した。

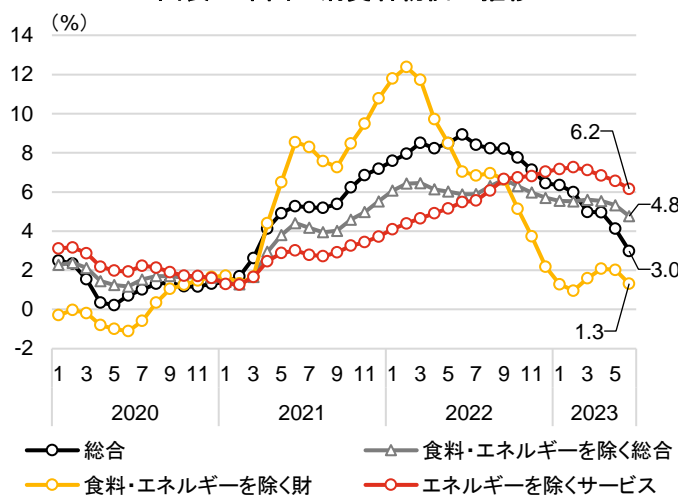
機械受注統計における受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比-2.9%となり、2か月ぶりの減少となった。内閣府は「足踏みがみられる」との基調判断を維持した。「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は、5月に前月比-7.6%となり、2か月ぶりの減少となった。「官公需」は、5月は同+8.9%(4月:同+6.8%)となり、2か月連続で増加した。「外需」は、5月は同+12.0%(4月:同+12.3%)と2か月連続で二桁台の伸びとなった。コア受注はGDPベースの名目設備投資の先行指標とされている。簡易的に4-6月期の同指標を検討するために、仮に6月の伸びがゼロ%と仮定した場合の4-6月期のコア受注は2兆5,973億円、1-3月期からの伸びは-2.7%となった。

6月の国内企業物価指数は前月比-0.2%(前年比+4.1%)、輸出物価指数は、契約通貨ベースで前月比-0.6%、円ベースで同+1.1%(前年比+0.4%)、輸入物価指数は、契約通貨ベースで前月比-3.1%、円ベースで同-1.2%(前年比-11.3%)となった。輸入物価指数の前年比は3月に前年比一桁の伸びとなり、4月に減少に転じたが、6月は減少幅が更に拡大している。国内企業物価指数につき前月比で大きく上昇した品目をみると、ガソリン、軽油・重油などの石油・石炭製品(寄与度+0.19%ポイント)、非鉄金属(同+0.04%ポイント)といった品目の伸びが大きい。逆に下落した品目では、電力・都市ガス・水道(同-0.35%ポイント)、化学製品(同-0.07%ポイント)の影響が大きくなっている。今年後半も緩やかな前月比マイナスの状況が続けば、来年以降企業物価指数は前年比マイナスとなっていくだろう。

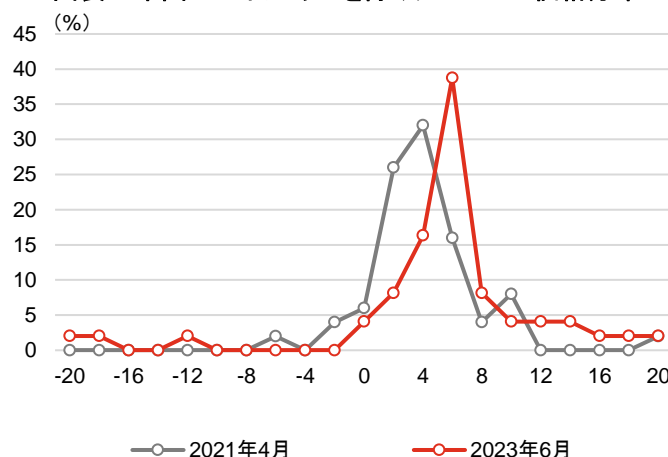
米国: サービス価格の上昇は継続 / 1年先インフレ率にやや落ち着き

続いて米国の経済指標についてふれよう。7月の消費者物価指数(図表3)は、総合で5月の前年比+4.0%から6月に同+3.0%へ1%ポイントの大幅な低下となった。食料価格は同+5.7%、エネルギー価格は同-16.7%となり、エネルギー価格の下落が総合の伸びを押し下げた。食料・エネルギーを除く総合では同+4.8%となり、前月の同+5.3%からプラス幅を縮小した。内訳をみると、食料・エネルギーを除く財は同+1.3%、エネルギーを除くサービスは同+6.2%となった。エネルギーを除くサービスは、2023年2月の前年比+7.3%から1%以上プラス幅を縮小しているものの、その水準は依然として2%の物価目標を大きく上回っている。その価格分布を図表4で確認しよう。2%を達成していた2021年4月には、+2~4%の価格上昇率が最も多く、山を形成していた。また、+12%以上の分布はほぼ見られなかった。しかし、2023年6月のピークは+6%の価格上昇率であり、+12%~+14%の二桁の価格上昇率もみられる。こうしたサービスの価格上昇の背景にある労働市場の逼迫は継続しており、依然として米国のインフレ目標の達成には警戒が必要な状況といえよう。

図表3: 米国の消費者物価の推移



図表4: 米国のエネルギーを除くサービスの価格分布



(出所) BLS、Macrobond、FREDより筆者作成。

7月のミシガン大学消費者信頼感指数は、72.6となり、前月の63.9から大幅に上昇した。2021年9月以来、約2年ぶりとなる高水準となった。インフレの鈍化と、雇用の安定が背景。1年先のインフレ率は+3.4%となり、6月の+3.3%から上昇した。5年先のインフレ率も3.1となり、前月の+3.0%から上昇した。1年先のインフレ率は、4月・5月に4.0%を超えていたものの、2か月連続で3%台となり、やや落ち着きがみられる。

欧州:景況感指数、中国:物価/GDP/消費/不動産開発投資 総じて弱い結果に

次に欧州の経済指標についてふれよう。ユーロ圏ZEWは、-12.2となり、前月の-10.0よりもマイナス幅が拡大し、昨年12月以来の低水準となった。同指標は、0を上回ると景気に楽観的、0を下回ると悲観的とされている。過去を振り返ると、2022年2月の+48.6から、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて3月にマイナスに転じて、4月に-43.0までマイナス幅が拡大。冬場のエネルギー不安のあった9月には-60.7まで悪化した。その後、暖冬の影響等で徐々にマイナス幅を縮小し、2023年1月にプラス転換、2月に+29.7までプラス幅を拡大した。しかし、利上げの影響等による景気減速を受けて、5月から7月まで3か月連続のマイナスとなっており、欧州景気は軟調に推移していることが確認される結果となった。

最後に中国の経済指標について確認しよう。6月の消費者物価指数は、前年比+0.0%となり、前月の+0.2%から更にプラス幅を縮小した。また、6月の生産者物価指数も、前年比-5.4%となり、前月の-4.6%より更にマイナス幅が拡大した。消費者物価はマイナスが目前となっており、中国の国内需要の弱さを示している。4-6月期の実質GDPは、前年比+6.8%となり、1-3月期の前年比+4.5%からは伸びを強めた。しかし、昨年の同時期はロックダウンにより経済が大幅に落ち込んでいた時期との比較となるため、伸びが高めに出やすい。このため、より直近の動きを見るために1-3月期との比較で見ると、前期比+0.8%となり、前期(+2.2%)や予想を下回った。社会消費品小売総額(小売売上高)は、6月に前年比+3.1%となり、二桁増だった3月~5月から大幅に減速した。ロックダウン解除後のリベンジ消費等が期待されたが、早くも息切れした格好。物価が低下している分、実質所得は増加方向にあるはずであるが、それに伴う消費の拡大などはみられていない。また、6月の不動産開発投資は、前年比-7.9%となり、昨年4月から14か月連続での前年割れとなった。昨年4月に同一-2.7%と増加から減少に転じた後、12月までに-10.0%までマイナス幅が拡大した。ロックダウン解除の期待もあってか、2023年1月に-5.7%まで回復していたが、再び落ち込み幅が拡大しており、不動産市場の低迷が経済の下押し要因となっている。

今週(7月17日(月)~7月21日(金))のポイント:日CPI/米小売り/中国GDP

図表5に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では、7月20日(木)に通関貿易収支、21日(金)に全国消費者物価が公表される。これらは、[Daily Macro Economic Insights](#)としてまとめる予定である。6月の全国消費者物価指数は、今後の物価動向を考える上で特に重要となる。また、通関貿易収支も海外需要の動向が注目される。

米国は今週は小売売上高、住宅関連の指標、連銀の景況指数が公表される。小売売上高は、消費動向を確認する上で重要となる。COVID-19後の多額の給付金、行動制限による「強制貯蓄」が減少しつつあるとの指摘もあるため、注目度が高まる。また、最近で持ち直しの動きがみられる住宅関連、先行性のある連銀の景況指数も重要である。

欧州では消費者物価、経常収支、消費者信頼感指数が公表される。先週の米国の消費者物価がやや落ち着きを見せたと受け止められているが、欧州での物価動向も注目となる。ドイツを中心に軟調な景気動向を示す消費者信頼感が重要であろう。

図表5:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
7/17 (月)		・ ニューヨーク連銀製造業景況指数(7月)	・ 中国実質GDP(4-6月期) ・ 中国小売売上高(6月) ・ 中国鉱工業生産(6月)
7/18 (火)	・ 第3次産業活動指数(5月)	・ 小売売上高(6月)	
7/19 (水)		・ 住宅建築許可件数(6月) ・ 住宅着工件数(6月)	・ ユーロ圏消費者物価指数(HICP、6月)
7/20 (木)	・ 通関貿易収支(6月)		・ ユーロ圏経常収支(5月) ・ ユーロ圏消費者信頼感(7月)
7/21 (金)	・ 消費者物価指数(全国、6月)	・ フィラデルフィア連銀景況指数(6月) ・ 中古住宅販売件数(6月)	

片岡 剛士

チーフエコノミスト、執行役員

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.