

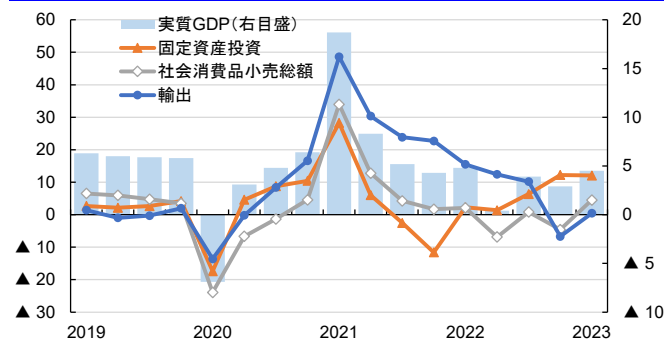
中国経済：景気急回復も今後の拡大ペースは鈍化の見込み

2023年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%と、前期から急回復。ゼロコロナ政策解除を受けた消費活動の正常化や、政策支援を受けた不動産市場の底入れが支えに。今後も、個人消費の回復や不動産市場の底入れにより景気の回復傾向は続くものの、そのペースは鈍化する見込み。その理由として、①雇用・所得環境や消費マインドの改善の鈍さ、②不動産の新規開発投資の弱さ、③欧米景気減速による輸出停滞、が挙げられる。政府はインフラ投資を拡大、景気の悪化は避けられるが、楽観視は禁物。

1～3月期の実質GDP成長率は前期から急回復

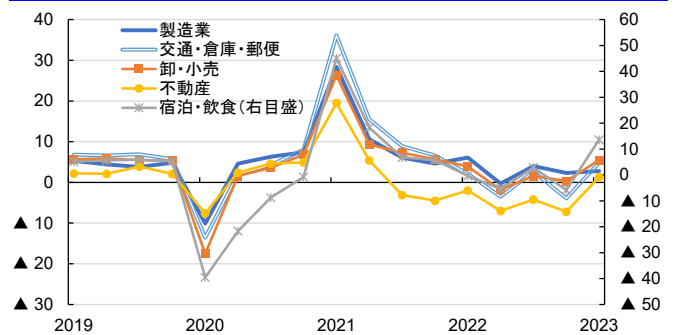
4月18日に発表された2023年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%と、昨年10～12月期の+2.9%から急回復（下左図）、市場コンセンサス（+4%前後）を上回る強い数字であった。国家統計局公表の前期比も+2.2%（年率+9.1%）と前期の+0.6%から大きく加速した。

実質GDP成長率・主要経済指標（前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局、中国海関総署
（注）投資はPPI（建築材料）、小売はCPIで実質化。

主要産業の実質GDP成長率（前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局

景気急回復の背景には、①ゼロコロナ政策解除を受けた消費活動の正常化、②政策支援を受けた不動産市場の底入れ、がある。

①消費活動について、販売側の統計である社会消費品小売総額（当社試算の実質）で見ると、前年同期比+4.5%と10～12月期のマイナス（▲4.6%）からプラスに転じた。需要側の統計である一人当たり消費支出（当社試算の実質）も前年比でプラスに転じ（10～12月期▲4.5%→1～3月期+4.0%）、うちサービス消費にあたる「教育・文化・娯楽」が+7.9%と高い伸びを示した。業種別の実質GDP成長率を見ても（上右図）、宿泊・飲食（前年同期比▲5.8%→+13.6%）や交通・倉庫・郵便（▲3.9%→+4.8%）など接触型サービス業がプラスに転化、卸・小売（+0.3%→+5.5%）も伸びを高めた。昨年12月のゼロコロナ政策解除後、今年初にかけて感染が急拡大したものの、その後は早期に感染が収束、サービス消費を中心に消費活動が盛り上がったことが景気回復に寄与した。

②不動産市場に関して、不動産開発投資額（当社試算の実質、10～12月期前年同期比▲7.2%→1～3月期+1.2%）が2021年4～6月期以来となる前年比プラスに転じ、不動産販売面積（▲29.9%→▲3.5%）もマイナス幅を大幅に縮小させ、底入れの可能性を示唆した。不動産業の実質GDP成長率（前年同期比▲7.2%→+1.3%）もプラスに転化。昨年11月以降、不動産デベロッパーの住宅引き渡しに対

する支援や大手デベロッパーに対する借入規制緩和などテコ入れ策が強化されたこと¹、また移動制限緩和により不動産取引が活発化したことなどが支えとなった。

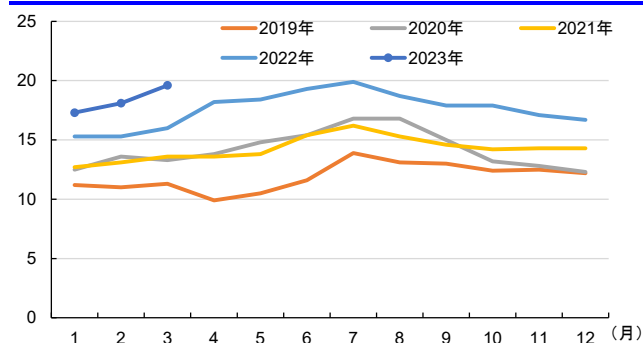
他方で、輸出（名目ドル建て）はプラスの伸びに転化したものの低い伸びにとどまった（10～12月期前年同期比▲6.7%→1～3月期+0.5%）。生産・サプライチェーンの混乱による悪影響は解消した一方、欧米景気の悪化が下押し圧力となった模様。実質GDP成長率に対する純輸出（輸出－輸入）で見ても、寄与度（国家统计局公表）はマイナスにとどまった（▲1.2%Pt→▲0.06%Pt）。輸出の停滞を受け製造業投資も減速、固定資産投資全体（当社試算の実質）の伸びを抑制した（+12.2%→+12.1%）。

景気回復局面は続くが、持続力に欠ける見込み

今後も、個人消費の回復や不動産市場の底入れにより景気の拡大は続くものの、そのペースは徐々に鈍化する見込み。その理由として、①雇用・所得環境や消費マインドの改善の鈍さ、②不動産の新規開発投資の弱さ、③欧米景気減速による輸出停滞、が挙げられる。

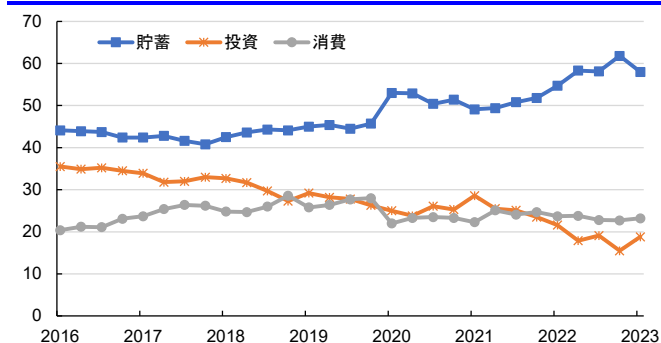
まず①消費関連に関して、1～3月期の実質可処分所得は前年同期比+3.8%と前期（+2.0%）から伸びを高めたものの、コロナ前の2019年通年の伸び（+5.8%）を依然下回っている。また、3月の失業率は5.3%と2022年平均（5.6%）を下回りやや改善したものの、コロナ前の2019年平均（5.2%）は上回っている。若年層（16～24歳）に限れば3月の失業率は19.6%と極めて高水準にある（下左図）。こうした雇用・所得環境の改善の鈍さを背景に、個人消費が急回復した1～3月期でも消費性向（一人当たり名目消費支出／一人当たり名目可処分所得）は62.0%と、コロナ前の同期である2019年1～3月期（65.2%）を大きく下回っており、家計の消費に対する姿勢は依然として慎重である。中国人民銀行の家計アンケート調査を見ても、2023年3月末時点で「消費を増やす」との回答は23.2%と2022年12月末（22.7%）から小幅上昇にとどまる一方、「貯蓄を増やす」との回答は58.0%と高水準にあり、消費マインドは景気を牽引するほどには改善していない（下右図）。1～3月期の個人消費は、あくまでもゼロコロナ政策下で抑制されていたものが正常化に向かったに過ぎず、個人消費の基調を左右する雇用・所得環境やマインドの改善は道半ばであることから、今後も急拡大が続くとは考え難い。

若年層（16～24歳）の調査失業率（%）



（出所）中国国家统计局

貯蓄・投資・消費に関する家計アンケート調査（%）



（出所）中国人民銀行

（注）今期より「貯蓄を増やす」「投資を増やす」「消費を増やす」との回答割合。

②不動産投資について、上記の通り市場には底入れの動きがみられるものの、3月の新規着工面積は前年

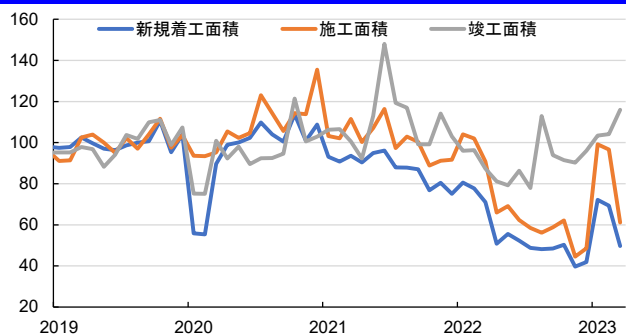
¹ 不動産市場に対するテコ入れ策については、以下の当社レポートを参照。

2022年11月22日付 Economic Monitor 「中国経済：コロナ感染拡大で再び景気停滞、2023年は景気回復もペースは緩慢（改訂見通し）」 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2262/>

2023年1月24日付 Economic Monitor 「中国経済：感染ピーク越えも景気回復に力強さを欠く見通し」 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2287/>

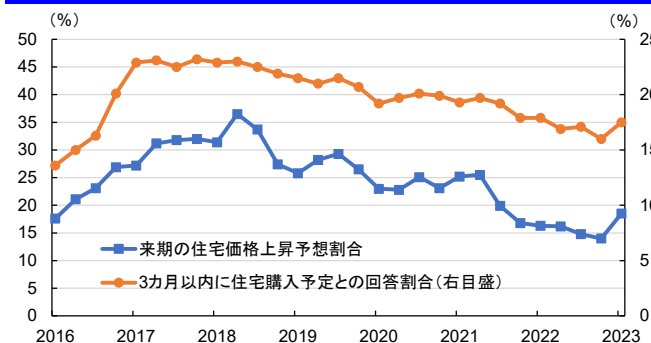
同月比▲29.0%（1～2月累計▲9.4%）、施工面積も▲34.2%（1～2月累計▲4.4%）とマイナス幅が拡大、当社試算の季節調整値でも大きく落ち込み（下左図）、デベロッパーの開発意欲は依然弱い。昨年末からの政策支援を背景に、未完成住宅プロジェクトの建設加速が進み竣工面積は回復、住宅引き渡しに対する懸念が軽減され家計の住宅購入意欲もようやく底入れの兆しを見せているが（下右図）、これは主に着工済住宅の建設進展によるところが大きく、新規の住宅開発については改善の動きは限定的である。雇用・所得環境の改善の鈍さや在庫の積み上がりが新規住宅需要の低迷につながっているとみられ、不動産投資の回復には時間を要する見込み。

不動産新規着工・施工・竣工面積（2019年=100）



(出所) 中国国家统计局
(注) 当社試算の季節調整値

住宅価格・購入予定に関する家計アンケート調査 (%)



(出所) 中国人民銀行

③輸出について、米国および欧州ではインフレ抑制のための金融引き締めが継続される上、3月に発生した銀行危機の後遺症もあり銀行貸出が抑制されるとみられ、世界経済は欧米を中心に停滞が続く見通しである。これを受け、中国の輸出にも下押し圧力がかかろう。3月の輸出額（ドルベース）は前年同期比+14.8%と、市場予想を大きく上回る高い伸びとなったが、生産・サプライチェーンの混乱による悪影響の解消による一時的な押し上げである可能性が高い（詳細は後半の「主な指標の動き（2023年1月）」参照）。実際、3月の製造業PMIの新規輸出受注指数は2月から低下、欧米景気減速による外需縮小を示唆した。

これら3つの要因により、足元の景気急回復は続かず、今後の回復ペースは緩やかなものにとどまる見込みである。インフラ投資による下支え継続や緩和的な金融環境により景気の悪化は回避できるとみられるものの、雇用・所得、不動産、輸出の動向を今後も慎重に見極める必要がある。

2023年の成長率は、1～3月期の成長率が想定を大きく上回ったため、2月時点に予想した前年比+5.0%から上方修正が必要ではあるが、その後の緩やかな回復を踏まえると、小幅な修正にとどめるのが適当だと考える（来月号で改定見通しを発表予定）。4～6月期の成長率は、前年に上海市を中心としたロックダウンで景気が冷え込んだ反動で、前年同期比では高い伸びとなると予想されるが、前期比では1～3月期から大きく減速しよう。

主な指標の動き (2023年3月)

PMI (購買担当者指数)

3月の製造業 PMI は 51.9 と、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 3 ヶ月連続で上回ったものの、春節休暇終了とゼロコロナ政策撤廃を受けて高水準となった 2 月 (52.6) からは低下した。

主な内訳を見ると、生産 (2 月 56.7→3 月 54.6) が 2 ヶ月連続で 50 を上回ったが、先月からは低下。サプライヤー配送時間 (52.0→50.8) も 50 以上を維持するも低下。新規受注 (54.1→53.6) は高水準ながら低下。新規受注の内訳項目である新規輸出受注 (52.4→50.4) は、2 ヶ月連続で 50 を上回ったものの先月から低下、欧米景気減速の影響を示唆。他方、雇用 (50.2→49.7) は再び 50 以下に転じた。原材料購入価格 (54.4→50.9) は 4 ヶ月ぶりに下落に転じた。企業規模別では、大企業 (53.7→53.6)、中規模企業 (52.0→50.3)、小規模企業 (51.2→50.4) はいずれも 50 以上を維持したものの、先月から低下。

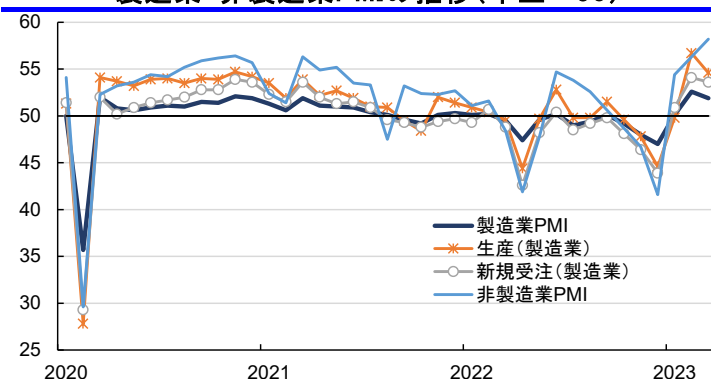
3月の非製造業 PMI (2 月 56.3→3 月 58.2) は改善が続き、3 ヶ月連続で 50 を上回った。サービス業 (55.6→56.9) は、ゼロコロナ政策撤廃を受け、小売・交通など接触型サービス業を中心に改善が続いた。建設業 (60.2→65.6) も、インフラ投資のテコ入れを受け、高水準で改善が継続。

輸出 (通関統計、米ドルベース)

3月の輸出額 (ドルベース) は前年同期比 +14.8% (1~2 月累計▲6.8%) と、プラスの伸びに転じた。当社が公表実額値から試算した季節調整値では、3 月は 1~2 月平均対比 +4.8% と増加した。1~3 月期平均では 2022 年 10~12 月期対比で +7.5% と増加、7~9 月期の水準をほぼ回復した。生産・サプライチェーンの混乱による悪影響の解消が押し上げに寄与した模様。他方、先進国向け輸出は景気減速を受け力強さを欠いた。

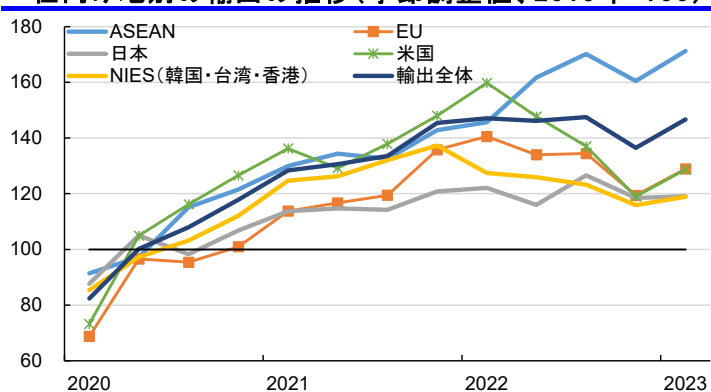
主な仕向け地別に見ると (右図)、ASEAN 向け (10~12 月前期比▲5.7%→1~3 月²+6.7%) が好調、輸出全体の伸びをけん引した。米国向け (▲13.1%→+8.1%) は、2022 年 1~3 月期以来となるプラスの伸びを回復も、7~9 月期の水準を下回った。EU 向け (▲11.2%→+8.0%)、日本向け (▲6.4%→+0.5%)、NIES (韓国・台湾・香港) 向け (▲6.0%→+2.6%) もプラスの伸びに転じたが、7~9 月期の水準を下回った。

製造業・非製造業 PMI の推移 (中立=50)



(出所) 中国国家统计局

仕向け地別の輸出の推移 (季節調整値、2019年=100)



(出所) 中国海関総署 (注) 当社試算の季節調整値。直近は1-3月平均。

² 2022 年 10~12 月期平均に対する 2023 年 1~3 月期平均の輸出額の変化。他地域も同様。

主な財別では、携帯電話（10～12月期前期比▲18.1%→1～3月+17.6%）が大幅に回復。集積回路（▲4.3%→+1.1%）は2022年1～3月期以来となるプラスの伸びを回復。自動車（+22.4%→+13.3%）はやや減速も2桁台の高い伸びを維持。衣服（▲8.2%→+7.0%）やプラスチック製品（▲2.2%→+9.9%）などの軽工業品もプラスの伸びを回復した。他方、PC・PC部品（▲15.8%→▲5.6%）は世界的な需要減を受け減少が継続。

3月のロシア向け輸出は、昨年同月の低い伸び（前年同月比▲7.7%）の反動もあり、+136.4%と1～2月累計（+19.2%）から大幅に伸びを高めた。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも、3月は1～2月対比+12.2%、1～3月期平均では2022年10～12月期対比+22.4%と大幅増。財別では、携帯電話などの電気機械（10～12月期前期比▲0.8%→1～3月+18.0%）がプラスの伸びに転じた。自動車部品などの輸送機械（+50.1%→+35.3%）は伸びが鈍化したものの、2桁台の高い伸びを維持。ロシアからの輸入も、3月は前年同月比+40.5%と1～2月累計（+35.0%）から伸びをさらに高めた。季節調整値でも1～3月平均で2022年10～12月期対比+9.7%と増加。主要輸入品目の数量をみると、原油（10～12月期前期比▲4.1%→1～3月+14.9%）、石炭（+2.8%→+21.8%）ともに増加した。

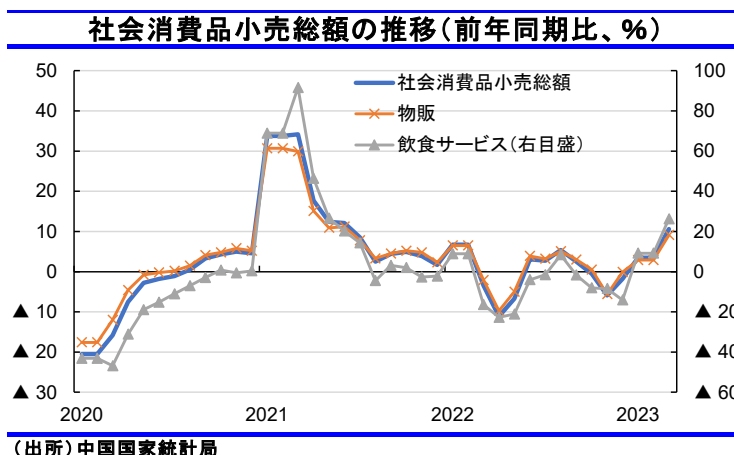
社会消費品小売総額（小売販売）

3月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+10.6%と1～2月累計（+3.5%）から伸びを大幅に高めた。昨年3月に感染急拡大の影響でマイナスの伸び（▲3.5%）となった反動の影響が大きいですが、当社試算の季節調整値でも1～2月平均対比+3.0%と増加。ゼロコロナ政策撤廃を受け、サービスを中心に消費活動が回復した。

内訳を見ると、物販（1～2月前年同期比+2.9%→3月+9.1%）は伸びを高めた。乗用車取得税減税打ち切りを受け低調だった自動車（▲9.4%→+11.5%）がプラスの伸びを回復、通信機器（▲8.2%→+1.8%）も半年ぶりにプラスの伸びに転化。衣服（+5.4%→+17.7%）や化粧品（+3.8%→+9.6%）など選択的消費財も高い伸びを示した。

飲食サービス（+9.2%→+26.3%）は、物販の伸びを大きく上回り、大幅に回復。昨年3月の低い伸び（▲16.4%）の反動の影響に加え、リベンジ消費の盛り上がりも支えに。

3月の乗用車販売台数は、前年同月比+8.2%（1～2月▲15.0%）とプラスの伸びを回復。当社試算の季節調整値でも1～2月対比+12.7%と2桁台の高い伸びに。幅広いメーカーが値下げによる販売促進キャンペーンを実施、販売増に寄与した模様³。年率では2,328万台と2022年通年（2,356万台）を下回ったものの、1～2月平均（2,066万台）からは増加。



³ 湯進「空前の値下げ合戦が進行中 不振の中国新車市場、テスラが先手」日経ビジネス、2023年4月12日。

固定資産投資（都市部）

3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+4.8%⁴と1~2月累計（+5.5%）から伸びが鈍化。2022年通年の伸び（+5.1%）も下回った。

伸び鈍化の主因は、全体の約3割を占める製造業投資（1~2月前年同期比+8.1%→3月+6.2%）の減速。内訳を見ると、輸出の不調を受けて一般・専用機械などの伸びが鈍化。他方、不動産開発投資（▲5.7%→▲5.9%）

はマイナス幅が小幅拡大も、2022年通年の伸び（▲10.0%）を上回った。全体の2割強を占めるインフラ関連分野⁵（+11.8%→+10.8%）は伸び鈍化も、2桁台の高い伸びを維持。

工業生産

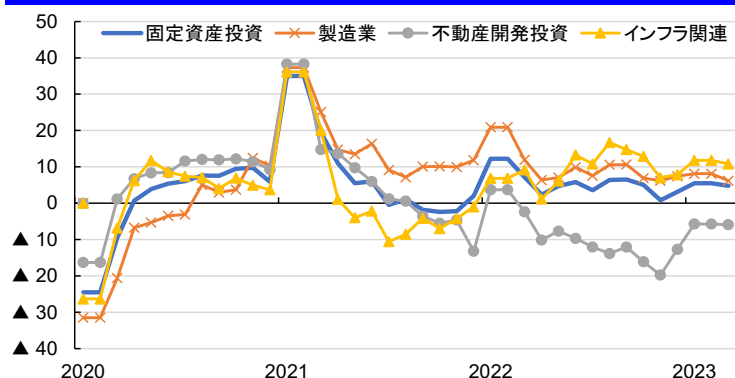
3月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+3.9%と、1~2月累計（+2.4%）から伸びを高めた。2022年通年の伸び（+3.6%）も小幅に上回った。産業別には、鉱業（1~2月前年同期比+4.7%→3月+0.9%）の伸びが鈍化したものの、製造業（+2.1%→+4.2%）や電気・ガス・水道（+2.4%→+5.2%）は伸びを高めた。

製造業を業種別にみると、自動車（1~2月前年同期比▲1.0%→3月+13.5%）が、昨年3月に上海市や吉林省などでの感染拡大を受け、マイナスの伸び（▲1.0%）となったことの反動もあり、2桁台の高い伸びに転じた。通信・電子などハイテク製造業⁶（+0.5%→+1.5%）も伸びを高めた。堅調なインフラ投資や不動産市場の改善を背景に、鉄鋼や非金属など素材関連も小幅ながら伸びを高めた。

消費者物価

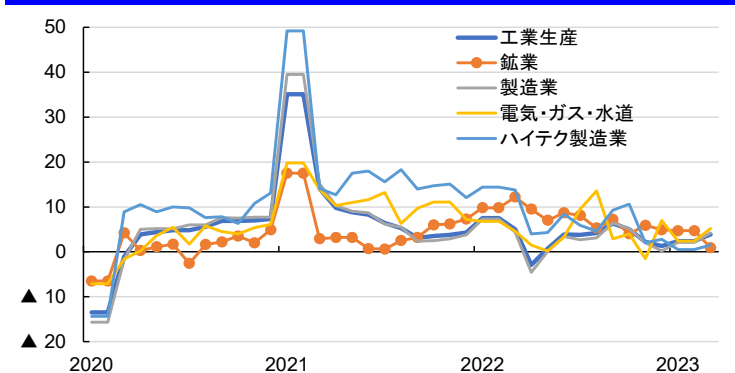
3月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.7%と、2月（+1.0%）から伸びが鈍化。前月比では▲0.3%と2月（▲0.5%）からマイナス幅がやや縮小したものの、2カ月連続でマイナスの伸びとなった。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



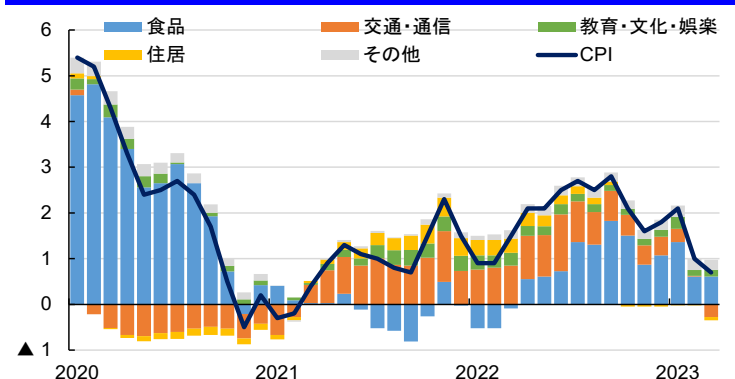
（出所）中国国家统计局

工業生産の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局

消費者物価指数の推移（前年同月比寄与度、%Pt）



（出所）中国国家统计局（注）ウエイトは当社推計

⁴ 当社試算の単月の前年同月比。

⁵ 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。

⁶ 医薬品、航空・宇宙機器、電子・通信機器、コンピュータ・事務機器、医療機器・計装機器、情報化学品製造業。

内訳をみると、豚肉価格（2月前年同月比+3.9%→3月+9.6%）の伸びが高まったものの、供給増を受けて野菜価格（▲3.8%→▲11.1%）のマイナス幅が拡大、食品価格全体（+2.6%→+2.4%）を押し下げた。車両用燃料を含む「交通・通信」（+0.1%→▲1.9%）は、原油価格が前年対比で下落していることを反映しマイナスの伸びに転化、CPI全体の押し下げに寄与した。

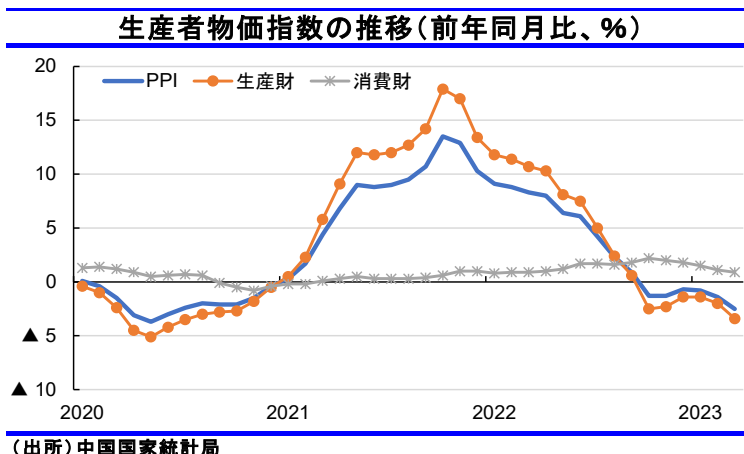
食品・エネルギーを除いたコアCPI（+0.6%→+0.7%）は小幅に伸びを高めた。旅行価格（+3.0%→+5.3%）など、サービス価格全体（+0.6%→+0.8%）がやや伸びを高めたことを反映。

生産者物価

3月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲2.5%と、2月（▲1.4%）からマイナス幅が拡大。前月比では+0.0%と2月から横ばい。前年同月比の落ち込みの主因は、前年のPPIが原油など国際商品市況高騰の影響で前年比+8.3%と高い伸びだったことの反動である。

内訳をみると、前年に原油価格が急上昇した反動で石油・天然ガス採掘（2月前年同月比▲3.0%→3月▲15.7%）のマイナス幅が大幅拡大、川上の生産財価格（▲2.0%→▲

3.4%）は全体でもマイナス幅が拡大。川下の消費財価格（+1.1%→+0.9%）は、食品や日用品を中心に伸びが小幅鈍化。



人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、1ドル=6.8~6.9元の狭いレンジで横ばい推移が続いている。米シリコンバレーバンクの経営破綻（3月10日）に端を発する米国の銀行危機が概ね収束、米金利は再び上昇しているが、景気減速懸念から上昇幅は限定的。そのため、米中金利差の拡大も小幅にとどまり、ドル高人民元安の動きも抑えられている模様。

