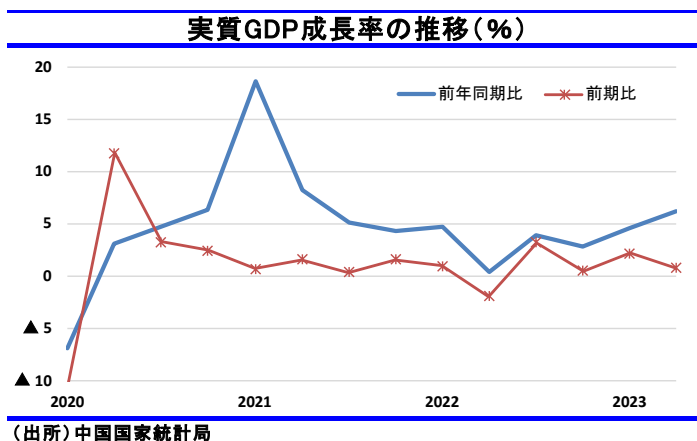


中国経済：4～6月成長率で景気停滞を確認、追加緩和の可能性

2023年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.3%へ伸びを高めたが、前期比年率では+3.2%へ減速、景気の停滞を確認。輸出が落ち込み、製造業の設備投資は減速、不動産市場は低迷が続き、インフラ投資は息切れ、個人消費は伸び悩むなど、需要は総崩れ。足元でも不動産市場の悪化は続いているが、経済活動の活発化を示唆する指標も。このまま景気が持ち直せば2023年の成長率目標5%は達成可能であるが、輸出の先行きは不透明であり、目標達成を確実にするためには追加の景気下支え策が必要。一段の金融緩和に踏み切る可能性が高い。

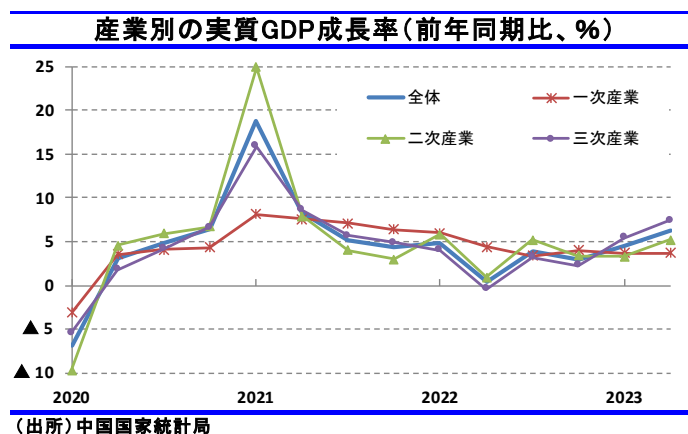
4～6月期成長率は景気停滞を示唆

7月17日に発表された4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.3%となり、1～3月期の+4.5%から伸びを高めた（右図）。ただ、前年4～5月は上海で大規模なロックダウンが実施され景気が大きく落ち込んだため¹、その反動により押し上げられた部分が多い。政府公表の季節調整済み前期比は1～3月期の前期比+2.2%（年率+9.1%）から4～6月期は+0.8%（年率+3.2%）へ急減速しており、この数字が示す姿が景気の実感に近いだろう。



主な経済指標も、4～6月期の景気停滞を示唆している。企業の景況感を示すPMIは、製造業で4月から6月にかけて景気拡大・縮小の境界となる50を割り込み、非製造業は50超を維持したが3ヵ月連続で低下した。実体経済を示す指標も、輸出（金額、ドルベース）は当社試算の季節調整値で4～6月期に前期比▲3.3%もの大幅な減少、個人消費は小売販売の伸び悩みが示す通り停滞感が強まっており、固定資産投資も製造業が減速、不動産投資は低迷続き、頼みのインフラ投資も息切れするなど、需要は総崩れの状況にある（詳細は後半の「主な指標の動き（2023年6月）」参照）。

実質GDP成長率（前年同期比）を産業別に見ると（右図）、前年4～6月期にロックダウンの影響を受けて▲0.4%と落ち込んだ三次産業が、今年4～6月期は反動で+7.4%となり、1～3月期の+5.4%から伸びを高めた。ただ、2年前比（年平均）では+4.7%から+3.4%へ鈍化しており、4～6月期の実態は減速である。業種別の内訳を見ると、不動産業（2年前比：▲0.4%→▲4.1%）の落ち込みが拡大、卸小売業（+4.7%→+2.8%）



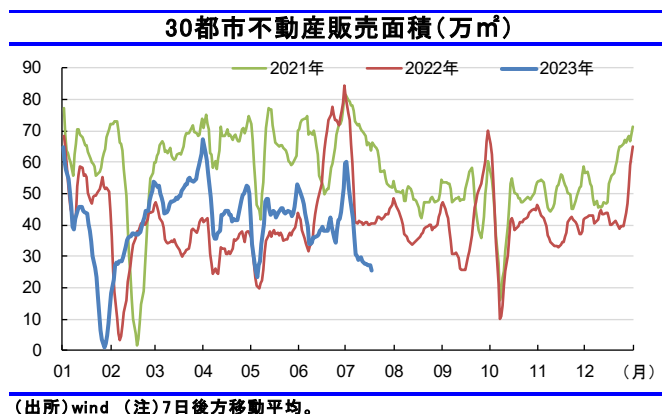
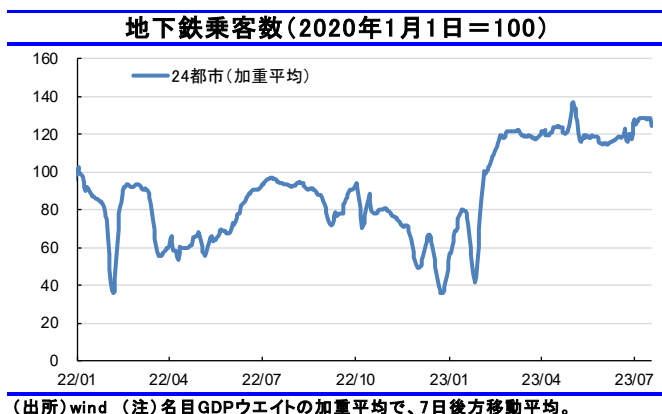
¹ 2022年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比+0.4%、同年1～3月期の+4.8%から大きく減速。

や運輸倉庫業（+3.5%→+2.5%）は低い伸びとなり、不動産市場が再び悪化し、物販や物流が伸び悩んでいる状況が確認できる。一方で、宿泊飲食業（+6.4%→+5.5%）は比較的堅調、金融業（+6.0%→+6.8%）は伸びを高めた。

2次産業（1～3月期前年同期比+3.3%→4～6月期+5.2%）も伸びを高めたが、2年前比（年平均）では+4.5%から+3.0%へ鈍化した。内訳を見ると、製造業（2年前比：+4.6%→+2.4%）は輸出減少の影響で大きく伸びを落としたが、建設業（+4.0%→+5.9%）は伸びを高めている。建設業については、不動産市場の一時的な持ち直しやインフラ投資の受注残の多さを反映した動きとみられるが、後述の通り不動産市場は再び悪化していること、インフラ投資も増勢が一服していることから、今後は減速に向かう可能性が高い。

5%成長目標の達成は困難ではないが...

足元の状況を日次データで確認すると、主要24都市の地下鉄乗客数、6月下旬から7月にかけて水準を高めており、経済活動が活発化し始めている可能性を示唆した（下左図）。数字で示すと、7月上旬の乗客数は6月平均を8%ほど上回っている。



ただ、7月（1～17日）の30都市不動産販売面積は、6月平均から13%も減少、前年の水準をも大きく下回った（上右図）。家計の住宅購入需要は2月から3月にかけて急回復したが、その後は減少傾向が続いており、住宅市場に底入れの兆しは見られない。

経済運営の責任者である李強首相は、6月下旬の夏季ダボス会議で5%経済成長は実現可能とした。仮に7～9月期、10～12月期とも4～6月期をやや上回る前期比年率3%台半ば程度の成長を維持すれば、2023年通年で5%成長となる。つまり、足元で兆しの見られる個人消費の再加速が現実となれば、不動産市場の低迷が続いても、輸出が今以上に落ち込み、製造業の設備投資が冷え込まない限り、目標達成は可能だということである。

6月利下げの効果は見られず

しかしながら、欧米の景気はインフレと利上げの影響により当面は減速が見込まれ、場合によっては行き過ぎた金融引き締め（オーバーキル）により想定以上に調整が深く長く続く恐れもある。中国政府としては、景気の腰折れを回避し、成長率目標の達成を確実にするため、追加の景気刺激策が必要となる。

6月の本レポートでも触れた通り、中国人民銀行は6月15日、MLF²（中期貸出ファシリティ）1年物金利を引き下げ（2.75%→2.65%、右図）、これに伴いLPR（最優遇貸出金利³）も6月20日に引き下げられた（1年物：3.65%→3.55%、5年物：4.3%→4.2%）。

しかしながら、今のところ目立った利下げの効果は見られない。銀行貸出残高は4月の前年同月比+11.8%から5月は+11.4%へ鈍化、利下げが実施された6月は+11.3%へさらに鈍化している（右図）。マネーサプライ（M2）も2月の前年同月比+12.9%をピークとする伸びの鈍化傾向に歯止めが掛からず、6月は+11.3%まで伸びを落としている。

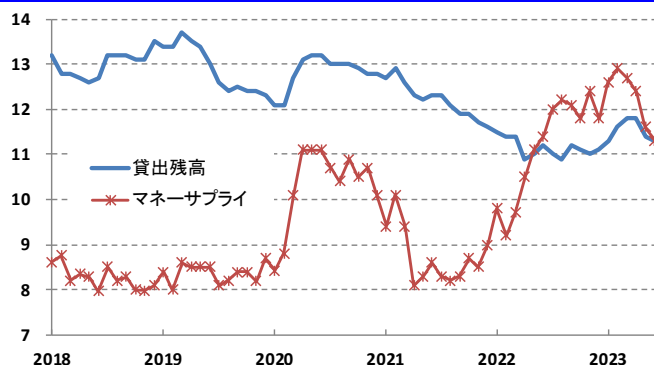
追加の景気支援策は大規模にならず

7月下旬、下半期の経済政策方針を定める党中央

政治局会議が開催される予定であるが、ここで追加の景気下支え策が検討される見通しである。すでに利下げのほか、6月には新エネ車販売促進策や住宅購入支援策が打ち出されているが、上記の通り金融緩和の効果は不十分であり、預金準備率の引き下げや、追加の利下げが検討されるとみられる。利下げに関しては、これまで人民元相場の下落という副作用が懸念されていたが、米国の利上げは天井が近づいており、長期金利はピークアウトの兆しも見られるため、ハードルは下がっていると考えられる。

そのほか、インフラ投資の拡大促進策や、不動産市場対策も検討される可能性はあるが、指導部は過剰債務問題や地方財政悪化を強く懸念しており、財政支出の拡大を伴う大規模な景気刺激策には消極的である。報道⁴によると、指導部と政府は共同で、民間企業を国有企業と同等に扱うこと、政策策定前に企業側との協議を増やすことなど、事業環境の改善に向けた方針を示しており、民間企業にも景気底上げを期待している模様である。いずれにしても、輸出が回復するまでの間、政策頼みの景気動向が続くことを覚悟しておくべきであろう。

マネーサプライM2と貸出残高の推移（前年同月比、%）



（出所）中国人民銀行

² 中国人民銀行による公開市場操作ツールの1つで、3ヵ月～1年の期間の資金を供給。

³ 18の商業銀行による優良企業向けの貸出金利の平均。各銀行は、MLF金利を基にリスクプレミアムなどを考慮し、優良企業向けの貸出金利を全国銀行間取引金利センターに報告。最高値と最低値を除いた貸出金利の算術平均がLPRとして毎月20日に公表される。

⁴ 2023年7月20日 Bloomberg 「中国指導部の民間活性化方針、市場は懐疑的一景気刺激策求める投資家」。

主な指標の動き (2023年6月)

PMI (購買担当者指数)

6月の製造業 PMI は 49.0 となり、5月の 48.8 から小幅改善したが、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 3 カ月連続で割り込んだ。

主な内訳を見ると、新規受注 (5 月 48.3→6 月 48.6) が 4 カ月ぶりに上昇したものの 3 カ月連続の 50 割れ、内訳項目である新規輸出受注 (47.2→46.4) が 4 カ月連続で低下しており、海外景気の減速を受けた輸出の低迷が受注の回復を遅らせている。

一方で、製品在庫 (5 月 48.9→6 月 46.1)、原材料在庫 (47.6→47.4) の低下が続いており在庫調整は進展、生産 (49.6→50.3) が 2 カ月ぶりに 50 を上回ったことが、景況感の改善につながった。とはいえ、受注残高は 2 月のピーク 49.3 から 6 月には 45.2 まで低下しており、生産の回復が続くかどうか不透明である。

6月の非製造業 PMI は 53.2 と 50 以上を維持したものの、3 カ月連続で低下。サービス業 (5 月 53.8→6 月 52.8)、建設業 (58.2→55.7) とともに 3 カ月連続で低下しており、サービス消費の伸び悩みや不動産市場の低迷が継続している可能性が示唆された。

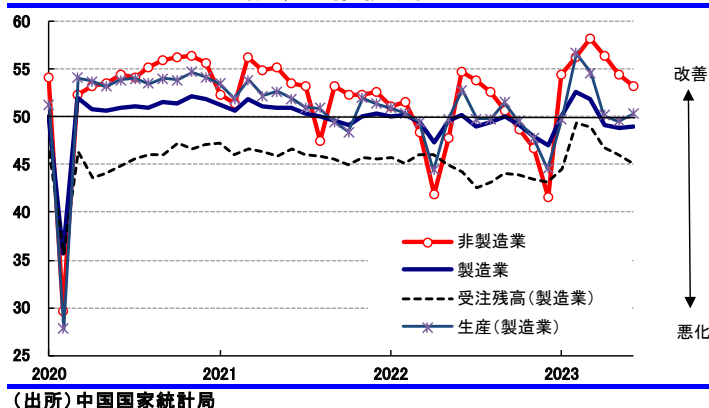
輸出 (通関統計、米ドルベース)

6月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比▲12.4%と、5月の▲7.5%からマイナス幅が大きく拡大。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも前月比▲2.2%と 3 カ月連続で減少。その結果、4~6 月期でも前期比▲3.3%とマイナスに転じ、輸出の減少傾向が明確に⁵。

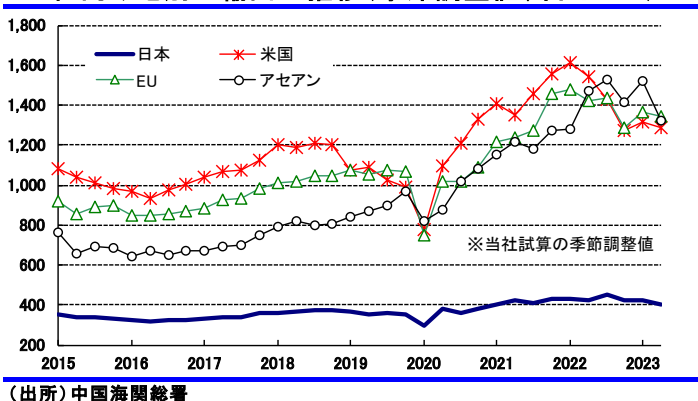
主な仕向け地別に見ると (右図)、景気が減速・停滞している米国向け (1~3 月前期比+3.6%→4~6 月期▲2.2%) や EU 向け (+6.4%→▲1.9%) が再び減少に転じたほか、景気好調な日本向け (+0.3%→▲5.3%) も減少、欧米向けを上回る水準まで拡大していた ASEAN 向け (+7.9%→▲13.0%) は欧米向け並みの水準まで大きく落ち込んだ。

主な財別では、価格の上昇が一巡した石油精製品の減少が続いた (1~3 月期前期比▲10.7%→4~6 月期▲26.8%) ほか、1~3 月期にいったん下げ止まったハイテク製品 (+5.1%→▲2.8%) や電気製品 (+9.6%→▲2.7%) が再び減少、素材分野では繊維品 (+9.7%→▲10.0%)、鉄鋼 (+16.8%→▲23.2%) などが大きく落ち込んだ。

PMI指数の推移 (中立=50)



仕向け地別の輸出の推移 (季節調整値、百万ドル)



⁵ 前年同期比でも、1~3 月期の+0.4%から 4~6 月期は▲4.4%とマイナスに転じている。

6月のロシア向け輸出は、5月の前年同月比+114.3%から+90.9%へ伸びが鈍化、当社が公表実額値から試算した季節調整値でも前月比▲2.1%と若干減少、増勢一服の兆しを見せた。ただ、これまでの増加により4~6月期で前年同期比+116.6%と前年の2倍を超える水準まで拡大している。

社会消費品小売総額（小売販売）

6月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+3.1%と5月（+12.7%）から大きく伸びが鈍化。昨年の上海市を中心としたロックダウンによる落ち込みの反動が一巡。政府公表の前月比は+0.2%と5月（+0.4%）から減速、停滞感強まる⁶。

内訳を見ると、物販（5月前年同月比+10.5%→6月+1.7%）はゼロ近くまで伸びが鈍化。自動車（+24.2%→▲1.1%）がマイナスに転じたほか、宝飾品（+24.4%→+7.8%）、衣服（+17.6%→+6.9%）、通信機器（+27.4%→+6.6%）など選択的な性格の強い財で伸びの鈍化が目立った。飲食サービス（5月前年同月比+35.1%→6月+16.1%）も大幅に伸びが鈍化。

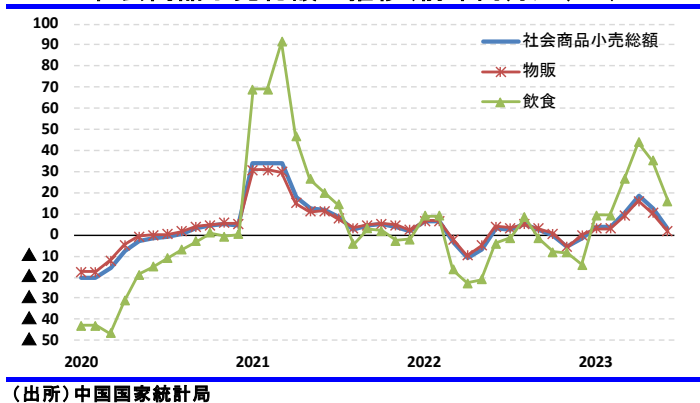
6月の乗用車販売台数も、上記の販売額同様、5月の前年同月比+26.4%から+2.1%へ伸びが大きく鈍化した。当社試算の季節調整値でも、前月比+0.5%と概ね横ばいにとどまった。ただ、年率では2,754万台と通年で過去最高となった2017年の2,474万台を大きく上回っており、高水準を維持してる。

固定資産投資（都市部）

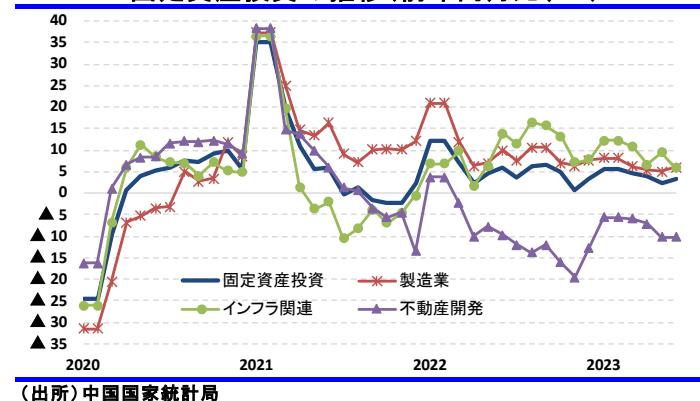
6月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は前年同月比+3.3%⁷と5月（+2.2%）から伸びを若干高めたが、四半期の推移を見ると1~3月期の前年同期比+5.1%から4~6月期は+3.1%へ鈍化しており、減速傾向から脱していない。前年の4~6月期の水準がロックダウンの影響により押し下げられていた部分があることを考慮すれば、この数字以上に減速しているとみられる。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業の投資（1~3月期前年同月比+7.0%→4~6月+5.5%）が減速。木製品や紙製品、食品加工など軽工業分野で落ち込みが目立つほか、輸出の不調を受けて一般機械や通信・電子機器などの伸びが鈍化。下げ止まりが期待された不動産開発投資（▲5.8%→▲9.3%）は、新規投資の低迷からマイナス幅が再拡大。全体の2割強を占めるインフラ関連分野⁸（+

社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



固定資産投資の推移（前年同月比、%）



⁶ 四半期の推移を見ると、1~3月期の前年同期比+5.7%から4~6月期は+10.7%へ大きく伸びを高めたが、前年のロックダウンの反動による部分が多い。その影響を除くため2年前比を見ると、1~3月期の+9.2%に対して4~6月期は+5.6%へ大きく鈍化。

⁷ 当社試算の単月の前年同月比。

⁸ 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。

11.3%→+7.2%) も政府の対策効果が一巡し伸びが鈍化した。

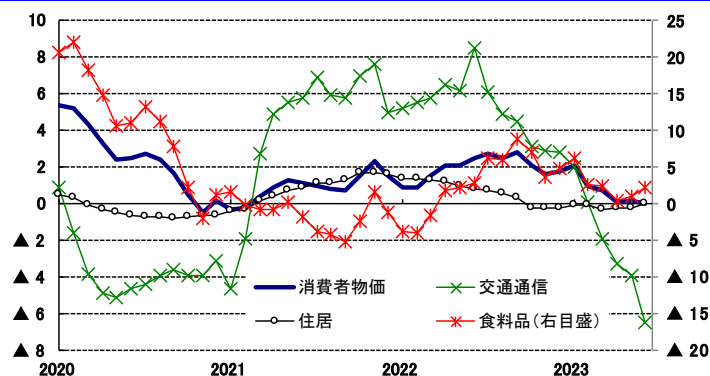
消費者物価

6月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.0%となり、5月の小幅プラス（+0.2%）からゼロにまで上昇率が低下した（右図）。前月比でも5月に続き▲0.2%となり、1月をピークに5ヵ月連続で低下している。

内訳をみると、食料品（5月前年同月比+1.0%→6月+2.3%）が豚肉の下落が続く一方で生鮮野菜が高騰したため伸びを高めたものの、交通・通信（▲3.9%→▲6.5%）が車両用燃料や交通運賃が一段と低下しマイナス幅を大きく拡大した。

物価の基調を示すコア CPI（食品・エネルギーを除く総合）は、5月の前年同月比+0.6%から6月は+0.4%へ伸びが鈍化、デフレ懸念が強まっている。

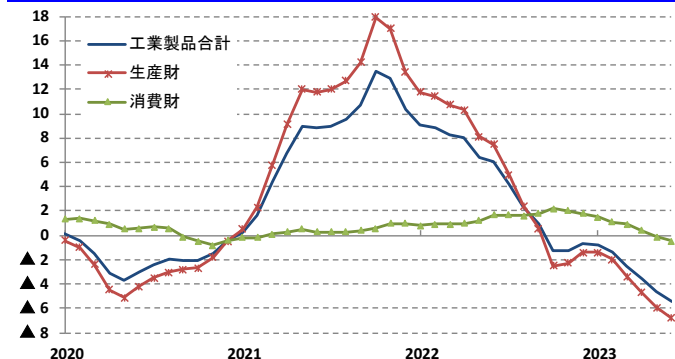
消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

生産者物価

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

6月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲5.4%となり、5月の▲4.6%からさらにマイナス幅が拡大。昨年大幅に上昇した反動による部分もあるが、昨年の5月（+6.4%）から6月（+6.1%）にかけての鈍化を上回るマイナス幅の拡大であり、生産者物価は軟調に推移している。

内訳をみると、昨年の反動で石油・天然ガス（5月前年同月比▲19.1%→6月▲25.6%）のマイナス幅が拡大、燃料（▲15.1%→▲20.1%）や化学製品（▲12.2%→▲14.9%）、化学繊維（▲4.3%

→▲6.7%）へ波及、生産財価格は総じて下落基調にある。

ただ、鉄鋼（▲16.8%→▲16.0%）や非鉄金属（▲8.4%→▲7.2%）はマイナス幅が若干縮小した。金属製品（▲4.3%→▲4.3%）や電機製品（▲1.4%→▲1.9%）など、より川下分野では軟調に推移していることから、需要の底入れよりも川上の鉄鉱石（▲14.5%→▲13.9%）や非鉄鉱石（+1.2%→+2.8%）の価格がやや持ち直した影響が大きいとみられる。なお、消費財価格（▲0.1%→▲0.5%）は、食品（+0.2%→▲0.6%）や耐久財（▲1.1%→▲1.5%）が下押しマイナス幅が拡大した。

人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、5月中旬以降の元安進展が一服。6月末の1ドル=7.27元程度から、7月半ばにかけて7.2元前後とやや元高方向へ戻している。主因は米国の長期金利低下による米中金利差の縮小。

今後についても、米国の長期金利はピークアウトしつつあるとみられ、仮に中国で追加利上げが実施されたとしても、米国の金利低下余地の方が大きいいため、米中金利差の縮小傾向は変わらず、元高地合いとなる見通し。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所)CEIC DATA