

中国経済：予想を上回る 7～9 月期 GDP で 5%成長目標の実現可能性は高まるが追加景気対策を決定

7～9 月期の実質 GDP 成長率は大方の予想を上回る前年同期比+4.9%となった。前期比年率では 4～6 月期の+2.0%から+5.3%へ加速しており、景気はようやく停滞を脱した模様。個人消費が持ち直し、製造業の設備投資が拡大。一方で、インフラ投資は息切れ、不動産開発投資は大幅な落ち込みが続き、不透明感も残した。不動産市場は価格や販売動向を見る限り調整が続いており、期待の個人消費も雇用改善の遅れから回復力に欠く。それでも、今年の「5%前後」の成長率目標達成には、10～12 月期に前期比年率 1%程度の成長で足りるため、ハードルは高くはないが、政府は実現を確実にするため追加の景気対策を決定。中国経済の実態は経済指標が示すよりも厳しい状況にある可能性。

景気の悪化に歯止めも先行き不透明感を残す

今月 18 日に発表された 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同月比で+4.9%となり、4～6 月期の+6.3%から伸びが鈍化した（右図）。ただ、6%を超えた 4～6 月期の成長率は、前年の上海ロックダウンの反動で押し上げられていたことに留意が必要である。より実態に近いのは、前期比年率の成長率（4～6 月期+2.0%→7～9 月期+5.3%）が示す通り、景気は改善したという評価が適当であろう。

他の指標で改善を明確に確認できるのは、個人消費と

製造業の設備投資である。個人消費の代表的な指標である小売売上高は、前年同月比で 7 月の+2.5%から 8 月+4.6%、9 月+5.5%と伸びを高めた。製造業の設備投資も、7 月の前年同月比+4.3%から 8 月+7.1%、9 月+7.8%と順調に回復している（詳細は後半の「主な指標の動き（2023 年 9 月）」参照）。

一方で、インフラ関連投資は 9 月に前年同月比わずか+0.8%とほぼ前年並みにとどまり、息切れ感が強まっている。不動産開発投資に至っては、5 月以降、二桁のマイナスが続き（9 月は▲11.2%）低迷ぶりが際立つ。販売不振や価格下落により不動産企業の資金繰りが悪化、物件の投げ売りにより価格の下落が加速、それがさらに経営を悪化させる悪循環が続いており、景気に停滞感を残す要因となっている。

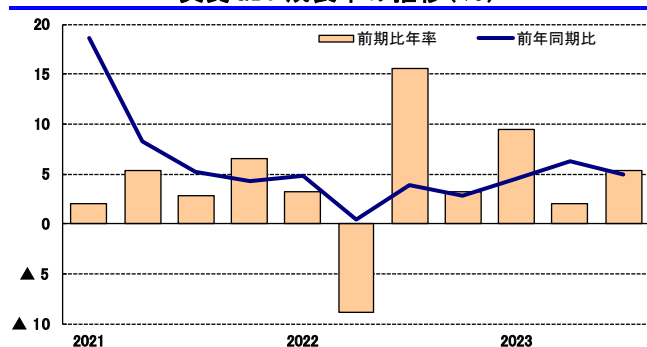
不動産市場は価格下落と販売不振が続く

最近の不動産価格の動向を確認すると、主要 70 都市の住宅価格は、新築で 9 月に前年同月比の平均¹で▲0.6%、中古では▲3.2%と、それぞれ 18 ヶ月、20 ヶ月連続のマイナスを記録、マイナス幅は 8 月から変わっておらず、市場の調整圧力が弱まる兆しは見られない。都市の規模別では、新築が三線都市のみで下落（一線+0.7%、二線+0.2%、三線▲1.4%）、中古は一線都市から三線都市まで下落しているが規模が小さいほど落ち込みが大きくなっており（▲1.4%、▲3.2%、▲3.5%）、地方都市ほど住宅市場

¹ 70 都市の前年同月比を単純平均したもの。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

実質GDP成長率の推移(%)



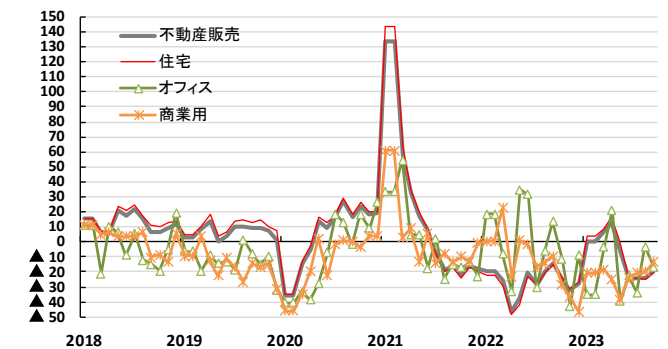
(出所) 中国国家统计局、予測は伊藤忠総研による

の調整が厳しい様子が窺える。

不動産販売額（右図）は、8月の前年同月比▲23.7%から9月に▲19.2%へマイナス幅が縮小したものの、その変動の激しさを踏まえると、前年に比べ2割程度もの大幅な落ち込みが続いていると評価すべきであろう。

内訳を見ると、住宅（8月前年同月比▲24.8%→9月▲20.2%）や商業用（▲19.8%→▲13.4%）のマイナス幅が縮小した一方で、オフィス（▲3.2%→▲17.1%）のマイナス幅が拡大しており、いずれの用途も2桁減で低調、不動産販売にも改善の兆しは見られない。

不動産販売額の推移(前年同月比、%)

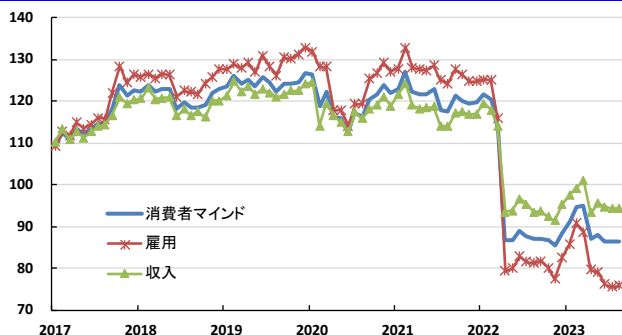


(出所) 中国国家统计局

依然乏しい消費の回復力

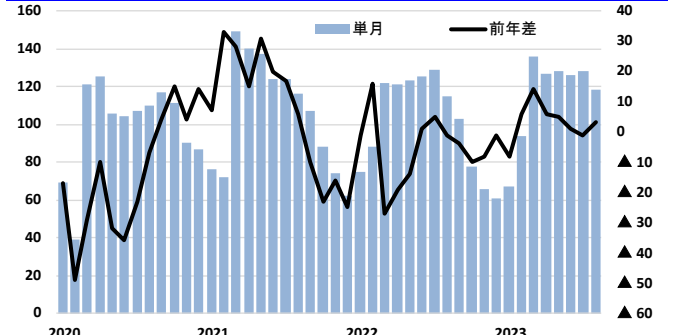
持ち直しの動きが見られる個人消費の回復力はどうか。消費者マインドの代表的な指標である消費者信頼感指数は（下左図）、上海ロックダウンのあった昨年4月に大きく低下した後、低水準で横ばい推移が続き、12月のゼロコロナ政策撤廃を受けて急回復したが、今年3月をピークに急低下し、直近8月まで底ばい状態が続いている。なかでも「雇用」に関する指数の悪化が顕著である。

消費者信頼感指数



(出所) 中国国家统计局

新規雇用者数(都市部、万人)



(出所) 中国人力资源社会保障部

その雇用情勢は、都市部の失業率が7月には5.3%へ上昇していたが、8月5.2%、9月5.0%と2ヵ月連続で低下、ようやくコロナ前2019年平均(5.15%)を下回る水準まで改善した。ただ、都市部の新規雇用は、8月までの累計で見ると前年同期比+26万人ではあるが、単月では7月▲1万人、8月+3万人と概ね前年並みで推移しており、失速気味である（上右図）。個人消費が力強さを増すには、雇用拡大の加速と、それを受けた消費者マインドの改善が必要であろう。

5%目標の達成に向けて追加景気対策を決定

こうした状況のなか、人民銀行は政策金利の最優遇貸出金利（LPR）を9月20日に続いて10月20日も1年物3.45%、5年物4.20%のまま据え置いた。9月の人民元貸出残高は前年同月比+10.9%と直近ピークの4月+11.8%から鈍化（次ページ図）、マネーサプライ（M2）も2月のピーク+12.9%から9月には+10.3%まで鈍化しているが、追加の金融緩和は見送られた。経済成長ペースとの見合いという意味では、7～9月期の名目GDP成長率が前年同期比+3.5%にとどまったため、その程度の資金供給の

伸びでも十分に高いとは言えるが、人民元相場が弱含みで推移していることが追加緩和を慎重にさせている面はあろう。

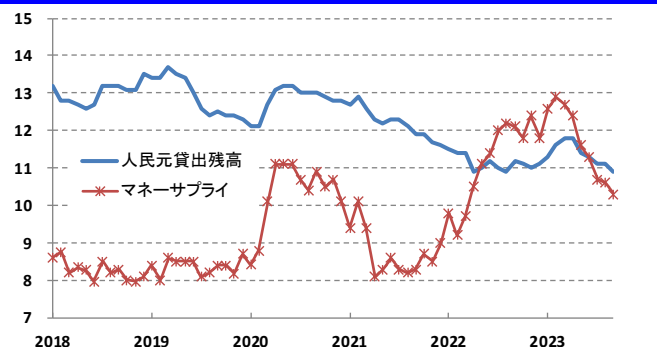
また、政府が2023年通年の目標とする「5%前後」の成長率を達成するには、10～12月期の成長率を前年同期比+4.5%以上とすれば足りる。これを前期比に直すと+0.2%程度、年率でも1%程度であり、足元で確認される緩やかな景気回復が続けば十分に実現できるものである。計算上は、さほどハードルが高いわけではない。

そうしたなか、10月20～24日に開催された全人代（全国人民代表大会）常務委員会で、新規国債を1

兆元（GDP比約0.8%）追加発行し災害復興や都市部の防災などの公共事業に充てること、地方政府に2024年分の債券発行枠の前倒しを認めること、を盛り込んだ景気対策が決定された。これらの施策により、息切れの見られたインフラ投資が再拡大、10～12月期の景気が押し上げられるため、2023年通年「5%前後」の成長が実現する可能性は高まった。

ただ、5%目標を達成できたとしても、2022年の成長率が+3.0%だったため、最近2年間の平均成長率は4%に過ぎない。今回の追加景気対策が、平均でわずか4%の成長すらも覚束ないが故のものだとすれば、中国経済の実態は、最近の経済指標の改善が示すよりも厳しい状況にあるのかもしれない。

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

主な指標の動き (2023年9月)

PMI (購買担当者指数)

9月の製造業 PMI は 50.2 となり、8月の 49.7 から改善、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 6 ヶ月ぶりに上回り、景気の悪化によりやく歯止めが掛かった形となった (右図)。

主な内訳を見ると、新規受注 (8月 50.2→9月 50.5) がさらに改善、内訳項目である新規輸出受注 (46.7→47.8) も依然 50 割れながら改善が続いた。これらの動きから、国内需要が持ち直し、海外需要も下げ止まりつつある様子が窺える。

ただ、生産 (51.9→52.7) が新規受注を大きく上回って改善しており、その結果、受注残高 (45.9→45.3) は 50 割れのまま低下、生産回復の持続力には懸念が残る状況。

9月の非製造業 PMI は 51.7 と 8月の 51.0 から 6 ヶ月ぶりに上昇。景況感の悪化に歯止めが掛かり、景気持ち直しの兆し。うち、サービス業 (8月 50.5→9月 50.9) は小幅改善にとどまるも、建設業 (53.8→56.2) は大幅に改善。インフラ投資持ち直しへの期待が先行している模様。

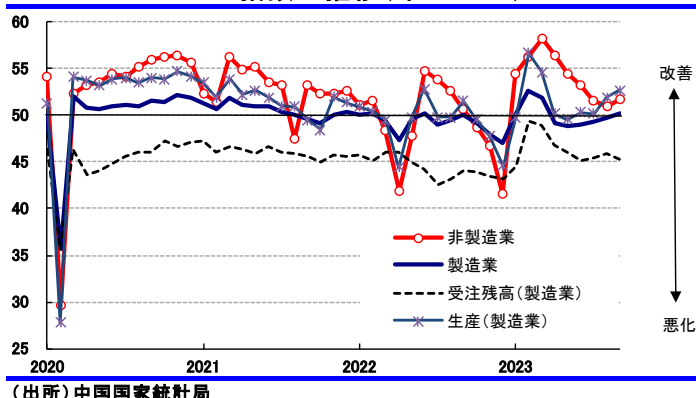
輸出 (通関統計、米ドルベース)

9月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 ▲6.2% となり、2 ヶ月連続でマイナス幅が縮小。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも前月比 +1.9% と 2 ヶ月連続で増加。ただ、四半期の推移を見ると、7~9 月期は前期比 ▲4.0% と 4~6 月期の ▲3.7% からマイナス幅が若干ながら拡大、減少傾向に完全には歯止めが掛かってはいない。

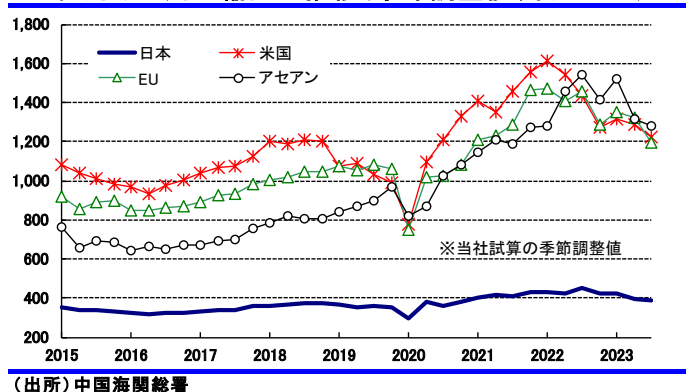
主な仕向地別に見ると (右図)、最大の輸出先である ASEAN 向けは 4~6 月期の前期比 ▲13.4% から 7~9 月期は ▲2.6% と大きくマイナス幅を縮小しており、減少傾向に歯止めが掛かりつつある。韓国向け (4~6 月期前期比 ▲11.7%→7~9 月期 ▲0.8%) はより明確に下げ止まりの動きを見せており、日本向け (▲5.5%→▲3.0%) もマイナス幅が縮小した。一方で、米国向け (▲2.4%→▲4.1%) や EU 向け (▲2.1%→▲8.8%) は落ち込みが加速している。

主な財別では、繊維製品 (4~6 月期前期比 ▲5.9%→7~9 月期 ▲11.8%) や電機製品 (▲3.1%→▲4.9%) の減少幅が拡大、玩具 (▲13.4%→▲10.4%) の大幅な減少が続いており、欧米の景気減速に伴う需要減に加え、調達先を他地域に移す動きが出ている可能性が示唆されている。一方で、鉄鋼 (▲24.6%→▲7.0%) や紡織品 (▲8.8%→▲0.9%) は下げ止まりの兆し、石油精製品 (▲25.3%→+22.9%) は増加に転じ、船舶 (+13.9%→+10.7%) は大幅増が続いた。

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)



なお、ロシア向け輸出は、4～6月の前年同期比+116.6%から7～9月期は+28.4%へ大きく伸びが鈍化、当社が公表実額値から試算した季節調整値でも7～9月期は前期比▲8.5%と5四半期ぶりの減少に転じた。ただ、それでもウクライナ侵攻直前となる2021年平均を61%も上回っており、水準は高い。

社会消費品小売総額（小売販売）

9月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+5.5%と2ヵ月連続で前月から伸びが高まった（右図、7月+2.5%→8月+4.6%）。ただ、政府公表の前月比は+0.02%とほぼ横ばいにとどまっており、回復力に欠ける動きと言える。

内訳を見ると、物販（7月前年同月比+1.0%→8月+3.7%→9月+4.6%）は回復が続いた。品目別では、自動車（▲1.5%→1.1%→+2.8%）や宝飾品（▲10.0%→+7.2%→+7.7%）、衣服（+2.3%→+4.5%→+9.9%）、家電（▲5.5%→▲2.9%→▲2.3%）といった選択的な性格の強い財が改善傾向にあり、消費者マインドは改善が確認された。ただ、住宅販売の不振から建築内装用品（▲11.2%→▲11.4%→▲8.2%）の大幅マイナスが続き、家具（+0.1%→+4.8%→+0.5%）は伸び悩んだ。一方で、飲食サービス（7月前年同月比+15.8%→8月+12.4%→9月+13.8%）は伸びを高め、堅調さを維持した。

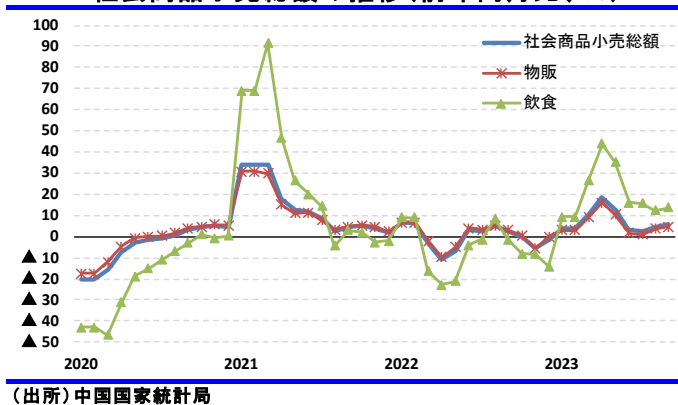
乗用車販売台数は、8月の前年同月比+6.9%から9月は+6.7%へ伸びが小幅鈍化した。当社試算の季節調整値では前月比+0.2%と小幅増加しており、概ね横ばい推移。年率換算では9月も2,709万台と年間で過去最高の2017年（2,474万台）を大きく上回っており、高水準で推移している。

固定資産投資（都市部）

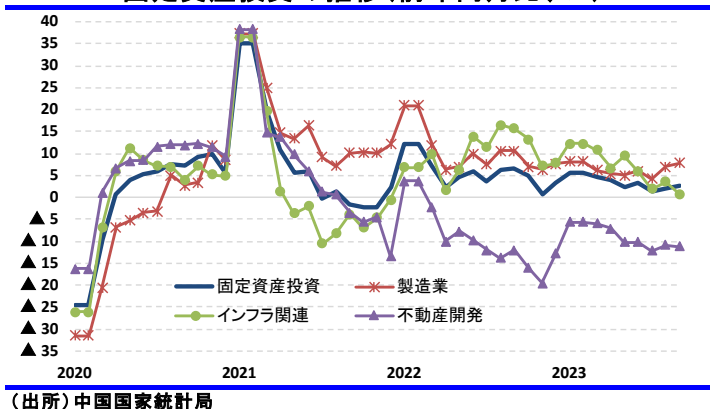
9月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は前年同月比+2.5%²と8月（+2.0%）から伸びが高まり（右図）、持ち直しの動きが見られた。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業の投資（8月期前年同月比+7.1%→9月+7.8%）がさらに伸びを高め全体を牽引した。一方で、全体の2割強を占めるインフラ関連分野³（+3.5%→+0.8%）は前月見られた回復の動きが早くも失速した。また、不動産開発投資（▲10.9%→▲11.2%）は大幅マイナスが続き、投資全体の回復を阻害している。

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、%）



² 当社試算の単月の前年同月比。

³ 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。

消費者物価

9月の消費者物価指数（CPI）は8月の前年同月比+0.1%から0.0%へ鈍化（右図）。ただ、前月比では+0.2%と3ヵ月連続で上昇。

物価の基調を示すコア CPI（食品・エネルギーを除く総合）は、7月から9月にかけて3ヵ月連続で前年同月比+0.8%と小幅ながらプラスであり、総評すればデフレ懸念を残しつつ低インフレ状態が続く。

内訳を見ると、住居（8月前年同月比+0.1%→9月+0.2%）や医療・健康（+1.2%→+1.3%）、衣料品

（+1.1%→+1.1%）など総じて小幅プラスが続くなかで、交通・通信（▲4.7%→▲2.1%）は車両用燃料価格の下げ止まり傾向によりマイナス幅が縮小したものの、食料品（▲1.7%→▲3.2%）のマイナス幅が拡大し全体の伸びを押し下げた。食料品については、豚肉（▲17.9%→▲22.0%）や生鮮野菜（▲3.3%→▲6.4%）の下落幅が拡大。旅行（+14.8%→+12.3%）の価格上昇も若干弱まった。

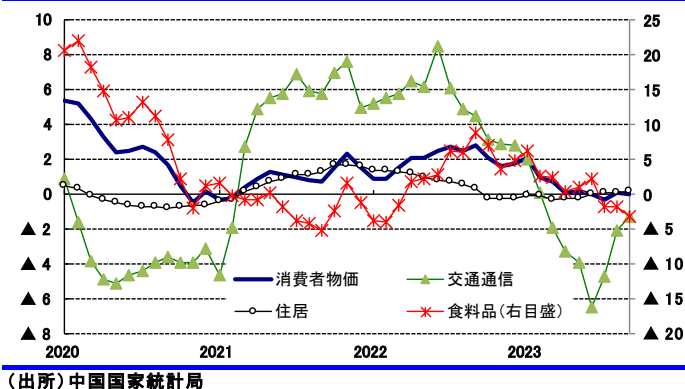
生産者物価

9月の生産者物価指数（PPI）は、7月の前年同月比▲3.0%から▲2.5%へマイナス幅が3ヵ月連続で縮小。川上の生産財（8月前年同月比▲3.7%→9月▲3.0%）でマイナス幅が縮小。ただ、川下の消費財（▲0.2%→▲0.3%）はマイナス幅が小幅拡大。個人消費の回復力の弱さを確認。

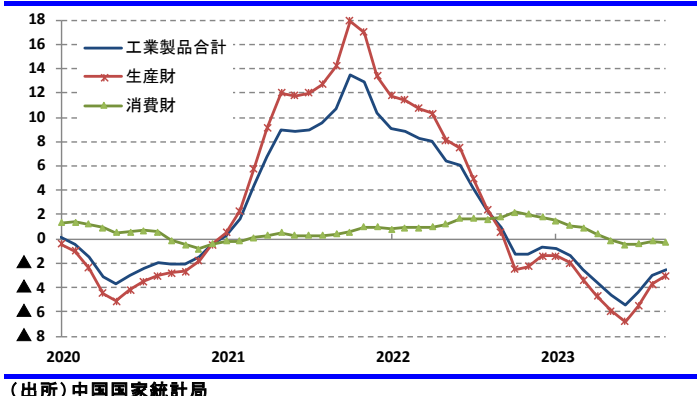
生産財の内訳をみると、石油・天然ガス（8月前年同月比▲10.6%→9月▲3.3%）がマイナス幅を一段と縮小、鉄鉱石（+0.5%→+6.8%）や非鉄鉱石（+8.3%→+9.7%）は伸びを高めるなど、資源価格は下げ止まりから上昇に転じつつある。こうした動きを受けて、燃料（▲9.6%→▲6.7%）や化学製品（▲10.4%→▲7.1%）、鉄鋼（▲6.6%→▲5.0%）などでマイナス幅が縮小、非鉄金属（+1.4%→+2.7%）ではプラス幅が拡大するなど、資源価格下落に起因する価格低下圧力は全般的に弱まっている。

一方で、消費財は、日用品（+0.6%→+0.7%）が伸びを高めたものの、耐久財（▲1.2%→▲1.2%）は比較的大きなマイナスで変わらず、食品（▲0.2%→▲0.3%）はマイナス幅を拡大、衣料品（+1.0%→+0.8%）は伸びが鈍化しており、全体としては弱含みの動きが続く。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



生産者物価の推移（前年同月比、%）



人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、米国の長期金利上昇と中国の金融緩和継続を背景に、9月下旬以降は概ね1ドル=7.3元強の安値圏での推移が続いている。

人民銀行は10月20日、政策金利の最優遇貸出金利（LPR）を先月に続き1年物3.45%、5年物4.20%のまま据え置いた。米国FRBも9月のFOMCでは政策金利を据え置いたが、追加利上げの可能性を残した。景気が底堅く推移していることもあり、米長期金利は5年物国債で9月末の4.6%から10月下旬には一時5%近くまで上昇した。

今後、米国では景気が徐々に減速し長期金利はピークアウトすると見込まれるが、中国でも景気の足取りが芳しくないことから追加利下げの可能性を残す。そのため、米国の金利が中国の金利を上回る状態が続き、人民元の対ドル相場は弱含みの推移が続こう。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所)CEIC DATA