

## 中国経済：持ち直しの兆しあるも政策支援見通せず先行きは依然晴れず（10～12月期 GDP ほか）

2023 年の実質 GDP 成長率は前年比+5.2%となり「5%前後」の目標を達成。ただ、2022～23 年の平均成長率は 4.1%にとどまり、コロナ前の 6%超から成長ペースは鈍化した。その主因は家計消費の減速であり、都市部での消費性向（マインド）の低下が根底にある。足元の景気はインフラ投資や個人消費に持ち直しの動きが見られるも、インフラ投資の持続力は未知数、金融緩和は見送られるなど政策支援は見通せず。今年の成長率目標は達成のハードルが高い。

### 2023 年の成長率目標を達成

今月 17 日に発表された 2023 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比+5.2%となった。その結果、2023 年通年の成長率も前年比+5.2%で着地し（右図）、政府が目標とする「5%前後」を若干の余裕を持ってクリアした。

ただ、数字の信憑性はともかく、成長率目標を達成したことが中国経済の好調さを示すわけではないことは、言うまでもない。前年 2022 年の成長率は、上海ロックダウンなどコロナ禍の影響により前年比+3.0%にとどまった。そのため、2022～23 年の平均成長率は 4.1%に過ぎない。コロナ前は 6%を超えることが普通だった中国経済であり、平均 4%台は明らかな成長鈍化である。

### 家計消費の減速が成長鈍化の主因

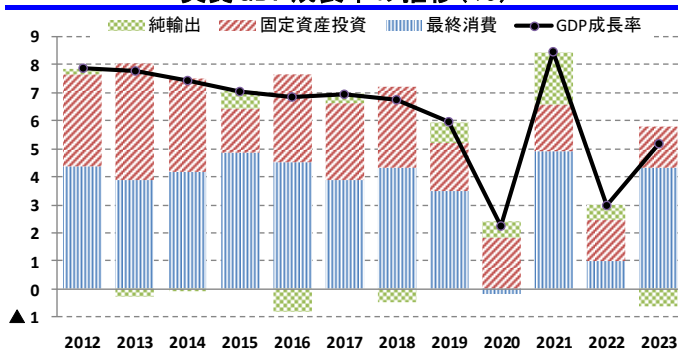
成長率が平均 4%台へ鈍化した様子を需要面から見ると、最終消費（政府消費と家計消費の合計）の減速による影響が大きいことが分かる。コロナ前 5 年間（2015～19 年）の実質 GDP の平均成長率+6.7%に対して、最終消費の寄与度は+4.2%Pt だったが、2022～23 年には+2.64%Pt へ低下している。成長率の減速 2.6%Pt（=6.7%－4.1%）のうち最終消費が 1.5%Pt 強（=4.2%Pt－2.64%Pt）と半分以上を占めたわけである。

なお、最終消費のうち家計消費と政府消費の動きを見ると（上図）、コロナ前では概ね同程度の伸びであった<sup>1</sup>が、最近 2 年間は 2022 年の家計消費の落ち込みが顕著である。そのため、最近の最終消費の落ち込み、すなわち実質 GDP 成長率鈍化の主因は家計消費の低迷だと考えて良いだろう。

<sup>1</sup> 2015～19 年における家計消費の平均成長率は+10.4%、政府消費は+10.2%と概ね同様であった（ともに名目）。

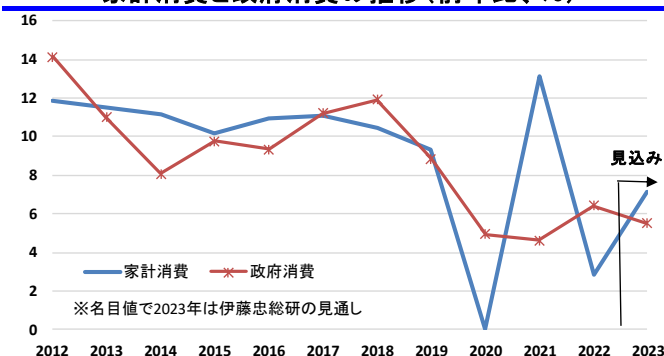
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

#### 実質GDP成長率の推移(%)



(出所) 中国国家统计局

#### 家計消費と政府消費の推移(前年比、%)



(出所) 中国国家统计局

実際に、2023年の消費性向（＝消費支出／可処分所得）は全世帯で68.3%と前年の66.5%からは改善したものの、コロナ前2019年の70.1%を依然として大きく下回っている。特に都市部の消費性向は2019年の66.3%から2022年に61.7%まで低下し、2023年も63.7%までの回復にとどまり、コロナ前を回復した農村部（2019年83.2%→2023年83.8%）とは対照的に低迷している。

このように都市部で消費行動の委縮が見られる背景として、ゼロコロナ政策により強まった政府に対する不信感や、未だ中国において有力な貯蓄手段である不動産の市場低迷が、将来不安につながっている可能性が指摘されている。

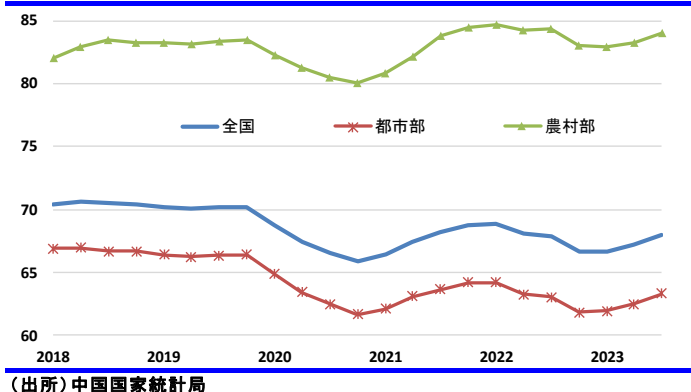
### 景気に持ち直しの兆しもあるも追加の政策支援は不透明

その不動産市場は、先月も指摘した通り、価格が再び下落圧力を強め、調整が長期化する動きが見られる<sup>2</sup>。そうしたこともあり、不動産開発投資は昨年12月も前年比で大幅なマイナスが続いた。それでも、政府が昨年10月に決めた国債1兆元の増発などによるインフラ投資の拡大により、固定資産投資は12月に持ち直しの兆しを見せた（12月の主な経済指標の動向については、本レポート後半の「主な指標の動き（2023年12月）」参照）。政府は2024年の成長率目標を2023年と同様「5%前後」に据え置いたようであるが、その実現可能性を高めるため、さらに1兆元程度の国債発行を検討しているとの報道もある<sup>3</sup>。実現すれば固定資産投資の回復が続くと期待されるが、現時点では未確定である。

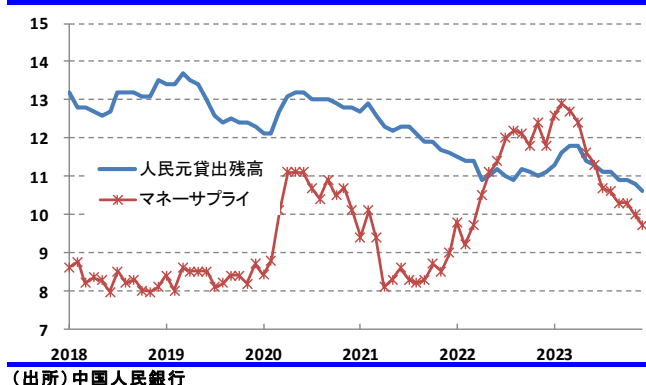
そのほか、輸出は12月も停滞が続いたが、小売販売は消費者マインドの悪化に歯止めが掛かり持ち直しの動きが見られるなど、中国経済は11月までの需要総崩れ状態からは脱しつつある。ただ、輸出の先行きは海外景気の方や欧米のデリスキングの深度次第、個人消費も消費者マインドの改善ペースに依存する状況に変わりはなく、現時点ではいずれも先月から大きな前進はない。ただ、政府のインフラ投資の持続的拡大に対する期待が高まった程度である。

残る政策手段の金融緩和についても、12月の貸出残高は前年同月比+10.6%へ、マネーサプライ（M2）は+9.7%へ伸びが鈍化した（右図）、人民銀行は今月も政策金利であるLPR（ローンプライムレート）を据え置き（1年物で3.45%）、引き続き利下げによる資金供給の拡大に消極的な姿勢を示した。背景には米国の長期金利上昇を受けたドル高人民元安圧力の高まりがあるが、膨張する過剰債務が追加の国債発行の障害となっていることと同様、追加の金融緩和には人民元安への警戒が足かせとなる状況が続いている。今年の成長率目標は、リバウンドなく政策支援も制限されるため、達成のハードルは昨年以上に高そうである。

消費性向（後方4期移動平均、%）



マネーサプライM2と貸出残高の推移（前年同月比、%）



<sup>2</sup> 2023年12月18日付 Economic Monitor「中国経済：2023年の回顧と2024年の展望（改定見通し）」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2494/>

<sup>3</sup> 2024年1月16日 Bloomberg 報。

## 主な指標の動き (2023年12月)

## PMI (購買担当者指数)

12月の製造業 PMI は、11月の49.4から49.0へ低下、景気拡大・縮小の分かれ目となる50を3ヵ月連続で下回った(右図)。9月に一旦50を上回り持ち直すかに見えたが、10月以降は50割れが続いており、景気は停滞状態にある。

主な内訳を見ると、新規受注(11月49.4→12月48.7)が一段と低下し、需要の落ち込みを示した。内訳項目である新規輸出受注(46.3→45.8)が年初来の最低水準まで悪化しており、輸出の落ち込みが製造業の景況感悪化の主因となっている。

ただ、生産(11月50.7→12月50.2)を抑制することで、受注残高(44.4→44.5)は低水準ながら持ち直しており、生産調整が進められている様子もうかがえる。

12月の非製造業 PMI は11月の50.2から50.4へ上昇した。建設業(55.0→56.9)が一段と改善したことが寄与した。10月に決定された景気対策が実行に移り災害復興や都市部の防災などの公共事業が増加したことが背景とみられる。一方で、サービス業(11月49.3→12月49.3)は50割れが続き、サービス分野の消費停滞の可能性を示唆した。

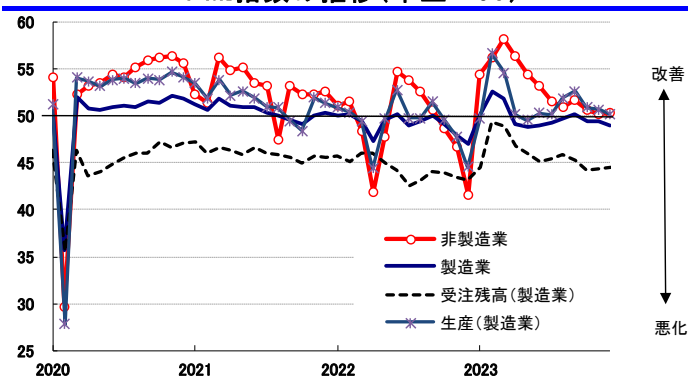
## 輸出 (通関統計、米ドルベース)

12月の輸出額(ドルベース)は前年同月比+2.3%となり、11月の+0.5%から伸びを高めた。ただ、当社が公表実額値から試算した季節調整値では前月比▲0.1%と概ね横ばいとどまり、その結果、10～12月期も前期比横ばいとなった。

主な仕向け地別の10～12月期の動きを見ると(右図)、米国向けは前期比+0.3%と小幅ながら3四半期ぶりのプラスに転じ、ひとまず下げ止まった。最大の輸出先であるASEAN向けも前期比+0.6%と3四半期ぶりのプラスに転じた。一方で、EU向けは▲2.3%と3四半期連続で減少、日本向けは▲1.0%と5四半期連続の減少となるなど、明暗が分かれている。なお、ロシア向けは+4.9%と2四半期ぶりの増加に転じた。

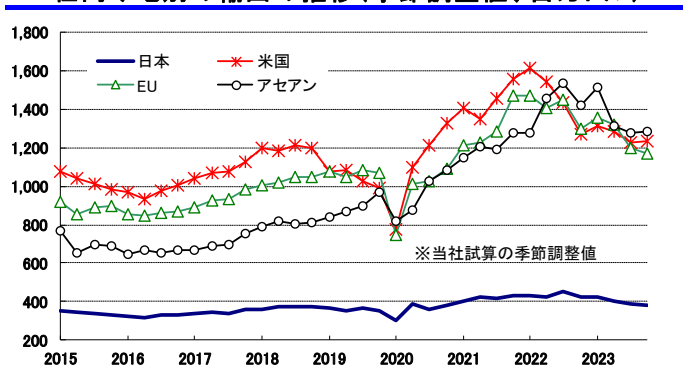
主な財別では、鉄鋼(7～9月期前期比▲7.0%→10～12月期+8.1%)が持ち直し、繊維品(▲1.1%→+0.4%)や繊維製品(▲12.3%→+0.6%)、プラスチック製品(▲4.6%→+2.1%)は下げ止まったが、ハイテク製品(▲2.0%→▲2.0%)や電気製品(▲5.0%→▲0.8%)は減少が続いた。

PMI指数の推移(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、百万ドル)



(出所) 中国海関総署

## 社会消費品小売総額（小売販売）

12月の社会消費品小売総額（小売販売）は、前年同月比+7.4%となり、11月の+10.1%から伸びが鈍化した（右図）。ただ、前年は11月に大きく落ち込んでいた反動による歪があり、2年前同月比では11月の+3.6%から12月は+5.5%へ伸びを高め、政府公表の前月比は11月の+0.09%から12月は+0.42%へ加速したことが示す通り、実態は持ち直している。

内訳を見ると、物販は前年同月比の伸びが鈍化

（+8.0%→+4.8%）したが、飲食は高まっている（+23.8%→+30.0%）。ただ、2年前の同月比では物販の伸びが高まり（+2.0%→+4.7%）、飲食は鈍化しており（+15.2%→+11.7%）、こちらの方が実態を表しているとみられる。

物販の品目別の2年前比を見ると、衣料品（11月+3.0%→12月+10.3%）や宝飾品（+3.0%→+5.6%）、スマートフォンなどの通信機器（▲3.8%→+6.0%）など選択的な性格の強い財で改善しており、消費者マインドの悪化に歯止めが掛かった可能性が示された。ただ、家具（▲1.9%→▲3.6%）はマイナス幅が拡大、建築内装用品（▲19.4%→▲15.7%）は大幅マイナスが続いており、依然として住宅市場悪化の影響が見られる。

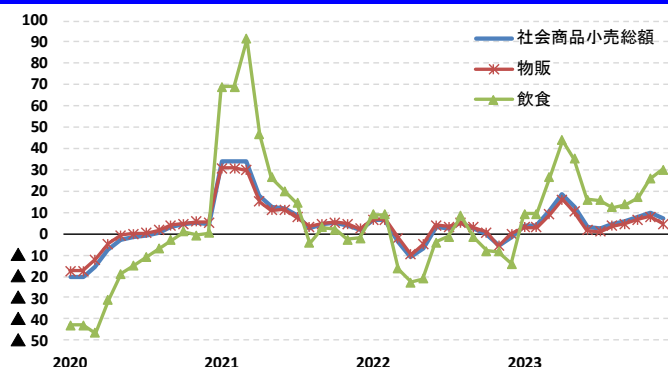
なお、自動車（+9.9%→+8.8%）は小幅に伸びが鈍化、乗用車販売台数も当社試算の季節調整値で12月は前月比+0.2%と概ね横ばいにとどまり、持ち直しの動きは一服した。

## 固定資産投資（都市部）

12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+3.9%<sup>4</sup>と11月（+2.9%）から伸びを高めた（右図）。伸びの拡大は2か月連続であり、持ち直しの兆しを見せている。

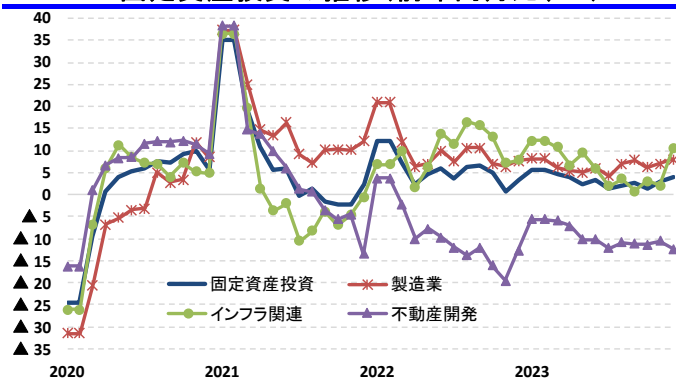
主な内訳を見ると、不動産開発投資（11月前年同月比▲10.5%→12月▲12.4%）は大幅マイナスが一段と拡大したが、全体の34.5%（2023年）を占める製造業（+7.1%→+8.0%）がさらに伸びを高め、全体の23.2%を占めるインフラ関連分野<sup>5</sup>（+2.0%→+10.5%）は急拡大した。10月に決定した1兆元の国債増発を伴う追加の経済対策の実施が本格化したとみられる。

社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

固定資産投資の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

<sup>4</sup> 当社試算の単月の前年同月比。

<sup>5</sup> 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

12月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比▲0.3%となり、11月の▲0.5%からマイナス幅は縮小したが3ヵ月連続のマイナス（右図）。前月比では+0.1%と3ヵ月ぶりの上昇となり下げ止まりの兆し。

前年比マイナスの主因は、食料品が11月の▲4.2%から12月は▲3.7%へ縮小したものの大幅マイナスが続いたこと、交通機関や燃料費を含む交通通信（11月前年同月比▲2.4%→12月▲2.2%）も比較的大きなマイナスが続いたことである。食料品では豚肉価格（▲31.8%→▲26.1%）のマイナス幅が縮小したものの依然として大きい。

物価の基調を示すコア CPI（食品・エネルギーを除く総合）は10月以降、12月まで3ヵ月連続で前年同月比+0.6%とプラスを維持、未だデフレには陥っていない。消費財全体（11月▲1.4%→12月▲1.1%）ではマイナス幅が縮小、サービス（+1.0%→+1.0%）の伸びは横ばいであり、物価下落圧力が強まっているわけではない。ただ、デシインフレ傾向から脱しているわけでもなく、引き続きデフレ懸念を残す。

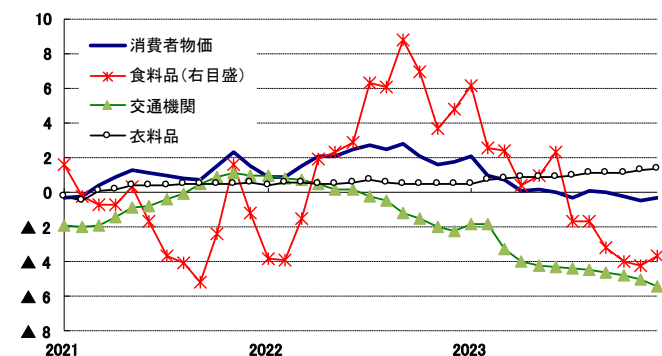
## 生産者物価

生産者物価指数（PPI）は、11月の前年同月比▲3.0%から12月は▲2.7%へマイナス幅が小幅縮小した（右図）。個人消費など最終需要の弱さを反映して川下の消費財（11月▲1.2%→12月▲1.2%）のマイナス幅は変わらなかったが、川上の生産財（▲3.4%→▲3.3%）のマイナス幅が縮小した。

消費財の内訳を見ると、食品（11月▲1.7%→12月▲1.4%）のマイナス幅が縮小したものの、耐久財（▲2.2%→▲2.2%）のマイナス、衣料品（+0.1%→+0.1%）の低い伸びが続き、日用品（+0.2%→▲0.1%）はマイナスに転じるなど、物価の低下に広がりが見られる。

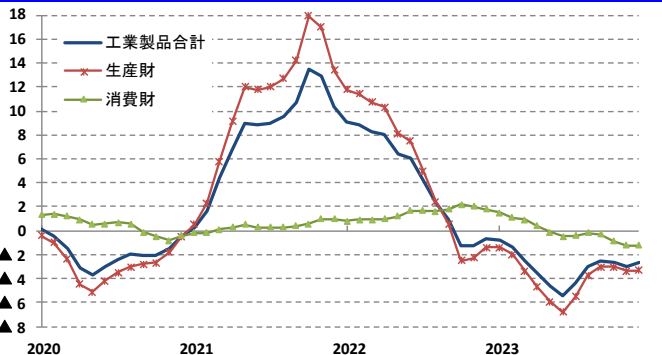
生産財は、鉄鉱石（11月+15.1%→12月+17.4%）の上昇が加速、石油・天然ガス（▲3.3%→▲1.7%）のマイナス幅が縮小、より下流にあたる鉄鋼（▲2.3%→▲1.9%）や燃料（▲6.3%→▲5.8%）、化学製品（▲6.8%→▲6.3%）でもマイナス幅が縮小、化学繊維（0.0%→+1.3%）はプラスに転じ、原材料全体（▲3.2%→▲2.8%）でも下げ幅が縮小した。一方、加工品全体（▲3.1%→▲3.2%）は最終需要の弱さを反映してマイナス幅が拡大している。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

生産者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

## 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による米中金利差（米国－中国）の拡大を背景に年初からドル高人民元地合いで推移、12月下旬の1ドル＝7.1元近くから、1年半には7.2元近くまで人民元安が進んだ。

米国の長期金利（10年国債利回り）は、12月下旬に一時3.7%台まで低下したが、1月上旬に4%を超え、月半には一時4.1%まで上昇した。12月の雇用統計など米国景気の底堅さを示す指標が

散見され、市場が予想する米国の利下げ時期や回数が後退したことによる。そうした中で、人民銀行は1月もLPR（ローンプライムレート）を1年（3.45%）、5年超（4.20%）とも据え置いた（22日）。米中金利差の拡大に配慮した面があるとみられる。

今後は、米国景気が長期に渡る金融引き締めの効果により減速し、ドル安人民元高地合いに戻るとみられる。ただ、その兆しが明確になるまでの間は、米国の金融政策と、それをにらんだ人民銀行の動き、それらに対する市場の思惑により人民元の対ドル相場が左右される状況が続こう。

人民元相場の推移（元／米ドル）



(出所)CEIC DATA