

Weekly
エコノミスト・
レター

中国経済の見通し

2023年は前年比+5.2%。24年は同+4.6%、25年は同+4.4%
と段階的に減速

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

経済研究部 主任研究員 三浦 祐介

(03)3512-1787 y-miura@nli-research.co.jp

1. 第3四半期（7-9月期）の経済成長率は実質で前年同期比+4.9%と、前期（4-6月期）の+6.3%から伸びが減速した。他方、季節調整後の前期比では+1.3%と、前期（同+0.5%）から加速している。前期は景気の停滞感が強まったが、一段の悪化には歯止めがかかっているようであり、一部には明るい材料もみられつつある。ただし、総じて力強さを欠く状況にあることは変わらない。
2. 第3四半期の最終消費は+4.6ポイント寄与となったが、実勢としては盛り上りを欠いている。投資は+1.1ポイント寄与と比較的堅調であったが、不動産開発投資の減少は続いている。純輸出は▲0.8ポイント寄与となり、マイナス幅が前期から縮小した。10月には、消費が加速したものの、昨年のゼロコロナ規制の影響で落ち込んだ反動が大きい。投資は、夏場以降インフラ投資の伸びが低下しているほか、製造業の投資も減速した。輸出も、前月から減少幅が小幅に拡大し、改善が足踏みをしている。
3. 第3四半期の第1次産業は前年同期比+4.2%と前期（同3.7%増）から加速した。第2次産業は前年同期比+4.6%で前期（同+5.2）から減速した。第3次産業は前年同期比+5.2%と、GDP成長率を押し下げる主因となった。とくに「不動産業」は、同▲2.7%と唯一マイナス成長となり、前期の同▲1.2%からも一段と減速している。不動産市場の低迷長期化が依然として景気の不安要因となっていることがうかがえる。
4. 政策対応の状況をみると、財政政策に関しては、インフラ投資の伸びが7月以降減速した。地方政府による土地権利売却収入の落ち込みなど、資金制約がボトルネックとなっている可能性がある。金融政策に関しては、6月に続き、8月に再び政策金利（リバースレポ金利およびMLF金利）を引き下げた後、追加の措置はとられていない。10月末に1兆円規模の国債増発が決まり、今後は財政による景気下支えに軸足が移ると考えられるが、これを資金面から支援する観点で預金準備率の引き下げが行われる可能性はある。
5. 9月までの実績や国債増発の効果などを考慮し、2023年の経済成長率は実質で前年比+5.2%、24年が同+4.6%、25年が同+4.4%と予想している。注目点としては、（1）不動産市場の悪化リスク、（2）地方政府財政の悪化リスク、（3）地政学リスク、の3点が挙げられる。

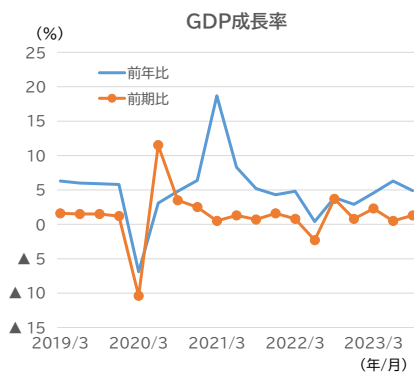
1. 中国経済の概況

中国国家统计局が10月18日に公表した第3四半期（7-9月期）の経済成長率は実質で前年同期比+4.9%と、前期（4-6月期）の+6.3%から伸びが減速した。他方、季節調整後の前期比では+1.3%と、前期（同+0.5%）から加速している（図表-1）。

前期は、ゼロコロナ政策解除のリバウンドが早々に一服して景気の停滞感が強まったが、一段の悪化には歯止めがかかっているようであり、一部には明るい材料もみられつつある。例えば、家計部門に関して、1人当たり実質家計消費支出の伸びは、2023年に入ってから3四半期連続で可処分所得の伸びを上回っており（図表-2）、消費性向が上向きつつあるようだ。また、他方、企業部門に関して、業績不振は最悪期から脱却しつつあるとみられ、工業企業設備稼働率も、水準としてはまだ十分ではないものの、前期から今期にかけて一段と高まっている（図表-3）。

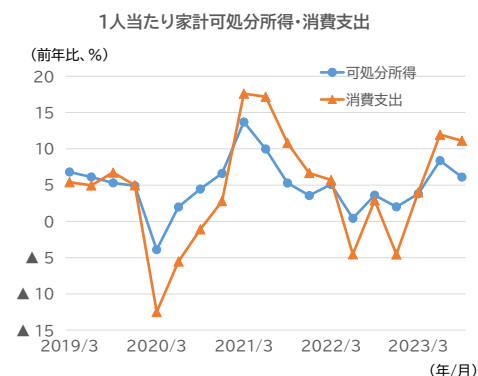
ただし、総じて力強さを欠く状況にあることは変わらない。10月の消費者物価（CPI）は、前年同期比▲0.2%と、7月に続いてマイナス圏となった。食品・エネルギーを除いても+0.6%と低水準にある（図表-4）。また、工業生産者出荷価格（PPI）も同▲2.6%と、昨年10月以来13カ月連続でマイナス圏にある。第3四半期のGDPデフレーター（GDPの名目伸び率-実質伸び率）は、前期に続き2四半期連続でマイナスとなったが、年末にかけてもデフレ入りの懸念は依然くすぶり続けるだろう。

（図表-1）



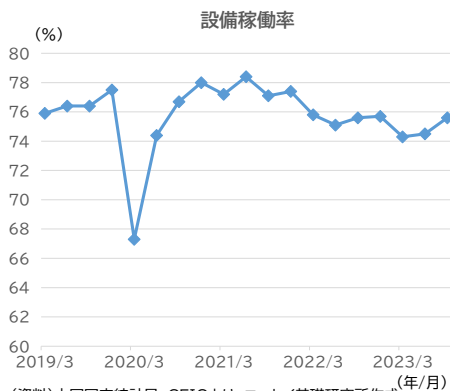
(資料)中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

（図表-2）



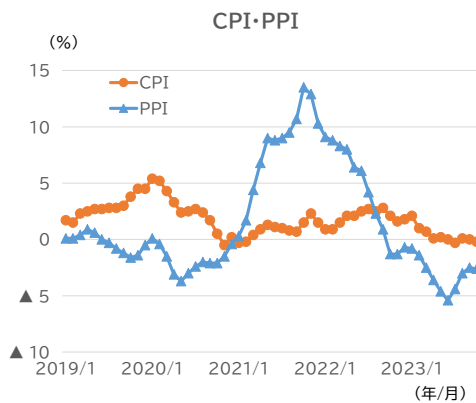
(注)年初来累計前年比伸び率をもとに推計した四半期毎の伸び率(実質)。(資料)中国国家统计局、CEICよりニッセイ基礎研究所作成

（図表-3）



(資料)中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

（図表-4）



(資料)中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

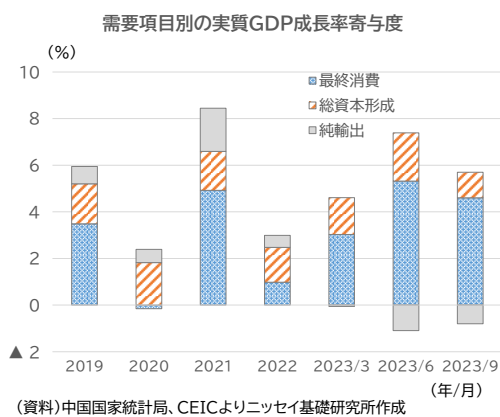
2. 需要の動向

第3四半期のGDP成長率における最終消費（個人消費＋政府消費）の寄与度は、+4.6%PTであった（図表-5）。個人消費は、ゼロコロナ政策が解除された後、盛り上がりや欠いた状況が継続している。個人消費の代表指標である小売売上高について、前年比伸び率の推移を見ると（図表-6）、夏場以降、緩やかながら持ち直しているものの、10月に関しては、昨年のゼロコロナ規制の強化により落ち込んだ反動によるところが大きい。それも考慮すれば、依然勢いは弱い。

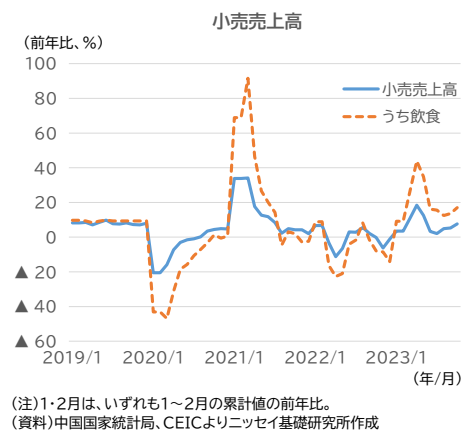
総資本形成（＝総固定資本形成＋在庫変動、＝投資）の寄与度は、+1.1%PTであった（図表-5）。投資の代表指標である固定資産投資について、前年比伸び率の推移を見ると（図表-7）、7～9月にかけて低水準ながら堅調に推移していたものの、10月に入り減速した。不動産開発投資が依然前年比1割の減少を続けているほか、インフラ投資も7月に落ち込んで以来低調である。また、製造業の設備投資も多く業種で減速している。

純輸出の寄与度は、▲0.8%PTと、前期（▲1.1%PT）からマイナス寄与が縮小した（図表-7）。輸出入の推移を見ると（図表-8）、輸出入とも、7月を底に持ち直しつつあるが、輸出に関しては、10月には9月から減少幅が小幅に拡大しており、改善が足踏みしている。

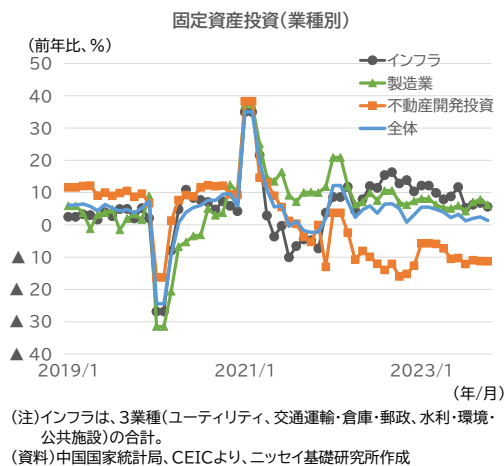
（図表-5）



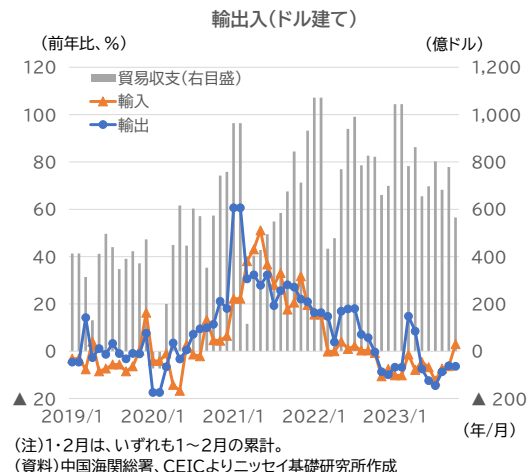
（図表-6）



（図表-7）



（図表-8）



3. 産業の動向

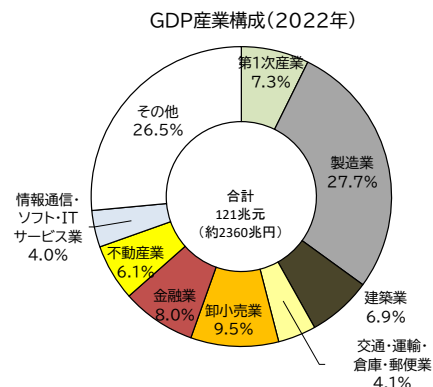
第3四半期の産業動向を概観すると（図表-9、10）、第1次産業は前年同期比+4.2%と前期（同3.7%増）から加速した。他方、第2次産業は前年同期比+4.6%で前期（同+5.2）から減速した。その内訳をみると、「製造業」、「建築業」は、それぞれ同+4.5%、同+6.6%と前期（同+4.9%、同8.2%）からいずれも伸びが低下した。また、第3次産業は前年同期比+5.2%と、GDP成長率を押し上げる主因となった。その内訳を見ると、「宿泊飲食業」は同+12.7%増と、高水準ながらも前期（同+17.5%）から低下した。「情報通信・ソフトウェア・IT」も同+10.3%増と、2桁は維持したものの前期（同+14.6%）から減速している。一方、第3次産業の中で唯一「不動産業」だけは同▲2.7%とマイナス成長となった。前期の同▲1.2%から一段と減速しており、不動産市場の低迷長期化が依然として景気の不安要因となっていることがうかがえる。

なお、関連する月次指標について前年比伸び率の推移を見ると（図表-11、12）、工業生産は年初来緩やかながら回復基調にある。他方、サービス業生産は昨年の反動で年初から5月にかけて高い伸びをみせた後、その影響はく落した6月には伸びが低下したが、再び持ち直しつつある。もつとも、上述の小売売上高と同様、10月については昨年のゼロコロナ規制の影響を割り引くと、改善の動きは一進一退の状況だ。

（図表-9）

産業別の実質成長率(前年同期比)	(単位:%)				
	2022年 (7-9月期)	2022年 (10-12月期)	2023年 (1-3月期)	2023年 (4-6月期)	2023年 (7-9月期)
国内総生産	3.9	2.9	4.5	6.3	4.9
第1次産業	3.4	4.0	3.7	3.7	4.2
第2次産業	5.2	3.4	3.3	5.2	4.6
製造業	4.0	2.3	2.8	4.9	4.5
建築業	7.8	7.0	6.7	8.2	6.6
第3次産業	3.2	2.3	5.4	7.4	5.2
交通・運輸・倉庫・郵便業	2.6	▲3.9	4.8	8.8	8.5
卸小売業	1.6	0.3	5.5	7.6	5.1
宿泊飲食業	2.8	▲5.8	13.6	17.5	12.7
金融業	5.5	5.9	6.9	7.7	6.4
不動産業	▲4.2	▲7.2	1.3	▲1.2	▲2.7
情報通信・ソフトウェア・IT	7.9	10.0	11.2	14.6	10.3

（図表-10）



(資料)中国国家统计局、CEICよりニッセイ基礎研究所作成

（図表-11）



(注)1・2月は1~2月累計の伸び率。
(資料)中国国家统计局、CEICよりニッセイ基礎研究所作成

（図表-12）



(注)1・2月は1~2月累計の伸び率。
(資料)中国国家统计局、CEICよりニッセイ基礎研究所作成

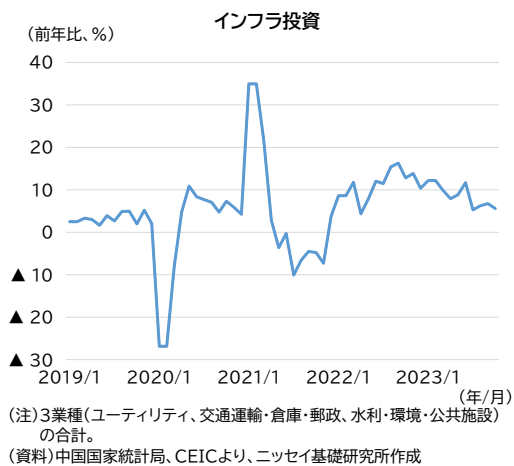
4. 経済政策

財政政策に関して、インフラ投資は相対的に高い伸びを維持しているものの、7月に入り減速している（図表-13）。インフラ投資の財源のうち、特定プロジェクトに用いられる専項債券の発行は9月時点で昨年並みの水準まで完了したが、地方政府による土地権利売却収入が昨年来減少し続けており、資金制約がボトルネックになっている可能性がある（図表-14）。

金融政策に関しては、3月に預金準備率を、6月に政策金利（リバースレポ金利およびMLF（中期貸出ファシリティ）金利）を引き下げた後、8月に再び政策金利を引き下げた（図表-15）が、それ以降は、追加の措置はとられていない。資金供給に関する指標（図表-16）については、前年比の伸びが下げ止まっており、社会融資総量は地方債発行が進んだことを受け、10月に伸びが加速した。

注目点としては、10月24日に閉会した全国人民代表大会常務委員会第6回会議における国債増発の承認が挙げられる。成長率については、1～9月の年初来累計で+5.2%となっていることから、今年の成長率目標である+5%前後の達成のハードルは下がったが、不動産市場が依然不安定で、景気回復のけん引役が不在という状況下、財政による需要喚起に踏み出したものとみられる。これを受け、利下げはいったん様子見姿勢に変わると考えられるが、来年にかけて1兆円規模の特別国債が順次発行される予定であることから、これに歩調を合わせて預金準備率の引き下げは行われる可能性がある。

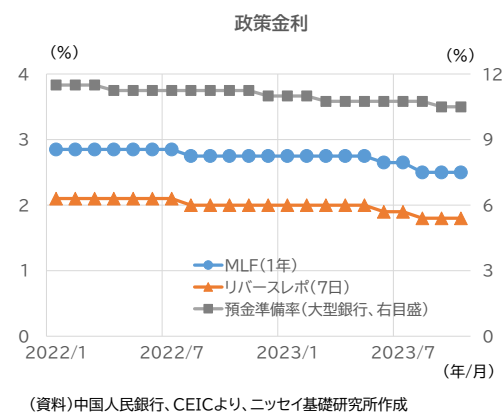
（図表-13）



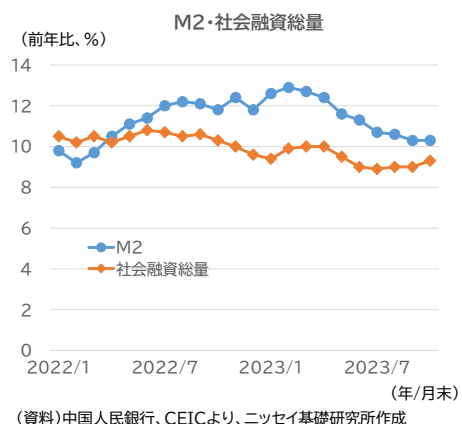
（図表-14）



（図表-15）



（図表-16）



5. 中国経済の見通し

1 | メインシナリオ

10月までの実績や経済政策を踏まえ、今後の経済成長率については、2023年が前年比+5.2%、24年が同+4.6%、25年が同+4.4%と予想している（図表-17）。

2023年に関しては、内需、外需の改善ペースが一進一退の状況にあるものの、9月までの実績は、想定に比べれば好調であった。当年は、22年中にとられたゼロコロナ政策の影響による反動もあり、不動産市場の急速な悪化といったショックが発生しなければ、上述の通り+5%前後の成長率目標の達成は難しくないと考えられる。

24年以降は、4%台の潜在成長率前後で推移するだろう。24年に関しては、国債増発の効果が期待できる。地方政府財政悪化による下振れ懸念は残るものの、年初から少なくとも年央にかけて、インフラ投資の伸びが持ち直すと予想される。他方、不動産市場に関しては、後述の通り政策対応が徐々に積極化しているが、それでもデベロッパーの資金繰りに対する消費者の不安は一朝一夕には払拭されないと考えられ、販売の低迷が続く可能性は高い。影響の度合いは23年に比べて弱まると考えられるものの、消費や投資などへの下押しが続くことになるだろう。

25年に入ると、不動産販売が前年比増に転じると予想しているが、デベロッパーの在庫処理圧力が依然残存していることが予想されるため、不動産開発投資は引き続き抑制されるとみている。ただし、24年に国債増発の効果で加速したインフラ投資が減速するだろう。また、デレバレッジの取り組みの軸足が、足元の不動産デベロッパーから地方政府債務へと移っていく可能性がある（詳細は後述）。これに伴い、地方政府融資平台向けの不良債権処理圧力が強まり、経済を下押しすることも考えられる。

2 | 注目点

主な注目点としては、従来同様、（1）不動産市場の悪化リスクや、（2）地方政府財政の悪化リスクといった国内要因のほか、（3）地政学リスクといった海外要因が挙げられる。

（1）不動産市場を巡っては、23年10月に開催された中央金融工作会議において、金融リスク防止・解消に関する文脈の中で「様々な所有制の不動産企業の合理的な資金需要を満たす」とされた。業績不振が目立つ民間デベロッパーを念頭に、資金繰りをしっかりモニタリングし、必要な支援は行う構えのようだ。

その後、地方政府による大手デベロッパーに対する資金繰り支援の動きが出てくるなど、不動産市場安定化の軸足は、需要促進からデベロッパー支援へと移りつつあるようだ。このように、政策対応は徐々に積極化しており、総合的にみればやや改善の方向に向かっていると見えるが、個別のデベロッパーに関する動きでしかなく依然予断を許さない。

	単位	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	8.4	3.0	5.2	4.6	4.4
最終消費	寄与度、%	4.9	1.0	4.4	3.0	3.0
総資本形成	寄与度、%	1.7	1.5	1.4	1.6	1.2
純輸出	寄与度、%	1.9	0.5	▲0.6	0.0	0.2
	単位	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	前年比、%	8.4	3.0	5.2	4.6	4.4
消費者物価	前年比、%	0.9	2.0	0.3	1.4	2.0
ローンプライムレート(1年)	期末、%	3.80	3.65	3.45	3.45	3.45
預金基準金利(1年)	期末、%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
人民元(対USD、基準値)	期末、元	6.38	6.96	7.20	7.00	6.80

(資料)ニッセイ基礎研究所作成

(2) 地方政府財政の悪化に関しては、融資平台が抱える隠れ債務の増加抑制と処理が焦点となる。足元では、地方政府による借換債（特殊再融資債）の発行を通じて、融資平台から地方政府への付け替えが進められているが、上述の中央金融工作会議では、「地方政府債務リスクの防止・解消に関する長期的なメカニズムを構築する」と述べられており、今後、様々な動きが出てくるだろう。人民銀行総裁の発言によれば、引き続き、地方政府への付け替えを進めるほか、リスクやロールオーバーにより時間稼ぎをしながら、徐々に債務の処理を進めていく考えのようだ。「債務負担の重い地方に対しては、必要に応じて流動性支援を行う」とされ、細心の注意を払いながら対策を進めるとみられるが、その一方で「新規の政府投資プロジェクトを厳しくコントロールする」とも述べられている。こうした対応がインフラ投資を過度に抑制して実体経済を下押ししないか、また、債務処理の過程で債券デフォルトの多発などが金融市場の混乱を招かないか等、足元の不動産不況と同様、今後のリスクとして浮上してくる可能性がある。

(3) に関して、2024年は、世界各国・地域で重要な選挙が行われる予定であり、米国におけるトランプ氏再選による対中規制の急激な強化など、外的リスクが立ち現れる可能性がある。また、先進国のデリスキングは、選挙結果にかかわらず強まるとみられるが、新たにどのような規制が設けられるのか等、先行きは不透明だ。デリスキングの影響は、景気へのショックというよりは、長期的な成長力の阻害という面が強いと考えられるが、今後の動向には引き続き注視が必要だ。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。