

2023年6月22日



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

下振れる中国経済と政策対応の方向性

レポート要旨

1-3月期に景気が上振れた反動が想定外に顕在化

中国景気の弱さが明確化してきました。4月に続き、5月の経済データも力強さに欠ける内容となりました。弱さが目立ったのが、輸出、投資、サービス生産（サービス業における付加価値）でした。

不動産投資の弱さが特に注目される

足元での中国の景気を見る上で波及効果などの点から特に注目されるのが、不動産投資のさらなる減少です。居住用不動産の着工面積が足元まで大きく減少していることを踏まえると、少なくとも年内いっぱいには不動産投資の低迷が続く可能性が高いとみられます。

政策対応は今のところ限定的。7月中旬のGDP統計に注目

直近で実施された利下げ策では、現在の中国景気が直面している問題を大きく改善させるほどの効果は期待できません。財政の健全性の維持を志向する中国当局は、現時点では、大規模な財政刺激策の実施や不動産分野での対策の実施に慎重です。ただし、7月17日に公表予定の4-6月期の実質GDP成長率が前期比でマイナス圏に陥る場合には、中国当局が政策対応のギアを上げると見込まれ、注目されます。

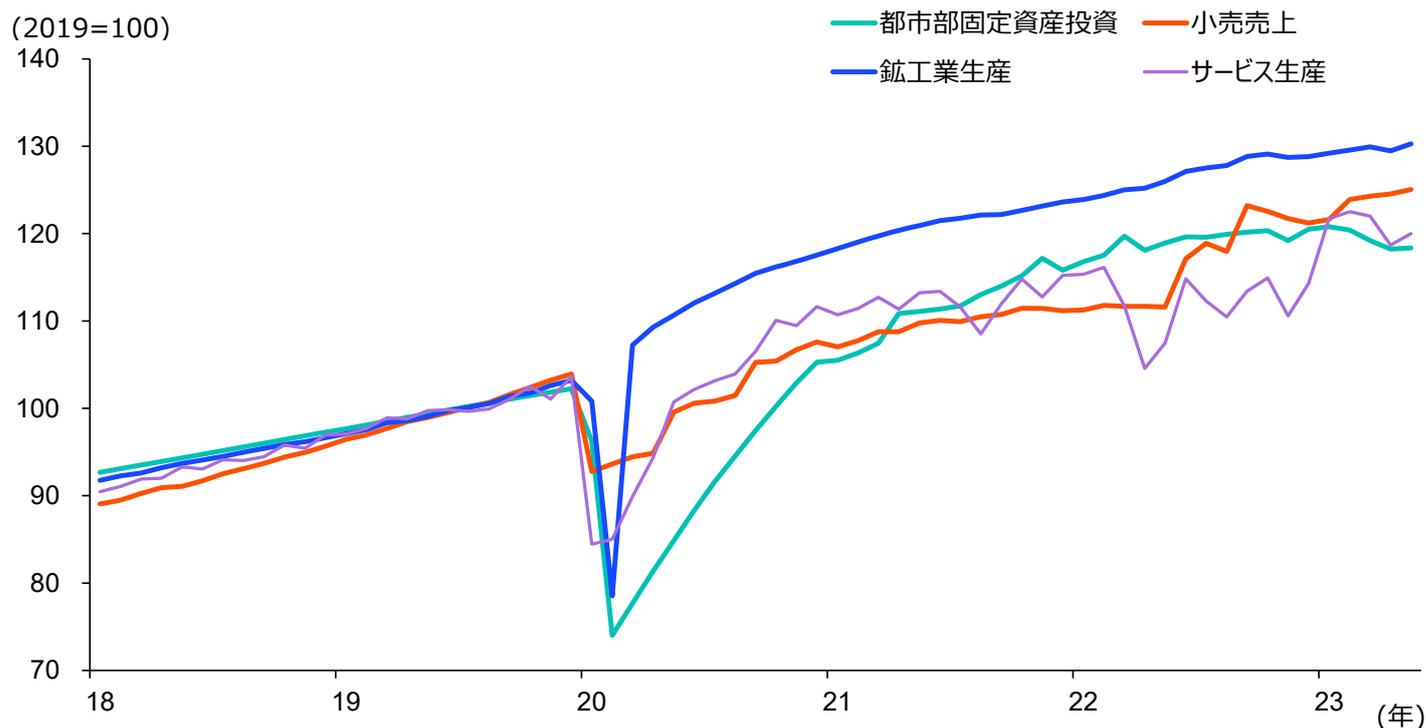
1-3月期に景気が上振れた反動が想定外に顕在化

中国景気の弱さが明確化してきました。4月に多くの経済データが下振れた後、5月の経済データに注目が集まっていましたが、先週公表された5月の経済データも力強さに欠ける内容となりました。5月は前年同期比での小売売上高伸び率が12.7%と高水準を記録したものの、これは、主として、上海市などでのロックダウンがまだ解除されていなかったことで前年の水準が高かったことによるものでした。

一方で、弱さが目立ったのが、輸出、投資、サービス生産（サービス業における付加価値）でした。まず、輸出については、ドルベースの前年同月比増加率が、4月の8.5%から、5月には-7.5%に沈みました。輸出の計数は市場予想を大きく下回りましたが、政府版製造業PMIにおける新規輸出受注指数が4、5月に連続して50ポイントを下回っていた点とは整合的であり、アジアの主要国のほぼ全てにおいて直近の輸出が前年の水準を割っていたことを踏まえると、輸出の弱さは驚くにはあたりません。次に、投資については、国家统计局が公表する実質ベースでの都市部固定資産投資統計をみると、経済再開の恩恵が強く顕在化した2023年1～2月までは2022年後半並みの水準を維持できていたものの、3月に弱含み、4～5月にはさらに落ち込みました（図表1）。一方、サービス生産については、インベスコが一定の前提を置いて独自に季節調整すると、経済再開による恩恵によって1～3月に上振れた後、4～5月にはやや減少したことが判明しました（図表1）。この動きは、経済再開によってサービス業の活動がいったんは活発化したものの、その勢いが長続きしなかったことを示唆しています。

当レポートの5月18日号（「中国：経済再開の恩恵が想定より早く剥落？」）では、ゼロコロナ政策の撤廃による経済再開の恩恵が、これまでの想定よりも早く剥落するリスクが高まっている点について指摘しましたが、5月分の経済データを見る限り、そのリスクが現実のものとなったようです。中国の家計は、コロナ禍において相当の超過貯蓄を蓄えるに至りましたが、可処分所得の伸び率がコロナ前に比べて鈍化し、先行きに対する不透明感が強まる中、超過貯蓄を使って消費する動きは弱く、一部で期待されたほどには需要は上振れなかったと言えます。住宅ローンなど家計債務の増加によって家計の元利払い負担が大きくなったことも消費者マインドへの悪影響を通じて内需の拡大を抑制したとみられます。

（図表1）中国：主要経済指標の水準の推移



（注） サービス生産のみインベスコが独自に季節調整。

（出所） FOMC資料よりインベスコ作成

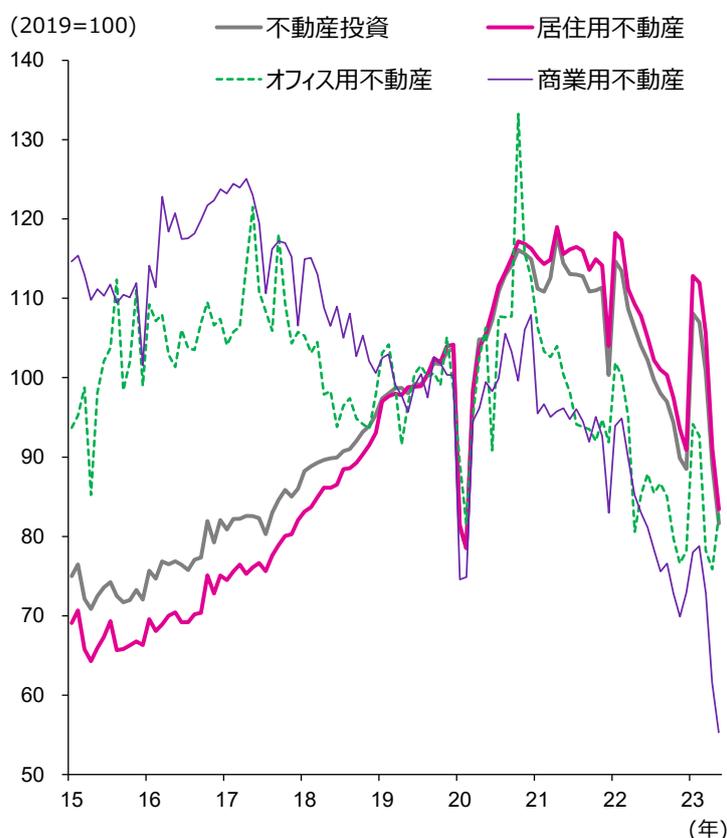
不動産投資の弱さが特に注目される

足元での中国の景気を見る上で波及効果などの点から特に注目されるのが、不動産投資のさらなる減少です。インベスコが独自に季節調整した不動産投資額（名目ベース）は、1～2月に一時的に上向いたものの、その後減少し続けており、5月の水準は2017～2018年並みに落ち込みました（図表2）。中国の不動産投資は、居住用、商業用、オフィス用という主要3分野の全てで低迷していますが、不動産投資全体の約4分の3を占める居住用不動産の動きが特に重要です。居住用不動産の着工面積の動きをみると、今年5月の水準は、コロナ前の2019年の平均水準よりも61.9%低い水準にまで落ち込んでいました（図表3）。同期間における居住用不動産投資の落ち込み幅が16.6%であったことと、居住用不動産の着工から完工までに1年半程度を要することを踏まえると、少なくとも年内いっぱいには不動産投資の低迷が続く可能性が高いとみられます。

政策対応は今のところ限定的。7月中旬のGDP統計に注目

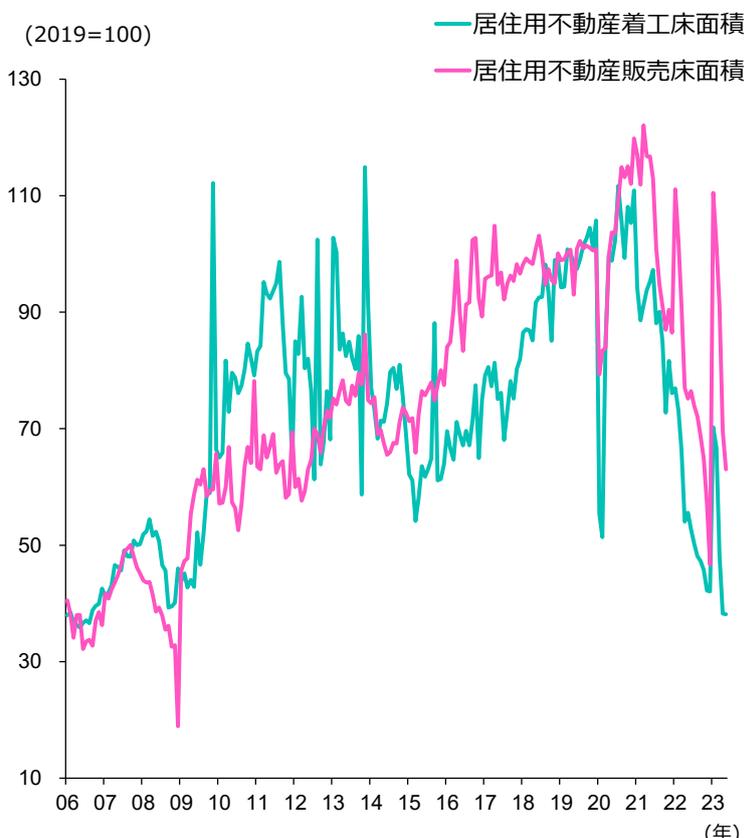
景気が足踏み状態に陥ってきたことが明確になる中、中国当局は政策対応を徐々に積極化させてきました。6月15日に中国人民銀行が市中銀行向けに資金供給をする際の中期貸出ファシリティー（MLF）1年物金利を以前の2.75%から2.65%へと引き下げられ、これに続いて、6月20日には、1年物ローンプライム金利、5年物ローンプライム金利が共に0.1%引き下げられました。こうして実施された利下げ策は景気に対する一定の刺激効果を有するとみられるものの、現在の中国景気が直面している問題を大きく改善させるほどの効果は期待できません。政策に対する金融市場の反応もこれまでのところは限定的であり、CSI300指数でみた株価は4月中旬以降、軟調に推移しています。

（図表2）中国：不動産投資の水準



（注）名目ベース。季節調整はインベスコによる。
（出所）CEICよりインベスコ作成

（図表3）中国：居住用不動産着工・販売面積の水準



（注）季節調整はインベスコによる。
（出所）CEICよりインベスコ作成

一方、中国政府は、6月16日に開催された国務院常務会議において、有効需要の拡大や実体経済の強化に注力する方針を打ち出すとともに、「科学技術型企業の資金調達支援強化行動プラン」と「プライベート投資ファンド監督管理条例」を審議、採択しました。不動産分野で対策が打ち出されていない点は重要です。これは、過去に不動産業が不振に陥った際のように大規模な不動産刺激政策を打ち出す場合、不動産価格が大きく上昇し、現政権が政策目標として注力する「共同富裕」の考え方と辻褄が合わなくなる恐れがあるためとみられます。今後、不動産市場がさらに低迷すれば本格的な不動産刺激策が実施される可能性はあるものの、現時点ではその可能性は低いと考えられます。

1-3月期の経済成長が大きく上振れたことで、中国当局が掲げている「5%程度」という成長率目標の達成に向けてのハードルは大きく下がりました。昨年まで大規模な財政政策面での対応を続けた中国当局は、政府債務の増加に対してこれまでよりも警戒感を強めているとみられます。現時点では、大規模な追加的財政刺激策が実施される可能性は低いとみられます。ただ、今年の実質GDP成長率が5%を割るような可能性が強まる場合には、比較的大きな対策が打ち出される可能性があります。7月17日には、6月の主要統計とともに4-6月期のGDP統計が公表される予定です。4-6月期の実質GDP成長率が前期比でマイナス圏に陥る場合には、中国当局が政策対応のギアを上げてくるとみられることから、注目したいと思います。

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
6月15日	6月FOMCへの市場の反応は限定的だが..
6月8日	新興国資産に再び注目
6月1日	日本株の相対的な強さは年末頃まで続く公算
5月25日	米国国債のデフォルトリスクと2011年の経験
5月18日	中国：経済再開の恩恵が想定より早く剥落？
5月11日	日米欧の金融政策会合と今後の注目ポイント
4月27日	想定以上に上振れる中国景気
4月13日	YCCの早期修正期待が残る理由
4月6日	日銀短観3月調査と今後の日銀政策
3月30日	注目される、5つのマクロ的な動き
3月23日	柔軟な政策運営の方向性を打ち出したFRB
3月16日	SVB破綻でグローバル金融市場の構図が一変
3月9日	中国：低くはない、5%成長のハードル
3月2日	局面が変わるグローバル市場、リスクの本質
2月22日	グローバル市場動向の図式化を試みる

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

MC2023-093