

2023年10月19日

7-9月期に持ち直した中国経済は今後再減速へ

レポート要旨

7-9月期の中国経済は再加速

前期比でみた中国実質GDP成長率は、2023年7-9月期に1.3%（年率換算では5.3%）を記録、市場コンセンサスの0.9%（ブルームバーグ調べ）を上回るとともに、予想外の景気減速に直面した4-6月期の0.5%（年率換算では2.0%）から大きくリバウンドしました。

短期的な経済対策の必要性は低下

7-9月期の実質GDP成長率が上振れたことで、金融市場における中国経済の先行きに対する懸念は一時的に和らぎそうです。中国政府は今年の成長率目標を追加的な景気対策なしに達成できると見込まれます。

それでも2024年予算では積極財政が採用される公算

とはいえ、7-9月期の主要統計が示す中国経済の姿は、力強いと呼べるものではありませんでした。今後の中国経済が7-9月期の強さを維持することは困難とみられます。2024年に入っても、中国当局は金融・財政政策の両面から景気を支え続ける必要があると予想されます。



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

7-9月期の中国経済は再加速

景気減速が懸念される中国の7-9月期のGDP統計には大きな関心が集まりました。2022年の中国経済がコロナ禍で景気が大きな打撃を受けたこともあり、中国景気をみるうえでは、前年同期比よりも前期比でみた計数の方が重要です。前期比でみた実質GDP成長率は、2023年7-9月期に1.3%（年率換算では5.3%、前年同期比では4.8%）を記録、市場コンセンサスの0.9%（ブルームバーグ調べ）を上回るとともに、予想外の景気減速に直面した4-6月期の0.5%（年率換算では2.0%）から大きくリバウンドしました。

ただ、7-9月期の中国景気のけん引役を理解するには、細かい分析をする必要があります。というのは、中国ではGDPの内訳が公表されておらず、月次で公表される指標からはむしろ景気の弱さが浮かび上がってくるためです。公表された月次統計を用いて7-9月期における主要指標の前期比での伸び率を計算してみると、実質ベースでみた財消費（小売売上）、都市部固定資産投資の伸び率は、それぞれ、0.5%、0.1%にとどまる一方、名目のドル建て計数より算出した貿易収支の伸び率はマイナス圏にあったためです（図表1）。そこで、家計調査などから実質ベースのサービス消費をおおまかに推計してみたところ、7-9月期における前期比伸び率は19.6%と、13.9%を記録した4-6月期よりもさらに加速していたことがわかりました。この推計が正しいとすると、7-9月期の中国経済は、サービス消費によって力強くけん引されていたこととなります（仮に正しくないとすれば、7-9月の1.3%成長が何によってけん引されたかを理解することは難しいと言えます）。

短期的な経済対策の必要性は低下

7-9月期の実質GDP成長率が上振れたことで、金融市場における中国経済の先行きに対する懸念は一時的に和らぎそうです。中国国家統計局によると、「5%程度」に定められた今年の政府による成長率目標を達成するためには、10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比で4.4%が必要とのことです。これを前期比での成長率にひきなおすと0.2%になることから、中国政府は今年の成長率目標を追加的な景気対策なしに達成できるでしょう。このため、年内に追加的な景気対策が発動される可能性は低下したと考えてよいでしょう。ブルームバーグ社は、10月10日の記事において、中国政府が経済成長率目標を達成するため、1兆元を超える国債の追加発行を含む景気刺激策を検討していることを、「事情に詳しい関係者」の話として報道していますが、今回の経済指標の公表を受けて、その可能性は低下したと考えられます。

（図表1）中国：主要経済指標の実質ベースでみた前四半期比伸び率（%）

期間	GDP	財消費 (小売売上)	サービス消費*	都市部 固定資産投資	鉱工業生産	貿易収支**
2023年1-3月期	2.3	2.7	7.1	0.7	1.0	34.7
4-6月期	0.5	2.9	13.9	-0.1	1.0	-9.9
7-9月期	1.3	0.5	19.6	0.1	1.2	-5.9

（注）年率換算していない計数。サービス消費*はインベスコによる推計値。データの制約から、貿易収支**は実質ベースではなく、ドル建ての名目計数から算出。
（出所）CEICよりインベスコ作成

それでも2024年予算では積極財政が採用される公算

とはいえ、7-9月期の主要統計（図表1）が示す中国経済の姿は、力強いと呼べるものではありませんでした。財消費や固定資産投資が弱めであることが景気全体の弱さをもたらしており、特に、当面、不動産投資の減少が見込まれる点が景気の下押し圧力をもたらしています（図表2）。1-9月期において、中国の家計の1人当たり可処分所得は実質ベースの前年同期比で5.9%増加しました。これを踏まえると、4-6月期、7-9月期と連続で前年同期比での二桁の増加を続けてきたサービス消費の伸び率が今後も維持されるとは思えません。中国経済が7-9月期の強さを維持することは困難とみられます。中国景気の今後のリスクとしては、上振れリスクよりも下振れリスクが大きいと判断されます。

2024年に入っても、中国当局は金融・財政政策の両面から景気を支え続ける必要があるでしょう。2022年は中国経済がコロナ禍にあったことから、2023年の成長率に向けてのゲタ（2023年の実質GDPが2022年10-12月と同水準で横ばいとなる場合の2023年の実質GDP成長率）が1.8%ポイントに達しました。2023年10-12月期の成長率が再び前期比で0.5%に減速する場合、2024年の成長率に向けてのゲタは1.1%ポイントにとどまることもあり、2024年の中国経済が4%台半ば程度の成長を達成するハードルは決して低くありません。不動産投資の減少が続くと見込まれる中、金融政策面では、金利や法定預金準備率が引き下げられると見込まれます。財政政策面では、2023年までと同様、2024年においても積極的な財政政策が採用されると見込まれます。この観点から、例年12月上～中旬に開催される中央経済工作会議に注目したいと思います。

（図表2）中国経済の現状とリスク

主要な需要項目	足元の動き	注意すべきリスク
不動産投資	非常に弱い	2024年も減少を続けるとの見方がメインシナリオであるが、さらに減少幅が拡大するリスクも存在。都市部のスラム対策などの政策次第では下振れが限定される可能性
輸出	かなり弱い	足元ではやや改善しているが、欧米の景気次第では下振れリスク
財消費（小売売上）	やや弱い	足元では消費マインドの落ち込みリスク
不動産以外の投資	やや強い	政策次第ではインフラ投資等に上振れリスク
サービス消費	やや強い	上下双方向のリスク
GDP全体	やや弱い	下振れリスク

（出所）インベスコ

「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
10月12日	日本：日銀による金融引締めを展望
10月5日	米国景気の強さの背景を考える（2）
9月28日	中国の成長率が下方屈折する可能性を探る
9月21日	高金利政策継続の方向性を打ち出した9月FOMC
9月14日	米国景気の強さの背景を考える
8月31日	インフレ警戒色をにじませたジャクソンホール会議
8月24日	ボトム圏のグローバル生産。いつ、どこから回復？
8月17日	中国向け直接投資急減のインパクト
8月10日	米10年金利4%超えの背景と見通し
8月3日	主要3中銀の会合を受けた金融市場のポイント
7月28日	（フラッシュ・レポート）日銀のYCC柔軟化と今後の見通し
7月27日	7月FOMC—今後の関心は利下げと景気動向に
7月20日	中国景気の現状を整理—不透明感が強まる
7月13日	ECB政策の行方—来年はFRBよりも引き締めに
7月6日	日本：近づいてもなお遠い、2%のインフレ目標

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

MC2023-167