

2024年1月18日

弱さが目立った10-12月期の中国経済



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

レポート要旨

弱さが目立った10-12月期の中国経済

中国経済の2023年10-12月期の前年同期比ベースでの実質GDP成長率は、ほぼ市場予想並みの5.2%となりました。しかし、この高めの成長率は前年同期の水準が低めだったことによる面が大きく、2023年12月分の主要経済指標の結果をふまえると、最近の中国景気には弱さが目立っていると判断できます。不動産以外の投資はかなり強かったものの、不動産投資はさらに減速しました（図表1）。

当局は財政面でのより積極的な対応を模索

中国当局が新たに1兆元規模の特別国債の発行を検討しているとの報道が伝わっていますが、私は、こうした財政刺激策の実施は、中国経済を浮揚させるというよりも、中国経済が直面するダウンサイドリスクの抑制を念頭に置いたものになると考えています。今年の中国景気が抱えるダウンサイドリスクとしては、①不動産不況の深刻化リスク、②地方政府の「かくれ債務」問題を解決する過程で地方政府融資平台（LGFV）による投資活動が大きく減速するリスクが重要であると考えられます。

弱さが目立った10-12月期の中国経済

中国経済の2023年10-12月期の前年同期比ベースでの実質GDP成長率は、ほぼ市場予想並みの5.2%を記録しました。2023年の通年の成長率も5.2%と、中国政府が今年の成長率目標として掲げた「5%前後」という水準を達成することができました。ただし、前年同期比での成長率が高めに出了のは、中国が1年前（2022年）の10-12月期にコロナ患者のまん延に対応してゼロコロナ政策を撤廃した景気低迷期にあたったという面が強く、2023年10-12月期の前期比での成長率（年率）は4.1%と、7-9月期の同6.1%から減速しました。2023年12月分の主要経済指標の結果を踏まえると、最近の中国景気には弱さが目立っていると判断できます。

主要な需要項目をみると、足元での中国経済において最も勢いのあるのが、不動産分野以外の投資です（図表1）。特に、インフラ投資と製造業による投資の伸びが加速しています。前者については、2023年秋に中国政府が特別国債の発行によって調達した1兆元のうち、3~4割に相当する資金が10-12月期中にインフラ投資に充てられた点が貢献したとみられます。後者については、中国政府が半導体やグリーン技術に関連する投資を政策的に促進している点が効果を発揮しているとみられます。海外企業による中国への直接投資が鈍化しているとみられるなかでも、政府による積極的な投資支援策が奏功する形で製造業の投資が堅調さを維持したと考えられます。

一方、かなり弱いとみられるのが、輸出です。中国政府が公表する数量ベースの輸出の前年同月比での伸びをみると、2023年11月には12.0%にまで回復してきました。ただし、1年前の2022年11月の伸び率がコロナ問題を主因に-10.9%と低迷していました。これをふまえると、2023年11月の輸出は、コロナ禍の収束によって2021年11月の水準にほぼ戻っただけと言えます。ドルベースでの輸出は2023年12月分まで公表されていますが、2023年11月、12月の伸び率は、それぞれ、0.5%、2.3%に過ぎず、輸出が景気をけん引しているとは言えない状況です。

主要な分野中で最も弱いのは、引き続き不動産投資でした。インベスコの試算では、2023年12月における不動産投資の単月ベースでの前年同月比増加率は-24.0%と、リーマンショック以降において最低となりました（11月は-18.1%でした）。居住用不動産をはじめ、オフィスや商業用不動産への投資が全て大幅に落ち込みました（図表2）。

（図表1）中国経済の現状

主要な需要項目	足元の動き	ポイント
不動産以外の投資	強い	1兆元の追加国債発行による地方政府プロジェクトの拡大と製造業企業による積極的な投資がけん引
財消費（小売売上）	やや強い	住宅関連需要（電気製品や家具）を除いてある程度の強さが戻っている模様
サービス消費	やや弱い	コロナ明け直後と比較するとやや息切れ感が出てきた
輸出	かなり弱い	供給サイドの改善による一時的な効果が剥落
不動産投資	非常に弱い	住宅販売面積がさらに減少してきており、不況色がさらに強まっている
GDP全体	やや弱い	不動産不況がもたらした悪影響が、景気の広範囲の弱さをもたらしている

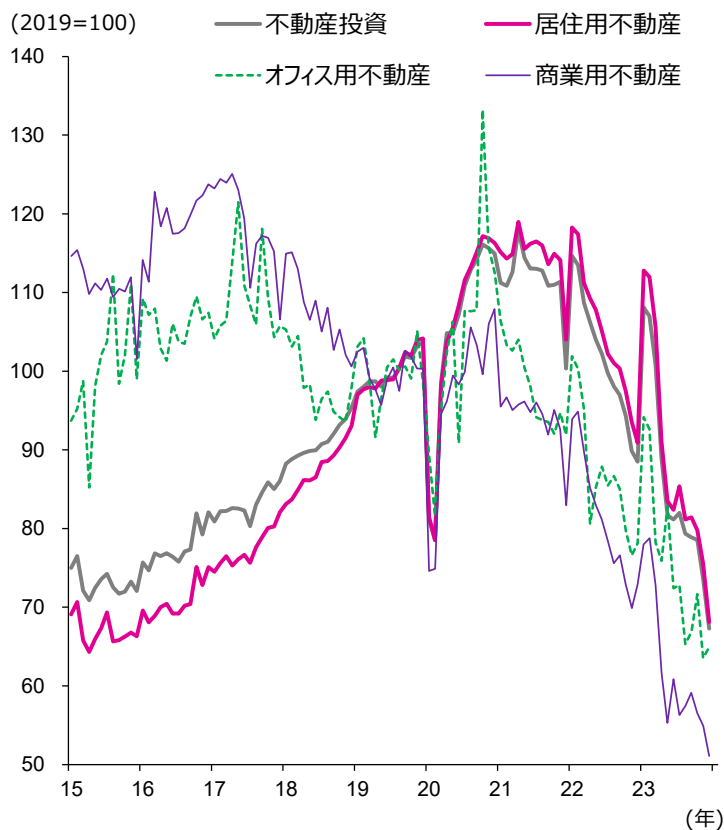
問題はそれだけにとどまりません。居住用不動産の販売床面積・着工床面積がともに下落し（図表3）、特に販売床面積は2008年12月以来の低水準となりました。マンションの販売が振るわないことで、住宅開発業者の資金繰りの問題がさらに深刻化する可能性が指摘できます。中国の不動産不況の問題については今後、当レポートにおいて別途分析をご紹介しますと思います。

当局は財政面でのより積極的な対応を模索

ブルームバーグ社は1月16日の報道において、中国当局が新たに1兆元規模の特別国債の発行を検討していると伝えました。不動産不況が長引き、かつ、大きな問題となる中、景気の先行きについての不透明感が強まっています。昨日公表された12月分の主要統計を受けて、中国当局が財政政策の積極化によって短期的に景気刺激を試みる可能性が高まっていると判断できます。私は、こうした財政刺激策の実施は、中国経済を浮揚させるというよりも、中国経済が直面するダウンサイドリスクの抑制を念頭に置いたものになると考えています。その意味では、追加的な財政措置が講じられたとしても、現在の中国経済に対する投資家の目線が大きく変わるとは考えにくい状況です。

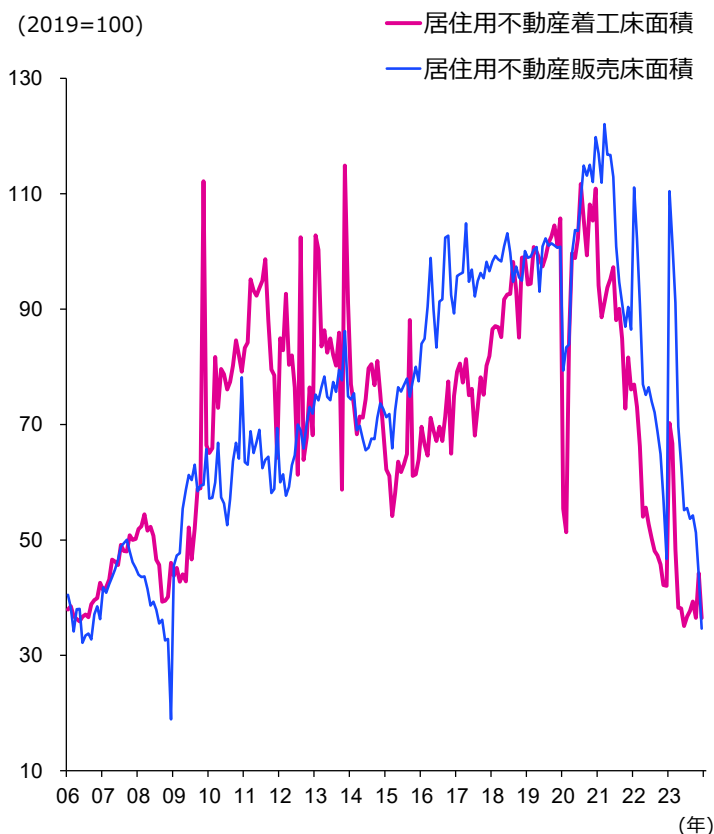
今年の中国景気が抱えるダウンサイドリスクとしては、①不動産不況の深刻化リスク、②地方政府の「かくれ債務」問題を解決する過程で地方政府融資平台（LGFV）による投資活動が大きく減速するリスクが重要であると考えられます。これらは相互に関連するリスクですが、LGFV問題（②）については、債務返済が困難なLGFVの債務を地方政府自身の債務として認識し、地方政府が発行する債券の発行によって債務を肩代わりする措置が2023年秋から一部の地方で採用されつつあります。LGFVの債務再編の動きは、中国経済が直面する重要な問題を健全化させる動きとして評価できますが、その結果としてLGFVによる資金調達が遅延し、インフラ投資に悪影響を及ぼすリスクが存在しています。今後、3月の全国人民代表大会（全人代）のタイミングで公表されるとみられる2023年の財政政策やその他の政策対応に引き続き注目したいと思います。

（図表2）中国：不動産投資の推移



（注）インベスコによる季節調整済み計数。
（出所）CEICおよびインベスコが作成

（図表3）中国：居住用不動産の着工・販売床面積の推移



（注）インベスコによる季節調整済み計数。
（出所）CEICおよびインベスコが作成

「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
1月11日	米国：ソフトランディングの可能性が高まる？
1月5日	2024年の日本金融市場見通し
12月21日	2024年のグローバル金融市場
12月14日	転換点を迎えたFRB政策と今後の市場シナリオ
11月30日	2024年のグローバル経済見通し
11月24日	注目度を高めるインド市場
11月16日	リスクオンの中で「巻き戻し」が続く
11月9日	グローバル金融市場の地合いが変化？
11月2日	11月FOMC＝「ハト派的な」利上げ休止
10月31日	（フラッシュ・レポート）日銀：YCC再柔軟化の背景を探る
10月26日	米国：消費者信用が足元で減少に転じた
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
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

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