

## ～マクロ経済関連～

**成長率は加速も消費者マインドはなお慎重**

— 2023年1～3月期 GDP は+4.5%と予想以上の着地 —

## &lt;要旨&gt;

- ✓ 2023年1～3月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+4.5%と、感染収束による景気の持ち直しをうけて、前期より加速した。ただし、消費や輸出には一時的な上振れ要因も含まれている
- ✓ 3月の小売売上高や生産活動の伸びは加速する一方、固定資産投資は減速。不動産価格等に持ち直しの兆しもあるが、不動産開発投資は依然として低迷しており、製造業投資の伸び率も鈍化
- ✓ 4～6月以降も緩やかな景気の持ち直しが継続するとみられるが、企業マインドにみる景気の先行きは産業により濃淡が顕著。消費者マインドはなお慎重な姿勢が残る

## &lt;目次&gt;

## 1. 実質 GDP 成長率は市場予想比で上振れ、一時的な要因も

- 3月小売売上高の大幅増は前年要因を割り引く必要
- 不動産投資の持ち直しにはなお時間

## 2. 消費者・企業マインドにみる景気の先行き

- 財布の紐は依然として固い
- 企業の先行きへの期待感は高いが産業により濃淡



MIZUHO

瑞穂銀行

— WeChat公式アカウント —

# 1. 実質 GDP 成長率は市場予想比で上振れ、一時的な要因も

## ■ 3 月小売売上高の大幅増は前年要因を割り引く必要

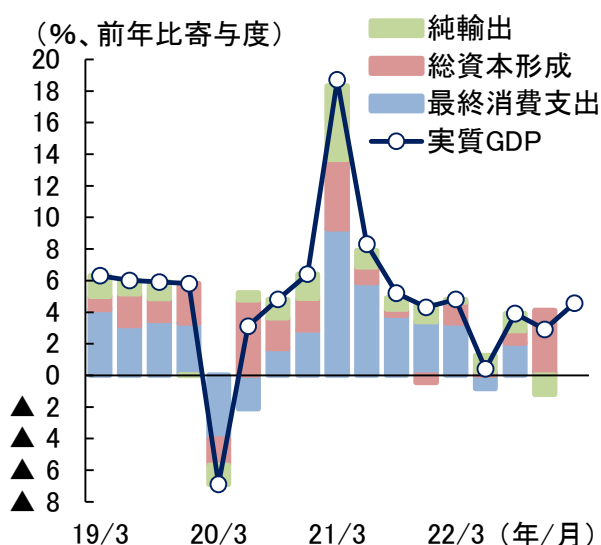
2023 年 1~3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+4.5%と、前期（10~12 月期：同+2.9%）より加速した（図表 1）。2023 年は新型コロナウイルスによる感染ピーク期から開始したことため、1 月前半における景気停滞による成長率下押しが懸念されたが、その後の感染収束と経済活動の持ち直しを反映する結果となった。中国国家统计局は記者会見で、最終消費支出の実質 GDP 成長率への寄与を 66.6%としており、1~3 月期における消費活動のけん引を強調した。

足元（3 月単月）の経済指標は、一見すると小売売上高を中心に良好な結果に見えるが、前年要因（昨春の広範な感染拡大による景気低迷の反動）を考慮する必要がある。

小売売上高は 1~3 月期では前年同期比+5.8%と、新型コロナウイルスによる下押しを受けた前期の▲2.7%より大幅に改善しており、3 月単月では前年同月比+10.6%、そのうち財は同+9.1%、飲食サービスは同+26.3%となった（図表 2）。確かに、感染の収束に伴い消費活動は改善基調にあるとはいえ、前年 3 月は、それぞれ同▲3.5%、同▲2.1%、同▲16.4%だったことから、足元の高い成長率は割り引いて考える必要があるだろう。図表 3 の一定規模以上の企業を対象とした小売統計からは、ほとんどの項目で顕著な改善がみられているが、ここでも前年に不振であった自動車や服飾品には反動増が含まれ、このほか医薬品の特需が一定程度続いていたことも小売（財）を押し上げたとみられる。また、1・2 月と比較して食品・日用品の寄与度も小幅に低下しており、財消費は回復の途上にあるものの、先行きはやや慎重にみる必要があるだろう。

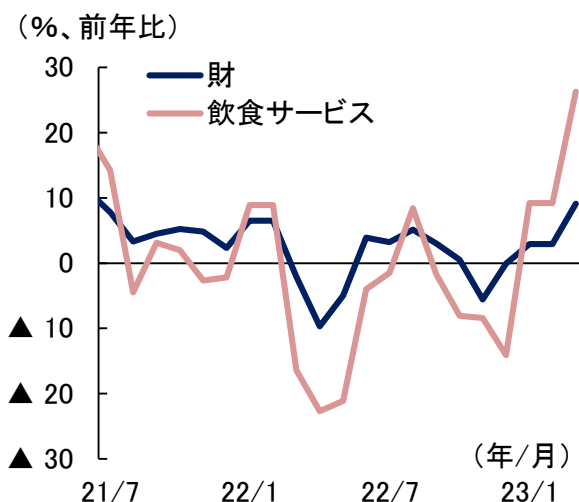
工業加価値生産額も 1~3 月期では前年同期比+3.0%（前期：同+2.8%）と小幅ながら持ち直した。3 月単月でも前年同月比+3.9%と 1・2 月（同+2.4%）より加速しているが、小売売上高と同様に前年要因を考慮すれば過大評価はできない。電気機械（同+16.9%）や化学（同+7.1%）は比較的堅調だった一方で、国内外の電子機器の需要の縮小等を背景に電子分野（同+1.2%）の生産は低調であった。このほか医薬品（同▲8.3%）もマイナス圏で推移しており、今後の特需のはく落を示唆している。

図表 1 実質 GDP 成長率



(注) 2023 年 1~3 月期の寄与度は執筆時点で未公表  
(資料) 中国国家统计局、CEIC

図表 2 小売売上高



(資料) 中国国家统计局、CEIC



輸出入（財、名目ドル）については、1～3月期はそれぞれ前年同期比+0.5%（前期：▲6.7%）、同▲7.2%（前期：同▲6.6%）と輸出は持ち直したが、力強さを欠く内需を反映して輸入はマイナス圏での推移が続く（図表6）。改善した輸出に関しても、前期（10～12月期）特有の下押し要因（感染拡大による生産・物流の停滞）の緩和によるところが大きく、2022年前半まで見られたようなコロナ禍の特需<sup>1</sup>を背景とした勢いはない。

こうしてみると、1～3月期の実質GDP成長率は+4.5%と加速し、全人代で掲げた+5.0%前後に対して（4～6月期以降の前年要因による高い成長率実現の可能性を考慮すれば）悪くない結果であるが、足元の回復過程には産業等の濃淡が顕著に表れており、また一時的な上振れ要因も含まれているといえよう。

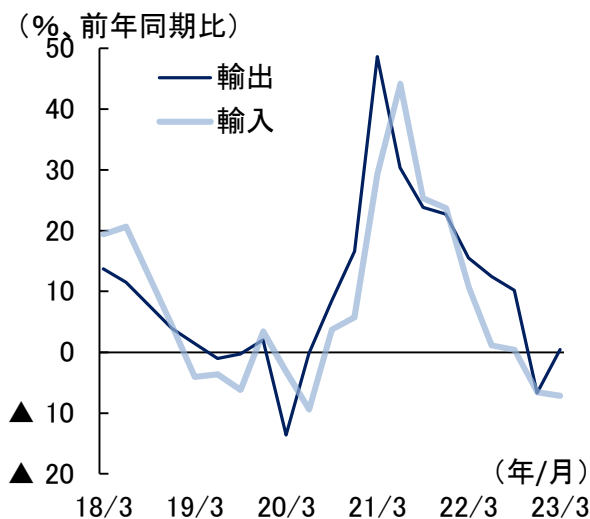
## 2. 消費者・企業マインドにみる景気の先行き

### ■ 財布の紐は依然として固い

新型コロナウイルスの収束に伴い2023年4～6月以降も内需は緩やかな持ち直しの傾向が続くとみられる<sup>2</sup>一方、世界的な景気減速により外需への下押し圧力は継続すると考えるのが自然だろう。今年の中国経済にとって重要な役割を果たす内需について、消費者や企業のマインド・将来的な期待感から先行きをみていきたい。

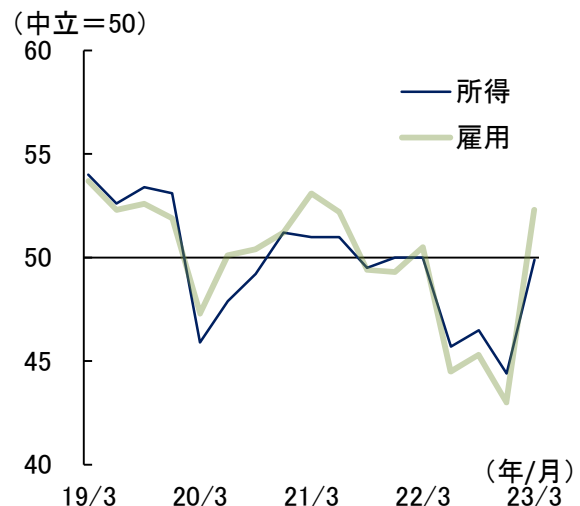
中国人民銀行が3カ月毎に預金者に対して実施するアンケート調査<sup>3</sup>では、「将来の所得」、「将来の雇用期待」はいずれも急回復したが、所得については中立である50をわずかに下回った（図表7）。また、コロナ禍以降で高まっている貯蓄志向については61.8%から58.0%小幅に低下したものの依然として高い水準にあり、消費（22.7%→23.2%）より投資（15.5%→18.8%）への意向が相対的に強まる結果となった。消費はコロナ禍前（2019年平均：27.0%）と比較して乖離がみられる（図表8）。つまり、所得・雇用環境は改善しつつあるものの、所得の先行きへの不透明感等から消費活動に慎重な姿勢

図表6 財輸出入（米ドル建、四半期比較）



（資料）中国海関総署、CEIC

図表7 個人の先行き期待（所得・雇用）



（資料）中国人民銀行、CEIC

<sup>1</sup> 巣ごもり需要をはじめとする欧米での財需要の強さを背景としたもの

<sup>2</sup> 今後、他国でみられるようなオミクロン株による感染再拡大の可能性は否定できない。ただし、中国は既に新型コロナウイルスの感染症分類を引き下げており、感染再拡大時でも行動制限の可能性は低く、消費活動への影響は限定的と想定

<sup>3</sup> 本調査は四半期毎に全国の支店から計2万人を抽出し実施

が伺える。

他方、住宅購入にかかるマインドは長らく続いた低迷から一筋の光がみられた。「住宅価格の上昇期待」は2021年4~6月以来の改善となり、「今後の3カ月の住宅購入計画」についても小幅に持ち直した(図表9)。昨年は、一部不動産ディベロッパーの資金繰り悪化に起因する工事遅延問題が、住宅の買い控えをもたらした不動産価格は低下トレンドが続いていた。もちろん、いずれの水準感も(不動産市場が低迷し始める前の)2021年前半と比較して低い。そのため、前述の通り不動産投資の底打ちにはなお時間を要すると考えるが、改善の兆しと捉えることはできよう。

### ■ 企業の先行きへの期待感が高いが産業により濃淡

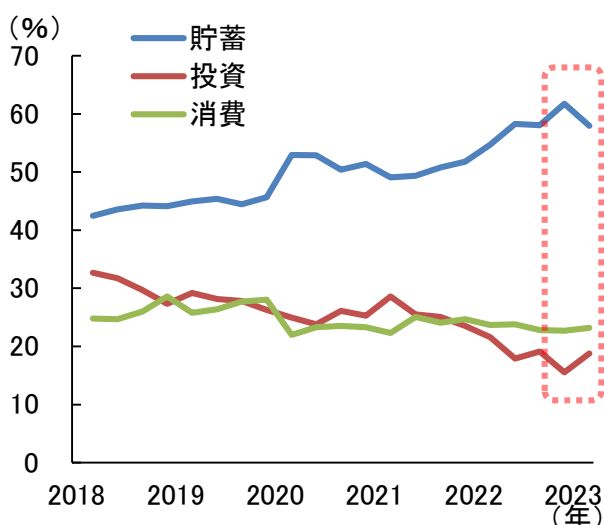
では、企業における景況感の先行きはどうだろうか。購買担当者景気指数(PMI)の先行き期待は、製造業・非製造業ともに中立である50を上回るもののその水準に大きな開きがみられる(図表10)。

製造業の先行きは、3月に55.5と前月(57.5)より小幅に低下した。先月まではコロナ関連規制の緩和や感染収束に伴い上昇が続いていたが、回復期待が一服した格好だ。もっとも2020年のコロナ第一波後における回復期にも、こうした持ち直しの一服がみられており、過度に悲観する必要はないと考える。ただし、先行き期待の水準(55.5)は低いとは言えないものの、国内での感染封じ込めに成功し回復過程を辿っていた2021年前半(60前後)と比較すると物足りない。背景には、前述したような業種による持ち直し具合の濃淡が鮮明になっていることや、コロナ禍における世界的な巣ごもり需要のはく落等をうけた輸出産業の環境変化があげられよう。

一方、非製造業の先行き期待は、63.3と非製造業と同様に前月より低下したが、その水準は(先ほど比較対象とした)2021年前半と同程度の高い水準を維持している。中国国家統計局は、現況につき小売、交通(航空・鉄道・高速道路)、リース、建設が特に堅調と説明しており、当地の生活実感とも概ね符合する内容である。また、中国人民銀行の調査によれば、図表11の通り小売・インフラの資金需要は相対的にみて高まっており景況感の先行きを裏付ける一つの材料といえよう。

こうしてみると産業による回復ペースは相応に差があり、個人の消費スタンスはなお慎重である。前

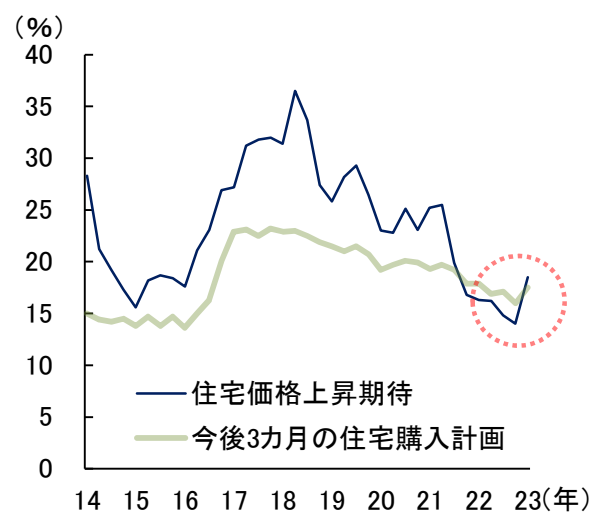
図表8 個人の貯蓄・投資・消費志向



(注) 消費は全体(100%)より貯蓄・投資を差し引くことで算出

(資料) 中国人民銀行、CEIC

図表9 住宅関連マインド

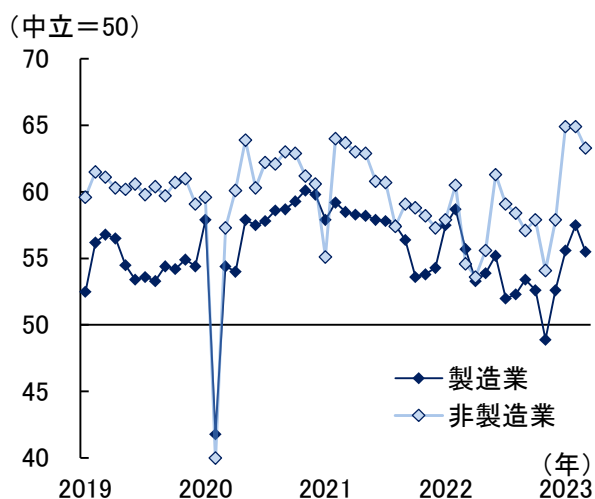


(資料) 中国人民銀行、CEIC

項で説明した小売売上高（財）へのやや慎重な見方や、消費者や企業のマインド・将来的な期待感からは、消費財に対する政策的支援の必要性が高まっているといえる。

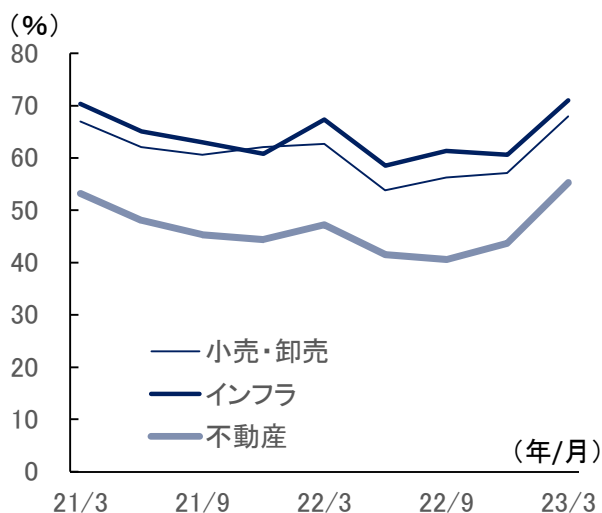
また、4～6月以降の経済統計は、昨春の上海等での感染拡大期の景気低迷から、前年同期比では（景気実態以上に）高い数値となりやすいことには留意が必要だ。そのため、先に示した景況感やマインドにかかる調査も注意深く見ていく必要があるだろう。

図表 10 製造業・非製造業 PMI（先行き期待）



（資料）中国国家统计局、CEIC

図表 11 業種別資金調達需要



（注）中国人民銀行が実施するアンケート調査。貸出需要の「増加」、「基本的に不変」の割合をそれぞれ算出し、それぞれ 1、0.5 のウェイトで計算したもの

（資料）中国人民銀行、CEIC

みずほ銀行（中国）有限公司 中国アドバイザー一部 主任エコノミスト 伊藤秀樹

hideki.ito@mizuho-cb.com

Copyright © 2023 Mizuho Bank (China), Ltd.

1. 本資料は法律上・会計上・税務上の助言を目的とするものではありません。本資料中に記載された諸条件及び分析は仮定に基づいており、情報及び分析結果の確実性或いは完全性を表明するものではありません。また、当行との取引においてご開示頂く情報、鑑定評価、各種機関の見解、また政策法規・金融環境等の変化によっては、本資料に記載の仮定やスキームと乖離が生じ、提示した効果が得られない可能性があります。本資料については、そのリスクを充分ご理解の上、貴社ご自身の判断によりご利用下さい。当行は本資料に起因して発生したいかなる損害について、その内容如何にかかわらず、一切責任を負いません。
2. 本資料中に記載された企業情報は、公開情報及び第三者機関から取得した情報に基づいて作成しており、当行が顧客との取引において知りうる機密事項や非公開情報等は一切含まれておりません。
3. 本資料中に記載された情報は、当行が信頼できると考える各方面から取得しておりますが、その内容の正確性・信頼性・完全性を保証するものではありません。また、引用された出所元の資料及び文言に含まれる、または解釈される可能性のある意見や論評は、記載された出所元の意見や論評であり、当行の意見や論評を表明するものではありません。
4. 本資料の著作権は原則として当行に帰属します。本資料については貴社内部の利用に限定され、いかなる目的であれ、いかなる方法においても、無断で本資料の一部または全てを、第三者へ開示、または複写・複製・引用・転載・翻訳・貸与する等の行為について固く禁じます。