

～マクロ経済関連～

景気回復の持続性に疑問符

— 4月経済指標に漂う停滞感 —

<要旨>

- ✓ 4月の経済指標は、前年の景気停滞期の反動を受けて、前年同月比で見れば小売売上高を中心に高い伸び率を確保したが、（季節調整済の）前月比で見れば消費活動は鈍化し、投資・生産活動は減少したことが読み取れる。足元の景気は、3月までみられたコロナ収束後のリバウンド的な勢いは剥落しつつあり、景気回復の持続性に疑問符が付く
- ✓ 足踏みする景気の様子は、4月の社会融資総量が想定以上の下振れとなるなど、金融関連の指標にも表れている。足元の経済環境では、資金循環が好転する（資金需要が活性化する）フェーズに入っていない。国内大手銀行を中心に資金供給力を拡大する動きがみられるが、過度な期待はできない

<目次>

1. 4月主要指標は一見すると高い伸びを記録したが・・・
 - 足元の消費回復ペースは鈍化、投資・生産活動は停滞へ
 - 輸出は改善も拡大ペースは緩やか
2. 社会融資総量にみる景気回復の弱さ
 - 個人ローンを中心に銀行貸出は鈍化
 - 預金金利引き下げにより資金供給力の拡大を狙う



MIZUHO

瑞穂銀行

WeChat公式アカウント

1. 4月主要指標は一見すると高い伸びを記録したが・・・

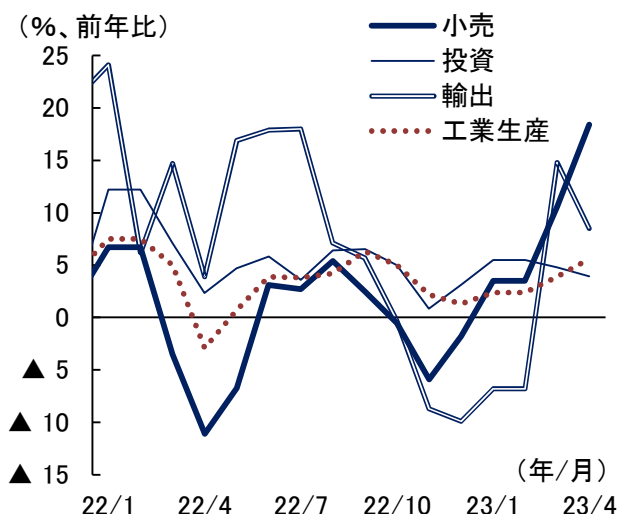
■ 足元の消費回復ペースは鈍化、投資・生産活動は停滞へ

4月の経済指標は、小売売上高をはじめ3月に続き高い伸び率を維持したが、昨年の景気低迷の反動によるところが大きく、前年要因を踏まえて振り返りたい。つまり、小売・投資・生産にかかる指標については、中国国家统计局が発表する季節調整済の前月比（以下、「前月比」）の変化に着目し、それぞれの統計の内訳や詳細については、2021年対比での平均成長率¹の推移を手掛かりに分析する。

小売売上高は前年同期比+18.4%と前月（同+10.6%）より急伸したが、前月比では+0.5%と前月（同+0.8%）より鈍化した（図表1・2）。内訳は、図表3の通り、財が前年同月比+15.9%、飲食サービスは同+43.8%の伸びとなり、2021年比の平均成長率では、財の伸び率が鈍化した一方、飲食サービスは加速した。一定規模以上の企業を対象とした小売統計では、前年に大きく落ち込んだ自動車の反動が顕著だが、2021年比の平均成長率では▲0.5%（前月：+0.4%）とマイナス成長に至り、勢いがあるとは言い難い。このほか服飾品の伸び率は2021年比で前月より改善する一方、後述する不動産開発投資の停滞を背景に住宅関連（建材、家具等）は回復の足かせとなった。

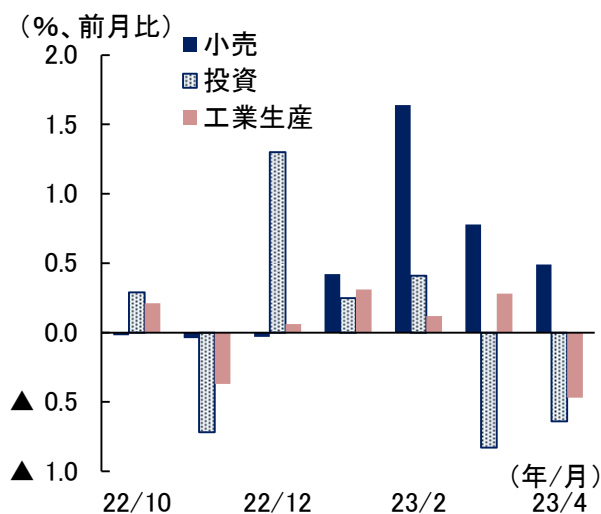
固定資産投資は、前年同月比+3.9%と前年要因があるにも関わらず前月（同+4.8%）より鈍化しており、季節調整済の前月比でも▲0.6%（前月：同▲0.8%）と停滞感が強い（図表4）。それぞれの項目について、2021年比の平均成長率でみると、製造業が+9.0%（前月）から5.8%（4月）へ、インフラが+8.7%から5.4%へ、不動産開発投資が▲4.2%から▲8.7%と推移した。製造業・インフラの伸び率には鈍化がみられるも一定の成長率を維持しているが、年初に改善の兆しがみられていた不動産については、回復期待が後退する結果となった。不動産については、2021年比の平均成長率でみると、4月の竣工面積は前月より改善したが、不動産販売面積や不動産デベロッパー向け銀行貸出、新規着工面積に悪化がみられた。特に、不動産販売面積の累計実績（1～4月）は、前年同期比▲0.4%と感染拡大により落ち込んだ前年を下回っており、需要が好転しない様子を示している。このほか、工業付加価値生産額

図表1 主要月次指標（前年比）



（注）投資は公表済累計伸び率より単月実績を計算
（資料）中国国家统计局、CEIC

図表2 主要月次指標（前月比）



（注）中国国家统计局による季節調整値
（資料）中国国家统计局、CEIC

¹ 前年要因を排除するために2021年と比較する。ただし、ベースとする2021年も新型コロナウイルスによる経済指標への影響が無いわけではなく、2021年対比の平均成長率を用いる分析も実勢をとらえるには完全とは言えない点には留意が必要

も前年同月比+5.6%（前月：同+3.9%）と加速も、前月比では▲0.5%（前月：同+0.3%）と減少に転じており、盛り上がり欠ける内需を反映した結果となった。

こうしてみると、4月の経済統計は前年同月比で示される高い伸びの陰で、前月比では鈍化もしくは減少しており、投資及び生産における減少幅も小さいとはいえない。中国経済は、年初のコロナ収束後にリバウンド的な回復（1・2月）をみせたが、3月にはこうした一時的な効果が徐々に剥落し、景気回復ペースは緩やかとなっていた。足元、そのテンポは一層緩慢になっているとみる必要があり、停滞感が漂ってきているといえよう。

■ 輸出は改善も拡大ペースは緩やか

4月の輸出入（財、名目米ドル建）は、それぞれ前年同月比+8.5%（前月：+14.8%）、同▲7.9%（前月：同▲1.4%）となった。輸出はコロナ禍で急減した前年の反動や、2021年以降拡大が続く自動車輸出が寄与しプラス圏を維持したが、輸入は、内需の低迷をうけた低調な機械・電子分野が足かせとなり、マイナス幅は再び拡大した（図表5）。

輸出は1～3月期にも改善していたが、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い。季節調整を実施した実績値の推移からは、2020年後半より続いていた増勢は2022年後半に鈍化している（図表6）。また、足元で減速する欧米経済を背景に、輸出の先行きには下押し圧力がかかりやすいといえよう。輸入についても、同様に季節調整値でみれば、2022年初以降は緩やかな減少トレンドが続き、弱含む内需を反映する格好となっている。

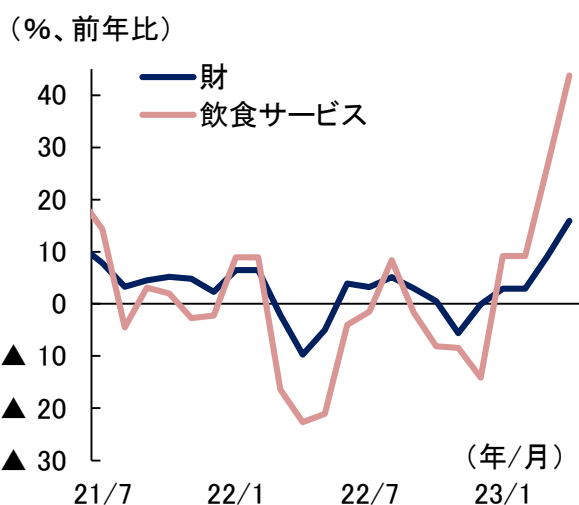
2. 社会融資総量にみる景気回復の弱さ

■ 個人ローンを中心に銀行貸出は鈍化

銀行融資に加え、新規株式公開、債券発行等を含む広義の与信を示す社会融資総量は、4月に1.22兆元の増加となり、前月より拡大幅を縮小した。第1四半期（1～3月）の新規銀行融資は過去最大だったため、その反動による一定の鈍化は予想されていたが、市場想定を超える下振れとなった。

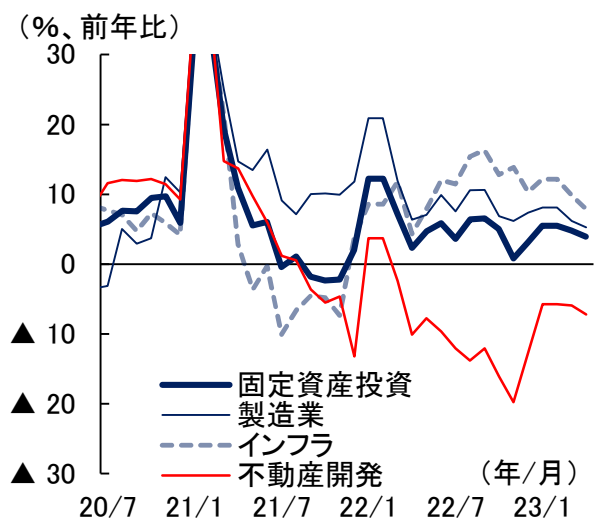
減少の主因は、銀行融資（人民元建）であり、なかでも3月に改善していた個人向けローンの停滞が

図表3 小売売上高（財・飲食サービス）



（資料）中国国家统计局、CEIC

図表4 固定資産投資

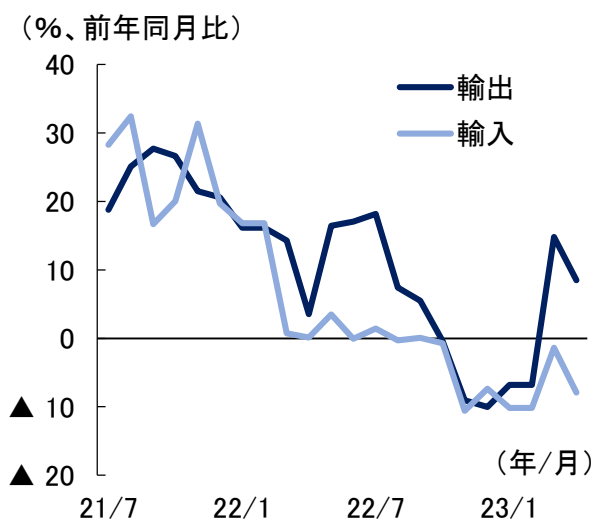


（注）公表済累計伸び率より単月実績を計算
（資料）中国国家统计局、CEIC

目立った（図表7）。個人向けローンのうち短期は主に消費者ローン、長期については主に住宅ローンで構成されるが、融資期間を問わずに減少しており、資金需要の減退、ないしは返済圧力の強さを示している。前述の通り、コロナ収束後、サービス消費の回復に対して耐久財消費に勢いが戻らないが、こうした傾向は資金需要の動向からも読み取れる。

もっとも、資金需要の不足は2022年より顕著となっており、足元の経済環境はコロナ収束を経てもお資金循環が好転する（資金需要が活性化する）フェーズに入っていないことを示す。実際に、昨春以降、通貨供給量であるマネーサプライの伸びが、（貸手側の統計である）社会融資総量の伸びを上回る状況が続いていることや、家計部門における預金の積み上がりも続いている。

図表5 財輸出入（名目米ドル建、前年比）



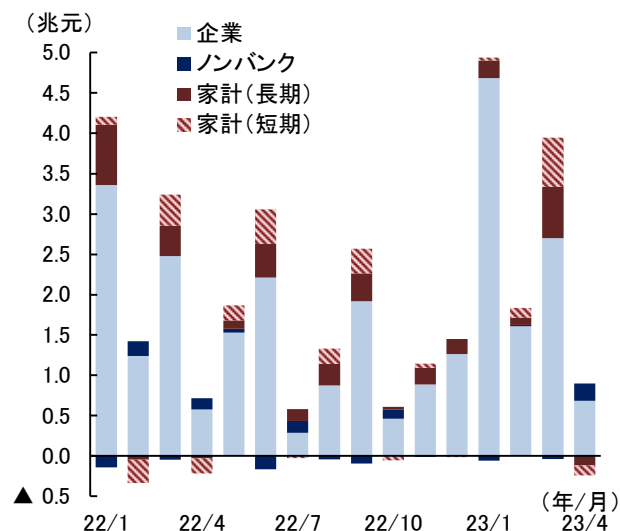
（資料）中国海関総署、CEIC

図表6 財輸出入（名目米ドル建）



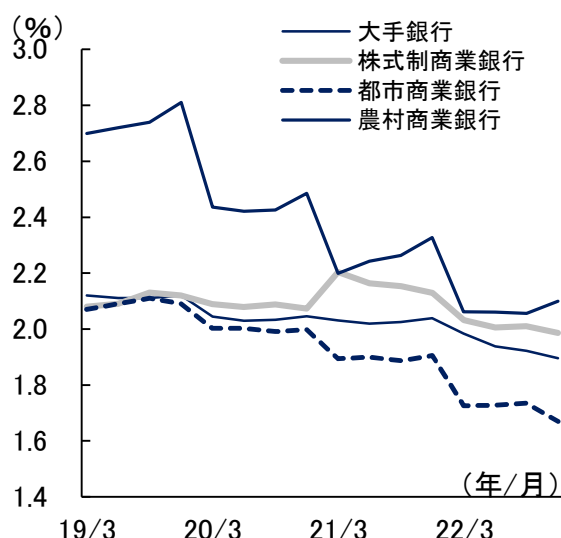
（注）みずほ銀行（中国）による季節調整値
（資料）中国海関総署、CEIC

図表7 社会融資総量（人民幣貸出のみ）



（資料）中国人民銀行、CEIC

図表8 純利息マージン（利ざや）



（資料）CBIRC、CEIC

■ 預金金利引き下げにより資金供給力の拡大を狙う

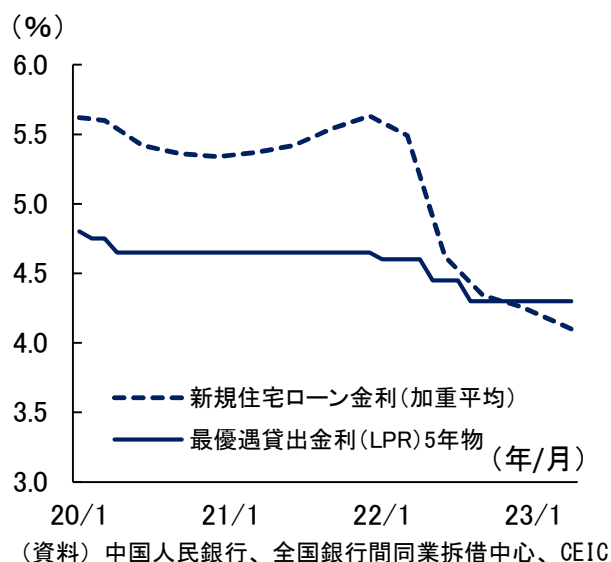
盛り上がり欠ける資金需要が続くなか、国内の金融機関は5月15日に一部の個人・法人向け預金（協定預金及び通知預金）の引き下げを実施した。当地報道²によれば、関連部門により国内金融機関に対して、同預金に対する自主的な上限金利の設定（実質的な金利引き下げ）にかかる通知があったとされる。

期待される効果は、①銀行の利ざや率改善を通じた資金供給力の拡大や財務体質の改善、②（法人の短期的な遊休資金の預け先となっている）同預金の設備投資へのシフトを促すこと等が挙げられる。国内金融機関の利ざや率については、コロナ禍以降の金融緩和や内需の低迷等を背景に低下トレンドをたどっており、規模の小さい銀行ほど下げ幅が大きい特徴がみられる（図表8）。今次対象となる協定・通知預金は、国内金融機関の総預金うち約13%を占める³とされ、一定の純利息マージンの向上が期待できるだろう。

しかし、資金供給力の拡大については、明確な貸出の増加につながるかどうか慎重にみる必要がある。例えば、前述の家計向けローン（長期）を代表する住宅ローンについては、図表9に示すように2022年より適用金利が大幅に低下する一方で、ローンの伸びは緩慢だ（図表10）。住宅購入を含む消費マインドの回復が本格化しないなか、資金需要の喚起より繰り上げ返済を招いているとの指摘もある。また、設備投資の促進についても、製造業の景況感が高くない現時点では、過度な期待はできない。

4月の経済・金融指標はともに、足踏み感の強い足元経済を反映する内容となっており、政府には景気の腰折れ回避に向けた舵取りが求められているといえよう。

図表9 住宅ローン金利



図表10 住宅ローン残高増減(前期差)



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

² 新京報「存款利率再传变动！协定存款、通知存款纳入自律上限调整」（2023年5月11日）

³ 毎日経済新聞「又有银行官宣：这类存款产品利率，下调」（2023年5月14日）

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。