

～マクロ経済関連～

4～6 月期実質 GDP は前年の反動をうけて+6.3%

— 高揚感なき高成長 —

<要旨>

- ✓ 2023年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.3%と、前年の低迷期の反動により高い成長率となったが、（季節調整済の）前期比で見れば、1～3月期（+2.2%）から+0.8%へ鈍化した
- ✓ 1～3月期におけるリバウンド的な景気回復から、4～6月期において持ち直しのペースが一服することは当然ながら、財消費や不動産投資において弱さが目立ち、減速感が強まっている
- ✓ 消費や住宅購入マインド、世界経済の減速等から、年後半の景気も明るい材料に乏しい。今月下旬に開催されるとみられる中央政治局会議での、政府の景気認識や政策方針に注目したい

<目次>

- 2023年4～6月期実質GDPは、前年同期比+6.3%、前期比+0.8%で着地
- 数値上、小売は高い成長率も、消費マインドは盛り上がり欠く
- 不動産市場の調整は継続、昨年来の工事遅延問題も足かせに
- 年後半も景気持ち直しはスローペースが続く



MIZUHO

瑞穂銀行

— WeChat公式アカウント —

■ 2023年4～6月期実質 GDP は、前年同期比+6.3%、前期比+0.8%で着地

2023年4～6月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比+6.3%（前期：同+4.5%）と高い伸び率を記録した（図表1）。前年同期の感染拡大による低成長（2022年4～6月期：同+0.4%）がもたらした反動増が背景にある。こうした前年要因が大きい場合は、季節調整済前期比（以下、前期比）の方が景気のすう勢を読み取りやすい。4～6月期は前期比+0.8%と前期（同+2.2%）より鈍化しており、1～3月期における感染拡大・収束後のリバウンド的な回復から、4～6月期は持ち直しが一巡したといえよう。ただし、後述するようにセクター等により景気回復に相当な濃淡がみられ、景気の良し悪しを GDP 成長率のみで説明することには限界がある。以降では、小売売上高、固定資産投資、輸出入に分けて、景気の実態に迫りたい¹。

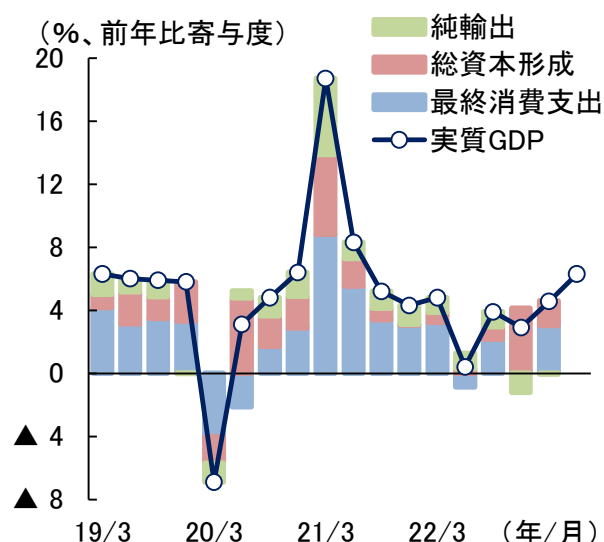
■ 数値上、小売は高い成長率も、消費マインドは盛り上がり欠く

4～6月期の小売売上高は、低迷期であった昨年の反動をうけて前年同期比+10.7%（1～3月期：+5.8%）となった。他方、季節調整済前月比（以下、前月比）を基にした長期トレンド（図表2）では、今春のリバウンド的な回復は確認できるものの、その後のすう勢は新型コロナウイルスによる感染拡大前のトレンド線よりも傾きが緩やか（すなわち、消費の勢いは緩やか）となっている。

特に、財（モノ）の消費は足元で減速感が強い。6月単月では、小売売上高（財）が前年同月比+1.7%となった。前年の反動が強く表れた5月の同+10.5%より鈍化することは当然ながら、コロナ後の回復期にあった2020年下半期の伸び（前年同期比+4.0%）を下回り、足元の消費（財）が力強さを欠く様子が浮き彫りになっている。一定規模以上の小売統計では、（後述する不動産市場の調整の影響がみられる）建材・オフィス用品や、日用品等が前年同月の水準を割り込んでいる。

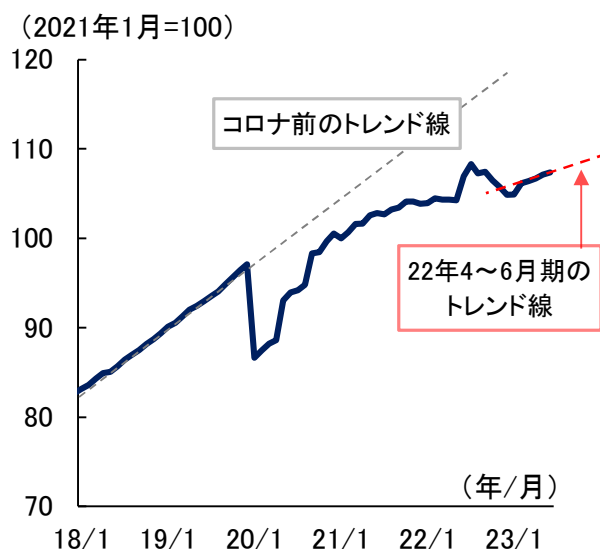
中国人民銀行が3カ月毎に実施する預金者向けのアンケートでも、消費マインドが盛り上がり欠く様子が示されている。図表3の通り、貯蓄志向は58.0%と高止まりしており、消費志向（23.2%→24.5%）

図表1 実質 GDP 成長率



（注）2023年4～6月期の寄与度は執筆時点で未公表
（資料）中国国家統計局、CEIC

図表2 小売売上高



（注）国家統計局による季節調整済前月比より計算
（資料）中国国家統計局、CEIC

¹ 小売売上高、固定資産投資、輸出入についても、実質 GDP 成長率と同様に（季節調整済）前期比・前月比を中心に分析をしていく（季節調整値の公表がない輸出入は、みずほ銀行（中国）による季節調整値を利用）。固定資産投資については、前年要因を踏まえても4～6月期の伸び率は前期より鈍化しており、前年同期比による分析を採用する

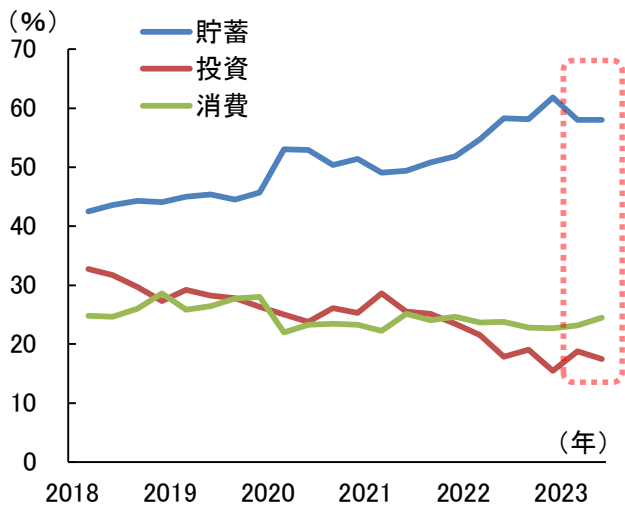
の上昇を抑制している。消費はコロナ前（2019年平均：27.0%）と比較してなお乖離がみられ、先の小売売上高のトレンドと符合する。消費マインドを左右する雇用・所得環境も、同アンケートでは、「将来の所得」、「将来の雇用期待」がいずれも中立である50を再び下回り（図表4）、消費活動の先行きに影を落とす。

■ 不動産市場の調整は継続、昨年来の工事遅延問題も足かせに

固定資産投資については、4～6月期の伸び率が前年同期比+3.1%にとどまり、前期（1～3月期：同+5.1%）より鈍化した（図表5）。当該指標は名目値であることから、国際的な資源価格の低下等を受けたPPI（生産者物価指数、図表6）下落の影響も含まれるとみられるが、低迷期にあった前年同期の反動を含めても前期より減速しており、その主因は前年割れが続く不動産開発投資に行き着く。

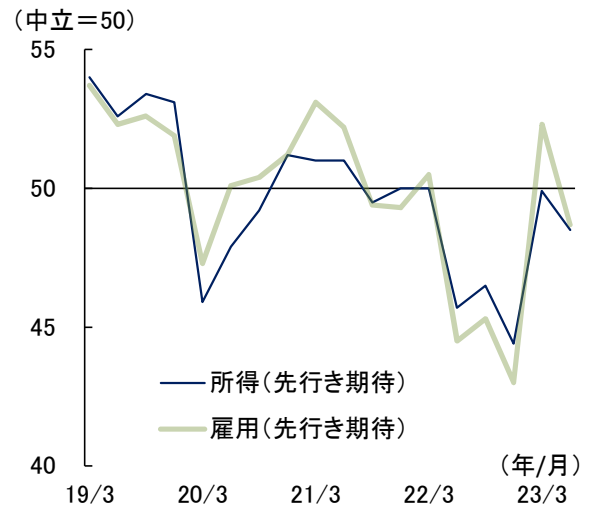
先の中国人民銀行による調査では、「今後の3カ月の住宅購入計画」を示す結果が、再び低下してお

図表3 家計部門の貯蓄・投資・消費志向



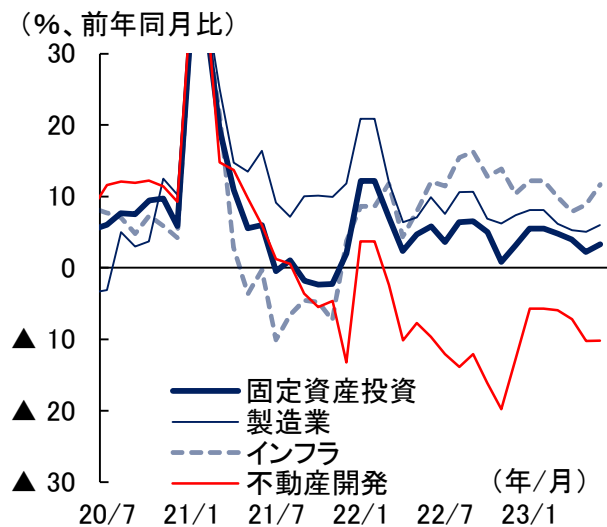
(注) 消費は全体(100)より貯蓄・投資を差し引き計算
(資料) 中国人民銀行、CEIC

図表4 家計部門の先行き期待 (所得・雇用)



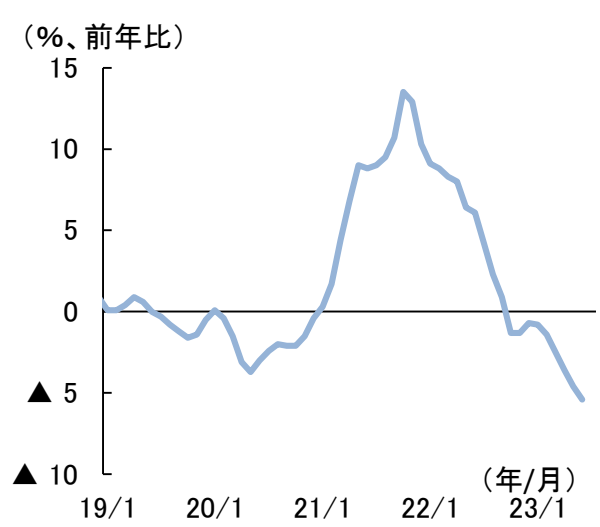
(資料) 中国人民銀行、CEIC

図表5 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) 中国国家統計局、CEIC

図表6 PPI (生産者物価指数)



(資料) 中国国家統計局、CEIC

り（図表7）、不動産市場の早期持ち直しの兆しはみえない。不動産の工事・引き渡し遅延問題が、河南省鄭州市等で話題になってからおよそ1年が経過するが、サンプル調査²によれば、その進捗率（物件の引き渡しが行われた割合）は5月時点で34%にとどまり、全面的な解決には時間を要しているようだ³。こうした事態が、住宅購入マインドを下押しする一因になっていると考えられる。他方、ハイテク分野をはじめとする製造業投資や、制作支援に支えられるインフラ投資は比較的堅調な増勢を維持しており、固定資産投資を下支えしている。

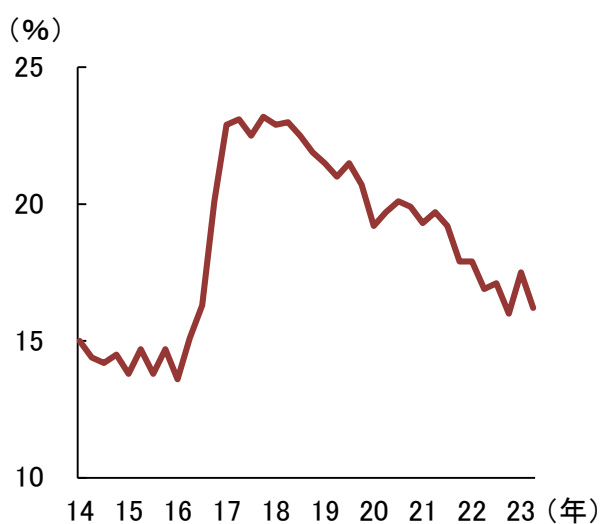
外需についても、中国経済にとって追い風とはなっていないようだ。4～6月の輸出入（財、名目米ドル建）は、それぞれ前年同期比▲4.7%（前期：同+0.5%）、同▲6.4%（前期：同▲7.0%）となった。弊社による季節調整値では、輸出が前期比▲4.4%（前期：同+6.9%）、輸入は同▲0.6%（前月：同▲2.1%）と、足元の輸出入ともに低調な推移といえよう（図表8）。図表9の通り、欧米に加えて、ASEAN向けの輸出にも陰りがみえており、世界経済の減速による影響が出つつあるとみられる。輸入については、弱含む内需等を反映して減少トレンドが続いている。

■ 年後半も景気持ち直しはスローペースが続く

ここまで述べてきたように、中国経済は1～3月期のリバウンド期の回復を経て、足元では一服感と表現する以上に景気の持ち直しテンポは緩やかとなっているといえる。また、消費マインドの先行きや、投資低迷の背景にある不動産市場の調整が続きそうであること（低調な住宅購入意欲の見通し）、世界経済の減速による輸出下押し等、2023年後半にかけて明るい材料は乏しい。

そのため、下半期の経済政策の方向を定める7月の中央政治局会議には注目が集まる⁴。一方、前年の反動もあり2023年前半の実質GDP成長率は前年同期比+5.5%を確保しており、足元の景況感に反して、政府が掲げる前年比「+5.0%前後」の達成が困難な状況とはいえない。そのため、今年の数値目標を達

図表7 今後3カ月の住宅購入計画



（資料）中国人民銀行、CEIC

図表8 輸出入（財、名目米ドル建て）



（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

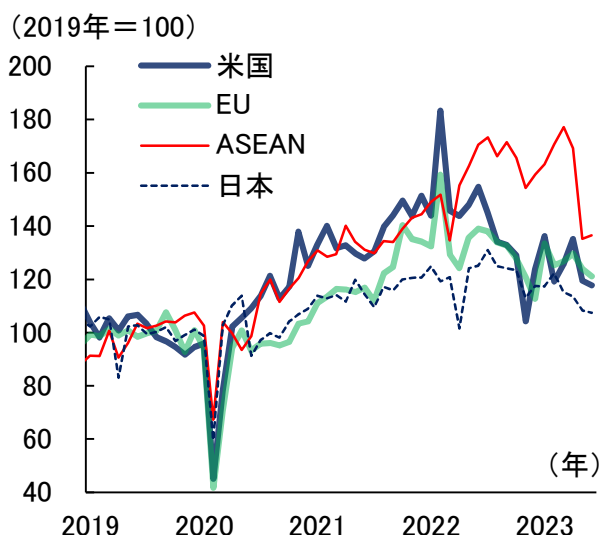
² 百年建築網「5月交付占比16%、从混凝土的视角看华中“保交楼”成绩单」（2023年5月25日）

³ こうした問題への対処等を背景に、7月10日、中国人民銀行、国家金融監督管理総局は、昨年11月に実施した不動産向け金融支援パッケージ（关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知）のうち適用期限のある項目の期限を2024年末まで延長した

⁴ 例年、7月下旬に実施される。昨年は7月28日に開催

成する観点のみを考慮すれば、大規模な景気刺激策を実施するインセンティブは現時点であまり無いことになる。とはいえ、中国国家统计局が「国内経済の持続的な回復・発展の基礎は依然として不安定である」と指摘するよう⁵、政府も先行きを楽観視しているわけではないようだ。同会議で示される政府のスタンスや方針が、低調な景気マインドを盛り返すような内容なのかという目線で注目したい。

図表9 輸出（国・地域別）



(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

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や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。

⁵ 中国国家统计局「上半年国民经济恢复向好」（2023年7月17日）