

～マクロ経済関連～

7月経済指標は停滞感が強まる内容に

— 政府系シンクタンクが指摘する悪循環とは —

<要旨>

- ✓ 7月の経済指標は、内外需ともに前年同期比で減速した。前月比で見ても、小売・投資・輸出においてマイナスに転じており、停滞感の強い結果となった
- ✓ 財消費の弱さや不動産市場の調整に加え、減少トレンドにある輸出が景気下押し要因である状況は変わらず、CPIは2021年2月以来となるマイナス（前年同月比）となった。政府系シンクタンクも、先行き期待の低下とデレバレッジの悪循環が引き起こす内需抑制を指摘
- ✓ 7月24日の中央政治局会議では景気認識にシビアな見方を示し、足元で政府関連部門による政策措置への落とし込みが進められている

<目次>

- 景気の重石は低調な財消費と不動産投資
- 外需も下押し圧力が継続
- CPIはマイナス圏へ、背景にある先行きへの期待低下



MIZUHO

瑞穂銀行

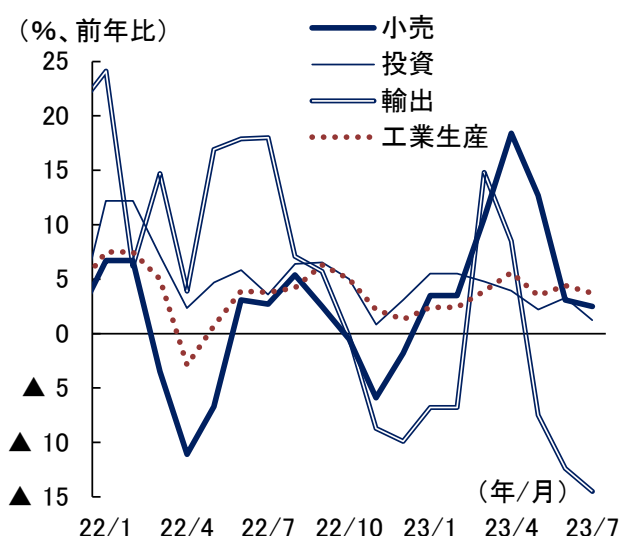
WeChat公式アカウント

■ 景気の重石は低調な財消費と不動産投資

7月の経済指標は、図表1の通りいずれの項目においても前年同月比で減速（輸出はマイナス幅の拡大）した。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」）で見ても、小売と投資は小幅ながらマイナスに転じており（生産のみわずかにプラス）、前月よりも停滞感の強い結果となった（図表2）。

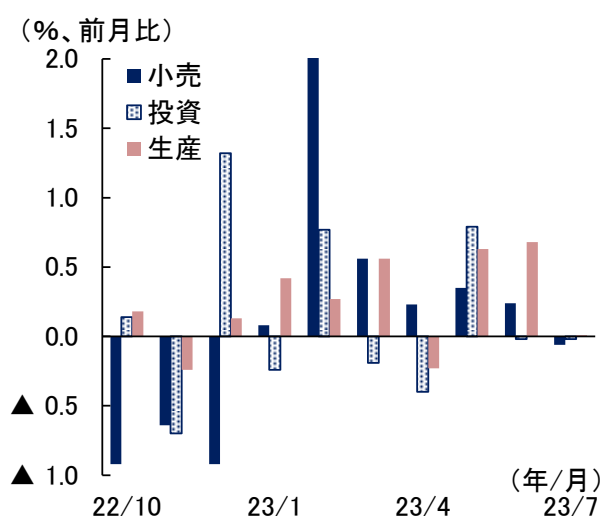
小売売上高は前年同月比+2.5%（前月：同+3.1%）、前月比では▲0.06%（前月：同+0.24%）と低調に推移した。飲食サービスは増勢を維持したが、財（モノ）は前年同月比+1.0%（前月：同1.7%）と振るわなかった（図表3）。後述するCPI（消費者物価指数）がマイナスに転じた影響もあろうが、一定規模以上の小売売上高からは、必需品である食品・日用品の伸び率が抑えられているのみならず、選

図表1 主要月次指標（前年比）



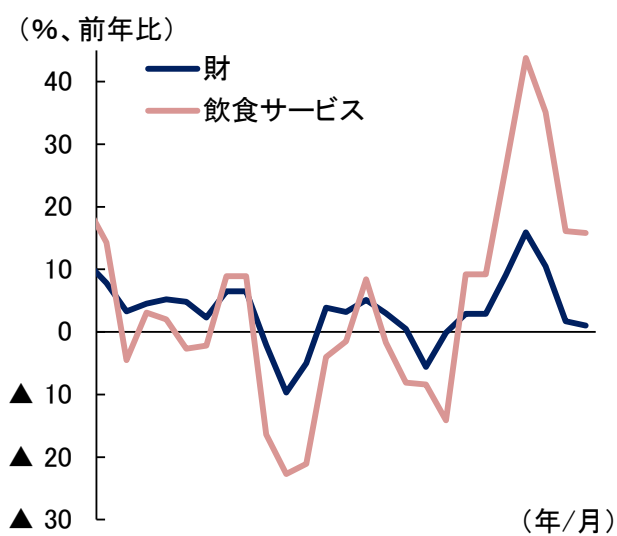
（注）投資は公表済累計伸び率より単月実績を計算
（資料）中国国家统计局、CEIC

図表2 主要月次指標（前月比）



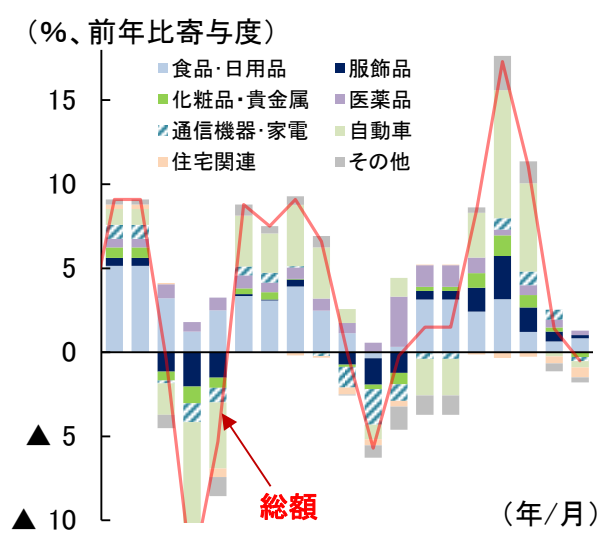
（注）中国国家统计局による季節調整済前月比
（資料）中国国家统计局、CEIC

図表3 小売売上高



（資料）中国国家统计局、CEIC

図表4 一定規模以上小売売上高



（資料）中国国家统计局、CEIC

択的消費にあたる貴金属・化粧品が前年割れとなった（図表4）。消費者の財布の紐が堅い様子が幅広い分野でうかがえる。

固定資産投資も図表5の通り、前年同期比+1.2%（前月：同+3.3%）、前月比▲0.02%（前月：同▲0.02%）と、小売売上高と同様に物価の下押し、すなわちPPI（生産者物価指数）がマイナス圏で推移している影響はあろうが、勢いを欠く状況にある。調整局面が続く不動産開発投資と、（減速しているとはいえ）比較的堅調さを維持する製造業・インフラ投資というコントラストに変化はない。各地で不動産購入にかかる制限が緩和されつつあるが、不動産販売面積や不動産デベロッパー向け銀行貸出といった不動産関連指標の前年同月比（累計）はマイナス幅が拡大する傾向にあり、不動産投資の低迷はなお継続することが見込まれる。

■ 外需も下押し圧力が継続

輸出入についても、前月までの減少トレンドが継続している。7月の輸出入（財、名目ドル建）は、それぞれ前年同月比▲14.5%（前月：同▲12.4%）、同▲12.4%（前月：同▲6.8%）とマイナス幅が拡大し、弊社の季節調整値による前月比でも、輸出が前月比▲1.0%（前月：同▲2.1%）、輸入が前月比▲0.7%（前月：同▲1.2%）となった（図表6）。

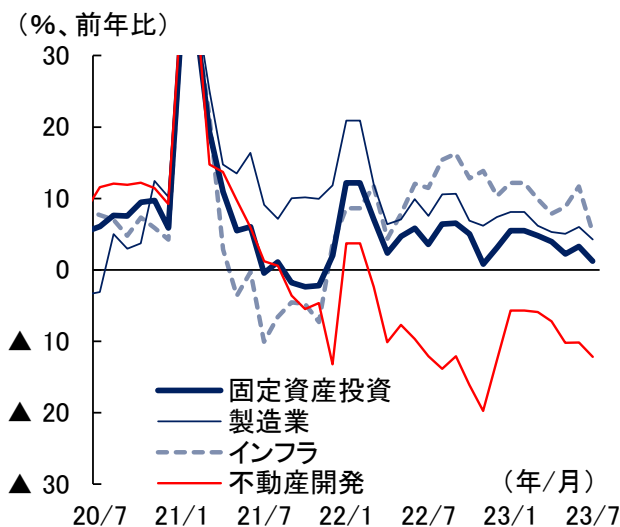
国・地域別、品目別に分解して輸出をみても、概ね上述のような減少傾向をたどっている。世界的に見て財需要は減退しており外需に下押し圧力がかけやすい環境にあるなか、勢いを保つ自動車関連の輸出が数少ない明るい材料といえよう。（図表7・8）

■ CPIはマイナス圏へ、背景にある先行きへの期待低下

減速感の強い内需を反映して、7月のCPIは前年同月比▲0.3%と、2021年2月以来のマイナスとなった。変動の大きい食品とエネルギーを除くコアCPIは、同+0.8%と前月（同+0.4%）よりプラス幅は拡大していることから、マイナスとなったCPIには一時的な要因も相応に含まれるとみられるが、今春の全人代で掲げた（前年比）+3.0%前後とは乖離する。そのため、一部の海外メディアを中心に中国経済はデフレに突入したと指摘する向きもある。

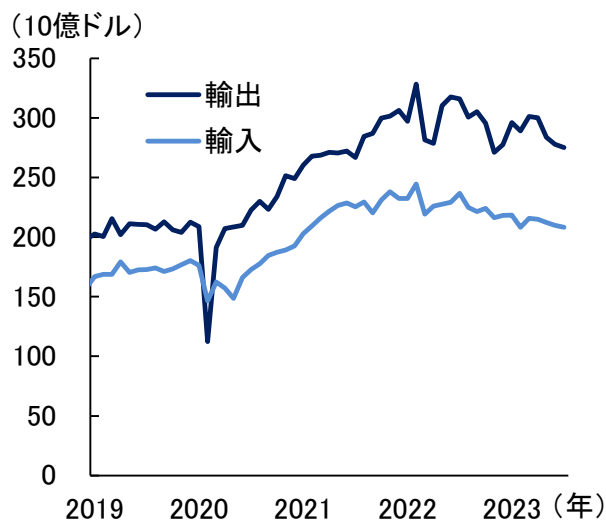
中国人民銀行が5月に公表した「2023年第1四半期金融政策実施報告書」の中で、デフレを「物価の

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) 中国国家统计局、CEIC

図表6 輸出入（米ドル建、季節調整値）



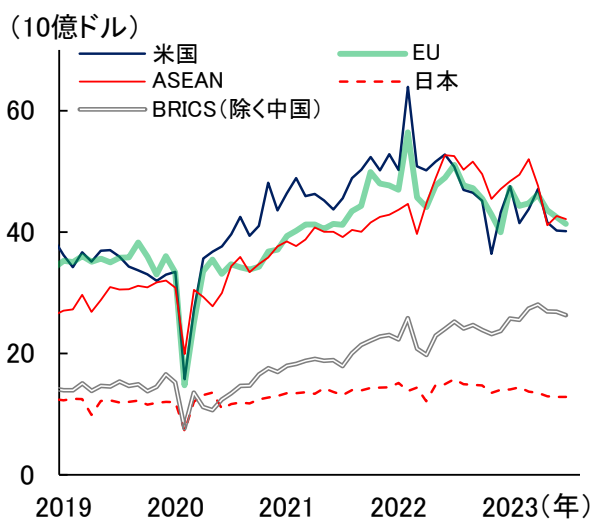
(注) みずほ銀行（中国）による季節調整値
(資料) 中国海関総署、CEIC

マイナス成長が続き、マネーサプライも減少傾向にあり、通常、景気後退を伴う」としている。そして、7月14日の記者会見では、「これまでの典型的なデフレーションとは状況が明らかに異なるため、目下、デフレは出現しておらず、下半期もデフレのリスクはないと言える」とデフレを否定している。

他方、政府系シンクタンクの中国社会科学院は、7月に公表した報告書¹で、足元で高まるデフレ圧力の一つの要因として、消費需要の著しい不足を挙げている。その上で、現状の有効需要の不足は、各経済主体の先行きへの期待低下とバランスシートの縮小という悪循環（家計の逆資産効果や先行き期待の低下、企業利益・マインドの低下、地方財政の低迷が、デレバレッジ（債務削減）を引き起こし循環すること）に起因するとしている。ここで指摘するスパイラル化が、不動産市場の低迷も相まって景気停滞として中長期的に定着してしまうようであれば、それはバブル崩壊後に日本が経験した姿と似通う。また、日本を上回る速度で進む少子高齢化等、経済成長の先行き期待を下げる構造問題を有すること、すわなち、スパイラル化を導きやすい環境にあることにも留意すべきだろう。

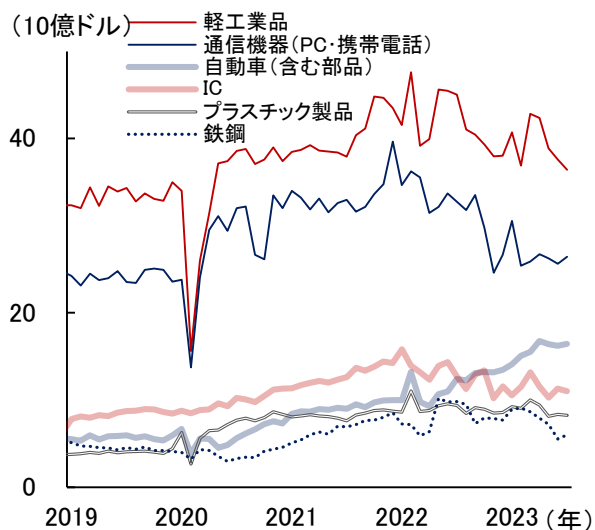
7月24日に実施された中央政治局会議では、足元の景気を「困難・試練に直面」と表現し、図表9のような経済対策を示している。これに呼応するよう、中国国務院が消費の回復・拡大に向けた措置を公表するなど、関連する部門より具体的な政策への落とし込みが行われている²。目先の物価動向のみならず、先に示されるようなデフレを伴う悪循環を早期に打ち切れるか否かについて、政策的な働きかけやその効果に注目したい。

図表7 輸出入（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

図表8 輸出入（主要品目別）



（注）みずほ銀行（中国）による季節調整値、
 軽工業品は、衣類・繊維、靴、家具、玩具の合計
 （資料）中国海関総署、CEIC

¹ 中国社会科学院金融研究所「中国宏观金融分析 2023 年第二季度“经济弱势复苏 政策亟待破局”」（2023 年 7 月）

² 詳細は、みずほ中国ビジネス・エクスプレス（第 672 号）「国家发展改革委员会など、自動車と電子機器の消費促進策を公表」（2023 年 8 月 4 日）、（673 号）「国務院、消費の回復・拡大に向けた措置を公表」（2023 年 8 月 11 日）をご参照

図表 9 中央政治局会議の概要

項目	内容
現状の 景気認識	<ul style="list-style-type: none"> 経済運営は新たな困難・試練に直面 国内需要が不足し、外部環境は複雑・峻厳 景気回復には紆余曲折の前進プロセスとなっている 経済社会発展の目標達成に良好な基礎を打ち立てている
マクロ政策	<ul style="list-style-type: none"> 「積極的な財政政策」(減税等の継続)と「穏健な金融政策」を継続、イノベーション、中小・零細企業支援へ カウンターシクリカルな調整・政策を強化
① 消費	<ul style="list-style-type: none"> 自動車・電子製品等の大口消費喚起、サービス消費(スポーツ・レジャー、文化・観光等)の推進 個人所得の増加を通じて消費を拡大
② 産業政策	<ul style="list-style-type: none"> デジタル経済と先進製造業・現代サービス業との融合 民間投資を促進する政策措置
③ 民間投資	<ul style="list-style-type: none"> 企業との健全な意思疎通と交流のメカニズムを確立 地方政府特別債の発行・使用を加速
④ 不動産	<ul style="list-style-type: none"> 不動産市場の需給関係に重大な変化が発生 保障性住宅の供給増、城中村の開発、遊休不動産活性化 不動産市場の穏やかで健全な発展を促進
⑤ リスク防止	<ul style="list-style-type: none"> 包括的な債務解消プランを制定・実施
⑥ その他	<ul style="list-style-type: none"> 対外貿易・外資の基盤を確実に安定 資本市場を活性化

(資料) 中国政府網

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.

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。