みずほ中国 ビジネス・エクスプレス（経済編 第141号）

2023年12月28日 | みずほ銀行（中国）有限公司 中国アドバイザリー部

～マクロ経済関連～

足元の景気動向と中央経済工作会議

― カギを握る具体策への落とし込み ―

＜要 旨＞

- ✓ 11月の経済指標は、季節調整済前月比の推移より工業生産は大きく加速し、固定資産投資・輸出 も改善したが、小売売上高はマイナス成長となった。濃淡がみられる結果ながら、これまで景気回復の足かせであった小売と不動産投資の低迷は継続
- ✓ 12月11～12日に実施された中央経済工作会議では、足元の景気動向を踏まえ「有効需要の不足」を指摘。実需に即した喚起策や産業育成を推し進めていく方針を示しており、今後の具体策への落とし込みや政策の実効性・スピード感が重要となる

＜目 次＞

■ 11月は生産等で改善も、景気下押し要因の小売・不動産投資はなお低調

■ 中央経済工作会議で示された「需要不足」への対応方針

MIZUHO 瑞穂銀行 WeChat公式アカウント

■　11 月は生産等で改善も、景気下押し要因の小売・不動産投資はなお低調

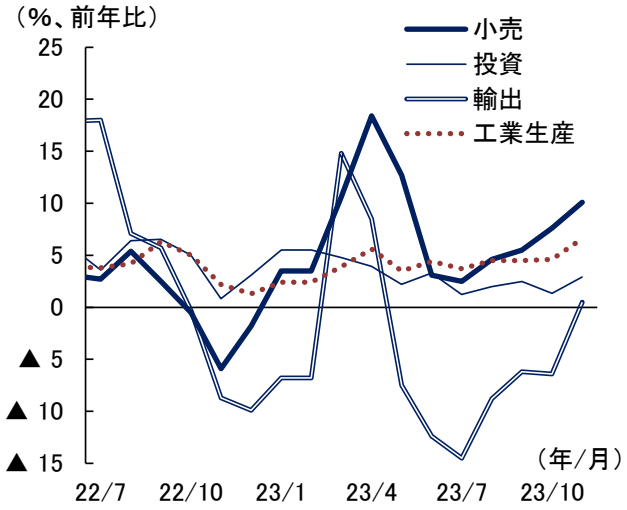
11 月の経済指標は、前年同期比では内外需いずれにおいても改善がみられたが（図表 1）、昨年 10～12 月期は新型コロナウイルスの感染拡大による停滞期であったことから、「前年比」の指標には前年要因による反動が相応に含まれる。こうした局面において景気実態をより反映する季節調整済の前月比（以下、「前月比」）では、工業生産は大きく加速し、固定資産投資・輸出[1]（注）も改善した一方で、小売売上高はマイナス成長となった（図表 2）。力強さを欠く消費活動と（後述する）不動産市場の低迷が景気回復の足かせであるこれまでの構図に変わりない。

工業生産は前月比＋0.87%（前月：同＋0.39%、図表 2）と急伸した。産業別の前月比指標はなく（前年比のみ）、また在庫に関する統計が執筆時点で未発表のため要因を見極めにくいが、（コロナ禍前の）2019 年比における前月からの変化を踏まえれば、電気機械・医薬品の分野で改善がみられている。

固定資産投資については、前年同月比＋2.9%（前月：同＋1.3%）、前月比＋0.26%（前月：同＋0.12%）と改善しており、製造業・インフラ・不動産開発のいずれも加速（もしくはマイナス幅が縮小）したが、不動産開発投資はなお前年を 1 割以上も下回っており低迷する様子が際立つ（図表 3）。不動産関連指標からは、政府による未完成物件の引き渡し支援を背景に不動産開発向け国内貸出と竣工面積が持ち直す一方、不動産販売面積は減少トレンドが続く（図表 4）。需要サイドからは回復の兆しが読み取れず、当面は不動産投資の低迷が継続することを示唆する。

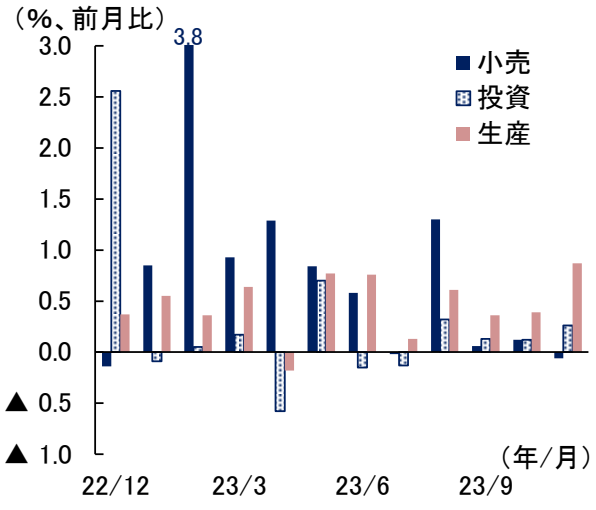
小売売上高は前年同月比＋10.1%（前月：同＋7.6%）と加速したが、前年のコロナ禍による下落の反動の影響が大きく、前月比では▲0.06%（前月：同＋0.12%）と減少に転じており勢いを欠く（図表 1・2）。ポストコロナでも持ち直しの鈍い消費活動の背景には、雇用・所得環境の回復が道半ばであることや、消費志向の変化等様々な要因が関連していると考えられるが、不動産市場の低迷に伴う価格上昇期待の喪失による負の資産効果（資産価格の下落が消費を抑制）も相応にあろう。中国は他国よりも家計資産に占める不動産の割合が高く（図表 5）、（前述の通り）不動産市場の低迷が当面続くことから消費

図表 1　主要月次指標（前年同月比）



（注）投資は公表済累計伸び率より単月実績を計算
（資料）中国国家統計局、中国海関総署、CEIC

図表 2　主要月次指標（前月比）



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

[1] 輸出については、みずほ銀行（中国）による季節調整値

への下押し圧力が継続するとみられる。

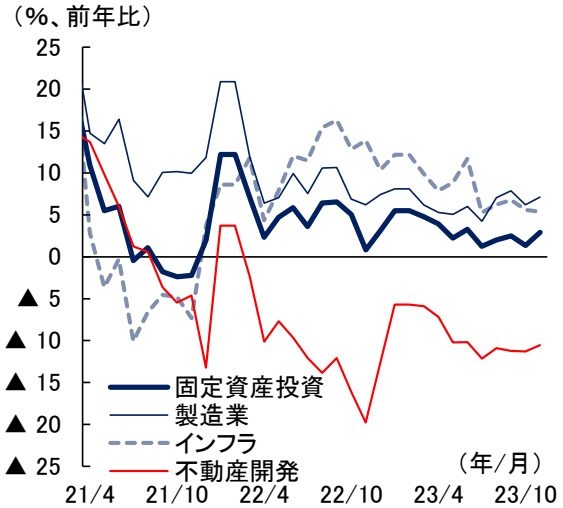
輸出入（財、名目ドル建）はそれぞれ前年同月比＋0.5%（前月：同▲6.4%）、同▲0.6%（前月：同＋3.0%）と、輸出は前年の反動要因が大きい携帯電話や IC 等のエレクトロニクス製品がけん引し改善した。季節調整値による前月比でも輸出全体で持ち直しており（図表 6）、電子製品の改善が寄与した。

■　**中央経済工作会議で示された「需要不足」への対応方針**

12 月 11～12 日、来年の経済運営方針を決める中央経済工作会議が開催された。会議では景気動向について、「経済が回復し、長期的に好転する趨勢は変わらない」としたが、コロナ要因による「需要収縮」と表現した昨年に対して、「有効需要の不足」という現状認識を示した（会議の概要は最終ページの図表 7 に記載）。

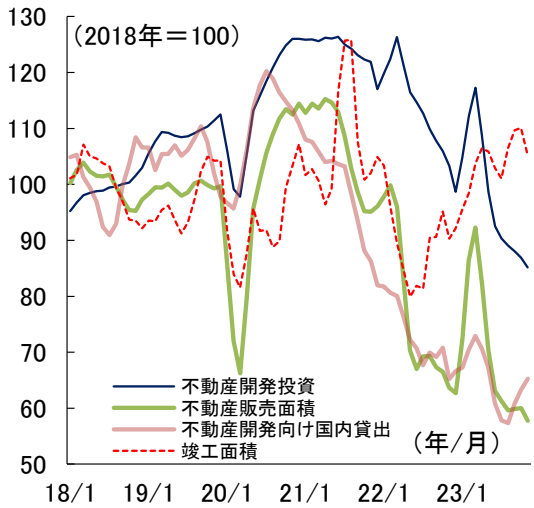
需要不足については、先に述べた通り小売（消費）や不動産投資の統計に明確に表れており、11 月に

図表 3　固定資産投資



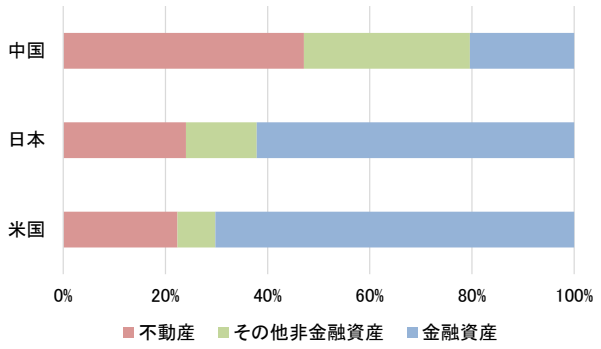
（注）公表済累計伸び率より単月実績を計算
（資料）中国国家統計局、CEIC

図表 4　不動産関連指標



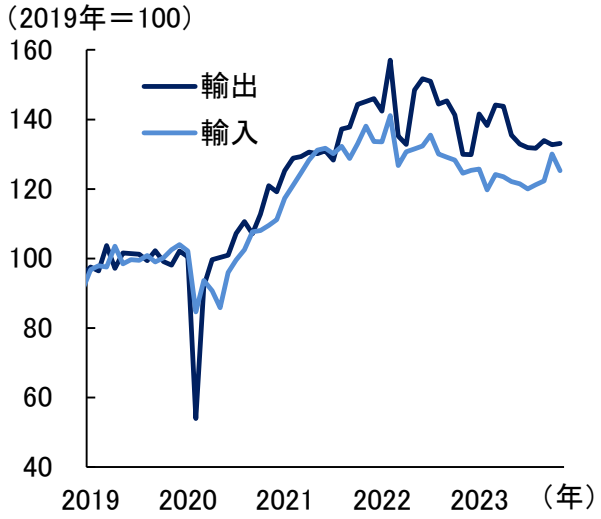
（注）みずほ銀行（中国）による季節調整値、
　　3 カ月移動平均
（資料）中国国家統計局、CEIC

図表 5　家計資産の構成割合



（注）2019 年時点、中国は都市部。中国のその他非金融資産には個人事業主が保有する不動産も含まれる
（資料）中国人民銀行、米国連邦準備銀行、日本銀行、各種報道

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

マイナス幅を拡大した消費者物価指数にも反映されている（図表 8）。低位で推移する物価は実質金利の上昇を通じた企業投資の抑制という更なる需要の縮小要因となる。中国人民銀行は景気浮揚に向けた金融緩和のスタンスを継続し金利の引き下げを実施してきたが、物価低下のペースが利下げより速く（大きく）、実質金利では先進国・アジア諸国の中で高い水準にとどまる（図表 9）。他方、利下げペースを速めれば更なる元安を誘引するため、過度な金融緩和には慎重にならざるを得ないというジレンマを抱える。

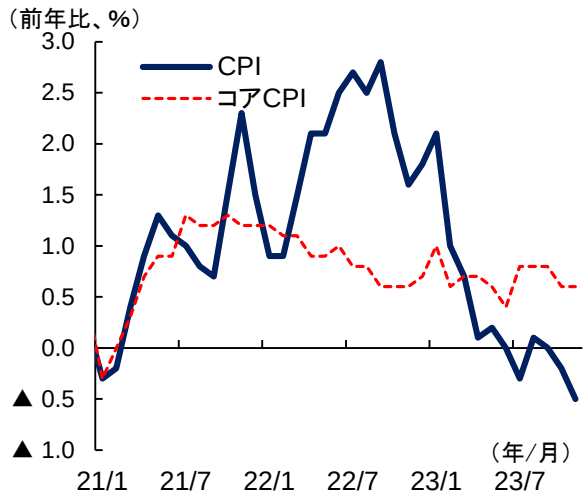
会議では、景気の重石となっている不動産分野を含めて実需を喚起する政策方針が示された。保障性住宅の拡充や「城中村」開発等の財政出動を伴う不動産投資のほか、家計消費では消費財刷新（デジタルやグリーン関連消費）の促進、設備投資ではグリーン・新型インフラ分野を中心とする設備更新へのサポートに言及している。不動産については断続的に対策が発表・実施されているため今次会議での新施策はないが、消費・投資の双方で成長分野やグローバルトレンドに沿う実需を刺激することで、局面の打開を図る方針である。もっともグリーン・デジタル関連消費や環境対応投資にかかる政策サポートは真新しいものではない。2023 年も補助金や減税、取引コストの削減や法整備、農村部への普及等の観点から数多く実施されてきており、これまでの政策効果を踏まえたうえでの対応が必要となる。

経済発展の源泉となる成長分野そのものを拡張していく方針も強く表れている。科学技術イノベーションや（それと密接に関わる）戦略的新興産業の育成を、会議の重点事項において最初に言及する等重視する姿勢を明確にしており、不動産・インフラに代わる成長産業を多分野で育成すべく、ヒト・モノ・カネの全てにおいて支援を厚くする可能性が高い。

会議を総括すれば、力強さを欠く経済に対して GDP 成長率に直結しやすい伝統的なインフラ投資等でその場しのぎをするのではなく、経済発展のサステナビリティを意識した内容となっている。すなわち、実需に即した喚起策や産業育成を推し進めていく方針であり、今後の具体策への落とし込みや政策の実効性・スピード感が重要となろう。

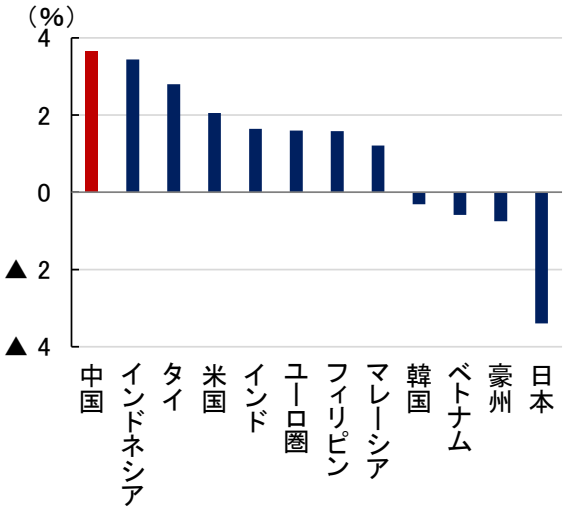
2024 年の実質 GDP 成長率の目標値は今年と同程度（5%前後）で設定されるとの報道が複数みられる

図表 8　消費者物価指数（CPI）



（注）コア CPI は食品・エネルギーを除く
（資料）中国国家統計局、CEIC

図表 9　実質金利



（注）23 年 10 月時点の政策金利－ 消費者物価指数
米国は FF 金利下限、ユーロ圏はリファイナンス金利、中国は 1 年物 LPR を政策金利とした
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、各国地域統計

（正式には来春の全人代で発表）[2]。今年の成長率には、2022 年のコロナ禍による消費低迷の反動分が相応に含まれており、来年の目標達成にはこうしたリオープン効果の剥落を打ち返すだけの内需回復が不可欠となる。

図表 7　中央経済工作会議の概要

項目	主な内容	昨年との比較等
基本方針・現状認識	・「安定の中で前進を図る」、経済の質の効果的向上と量の合理的増大 ・経済の回復を一段と後押しするにはいくつかの困難・挑戦（有効需要不足・生産能力過剰・社会の先行き期待の低下・隠れたリスク等）を克服する必要 ・経済が回復、長期的に好転するという基本的趨勢は変わらない	・昨年は、コロナ禍からの持ち直しを想定して、「安定を第一」としていたが、今年は前進の要素を追加 ・ポストコロナで顕在化した諸課題を明記
財政・金融政策	・積極的な財政政策では適度の力を入れて、質と効果を高める（他方、財政の持続可能性を高めることや緊縮財政にも言及） ・穏健な金融政策を柔軟・適度、精密・効果的にする。社会融資総量・通貨供給量を経済成長と物価水準目標に合わせる。人民元為替レートの合理的な水準における基本的安定	・財政・金融政策に大きな変化はないが、効率性を重視する内容に ・過度な財政支出・金融緩和にはこれまで通り抑制的
① 産業・イノベーション	・破壊的技術と先端技術で新たな産業・成長エネルギーを生み出す。サプライチェーンの強靭性 ・バイオ、宇宙等の戦略的新興産業、量子・生命科学など未来産業を築く ・応用・基礎技術研究と先端研究を強化。ベンチャー投資・株式投資を奨励	・「自立自強」を一層意識する内容に ・産業育成・イノベーションをより注力する姿勢
② 国内需要	・デジタル・グリーン・健康、AI家電・用品、文化・娯楽・観光、スポーツイベントにかかる消費拡大 ・新エネルギー自動車・電子製品等の大口消費を促進。企業におけるグリーン関連投資も促進	・昨年は住宅・新エネルギー自動車・養老サービス等に言及
③ 制度改革	・「二つの少しも揺ぎなく」を整備・実現（国有企業と民営企業双方の発展支援） ・全国統一市場建設の加速。新たな財政・租税体制改革の計画、金融体制改革の実行	・民間企業支援が中心だった昨年に加えて、複数の改革メニューを提示
④ 対外開放	・通信・医療等のサービス業の市場参入の緩和 ・データ越境にかかる問題解決、政府調達における平等性確保 ・外国籍者の中国でのビジネス・学習・観光でのボトルネック解消	・前年より分野を明記するなど具体化 ・「外国籍者」の言及は昨年には無い内容
⑤ リスク	・不動産・地方政務・中小金融機関などのリスクを統一的に解消 ・不動産企業の合理的資金需要に対応し、保障性住宅・城中村の開発推進	・昨年同様に不動産が中心
⑥ 農業	・「農業強国」建設と郷村の全面振興。重要農産物の安定・安全供給	・昨年も同様の点に言及。都市化については、詳細に言及
⑦ 都市化	・都市・農村融合発展の新たな枠組みを形成	
⑧ グリーン	・カーボンピークアウト・ニュートラルの積極的な推進。エネルギー資源安全保障能力の向上	
⑨ 民生	・雇用優先、社会保障・セーフティネットの整備、出産支援、シルバー産業の発展	

（資料）中国政府網、各種報道

みずほ銀行（中国）有限公司 中国アドバイザリー部 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ございません。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ございません。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ございません。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ございません。
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。

[2] 毎日経済新聞「中国银行首席研究员宗良：2024 年中国 GDP 增速目标设定在 5%左右是合理的」（2023 年 12 月 6 日）、Reuters「中国経済目標、24 年成長率 5%前後・財政赤字ＧＤＰ比 3%＝関係筋」（2023 年 12 月 15 日）など