みずほ中国 ビジネス･エクスプレス（経済編 第146号）

（PPT版）

7-9月期は内需減速を外需がカバー

ー　高まる経済政策への期待　ー

2024年10月30日

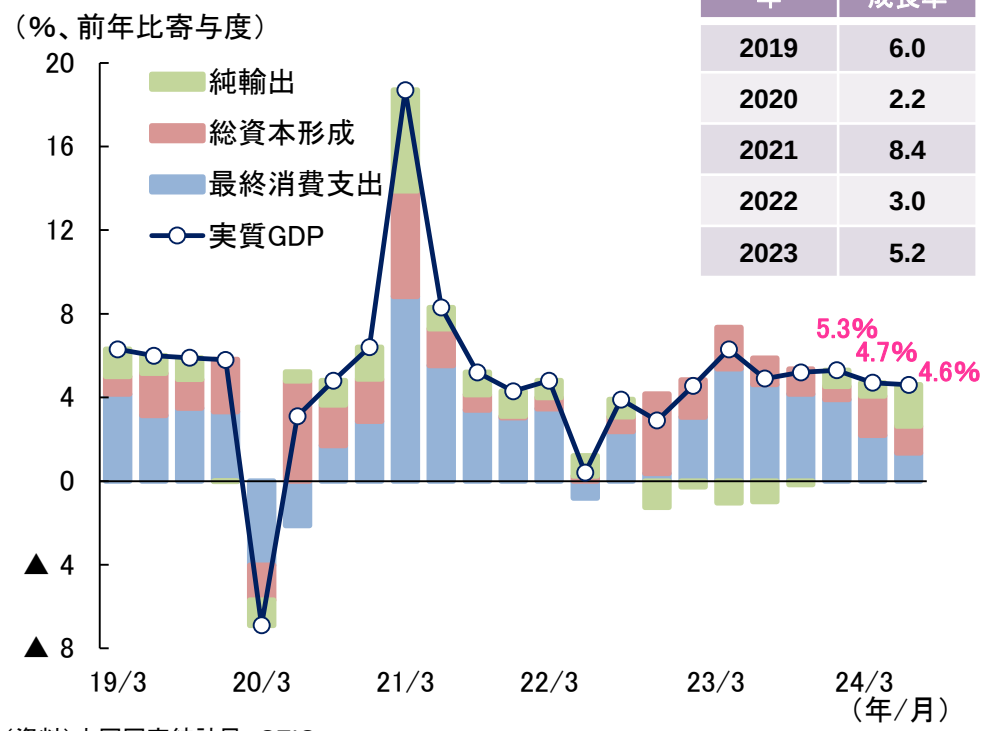
みずほ銀行（中国）有限公司
中国アドバイザリー部

MIZUHO

2024年1-9月期の景気動向（需要項目別）

- 24年7-9月期実質GDPは前年同期比+4.6%。4-6月期（同＋4.7%）より減速も1-9月累計（同+4.8%）では政府目標内
  - 【**最終消費**】雇用・所得環境の見通しが低下傾向にあり、7-9月期の寄与度は低下。9月単月では耐久財買替促進策の効果が出始め財消費には明るい兆しも。サービス分野はこれまでの増勢から一服感がみられる
  - 【**総資本形成（投資）**】不動産投資はマイナス成長が継続。政策主導のインフラ投資や製造業投資が下支え
  - 【**純輸出**】持ち直しが続く主力の通信・電子分野、堅調な自動車輸出がけん引役となり、純輸出の寄与度は大幅に拡大
  - 景気実感に近いとされる名目GDP成長率は実質GDPよりも低く、実質GDP成長率と景況感にギャップも

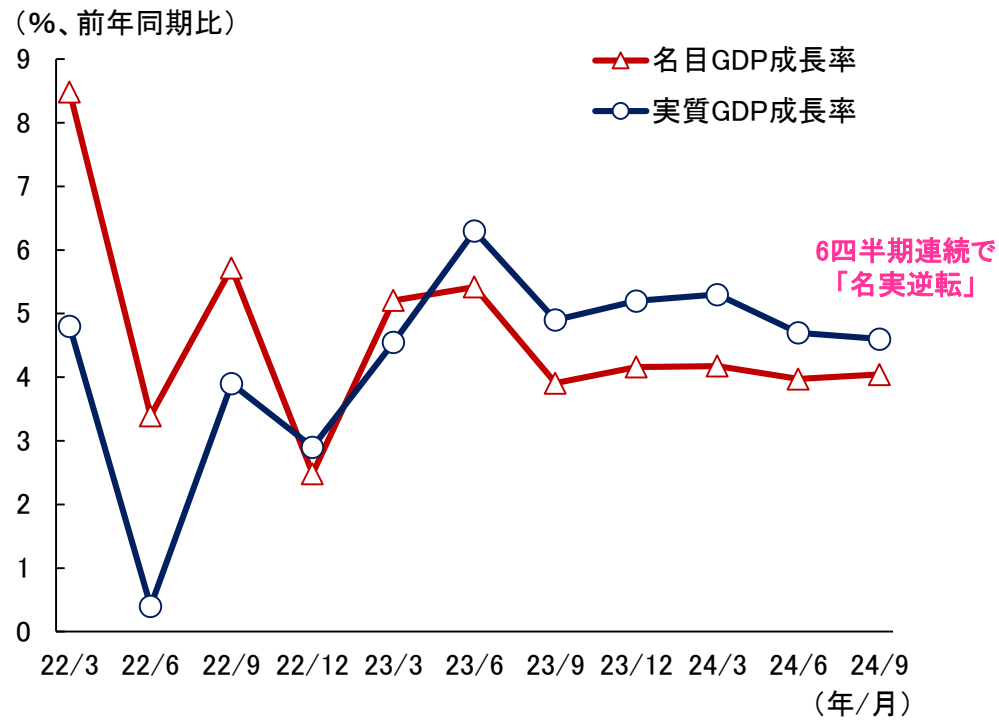
実質GDP成長率（需要項目別）



年	成長率
2019	6.0
2020	2.2
2021	8.4
2022	3.0
2023	5.2

（資料）中国国家統計局、CEIC

実質・名目GDP成長率

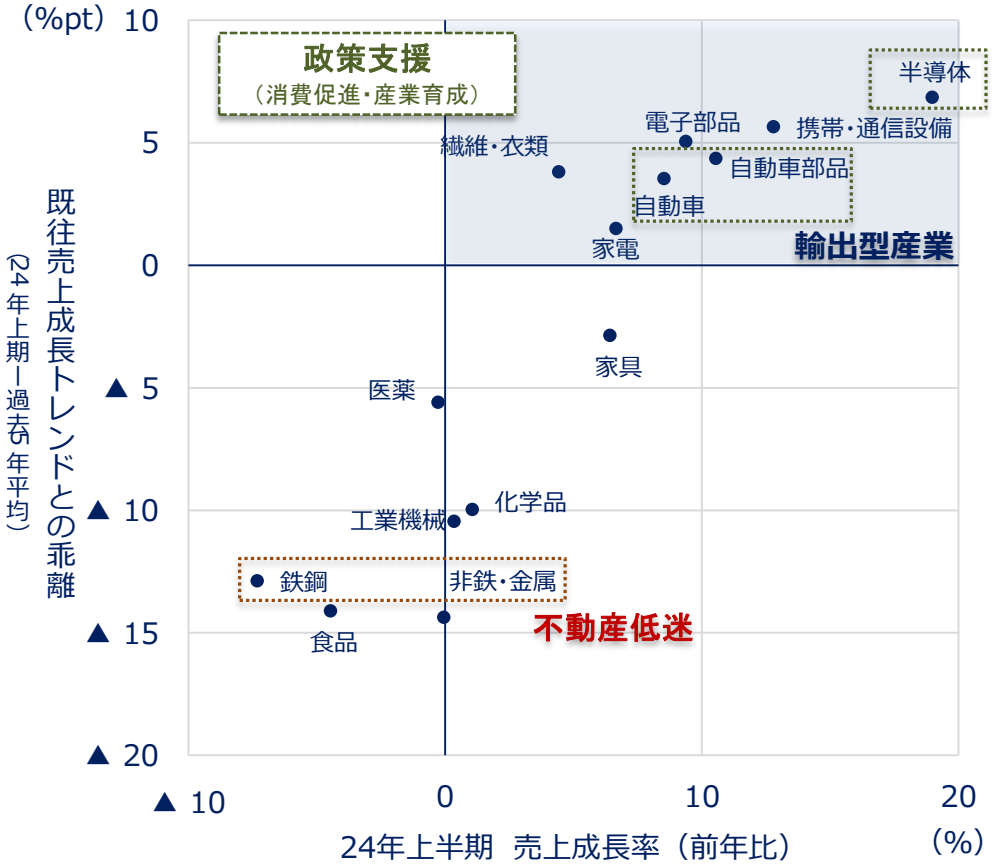


（資料）中国国家統計局、CEIC

2024年1-6月期の上場企業業績

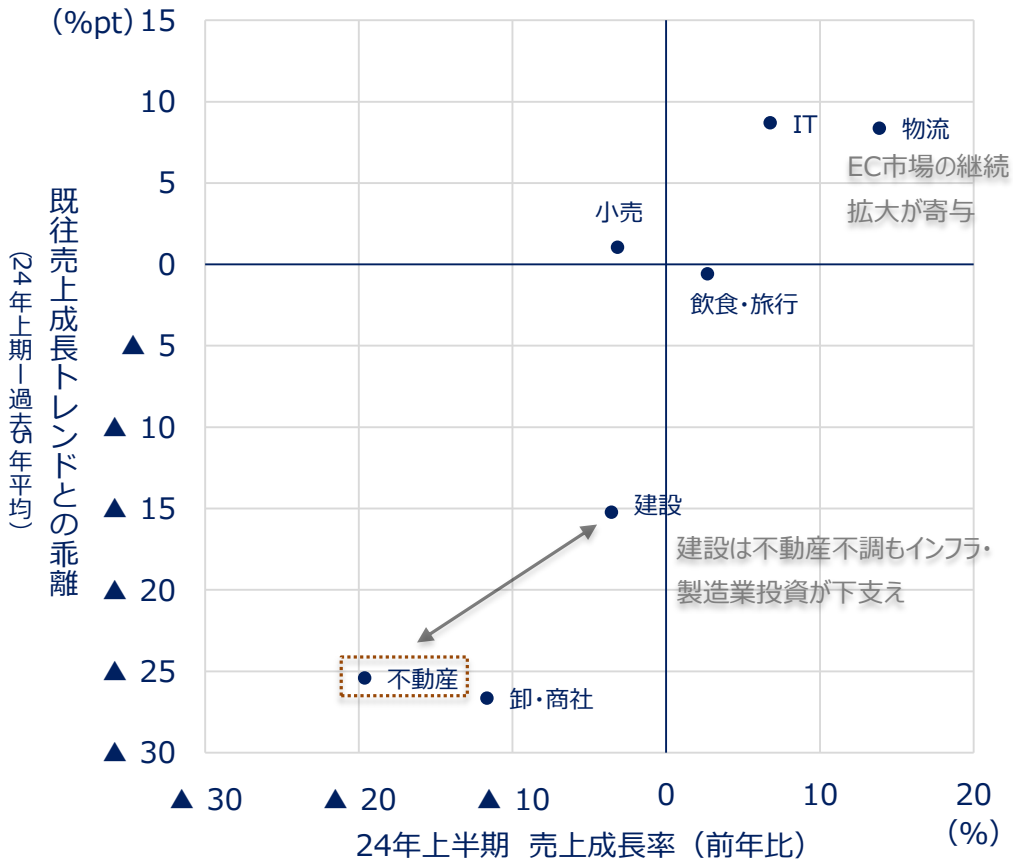
- 2024年上半期における好調業種は、政策支援を受ける半導体等の先端産業、通信・電子分野に代表される輸出型産業が中心
  - 鉄鋼・非鉄・金属等の素材関連は、停滞する不動産セクターの影響
- 非製造業では、IT・物流が好調。建設は、不動産低迷の下押しを受ける一方、インフラ・製造業投資が一定程度下押し圧力を抑制

中国本土上場企業業績（製造業）



（資料）wind

中国本土上場企業業績（非製造業）

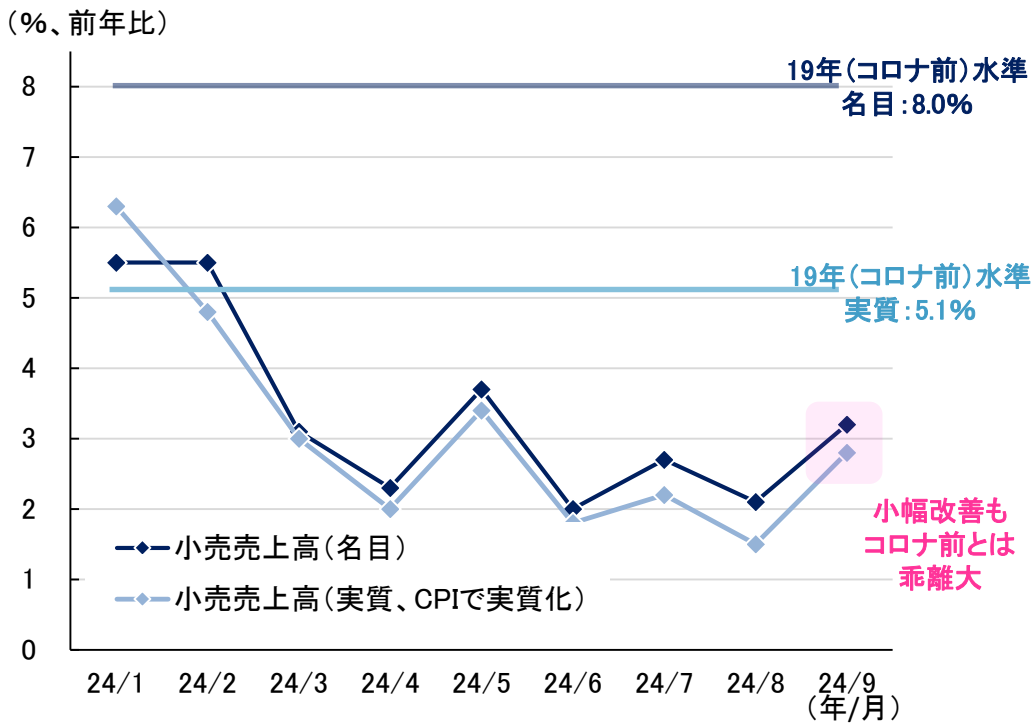


（資料）wind

個人消費：支援策により財は改善、サービスでは一服感も

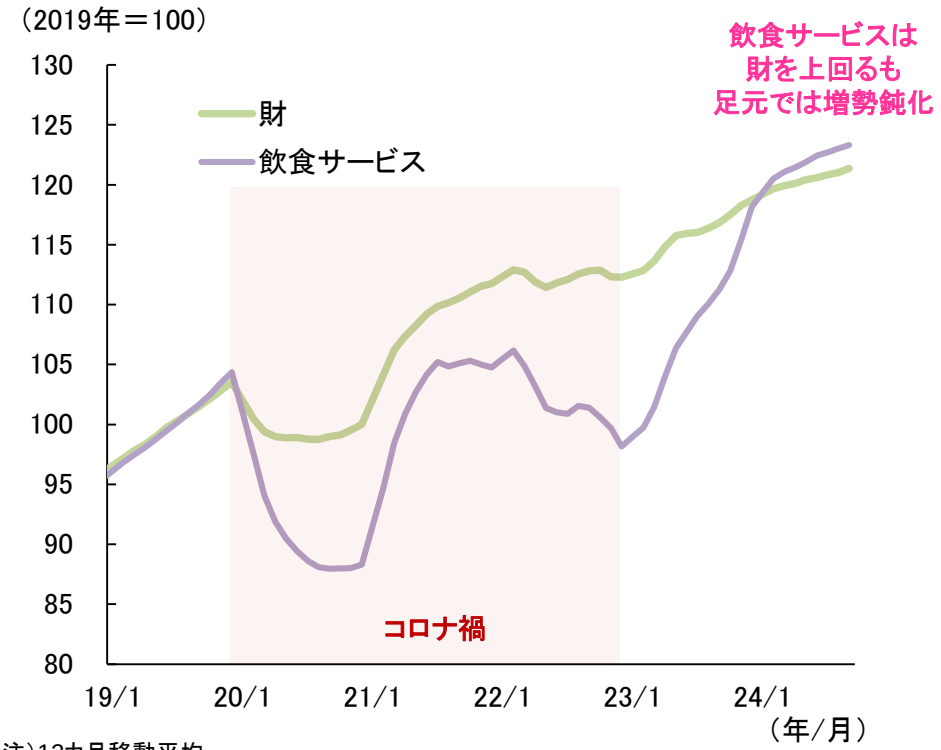
- 9月小売売上高（財・飲食）は前年同月比＋3.2%と前月より持ち直しも、年初の水準との比較では力強さを欠く
  - 8月下旬の耐久財買替促進策の支援拡充を背景に、通信機器・家電、自動車等が回復をけん引（次ページ右図参照）
- コロナ後、飲食サービスは堅調な伸びを維持していたが、足元では一服感も
  - 小売統計には飲食以外のサービス消費は含まれないが、サービス分野の消費を示す統計でも同様の傾向がみられており、ポストコロナで堅調だったサービス分野で増勢に陰り

小売売上高（名目・実質）



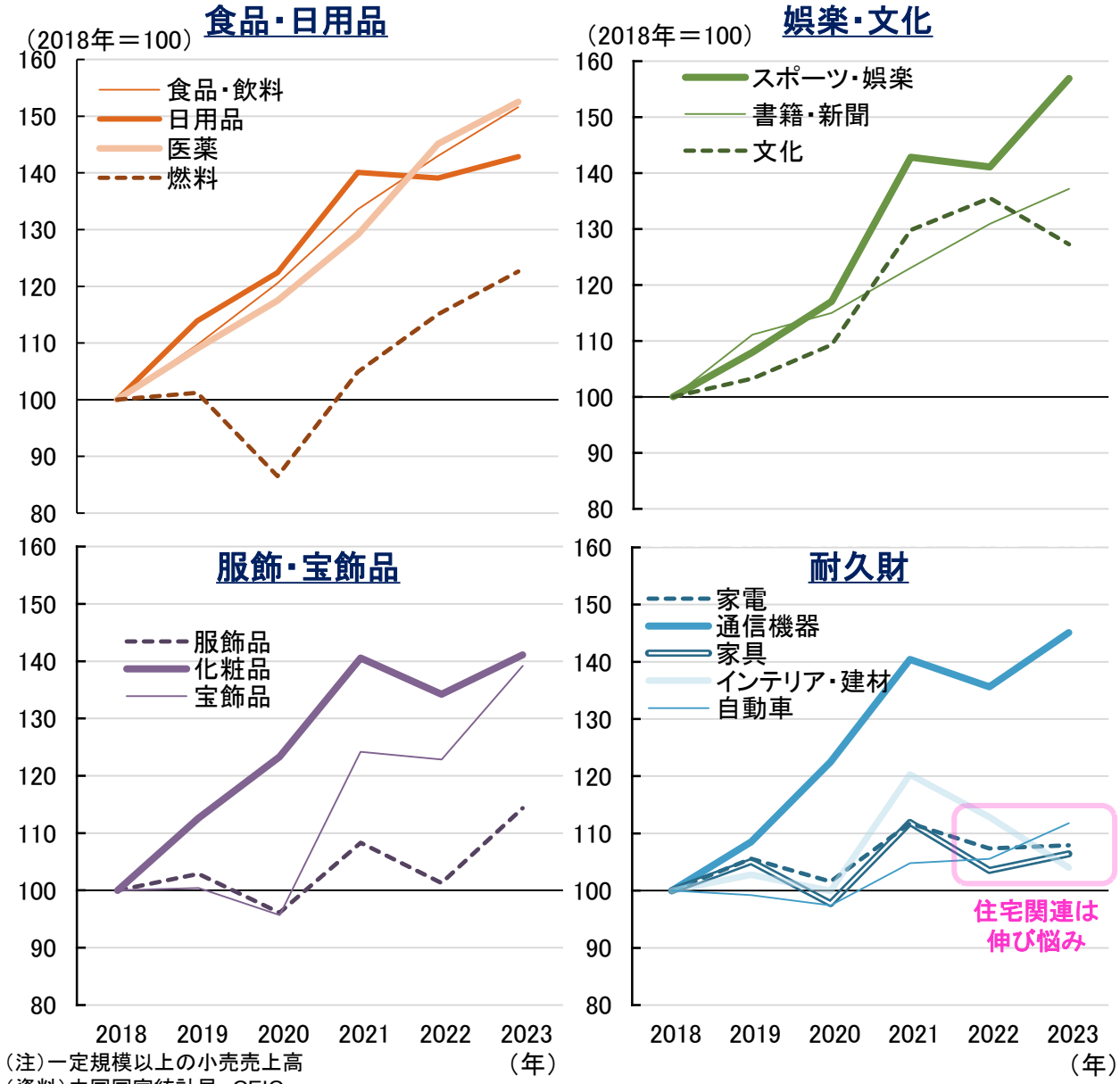
（資料）中国国家統計局、CEIC

小売売上高（財・飲食）

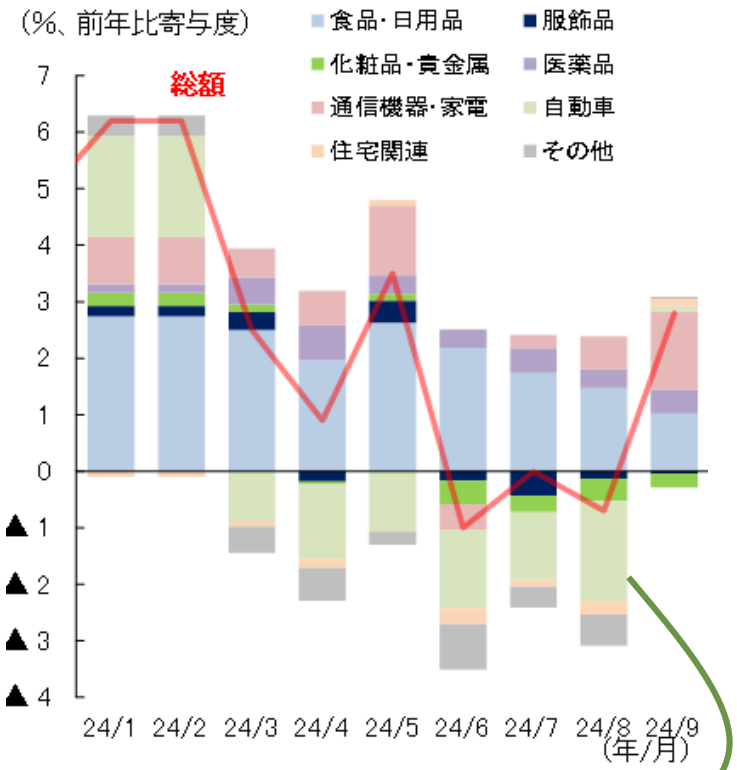


（注）12カ月移動平均
（資料）中国国家統計局、CEIC

小売売上高（財）の詳細（左：2018～23年、右：24年1～9月）



（注）一定規模以上の小売売上高
（資料）中国国家統計局、CEIC

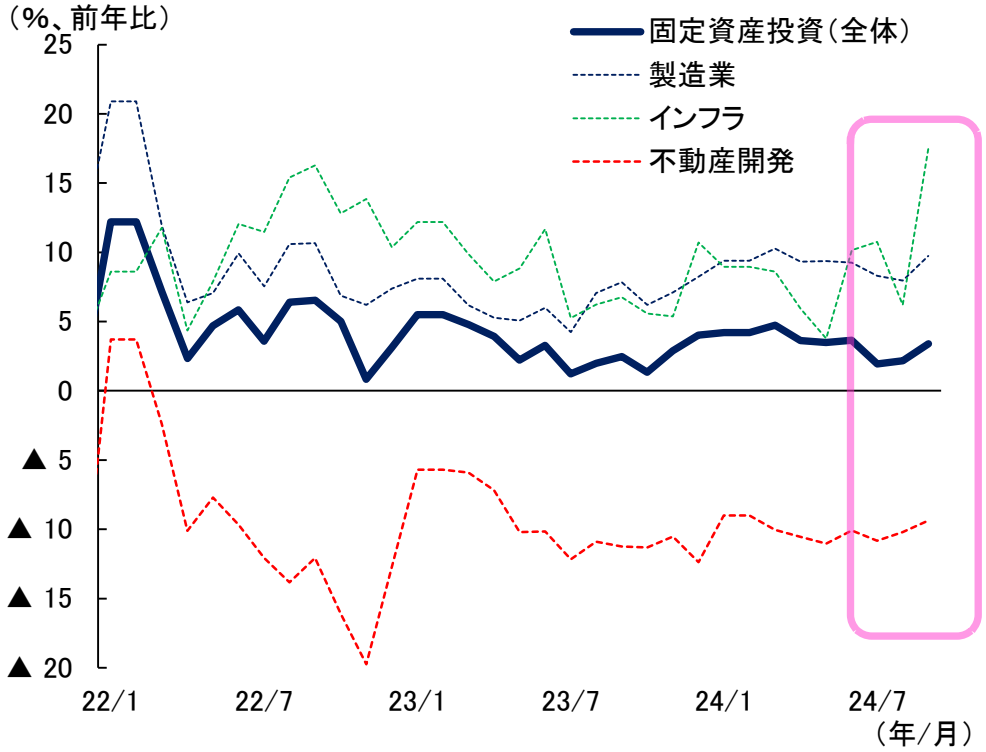


自動車のマイナスは価格と数量の双方に要因
（中国内販売台数は5月以降前年割れ）

投資：増勢は徐々に鈍化、不動産低迷が足かせに

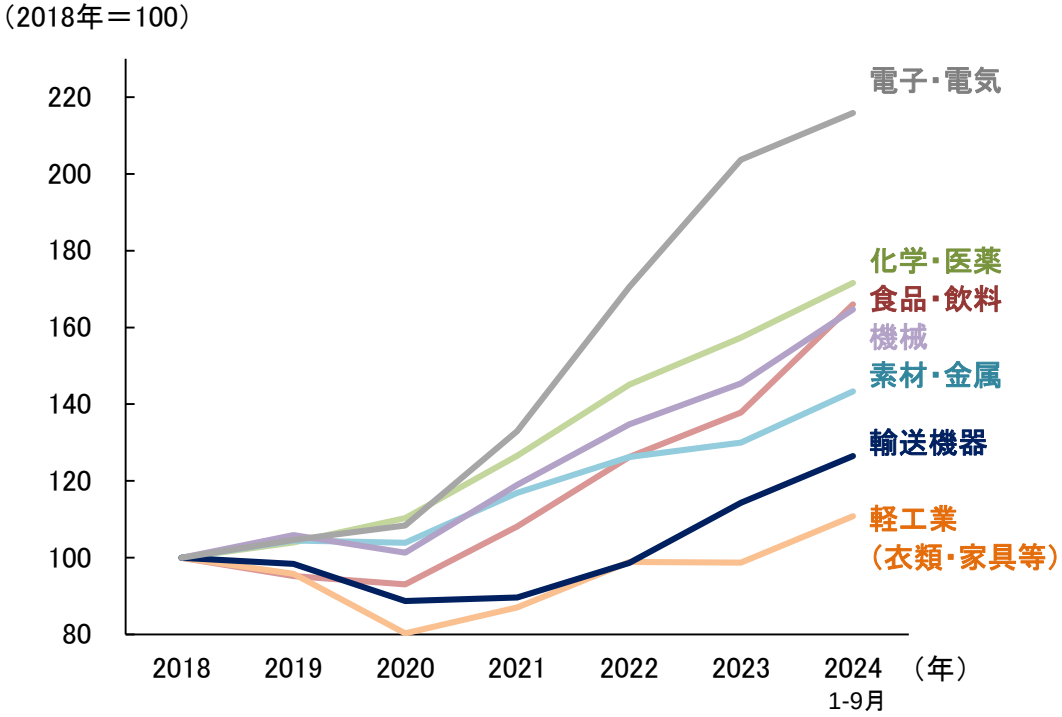
- 9月固定資産投資は前年同月比＋3.4%（前月：同＋2.2%）と改善も、1-3月平均同＋4.4%、4-6月平均同＋3.6%には及ばず。不動産の低迷長期化が下押し要因
  - インフラ投資は土地収入減の継続は先行きのマイナス材料ながら、9月におけるインフラ投資の急加速にみられるよう、今年前半に発行が遅れていた地方専項債の発行ペース加速（投資拡大）は今後のプラス材料
- 製造業投資は、生産が堅調な通信・電子、輸送設備（鉄道・造船・航空）がけん引
  - 2018年以降の中期トレンドでは、電子・電気の拡大が目立ち、政府によるハイテク産業育成が背景とみられる

固定資産投資



（注）公表済累計実績より単月実績を計算。インフラ投資は、交通運輸・環境・電力等の合計
（資料）中国国家統計局、CEIC

製造業投資（セクター別）

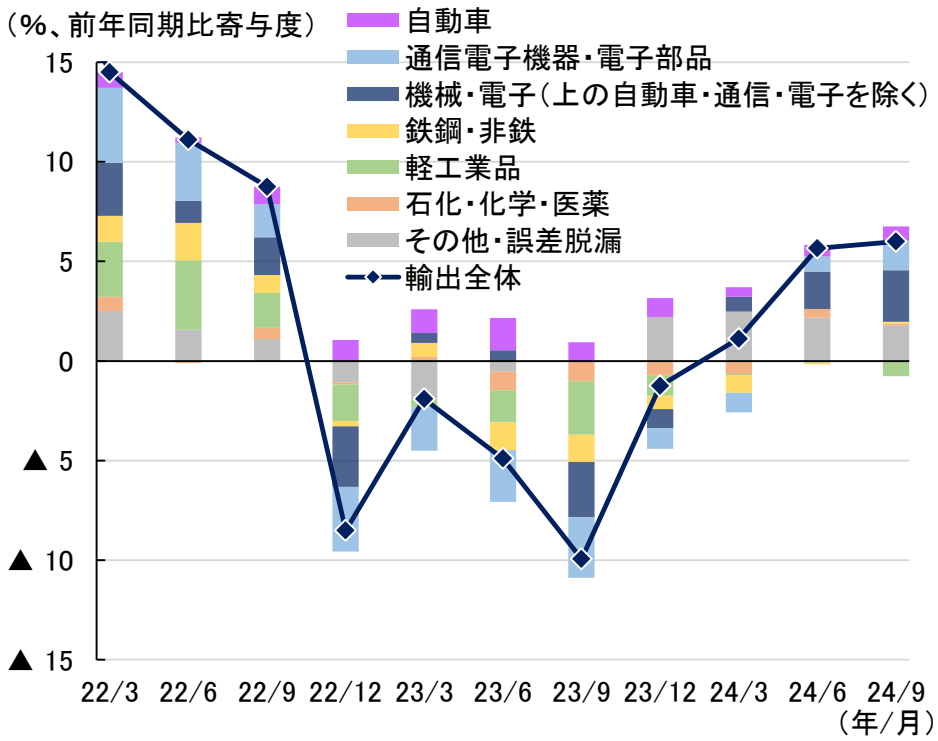


（注）2024年は1-9月の前年同期比の伸び率が通年続くとして計算
（資料）中国国家統計局、CEIC

輸出：機械・電子をはじめ幅広い分野で改善も、足元では増勢鈍化

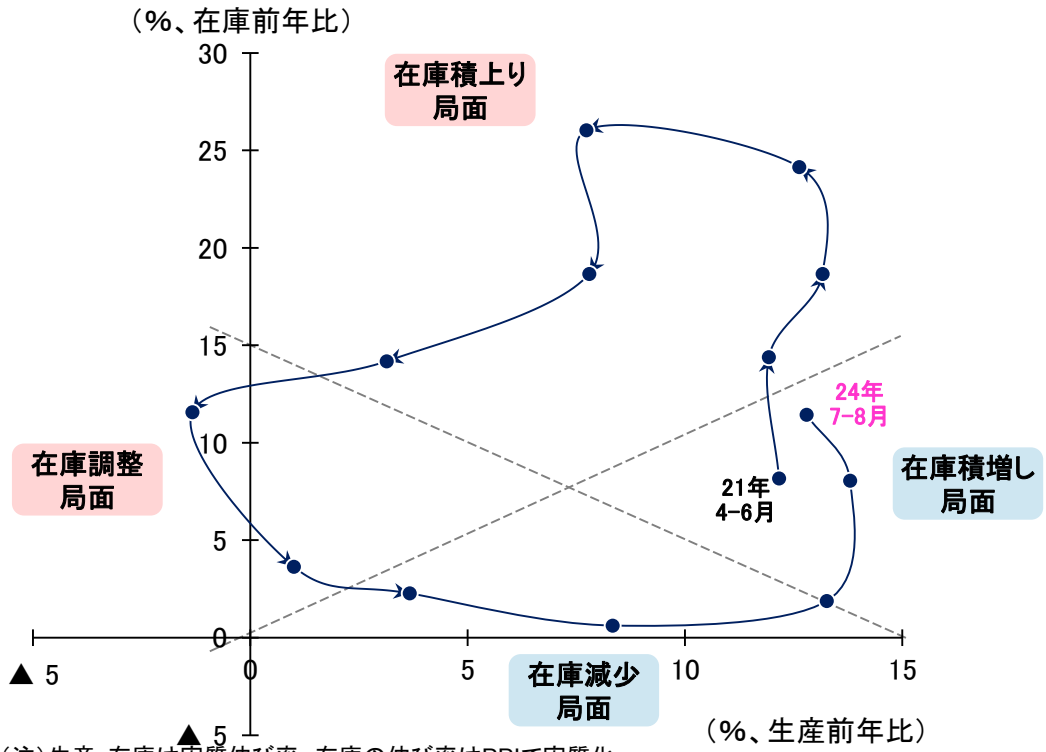
- 22年以降減少傾向だった輸出は23年後半より持ち直し。24年1-3月期より前年比プラスに反転し、その後拡大トレンド継続
  - 自動車やIC（集積回路）・通信機器を含む主力の機械・電子分野（輸出シェアの約6割を占める）がけん引。通信・電子分野では既に中国内での在庫積み上がりがみられており、輸出拡大が通信・電子の生産増に寄与しにくくなると予想される
- 輸出は緩やかな回復が続いていたが、9月単月では減速感がみられ今後は増勢鈍化を見込む
  - EUのEV輸入追加関税措置等が輸出抑制要因となりうるが、現時点でEU向けEV輸出金額は輸出総額に比して限定的。短期的な基調への影響は限定的ながら、来年の輸出見通しは米国選挙を控え不透明感増す

輸出（財、名目ドル建、四半期）



（資料）中国海関総署、CEIC

通信・電子分野の中国内在庫循環図

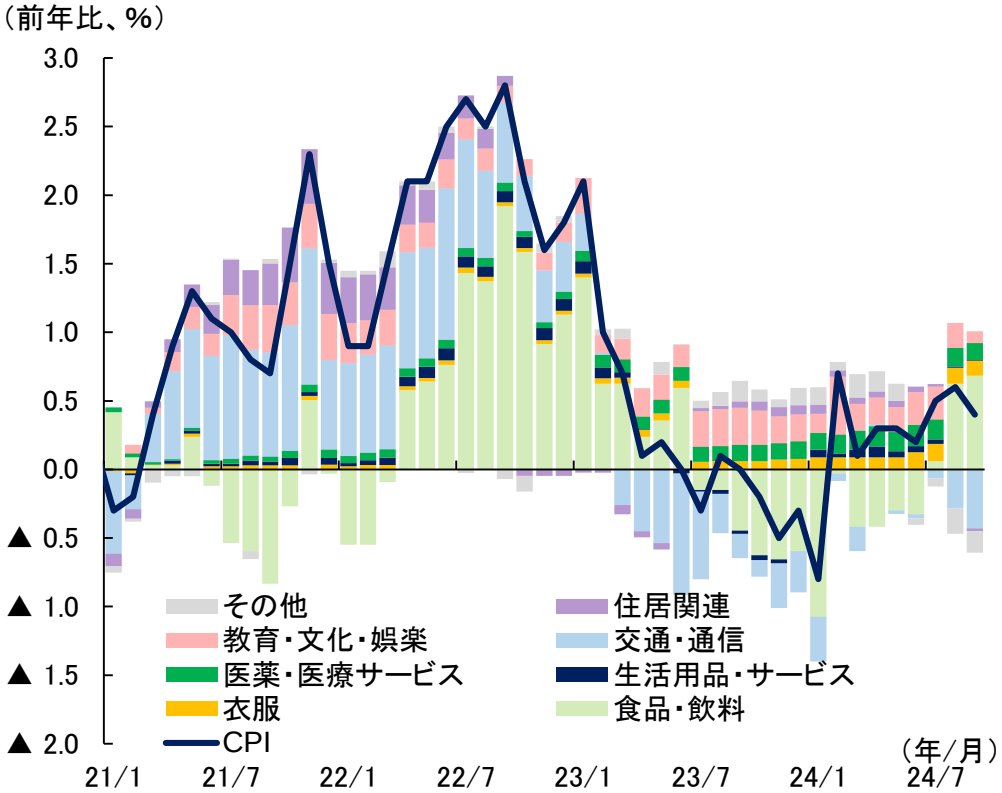


（注）生産・在庫は実質伸び率。在庫の伸び率はPPIで実質化
（資料）中国国家統計局、CEIC

消費者物価：力強さを欠く内需や構造要因によりコアCPIはディスインフレが継続

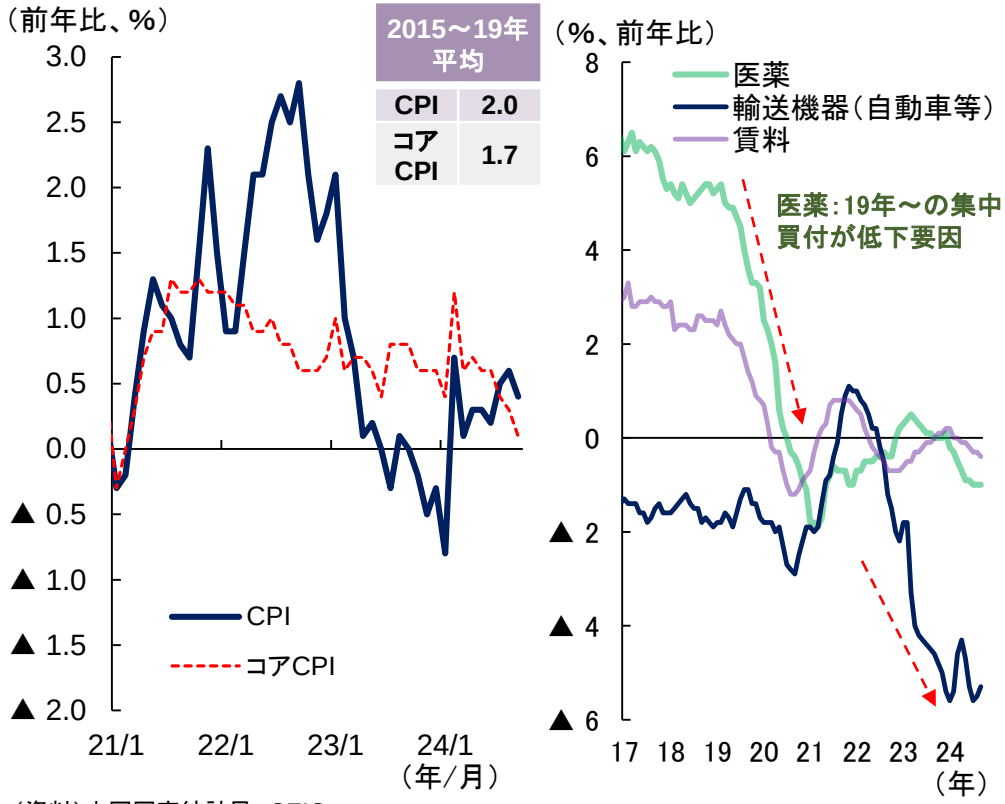
- 消費者物価指数は昨年後半以降、０％前後～マイナス圏での推移が続く。交通・通信や食品・飲料がマイナス寄与の期間も
  - 食品・エネルギーを除くコアCPIはこれまでプラスで推移も、足元ではCPIを下回る。政府集中買付による薬価低下、不動産関連（賃料）といった構造要因が物価を下押ししており、24年後半もコアCPIは0%前後での推移を見込む
  - 内需は力強さを欠き、インフレ率・賃金上昇率はともに上がりにくい環境が続くとみられる

消費者物価指数（CPI）



（注）ウエイトは各年の消費支出金額をもとに、中国アドバイザリー部による推計
（資料）中国国家統計局、CEIC

コアCPI（左）・コアCPI低下要因（右）



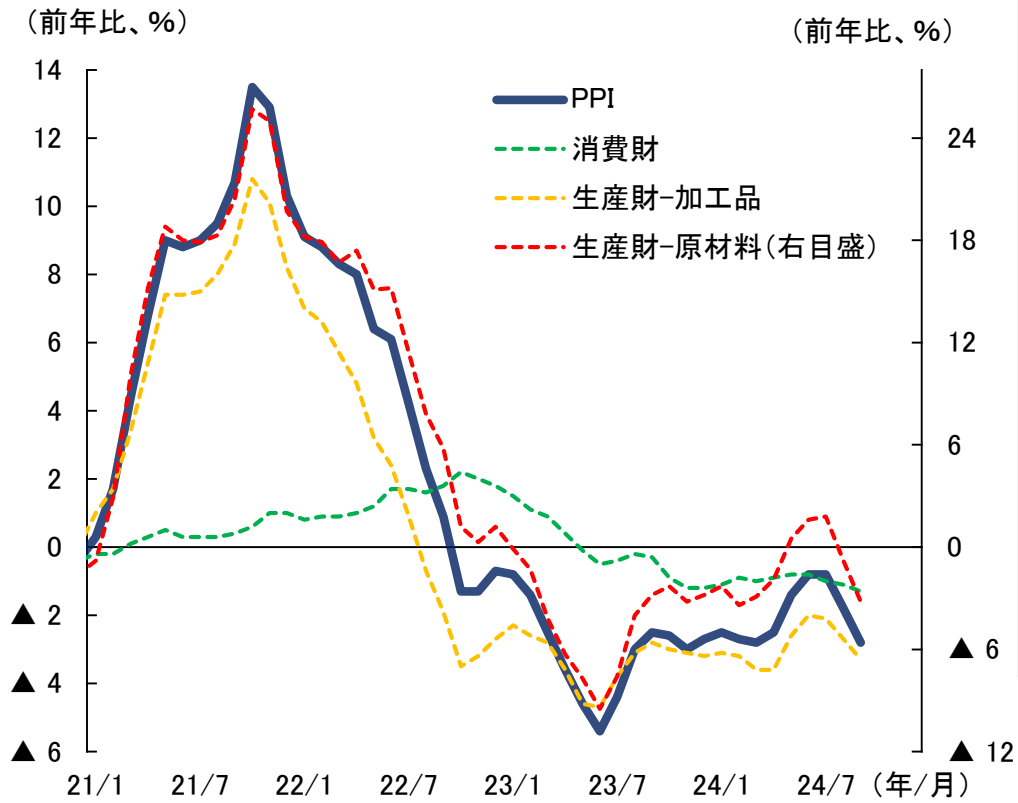
2015～19年平均	
CPI	2.0
コアCPI	1.7

（資料）中国国家統計局、CEIC

生産者物価：CPI同様に内需不足を背景に前年比マイナスが続く

- 生産者物価指数は22年後半より前年比マイナスが継続。足元では、川中～川下における生産財での下落圧力が相対的に強い
  - 資源価格に左右されやすい原材料価格は持ち直しつつあり、マイナス推移のPPIはCPIと同様に内需低迷に起因
- 産業別では、不動産低迷を背景とする鉄鋼やセメント等の非金属鉱物の低下が顕著にみられる
  - 当該セクターにおける需給バランスが価格に反映される構図。不動産では短期的な持ち直しが見込みにくくPPIは上昇しにくい環境が続く見込み

生産者物価指数（PPI）



（資料）中国国家統計局、CEIC

生産者物価指数（主要産業別）

（前年比）	繊維	化学	医薬	鉄鋼	非鉄	非金属	一般機械	専用機械	自動車	電気機械	通信電子
23年1月	▲ 3.0	▲ 5.1	0.6	▲ 11.7	▲ 4.4	▲ 6.5	▲ 0.2	0.0	▲ 0.5	1.7	0.4
	▲ 3.7	▲ 6.0	0.1	▲ 10.9	▲ 5.3	▲ 6.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.8	1.0	▲ 0.5
	▲ 4.0	▲ 7.7	▲ 0.2	▲ 11.0	▲ 8.0	▲ 6.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.9	0.3	0.0
4月	▲ 4.2	▲ 9.9	▲ 0.1	▲ 13.6	▲ 8.6	▲ 5.6	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.7
	▲ 4.3	▲ 12.2	▲ 0.2	▲ 16.8	▲ 8.4	▲ 6.0	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 1.1	▲ 1.4	▲ 1.7
	▲ 4.7	▲ 14.9	0.0	▲ 16.6	▲ 7.2	▲ 6.4	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 1.3	▲ 1.9	▲ 2.0
7月	▲ 4.1	▲ 14.2	0.6	▲ 10.6	▲ 1.0	▲ 6.5	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 1.5	▲ 1.9	▲ 1.7
	▲ 3.1	▲ 10.4	0.6	▲ 6.6	1.4	▲ 6.6	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 1.4	▲ 1.9	▲ 1.9
	▲ 2.3	▲ 7.1	0.8	▲ 5.0	2.7	▲ 7.0	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 1.4	▲ 2.3	▲ 1.8
10月	▲ 1.9	▲ 6.9	0.8	▲ 5.2	2.6	▲ 7.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.4	▲ 3.0	▲ 2.9
	▲ 1.6	▲ 6.8	0.7	▲ 2.3	1.7	▲ 8.2	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.6	▲ 4.0	▲ 3.5
	▲ 1.6	▲ 6.3	0.1	▲ 1.9	0.4	▲ 7.9	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 4.3	▲ 3.9
24年1月	▲ 1.3	▲ 6.1	▲ 0.3	▲ 2.9	0.6	▲ 8.0	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 1.5	▲ 4.2	▲ 3.0
	▲ 0.8	▲ 6.6	▲ 0.5	▲ 4.9	▲ 0.2	▲ 7.7	▲ 0.5	▲ 0.9	▲ 1.5	▲ 4.5	▲ 2.1
	▲ 0.7	▲ 6.3	▲ 0.6	▲ 7.2	0.6	▲ 8.1	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 1.5	▲ 4.3	▲ 2.5
4月	▲ 0.7	▲ 5.4	▲ 0.7	▲ 8.5	3.6	▲ 9.0	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 2.0	▲ 4.2	▲ 2.0
	▲ 0.6	▲ 3.4	▲ 0.7	▲ 3.7	8.9	▲ 8.8	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 2.0	▲ 3.0	▲ 1.9
	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 1.0	▲ 2.1	11.5	▲ 6.9	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 2.3	▲ 2.9	▲ 2.1
7月	▲ 0.8	0.3	▲ 1.2	▲ 3.7	10.6	▲ 5.6	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 2.1	▲ 2.8	▲ 2.6
	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 8.0	7.6	▲ 5.1	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 2.2	▲ 3.0	▲ 2.4

不動産低迷が影響

銅・アルミ等の原料価格上昇

（資料）中国国家統計局、CEIC

9月下旬以降、景気刺激策を発表、財政出動規模に注目集まる

- 一連の景気刺激策は財政規模が明確ではないが、経済効果への期待感や株式市場への支援を受け、中国内株価は上昇
  - 9月中央政治局会議（9/26）で、「必要な財政支出」や「不動産市場の安定化促進」に言及したことも、市場の期待値を上げた
- 景気トレンドを好転させるには、先行き期待に働きかける必要があり、一連の政策に対して中国内で期待される財政出動規模（中国内エコノミストからは今後複数年で5～10兆元の規模）が確保されるか、景気下押し要因である不動産市場への支援策がより有効に機能するか等がポイントに。財政規模については、11月4-8日に開催される全人代常務委員会に注目

金融政策（9月24日記者会見）

分野	政策概要	ポイント
金融緩和	✓ 預金準備率や主要短期金利の引き下げ	✓ PBOC総裁は「（金融緩和に合わせて）積極的な財政政策実施が効果的」と強調
不動産	✓ 住宅購入支援（ローン利率引き下げ） ✓ 既存住宅ローン利率の引下げ	✓ 概ね既存政策の延長 ✓ 既存住宅ローン金利負担軽減は1500億元とされる。GDP比0.1%相当と消費波及効果は限定的か
株式市場	✓ 株式市場支援を意図したスワップ制度導入 ✓ 自社株買い支援	✓ 株式市場への直接的な支援として、株式市場は好感

（資料）中国政府網、PBOC、NFRA、CSRC、各種報道

財政政策（10月12日記者会見）

分野	政策概要	ポイント
地方財政	✓ 地方債の追加発行 ✓ LGFV債務の地方債への置換	✓ 追加発行分は4000億元と表明
国有大手行資本注入	✓ 特別国債発行による資本注入（左記金融緩和の、金融機関への負担軽減の側面も）	✓ 現在報じられる1兆元規模となれば、大手6行のCET1の8%に相当
不動産	✓ 地方政府の土地買戻し等に地方専項債を使用	✓ 地方専項債の使用を容認
民生支援	✓ 低所得層への給付 ✓ 奨学金、基礎年金の充実	✓ 低所得層向け給付は消費へ直結

（資料）中国政府網、財政部、各種報道

みずほ銀行（中国）　中国アドバイザリー部

担当　伊藤　hideki.ito@mizuho-cb.com

Copyright © 2024 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。