

2024年1月17日

通貨ニュース

中国：年初公表の経済指標の読み方～デフレ圧力を振り払えるか

10～12月期実質GDP成長率について

1月17日、2023年10～12月期の実質GDP成長率が公表され、結果は前年同期比+5.2%となった(図表1)。7～9月期の同+4.9%を上回ったものの、市場予想の同+5.3%からは若干下振れた。一方、前期比で見れば、+1.0%と7～9月期の+1.5%から顕著に減速しており、ベース効果を除けば、10～12月期は軟調だったと評価できる。産業別では、第1次、第3次産業は7～9月期から伸びがほとんど変わらなかったのに対し、第2次産業に関しては前年比+4.6%から同+5.5%に伸びを加速させている。なお、2023年通年の成長率は同+5.2%となり、2022年に設定された目標の+5.0%前後を上回った。もっとも、李強首相が16日に年間の成長率に対し言及していたことも相まって、GDP統計の公表に特段のサプライズはなかった。同時期の景況感指標に関し、12月S&PグローバルPMIの結果を見ると、製造業・非製造業ともに11月からは上昇した(図表2)。コンポジットPMIの期中平均を四半期ごとに確認すると、2023年は53.3、53.9、51.5、51.4と推移しており、PMIの推移からは年後半の経済が軟調だったことが示唆される。GDP統計は前年比効果の影響が大きくなってしまいう関係上見えにくい部分だが、域内経済は強くはない推移を続けており、特に10～12月期はトレンドとしては7～9月期よりも弱かったと考えられる。なお、業種別では1年を通して非製造業が比較的底堅い推移となった。ゼロコロナ政策からの脱却は一定の効果をもたらしたと評価できるが、財分野の需要は弱い状態が続いていた印象だ。

その他の経済指標を確認すると、12月の小売売上高や鉱工業生産は、市場予想対比ではまちまちの結果となったものの、回復基調は継続させている(図表3)。もっとも、懸案の不動産市況に関しては、固定資産投資や不動産投資は依然弱く、反転の兆しがなかなか見えてこない(図表4、5)。実際、主要70都市の新築住宅価格は、前月比では▲0.45%と、2015年2月以来の下落幅となっている。過剰供給が解消しない中、需要の回復ペースは芳しくなく、金融・財政政策両面からの需要喚起策が期待される状況にある。なお、16日には、当局が1兆円規模の特別国債発行で景気の下入れを強化するとの関係者談が取りざたされた。地方政府は財政不足に悩まされている環境下、中央政府がどれだけ財政拡張的な政策を打ち出せるかが今後の争点となるだろう。当局も「まだ幾つかの困難と課題に直面している」とのコメントを公表しており、昨年回避された「大規模な景気刺激策」が発動されるか注目だ。なお、みずほリサーチ&テクノロジーズは、消費マインドの低迷と不動産部門の調整が継続するとし、今年の成長率を+4.6%と予想している。

輸出は通年で7年ぶりに減少

12月の中国貿易統計の結果は、輸出は前年比+2.3%、輸入は同+0.2%となった(図表6)。また、貿易黒字は+753億ドルを記録した。通年の結果を確認すると、輸出が同▲4.6%、輸入は同▲5.5%となった。輸出が減少に転じるのは7年ぶり、輸

金融市場部
マーケット・エコノミスト

堀 堯大

03-3242-7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

長谷川 久悟

03-3242-7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

入に関しては3年ぶりだ。各国中銀による歴史的な利上げ局面の中で、グローバルな需要減退に直面したことに加え、従前から指摘しているデリスキングやデカップリングといった、グローバリゼーションの巻き戻しのような動きが同時に起こったことも要因と考えられる。実際、輸出入の合計額は、同▲5.00%となっており、チャイナショックとトランプ米大統領誕生に挟まれた2016年以降の下落幅となっている。中国の内需が弱かったことも影響したと思われるが、やはりスローバリエーションの流れは確実に貿易活動停滞に直結している。こうした状況は2023年の国別輸出実績で、米国(▲13.0%)、EU(▲10.2%)、日本(▲8.7%)などの西側諸国向けが軒並み大きく減少しているのに対し、ロシア(+46.1%)、アフリカ(+6.9%)などでは増加していることから窺えよう。

内需停滞の継続を示す物価動向

物価動向に関し、12月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.3%と市場予想の同▲0.4%および11月の同▲0.5%を上回った(図表7)。もっとも、3か月連続でマイナス圏を推移しており、デフレに陥っている状況は変わらない。通年でも同+0.2%となっており、内需の弱さが浮き彫りになった年といえるだろう。一方、食品とエネルギー価格を除いたコアCPIは同+0.6%と3か月連続で同じ伸びだが、消費財や食品の下落傾向が続く中、全体としてのデフレ圧力はなかなか解消していない。従前から期待されていたサービス物価も、年央以降、失速気味であることも大きく響いた。川上部門に目を移せば、12月生産者物価(PPI)は、同▲2.7%と11月の同▲3.0%を上回ったものの、市場予想の同▲2.6%を下回った。下落幅は段階的に縮小も、15か月連続でマイナス圏に沈んでいるという事実は捨て置けない。

このような状況を受け、中国人民銀行(PBoC)に対する金融緩和拡大期待は日に日に高まっている。かかる中、1年物中期貸出ファシリティー(MLF)レートは1月にも据え置きとなった。市場では、昨年8月以来の利下げ踏み切るとの観測が高まっていただけに、ややサプライズを持って受け止められている。年初以降、FRBの早期の利下げ期待が若干後退する中、追加の金融緩和の拡大には慎重姿勢を維持したとの見方が広がっている。もっとも、資金供給量は増やしており、金融緩和を通じた景気支援を続ける姿勢に変わりはないと見られる。

今後のCNY相場について

昨年末にかけてCNYはFRBの利下げ期待の高まりに伴って上昇。年初以降も対米金利差に概ね符合した動きとなっているが(図表8)、今後もFRBの政策転換を織り込む動きや中国人民銀行(PBoC)のCNY支援などがCNY相場を下支えすると予想される。一方で、それ以外のCNY買い要素に欠けている状況にも見える。実際に10~12月期GDP公表後はCNYや株式市場は下落で反応。中国国家統計局も内需の弱さや物価停滞を自認しており、今年も前年と同程度の成長率を維持するハードルは低くないと見られる。こうした国内の課題に加えて、13日に実施された台湾総統選を受けて、今後地政学リスクが高まる可能性にも警戒したい。総統選の結果は対中強硬色の強い民進党の頼氏の勝利に終わったが、習政権は台湾統一に向けて強い意志を示しており、台湾に対して政治的・経済的な働きかけを止めるとは考えにくい。この過程で、主要先進国が中国への警戒を強めれば、貿易規制や投資規制を厳格化することも考えられる。また、世界経済が昨年までの金融引き締めの影響で減速するという前提の下ではCNYの実需環境がコロナ禍前に戻るとも言い切れない状況だ。24年かけては金利差縮小の面で対ドルでの持ち直しを見込むが、そのスピードは穏当なものに留まると予想する。

図表 1: 実質 GDP 成長率の推移 (前年比%、%ポイント)



出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 23年10~12月期は成長率のみ

図表 2: 中国 PMI の動向



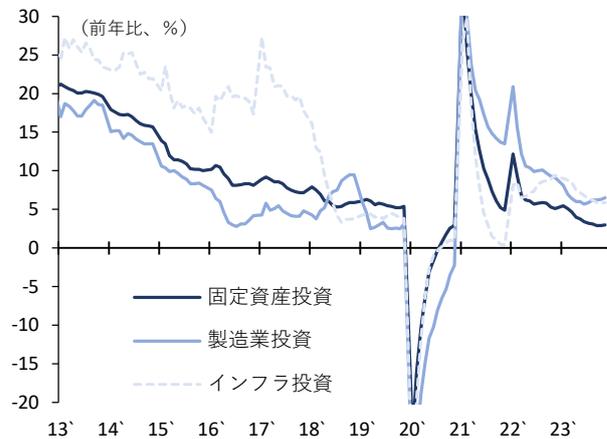
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3: 小売売上高と鉱工業生産の推移 (前年比%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行
注: 前方3か月移動平均

図表 4: 固定資産投資 (前年比%)



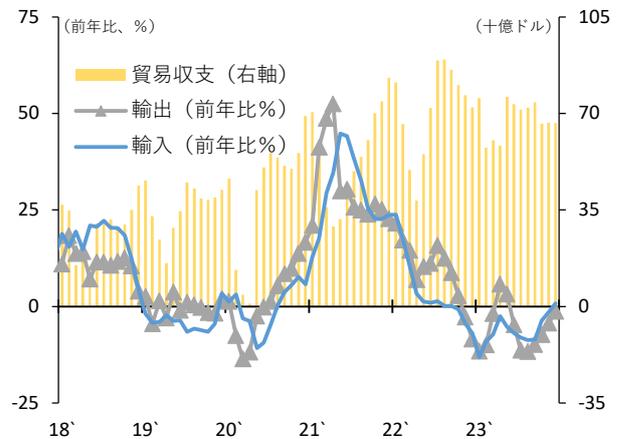
出所: Macrobond、みずほ銀行
注: 図表作成上、上限・下限をカットしている

図表 5: 不動産投資と新築住宅販売価格 (前年比%)



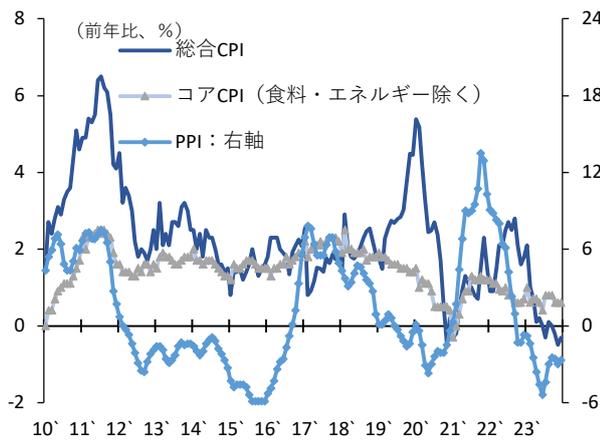
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 貿易実績の推移



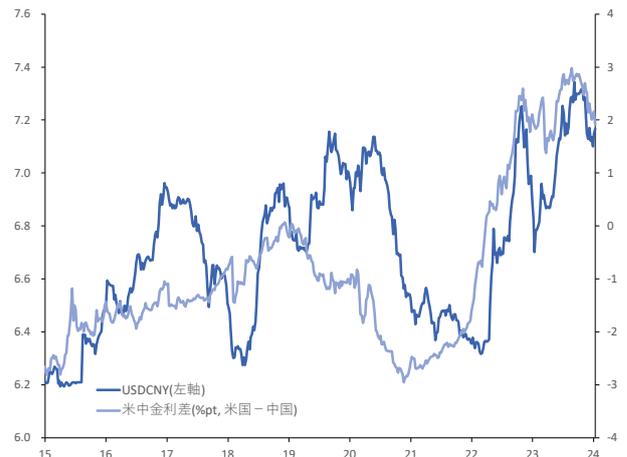
出所: Macrobond、みずほ銀行
注: 前方3か月移動平均

図表 7: CPIとPPI(前年比%)



出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 8: 対米金利差とCNY相場



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。