

2023年4月20日

Asia
Research
Center

Asia Talk

“プロ”に聞く！

中国景気は年後半の下振れリスクに注意

中国経済

※当資料は「アジアリサーチセンター」のレポートを基に作成しています。

「2023年の中国経済をどう見るか？」

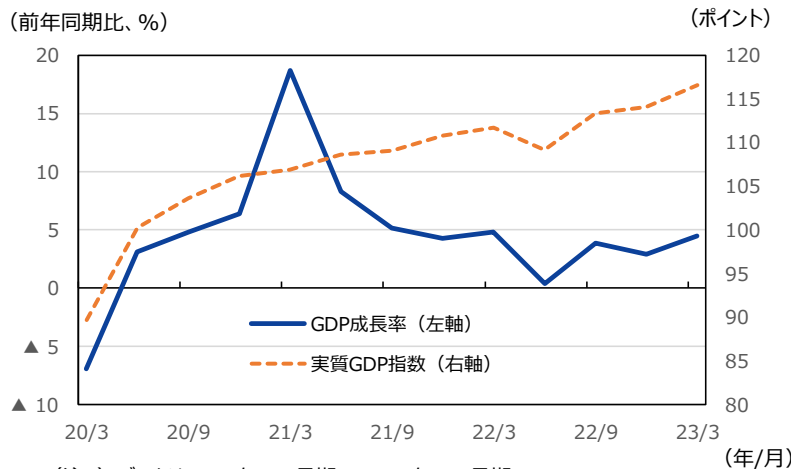
→成長率のパターンは2023年前半に上振れ、後半に下振れする見込み

ゼロコロナ放棄後の景気は持ち直し

- 23Q1の中国の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%と、前期の同+2.9%から加速しました（図表1）。2022年12月7日に政府がゼロコロナ方針を事実上放棄した後、国内では春節休暇前の時点で集団免疫体制を獲得したとみられます。特にゼロコロナ方針は、産業では対面型のサービス業、需要では消費を強く抑制してきたため、その反動で1-3月期にはサービス業、消費が持ち直しました。
- 23Q2には、前年の上海市のロックダウンの反動や後述の要因も踏まえると、前年同期比で見た成長率は更に加速するでしょう。しかし、後述のように**短期的な上振れの動きの反動が出てくることも踏まえると、2023年後半の成長率は下振れしやすくなる**と判断します。
- こうした判断の下、弊社は**2023年の成長率見通しを+5.3%に据え置きます**。Asia Pacific Consensus Forecast4月号では、中国の2023年の成長率見通しコンセンサスは+5.5%へ上方修正されています。

図表でチェック！

【図表1：中国のGDP成長率】



(注1) データは2020年1-3月期～2023年1-3月期。

(注2) 実質GDP指数は国家統計局による季節調整済み前期比を使用して、2019年10-12月期を100として指数化。

(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに重要な注意事項を記載しております。必ずご確認ください。

上記は当資料作成基準日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。



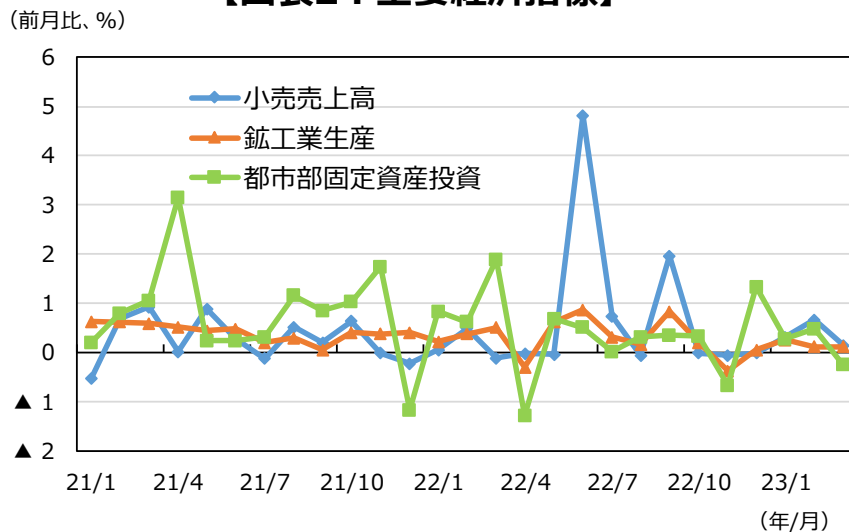
三井住友DSアセットマネジメント

Be Active.

月次主要経済指標は循環的な景気モメンタム低下を示唆

- **足元の景気モメンタムを月次主要経済指標から確認**します。国家統計局は季節調整済み前月比を公表しており、これを見ると、小売売上高は2月の+0.67%（年率+8.3%）から3月には+0.15%（年率+1.8%）へ鈍化しました（図表2）。鉱工業生産は2月も3月も+0.12%（年率+1.4%）で横ばいでした。都市部固定資産投資は2月の+0.48%（年率+5.9%）から3月には▲0.25%（年率▲3.0%）へ減速しました。**3月の景気モメンタムは総じて低下した**といえます。中国の経済指標の評価は主に前年比で行われますが、経済ショックの翌年にはベース効果で前年比は上振れしやすくなるので、**補完的に循環的な景気モメンタム（季節調整済みの前月比、3カ月前比、前期比）を確認することも重要です。**

【図表2：主要経済指標】



(注1) データは2021年1月～2023年3月。

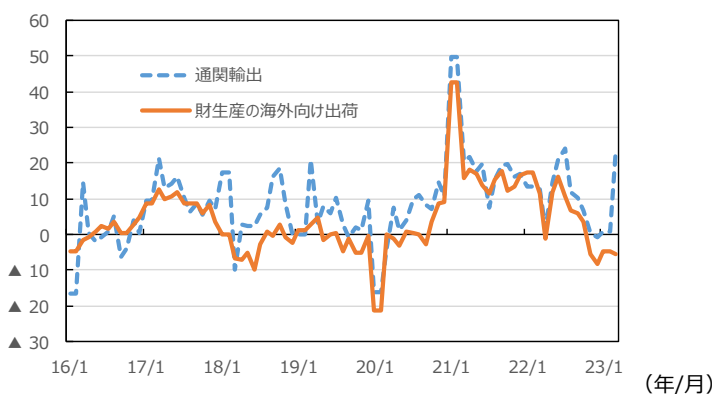
(注2) 季節調整は国家統計局。

(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

輸出の先行きは鈍化見込み

- 3月の通関統計では、米ドル建て輸出額が前年同月比+14.8%と市場予想を大幅に上回り、1-2月の同▲6.8%から加速しました。人民元建てでは1-2月の同+0.9%から3月には同+23.4%へ加速しました（図表3）。しかし、財生産のうち海外向け出荷を見ると、1-2月に同▲4.7%、3月には同▲5.4%へマイナス幅が拡大する形で下振れました。過去のパターンを見ると、通関輸出が一時的に財生産の海外向け出荷に対して上振れても短期間のうちに下振れています。先進国では消費が財からサービスにシフトしており、財消費のモメンタムが上向くとは考えにくい状況なので、**3月も輸出モメンタムは弱いと判断すべき**と思われる。3月の通関輸出が一時的に過大評価されたと想定すれば、早ければ4月の通関輸出の前年同月比がマイナスに転じてもおかしくありません。
- 輸出が下振れると、輸出関連の製造業は雇用調整を進展させるとみられ、**家計にとって、雇用・所得に対して一定の不安が残る**と思われる。また、2023年の新卒者は1,158万人と過去最多が見込まれており、卒業シーズン（6～7月）に若年層の失業率が更に上昇するという構造的な失業問題がクローズアップされやすくなります（図表4）。

(前年同月比、%) 【図表3：通関輸出】

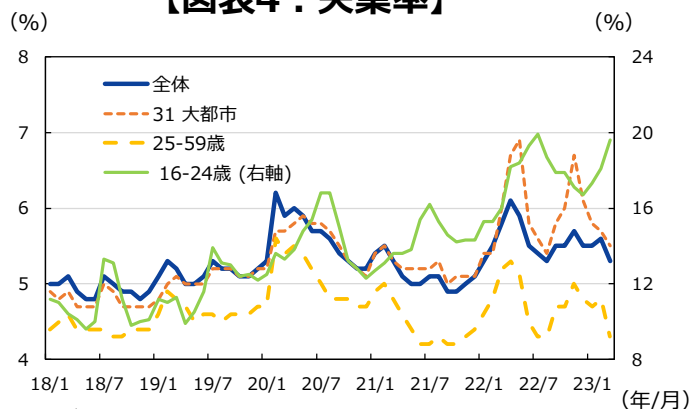


(注1) データは2016年1月～2023年3月。

(注2) 人民元建て。春節休暇の振れを除去するため、1-2月は平均値。

(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表4：失業率】



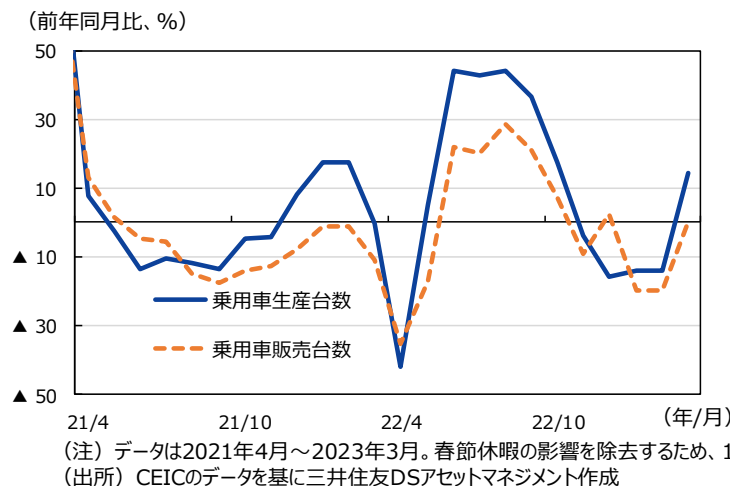
(注) データは2018年1月～2023年3月。

(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

自動車は短期的に上振れ

- 排出規制を背景に、自動車の生産・販売は短期的に上振れやすくなっています。大きな流れを確認すると、ガソリン自動車への減税措置は2022年末で終了したため、ガソリン自動車への需要は2022年で先食いとなっており、2023年には生産台数・販売台数の前年比伸び率はマイナスに転じるとみられます。こうした大きな流れにもかかわらず、**3月の乗用車生産台数は前年同月比+14.3%**と、**1-2月の同▲13.8%**から急加速し、**3月の乗用車販売台数（ディーラー販売）は同+0.1%**と、**1-2月の同▲19.7%**から急加速しました（図表5）。中国では自動車の排出規制が7月1日に強化される予定であり、強化後には「国6b」の排出基準車両しか新車として販売できなくなります。一方、地場の自動車メーカーの多くが「国6a」（「国6b」より排出基準が緩い旧基準）の排出基準の車両部品をすでにある程度調達してしまっているため、規制強化前に組み立てを完成し、新車販売を終える必要があります。そのため、「国6a」基準の車両の組み立てを急ぎ、大幅な値引きをして販売を始めました。こうした動きはあと1～2カ月間程度続く可能性があります。生産増加・値引きによる販売増加が一巡すれば、その後、2023年末にかけて反動が出てきますので、自動車の生産台数・販売台数は下振れしやすくなります。また、**こうした自動車産業の特殊な動きは成長率が2023年前半に上振れしやすくなる一方、年後半には下振れするという見方を補強することになります。**

【図表5：乗用車 生産と販売】



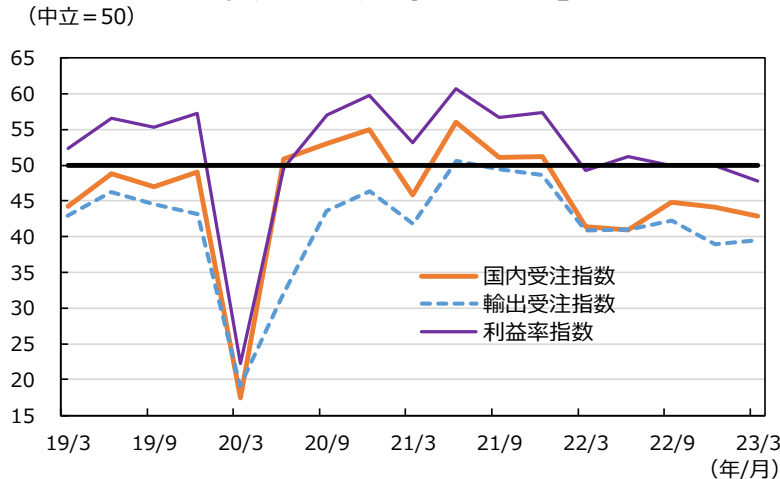
鉄鋼生産規制が導入される可能性

- **財新は4月15日付の記事で、政府が近いうちに鉄鋼生産量を抑制する政策を導入する可能性がある」と報道**しました。具体的には2023年の鉄鋼生産量が2022年の実績を超えないように規制するという内容です。2023年には景気が緩やかに持ち直すことを背景に、鉄鋼需要も緩やかに持ち直す見込まれている模様です。おそらく中国政府はESGのうち環境問題の解決という点で世界の主導権を握りたいと考えている可能性が高いと思われます。
- 粗鋼生産量の前年同期比は23Q1に+6.1%へ22Q4の+2.2%から加速しました。23Q2には前年同期の上海市のロックダウンの反動で伸び率は更に加速する見込みです。この点を踏まえると、政府が実際に鉄鋼生産抑制策を導入すれば、2023年後半には前年同期比がマイナスとなり、抑制効果が大きめに出やすくなります。**こうした政策の可能性も2023年後半の成長率が鈍化するという見方をサポート**します。

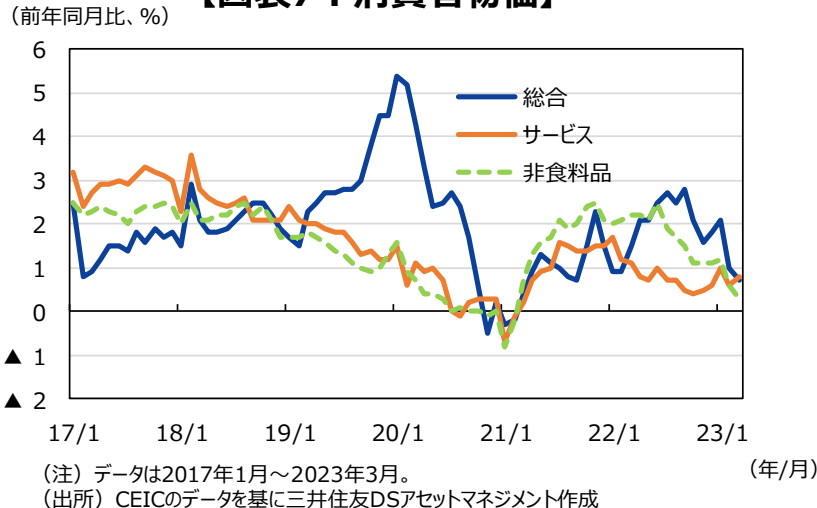
需要低迷で企業の値上げは困難

- 中国人民銀行は23Q1サーベイ結果を発表しました。**企業（製造業）へのサーベイでは、輸出受注が弱いだけでなく、国内受注も弱い結果**となりました（図表6）。投入コストが上昇しているにもかかわらず需要が弱いため、企業は製品値上げが困難であり、利益率指数は23Q1に中立の50を割れました。
- また、3月の消費者物価上昇率は前年同月比+0.7%と、市場予想を下回り、1-2月の同+1.5%から鈍化しました（図表7）。非食料品インフレは1-2月の同+0.9%から3月には同+0.3%へ鈍化し、サービス業インフレは1-2月も3月も同+0.8%で低位安定しました。つまり、**財もサービスも企業にとって値上げが困難である状況を示唆**しています。上記の自動車価格の値引きに加え、ガソリン価格など燃料価格の下落は非食料インフレ鈍化の一因ですが、これら2品目だけでは非食料品インフレはここまで鈍化しないとみまます。やはり、**製造業だけでなくサービス業でも企業は値上げが難しい状況**にあると思われます。

【図表6：製造業サーベイ】



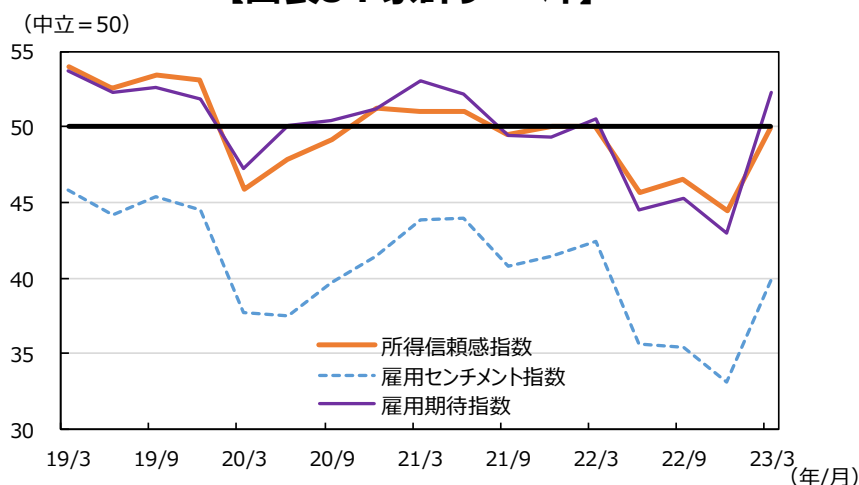
【図表7：消費者物価】



消費は回復も爆発的なリベンジ消費には至らない見込み

- 人民銀行の23Q1の家計向けサーベイを見ると、所得信頼感指数は49.9と引き続き50割れとなりました（図表8）。また、雇用センチメント指数は39.9と、中立水準である50を大幅に下回っています。内需持ち直しによって内需関連の雇用情勢は改善しつつあるものの、輸出が回復トレンドには戻りにくい環境下では輸出企業ではある程度の雇用調整が行われているとみられます。家計が雇用に一定の不安を抱えている状況では、所得が確実に増加するという期待感につながりにくいと思われます。そのため、消費は2023年には持ち直しますが、そのペースは2021年より緩やかになると判断します。

【図表8：家計サーベイ】



(注) データは2019年3月～2023年3月。

(出所) 中国人民銀行のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【重要な注意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績および将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

作成基準日：2023年4月19日