

## 中国経済：2023年の回顧と2024年の展望（改定見通し）

2023年の中国経済は、コロナ感染の収束により年初から春にかけて急回復したが、以降は停滞、夏場に一時持ち直したが年末にかけて再び停滞。景気停滞の理由は①不動産バブルの崩壊、②消費者マインドの冷え込み、③限られる政策の選択肢である。2024年について政府は「安定の中の成長」を目指すとしたが、今のところ積極財政は方針のみ、金融政策は安定を重視、具体的な押し上げ効果は見えず。個人消費の復調に時間を要し、欧米向け輸出は伸び悩み、製造業の投資は抑制気味、不動産投資は低迷が続き、成長率は4%台前半への減速を予想。

## 2023年の中国経済概観

今月8日に開催された中共中央政治局会議において、習近平国家主席は今年を「3年にわたる新型コロナウイルス感染症対策の後、経済が回復・発展に向かった1年間であった」と振り返った。実際に、年初の中国経済はコロナ禍を脱し急回復した。

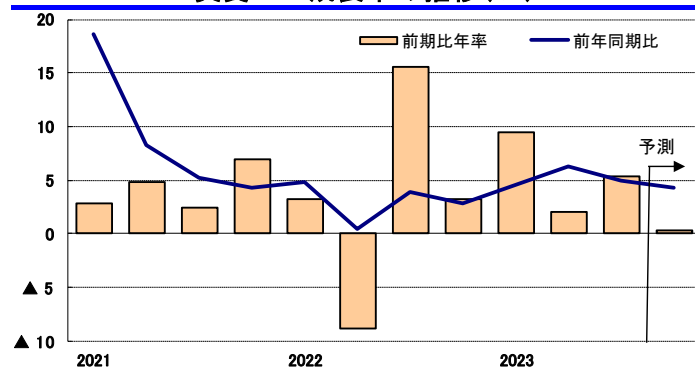
その様子を実質GDP成長率で確認すると（右図）、2023年1～3月期は前期比年率で+9.5%もの高成長を記録した。前年12月7日にゼロコロナ政策が事実上撤廃されたため、今年初にかけてコロナ感染が急拡大、経済活動は大きく落ち込んだが、感染は早くも1月中にピークアウトし、春節休暇（1/21～27）の旅行者数は前年比23%増加、コロナ前の約9割の水準を回復、飲食サービス消費は前年比25%増加しコロナ前の水準を回復するなど、景気は急回復を見せた<sup>1</sup>。

ところが、続く4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.0%へ急減速した。前年同期比では+6.3%へ伸びを高めており（1～3月期は+4.5%）、一見すると好調なようであるが、これは前年の4～5月が上海での大規模ロックダウンにより景気が冷え込んでいた反動による部分が大きく、実際の景気は前期比年率の成長率が示す通り急減速した。輸出が落ち込み、製造業の設備投資は減速、不動産市場は低迷が続き、インフラ投資は息切れ、個人消費は伸び悩むなど、需要が総崩れし景気は停滞した<sup>2</sup>。

夏場には、製造業の設備投資が拡大、個人消費に復調の動きが見られ、7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.3%へ加速した。輸出の減少が続いていたこともあり、5%台というの高い成長率には違和感もあったが、それでも製造業PMIが9月に50を上回るまで改善するなど、景気が一旦持ち直したことは確かである。

しかしながら、製造業PMIは10月以降、再び50を割り込んで悪化、非製造業PMIは11月に50割れ寸前まで低下するなど、多くの指標が景気の停滞を示している（11月の状況については後半の「主な指

実質GDP成長率の推移(%)



(出所) 中国国家统计局、予測は伊藤忠総研による

<sup>1</sup> 詳細は2023年2月24日付 Economic Monitor 「中国経済：急回復は続かず、2023年の成長率は目標の5%をかるうじて達成（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2300/>

<sup>2</sup> 詳細は2023年7月21日付 Economic Monitor 「中国経済：4～6月成長率で景気停滞を確認、追加緩和の可能性」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2382/>

標の動き（2023年11月）」参照）。固定資産投資は伸びを高めたが前年割れを回避した程度、輸出は下げ止まりの兆しといったところであり、個人消費は伸び悩んでいる。そのため、10～12月期の実質GDP成長率は前期比で減速した可能性が高い。

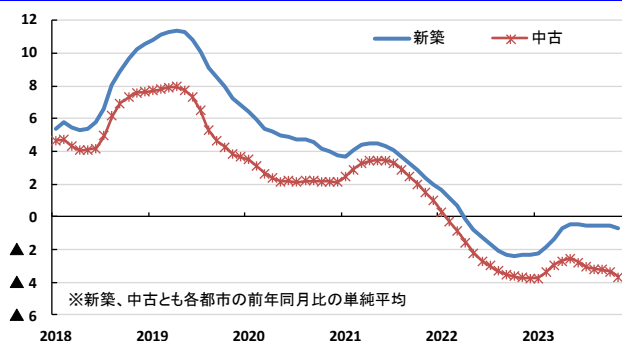
仮に10～12月期の成長率が前期比+0.2%（年率+1.0%）程度まで減速しても、2023年通年の実質GDP成長率は前年比+5.0%となり、政府が目標とした「5%前後」を達成する。そのため、今年の成長率目標を達成する可能性はさほど低くはないだろう（当社は5.2%を予想）。ただ、前年2022年の成長率は大規模ロックダウンの影響で+3.0%にとどまったため、今年5%成長を達成しても、2年間の平均成長率は4%に過ぎない。コロナ前の6%成長と比べると、拡大ペースが鈍化していることは事実である。

こうして振り返ってみると、2023年の中国経済は、コロナ後に回復に向かったことは間違いないが、その後は一進一退、停滞気味であり、経済成長という観点からは「発展に向かった」と言い難い。むしろ、消費者物価の下落<sup>3</sup>がデフレ局面入りを連想させるなど、日本が平成バブル以降に陥った長期低迷のように、景気の停滞が長引くのではないかという懸念が強まった1年だったように思う。

### 景気が停滞した3つ理由

中国経済が、一部の期待を裏切って秋口から停滞した第一の理由は、周知の通り不動産バブルの崩壊である。11月の住宅価格（70都市平均<sup>4</sup>）は、新築で前年同月比▲0.7%、中古では▲3.7%となり、それぞれ10月の▲0.6%、▲3.4%からマイナス幅が拡大した（下左図）。年初から春にかけてはマイナス幅が縮小、下げ止まりが期待されたが、再び下げ足を速めている。

住宅価格の推移（70都市、前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

不動産販売面積と投資額の推移（前年同月比、%）



(出所) 中国国家统计局

価格の軟化は需要の冷え込みによるところが大きい。11月の不動産販売面積は（上右図）、前年同月比▲20.5%と10月（▲21.4%）からマイナス幅が縮小したとはいえ、依然として前年比で2割を超える下落が続き、低迷している<sup>5</sup>。主な背景は、価格下落による投機的需要の減退や、さらなる下落期待による実需の先送りである。さらに、販売不振や価格低下を受けて、不動産企業の業績や資金繰りが悪化、不動産開発投資も10月の前年同月比▲16.7%から11月は▲18.1%へマイナス幅が拡大している。加えて、不動産企業の業績悪化は購入者の不信感を高め需要減退の一因となる。つまり、不動産市場は、需要の低迷と価格の下落、不動産企業の業績悪化と投資の縮小が相乗的に悪循環を加速させる、深刻な調整局

<sup>3</sup> 消費者物価は10月に今年2回目の前年同月比マイナスに転じ、11月はマイナス幅が拡大。詳細はP10参照。また、デフレ入りしたかどうかの評価については、2023年11月21日付 Economic Monitor「中国経済：デフレ懸念強まる中で金融市場の管理を強化」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2478/>

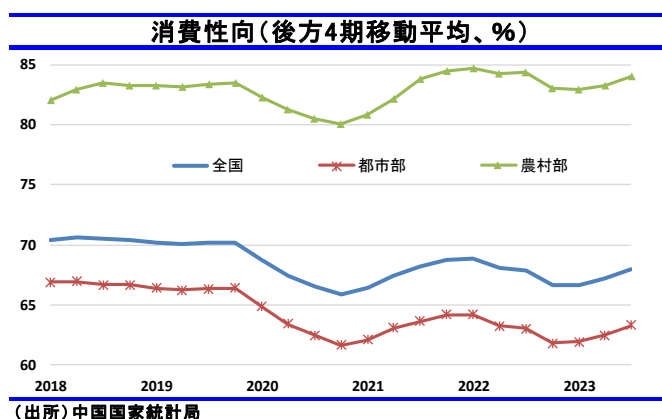
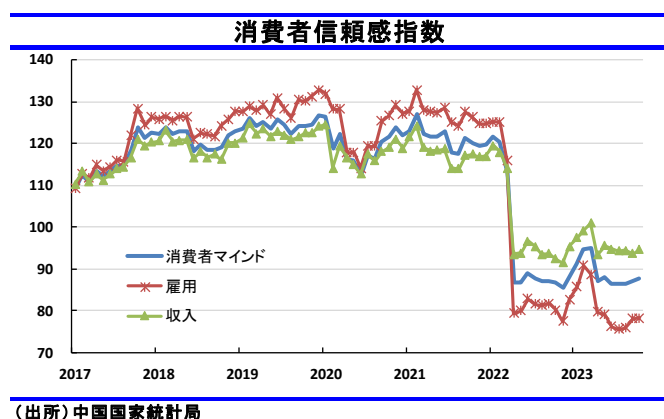
<sup>4</sup> 前年同月比の単純平均。

<sup>5</sup> うち住宅も10月の前年同月比▲22.6%から11月は▲21.9%へマイナス幅は縮小したものの、大幅な前年割れが続いている。

面に入っていると言える。

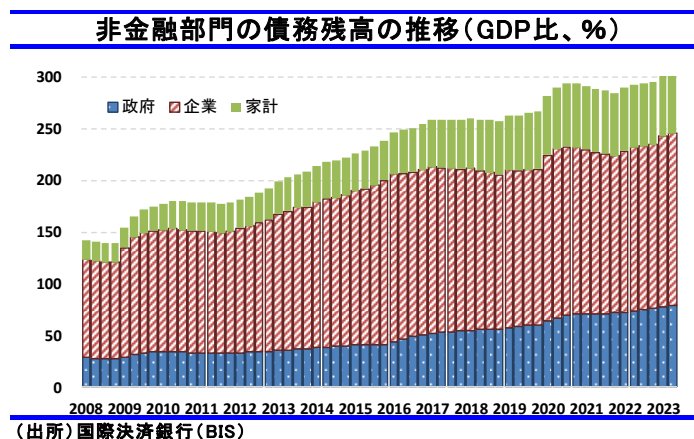
過去の経験則によれば、金利の上昇などに伴う通常の不動産市場の調整は概ね 1~2 年で終了する。ただ、今回の調整局面では、大手不動産企業の業績悪化が相次いでいることが示す通り、その調整圧力はかつてないほど大きい。人民銀行の統計によると、2023 年 9 月末の人民元建て貸出残高は 239.5 兆元、うち不動産向け<sup>6</sup>貸出は全体の 22.2%に相当する 53.2 兆元にも上る。このうち何割が不良債権化するか見通すことは困難であるが、不良債権を償却する金融機関の体力を考慮すると、今後、数年間は不動産市場の調整が景気を下押しする状況が続くとみておくべきであろう。

第二は、消費者マインドの冷え込みである。代表的な消費者マインドの指標である消費者信頼感指数は（左下図）、上海で大規模なロックダウンが実施された 2022 年 4 月に楽観と悲観の境目である 100 を大きく割り込んだ後、2023 年に入り急上昇し 3 月には 94.9 まで回復したが、4 月以降は 90 を下回る低水準で推移している。特に雇用に関する指標の悪化が目立っており、雇用情勢の改善の遅れが消費者マインドの低迷につながっている様子がうかがえる。



消費者マインドの悪化に連動する形で、消費性向（＝消費支出／可処分所得）の回復も遅れている（右上図、後方 4 期移動平均）。農村部の消費性向は、2023 年 4~6 月期に 83.3%、7~9 月期には 84.0%と、コロナ前の水準（2019 年平均 83.2%）を上回って緩やかに改善している。しかしながら、都市部においては 4~6 月期 62.5%、7~9 月期 63.3%と上昇してはいるものの、コロナ前の水準（2019 年 66.3%）を大きく下回り続けている。

第三の理由は、政策の選択肢が限られることである。政府は 10 月下旬になって、ようやく 1 兆元（GDP 比約 0.8%）の新規国債発行による公共事業の追加などの財政支出拡大による景気下支え策を打ち出したが、それまで抑制的な財政運営が目立った。背景にあるのは債務負担の大きさである。国際決済銀行（BIS）の統計によると（右図）、政府部門の債務は 2023 年 6 月末時点で GDP 比 79.4%まで上昇している。この水準は、ユーロ圏が財政規律の要件と

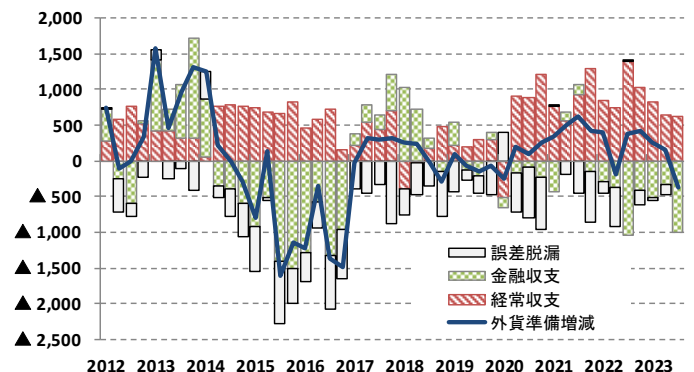


<sup>6</sup> 不動産開発資金と住宅ローンの合計。

して定める 60%こそ上回るものの、日本の 230.3%は当然として米国の 110.4%をも下回っており、一見すると悪くない。しかしながら、企業の債務（166.0%）の大部分が、国有企業など事実上政府の債務と見做すべきものであり、政府債務の実態は GDP 比 100%を大きく上回っているとみるべきである。

このように財政支出に過剰債務という制約により、景気を刺激する手段として金融緩和へ依存する傾向が強まる中で、人民銀行は 2023 年に入り、政策金利である中期貸出制度（MLF）の 1 年物金利を 6 月に 2.75%から 2.65%へ、8 月には 2.50%へ引き下げた。しかしながら、人民元の対ドル相場が春以降、米中金利差の拡大により大幅に下落、海外からの投資資金の流出により外貨準備が 8 月から 10 月にかけて減少、7~9 月期の減少幅は前期比で 382 億ドルにも達しており（右図）、人民元相場の下落リスクが金融緩和の制約要因となっている。11 月以降は米金利の低下もあり外貨準備の減少が一服、人民元相場も反発しており、こうした金融緩和の制約はひとまず弱まっているが、今後もこうした資金の出入りに神経質にならざるを得ない状況が続こう。

外貨準備の増減(億ドル)



(出所) 中国国家外貨管理局

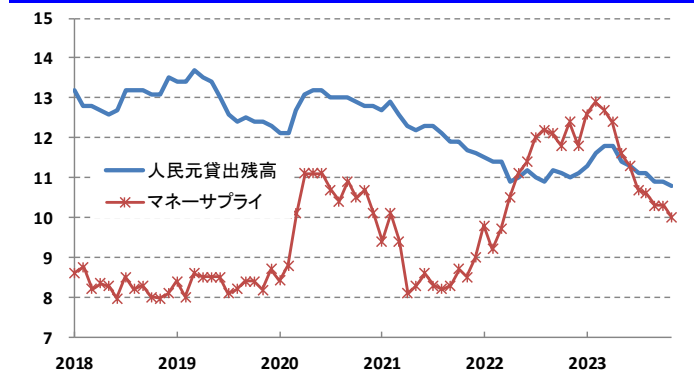
## 2024 年の中国経済展望

こうした中で開催された冒頭の中共中央政治局会議では、2024 年の経済について、「安定の中の成長を求め」「積極的な財政政策と安定した金融政策を引き続き実施する必要がある」とされた。そして、「積極的な財政政策は適度な強化、質と効率の向上が必要」としており、内容を見直しつつも規模を拡大する方針が示された。

また、「安定的な金融政策は、柔軟かつ適度、的確かつ効果的でなければならない」としており、行き過ぎに留意しつつ必要に応じて追加の金融緩和を行う姿勢を示した。11 月の貸出残高は前年同月比+10.8%、マネーサプライ（M2）は+10.0%まで鈍化しているが（上図）、仮に 5%程度の実質 GDP 成長率と 2%程度のインフレ率を中立とすれば、これらの伸びは 7%程度でも十分である。景気刺激よりも「適度、的確」を重視すれば、現時点で金融緩和を急ぐことはなく、実際に 12 月も中期貸出制度（MLF）の金利は据え置かれた。資金流出への配慮もあり、金融緩和は慎重に進められるのであろう。

ただ、財政政策の方も、今のところ積極性は感じられない。2024 年の経済政策を決める中央経済工作会议が 12 月 11~12 日に開催され、2023 年に続いて「安定を維持しつつ発展を求める」という基本路線が示されたが、新たな景気刺激策はなかった。報道<sup>7</sup>によると、2024 年の経済成長率目標を 2023 年と同じ「5%前後」とするが、財政赤字目標は現時点の 2023 年の目標である GDP 比 3.8%から 3%へ引き下げられる模様であり、そうなれば「積極的な財政政策」による成長の押し上げという姿ではない。

マネーサプライM2と貸出残高の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国人民銀行

<sup>7</sup> 2023 年 12 月 15 日ロイター報。

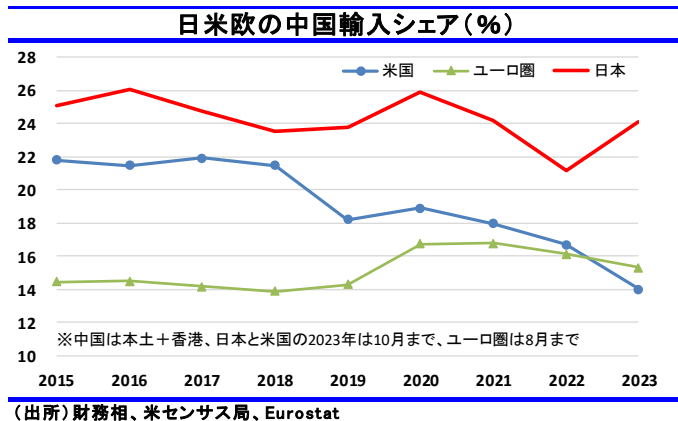
会議では、2024年の経済活動の重点方針も示された（右表）。その内容は、消費と投資の好循環に向けた内需拡大や、対外開放の拡大による貿易の活発化、不動産や地方債務といったリスクの予防・解消、雇用確保や社会保障整備など9項目である。これらを踏まえると、政府が期待する景気回復は、大規模なインフラ投資の拡大が牽引する従来型ではなく、雇用対策や社会保障の拡充による消費の回復を柱に、対外開放を輸出回復の追い風とし、それに伴って国内投資の拡大を狙う、という姿となる。

確かに、前述の通り個人消費の回復が遅れている主因は雇用情勢の悪化を含めた将来不安であり、その解消に向けた具体策の発表を期待したいところである。ただ、その詳細が不明な現時点では、雇用情勢が改善し社会保障の拡充も相まって個人消費が復調するまで、ある程度時間がかかるとみとるのが現実的であろう。輸出についてもは、当面は欧米景気の減速・停滞が見込まれるため、早期の回復は期待薄である。さらに、欧米ではデリスキングと称する中国依存度引き下げの動きから、輸入に占める中国の比率が低下傾向にある（右図）。そのため、欧米景気が当社の予想通り2024年後半に回復に向かったとしても、それに見合うほどには中国の輸出回復を期待できない。輸出の緩慢な回復は製造業の設備投資拡大を抑えるほか、不動産分野の投資は長期低迷が見込まれ、今のところ大幅なインフラ投資拡大も期待できないため、固定資産投資の伸びも高まり難い。

以上を踏まえ、2024年の実質GDP成長率は、前回<sup>8</sup>同様、前年比+4.4%への鈍化を予想する。2022～23年の平均4%からやや加速するという意味で景気は回復に向かうものの、コロナ前の6%成長には遠く及ばない。ただ、経済の成熟化が進む中、過剰債務など構造問題の解決を迫られる中国経済にとって、4%程度の成長は適度で的確なペースであることも間違いない。

2024年の経済活動の重点方針

1. 科学技術革新による現代産業システムの建設  
産業革新を促進し、新産業・新形態・新動力を生み出し、新しい質の生産力を発展
  2. 内需拡大に注力  
潜在的な消費を刺激、効率的な投資を拡大し、消費と投資の好循環を形成
  3. 重点分野の改革の深化  
質の高い発展の促進と中国式現代化建設の加速
  4. ハイレベルな対外開放を拡大  
中間財貿易、サービス貿易、デジタル貿易、越境ECの新たな開拓
  5. 重点分野におけるリスクの効果的な予防・解消  
不動産、地方債務、中小金融機関などにおけるリスクの解消を統一的に調整
  6. 「三農」問題への精力的な取り組み  
農業強国の建設、国家の食糧安全の確保、農村の産業発展・建設・整備
  7. 都市と農村の融合、地域の調和的発展を推進  
各県の県政府所在都市を中心に都市と農村が融合する新型都市化建設
  8. 生態文明建設およびグリーン低炭素発展の推進  
グリーン低炭素発展のモデルとして「美しい中国」先行区を建設
  9. 民生の保障・改善  
安定した雇用の確保に重点、社会保障ネットワーク整備、子育て支援
- (出所) 日中経済協会資料より伊藤忠総研にて作成



中国のGDP成長率予測

前年比, %, %Pt	2019 実績	2020 実績	2021 実績	2022 実績	2023 予想	2024 予想	2025 予想
実質GDP	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.4	4.0
名目GDP	7.3	2.7	13.4	5.3	4.6	5.9	6.0
個人消費	9.3	▲0.0	13.1	2.3	6.6	5.3	4.8
固定資産投資	7.3	1.9	12.0	5.4	3.1	4.5	4.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.2)	(▲1.0)	(0.6)	(0.5)
政府消費	8.8	4.9	4.6	6.6	5.5	7.0	7.5
純輸出(寄与度)	(0.5)	(1.4)	(0.4)	(0.8)	(1.0)	(0.4)	(0.4)
輸出	4.8	3.3	24.8	5.0	5.6	6.0	5.7
輸入	1.3	▲0.9	21.7	6.0	1.0	5.6	5.5

(出所) 中国国家統計局、輸出入の実績および全項目の予測は伊藤忠総研による

<sup>8</sup> 2023年9月25日付 Economic Monitor 「中国経済見通し：2023年は5%成長の目標達成も2024年以降は4%前後を巡航速度とする中成長へ」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2427/>

## 主な指標の動き (2023年11月)

## PMI (購買担当者指数)

11月の製造業 PMI は、10月の49.5から49.4へ低下、景気拡大・縮小の分かれ目となる50を下回るのは2ヵ月連続(右図)。9月に一旦50を上回ったが、再び50割れが続いており、景気は停滞感を強めつつある。

主な内訳を見ると、新規受注(10月49.5→11月49.4)が2ヵ月連続で50を割り込んでおり、需要の低迷が景気悪化の主因であることを示した。内訳項目である新規輸出受注(46.8→46.3)が大きく悪化しており、特に輸出の落ち込みが製造業の業績を悪化させている模様である。

ただ、生産(10月50.9→11月50.7)を一段と抑制、受注残高(44.2→44.4)が低水準ながら持ち直しており、生産調整が進んだ様子もうかがえる。

11月の非製造業 PMI も10月の50.6から50.2へ一段と悪化、今年の最低を更新し50割れ寸前となった。うち、サービス業(10月50.1→11月49.3)は50を割り込んで悪化したが、建設業(53.5→55.0)は持ち直している。インフラ投資拡大への期待が背景にあるとみられる。

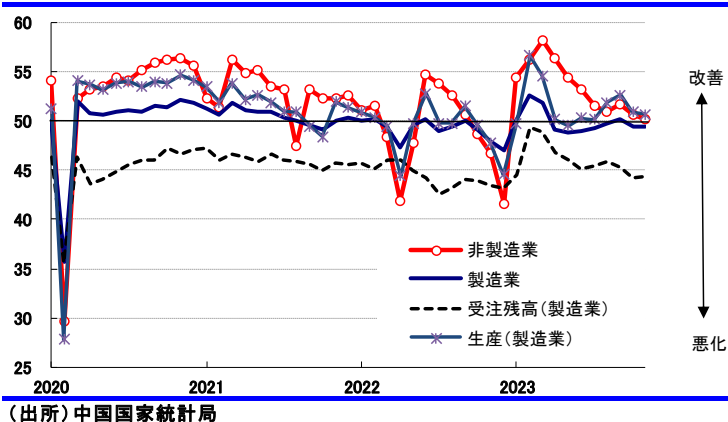
## 輸出 (通関統計、米ドルベース)

11月の輸出額(ドルベース)は前年同月比+0.5%と7ヵ月ぶりのプラスに転じた。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも前月比+1.0%と2ヵ月ぶりの増加に転じており、月次ベースでは、ようやく下げ止まった模様である。

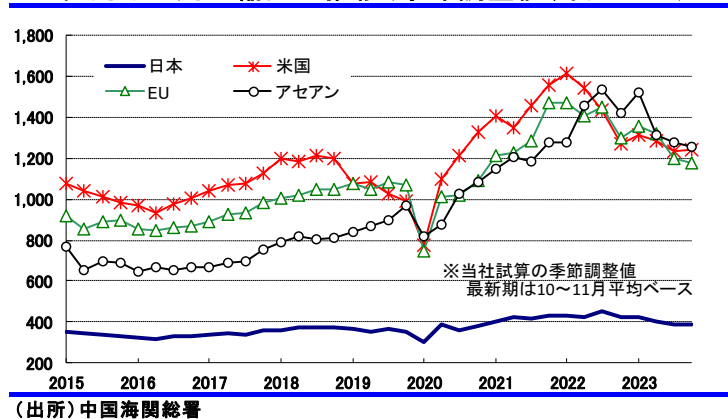
ただ、主な仕向け地別の推移を四半期毎の動きで見ると(右図)、米国向けは10~11月平均の水準が7~9月を0.5%上回り下げ止まりつつあるが、今や最大の輸出先となったASEAN向けは10~11月平均の水準が7~9月を1.4%下回ったほか、同様にEU向けは1.7%、日本向けも0.5%下回り、減少傾向に歯止めが掛かっていない。一方で、ロシア向けは5.3%上回り、再拡大の兆しを見せた。

主な財別では、鉄鋼(7~9月期前期比▲6.6%→10~11月の7~9月比+9.4%)が大幅な増加に転じ、繊維品(▲1.1%→+0.9%)は下げ止まったが、ハイテク製品(▲1.9%→▲1.3%)や電気製品(▲4.9%→▲0.6%)、繊維製品(▲12.2%→▲1.8%)、プラスチック製品(▲4.8%→▲0.5%)は減少が続いた。

PMI指数の推移(中立=50)



仕向け地別の輸出の推移(季節調整値、百万ドル)



## 社会消費品小売総額（小売販売）

11月の社会消費品小売総額（小売販売）は、前年同月比+10.1%と4ヵ月連続で伸びを高めた（右図）。ただ、前年の落ち込み<sup>9</sup>の反動による部分が大きく、政府公表の前月比は▲0.06%と減少、2年前同月比では10月の+7.1%から11月は3.6%へ大きく鈍化したことが示す通り、実態は伸び悩んでいる。

内訳を見ると、物販、飲食とも前年同月比の伸びは高まったが、2年前の同月比では物販の伸びが鈍化（10月+7.0%→11月+2.0%）、飲食は大きく伸びを高めている（+7.6%→+15.2%）。

物販を品目別に見ても、2年前比で改善したのは石油製品（10月+5.4%→11月+7.2%）や衣料品（▲0.6%→+3.0%）くらいで、家電（▲5.9%→▲15.1%）はマイナス幅が拡大、自動車（+15.7%→+9.9%）や宝飾品（+7.4%→+3.0%）は伸びが鈍化、スマートフォンなどの通信機器（+4.4%→▲3.8%）はマイナスに転じるなど、選択的な性格の強い財は総じて伸び悩み、引き続き消費者マインド悪化の可能性が示された。また、家具（▲5.0%→▲1.9%）はやや改善したが、建築内装用品（▲13.1%→▲19.4%）はマイナス幅が拡大しており、住宅市場悪化の影響が続いている。

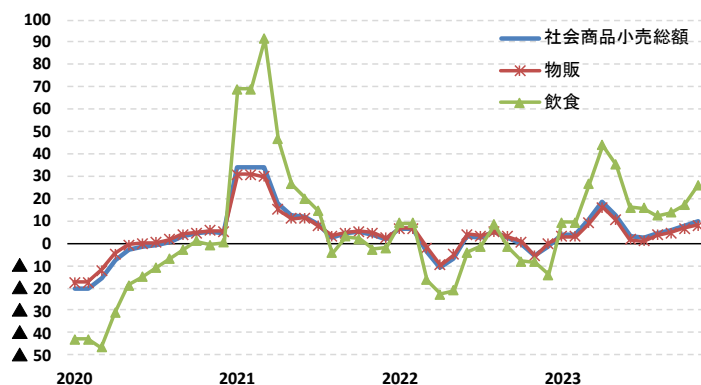
なお、乗用車販売台数は、10月の前年同月比+11.5%から11月は+25.5%へ大きく伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも前月比+4.7%と増加、9～10月の停滞から持ち直す動きを見せた。

## 固定資産投資（都市部）

11月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は前年同月比+2.9%<sup>10</sup>と10月（+1.4%）から伸びを高めたが、昨年（2022年）通年の前年比+5.1%を下回る伸びが続いている（右図）。

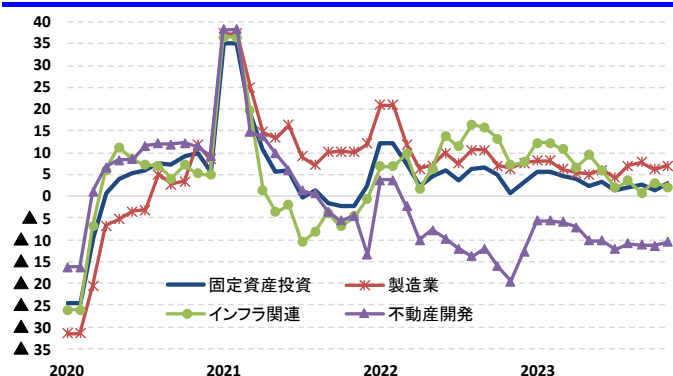
主な内訳を見ると、全体の2割強を占めるインフラ関連分野<sup>11</sup>（10月前年同月比+3.1%→11月+2.0%）が伸び悩んだものの、不動産開発投資（▲11.3%→▲10.5%）は低迷の中でマイナス幅が若干縮小、全体の約3割を占める製造業の投資（+6.2%→+7.1%）が伸びを高めており、回復にはインフラ投資の加速が待たれる状況。

## 社会商品小売総額の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

## 固定資産投資の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

<sup>9</sup> 2022年10月の小売販売額はコロナ感染拡大を受けた移動制限の強化により前年同月比▲0.5%と落ち込んだ（前月9月は+2.5%）。11月はさらにコロナ感染拡大の影響が拡大していたため、今年11月の指標を見る際には留意が必要。詳細は2022年11月22日付 Economic Monitor「中国経済：コロナ感染拡大で再び景気停滞、2023年は景気回復もペースは緩慢（改訂見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2262/>

<sup>10</sup> 当社試算の単月の前年同月比。

<sup>11</sup> 鉄道輸送、道路輸送、水利・環境・公共施設管理、電気・ガス・水道の合計。

## 消費者物価

11月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比▲0.5%となり、10月の▲0.2%からマイナス幅が拡大（右図）。前月比でも▲0.5%と大幅なマイナス、2ヵ月連続での低下となった。

マイナス幅が拡大した主因は、食料品が10月の▲4.0%から11月は▲4.2%へ一段とマイナス幅が一段と拡大したこと、燃料費を含む交通通信（10月前年同月比▲0.9%→11月▲2.4%）の低下が加速したことである。食料品では豚肉価格（▲30.1%→▲31.8%）の下落幅がさらに拡大した。

ただ、物価の基調を示すコア CPI（食品・エネルギーを除く総合）は10月と同じ前年同月比+0.6%とプラスを維持している。すなわち、未だデフレに陥っているとは言えないが、デysinフレ傾向からは脱しておらず、引き続きデフレ懸念を払拭できない状況にある。

食品以外の財では、衣料品（10月前年同月比+1.1%→11月+1.3%）の伸びが高まったが、サービス（+1.2%→+1.0%）の伸びは鈍化しており、総じて物価上昇圧力は弱い。

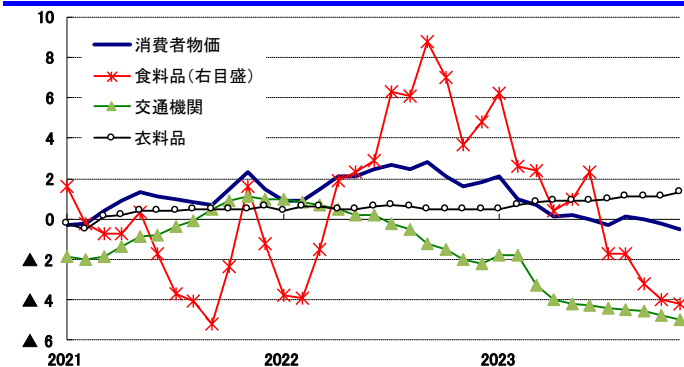
## 生産者物価

生産者物価指数（PPI）は、9月の前年同月比▲2.5%から再びマイナス幅が拡大傾向にあり、11月は▲3.0%となった（右図）。個人消費など最終需要の弱さを反映して川下の消費財（9月▲0.3%→10月▲0.9%→11月▲1.2%）でマイナス幅の拡大が続く、川上の生産財（▲3.0%→▲3.0%→▲3.4%）もマイナス幅が拡大し始めた。

消費財の内訳を見ると、食品（9月▲0.3%→10月▲1.2%→11月▲1.7%）や耐久財（▲1.2%→▲2.0%→▲2.2%）で下落が加速しており、衣料品（+0.8%→+0.4%→+0.1%）や日用品（+0.7%→+0.4%→+0.2%）は伸びの鈍化が続いている。

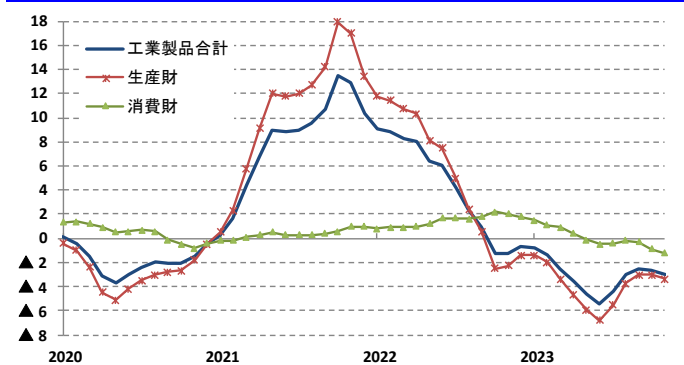
生産財は、鉄鉱石（9月+6.8%→10月+10.1%→11月+15.1%）こそ上昇が加速しているものの、石油・天然ガス（▲3.3%→+1.7%→▲3.3%）は再びマイナスに転じ、非鉄鉱石（+9.7%→+9.1%→+8.1%）の伸びが鈍化するなど、資源価格は弱含みつつある。こうした動きを受けて、燃料（▲6.7%→▲3.8%→▲6.3%）でマイナス幅が拡大、非鉄金属（+2.7%→+2.6%→+1.7%）の伸びが鈍化し、原材料全体（▲2.8%→▲2.3%→▲3.2%）でも下げ幅が拡大に転じた。加工品全体（▲2.8%→▲3.0%→▲3.1%）も最終需要の弱さを反映してマイナス幅が拡大、川上分野で価格の下落が広がっている。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

生産者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局



### 人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、米国の長期金利低下による米中金利差（米国－中国）の縮小を受けて反発、10月下旬の1ドル＝7.3元前後から11月下旬以降は7.1元台半ばから前半での推移となっている。

米国の長期金利（10年国債利回り）は、10月中旬に一時5%超まで上昇したが、12月半ばには4%割れまで低下している。将来の政策金利引き下げを相当程度織り込んだ水準であり、今後の低下余地は限られよう。

ただ一方で、人民銀行は11月もLPR（ローンプライムレート）を1年（3.45%）、5年超（4.20%）とも据え置き、12月に入っても中期貸出制度（MLF）の1年物（2.50%）を据え置いたものの、再び停滞感を強める景気を下支えすべく追加利下げの可能性を残す。そのため、人民元の対ドル相場の反発余地も限られよう。

