

中国経済：不動産市場の低迷が続く中、5%成長達成へのハードルは高い

春節休暇中のサービス消費は比較的好調も、一人当たり支出が減少するなど節約志向の高まりを示唆。春節前後の不動産販売も不調。各地方政府の全人代では約半数が2024年の成長率目標を2023年から引き下げ。来月の全人代で発表される成長率目標は「前年比+5%前後」と2023年から据え置かれる見込み。ただ、不動産市場の低迷や消費マインドの弱含みが続く中、目標達成のハードルは高い。財政赤字拡大やさらなる不動産支援策などの可能性に要注目。

春節休暇中のサービス消費は好調も、節約志向の高まりを示唆

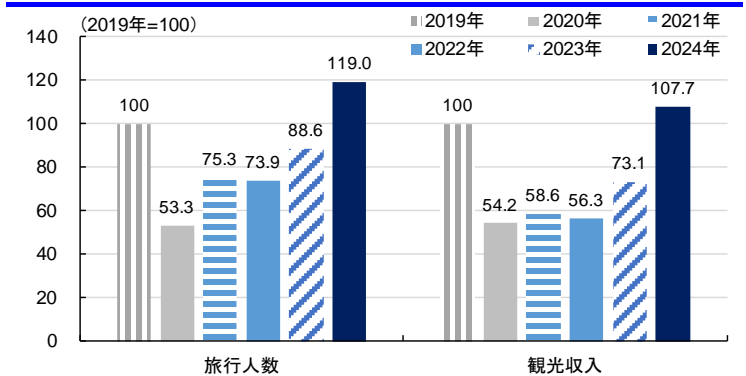
中国の1~2月の主要統計は、春節休暇の影響で歪むため3月にまとめて発表されるものが多い。数少ない1月の指標であるPMIは、前月から小幅に改善したものの、景気拡大・縮小の分かれ目となる50を4ヵ月連続で下回り、景気停滞の継続を示した（詳細は後半の「主な指標の動き（2024年1月）」参照）。以下、主要統計の不足を補うため、春節休暇中の消費動向を確認する。さらに、春節休暇前に発表された各地方政府の成長率目標なども踏まえ、来月の全人代の注目点を整理する。

2024年の春節休暇は2月10~17日と、例年よりも休暇が1日長く8連休となった。さらに、大晦日にあたる2月9日の休暇取得を政府が企業等に奨励したため、9連休を享受した人々も多かった。

春節休暇中のサービス消費は、比較的好調だった模様。国家税務総局によると、春節休暇中の全国のサービス消費関連産業の1日当たり売上高は前年比+52.3%と大幅増。サービス消費のうち、旅行について別の統計でも確認すると、国内旅行者数は4億7,400万人、観光収入は6,327億元となった。例年と同じ7連休で換算すると、2023年の春節休暇（1月21~27日）に比べて旅行者数・観光収入それぞれ+34.3%、+47.3%と大幅に増加。2023年は、2022年12月初のゼロコロナ政策緩和をうけ、感染が急拡大した直後だったため、旅行者数・観光収入はいずれもコロナ前の2019年の水準を下回っていたが、2024年は2019年対比でそれぞれ+19.0%、+7.7%と増加、5年ぶりにコロナ前の水準を上回った（下図）。オンライン旅行会社の携程集団によると、省をまたぐ旅行が全体の約6割、前年比約2倍となり¹、ようやく長距離旅行が復活したとみられる。

他方、先述の国内観光収入を国内旅行者数と休暇日数で割った一人1日あたりの旅行支出は167元と、前年比4.3%減、2019年対比でも5.7%減少。所得の伸び鈍化をうけ、節約志向が高まっている模様。携程集団傘下のレンタカーサービス・携程租車によると、春節休暇中のレンタカーの予約数が前年比約2倍、2019年対比5倍超となるなど²、自動車による移動が急増したことも、節約志向の高まり

春節休暇中の旅行者数・観光収入



(出所) 中国文化旅行部

¹ 「携程：龙年春节旅游国内景区门票订单同比增长超6成」上海証券報、2024年2月17日。

² 「春节假期自驾出行最受青睐」中国証券報、2024年2月19日。

を反映したとみられる。

今回、コロナ後の海外旅行が2023年2月6日に解禁されてから初めての春節休暇となったため、海外旅行動向にも注目が集まった。中国文化旅行部が新たに発表した統計によると、春節休暇中の旅行による出入境者数³は683万人、1日平均では85万人となった。帰省などを含むより広範な出入境者数は1,352万人、1日平均では169万人となり、前年比で2.8倍と急増。旅行先では、中国からの短期滞在者に対するビザが最近免除されたシンガポール、タイ、マレーシア⁴など東南アジアのほか、日本や韓国も人気だった。ただし、1日平均出入境者数は、国家移民管理局による事前予想（約180万人）を下回り、2019年対比でも約9割とコロナ前の水準には至らなかった。節約志向の高まりから、海外旅行より国内旅行を選択する人々が多かったとみられる。

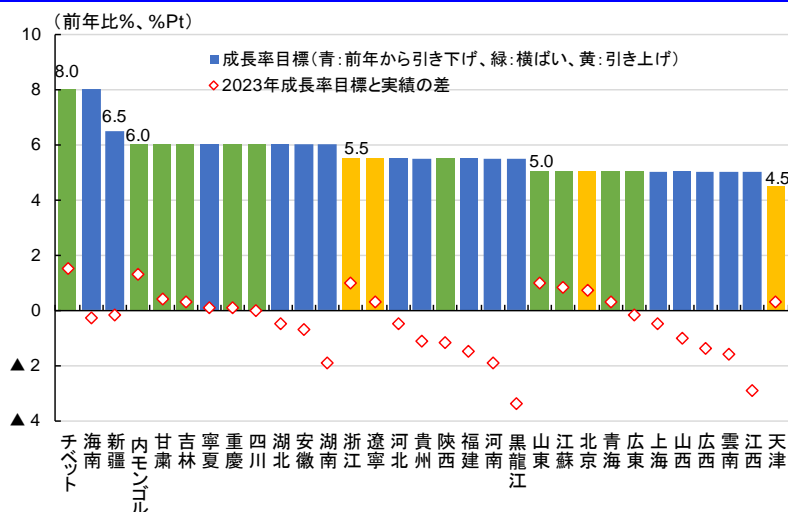
財消費に関しては、宝飾品や食品などは前年比+20%程度の高い伸びとなった一方、乗用車販売や不動産販売は低調。春節休暇前の1月の乗用車販売台数は当社試算の前月比で▲2.3%と減少。不動産市場については、1月の70都市住宅価格指数は新築で前月比▲0.4%、中古も▲0.7%と下落が継続。春節休暇開始日を挟んで前後1週間（2月3日～17日）の主要30都市不動産販売面積は前年同期比▲42.8%と大幅減。不動産調査会社の中国指数研究院が発表した春節休暇中の主要25都市の新築住宅販売面積も前年比▲27%と大幅に減少。上海、広州、深センなどの1級都市では購入制限の緩和をうけ増加するも、省都レベルの2級都市以下では販売促進キャンペーンにもかかわらず低迷が続いた⁵。同研究院が春節休暇直前に実施したアンケート調査によると、住宅購入を控える理由として最も多かったのが「不動産価格の下落が続くとみているから」という回答であり、消費者マインドは依然冷え込んでいる模様。

地方政府の約半数が成長率目標引き下げ

3月5日から開催される全国人民代表大会（全人代）を控え、多くの地方政府が春節休暇が始まる2月上旬までに地方レベルの全人代を開催、2023年の成長率実績や2024年の成長率目標、経済政策などを発表した。

2024年の成長率目標をみると、31省市区のうち約半数の16地方政府で成長率目標を2023年の目標から▲0.5%～▲2%Pt引き下げた。そのほとんどの地方政府で2023年の成長率目標が未達であり（右図）、景気悪化により目標の下方修正を迫られたとみられる。11省市区の成長率目標は2023年から横ばい、4省市区は目標引き上げも0.5%Ptと小幅にとどまった。

各地方政府の2024年成長率目標



各地方政府の成長率目標を名目 GDP（2023 年）で加重平均すると前年比+5.4%と 2023 年の成長率目標の加重平均値+5.6%から小幅低下にとどまった。このことから、来月開催の第 14 回全国人民代表大会第 2 回会議（以下、全人代）で発表される全国レベルの成長率目標は 2023 年同様「前年比+5%前後」に設定される見込み。経済規模の大きい広東省、江蘇省、山東省などの成長率も+5%程度に設定された。

成長率目標と同時に、23 省市自治区が固定資産投資の伸び率目標、24 省市自治区が社会消費品小売総額の伸び率目標を発表。成長率目標と同様に名目 GDP で加重平均すると、投資は前年比+6.4%、消費は+6.5%とほぼ同様の伸びとなった。投資は、チベット自治区や内モンゴル自治区などで+10%以上の高い目標が設定される一方、2023 年から目標を大幅に引き下げ+3~4%台と低めに設定する重慶市や吉林省などの地方政府もあり、ばらつきが目立った。高債務を抱えるため新規の負債・投資プロジェクトを制限されている 12 省市自治区⁶の多くが投資目標を引き下げており、過剰債務・投資抑制の方針が反映された模様。他方、消費の目標は概ね+6~8%台に収斂。目標を発表した地方政府のうち半数の 12 地方政府で、2023 年から目標が引き下げられた。

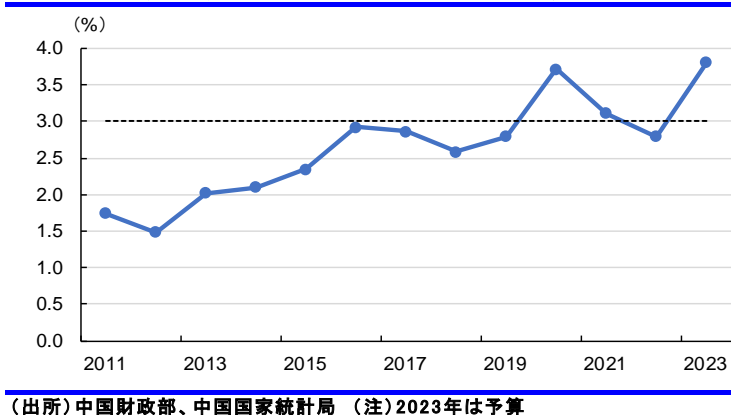
そのほか、2023 年 7 月の党中央政治局会議で包括的な地方政府債務の解消プランの制定・実施が指示されたことを受け、多くの地方政府が債務リスクに対する取り組み継続の姿勢を示した。具体的には、監督管理強化による新たな「隠れ債務」（地方政府融資平台の抱える債務）の抑制、特殊再融資債の発行による「隠れ債務」の置き換え、地方政府融資平台の統合・転換などの方針が掲げられた。

全人代では成長率目標を「5%前後」に設定へ、財政赤字幅などにも注目

3 月 5 日には、全人代が開催され、今年の経済政策方針を示す政府活動報告や予算案が承認される予定。2024 年の成長率目標は、先述の地方レベルの全人代、および政府系エコノミストの発言⁷などを踏まえると「前年比+5%前後」に設定される見込みだが、不動産市場の低迷や消費マインドの弱含みが続く中、達成のハードルは高い。したがって、いかに成長目標を達成するか、その政策手段に注目が集まろう。

基本的には、財政・金融政策ともに 2023 年 12 月の中央経済工作会議の方針が反映されるだろう。同会議では、財政政策について「積極的な財政政策は適度に強化し、質と効率を向上させる」とし、内容を見直しつつも規模を拡大する方針が示された。注目点は、2024 年予算の財政赤字がどの程度に設定されるかである。従来、中国政府は財政規律の観点から財政赤字を名目 GDP 比 3%以内に抑制し、3%以上となったのはコロナ・ショックで経済

財政赤字の推移(対名目GDP比、%)

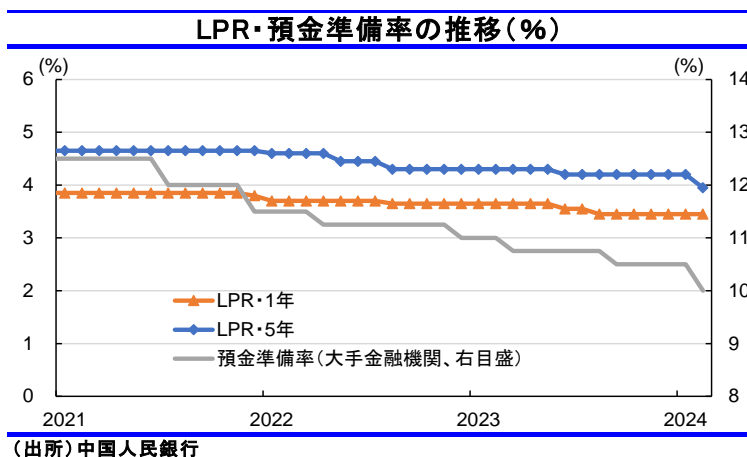


⁶ 報道によると、2023 年 9 月、國務院が債務リスクの高い 12 地方政府に対し、新規債務と新規プロジェクトを制限するよう指示。12 地方政府は、甘肅省、青海省、寧夏回族自治区、天津市、内モンゴル自治区、遼寧省、吉林省、黒龍江省、広西チワン族自治区、重慶市、貴州省、雲南省（「中国据报限制 12 省市发新债能力」 联合早报、2023 年 10 月 26 日。「2024 年地方化债何去何从」 財新網、2024 年 1 月 31 日）。

⁷ 朱光耀・元財政部副部長、祝宝良・元国家情報センターチーフエコノミストなどが、2024 年の成長率目標を 5%前後に設定すべきと発言（「朱光耀：建议明年经济增长目标仍设在 5%左右」 騰訊網、2023 年 11 月 1 日、「祝宝良：建议把 2024 年经济增长目标设定在 5%左右」 新浪財經、2024 年 2 月 8 日）。

が大きく悪化した 2020 年 (3.7%) と 2021 年 (3.1%) のみであった (P.3 図)。しかし 2023 年には、10 月に決定された 1 兆元の国債追加発行により、予算制定時の 3.0% から 3.8% へと拡大した。これを受けて、今後は政府が 3% という上限ラインにとらわれず、景気下支えのため柔軟に財政赤字を拡大させるのではという見方が広がっている。不動産市場の低迷と債務返済圧力を背景に地方財政の悪化が続く中、地方への財政移転を前提とした中央財政の拡大が求められ、2024 年の財政赤字も 3% 以上に設定される可能性がある。ただし、政府は過剰投資への懸念から野放図な財政拡大は回避するとみられ、拡大するにしても小幅なものにとどまる見込み。

金融政策については、中央経済工作会議で「穏健な金融政策は、柔軟かつ適度、的確かつ効果的でなければならない」とし、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が示された。デフインフレ傾向を受けて実質金利が高止まる中、金融緩和の必要が高まっている。足元でも、当局は 2 月 5 日に 2023 年 9 月以来となる預金準備率引き下げ (0.5%Pt、大手金融機関 10.5%→10.0%) を実施、2 月 20 日には 1 年物 LPR (最優遇貸出金利) は据え置きも住宅ローンの参照金利となる 5 年物 LPR を 2023 年 6 月以来初めて引き下げた (0.25%Pt、4.2%→3.95%) (右図)。いずれも引き下げ幅が過去に比べて大きく、金融緩和を通じた景気下支えへの意欲が示された。米国が年央には利下げに転じるとの観測が広がる中、金融緩和による人民元安圧力が昨年より和らぐこともプラスにはたらこう。ただし、金融機関の利鞘縮小による収益悪化が懸念されるため、大幅な金融緩和は難しいだろう。



中国経済を下押しする最大の要因である不動産市場への対応策にも要注目。政府は都市ごとの住宅購入支援策や上述の 5 年物 LPR 引き下げといった需要喚起策とともに、不動産デベロッパーに対する融資拡大や融資期間延長など資金繰り支援を強化している。足元では、各都市が金融支援に適する比較的優良な不動産プロジェクトを「ホワイトリスト」として金融機関に提出、すでに計 1,236 億元の融資が承認されている⁸。しかし、P.2 で見たとおり多くの消費者が不動産価格のさらなる下落を見込んでおり販売低迷が続く中、住宅購入者のマインドを好転させるには、デベロッパーの経営状況に対する不安を解消するような抜本策 (2020 年に導入された不動産セクター向け融資制限の緩和など) が必要である。全人代でこうした踏み込んだ政策の可能性が示唆されるのか、注目したい。

⁸ 2 月 20 日までに、29 省市 214 市が「ホワイトリスト」を提出、プロジェクト数は 5,349 項目に及ぶ (「住建部：全国 29 个省份 214 个城市已建立房地产融资协调机制」新華網、2024 年 2 月 21 日)。

主な指標の動き (2024年1月)

PMI (購買担当者指数)

1月の製造業 PMI は 49.2 (12月 49.0) と小幅に改善したものの、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 4 ヶ月連続で下回った (右図)。景気は停滞状態にある。

主な内訳を見ると、新規受注 (12月 48.7→1月 49.0) が持ち直したものの、4 ヶ月連続で 50 を下回り、需要の落ち込みを示した。内訳項目である新規輸出受注 (45.8→47.2) は大幅に上昇したが、50 以下の推移が続いた。他方、生産 (50.2→51.3) は 50 以上で大きく改善。在庫調整の進展が寄与した模様。

企業規模別では、大企業 (50.0→50.4) の景況感は 50 以上で改善したが、中規模企業 (48.7→48.9) と小規模企業 (47.3→47.2) は 50 割れが続いた。

1月の非製造業 PMI は 50.7 と 12月 (50.4) から上昇、2 ヶ月連続で改善。サービス業 (49.3→50.1) は、不動産の低迷が続くも、春節休暇を前に交通・小売・飲食などを中心に改善、3 ヶ月ぶりに 50 以上を回復。他方、建設業 (56.9→53.9) は気温低下や春節休暇前の影響で、高水準ながら低下。

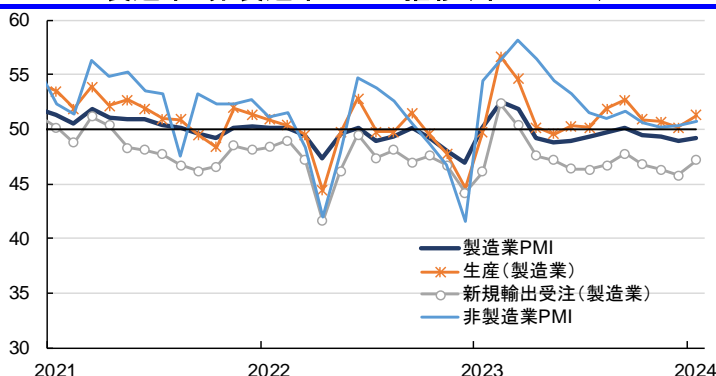
消費者物価

1月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比▲0.8%と、12月 (▲0.3%) からマイナス幅が拡大、4 ヶ月連続のマイナス (右図)。前年同月比の落ち込みは前年との春節休暇時期のずれ (2023年は1月 21~27日、2024年は2月 10~17日) によるところが大きい。前月比は+0.3%と 12月 (+0.1%) から伸びを高めたが、春節休暇前の需要増という一時的要因が影響、下げ止まりとの判断はできない。

内訳をみると、食品価格 (12月前年同月比▲3.7%→1月▲5.9%) のマイナス幅が拡大。豚肉価格 (▲26.1%→▲17.3%) のマイナス幅は縮小したものの、野菜価格 (+0.5%→▲12.7%) が大幅マイナスに転じた。交通機関や燃料費を含む交通通信 (▲2.2%→▲2.4%) もマイナス幅が小幅拡大。

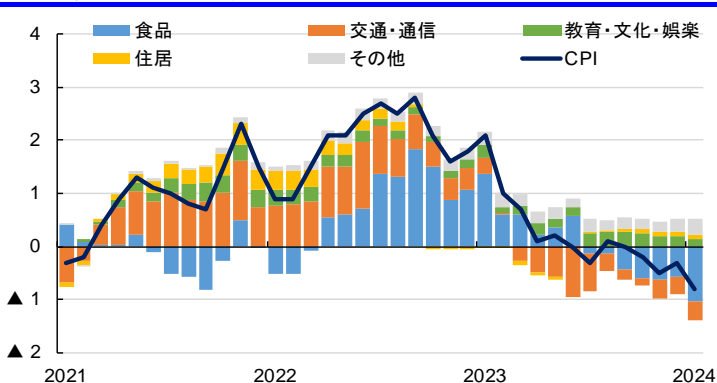
物価の基調を示すコア CPI (食品・エネルギーを除く総合) は、前年同月比では+0.4%と 12月 (+0.6%) から伸びが鈍化。旅行価格 (+6.8%→+1.8%) の伸びの大幅鈍化などを受けサービス価格全体 (+1.0%→+0.5%) も鈍化、春節休暇時期のずれの影響が大きいとみられるが、ディスインフレ傾向が

製造業・非製造業PMIの推移 (中立=50)



(出所) 中国国家统计局

消費者物価指数の推移 (前年同月比寄与度、%Pt)



(出所) 中国国家统计局 (注) ウェイトは当社推計

続いた。コア CPI の前月比は+0.3%と 12 月 (+0.1%) から伸びを高めたが、春節休暇前の需要増による押し上げが大きく、引き続きデフレ懸念は残る。

生産者物価

生産者物価指数 (PPI) は前年同月比▲2.5%と、12 月 (▲2.7%) からマイナス幅が小幅に縮小 (右図)。前月比でも▲0.2% (12 月▲0.3%) とマイナス幅が縮小。個人消費など最終需要の弱さを受けて川下の消費財 (12 月前年同月比▲1.2%→1 月▲1.1%) のマイナス幅はほぼ横ばいだったが、川上の生産財 (▲3.3%→▲3.0%) のマイナス幅が縮小。在庫調整進展に伴う生産活動の改善が寄与した模様。

消費財の内訳を見ると、食品 (12 月▲1.4%→1 月▲1.0%) のマイナス幅が縮小したものの、耐久財 (▲2.2%→▲2.3%) のマイナス幅が拡大。

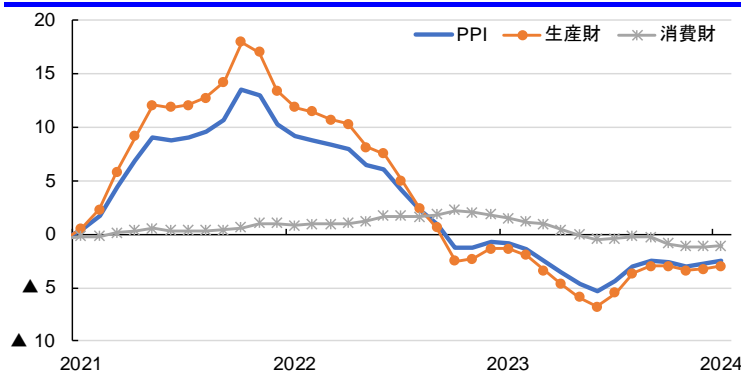
生産財は、石油・天然ガス採掘 (▲1.6%→+3.4%) がプラスの伸びに転化、より下流にあたる燃料 (▲5.8%→▲4.4%)、化学製品 (▲6.3%→▲6.1%) でもマイナス幅が縮小、化学繊維 (1.3%→+1.4%) は伸びを高め、原材料全体 (▲2.8%→▲2.5%) でも下げ幅が縮小した。一方、加工品全体 (▲3.2%→▲3.1%) はマイナス幅がやや縮小したものの、最終需要の弱さを反映して比較的大きなマイナスが続いた。

人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、米国の長期金利上昇に伴う米中金利差拡大を背景に、1 月半ばには 1 ドル=7.2 元近くまで元安が進展。その後、オフショア資金を活用した株式市場安定化策に関する報道⁹や、中国人民銀行の潘功勝総裁による預金準備率引き下げのアナウンス (1 月 24 日。実施は 2 月 5 日) をうけ、政策期待から 7.16 元まで元高が進んだ。しかし、2 月入り後は再び元安地合いに転じ、足元は 7.19 元前後で推移している。背景には、中国の金融緩和実施 (2 月 20 日の 5 年物 LPR 引き下げ) と、米国の利下げ開始時期の後ずれ観測の広がりを受けた米長期金利上昇による、米中金利差拡大があるとみられる。

今後、米国経済が長期にわたる金融引き締めの影響により減速し、ドル安人民元高傾向に戻る見通し。ただし、中国経済の弱さが意識される中、人民元の上昇余地は限定的とみられる。

生産者物価指数の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国外貨取引センター

⁹ 「中国が株式市場の下支え検討、今週にも発表—41 兆円規模と関係者」 Bloomberg、2024 年 1 月 23 日。