

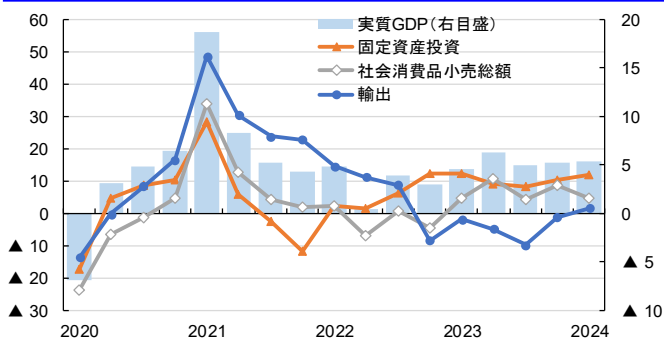
## 中国経済：1～3 月期は 5% 越え成長も、先行き懸念残る

2024 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+5.3%と、前期から小幅に加速。①輸出の回復、②製造業の設備投資の拡大、③インフラ投資の下支えが成長率の押上げに寄与。他方、不動産投資や個人消費は依然停滞。今後も、不動産市場の低迷と個人消費の弱さが残存、2024 年の中国経済を下押しする見込み。輸出にも先行き不透明感が残る中、成長目標達成のため、製造業投資およびインフラ投資への依存が強まることに。

## 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前期から小幅に加速

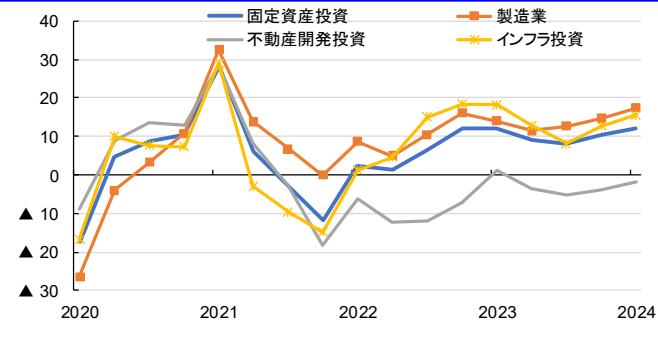
4 月 16 日に発表された 2024 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+5.3%と、2023 年 10～12 月期の+5.2%から小幅に加速（下左図）、市場コンセンサス（4.6～4.9%）を大きく上回った。国家統計局公表の前期比も+1.6%（年率+6.6%）と前期の+1.2%から加速した。コロナ直前（2019 年）の 6%成長には届かないものの、コロナ禍（2020～2022 年）の年平均約 4%の成長から脱し、中国政府が掲げる今年の成長率目標「前年比+5%前後」を達成するなど、2024 年の中国経済は好調なスタートを切ったように見える。

実質 GDP 成長率・主要経済指標（前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局、中国海關總署  
（注）投資はPPI（建築材料）、小売はGPIで実質化。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局  
（注）PPI（建築材料）で実質化。

1～3 月期の成長率が上向いた理由として、①輸出の回復、②製造業の設備投資の拡大、③インフラ投資の下支え、の 3 点が考えられる。

まず①について、輸出（名目ドル建て）は、2022 年 7～9 月期以来となるプラスの伸びを回復（10～12 月期前年同期比▲1.2%→1～3 月期+1.5%）。実質 GDP 成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の寄与度もプラスに転化（▲0.2%Pt→+0.8%Pt）。シリコンサイクルが好転し半導体や PC・PC 部品など IT 関連輸出が回復したこと、米国や ASEAN 経済が堅調で衣類など軽工業品の輸出も持ち直したこと、などが押し上げ要因となった。

②に関して、製造業投資（当社試算の実質）は前年同期比+17.4%と、前期の+14.7%から伸びを高めた（上右図）。好調な輸出を背景に軽工業品や一般機械などの投資が拡大。さらに、中国政府が重視する先端製造業への投資強化の動きをうけ、航空・宇宙機器や、半導体を含む通信・電子機器などが高い伸びを示した。

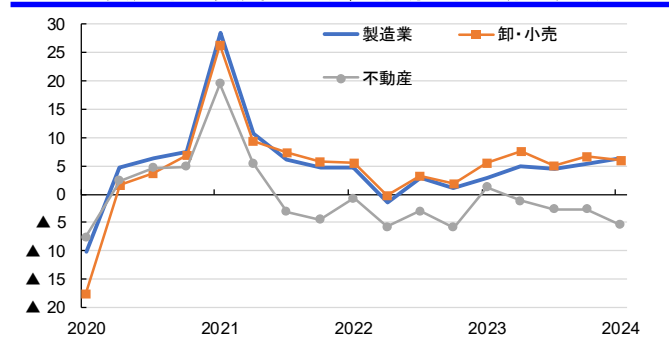
③のインフラ投資（当社試算の実質）<sup>1</sup>は、前年同期比+15.6%と、前期の+12.6%から伸びを高めた（P.1 右図）。2023年10月に災害復旧・防災のため1兆元の特別国債が発行されたことを受け、道路や治水プロジェクトなどへの投資が拡大した。

### 不動産投資や個人消費は依然停滞

ただし、3月単月の指標をみると、工業生産の前月比がマイナスに転化、固定資産投資の前月比も鈍化するなど、回復の持続性には懸念が残る（詳細は後半の「主な指標の動き（2024年3月）」参照）。

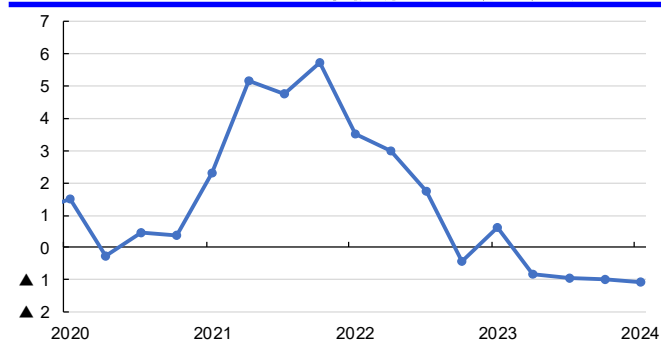
また、不動産投資や個人消費も依然停滞している。不動産デベロッパーの経営悪化に対する消費者の不安が払拭されず、不動産販売が落ち込む中、不動産開発投資（当社試算の実質）は4四半期連続でマイナスの伸びとなった（P.1 右図、10~12月期前年同期比▲3.8%→1~3月期▲2.0%）。業種別の実質GDP成長率を見ても（下左図）、不動産業は4四半期連続のマイナス成長となった（▲2.7%→▲5.4%）。

主要産業の実質GDP成長率(前年同期比、%)



(出所)中国国家统计局

GDPデフレーターの変遷(前年同期比、%)



(出所)中国国家统计局

中国では家計資産の約6割が不動産に偏っているため<sup>2</sup>、不動産市況の悪化は個人消費にも悪影響を与えている。販売側の統計である社会消費品小売総額（当社試算の実質）を見ると、前年同期比+4.7%と前期の+8.7%から伸びが鈍化。需要側の統計である一人当たり消費支出（当社試算の実質）も減速（10~12月期前年同期比+9.5%→1~3月期+8.3%）、うち食品など必需品は伸びを高めたが、サービス消費を示す「教育・文化・娯楽」は高い伸びながら前期から減速（+21.3%→+13.3%）。卸・小売業の実質GDP成長率も伸びが鈍化（上左図、6.6%→6.0%）。

なお、GDPデフレーター（名目GDP/実質GDP）の前年比マイナス幅が拡大（上右図、10~12月期前年同期比▲1.0%→1~3月期▲1.1%）、4四半期連続で前年比マイナスとなったことにも需要の弱さが表れている。人々の生活実感に近い名目GDP成長率は1~3月期前年同期比+4.2%と、実質GDP成長率を大きく下回った。

### 不動産市場の低迷と個人消費の弱さが残存、製造業投資への依存が高まる見通し

今後も、不動産市場の低迷と個人消費の弱さが残存、2024年の中国経済を下押しする見込みである。

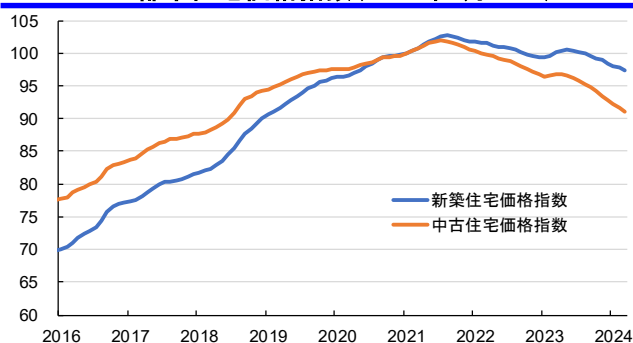
不動産市場に関して、政府は、各都市ごとの状況に応じた住宅購入規制の緩和、デベロッパーへの資金

<sup>1</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。

<sup>2</sup> 中国人民銀行が2019年10月に実施した調査に基づく（参考：「2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查」新浪财经、2020年4月24日）。

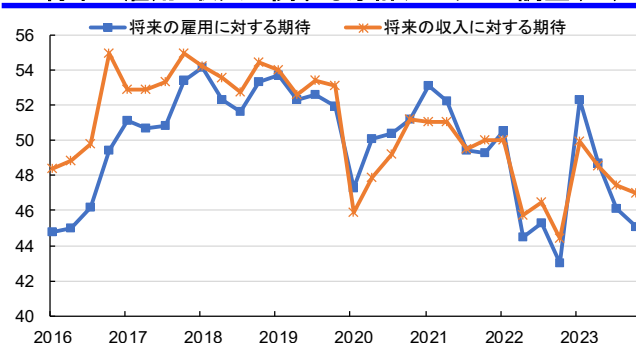
繰り支援、「ホワイトリスト」<sup>3</sup>に基づく未完工住宅の建設推進などの対応策をとっている。しかし、3月の不動産販売面積は前年同月比▲18.3%と大幅減、新築住宅より市場実勢を反映する中古住宅価格指数も直近ピーク（2021年7月）対比▲10.6%と下落が続く（P.3左図）、不動産市場は落ち込んだままである。中国人民銀行による家計アンケートを見ても、「来期の住宅価格上昇を見込む」との回答の割合は2023年末時点で12.3%と過去最低水準まで低下、「3ヵ月以内に住宅購入予定」との回答も14.3%と前期（17.3%）から落ち込み、消費者の住宅購入意欲の低さが示された。政府の対応策が積極性を欠く中、デベロッパーの経営に対する消費者の不安や値下がり期待が残存、販売低迷と投資縮小の悪循環が続く、不動産市場は低調推移となる見通し。

70都市住宅価格指数(2021年1月=100)



(出所)中国国家统计局  
(注)70都市平均。

将来の雇用・収入に関する家計アンケート調査(%)



(出所)中国人民銀行  
(注)50以上で改善、50以下で悪化を示す。

個人消費については、1～3月期の実質可処分所得は前年同期比+6.2%と前期（+6.7%）から伸びが鈍化。中国人民銀行による家計アンケートでも、将来の雇用・収入に対する期待の低下が示され（上右図）、雇用・所得環境に対する先行き不安が消費マインドの弱さにつながっている模様。また、1～3月期の消費性向（一人当たり名目消費支出／一人当たり名目可処分所得）は63.3%とコロナ前の同期である2019年1～3月期（65.2%）を大きく下回っており、消費意欲の弱さがうかがえる。政府は、消費刺激策として、自動車・家電・住宅内装といった耐久消費財の買い替え促進プランを発表<sup>4</sup>、自動車ローンの頭金比率引き下げなどを打ち出した。ただし、具体的な支援規模は不明で、地方レベルで支給される補助金など政策の進捗を見守る必要がある上、消費マインドの弱さから政策効果は期待しにくい。

1～3月期に改善の動きをみせた輸出については、シリコンサイクルの改善が支えとなるものの、年央にかけて米国経済の減速が予想される中<sup>5</sup>、回復ペースは緩慢なものにとどまる見込み。

このように不動産市場と個人消費の弱さが続き、輸出にも先行き不透明感が残る中、成長率目標達成のため、製造業投資およびインフラ投資への依存が強まることとなるだろう。

インフラ投資については、2023年の1兆元国債増発による防災インフラ向け投資や、2024年の超長期特別国債発行による安全保障関連投資が支えとなる見込み。ただし、高債務を抱える地方政府が新規の負債・投資プロジェクトを制限されていることから、高い伸びは期待できない。

<sup>3</sup> 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」として整理し、それに基づき各金融機関が審査、プロジェクトへの融資を行うというメカニズム。2024年に入ってから開始。

<sup>4</sup> 「商务部等14部门关于印发《推动消费品以旧换新行动方案》的通知」、2024年4月24日。国务院による「大規模設備の更新と消費財の買い替え推進行動プラン」（3月13日発表）に基づく具体的施策。

<sup>5</sup> 2024年4月24日付 Economic Monitor 「米国経済：インフレ下げ渋り懸念が一段と強まる」を参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2580/>

結局、製造業投資が景気のけん引役を担うこととなろう。1～3 月期に好調だった半導体など先端製造業への投資に加え、3 月に公表された大規模設備の更新投資促進策も支えとなる。国家発展改革委員会の鄭柵潔主任によると、設備更新需要は年間 5 兆元以上の規模で<sup>6</sup>、これは 2023 年の固定資産投資額の約 1 割に及ぶ。もっとも、過剰投資につながり後々の調整圧力が高まる懸念は残る。

なお、2024 年の成長率見通しは、1～3 月期の成長率が想定を大きく上回ったため、2023 年 12 月時点の予想である前年比+4.4%からは上方修正を加えるが、不動産市場の低迷と個人消費の弱さが景気を下押しするとのシナリオに変更はなく、小幅な修正にとどめる方針である（来月号で改定見通しを発表予定）。4 月下旬開催予定の党中央政治局会議で、調整が長引く不動産市場に関して新たな政策が示されるかどうか、注目したい。

---

<sup>6</sup> 国家発展改革委員会「鄭柵潔主任在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上答记者问」、2024 年 3 月 6 日。

## 主な指標の動き (2024年3月)

## PMI (購買担当者指数)

3月の製造業 PMI は 50.8 は 2月 (49.1) から改善、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 6ヵ月ぶりに上回った (右図)。

主な内訳を見ると、新規受注 (2月 49.0→3月 53.0) が大幅に上昇、6ヵ月ぶりに 50 以上を回復。内訳項目である新規輸出受注 (46.3→51.3) が大きく改善、2023年3月以来1年ぶりに 50 を上回った。国家統計局の説明によると、化学繊維、ゴム・プラスチック製品、自動車、通信・電子機器の輸出が好調。生産

(49.8→52.2) も春節休暇の影響で落ち込んでいた 2月から改善、50 以上を回復した。

企業規模別では、大企業 (50.4→51.1) の景況感は 50 以上で改善。中規模企業 (49.1→50.6) と小規模企業 (46.4→50.3) も改善、2023年3月以来1年ぶりに 50 を上回った。

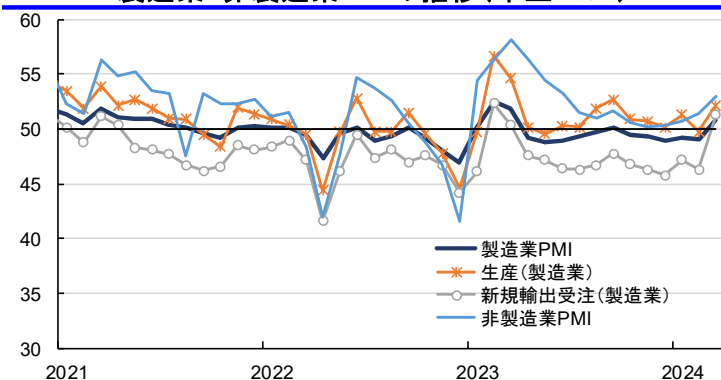
3月の非製造業 PMI は 53.0 と 2月 (51.4) から上昇、4ヵ月連続で改善。サービス業 (51.0→52.4) は不動産業や飲食業が不調も、金融・卸売・鉄道・リースなどが改善。建設業 (53.5→56.2) も春節休暇明けの工事の進捗が加速、3ヵ月ぶりに上昇に転じた。

## 輸出 (通関統計、米ドルベース)

3月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比▲7.5%と、1~2月累計 (+7.1%) からマイナスの伸びに転じた。ただし、前年同月にゼロコロナ政策の解除を受け生産・サプライチェーンの混乱が解消、輸出が急回復した反動の影響が大きい。当社が公表実額値から試算した季節調整値では、3月は1~2月平均対比で +1.5%と増加。1~3月期平均でも前期比 +4.0%と 2023年10~12月期 (+2.1%) から加速、輸出の実勢は好転している。

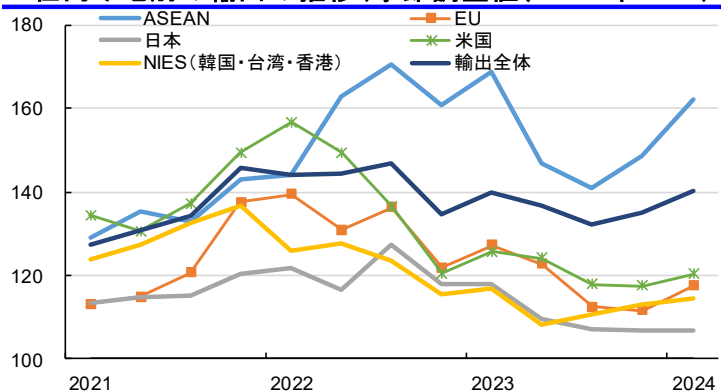
主な仕向け地を見ると (右図)、最大の輸出先である ASEAN 向け (10~12月期前期比 +5.5%→1~3月 +9.0%) が伸びを一層高めた。米国向け (▲0.4%→+2.4%)、EU 向け (▲0.9%→+5.3%) の伸びは 2023年1~3月期以来のプラスに転じ、下げ止まった。一方、NIES (韓国・台湾・香港) 向け (+2.0%→+1.2%) は減速、日本向け (▲0.4%→▲0.2%) はマイナス幅が小幅縮小も減少が継続。なお、ロシア向け (+9.0%→▲2.8%) は減少に転じた。

製造業・非製造業PMIの推移 (中立=50)



(出所) 中国国家统计局

仕向け地別の輸出の推移 (季節調整値、2019年=100)



(出所) 中国海関総署 (注) 当社試算の季節調整値。直近は1~3月平均。

7 2023年10~12月期平均に対する2024年1~3月期平均の輸出額の変化。他地域も同様。

主な財別では、集積回路（10～12 月期前期比+6.2%→1～3 月+12.0%）が大幅に伸びを高め、PC・PC 部品（▲2.4%→+5.6%）がプラスの伸びに転じるなど、シリコンサイクルの改善を背景に IT 関連が回復。プラスチック製品（+4.9%→+9.3%）や衣服（+2.0%→+6.4%）、家具（+6.7%→+8.9%）、など軽工業品も伸びを高めた。他方、携帯電話（+5.0%→▲11.3%）はマイナスの伸びに転じ、自動車（+8.3%→+3.2%）は伸びが鈍化。

### 社会消費品小売総額（小売販売）

3 月の社会消費品小売総額（小売販売）は、前年同月比+3.1%と、1～2 月累計（+5.5%）から伸びが鈍化（右図）。前年同月にゼロコロナ解除を受けて高い伸び（+10.6%）となった反動も影響。国家统计局公表の前月比は+0.26%と、1 月（+0.03%）、2 月（+0.01%）からは高まったものの、低めの伸びにとどまった。

内訳を見ると、物販（1～2 月前年同期比+4.6%→3 月+2.7%）は小幅に伸び鈍化。飲食サービス（+12.5%→+6.9%）は大幅に鈍化。ただし、前年の反動の影響が大きく、統計の歪みを取り除くため 2 年前比（年平均）で見ると、3 月（+16.2%）は 1～2 月（+10.8%）から加速。

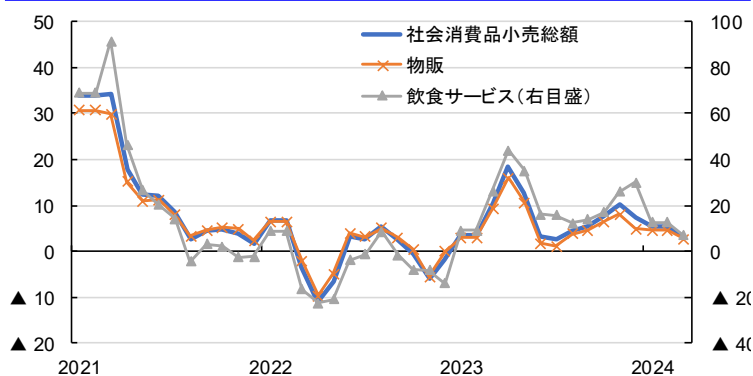
物販を品目別に見ると、宝飾品（+5.0%→+3.2%）や化粧品（+4.0%→+2.2%）など選択的消費財の伸びが鈍化。家具（+4.6%→+0.2%）の伸びが鈍化、建材（+2.1%→+2.8%）はやや改善も低い伸びにとどまるなど、住宅関連財の消費にも弱さが残った。他方、食品（1～2 月+9.0%→3 月+11.0%）が伸びを高め、日用品（▲0.7%→+3.5%）も持ち直すなど、必需品の消費には改善がみられた。

なお、3 月の乗用車販売台数は前年同月比+10.9%と 1～2 月平均（+10.5%）から伸びを小幅に高めた。当社の季節調整値でも 3 月は 1～2 月平均対比+5.1%と増加。年率では 2,711 万台と 2023 年通年（2,606 万台）を上回った。中国自動車工業協会によると、新車種の発売や一部地方政府による買い替え促進策が販売増に寄与した。

### 固定資産投資（都市部）

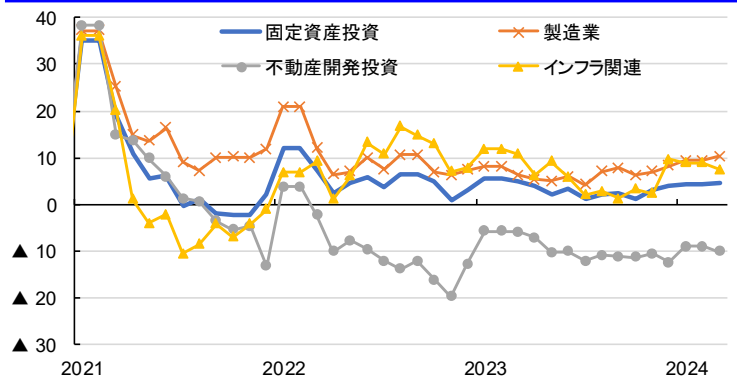
3 月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は前年同月比+4.7%<sup>8</sup>と 1～2 月累計（+4.2%）から小幅に伸びを高めた（右図）。ただし、国家统计局公表の前月比は+0.14%と、1 月（+0.16%）、2 月（+0.62%）を下回り、持ち直しのペースがやや鈍化していることを示唆。

社会消費品小売総額の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

<sup>8</sup> 当社試算の単月の前年同月比

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業（1～2月前年同期比+9.4%→3月+10.3%）の伸びが一段と高まった。内訳をみると、通信・電子や一般機械で2桁台の高い伸びとなった。全体の約2割を占めるインフラ関連分野<sup>9</sup>（+8.9%→+7.6%）の伸びは鈍化も、2023年通年（+5.7%）を上回る高めの伸びを維持。2023年10月に発行された災害復旧・防災を目的とした1兆元の特別国債の経済効果が発現、治水プロジェクトなどへの投資が支えとなっている模様。他方、不動産開発投資（▲9.0%→▲10.0%）はマイナス幅が拡大。当社試算の季節調整値を見ると、新規着工面積が一段と減少、年初に改善の兆しを示していた施工面積も減少に転じ、昨年末まで増加基調で推移していた竣工面積も年初以来落ち込んでいる。デベロッパーの資金繰り難と消費者の住宅購入意欲低下を背景に、新規投資が抑制されている上、政策支援を受けて進められている未完工住宅の建設もそのペースに陰りがみられる。

## 工業生産

3月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+4.5%と、1～2月累計（+7.0%）から伸びが鈍化。産業別にみると、鉱業（1～2月前年同期比+2.3%→3月+0.2%）、製造業（+7.7%→+5.1%）、電気・ガス・水道（+7.9%→+4.9%）いずれも伸びが鈍化。国家統計局公表の前月比も▲0.08%とマイナスに転じた。

製造業を業種別にみると、鉄鋼（1～2月前年同期比+8.7%→3月+3.3%）や非金属（+3.9%→▲2.8%）など素材関連が、不動産市場の低迷を受けて落ち込んだ。繊維やゴム・プラスチックなど軽工業品も伸びが鈍化。一方、通信・電子などハイテク製造業<sup>10</sup>（1～2月前年同期比+7.5%→3月+7.6%）は伸びを小幅に高めた。自動車（+9.8%→+9.4%）はやや鈍化も比較的高い伸びを維持。

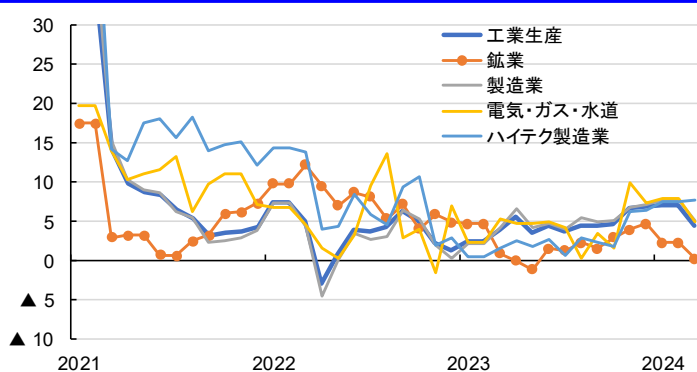
## 消費者物価

3月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.1%と2月（+0.7%）から伸びが鈍化（右図）。前月比では▲1.0%と2月（+1.0%）からマイナスの伸びに転じた。春節休暇（2月10～17日）後に食品や旅行などの需要が一服、物価を押し下げた。

内訳をみると、食品価格（2月前年同月比▲0.9%→3月▲2.7%）のマイナス幅が拡大。2月に春節休暇向けの需要増でプラスの伸びを回復していた豚肉価格（+0.2%→▲2.4%）

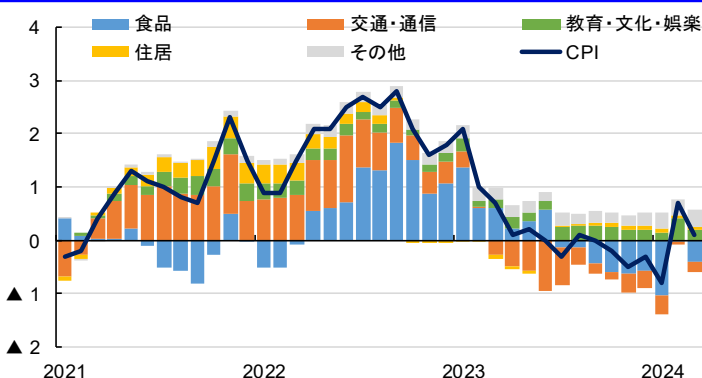
や野菜価格（+2.9%→▲1.3%）が再びマイナスの伸びに転じた。教育・文化・娯楽（+3.9%→+

工業生産の推移(前年同期比、%)



(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

<sup>9</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。

<sup>10</sup> 医薬品、航空・宇宙機器、電子・通信機器、コンピュータ・事務機器、医療機器・計装機器、情報化学品製造業。

1.8%)は、旅行価格(+23.1%→+6.0%)の大幅上昇が一服したことから、伸びが鈍化。交通・通信(▲0.4%→▲1.3%)はマイナス幅が拡大。原油価格上昇を受けて燃料費は伸びを高めたものの、春節休暇終了をうけ交通機関使用費(レンタカーなど)の伸びが鈍化。

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+0.6%と2月(+1.2%)から伸びが鈍化。先述の旅行価格などサービス価格(+1.9%→+0.8%)鈍化のほか、家電(▲0.1%→▲0.8%)や通信機器(▲2.1%→▲2.4%)など耐久消費財のマイナス幅拡大も影響。コア CPIの前月比は▲0.6%と2月(+0.5%)からマイナスに転じた。

### 生産者物価

生産者物価指数(PPI)は前年同月比▲2.8%と、2月(▲2.7%)からマイナス幅が小幅に拡大(右図)。前月比でも▲0.1%(2月▲0.2%)と5ヵ月連続のマイナス。

川上の消費財(2月前年同月比▲0.9%→3月▲1.0%)は、需要の弱さを反映しマイナス幅が小幅に拡大。川上の生産財(▲3.4%→▲3.5%)もマイナス幅が小幅に拡大。

消費財の内訳を見ると、衣服(2月+0.3%→3月+0.3%)や耐久財(▲1.9%→▲1.8%)が横ばい圏で推移した一方、食品(▲0.9%→▲1.3%)はマイナス幅が拡大。

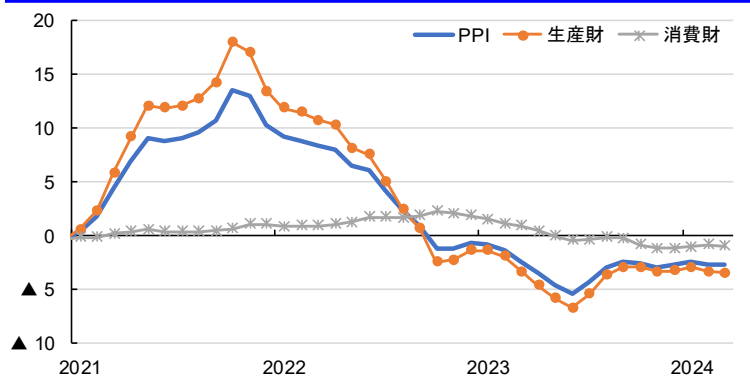
生産財は、原油価格上昇を受け、石油・天然ガス採掘(+4.2%→+6.3%)が伸びを高めた。他方、不動産市場の低迷を受け、鉄鋼(▲4.9%→▲7.2%)や非金属(▲7.7%→▲8.1%)のマイナス幅が拡大。

### 人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、元安基調での推移が継続。4月24日には7.246元と約5ヵ月ぶりの安値をつけた。背景には、緩和的な金融政策や景気減速懸念を受けた中国の長期金利低下と、米国の利下げ開始時期の後ずれ観測を受けた米国の長期金利上昇による、米中金利差拡大がある。中国当局も、基準値を元高方向に設定し続けているわけではなく、多少の元安を容認している可能性がある。

今後、年央にかけて米国経済が減速、7月にはFRBによる利下げが開始されると予想され<sup>11</sup>、ドル安人民元高傾向に戻る見通し。ただし、中国にも利下げ余地が生じ、状況に応じて追加利下げが実施されるとみられるため、人民元の上昇余地は限定的

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

<sup>11</sup> 注釈 5 (P.3) 参照。



であろう。当面は、米国の利下げ開始時期をめぐる市場の思惑に相場が左右される展開となろう。