

中国経済：不動産市場の低迷続き、2024年の成長率は4%台後半にとどまる（改定見通し）

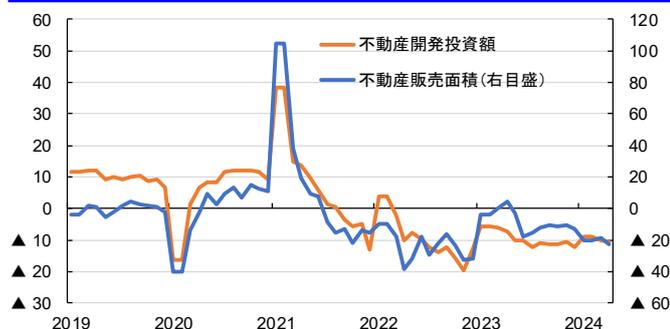
2024年4月の主要指標は、輸出・生産が好調も、不動産不況を受け投資・消費が減速。中国政府は5月半ばに住宅在庫解消に焦点を当てた支援策を打ち出すも、在庫買い取り支援額の規模が小さいことなどから、不動産市場の好転は見込みにくい。不動産市場の低迷とそれに伴う個人消費の弱さが引き続き景気を下押しする見通し。輸出の先行きが不透明で、インフラ投資の高い伸びも期待できない中、政府が振興する製造業投資が唯一の景気けん引役に。2024年の成長率は前年比+4.7%と4%台後半にとどまる見込み。

4月の主要指標は輸出・生産が好調も、不動産不況を受け投資・消費が減速

中国の2024年4月の主要経済指標は、輸出の改善が続き、それを受けて工業生産も持ち直した。他方、固定資産投資や消費（小売販売）は、不動産市場の低迷を主因に伸びが鈍化した（詳細は後半の「主な指標の動き（2024年4月）」参照）。

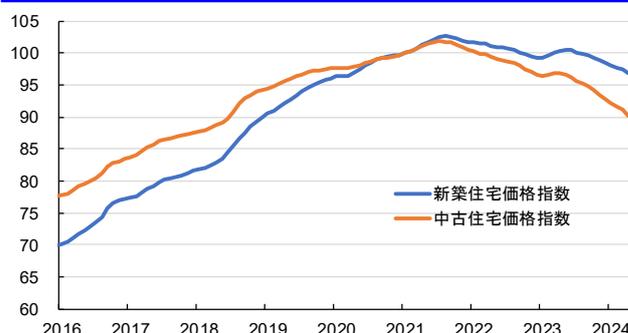
不動産市場の動きを詳しくみると、4月の不動産販売面積は前年比▲22.9%（3月▲18.3%）、不動産開発投資額は▲10.5%（3月▲10.0%）と大幅減（下左図）、新築住宅より市場実勢を反映する中古住宅価格も前年比▲6.8%（3月▲5.9%）、直近ピーク（2021年7月）対比▲11.4%と下落が続いた（下右図）。5月（1～26日）の30都市不動産販売面積（日次）も、前月比▲8.5%と引き続き落ち込んでいる。

不動産開発投資額・販売面積の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

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。

住宅在庫買い取りなど、新たな不動産支援策が発表に

中国指導部も、長引く不動産不況に対し危機感を募らせている。1～3月期の経済情勢を踏まえ今後の経済政策方針を決定する中共中央政治局会議（4月30日）では、「経済は順調なスタートを切った」としつつ、需要不足、企業の経営圧力の大きさ、重点分野のリスクの多さ、外部環境の不確実性の上昇などの課題に直面しているとの情勢判断を示した。その上で、①超長期特別国債¹の速やかな発行・使用、インフラ投資の資金源となる地方政府专项債の発行・使用ペースの加速など財政投入強化、②金利・預金準備率など金融政策手段の柔軟な運用による資金調達コスト引き下げ、③大規模設備更新・消費財買い替

¹ 中国政府は、2024年3月の全人代で、超長期特別国債を2024年から数年連続して発行、2024年は1兆元発行し、「国家重要戦略の実施と重点分野の安全保障能力整備」に充てる方針を決定（2024年3月27日付 Economic Monitor「中国経済：強力な景気支援策を欠く全人代、5%成長達成の難度は高い」を参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2564/>）。中国財政部は5月13日、20年・30年・50年の超長期特別国債の発行スケジュールを発表、5月17日には30年債の発行を開始。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

えプランの実施による内需拡大、などの政策によって景気下支えを図る方針を示した。

さらに注目すべきは、不動産に関して、「不動産在庫を消化し、新規住宅を最適化する政策措置を統一的に検討する」との方針を新たに打ち出したことである。

この方針を受け、5月17日、中国政府は一連の不動産支援策を発表した。①販売済で引き渡されていない建設中住宅プロジェクトを分類して処理し、住宅の建設・引き渡しを推進する、②「ホワイトリスト」²に基づき推進すべき建設中住宅プロジェクトへの融資を進める、といった既存の政策に加え、③住宅在庫が多い都市において、地方政府がニーズに応じて合理的な価格で住宅を買い取り、保障性住宅（中低所得者向け住宅）に転用する、④デベロッパーに売却済だが開発が進んでいない住宅用地につき、地方政府による回収・購入などを通じて処理・活用し、デベロッパーの資金繰りを支援する、という新たな政策を示した。同時に、住宅ローンの最低頭金比率引き下げ³、住宅ローン金利の下限撤廃⁴、住宅積立金を利用した住宅ローンの貸出金利引き下げ⁵などの需要喚起策も発表した。

③の住宅在庫の買い取りに関して、中国人民銀行は保障性住宅向けの再貸出枠（3,000億元）を設定、国家開発銀行や商業銀行など21の全国レベルの銀行に対して低コストの資金を供給する（金利1.75%、期間1年、4回のロールオーバー可能）。貸出元金の60%について再貸出が実施されるため、5,000億元の銀行融資につながる見込みである。各都市政府が住宅在庫買い取りの主体として地方国有企業を選定、当該企業は上述の融資を元手にデベロッパーから住宅を買い取り、保障性住宅として販売または賃貸を行う。住宅在庫の解消、保障性住宅の供給増、デベロッパーの資金繰り改善による住宅引き渡し促進、という「一石三鳥」を狙った政策といえる。

支援規模は限定的、不動産市場の好転は見込みにくい

このように、政府が住宅在庫解消に焦点を当てた新たな政策を打ち出し、不動産市場の一段のテコ入れを図ろうとしていること自体は評価できる。ただし、今回の住宅在庫買い取り策には以下3つの問題点がある。

1点目は、住宅在庫の買い取りに必要なとされるコストに対し、中国人民銀行の再貸出による支援規模が小さいことである。買い取りコストは在庫規模や買い取り価格の前提によって異なってくるため、市場で出回っている推計には幅があるが、いずれも数兆元単位とみられている。以下、簡単に試算すると、中国の不動産調査会社・易居研究院が算出する全国100都市新築住宅在庫面積は、2024年4月時点で5億㎡、販売面積（過去6ヵ月平均）対比26.5ヵ月分であり⁶、合理的とされる在庫販売比率（12～14ヵ月分）まで引き下げるには、2.36～2.73億㎡の在庫を処理する必要がある。2023年時点の全国平均住宅価格（10,864元/㎡）を掛け合わせると、在庫買い取りには2.56～2.97兆元の資金が必要となるが、再貸

² 2024年1月、住宅都市農村建設部と国家金融監督管理総局が「都市不動産協調メカニズム」の導入を発表。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。当局の発表によると、2024年5月16日までの同メカニズムに基づく融資額は9,350億元。

³ 1軒目は20%から15%、2軒目は30%から25%へ引き下げ。各都市がそれぞれの状況に応じて頭金比率を決定。

⁴ これまでは、1軒目の住宅ローン金利下限は「5年物LPR（最優遇貸出金利）-0.2%Pt」（2022年5月15日～）、さらに住宅価格が下落している一部都市に対しては下限の引き下げ・撤廃を容認（2022年9月29日～）。2軒目の下限は「5年物LPR+0.2%Pt」（2023年8月31日～）だった。頭金比率と同様、各都市がそれぞれの状況に応じて下限を決定。

⁵ 住宅積立金とは、雇用主と従業員が毎月一定金額を納付し、従業員が積立金を住宅購入などに使用できる制度。住宅ローンの借入も可能。今回の貸出金利引き下げ幅は0.25%Ptで、1軒目・期間5年以上の金利は2.85%となる。

⁶ 「報告：4月百城新房库存去化周期为26.5个月」証券時報、2024年5月27日。予約販売許可証を取得しているが、まだ販売されていない住宅を在庫として定義。

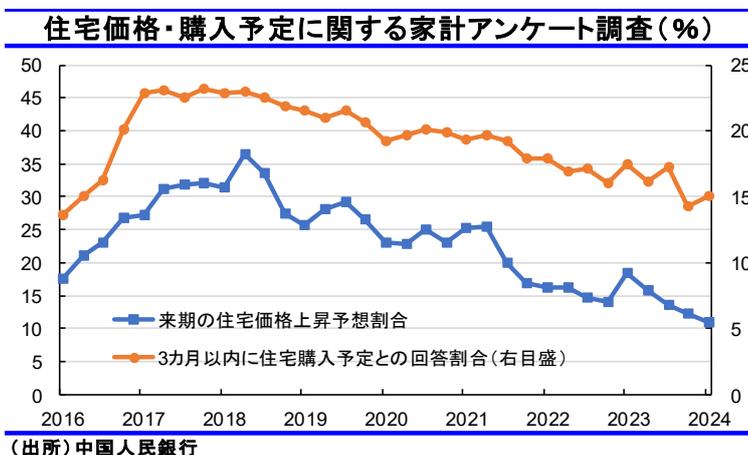
出によって誘発されるとされる 5,000 億元の融資額はその 20%弱の規模にとどまる。

2 点目は、社会保障的な性格をもつ保障性住宅は収益を見込めないため、運営維持費や銀行からの借入コストをカバーできず、不良債権化するリスクがあることだ。その結果、銀行が住宅在庫の買い取り主体である地方国有企業への貸出を控え、買い取りの進展が妨げられるとみられる。実際、今回の住宅買い取り策に近いものとして、2023 年 2 月に中国人民銀行が「賃貸住宅貸出支援プラン」を導入、済南・鄭州など 8 都市で住宅在庫を買い取り賃貸住宅に転用するスキームが試験的に実施されているが、2024 年 3 月時点で 1,000 億元の融資枠のうち 20 億元しか使用されていない⁷。

3 点目は、保障性住宅の需要は人口流入の多い 1~2 線都市で大きい、今回の政策に従うと住宅在庫の多い 3~4 線都市⁸を中心に保障性住宅の供給が増え、需給のミスマッチが発生しうることである。

こうした問題点を踏まえると、今回の住宅在庫買い取り策によって在庫解消が大きく進展し、不動産市場が好転するとの見通しは描きにくい。

また、需要喚起策の効果も限定的と考えられる。今回の需要喚起策は、2 軒目についても住宅ローンの最低頭金比率の引き下げや住宅ローン金利の下限撤廃を容認、実質的に投機需要も認める内容である。この方針を受けて、上海・広州・深センといった 1 級都市でも 5 月末に購入制限が緩和された。ただ、住宅在庫の解消が迅速には進まず、デベロッパーの資金繰り改善に時間を要するとみられる中、値下がり期待が残存、消費者の様子見姿勢が続くとみられる。中国人民銀行による家計アンケートを見ても、2024 年 3 月末時点で「来期の住宅価格上昇を見込む」との回答の割合は 11.0%と過去最低まで落ち込み、「3 ヶ月以内に住宅購入予定」との回答も 15.0%と低水準にある（上右図）。



もっとも、一段の金融・財政支援などにより上記の問題点が改善されれば、住宅在庫の解消によるデベロッパーの資金繰り改善→未完工住宅の建設・住宅引き渡し進展→デベロッパーに対する消費者の不安軽減→販売好転といった好循環が生まれ、不動産市場の底入れが期待できる。当面は、政策の進展を見守る必要がある。

不動産市場の低迷と消費の弱さが引き続き景気を下押し

以上を踏まえて今後の景気を展望すると、不動産市場の低迷とそれに伴う個人消費の弱さが引き続き 2024 年の中国経済を下押しする見通しである。

不動産市場の先行きについては、今後の政策の進展によるところも大きい、現時点での政策を踏まえ

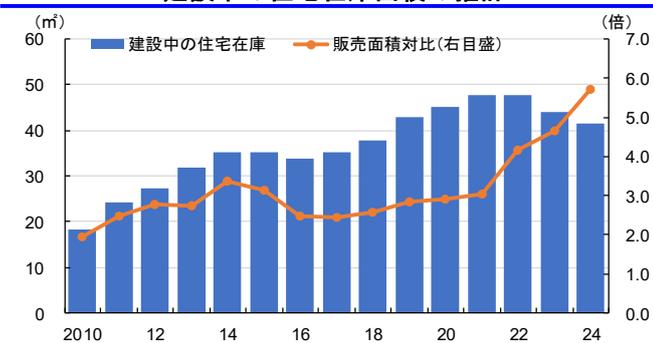
⁷ 融資額のデータは、中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告 2024 年第一季度」（2024 年 5 月 10 日）による。中国人民銀行は記者会見（5 月 17 日）で、「賃貸住宅貸出支援プラン」を今回発表された住宅買い取り策に編入するとした。

⁸ 先述の易居研究院の全国 100 都市新築住宅在庫面積データによると、2024 年 4 月時点で 1 級都市は販売面積（過去 6 ヶ月平均）対比 20.1 ヶ月分、2 級都市は 23 ヶ月分、3~4 級都市は 34 ヶ月分と、地方都市ほど在庫を多く抱えている。

ると、上述の通り回復は見込みづらい。以下述べるように、建設中の住宅在庫の規模を踏まえると、調整には3年程度かかるとみられる。

不動産市場の調整期間の試算は以下の通りである。まず、国家统计局のデータに基づき建設中の住宅在庫を推計すると⁹、2023年時点で販売面積対比4.6倍、2024年1~3月期で5.7倍となる（下左図）。2020年の不動産規制強化前の2019年のレベル（販売面積対比2.8倍）まで引き下げるには、販売面積対比2.9倍（ $=5.7-2.8$ ）、すなわち20.9億㎡の在庫を削減する必要がある。IMFによる試算¹⁰を参考に新規需要が毎年12億㎡、新規建設は2024年の低調な水準が続くとして毎年4.9億㎡と仮定し¹¹、毎年7.1億㎡（ $=12-4.9$ ）の在庫が削減されるとすると、過剰住宅在庫の解消には2.95年（ $=20.9 \div 7.1$ ）が必要、つまり2026年まで不動産市場の調整が続くと考えられる。

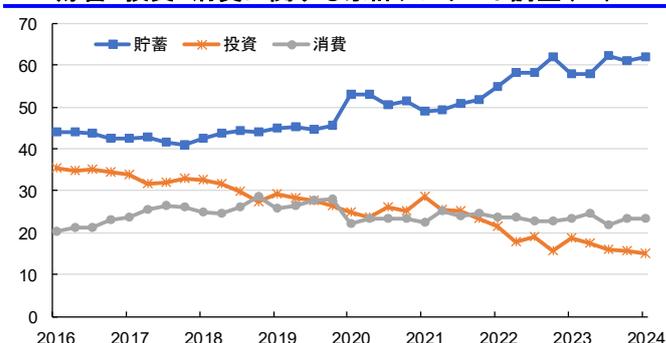
建設中の住宅在庫面積の推計



(出所) 中国国家统计局

(注) 「建設中の住宅在庫面積 = 施工面積 - 竣工面積 - 予約販売面積」として推計。
2024年は1~3月期の前年比伸び率を用いて推計。

貯蓄・投資・消費に関する家計アンケート調査 (%)



(出所) 中国人民銀行

(注) 今月より「貯蓄を増やす」「投資を増やす」「消費を増やす」との回答割合。

不動産市場の低迷が続く中、個人消費も弱い動きが続くとみられる。中国人民銀行が実施した2019年の調査によると、都市部家計の保有する資産の約7割が住宅に偏っており¹²、逆資産効果が消費を下押しする見込み。政府は、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により消費を刺激する方針だが、こうした耐久消費財は不動産販売に連動する性格が強い上、中国人民銀行のアンケート調査で示されるように（上右図）、家計の貯蓄志向が強く消費意欲が弱い状況では政策効果は期待しにくい。

足元で好調な輸出は、引き続きシリコンサイクルの改善が支えとなるも、年央にかけて予想される米国経済減速や貿易摩擦懸念を受け、先行き不透明性が高まっている。

貿易摩擦について、電気自動車 (EV) や鉄鋼などの中国製品に対し、米国をはじめとする諸外国が「中国が国内で過剰に生産した分を海外に安価で大量に輸出している」として「デフレの輸出」との批判を強めている。イエレン米財務長官も4月上旬に訪中した際、「EV、リチウム電池、太陽光発電などの『新産業』における過剰生産能力が、世界の価格をゆがめ、米国および世界の企業や雇用に悪影響を及ぼす」との懸念を表明した。こうした懸念を背景に、米国は5月14日、中国製のEVやEVバッテリー、

⁹ 建設中住宅在庫面積の推計方法は、三浦祐介「低迷続く中国不動産市場の展望」(ニッセイ基礎研究所『基礎研レポート』、2023年10月10日)を参照した。

¹⁰ Kenneth Rogoff, Yuanchen Yang, "A Tale of Tier 3 Cities," IMF Working Paper No. 2022/196, September 30, 2022.

¹¹ 2023年の新規着工面積6.9億㎡×2024年1~3月期前年比伸び率(▲25.6%)=4.9億㎡。在庫調整についての推計方法は、鎌田晃輔「在庫調整にもたつく中国の不動産市場」(みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT Express』、2023年7月14日)を参照した。

¹² 中国人民銀行調査統計司城镇居民家庭资产负债调查课题组「2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查」『中国金融』2020年第9期

太陽光パネル、半導体、鉄鋼・アルミなどに対し、2024～26年にかけて関税を大幅に引き上げると発表された。米国の対中輸入（2023年：4,273億ドル）に占める関税引き上げ対象品目（180億ドル）の割合は約4%と小さいため、中国の輸出全体への影響は限定的とみられる。ただし、欧州などによる同様の措置の可能性がある上、中国側も一部化学製品や自動車での報復関税を検討しているとみられ¹³、輸出に下振れリスクがあることには注意が必要だ。

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はプラスにはたらくが、地方政府債務抑制を背景に高い伸びは期待できない。

その結果、政府が振興する製造業投資が唯一の景気けん引役となろう。半導体などの内製化を進めるための先端製造業への投資や、3月に発表された大規模設備の更新投資促進策が押し上げにつながるだろう。後者については「2027年までに工業、農業、建設、交通、教育、文化・観光、医療などの分野の設備投資を2023年比で25%以上増加させる」、つまり年平均+5.7%以上のペースで投資を拡大させるとの数値目標が設けられ、各地方政府が財政・金融支援や税制優遇を打ち出している。ただし、過剰投資への懸念は残る。

2024年の成長率は前年比+4.7%と4%台後半にとどまる見通し

以上を踏まえ、2024年の成長率は前年比+4.7%と予想する（右図）。2024年1～3月期の成長率が輸出を中心に想定を大きく上回ったため¹⁴、2023年12月時点の見通し（+4.4%）からは上方修正を加えたが、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見方に変更はなく、小幅修正にとどめた。

2025年については、製造業投資と輸出は比較的好調、第14次五カ年計画（2021～2025年）最終年のためイン

フラ投資も幾分加速するとみられるが、不動産市場の調整が景気全体を下押し、前年比+4.2%と2024年からの減速を予想する。

2026年は、不動産市場の調整に目途が付き始め不動産投資が前年比プラスを回復、ただし経済の成熟化に伴う成長率鈍化が続き、前年比+3.9%と4%を割り込むと予想する。

2026年までの見通しに影響を与える要因として、①不動産支援策の進展とそれに対する市場の反応、②貿易摩擦の行方、③7月開催が決定した三中全会で示される経済改革案、に引き続き注視したい。

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
前年比、%、%Pt	実績	実績	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	2.2	8.4	3.0	5.2	4.7	4.2	3.9
(2023年12月時点予測)					4.4	4.0	
最終消費	▲0.3	9.0	2.3	7.9	4.5	4.1	4.0
個人消費	▲1.8	11.6	1.3	8.3	4.3	4.0	3.9
政府消費	3.1	3.2	4.8	7.1	4.8	4.5	4.4
総資本形成	4.4	3.9	3.4	3.7	3.6	3.3	3.4
固定資産投資	3.3	3.1	3.3	4.4	3.4	3.5	3.3
在庫投資(寄与度)	0.5	0.4	0.1	▲0.3	0.1	▲0.1	0.1
純輸出(寄与度)	0.6	1.8	0.3	▲0.6	0.7	0.6	0.3
輸出	2.7	22.3	▲1.3	4.2	7.0	4.8	5.3
輸入	4.6	8.0	▲6.6	3.4	6.9	6.9	4.7
名目GDP	2.7	13.4	4.8	4.6	4.3	3.8	3.7
CPI	2.5	0.9	2.0	0.2	0.5	0.7	0.6
人民元/ドル(年平均)	6.90	6.45	6.73	7.08	7.20	7.09	6.99

(出所) 中国国家统计局、中国海関総署

(注) 輸出入は実質元建てベース。伊藤忠総研による試算値。

¹³ 「中国、日米欧や台湾産化学樹脂の調査開始 不当販売疑い」日本経済新聞、2024年5月19日。「中国、輸入車への25%関税示唆 EV調査期限控えEUをけん制」Bloomberg、2024年5月22日。

¹⁴ 2024年4月25日付 Economic Monitor「中国経済：1～3月期は5%越え成長も、先行き懸念残る」を参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2582/>

主な指標の動き (2024年4月)

PMI (購買担当者指数)

4月の製造業 PMI は 50.4 と 3月 (50.8) から低下も、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2 カ月連続で上回った (右図)。

主な内訳を見ると、生産 (3月 52.2→4月 52.9) は 50 以上で改善した。新規受注 (53.0→51.1) は先月から低下も、50 以上を維持。内訳項目である新規輸出受注 (51.3→50.6) も、大幅な改善をみせた先月からは低下したものの、2 カ月連続で 50 を上回った。国家統計局の説明によると、食品、化学繊維、ゴム・プラスチック製品、自動車、電気機械などが内外需ともに好調だった。

企業規模別では、大企業 (51.1→50.3) の景況感は先月から低下したものの 50 以上を維持。中規模企業 (50.6→50.7) は小幅改善、小規模企業 (50.3→50.3) は横ばい推移となった。

4月の非製造業 PMI は 51.2 (3月 53.0) と 5 カ月ぶりに低下に転じたが、50 以上を維持。サービス業 (52.4→50.3) は不動産業の低迷を反映し大幅に低下。他方、建設業 (56.2→56.4) はインフラ投資の進展を反映、高水準で改善。

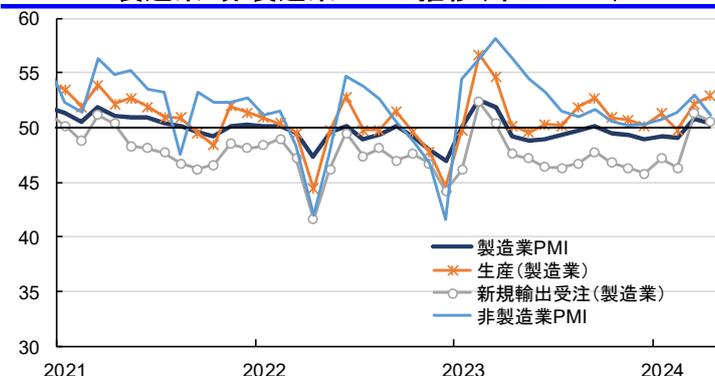
輸出 (通関統計、米ドルベース)

4月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +1.5% と、3月 (▲7.5%) からプラスの伸びに転じた。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも、4月は1~3月期対比で +0.4% と小幅に増加。輸出は改善の動きが続いている。

主な仕向地を見ると (右図)、米国向け (1~3月期前期比 +3.1%→4月¹⁵ +4.1%) が伸びを高めた。ASEAN 向け (1~3月期前期比 +9.6%→4月 +4.8%) や EU 向け (+5.4%→+1.7%)、NIES (韓国・台湾・香港) 向け (+1.3%→+0.8%) も増加傾向で推移。他方、日本向け (▲1.2%→▲3.9%) は減少が続いた。なお、ロシア向け (▲3.6%→▲5.7%) も一段と減少した。

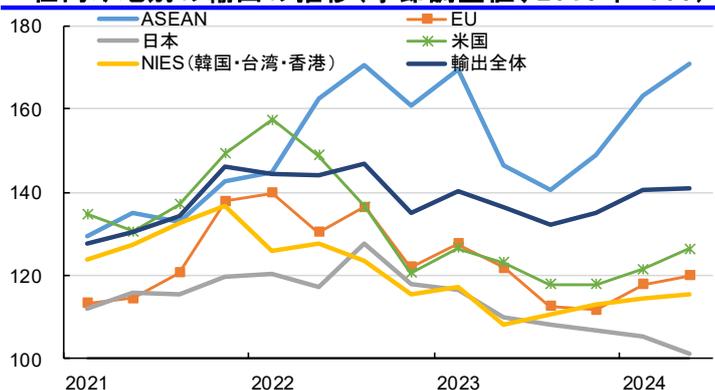
主な財別では、自動車 (1~3月前期比 +4.7%→4月 +15.7%) が大幅に伸びを高めた。PC・PC 部品 (+6.2%→+6.0%) は拡大が続き、携帯電話 (▲12.2%→+3.8%) もプラスの伸びに転じた。他方、ここ半年ほど堅調に推移していたプラスチック製品 (+8.4%→▲1.9%) や家具 (+8.0%→▲1.2%)、

製造業・非製造業PMIの推移 (中立=50)



(出所) 中国国家統計局

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4月

¹⁵ 2024年1~3月期平均に対する2024年4月の輸出額の変化。他地域も同様。

衣服（+6.1%→+0.6%）など軽工業品は、増勢が一服した。

社会消費品小売総額（小売販売）

4月の社会消費品小売総額（小売販売）は、前年同月比+2.3%と、3月（+3.1%）から伸びが鈍化（右図）。国家統計局の説明によると、労働節休暇の時期のずれ（2023年は4月29日～5月3日、2024年は5月1日～5日）を受け、4月の休暇日数が昨年より2日間少なかったことが消費を前年比1%Pt程度下押しした。ただ、こうした祝日要因を考慮した国家統計局公表の前月比も+0.03%と3月（+0.15%）から鈍化しており、消費の実勢は弱いとみられる。

内訳を見ると、物販（3月前年同月比+2.7%→4月+2.0%）、飲食サービス（+6.9%→+4.4%）ともに伸びが鈍化。物販を品目別に見ると、小売販売の約3割を占める自動車（3月▲3.7%→4月▲5.6%）が2ヵ月連続マイナスと不振。建材（+2.8%→▲4.5%）の伸びが前年比マイナスに転化、家具（+0.2%→+1.2%）も低い伸びにとどまるなど、住宅関連財の消費も弱い。衣類（+3.6%→▲3.0%）や化粧品（+2.2%→▲2.7%）などの選択的消費財も前年比マイナスに転じた。他方、選択的消費財の中でも通信機器（+7.2%→13.3%）やスポーツ・娯楽用品（+19.3%→+12.7%）は2桁台の高い伸びを示し好調。

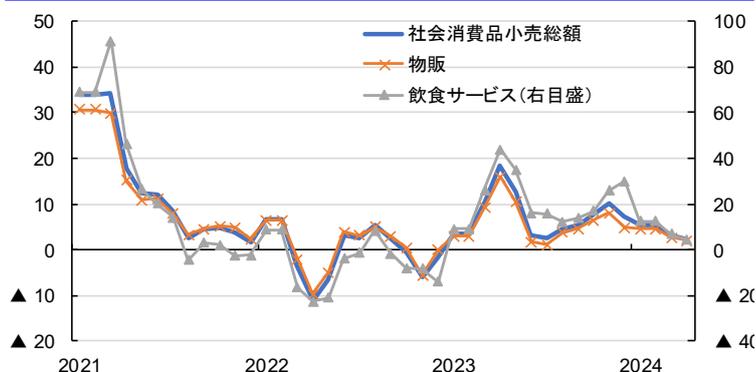
なお、中国汽车工业协会によると、4月の乗用車販売台数は前年同月比+10.5%と3月（+10.9%）から小幅に伸びが鈍化。当社の季節調整値でも前月比+0.7%と3月（+8.4%）から鈍化。年率では2,728万台と2023年通年（2,606万台）を上回った。小売販売額ベースの自動車販売が前年比マイナスである一方、台数ベースでは2桁台の伸びとなったことから、価格下落の影響が示唆される。中国乗用車協会も「価格の不安定さなどから消費者の様子見ムードが強い」との見方を示した¹⁶。

固定資産投資（都市部）

4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+3.6%¹⁷と3月（+4.7%）から伸びが鈍化（右図）。国家統計局公表の前月比も▲0.03%と3月（+0.27%）からマイナスに転化。

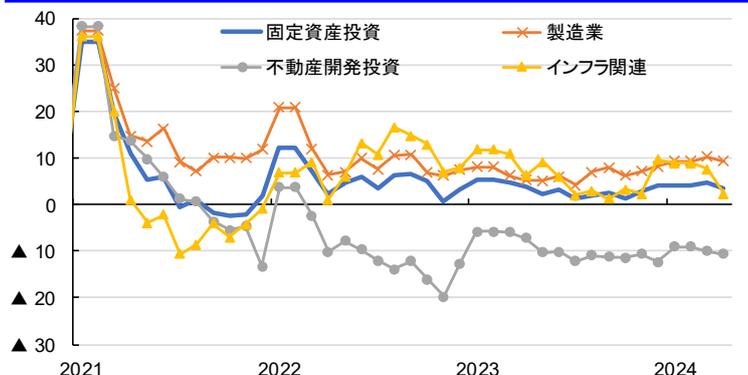
主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業（3月前年同月比+10.3%→4月+9.3%）の伸びが高水準ながらも鈍化。内訳をみると、通信・電子機器や一般機械などは2

社会消費品小売総額の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家統計局

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家統計局

¹⁶ 中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会「2024年4月份全国乘用车市场分析」2024年5月10日。

¹⁷ 当社試算の単月の前年同月比。

桁台の伸びを維持したものの、不動産市場低迷の影響を受けて鉄鋼や非金属が前年比マイナスに転じた。全体の約2割を占めるインフラ関連分野¹⁸（+7.6%→+2.3%）の伸びも鈍化。昨年10月発行の1兆元の特別国債が主に治水プロジェクトに使用されていることから水利事業は好調だが、地方政府専項債の発行の遅れにより¹⁹、公共施設への投資が落ち込んでいる。また、国家统计局によると、4月下旬に広東省など中国南部で発生した豪雨もインフラ投資を下押しした。不動産開発投資（▲10.0%→▲10.5%）は2ヵ月連続でマイナス幅が拡大。当社試算の季節調整値を見ると、政策支援を背景とする未完工住宅の建設再開や住宅の引き渡し促進を受けて施工面積や竣工面積が上向いたものの、新規着工面積は低調推移が続いた。

工業生産

4月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+6.7%と、3月（+4.5%）から伸びを高めた。産業別にみると、鉱業（3月前年同月比+0.2%→4月+2.0%）、製造業（+5.1%→+7.5%）、電気・ガス・水道（+4.9%→+5.8%）いずれも伸びが加速。国家统计局公表の前月比も+0.97%と3月（▲0.08%）からプラスに転じた。

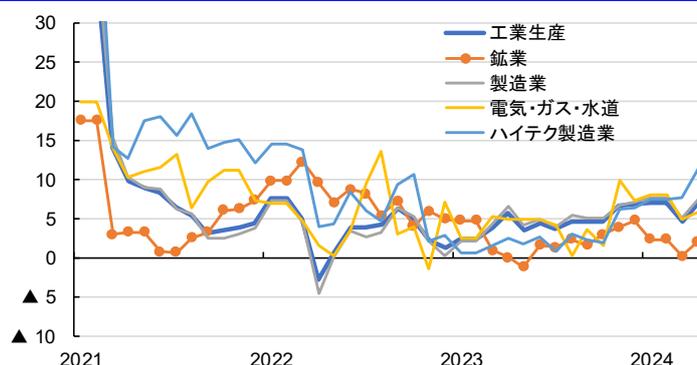
製造業を業種別にみると、好調な輸出を背景に、通信・電子などハイテク製造業²⁰（3月前年同月比+7.6%→4月+11.3%）や自動車（+9.4%→+16.3%）が2桁台の伸びを示し、紡織（+2.5%→+6.6%）やゴム・プラスチック（+5.3%→+10.5%）など軽工業品も伸びを高めた。他方、鉄鋼（+3.3%→+2.0%）や非金属（▲2.8%→▲1.5%）は、不動産市場の低迷を受けて弱含みが続いた。

消費者物価

4月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.3%と3月（+0.1%）から伸びを小幅に高めた（右図）。前月比でも+0.1%と3月（▲1.0%）からプラスの伸びに転じた。

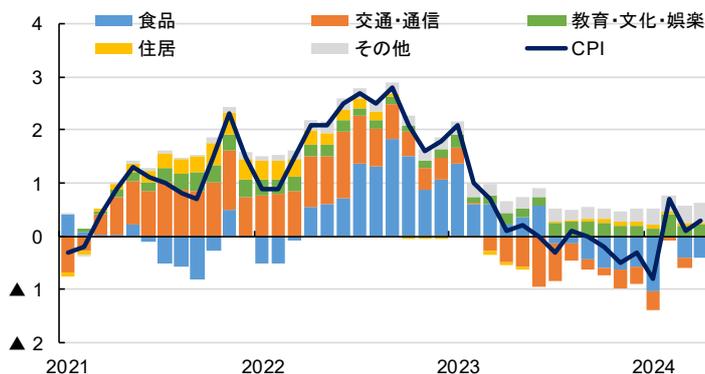
内訳をみると、交通・通信（3月前年同月比▲1.3%→4月+0.1%）が2023年2月以来となるプラスの伸びに転じ、物価上昇に寄与。原油価格上昇を受け車両用燃料（+2.2%→+6.9%）が伸びを高めた。他方、食品価格（▲2.7%→▲2.7%）は前月から横ばい。豚肉価格（▲2.4%→+1.4%）や野菜価格（▲1.3%→+1.3%）が

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）ウエイトは当社推計

¹⁸ 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。

¹⁹ 2024年1月～4月の地方政府専項債の発行額は7,224億元と、2024年の発行枠（3.9兆元）の19%にとどまり、2022年～2023年同期の比率（約40%）を大幅に下回っている。これを受け、P.1で述べた通り、党中央政治局会議は地方政府専項債の発行・使用ペースの加速を指示。

²⁰ 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。

プラスの伸びに転じたが、卵（▲8.9%→▲10.6%）や果物（▲8.5%→▲9.7%）のマイナス幅が拡大。

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+0.7%と3月（+0.6%）から伸びを小幅に高めた。サービス価格（+0.8%→+0.8%）は先月から横ばい推移、家電（▲0.8%→▲0.3%）や自動車など交通機関（▲4.6%→▲4.3%）といった耐久消費財が、マイナス圏ではあるものの下落幅を縮小させた。コア CPI の前月比は+0.2%と3月（▲0.6%）からプラスに転じた。

生産者物価

4月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲2.5%と、3月（▲2.8%）からマイナス幅が縮小（右図）。他方、前月比では▲0.2%と3月（▲0.1%）からマイナス幅が小幅拡大、6ヵ月連続のマイナスとなった。

川下の消費財（3月前年同月比▲1.0%→4月▲0.9%）は、マイナス幅が小幅に縮小。川上の生産財（▲3.5%→▲3.1%）もマイナス幅が縮小。

消費財の内訳を見ると、衣服（+0.3%→+0.3%）が横ばい、日用品（▲0.1%→+0.1%）や食品（▲1.3%→▲0.8%）では改善が見られたが、自動車など耐久財（▲1.8%→▲1.9%）は需要の弱さを反映しマイナス幅が拡大。

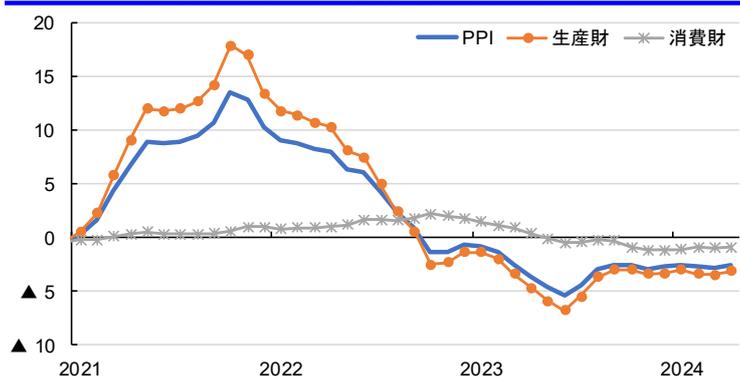
生産財は、原油価格上昇を受け、石油・天然ガス採掘（+6.3%→+9.4%）が伸びを高めた。他方、不動産市場の低迷を受け、鉄鋼（▲7.2%→▲8.5%）や非金属（▲8.1%→▲9.0%）のマイナス幅が引き続き拡大。

人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、4月末に約5ヵ月ぶりの安値を付けた後、米中金利差の縮小を背景に元高方向に振れたが、その後再び下落に転じ、5月24日には1ドル=7.245元と約1ヵ月ぶりの安値を付けた。基準値が4日連続で元安方向に設定されたことを受け、中国金融当局が元安を容認しているとの見方が広がり、元安が進展した。

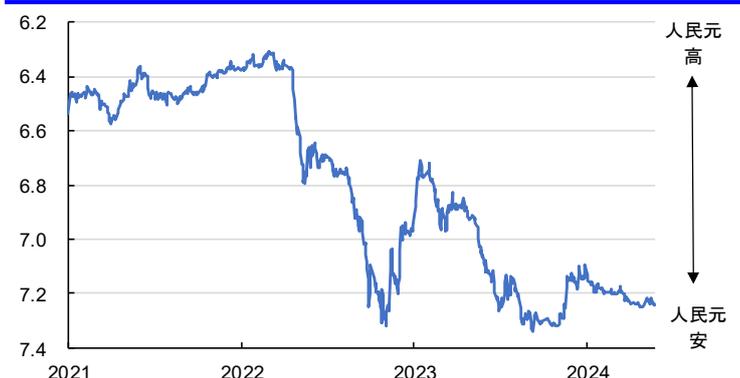
今後、年央にかけて米国経済が減速、7月にはFRBによる利下げが開始されると予想され²¹、ドル安人民元高傾向に戻る見通し。ただし、不動産市場の調整長期化への懸念が上値を抑えることに加え、中国でも小幅な追加利下げが実施されるとみられるため、人民元の上昇余地は限定的であろう。

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

²¹ 2024年5月27日付 Economic Monitor 「米国経済: 労働市場の正常化進み、インフレ再燃懸念後退（改定見通し）」を参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2603/>