

## 中国経済：不動産支援策の効果は確認できず、輸出の先行き不透明性も高まる

2024年5月の主要指標は、輸出や製造業投資は好調も、不動産投資は依然低迷、インフラ投資は低い伸びにとどまる。消費は一時的要因による押し上げが大きく、回復とは判断し難い。6月も不動産販売の落ち込みが続き、5月半ばに発表された不動産支援策の効果は確認できず。米国に続きEUも中国製EVへの追加関税を発表、輸出の先行き不透明性も高まる。7月開催予定の党中央政治局会議で、不動産支援策の拡大を含む追加景気対策が発表されるかどうか要注目。

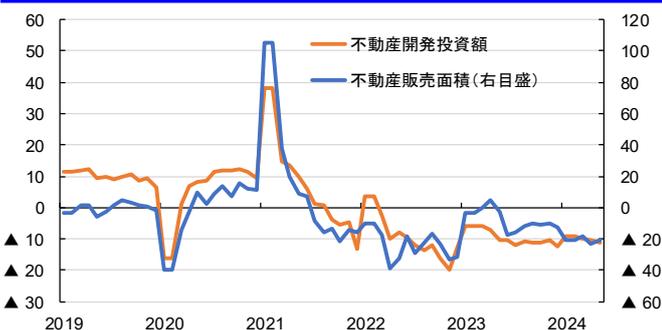
### 5月の主要指標は輸出や製造業投資が好調も、不動産の低迷続く

中国の2024年5月の主要経済指標は、強弱が入り混じる結果となった。シリコンサイクルの改善を背景に輸出は増加傾向で推移、製造業投資は好調な輸出や大規模設備の更新投資促進策などを受けて高い伸びを維持した。他方、不動産投資は依然として低迷、インフラ投資も低い伸びにとどまった。消費（小売販売）は伸びを高めたものの、労働節休暇やネット通販セールの際の昨年とのずれといった一時的要因による押し上げが大きく、主力の自動車販売や、建材など不動産関連は不振。消費回復との判断はし難い（詳細は後半の「主な指標の動き（2024年5月）」参照）。

### 6月入り後も不動産販売落ち込み、支援策の効果は確認できず

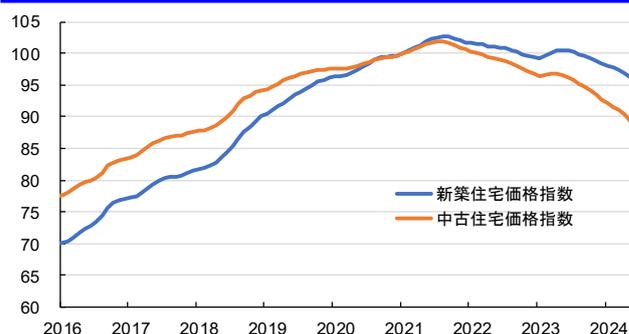
中国政府は5月17日、住宅在庫買い取り策や需要喚起策など一連の不動産支援策を発表したが<sup>1</sup>、その効果は現時点では確認できない。5月の不動産販売面積<sup>2</sup>は前年同月比▲20.7%（4月▲22.9%）、不動産開発投資額は▲11.0%（4月▲10.5%）と低迷が続き（下左図）、新築住宅より市場実勢を反映する中古住宅価格も前年同月比▲7.5%（4月▲6.8%）、直近ピーク（2021年7月）対比▲12.3%と下落が続いた（下右図）。6月（1～20日）の30都市不動産販売面積（日次）も、前月比▲1.8%と反発はみられず、前年同期比でも▲29.8%と大幅な落ち込みが続いている。

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。

デベロッパーの資金繰りは、一部政策効果が確認できるものの、全体として改善はみられない。国家统计局によると、不動産開発投資の資金源は、前年同月比▲20.5%（4月▲20.7%）と低迷。内訳をみると、

<sup>1</sup> 詳細は、2024年5月31日付 Economic Monitor 「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（改定見直し）」を参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2608/>

<sup>2</sup> 当社試算の単月の前年同月比。不動産開発投資額についても同様。

うち約 8%を占める金融機関からの借入は+16.6%（4月▲14.4%）とプラスの伸びに転じ、「ホワイトリスト」に基づく建設中住宅プロジェクトへの融資の進展が示唆される一方、販売に関連する予約販売前受け金（資金源の約 23%）は▲34.7%（4月▲36.3%）、住宅ローン（資金源の約 11%）は▲42.1%（▲35.8%）と大幅減が続いた。不動産販売の低迷を主因にデベロッパーの資金繰りが悪化、投資を抑制するという構図が続いている。

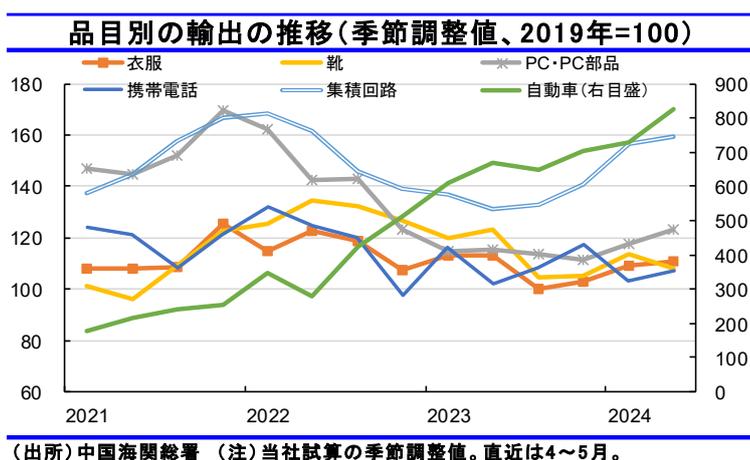
不動産支援策が発表されてから日が浅く、効果の発現までに時間を要するという面もあるが、先月号でも述べた通り、そもそも今回の政策による不動産市場の好転は見込みにくい。主な理由は、目玉である住宅在庫買い取り策に関して、①数兆円と試算される買い取りコストに対し、人民銀行による金融支援の規模（3,000億円の再貸出枠により 5,000億円の銀行融資を誘発）が小さすぎる、②社会保障的な性格をもつ保障性住宅は収益を見込めないため、銀行が融資を控えるとみられる、といった問題点があることだ。また、デベロッパーの経営に対する消費者の不安が残存する中、住宅ローンの最低頭金比率引き下げや住宅ローン金利の下限撤廃といった需要喚起策の効果も限定的と考えられる。

中国政府は、6月7日の国務院常務会議で、不動産市場に関し「すでに導入された政策措置の実施を促進するように努め、在庫消化や市場安定のための新たな政策措置を引き続き研究する」として、さらなる不動産支援策の可能性を示唆した。再貸出枠の拡大や再貸出金利の引き下げ、住宅在庫の買い取り主体である地方国有企業に対する財政支援などの可能性が考えられる。7月開催予定の、下半期の経済政策方針を定める中共中央政治局会議で追加支援策が示されるかどうか、注目が必要である。

### EU も中国製 EV への追加関税発表、輸出の先行き不透明性高まる

足元で好調な輸出に関しても、先行き不透明性が高まっている。先月号でも触れた通り、米国は5月14日、中国製の電気自動車（EV）や EV バッテリー、太陽光パネル、半導体、鉄鋼アルミなどに対し、2024年8月1日から2026年にかけて関税を大幅に引き上げると発表した。これに続き、EUも6月12日、中国製 EV に対し、現行の 10%の関税に加え 17.4%~38.1%の関税を課すと発表した<sup>3</sup>。

中国と EU は 6月22日から追加関税をめぐる協議に入っているが、暫定措置として追加関税が実施される 7月4日まで、あるいは関税措置が最終決定される 11月2日までに、両者が合意に至るかどうかは不透明である。20%の追加関税が実施された場合、追加関税が実施されない場合と比べ、中国から EU への EV 輸出は 25%減少、金額ベースでは 38億ドル減少するとの試算<sup>4</sup>を参考にすると、減少幅は中国の EU 向け輸出金額（2023年）対比では 0.8%にとどまり輸出全体への影響は限定的とみられるが、中国の EV 輸出金額（2023年）対比では 9.1%と、自動車輸出への影響は相応に大きい模様。新興国向けの輸出拡大などで欧州向け輸出の減



<sup>3</sup> 企業ごとに追加関税率が異なる。欧州委員会の反補助金調査のサンプル対象である企業のうち、上海汽車は 38.1%、吉利汽車は 20%、BYD は 17.4%。サンプル対象外だが調査に協力した企業は 21%、調査に協力しなかった企業は 38.1%。

<sup>4</sup> “EU tariffs against China redirect trade of EVs worth almost USD 4 billion,” Kiel Institute for the World Economy, May 31, 2024.

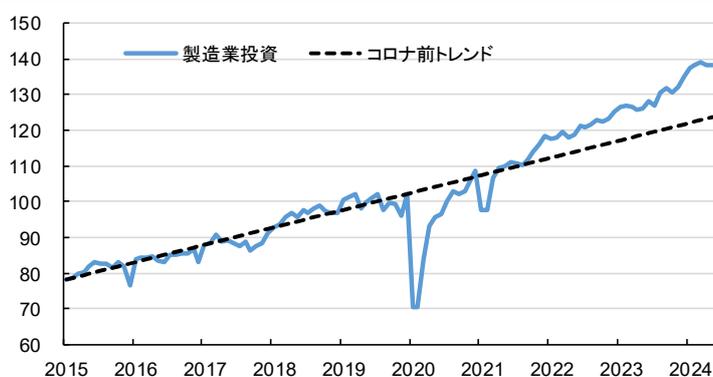
少を相殺することも可能と考えられるが、現在の好調な輸出を支えている自動車輸出（P.2 右図）が短期的に落ち込み、国内の生産や投資にも悪影響が波及する可能性には注意したい。

### インフラ投資が弱い中、製造業投資への依存強まる

このように不動産市場の低迷により関連投資・消費が弱含み、輸出の先行き不透明性も高まる中、景気下支えが必要な状況であるが、インフラ投資は地方政府専項債の発行の遅れなどにより、足元で弱い動きが続いている。4月30日の党中央政治局会議で、地方政府専項債の発行・使用ペースの加速が指示されたことから、2024年5月の地方政府専項債の発行額は4,383億元と大きく増加したが、1～4月の発行ペースが遅かったため、1～5月の地方政府専項債の発行額は1.16兆元と2024年の発行枠（3.9兆元）の30%にとどまり、2022年～2023年同期の比率（約50%）を下回っている。今後、1兆元の超長期特別国債（5月から発行開始）による投資が支えとなるものの、地方政府債務抑制の動きが重石となり、インフラ投資の高い伸びは期待できないとみられる。

唯一の景気けん引役は、前年同月比で+10%近い伸びを示す製造業投資である。3月に国務院が示した大規模設備の更新投資促進策が押し上げ要因になっているほか、中国政府が重視する先端製造業への投資強化の動きを受け、航空・宇宙機器（1～5月累計前年同月比+53.1%）、半導体を含む通信・電子機器（同+10.4%）などが高い伸びを示した。当社試算の製造業投資の季節調整値を見ても、2022年頃からコロナ前のトレンド（2015～2019年）を上回る推移が続き、2024年に入ってから拡大ペースが加速している（右図）。景気下支え役として製造業投資への依存が強まる中、今後の過剰投資につながる懸念される。

製造業投資(季節調整値、2019年=100)



(出所) 中国国家统计局

(注) 当社試算の季節調整値。コロナ前トレンドは2015～2019年。

不動産市場の低迷や輸出の不透明性の高まり、製造業投資の力強さなどは、先月号で示した見通しに概ね沿った動きであり、2024年の経済成長率見通しは前年比+4.7%との予想を維持する。ただし、貿易摩擦の広がりなどリスクは下方に傾いている。7月の党中央政治局会議でどのような景気判断が示されるのか、先述の不動産支援策の拡大を含む追加の景気対策が発表されるのか、注目したい。

## 主な指標の動き (2024年5月)

### PMI (購買担当者指数)

5月の製造業 PMI は 49.5 と 4月 (50.4) から低下、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 3ヵ月ぶりに下回った (右図)。

主な内訳を見ると、生産 (4月 52.9→5月 50.8) は 50 以上を維持も、3ヵ月ぶりに低下。国家統計局の説明によると、一般機械、輸送機械、通信・電子機器などは好調だったものの、繊維、化学繊維、ゴム・プラスチック製品など軽工業品の生産が落ち込んだ。新規受注 (51.1→49.6) は先月から悪化、3ヵ月ぶりに 50 割れ。内訳項目である新規輸出受注 (50.6→48.3) も先月から悪化、3ヵ月ぶりに 50 以下に転じた。

企業規模別では、大企業 (50.3→50.7) の景況感は 50 以上で改善したが、中規模企業 (50.7→49.4)、小規模企業 (50.3→46.7) は先月から悪化、3ヵ月ぶりに 50 割れとなった。

5月の非製造業 PMI は 51.1 (4月 51.2) と 50 以上を維持したが、2ヵ月連続で低下。サービス業 (50.3→50.5) は不動産業の低迷が押し下げ要因となったものの、情報サービスや文化・スポーツ・娯楽などが好調で、小幅に改善。他方、建設業 (56.3→54.4) は高水準ながらも低下。

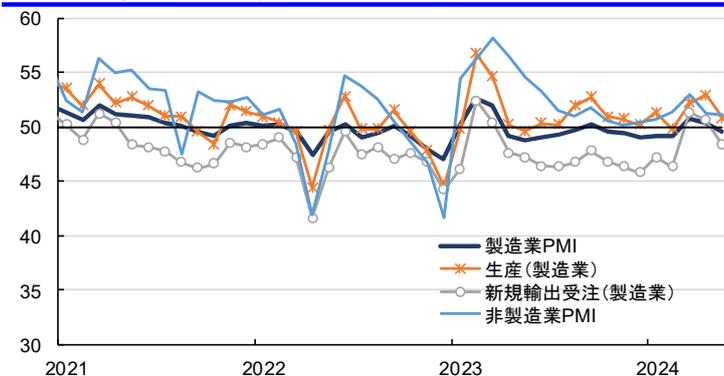
### 輸出 (通関統計、米ドルベース)

5月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +7.6% と、4月 (+1.5%) から伸びを高めた。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも、前月比 +1.5% と増加した。輸出は改善の動きが続いている。

主な仕向け地を見ると (右図)、ASEAN 向け (1~3 月期前期比 +9.7% → 4~5 月 +3.8%) や米国向け (+2.9% → +2.4%) が相対的に高い伸びを示した。EU 向け (+5.2% → +1.5%)、NIES (韓国・台湾・香港) 向け (+1.2% → +0.5%) も増加傾向で推移。他方、日本向け (▲1.0% → ▲2.9%) は減少が続いた。なお、ロシア向け (▲2.7% → ▲0.3%) も減少した。

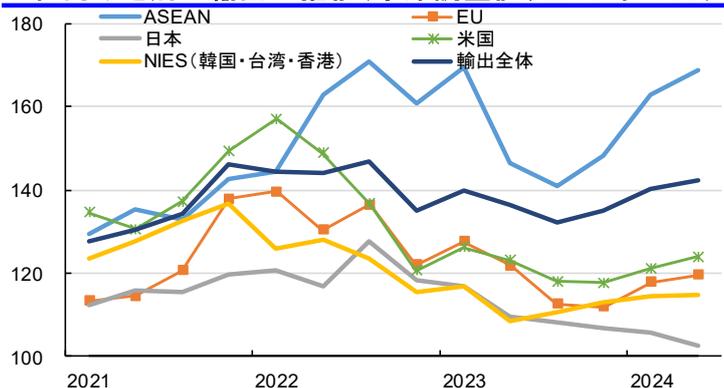
主な財別では、自動車 (1~3 月前期比 +3.6% → 4~5 月 +13.6%) が大幅に伸びを高めた。シリコンサイクルの改善を反映し、集積回路 (+11.3% → +1.7%) や PC・PC 部品 (+5.8% → +4.5%) は増加傾

#### 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4~5月

<sup>5</sup> 2024年1~3月期平均に対する2024年4~5月の輸出額の変化。他地域も同様。

向で推移、携帯電話（▲12.1%→+4.2%）もプラスの伸びに転じた。他方、プラスチック製品（+8.1%→▲2.8%）や家具（+8.3%→▲1.4%）、靴（+7.7%→▲4.9%）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）

5月の社会消費品小売総額（小売販売）は、前年同月比+3.7%と、4月（+2.3%）から伸びを高めた（右図）。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、5月の休暇日数が昨年より2日間増えたことが前年比伸び率を押し上げた。こうした祝日要因を考慮した国家统计局公表の前月比も+0.51%と4月（+0.06%）から伸びを高めた。

内訳を見ると、物販（4月前年同月比+2.0%→5月+3.6%）、飲食サービス（+4.4%→+5.0%）ともに伸びを高めた。

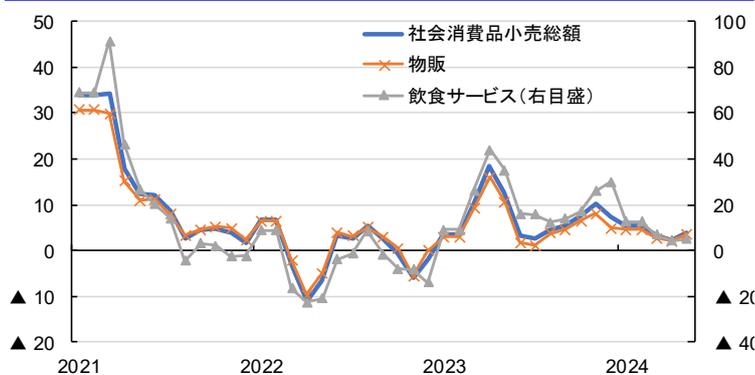
物販を品目別に見ると、通信機器（4月+13.3%→5月+16.6%）やスポーツ・娯楽用品（+12.7%→+20.2%）、化粧品（▲2.7%→+18.7%）などの選択的消費財が2桁台の高い伸びを示し好調。「618商戦」とよばれる、ネット通販大手各社によるセール開催時期が前倒し（例年5月末から、今年は5月20日頃から開始）となったことが、押し上げに寄与した。家電（+4.5%→+12.9%）も、「618商戦」の前倒しや耐久財の買い替え促進策<sup>6</sup>を受けて伸びを高めた。他方、小売販売の約3割を占める自動車（▲5.6%→▲4.4%）はマイナス幅が縮小も、3ヵ月連続マイナスと不振。建材（▲4.5%→▲4.5%）も不動産販売の低迷を受け、減少が続いた。

なお、中国汽车工业协会によると、5月の乗用車販売台数（輸出含む）は前年同月比+1.2%と4月（+10.5%）から大幅に伸びが鈍化。うち、約8割を占める国内販売台数は前年同月比▲2.8%（4月+5.1%）とマイナスの伸びに転化。当社試算の季節調整値でも前月比+1.0%と4月（+1.6%）から伸びが鈍化。年率では2,248万台と2023年通年（2,193万台）を若干上回った。4月下旬に乗用車買い替え促進策が導入されたものの、値下げ競争を受けて消費者の様子見姿勢が続いたとみられる。

### 固定資産投資（都市部）

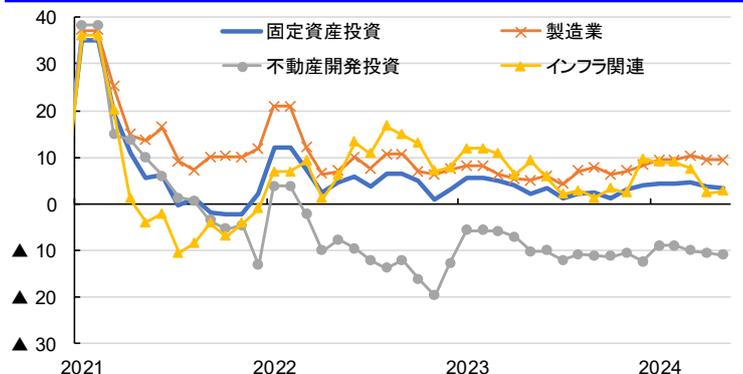
5月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は前年同月比+3.5%<sup>7</sup>と4月（+3.6%）から伸びが小幅に鈍

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>6</sup> 国务院が「大規模設備の更新と消費財の買い替え推進プラン」を発表（3月13日）。それに基づく具体的施策として商務部など14部門が「消費財買い替え推進のための行動プラン」を発表（4月12日）、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の対象に。5月以降、各省市が購入補助金などの支援策を発表している。

<sup>7</sup> 当社試算の単月の前年同月比。

化 (P.5 右図)。国家統計局公表の前月比も▲0.04% (4月▲0.29%) と2カ月連続でマイナス。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業 (4月前年同月比+9.3%→5月+9.4%) が小幅に伸びを高めた。大規模設備の更新投資促進策を受け、設備・器具購入のための投資 (+16.5%→+18.3%) が好調、製造業の設備投資を押し上げている。業種別の内訳をみると、不動産市場低迷の影響を受けて鉄鋼や非金属の伸びは鈍化したが、好調な輸出や先端製造業への投資強化を背景に、輸送機械 (鉄道・船舶・航空宇宙) や通信・電子機器などは2桁台の高い伸びを示した。

他方、全体の約2割を占めるインフラ関連分野<sup>8</sup> (+2.3%→+2.6%) は伸びを小幅に高めたものの、低めの伸びにとどまった。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や地方政府債務抑制の動きが重石となり、公共施設への投資が落ち込んでいる。不動産開発投資 (▲10.5%→▲11.0%) は3カ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、施工面積が大幅に減少、未完工住宅の建設が進んでいないことを示唆。新規着工面積、竣工面積も先月から減少。住宅在庫買い取りなどの不動産支援策の効果は確認できなかった。

## 工業生産

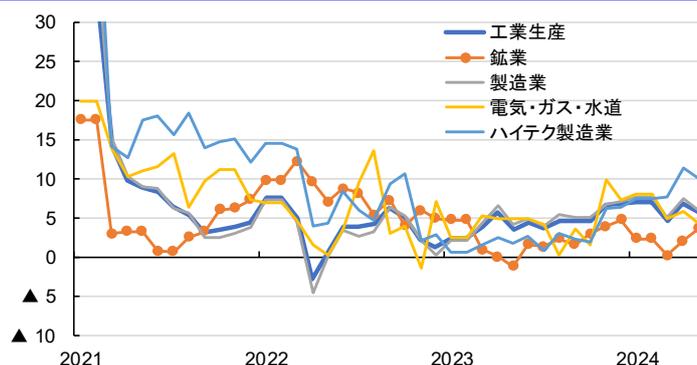
5月の工業生産 (実質工業付加価値生産額) は前年同月比+5.6%と、4月 (+6.7%) から伸びが鈍化 (右図)。産業別にみると、鉱業 (4月前年同月比+2.0%→5月+3.6%) は伸びを高めたが、製造業 (+7.5%→+6.0%)、電気・ガス・水道 (+5.8%→+4.3%) の伸びが鈍化。先述の労働節休暇の時期のずれにより、稼働日数が2日間少なかったことが前年比伸び率を押し下げた。こうした祝日要因を考慮した国家統計局公表の前月比も+0.3%と4月 (+0.97%) から伸びが鈍化。

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<sup>9</sup> (4月前年同月比+11.3%→5月+10.0%) は2桁台の伸びを高い伸びを維持したが、自動車 (+16.3%→+7.6%) の伸びが鈍化。不動産市場の低迷を受けて、鉄鋼 (+2.0%→+3.9%) は低水準の伸びにとどまり、非金属 (▲1.5%→▲0.6%) もマイナスの伸びが続いた。

## 消費者物価

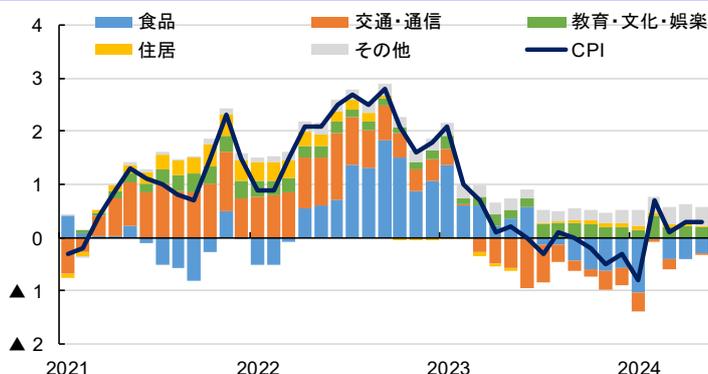
5月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比+0.3%と4月 (+0.3%) から横ばいの伸びと

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>8</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>9</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。

なった（P.6 右図）。前月比では▲0.1%と4月（+0.1%）から小幅マイナスに転じた。

内訳をみると、食品価格（4月前年同月比▲2.7%→5月▲2.0%）はマイナス幅が縮小。中国南部で発生した豪雨の影響で野菜価格（+1.3%→+2.3%）が押し上げられたほか、生産調整を受け豚肉価格（+1.4%→+4.6%）が伸びを高めた。他方、交通・通信（+0.1%→▲0.2%）は再びマイナスの伸びに転化。原油価格下落を受け車両用燃料（+6.9%→+6.3%）の伸びが鈍化したほか、自動車など交通機関（▲4.3%→▲4.7%）のマイナス幅が拡大。国家统计局のコメントによると新エネルギー車価格（▲6.5%→▲6.9%）、燃料車価格（▲4.8%→▲5.2%）ともにマイナス幅が拡大、値下げ競争の影響が示唆される。

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4月（+0.7%）から伸びが鈍化。サービス価格（+0.8%→+0.8%）は先月から横ばい推移だったが、家電（▲0.3%→▲0.9%）や先述の自動車など耐久消費財は需要の弱さを受けマイナス幅が拡大。コア CPI は前月比でも▲0.2%と4月（+0.2%）からマイナスに転じた。

### 生産者物価

5月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲1.4%（4月▲2.5%）とマイナス幅が2ヵ月連続で縮小（右図）。前月比でも+0.2%（4月▲0.2%）と、2023年10月以来のプラスの伸びに転じた。

川上の生産財（4月前年同月比▲3.1%→5月▲1.6%）は、マイナス幅が大きく縮小。川下の消費財（▲0.9%→▲0.8%）もマイナス幅が縮小。

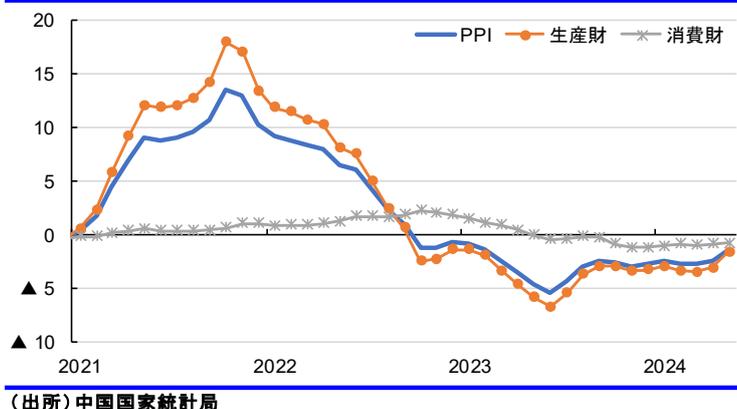
生産財は、銅など国際商品価格の上昇を受けて、非鉄金属採掘（+7.6%→+13.5%）や非鉄金属加工（+3.6%→+8.9%）が大幅に伸びを高めた。また、石炭の需給ひっ迫を背景に、石炭採掘（▲14.2%→▲9.0%）のマイナス幅が大きく縮小、石油・石炭加工（▲1.0%→+3.4%）はプラスの伸びに転じた。

消費財は、衣服（+0.3%→+0.4%）が小幅に伸びを高めた一方、日用品（+0.1%→+0.0%）は伸びが小幅に鈍化。食品（▲0.8%→▲0.7%）や自動車など耐久財（▲1.9%→▲1.8%）はマイナス幅が小幅に縮小したものの、需要の弱さを反映しマイナス圏での推移が続いた。

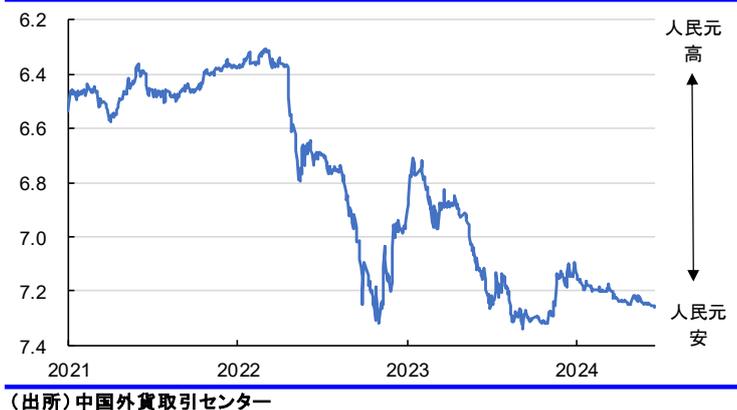
### 人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、元安方向での推移が続いている（右図）。6月20日には、1ドル=7.261元と2023年11月以来の安値を付けた。米国の利下げ観測の高まりを受け米金利が低下、米中金利差も縮小しているが、基準値の（前日対比）元安方向での設定が続いていることや、中国経済への懸念などが相場

生産者物価指数の推移（前年同月比、%）



人民元相場の推移（元/米ドル）



を下押しした。

今後、9月にはFRBによる利下げが開始されると予想され<sup>10</sup>、ドル安人民元高が進展する見通し。ただし、中国経済への懸念が上値を抑えることに加え、中国でも景気下支えのための小幅な追加利下げが実施されるとみられ、人民元の上昇余地は限定的と考えられる。

---

<sup>10</sup> 2024年6月24日付 Economic Monitor 「米国経済: 堅調な雇用拡大で人手不足緩和、インフレ鈍化へ」を参照。  
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2619/>