

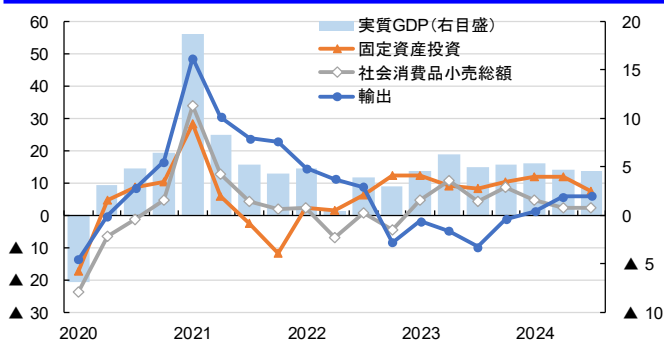
中国経済：減速が続く中、財政・金融両面で景気支援策を強化

2024 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+4.6%と、2 四半期連続で減速。輸出やインフラ投資は比較的好調を維持したものの、不動産市場の低迷、それを受けた個人消費の停滞、製造業投資の息切れなどが成長を下押し。景気減速を受け、中国指導部は 9 月下旬以降、矢継ぎ早に財政・金融両面で景気支援策を強化。追加金融緩和などの政策パッケージに加え、地方政府債務の軽減や不動産支援などを含む財政政策を発表。具体的な規模は不明だが、政策の即効性には期待できず、景気の一段の悪化を回避する程度とみられる。今年の成長率は 5%に届かない見通し。

7～9 月期の実質 GDP 成長率は 2 四半期連続で減速

10 月 18 日に発表された 2024 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+4.6%（4～6 月期+4.7%）と 2 四半期連続で減速（下左図）、市場コンセンサス（4.5～4.6%）通りの結果となった。国家統計局公表の前期比は+0.9%（年率+3.6%）と前期の+0.5%（年率+2.0%）から持ち直したものの、力強さを欠いた。輸出やインフラ投資は比較的好調を維持したが、不動産市場の低迷、それを受けた個人消費の停滞、製造業投資の息切れなどが成長を下押しした。

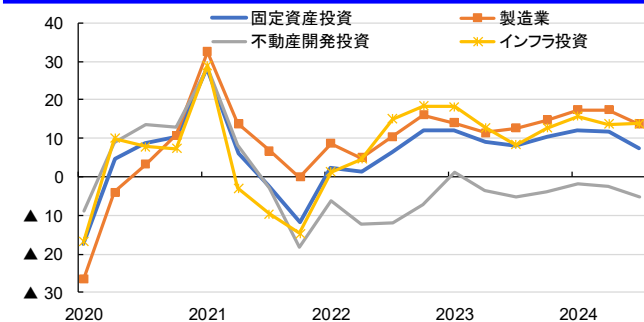
実質GDP成長率・主要経済指標（前年同期比、%）



（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CPI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

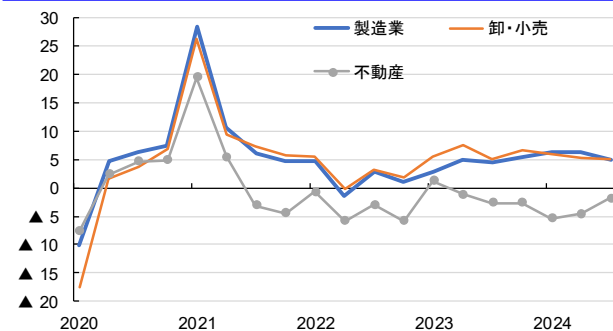
（注）PPI（建築材料）で実質化。

最大の景気下押し要因である不動産市場についてみると、不動産開発投資（当社試算の実質）の伸びはマイナス幅拡大、6 四半期連続でマイナスとなった（上右図、4～6 月期前年同期比▲2.5%→7～9 月期▲5.2%）。業種別の実質 GDP 成長率を見ても、不動産業は 6 四半期連続のマイナス成長（P.2 左図、▲4.6%→▲1.9%）。今年 5 月に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が導入されたものの、消費者の住宅購入意欲は好転せず、不動産販売・投資の停滞が続いた。

不動産市況悪化による逆資産効果や雇用・所得環境の悪化を受け、個人消費も停滞している。7～9 月期の社会消費品小売総額（当社試算の実質）は、前年同期比+2.4%と前期の+2.2%から伸びが鈍化（上左図）。品目別にみると、通信機器（スマホ）は好調も、小売の約 3 割を占める自動車や、建材など住宅関連が不振。コロナ禍後に急回復した飲食サービスや化粧品・貴金属といった選択的消費財も息切れした。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（4～6 月期+4.9%→7～9 月期+2.7%）。供給側の統計である卸・小売業の実質 GDP 成長率も伸びが鈍化（P.2 左図、+5.3%→+5.0%）。

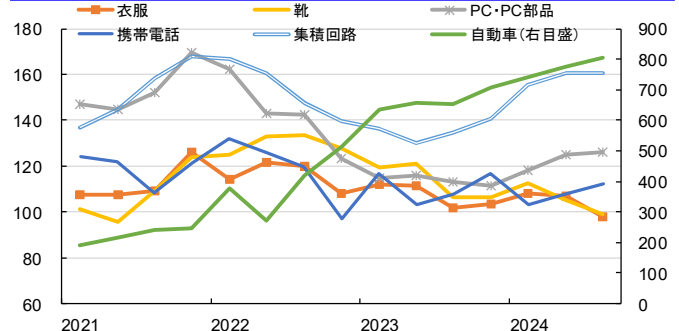
投資も減速した。7～9 月期の固定資産投資（当社試算の実質）は、前年同期比+7.5%と前期の+11.7%から伸びが鈍化（P.1 左図）。インフラ投資（当社試算の実質、4～6 月期+13.6%→7～9 月期+13.8%）が下支えとなったものの、不動産投資が低迷、加えてこれまで好調だった製造業投資（当社試算の実質、4～6 月期+17.4%→7～9 月期+13.7%）が 5 四半期ぶりに減速に転じ、息切れ感を示した（P.1 右図）。過剰生産能力が問題となっている太陽光発電など新エネ製品を含む電気機械の伸びが大きく落ち込んだ。

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

品目別の輸出の推移(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7～9月。

他方、7～9 月期の輸出（名目ドル建て）は前年同期比+6.0%と前期の+5.7%から伸びを高めた。実質 GDP 成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の寄与度も+1.97%Pt と前期の+0.63%Pt から拡大、内需の不振を補った。衣服など軽工業品は減少に転じたものの、自動車や携帯電話などの輸出が好調だった（上右図）。ただし、9 月の輸出は先月から前年比の伸びが鈍化、前月比ではマイナスとなり、増勢の弱まりを示唆（詳細は後半の「主な指標の動き（2024 年 9 月）」参照）。

なお、人々の生活実感に近い名目 GDP 成長率は、7～9 月期に前年同期比+4.0%と、前期から伸びが不変であった。GDP デフレーター（名目 GDP／実質 GDP）は前年同期比▲0.5%と、前期（▲0.7%）からはマイナス幅が縮小したものの、6 四半期連続のマイナスとなり、需要の弱さを示唆。

景気減速を受け、財政・金融両面で景気支援策を強化

7～9 月期の景気減速を見込んで、中国指導部は 9 月下旬以降、矢継ぎ早に財政・金融両面で景気支援策を強化している（右図）。そうしなければ、今年の成長率目標である「前年比+5%前後」の達成が難しいとの認識に至ったとみられる。実際、1～9 月までの成長率は前年比+4.8%にとどまっており、10～12 月期に景気が好転しなければ、5%成長の達成は困難な状況である。

最近の景気支援策の動向

9月24日	金融当局が政策パッケージを発表
9月25日	MLF金利引き下げ
9月26日	党中央政治局会議開催、追加財政政策を示唆
9月27日	7日物リバースレボ金利、預金準備率引き下げ
9月29日	2軒目住宅ローンの最低頭金比率、既存住宅ローン金利引き下げ 上海・広州・深セン市が住宅購入制限を緩和・撤廃
9月30日	北京市が住宅購入制限を緩和
10月8日	発展改革委員会が、来年の投資計画の一部前倒し実施を発表
10月12日	財政部が追加財政政策を発表
10月17日	住宅都市農村建設部が、老朽住宅の再開発や「ホワイトリスト」に基づく融資額拡大を発表
10月18日	中国人民銀行が、証券会社・ファンド・保険会社を対象するスワップ制度、自社株買いのための再貸出制度を開始
10月21日	1年物・5年物LPR引き下げ

(出所) 中国人民銀行、財政部、新華社 (注) 網掛けは9/24の発表に基づく政策。

具体的には、9 月 24 日に金融当局（中国人民銀行・国家金融監督管理総局・中国证券監督管理委員会）が追加金融緩和・不動産支援策・株式市場支援策からなる政策パッケージを発表¹、それに基づき利下げ

¹ 9 月 24 日発表の政策パッケージの詳細については、2024 年 9 月 27 日付 Economic Monitor「中国経済：景気減速受け金融緩

や預金準備率の引き下げ（下図）、2 軒目の住宅ローンの最低頭金比率や既存住宅ローン金利の引き下げなどが実施された。9 月末には一級都市（北京・上海・広州・深セン）が住宅購入規制を緩和・撤廃²、10 月 12 日には財政部が地方政府債務軽減や不動産支援などを含む追加財政政策を発表した。

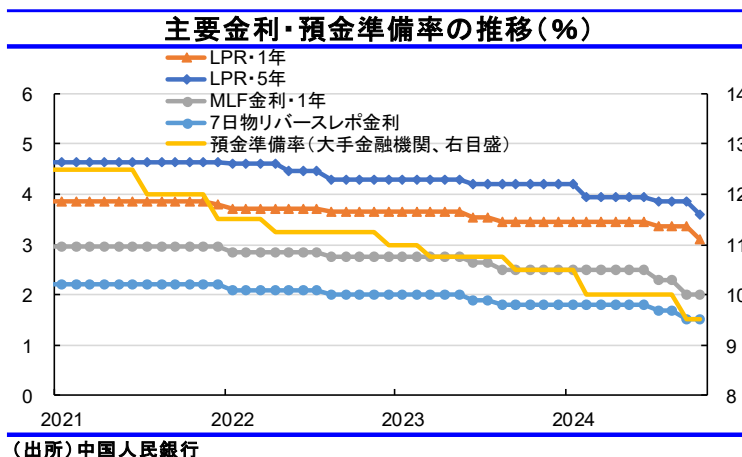
財政政策に関しては、9 月 26 日の中共中央政治局会議で「必要な財政支出を確保する」と言及されたことから、実施期待が高まっていた。財政部は 10 月 12 日の記者会見で、①地方政府債務の軽減、②国有大手商業銀行 6 行への資本注入、③主にインフラ投資の資金源として地方政府が発行する債券（地方政府专项債）などを活用した不動産支援策、④学生や貧困層への支援、の 4 つの措置を発表した。

なお、財政部は「中央政府の債務拡大・財政赤字引き上げの余地は十分にある」と発言したものの、具体的な財政支援の規模にまでは言及しなかった。11 月 4～8 日に開催予定の全人代常務委員会で、特別国債発行について承認される必要があるためとみられる。

4 つの措置について詳細を確認すると、まず 1 点目の地方政府債務軽減については、地方政府融資平台（地方政府傘下のプラットフォーム企業）の債務、いわゆる「隠れ債務」の軽減のため、地方政府が発行する債券の債務上限を一時的に引き上げ、地方政府が債券発行によって低利で資金調達、地方政府融資平台の抱える高利の債務を置き換える、という措置である。隠れ債務を地方政府のバランスシートに計上すると同時に、地方政府の利払い負担を軽減し、より多くの財源を経済成長のために活用することが狙いとみられる。

中国はこれまでも地方政府の債券発行による隠れ債務解消に取り組んできた。特に 2023 年 7 月の中共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・実施が指示された後に取り組みが本格化、2023 年 10 月から「特殊再融資債」と呼ばれる隠れ債務置き換えのための債券の発行を開始した。こうした債券発行のため、地方政府の債務上限から毎年一定額が割り当てられているが（2023 年は 2.2 兆元以上、2024 年は 1.2 兆元）、今回の措置はそれに加えて債務上限自体を一時的に引き上げるという点がポイントとなる。財政部は、具体的な規模への言及を避けながらも「近年で最も積極的な債務解消措置になる」とした。

次に 2 点目の国有大手商業銀行への資本注入は、特別国債の発行により調達した資金を用い、国有大型商業銀行 6 行（中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、交通銀行、中国邮政貯蓄銀行）の中核的自己資本（コア Tier1 資本）を強化するという政策である。2024 年 6 月時点で、当該 6 行の平均コア Tier1 自己資本比率は 12.3%と健全だが、不動産セクター向けの不良債権増加や、利下げを受けた利鞘縮小に直面するとみられる中、資本注入によりリスク耐性を強化し、貸出余力を高めること



和策発表も、5%成長に距離」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2673/>

² 北京市・上海市は住宅購入制限を緩和、広州市全域と深セン市の一部は制限を撤廃。

が目的とみられる。大手銀行への資本注入は、2008 年以來となる³。今回の資本注入の規模について、財政部は言及を避けたが、1 兆元程度になるとの観測報道が出ている⁴。

3 点目の不動産支援策については、①地方政府が、地方政府專項債を利用して、不動産デベロッパーによる開発が進んでいない土地を買い戻す、②地方政府が、地方政府專項債や、新規の低所得者向け住宅（保障性住宅）建設のための補助金を利用して、売れ残り住宅を買い取り保障性住宅に転換する⁵、③不動産関連税制の最適化、という 3 つの措置が発表された。いずれの措置も不動産デベロッパーの資金繰り改善が目的とみられる。

①の措置は、デベロッパーに売却済だが開発が進んでいない土地が多いという状況を受けて、地方政府が地方政府專項債を用いて土地を買い戻し、土地備蓄に回せるようにする。これにより、遊休地が有効活用できることに加え、遊休地を抱えていたデベロッパーの債務圧力の緩和が見込まれる。

②の措置は、地方政府が売れ残り住宅を買い取り保障性住宅に転用するという既存の政策の強化を意味する。売れ残り住宅の買い取りについては、すでに 5 月 17 日に政策が発表されているが、住宅在庫の買い取りに必要なコストに対し、中国人民銀行による金融支援規模が小さいことなどから、買い取りがあまり進展していない。今回の政策により、買い取りに必要な資金源を新たに確保、住宅在庫の削減を進め、デベロッパーの資金繰りを改善させることが狙いとみられる。また、新規の保障性住宅建設のための補助金も住宅在庫買い取りに使用、保障性住宅の過剰供給を回避しようとの意図もうかがえる。

③の措置は、一般住宅と非一般住宅（高級住宅）の区分を廃止し、関連する増値税（日本の消費税に相当）や土地増値税（土地使用権や建物の譲渡にかかるキャピタルゲイン税）を調整する方針とのことである。これまで、高級住宅については、個人住宅売却時に増値税が上乗せされたり、デベロッパーが住宅販売時に（一部の一般住宅販売時に認められている）土地増値税の免除を受けられないなどしていた。今回、新たな税制については研究中として詳細は示されなかったものの、住宅の買い替えコストやデベロッパーの税金費用が削減されるとみられる。

最後に、4 点目の学生や貧困層への支援については、国慶節（10 月 1 日～7 日）前に貧困層などに一時金を支給⁶したほか、2024 年中に学生に対する奨学金の拡充（支給人数の倍増、支給金額の引き上げ）や学生ローンの拡充（貸付上限増額、金利引き下げ）などを実施するとした。消費テコ入れ策というより、民生改善が主眼とみられる。なお、事前に観測報道のあった、二人以上の子供を有する世帯への給付金支給⁷などは今回実施されなかった。

一段の景気悪化は回避も、政策の即効性には期待できず

今回発表された財政政策は、従来のようなインフラ投資拡大に頼った景気テコ入れを目指すものではない。地方政府の債務負担軽減や銀行の自己資本強化、デベロッパーの資金繰り改善などを通じ、不動産

³ 不良債権処理のため、2008 年に財政部と中央匯金が中国農業銀行に合計 2,600 億元の資本注入を実施。1998 年にも、国有企業向けの不良債権増加を受けて、財政部が特別国債を 2,700 億元発行、4 大国有銀行に資本注入。

⁴ 「刺激政策框架已明」『財新周刊』2024 年 10 月 21 日第 41 期、Bloomberg「中国、大手国有銀行に最大 20 兆円超える資本注入を検討」、2024 年 9 月 26 日。

⁵ ①、②の措置に関しては、地方政府專項債の有効活用という目的も兼ねているとみられる。本来、地方政府專項債は主にインフラ投資の資金源として使用されるものであるが、収益が見込まれるインフラ投資プロジェクトが減少しており、地方政府專項債の発行・使用が滞るという問題が発生していた。

⁶ 民生部「民政部、財政部部署为困难群众发放一次性生活补助」2024 年 9 月 25 日。

⁷ 「中国、特別国債 2 兆元を今年発行 消費刺激と地方債務対策＝関係筋」ロイター、2024 年 9 月 26 日。

市場低迷により高まる財政・金融リスクに対応、景気下押し圧力を和らげることが目的とみられる。

本稿執筆時点では、具体的な財政支援規模が不明なため、景気浮揚効果に対する定量的な評価はやや難しいが、政策内容から判断すると、即効性にはあまり期待できず、景気の一段の悪化を回避する程度と考えられる。

不動産支援策に関しては、これまで住宅購入制限緩和や住宅ローン金利引き下げなどの需要喚起策に傾斜していたところ、今回は供給サイドの問題解決によりフォーカスしている点はプラスに評価できよう。

上述の財政政策のほか、10月17日の住宅都市農村建設部の記者会見によると、①100万戸の「城中村」（「都市の中の農村」の意味、都市部のスラム地区）や老朽住宅の再開発、②「ホワイトリスト」制度の融資規模の拡大、といった政策も実施される予定である。①は、新たな住宅への住み替えに際し住民に補償を提供するという内容であるが、売れ残り住宅の在庫解消という効果も期待される。②の「ホワイトリスト」制度は、各都市が金融支援に適した不動産プロジェクトをリスト化、そのリストに基づき各金融機関が審査・融資を行い、未完成住宅の建設を促進するという仕組みで、今年1月から実施されている。「ホワイトリスト」に基づく融資額は10月16日時点までで2.23兆元であるが、2024年末までに4兆元と約2倍まで拡大する方針が示された。デベロッパーの資金繰り改善に寄与するとみられる。

他方で、今回の措置のみによって、不動産市場低迷の大きな原因である、デベロッパーの経営難に対する人々の不安が完全に解消されるとは考えにくい。根本的な解決策としては、IMFが提言するように⁸、中央政府の財政を活用して、建設が停止してしまった住宅を完成させ住宅購入者に引き渡す必要などがある。しかし、放漫経営を行ってきた一部デベロッパーの救済はモラルハザードにつながりかねず、政府は慎重な様子である。まずは、今回の措置によって、デベロッパーの資金繰りの改善や、未完成住宅の建設がどの程度進むのか、政策の効果を見守る必要があろう。

2024年の5%成長達成のためには、10～12月期の実質GDP成長率が前年同期比+5.4%程度、前期比では+2.7%（年率+9.5%）程度まで上向く必要があると試算され、達成は容易ではない。現時点では、2024年の成長率は前年比+4.7%程度にとどまるとの見通しを維持する（来月号で改定見通しを発表予定）。なお、2025年の成長率は、追加財政政策により上方修正の可能性もあるが、他方で2024年11月の米国大統領選でトランプ氏が当選した場合、対中関税の大幅引き上げにより対米輸出減を通じた景気下振れが懸念される。当面は、財政政策の規模、および米大統領選挙の結果に注目したい。

⁸ IMF, “People’s Republic of China 2024 Article IV Consultation,” August 2024.

主な指標の動き (2024 年 9 月)

PMI (購買担当者指数)

9 月の製造業 PMI は 49.8 と 8 月 (49.1) から上昇も、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 5 カ月連続で下回った (右図)。

主な内訳を見ると、新規受注 (8 月 48.9→9 月 49.9) は先月から上昇も、5 カ月連続で 50 割れ。内訳項目である新規輸出受注 (48.7→47.5) は大幅に悪化、欧米との貿易摩擦による悪影響を示唆。他方、生産 (49.8→51.2) は 5 カ月ぶりに上昇に転じ 50 以上を回復。国家統計局の説明によると、医薬、自動車、電気機械、通信機器などが生産・新規受注ともに好調。

企業規模別では、大企業 (8 月 50.4→9 月 50.6) の景況感が 50 以上で改善。中規模企業 (48.7→49.2)、小規模企業 (46.4→48.5) は先月から上昇も、50 以下にとどまった。

9 月の非製造業 PMI は 50.0 と 8 月 (50.3) から低下。サービス業 (50.2→49.9) は悪化、2023 年 12 月以来の 50 割れ。台風など悪天候の影響で、交通や文化・スポーツ・娯楽などの業況が落ち込んだ。他方、建設業 (50.6→50.7) は 5 カ月ぶりに改善。

輸出 (通関統計、米ドルベース)

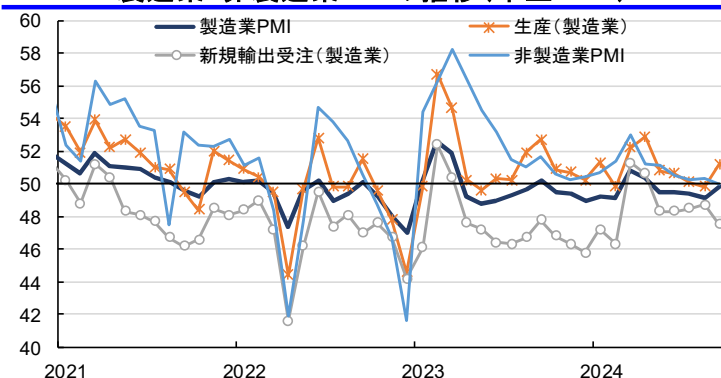
9 月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +2.4% と、8 月 (+8.7%) から伸びが鈍化。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも、前月比 ▲0.8% と減少。7~9 月平均では 4~6 月期対比 ▲0.2% と小幅に減少、2023 年 10~12 月期以来の増加傾向が一服した。

主な仕向け地を見ると (右図)、これまで好調を維持していた ASEAN 向け (4~6 月前期比 +1.8%→7~9 月 ▲5.0%) が大幅に減少。米国向け (+3.1%→▲0.3%) も 2023 年 10~12

月期以来の減少に転じた。なお、9 月 27 日に米国が鉄鋼・アルミニウム、EV、リチウムイオン電池などの対中輸入関税を引き上げたものの、駆け込み輸出による押し上げは確認できなかった。他方、EU 向け (+2.3%→+1.0%) や NIES (韓国・台湾・香港) 向け (+2.1%→+0.8%) は増加傾向で推移。日本向け (▲1.7%→+1.2%) は 4 四半期ぶりに増加に転じ、減少傾向に歯止めがかかった。

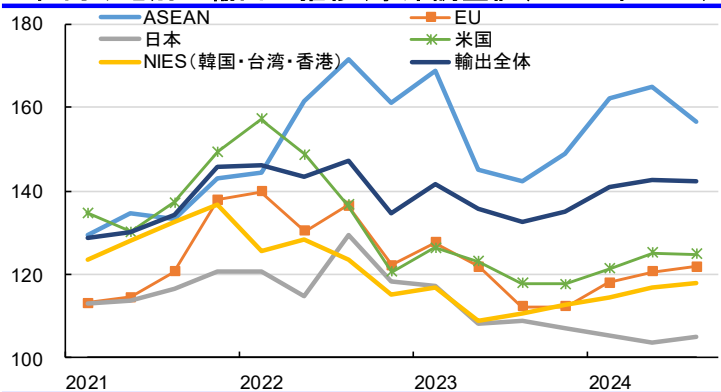
主な財別では、衣服 (4~6 月前期比 ▲0.8%→7~9 月 ▲8.3%) やプラスチック製品 (▲4.1%→▲4.8%) など軽工業品が減少した。シリコンサイクルの改善を背景に好調を維持していた集積回路 (+3.3%→▲0.2%) も小幅ながら減少に転じた。PC・PC 部品 (+5.8%→+1.1%) は増加傾向を維持する

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7~9月。

も、増勢が鈍化。他方、自動車（+4.5%→+4.1%）や携帯電話（+4.2%→+4.3%）は増勢を維持。

社会消費品小売総額（小売販売）

9月の社会消費品小売総額（小売販売）は、前年同月比+3.2%と、8月（+2.1%）から伸びを高めた（右図）。国家统计局公表の前月比も+0.39%と8月（+0.02%）から伸びを高めた。

内訳を見ると、物販（8月前年同月比+1.9%→9月+3.3%）は伸びを高めた。他方、飲食サービス（+3.3%→+3.1%）は伸びが鈍化。

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（8月▲7.3%→9月+0.4%）が、低い伸びながら今年1～2月以来となるプラスの伸びを回復。中国汽车流通協会によると⁹、7月下旬に強化された乗用車買い替え促進策¹⁰や、値下げ競争の緩和を受け、新エネルギー車を中心に自動車販売が好転。家電（+3.4%→+20.5%）も7月下旬に強化された買い替え促進策を受け、大幅に伸びを高めた。通信機器（+14.8%→+12.3%）は、伸びが鈍化したものの、高い伸びを維持。他方で、不動産販売の低迷を受け、建材（▲6.7%→▲6.6%）は減少が継続。化粧品（▲6.1%→▲4.5%）や貴金属（▲12.0%→▲7.8%）などの選択的消費財も不調が続いた。

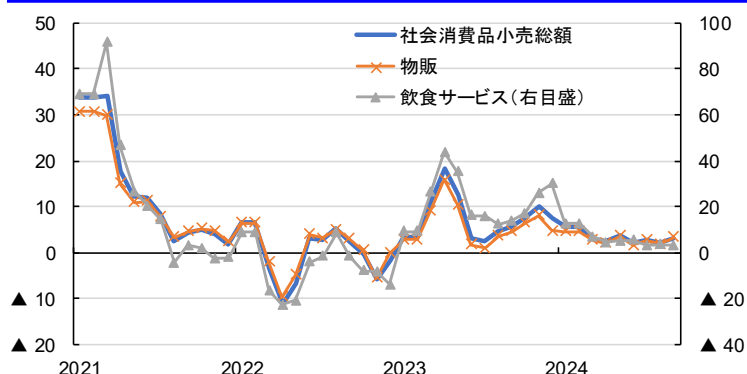
なお、中国汽车工业协会によると、9月の乗用車販売台数（輸出含む）は前年同月比+1.5%（8月▲4.0%）と、2024年5月以来となるプラスの伸びに転じた。うち、約8割を占める国内販売台数は前年比▲1.8%と、5ヵ月連続でマイナスの伸びとなったものの、8月（▲9.4%）からマイナス幅が大きく縮小。当社試算の季節調整値では前月比+3.8%と8月（+2.7%）から伸びを高めた。年率では2,157万台と2023年通年（2,193万台）並みの水準となった。

固定資産投資（都市部）

9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+3.4%¹¹と、8月（+2.2%）から伸びを高めた（右図）。国家统计局公表の前月比は+0.65%と8月（+0.23%）から伸びを高めた。

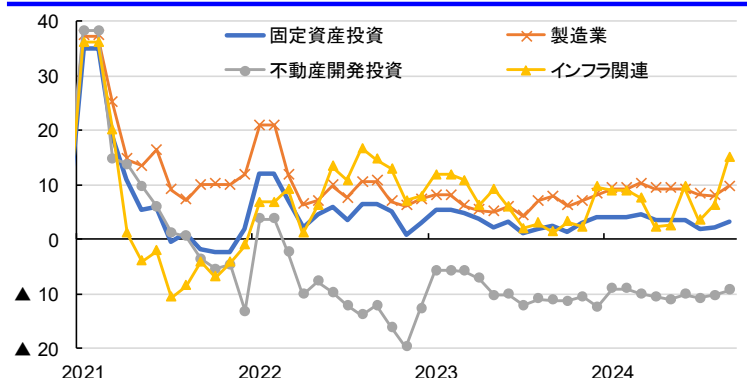
主な内訳を見ると、全体の約2割を占めるインフラ関連分野¹²（8月前年同月比+6.3%→9月+15.1%）は、水利事業や鉄道建設を中心に大幅に伸びを高めた。7月末の党中央政治

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

⁹ 乗用車の買い替え補助金を増額（新エネルギー車：1万円→2万円、エネルギー車：7,000円→1万5,000円）。

¹⁰ 中国汽车流通協会「2024年9月份全国乘用车市场分析」、2024年10月12日。

¹¹ 当社試算の単月の前年同月比。

¹² 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。

局会議での指示を受け、インフラ投資の資金源となる地方政府專項債の発行・使用が加速¹³、インフラ投資を押し上げた模様。

全体の約3割を占める製造業（8月+8.0%→9月+9.7%）も伸びを高めた。業種別の内訳をみると、輸送機械（鉄道・船舶・航空宇宙）や一般機械などは伸びを高め、2桁台の高い伸びを示した。他方、不動産市場低迷の影響を受けて非金属が2ヵ月連続でマイナスの伸び。電気機械（▲10.0%→▲8.2%）も、リチウムイオン電池や太陽光発電など一部のエネルギー製品の生産能力削減の方針を受け、4ヵ月連続でマイナスの伸びとなった。大規模設備の更新投資促進策を背景に、設備・器具購入のための投資（+15.7%→+13.8%）は2桁台の高い伸びを維持したものの、伸びが鈍化。

不動産開発投資（8月▲10.2%→9月▲9.4%）はマイナス幅が縮小も、依然として大幅な落ち込みが続いた。当社試算の季節調整値を見ると、竣工面積は先月から小幅に改善したものの、施工面積は先月から低下、新規着工面積も低水準での推移が継続。予約販売済の未完成住宅の建設が進展していないことを示唆。

工業生産

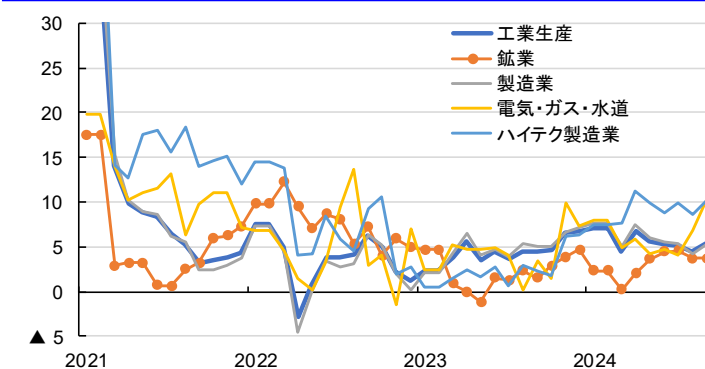
9月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+5.4%（8月+4.5%）と、5ヵ月ぶりに伸びを高めた（右図）。産業別にみると、鉱業（8月前年同月比+3.7%→9月+3.7%）は先月と同じ伸びにとどまったが、製造業（+4.3%→+5.2%）や電気・ガス・水道（+6.8%→+10.1%）は伸びを高めた。国家統計局公表の前月比も+0.59%と8月（+0.32%）から加速。

製造業を業種別にみると、ハイテク製造業¹⁴（8月前年同月比+8.6%→9月+10.1%）が伸びを高めた。特に、航空宇宙を含む輸送機械（+12.0%→+13.7%）が好調。鉄鋼（▲2.1%→+2.7%）はインフラ投資の加速を受けて、プラスの伸びに転化。他方、不動産市場の低迷を受けて、非金属（▲5.5%→▲3.8%）は7ヵ月連続でマイナスの伸びとなった。自動車（+4.5%→+4.6%）は小幅に伸びを高めたものの、工業生産全体の伸びは下回った。

消費者物価

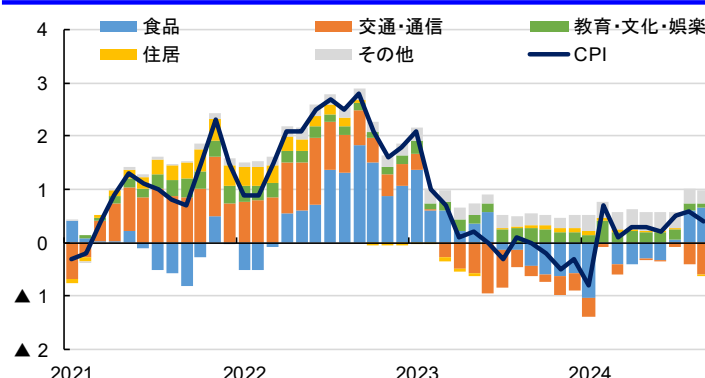
9月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.4%と8月（+0.6%）から伸びが小幅に鈍化（右図）。前月比でも+0.0%と8月（+0.0%）から鈍化（右図）。前月比でも+0.0%と8月（+0.0%）から鈍化（右図）。

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

¹³ 財政部によると、2024年1月～9月の地方政府專項債の発行額は3.6兆元と、2024年の発行枠（3.9兆元）の92%を占め、昨年同期の比率（91%）を上回った。

¹⁴ 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。

0.4%) から伸びが鈍化。

CPI 鈍化の主因は、原油価格下落の影響を受け、交通・通信（8 月前年同月比▲2.7%→9 月▲4.1%）に含まれる車両用燃料（▲2.7%→▲7.6%）のマイナス幅が大幅に拡大したことである。他方、食品価格（+2.8%→+3.3%）は伸びを高めた。台風など悪天候の影響で野菜価格（+21.8%→+22.9%）が高騰。

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+0.1%と 8 月（+0.3%）から伸びが鈍化、2021 年 2 月（+0.0%）以来の低い伸びとなった。前月比でも▲0.1%（8 月▲0.2%）と 2 ヶ月連続でマイナスの伸びとなった。自動車などの販売価格を示す交通機関（▲5.5%→▲5.3%）や家電（▲1.8%→▲2.0%）など、耐久消費財の価格下落を考慮すると、需要の弱さからデフインフレ傾向が続いているとみられる。

生産者物価

9 月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲2.8%（8 月▲1.8%）と 2 ヶ月連続でマイナス幅が拡大（右図）。前月比でも▲0.6%（8 月▲0.7%）と 4 ヶ月連続でマイナス。

川上の生産財（8 月前年同月比▲2.0%→9 月▲3.3%）、川下の消費財（▲1.1%→▲1.3%）ともにマイナス幅が拡大。

生産財は、原油価格下落を受け、石油・天然ガス採掘（▲3.3%→▲10.1%）や石油・石炭加工（▲3.0%→▲9.4%）のマイナス幅が拡大。不動産市場の調整長期化や台風など悪天候を受けた建設工事の遅れを背景に、鉄鋼（▲8.0%→▲11.1%）のマイナス幅が拡大、非金属（▲5.1%→▲5.1%）もマイナスの伸びが続いた。

消費財は、衣服（▲0.4%→▲0.3%）はマイナス幅が縮小したもの、耐久財（▲1.9%→▲2.1%）、食品（▲1.3%→▲1.6%）、日用品（+0.0%→▲0.3%）はマイナス幅が拡大。

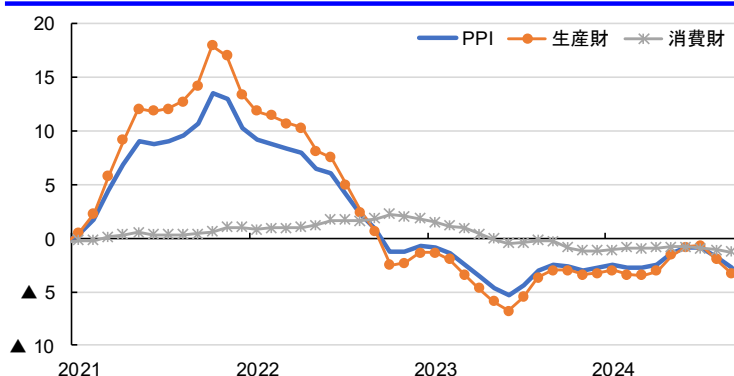
人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、9 月末にかけて急速なペースで元高が進展、その後元安に戻っている（右図）。

元高進展の背景には、中国金融当局による政策パッケージ発表（9 月 24 日）、党中央政治局会議での財政政策の示唆（9 月 26 日）などを受けた、景気支援策への期待があった。9 月 27 日には、1 ドル=7.016 元と 2023 年 5 月以来の元高水準を付けた。

国慶節連休（10 月 1 日～7 日）明けの 10 月 8 日以降は、元安傾向に転じた。10 月 8 日の発展改革委員

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

会の記者会見で示された政策が期待外れとの受け止めに加え、米国の利上げペースが緩やかになるとの見方が広がり米金利が上昇、米中金利差拡大が元安圧力につながった。

今後、米国と中国がともに金融緩和を実施するため、対ドル人民元レートは横ばいで推移する見通し。ただし、追加財政政策の詳細が発表された場合などには、元高が進展する局面もあろう。