

中国経済：景気は一時改善も、米中対立で先行き不透明感高まる（改定見通し）

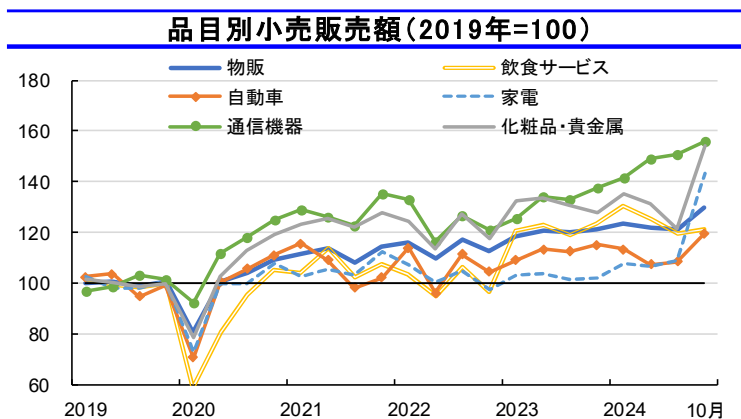
2024 年 10 月の主要指標は景気底入れを示すも、一時的な改善にとどまる見込み。中国政府は 11 月上旬、今後 5 年で 10 兆元の地方政府の隠れ債務を地方政府債務に置き換える政策を発表も、景気押し上げ効果は限定的。2024 年の成長率は前年比+4.8%と「+5%前後」の成長目標の下限にとどまる見通し。2025 年は不動産市場の調整が続く上、トランプ新政権の対中関税引き上げによる輸出下押しが見込まれ、+4.2%と減速する見通し。中国も対米追加関税で対抗、景気失速回避のため他国への輸出増やインフラ・製造業投資強化を図るとみられる。トランプ政権の対中政策に左右され、先行き不透明性の高い状況が続く。

10 月の主要指標は景気底入れを示すも、持続性には疑問

2024 年 10 月の主要指標は、製造業 PMI が好不況の境目の 50 を半年ぶりに上回り、消費（小売販売）が急回復、輸出も伸びを高めるなど、景気底入れを示唆する内容となった（詳細は後半の「主な指標の動き（2024 年 10 月）」参照）。

しかし、消費の回復は、今年末までの自動車・家電の買い替え促進策を受けた駆け込み需要や特殊要因（「独身の日」と呼ばれるネット通販セールの前倒し開催）による一時的な押し上げに支えられており（右図）、持続性に乏しい模様。

輸出に関しては、米国による対中関税引き上げを警戒した駆け込み輸出発生可能性がある。製造業 PMI の内訳項目である輸出受注指数は悪化を続けており、外需が改善しているとは考えにくい。



（出所）中国国家统计局（注）当社試算の季節調整値。直近は10月。

最大の景気下押し要因である不動産についてみると、10 月の不動産販売面積は前年同月比▲1.7%と 9 月（▲11.0%）からマイナス幅が大幅に縮小（P.2 左図）。11 月（1～27 日）の 30 都市不動産販売面積（日次）も、前月比+10.4%、前年比+19.6%と 1 級都市（北京・上海・広州・深セン）を中心に改善に転じている。9 月末に実施された 2 軒目住宅ローンの最低頭金比率・既存住宅ローン金利の引き下げや 1 級都市での購入制限緩和・撤廃¹、国慶節休暇中（10/1～7）の販売促進などが改善に寄与したとみられる。他方、不動産開発投資額は前年比マイナス幅拡大（9 月▲9.4%→10 月▲12.4%）、予約販売済の未完成住宅の建設が進展していない模様。住宅価格の下落も続いており（P.2 右図）、新築：9 月前年同月比▲6.1%→10 月▲6.2%、中古：▲9.0%→▲8.9%）、不動産市場全体が底入れしたとは言いがたい。

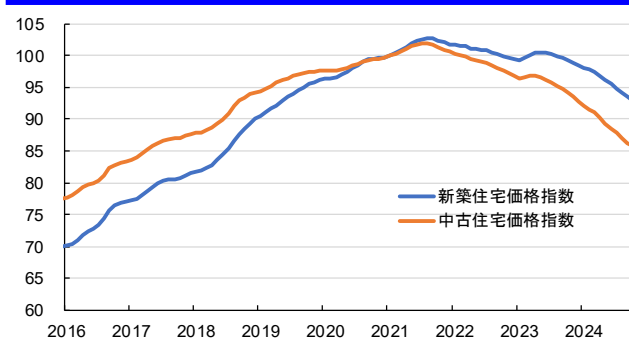
¹ 不動産支援策については、9 月 27 日付 Economic Monitor「中国経済：景気減速受け金融緩和策発表も、5%成長に距離」
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2673/> 10 月 28 日付 Economic Monitor「中国経済：減速が続く中、財政・金融両面で景気支援策を強化」
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2698/> を参照。

不動産開発投資額・販売面積(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

地方政府隠れ債務削減策は金融リスク対応が目的、景気押し上げは限定的

先月号でも述べたように、中国指導部は、今年の成長率目標である「前年比+5%前後」の達成に向けて、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。さらに、11月4~8日開催の全国人民代表大会（全人代）常務委員会では、今後5年で10兆元の地方政府の「隠れ債務」（地方政府傘下のプラットフォーム企業である地方政府融資平台などが抱える債務）を地方政府の公的債務に置き換える方針が決定された。

具体的には、①2024~2026年の3年間で地方政府債務上限を6兆元引き上げる（債務置き換えを目的とした地方政府专项債を毎年2兆元発行）、②2024年~2028年の5年間、毎年の地方政府专项債の発行枠のうち8,000億元（5年で4兆元）を債務解消に流用する、という内容である。財政部は、こうした政策により、2023年末時点で14.3兆元とされる隠れ債務が2028年には2.3兆元にまで減少するとした。

地方政府の隠れ債務削減の目的は、①不動産市場低迷を受けて高まっていた地方政府融資平台のデフォルトリスクの回避、②地方政府の利払い負担の軽減（高利の隠れ債務を低利の地方政府債務で置き換えるため）、にあるとみられる。②について、財政部は今後5年間で約6,000億元（1年あたり約1,200億元）の利払い負担軽減が見込めるとしている。債務返済に用いていた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が、利払い負担軽減規模の小ささを踏まえると、景気押し上げ効果は限定的と考えられる。

今回、市場で期待されていた消費刺激のための追加財政政策については示されなかった一方、「来年の経済・社会発展目標に沿って、より強力な財政政策が実施される」「財政赤字の余地を積極的に利用する」として、2025年の財政政策の拡大が示唆されたことは注目に値する。具体的には、地方政府专项債の発行規模拡大、超長期特別国債の発行継続、今年実施した大規模設備の更新投資・消費財買い替え促進策の拡充、中央政府から地方政府への移転支出に言及された。

トランプ新政権の対中政策による先行き不透明感高まる

足元の景気・政策動向を踏まえ、今後の景気を展望すると、2024年の成長率は前年比+4.8%と「+5%前後」の成長目標の下限にとどまる見通しである。先述のとおり、足元で消費を中心に景気底入れが示されているものの、耐久財買い替え促進策が有効な2024年末までの一時的な改善にとどまる模様。

2025年は、不動産市場の調整が続く上、トランプ新政権が中国からの輸入品に対する関税を段階的に引き上げると予想されることから輸出が下振れ、前年比+4.2%と減速する見通しである（P.3上表）。

不動産市場については、足元で 1 級都市を中心に販売が持ち直しつつあるものの、建設中の住宅在庫は販売面積対比 5.3 倍と依然として高水準であり（下左図）、2020 年の不動産規制強化前の 2019 年の水準（販売面積対比 2.8 倍）まで引き下げるには、約 3 年かかると推計される²。

したがって、2025 年も、不動産投資の前年比マイナスが継続、不動産市況悪化による逆資産効果を受け個人消費の低迷も続くと思われる。実際、7～9 月期の消費性向をみると、農村部ではコロナ前水準を回復する一方、不動産市場悪化の影響を大きく受ける都市部では 65.9%とコロナ前同期（2019 年 7～9 月期：68.2%）を下回り低迷、全国でも 70.8%とコロナ前同期（72.3%）を依然下回っている（下右図）。

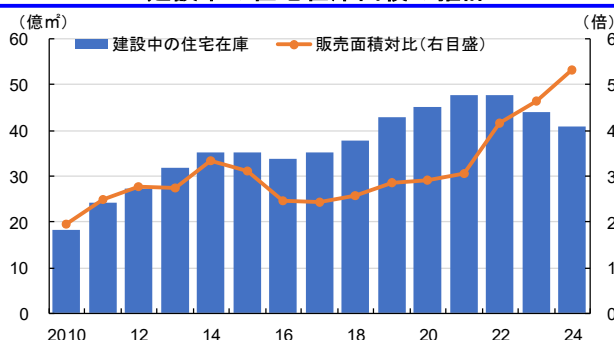
中国のGDP成長率予測

前年比、%、%Pt	2021 実績	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想	2026 予想
実質GDP	8.4	3.0	5.2	4.8	4.2	3.9
最終消費	9.0	2.3	7.9	4.2	4.2	4.0
個人消費	11.6	1.3	8.5	4.1	3.9	3.9
政府消費	3.2	4.8	6.6	4.7	4.9	4.4
総資本形成	3.9	3.4	3.7	3.6	3.7	3.5
固定資産投資	3.1	3.3	4.9	3.2	3.8	3.4
在庫投資（寄与度）	0.4	0.1	▲0.4	0.2	▲0.0	0.1
純輸出（寄与度）	1.8	0.3	▲0.6	1.0	0.3	0.2
輸出	22.3	▲1.3	4.2	11.0	3.2	2.9
輸入	8.0	▲6.6	3.4	4.5	3.9	2.6
名目GDP	13.4	4.8	4.6	4.1	3.9	3.7
CPI	0.9	2.0	0.2	0.4	0.6	0.7
人民元/ドル（年平均）	6.45	6.73	7.08	7.19	7.10	7.04

（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。

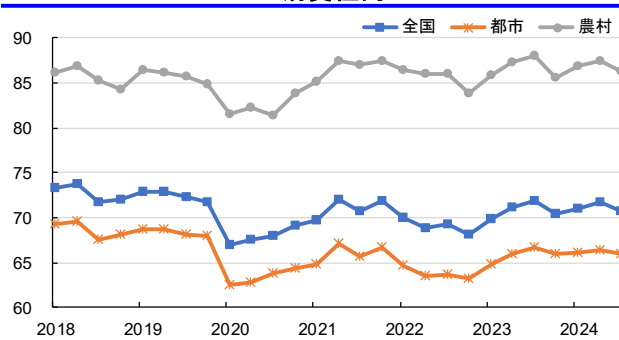
建設中の住宅在庫面積の推計



（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1～9月累計の前年比伸び率を用いて推計。

消費性向



（出所）中国国家统计局

（注）消費性向＝実質消費支出/実質可処分所得。消費支出・可処分所得ともに当社試算の季節調整値。

2025 年の最大の注目点は、1 月に始動する第 2 次トランプ政権の対中政策の影響である。トランプ氏は、外交・安全保障・通商分野の重要閣僚に対中強硬派人材の起用を発表。すでに広範な範囲に及ぶ米中対立のさらなる深刻化・長期化が見込まれる。

トランプ氏は対中政策の目玉として、対中関税の引き上げを掲げている。選挙期間中、全対中輸入品に 60%の関税をかけると発言、当選後の 11 月 25 日にも 10%の対中追加関税賦課の方針を表明した。関税引き上げに加え、第 1 次トランプ政権（2017～2020 年）・バイデン政権（2021～2024 年）で導入された対中輸出・投資規制をさらに強化・拡大、中国の技術力向上を抑制するとみられる。

当社では、2025 年後半からの段階的な対中関税の引き上げを予想しており³、中国経済は、不動産不況に加え、対米輸出の減少による下押し圧力に直面することとなろう⁴。中国側は、第 1 次トランプ政権の対

² 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 2.7 倍（＝5.3－2.8）、すなわち 18.98 億㎡の在庫を削減する必要。IMF による試算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 5.4 億㎡と仮定、毎年 6.6 億㎡（＝12－5.4）の在庫が削減されるとすると、過剰住宅在庫の解消には 2.87 年（＝18.98÷6.6）が必要。

³ 11 月 25 日付 Economic Monitor「米国経済：来年以降、トランプ政策実現で不確実性高まる（改定見通し）」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2727/>

⁴ 米国が対中輸入関税を一律 60%まで引き上げた場合、中国の GDP を 1%程度押し下げるとの試算もある（磯野生茂、熊谷聡、

中関税引き上げ時と同様、対米追加関税で対抗する見込み。同時に、米国以外の国・地域への輸出増やインフラ・製造業投資の拡大によって、景気失速回避を図るとみられる。ただし、トランプ新政権の対中政策は極めて不確実性が高く、上振れ・下振れリスクの双方に目を配る必要があるだろう。

先述の通り、中国政府は 2025 年の財政赤字拡大を示唆しているが、2024 年 12 月中に開催される、2025 年の経済政策方針を定める中央経済工作会议で、トランプ新政権がもたらしうる外的ショックへの備えとして景気支援策が示されるのか、注目したい。

主な指標の動き（2024 年 10 月）

PMI（購買担当者指数）

10 月の製造業 PMI は 50.1 と 9 月（49.8）から改善、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 6 ヶ月ぶりに上回った（右図）。

主な内訳を見ると、生産（9 月 51.2→10 月 52.0）は 50 以上で大きく改善。国家統計局の説明によると、木材加工・家具・非金属など不動産関連は不調だったが、一般機械・自動車・電気機械などは生産・新規受注ともに好調。買い替え支援策により自動車や家電の販売が好転していることが支えとなった模様。

新規受注（9 月 49.9→10 月 50.0）は 2 ヶ月連続で改善、6 ヶ月ぶりに 50 を上回った。内需が改善に寄与したとみられる一方、内訳項目である新規輸出受注（47.5→47.3）は悪化が継続、欧米との貿易摩擦による悪影響を示唆。

企業規模別では、大企業（9 月 50.6→10 月 51.5）の景況感が 50 以上で 2 ヶ月連続で改善。他方、中規模企業（49.2→49.4）は先月から上昇も 50 を下回り、小規模企業（48.5→47.5）は 50 以下で悪化。

10 月の非製造業 PMI は 50.2 と 9 月（50.0）から改善。サービス業（49.9→50.1）は 2 ヶ月ぶりに 50 以上を回復。国慶節休暇（10 月 1～7 日）を受け、鉄道・航空などの交通サービスが好調だった。他方、建設業（50.7→50.4）は 50 以上を維持したものの先月から低下。

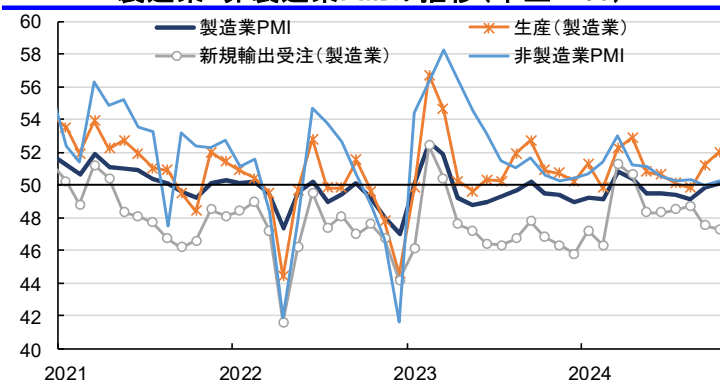
輸出（通関統計、米ドルベース）

10 月の輸出額（ドルベース）は前年同月比 +12.7% と、9 月（+2.4%）から大幅に伸びを高めた。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも、前月比 +1.2% と増加。7～9 月期対比でも +1.9% と増加。

主な仕向け地を見ると（右図）、ASEAN 向け（7～9 月前期比 ▲4.8%→10 月⁵+3.2%）が持ち直し、米国向け（▲0.3%→+0.2%）も小幅な増加に転じた。EU 向け（+1.0%→+1.1%）や日本向け（+2.0%→+3.5%）は増加傾向で推移。他方、NIES（韓国・台湾・香港）向け（+0.4%→▲3.4%）は減少に転じた。

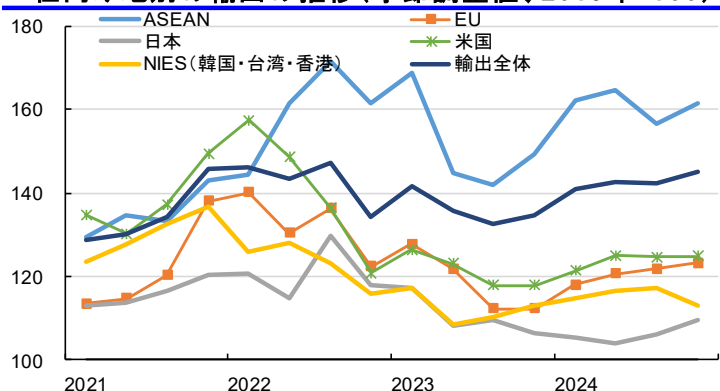
主な財別では、鉄鋼製品（7～9 月前期比 +8.0%→10 月 +13.4%）の大幅増が続いた。衣服（7～9 月前期比 ▲6.4%→10 月 +5.0%）や靴（▲5.2%→+1.1%）、プラスチック製品（▲4.5%→+2.5%）、などの

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10月。

⁵ 2024 年 7～9 月期平均に対する 2024 年 10 月の輸出額の変化。他地域も同様。

軽工業品が持ち直した。携帯電話（+4.4%→+3.3%）も増加傾向で推移。他方で、シリコンサイクルの改善を背景に好調だった集積回路（▲0.9%→▲2.6%）は4～6月期をピークに減少傾向で推移、PC・PC部品（+0.4%→▲2.0%）も減少に転じた。自動車（+3.3%→▲2.3%）も減少に転じ、EUの中国製EVに対する追加関税賦課による下押しの可能性を示唆。

社会消費品小売総額（小売販売）

10月の社会消費品小売総額（小売販売）は、前年同月比+4.8%と、9月（+3.2%）から大きく伸びを高めた（右図）。国家统计局公表の前月比は+0.41%と9月（+0.56%）から鈍化した。

内訳を見ると、物販（9月前年同月比+3.3%→10月+5.0%）、飲食サービス（+3.1%→+3.2%）ともに伸びを高めた。

物販を品目別に見ると、家電（9月+20.5%→10月+39.2%）が大幅に伸びを高め、小売販売の約3割を占める自動車（+0.4%→+3.7%）も2ヵ月連続でプラスの伸びとなった。2024年末までとされる家電・自動車などの買い替え促進策を受け、駆け込み需要が発生した模様。さらに、ネット通販大手各社によるセール（「独身の日」セール）の前倒し開催⁶を受け、化粧品（▲4.5%→+40.1%）やスポーツ・娯楽用品（+6.2%→+26.7%）が大幅増に転じた。他方、不動産販売の低迷を受け、建材（▲6.6%→▲5.8%）は減少が継続。

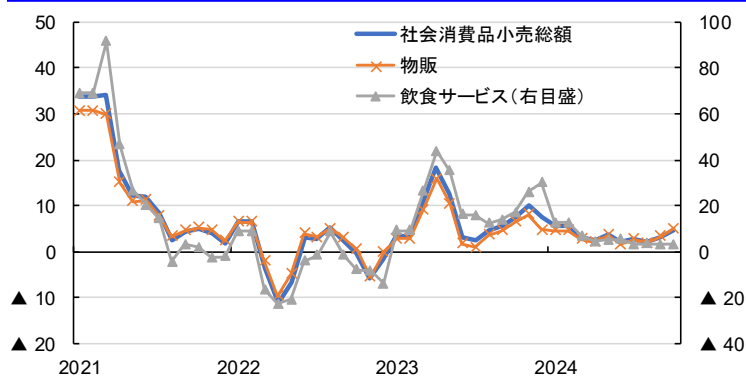
なお、中国汽车工业协会によると、10月の乗用車販売台数（輸出含む）は前年同月比+10.7%と9月（+1.5%）から大幅に伸びを高めた。うち、約8割を占める国内販売台数は前年同月比+10.7%（9月▲1.8%）と6ヵ月ぶりにプラスの伸びを回復。当社試算の季節調整値でも前月比+8.5%と9月（+5.1%）から伸びを高めた。年率では2,394万台と2023年通年（2,193万台）を上回った。

固定資産投資（都市部）

10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%⁷と、9月と同じ伸びにとどまった（右図）。国家统计局公表の前月比は+0.16%と9月（+0.54%）から鈍化。

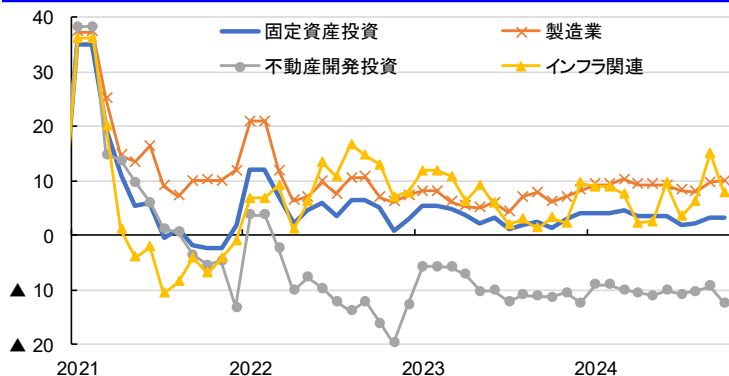
主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業（9月前年同月比+9.7%→10月+10.0%）は伸びを高めた。大規模設備の更新投資促進策を背景に、設備・器具購入のための投資（+13.8%→+14.3%）が高い伸びを

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

⁶ 今年は例年より約10日早い10月14日から開始。

⁷ 当社試算の単月の前年同月比。

維持。業種別の内訳をみると、輸送機械（鉄道・船舶・航空宇宙）や通信・電子などが 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や鉄鋼はマイナスの伸び。電気機械も、太陽光発電など一部の新能源製品生産能力削減の方針を受け、5 ヶ月連続でマイナス。

全体の約 2 割を占めるインフラ関連分野⁸（9 月+15.1%→10 月+7.8%）は、高い伸びとなった先月から伸びが鈍化したものの、1~9 月累計（+7.3%）は上回り、インフラ投資の進展を示唆。

不動産開発投資（9 月▲9.4%→10 月▲12.4%）はマイナス幅が拡大、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、竣工面積は小幅に改善したものの低水準、新規着工面積や施工面積は減少が続いた。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

10 月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+5.3%と 9 月（+5.4%）から小幅に伸びが鈍化（右図）。産業別にみると、製造業（9 月前年同月比+5.2%→10 月+5.4%）や鉱業（+3.7%→+4.6%）は伸びを高めたが、電気・ガス・水道（+10.1%→+5.4%）は伸びが鈍化。国家统计局公表の前月比も+0.41%と 9 月（+0.59%）から鈍化。

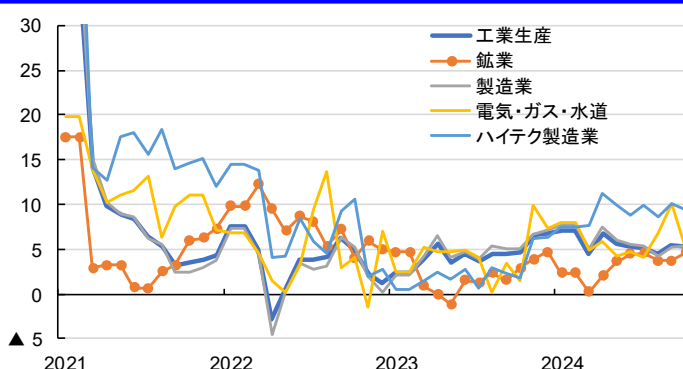
製造業を業種別にみると、販売が好転している自動車（9 月前年同月比+4.6%→10 月+6.2%）が伸びを高め、低迷していた鉄鋼（+2.7%→+4.0%）もインフラ投資の進展を受けて 2 ヶ月連続でプラスの伸びとなった。通信・電子などハイテク製造業⁹（+10.1%→+9.4%）は伸びが鈍化したものの、高い伸びを維持。他方、不動産市場の低迷を受けて、非金属（▲3.8%→▲2.6%）は 8 ヶ月連続でマイナスの伸びとなった。

消費者物価

10 月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.3%（9 月+0.4%）と 2 ヶ月連続で伸びが鈍化（右図）。前月比は▲0.3%（9 月+0.0%）とマイナスの伸びに転化。

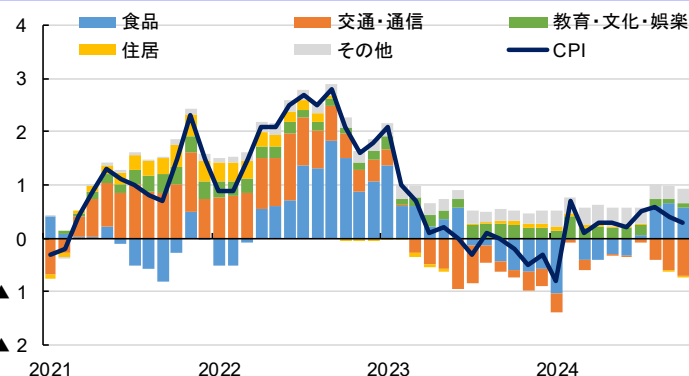
CPI の前年比伸び鈍化の主因は、原油価格下落の影響を受け、交通・通信（9 月前年同月比▲4.1%→10 月▲4.8%）に含まれる車両用燃料（▲7.6%→▲10.5%）のマイナス幅が大幅に拡大したことである。そのほか、天候不順の影響で高騰していた野菜価格（+22.9%→+21.6%）の上昇が一服したことなどから、食品価格（+

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

⁸ 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。

⁹ 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。

3.3%→+2.9%) も伸びが鈍化。

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+0.2% (9 月+0.1%) と低い伸びにとどまり、デフレーション傾向を示唆。前月比では+0.0% (9 月▲0.1%) となった。自動車などの販売価格を示す交通機関 (▲5.3%→▲5.3%) や家電 (▲2.0%→▲3.3%) など、耐久消費財の価格下落が継続。自動車・家電の販売好転は、買い替え促進策に加えて値下げによる販売促進にも支えられている模様。

生産者物価

10 月の生産者物価指数 (PPI) は前年同月比 ▲2.9% (9 月 ▲2.8%) と 3 カ月連続でマイナス幅が拡大 (右図)。前月比でも ▲0.1% と、マイナス幅が 9 月 (▲0.6%) から縮小したもの、5 カ月連続でマイナス。

川上の生産財 (9 月前年同月比 ▲3.3%→10 月 ▲3.3%) は下落が続き、川下の消費財 (▲1.3%→▲1.6%) はマイナス幅が拡大。

生産財は、原油価格下落を受け、石油・天然ガス採掘 (▲10.1%→▲14.6%) や石油・石炭加工 (▲9.4%→▲13.9%) のマイナス幅が拡大。他方、インフラ投資の進展などをうけて鉄鋼 (▲11.1%→▲7.5%) のマイナス幅が縮小。

消費財は、値下げによる販売促進を受けて耐久財 (▲2.1%→▲3.1%) のマイナス幅が大きく拡大。日用品 (▲0.3%→+0.1%) は小幅なプラスの伸びに転じたものの、衣服 (▲0.3%→▲0.4%) や食品 (▲1.6%→▲1.6%) は下落が継続。

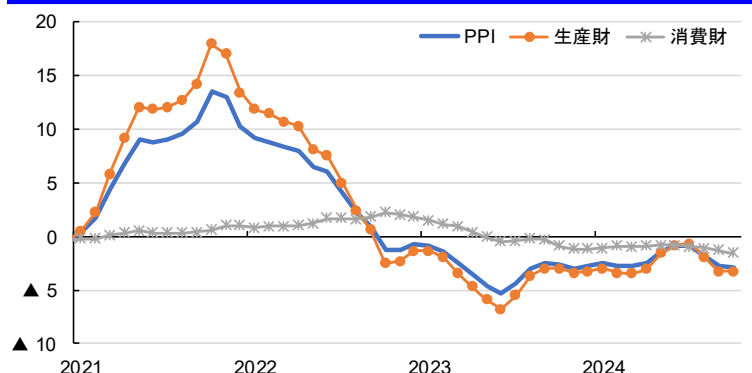
人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、11 月初以来、急速なペースで元安が進展している (右図)。

米大統領選挙でのトランプ氏勝利を受け、同氏の掲げる政策 (関税引き上げ、移民政策厳格化、減税) がインフレを引き起こすとの懸念から米金利が大幅上昇、米中金利差の拡大が元安進展につながった。11 月 26 日には、前日にトランプ氏が 10% の対中追加関税賦課の方針を表明したことを受け、米中貿易摩擦への懸念から、1 ドル=7.258 元と約 4 カ月ぶりの元安水準を付けた。

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。ただし短期的には、米国の対中追加関税への懸念から元安に振れやすい局面が増えるとみられる。

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