中国経済金融

内需の弱さで下振れした 2024 年 4～6 月期の中国経済

～5%前後の成長目標達成には相応の対策が必要～

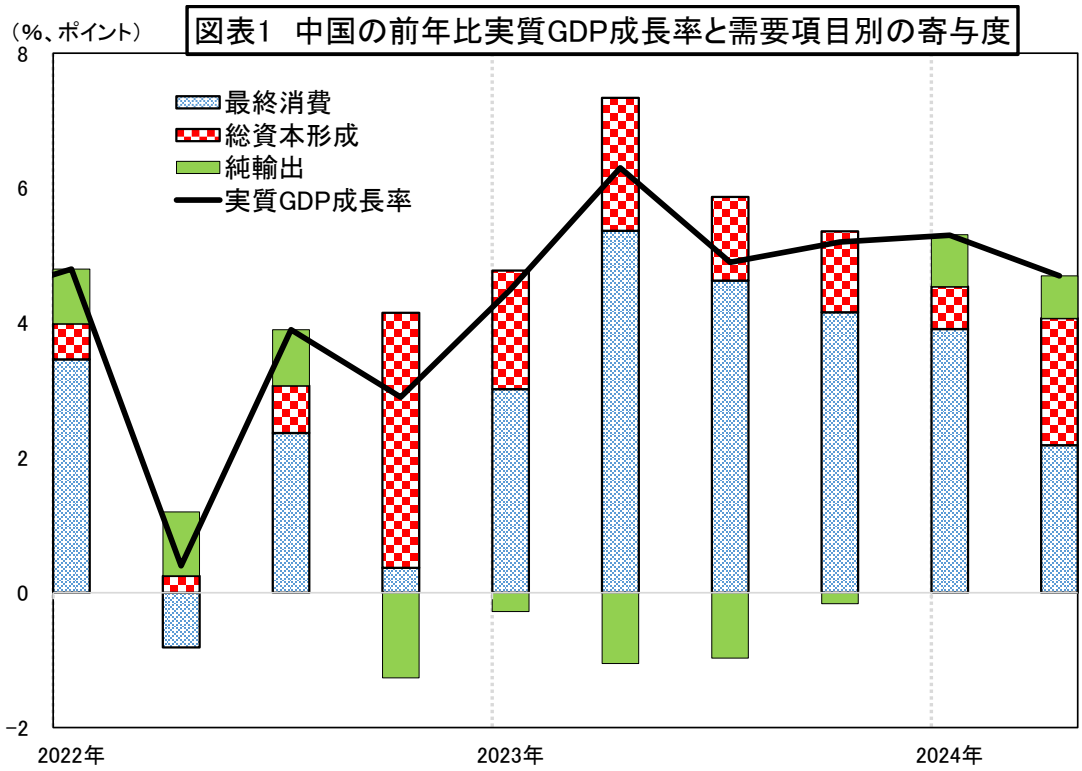
王　雷軒

要旨

輸出の底堅さと設備投資の好調さが続いたものの、インフラ整備投資が鈍化基調で推移したことや、不動産開発投資の低迷が一段と進んだほか、消費の伸びも大きく鈍化したことで、2024 年 4～6 月期の中国の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%、前期比 0.7%といずれも市場予想を下回った。

こうした実態を受けて追加金融緩和が決定された。しかし、消費促進を目的とした政府主導の大規模な消費券（クーポン）の配布や財政赤字比率の引き上げといった大胆な追加経済対策が打ち出さなければ、景気の下振れ圧力がさらに強まるとみられ、24 年の「5%前後」の成長目標は達成できない可能性が高まった。

図表1　中国の前年比実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料）中国国家統計局、Windより作成。

24 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%、前期比 0.7%に減速

国家統計局が 7 月 15 日に発表した 24 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%と、1～3 月期（同 5.3%）から減速した（図表 1）。また、市場予想（Wind）の平均値である同 5.1%を下回ったほか、前期比も 0.7%（年率換算 2.8%）と、1～3 月

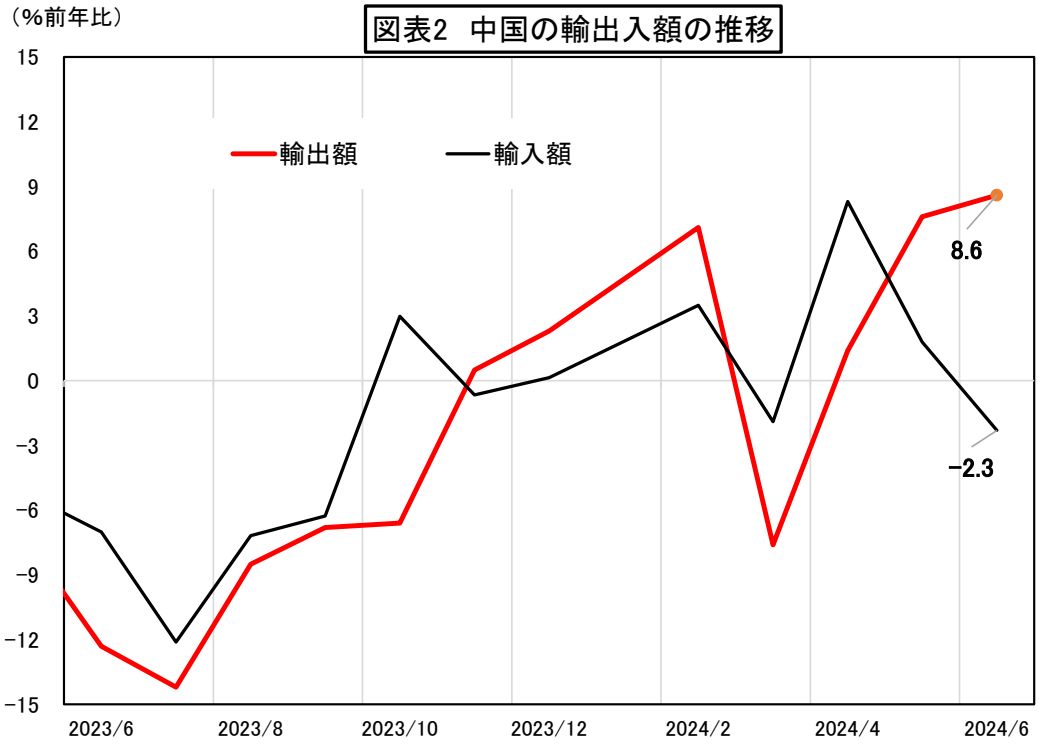
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

期の同 1.5%（同 6.1%）から大きく減速した。

この前年比実質 GDP 成長率（4.7%）に対する需要項目別の寄与度を見ると、最終消費は 2.2 ポイント、総資本形成は 1.9 ポイント、純輸出は 0.6 ポイントであった（図表 1）。最終消費の寄与度は 1～3 月期（同 3.9 ポイント）から一段と低下したものの、純輸出は 2 四半期連続のプラスで、今回の成長を下支えした格好となった。

このように、成長率が市場予想を下回った背景には、インフラ整備投資が鈍化基調で推移したことや、不動産開発投資の低迷が一段と進んだほか、消費も大きく鈍化したことがある。これらに加え、例年以上に発生した各地の異常気象、とくに洪水が 4～6 月期の経済成長率を押し下げたことも背景の一つに挙げられる。

図表2　中国の輸出入額の推移



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は24年6月。（注）各年は1月と2月の合計。

輸出は堅調に推移も先行き懸念

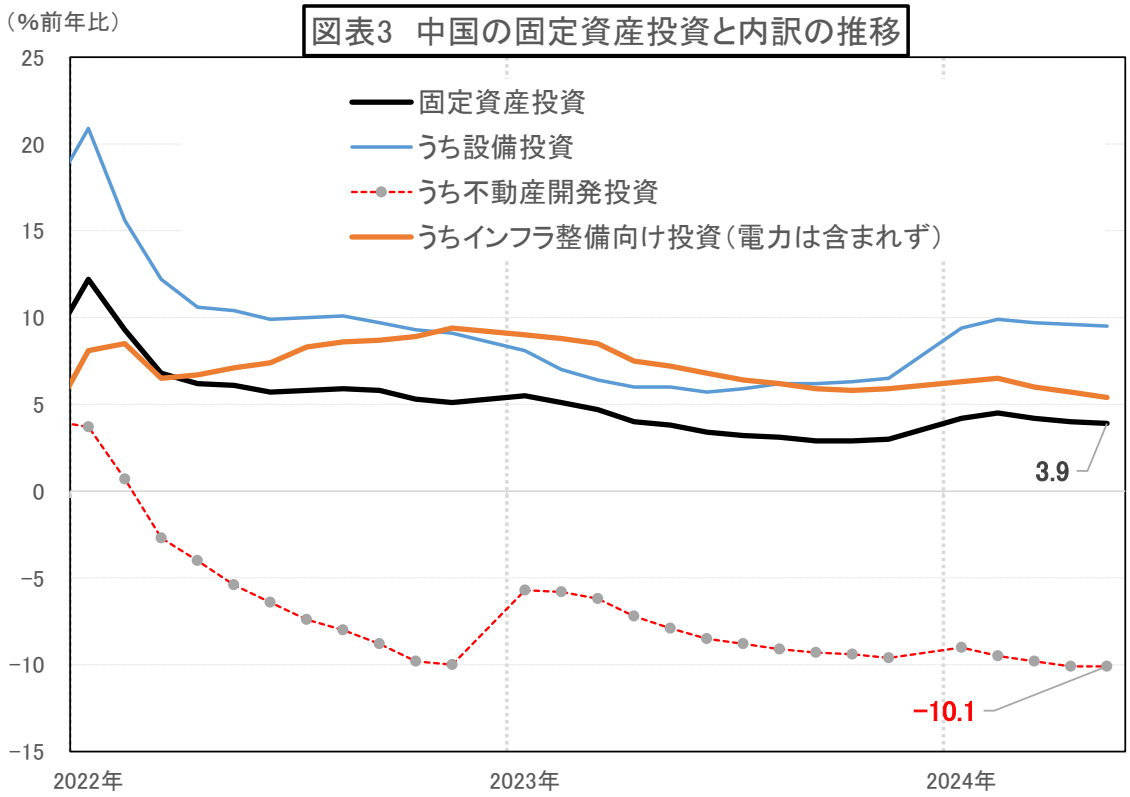
米ドル建ての輸出の動向を確認すると、24 年 4 月、5 月、6 月はそれぞれ前年比 1.5%、7.6%、8.6%と堅調に推移した（図表 2）。人民元建ての輸出金額を見ても、前年比 5.1%、11.2%、10.7%と大きく伸びたことがみてとれる。海外需要が回復しつつあるなか、ドル高・人民元安の進行、電気自動車（EV）などの輸出拡大がその要因であると考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

しかし、輸出の先行きについては、当面人民元安や政府による政策的な支援といった好材料もあるが、米国、EU が相次いで発表した中国産 EV 輸入関税の引き上げによる影響が徐々に出ることが予想される。さらに、11 月の米大統領選挙でトランプ前大統領が返り咲くこととなれば、米国における中国産製品の輸入関税が大幅に引き上げられるリスクがあり、今後の輸出は軟調な推移が見込まれる。

こうしたなか、輸出の下振れリスクを緩和するために、内需（投資＋消費）を拡大させる必要があるが、足元の内需はかなり弱まっているとみられる。

図表3　中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は24年1～6月期。（注）年初来累積。

設備投資は堅調だったものの、不動産開発投資は引き続き低迷、インフラ整備向け投資も鈍化へ

まず、24 年 1～6 月期の固定資産投資は前年比 3.9%と緩やかに鈍化している。内訳を見ると、設備投資とインフラ整備向け投資（電力は含まれず）はそれぞれ前年比 9.5%、5.4%と、全体の同 3.9%を上回り、いずれも比較的堅調に推移しているのに対して、不動産開発投資は同▲10.1%となった（図表 3）。

前述した輸出の底堅さに加え、政府が積極的に推進している大規模な設備の更新事業による政策効果もあり、設備投資は好調さが続いているとみられる。一方、インフラ整備向け投資は

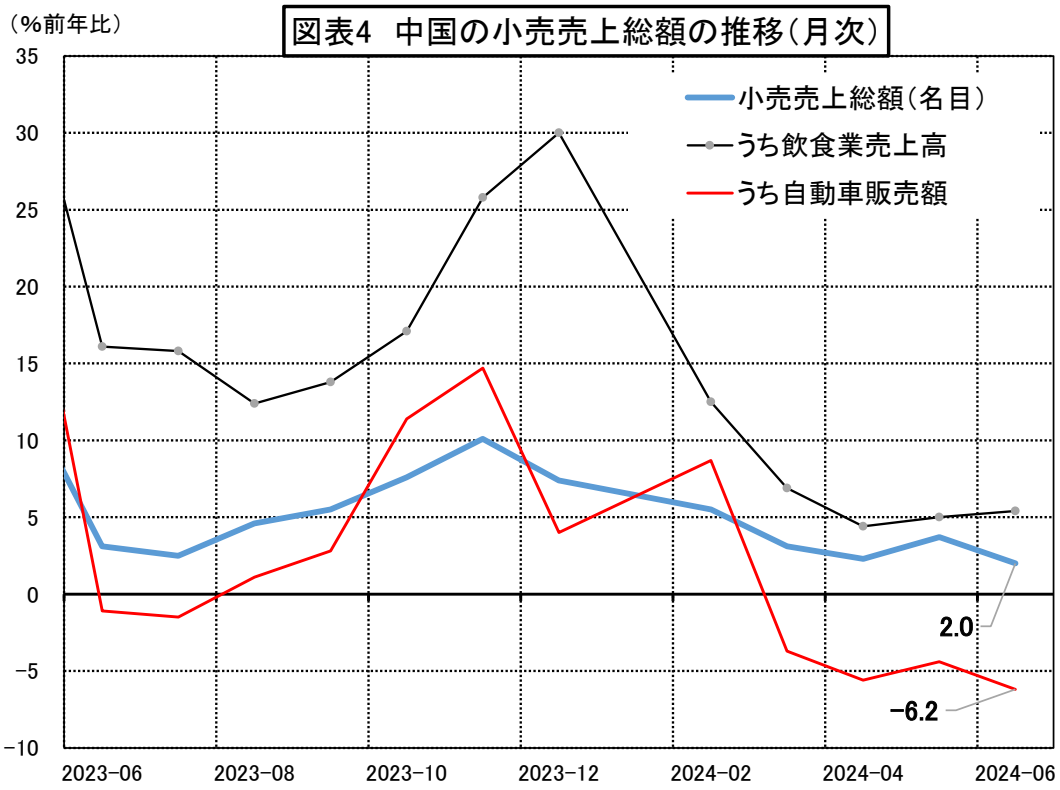
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

鈍化基調にあるほか、不動産開発投資も深刻な低迷が続いている。

固定資産投資が鈍化傾向にある背景として、まずは地方債の発行・利用が例年に比べて遅延したことが挙げられる。足元の動きを確認すると、7 月 22 日時点の地方専項債の発行実績は 1.57 兆元で 24 年の発行枠（3.90 兆元）の 4 割にとどまっていることが分かる。また、超長期特別国債の発行実績（7 月 23 日）は 3,630 億元で発行計画額 1 兆元の 4 割弱である。さらに、不動産不況対策は実施されているものの、必ずしも順調に進んでいるとは言えず、そのため、不動産開発企業のバランスシート調整が今なお続いている。これは不動産開発投資の低迷につながり、固定資産投資全体を押し下げ続けている。

先行きについては、国と地方の財政政策実施の加速などを背景に、設備投資とインフラ整備向け投資が引き続き投資全体を下支えしていくと見込まれる。一部の大都市の中古住宅市場には改善の兆しが出ている一方、新築住宅市場が依然低迷している。不動産市場の調整にはなお時間を要することから、不動産開発投資の停滞状況はしばらく続く可能性が高いとみている。

図表4　中国の小売売上総額の推移（月次）



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は24年6月。

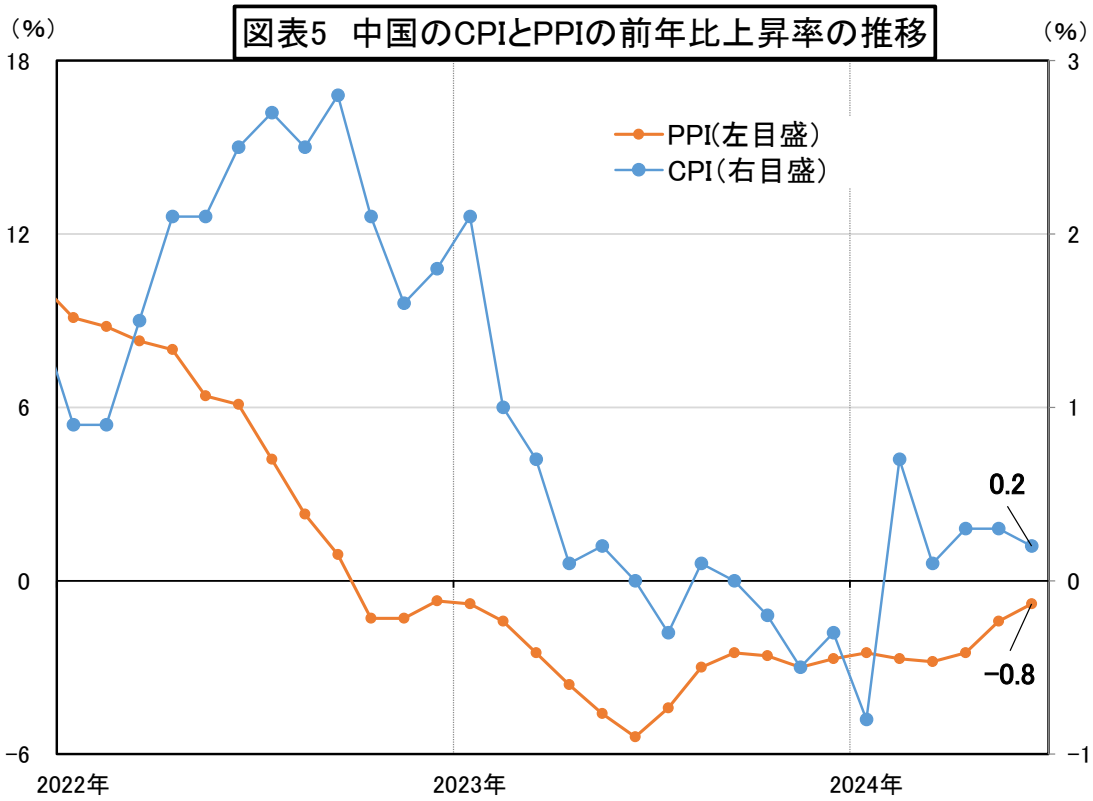
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

消費の伸びも大きく鈍化

また、24年6月の小売売上総額も前年比2.0%に減速した（図表4）。昨年6月の伸びが低かったにもかかわらず同2%にとどまった背景として、異常気象による消費への影響のほか、所得・雇用をめぐる状況が依然厳しく、消費者の節約志向が強まっていることが挙げられる。詳細を見ると、6月の化粧品販売額は前年比▲14.6%、家電製品は同▲7.6%、金銀装飾品は同▲3.7%、衣服類は同▲1.9%といずれもマイナスに転じた。

また、不動産不況で建築資材・内装資材、家電の販売が依然軟調に推移したことも挙げられる。これらに加え、自動車販売促進策の実施を受けて販売台数が伸びてきたものの、足元では政策効果に一服感が出ているほか、企業の値下げ競争もあり、販売額の伸びがマイナスとなったことも小売売上総額を減速させた一因と考えられる。

図表5　中国のCPIとPPIの前年比上昇率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は24年6月。

低インフレ状態は続く

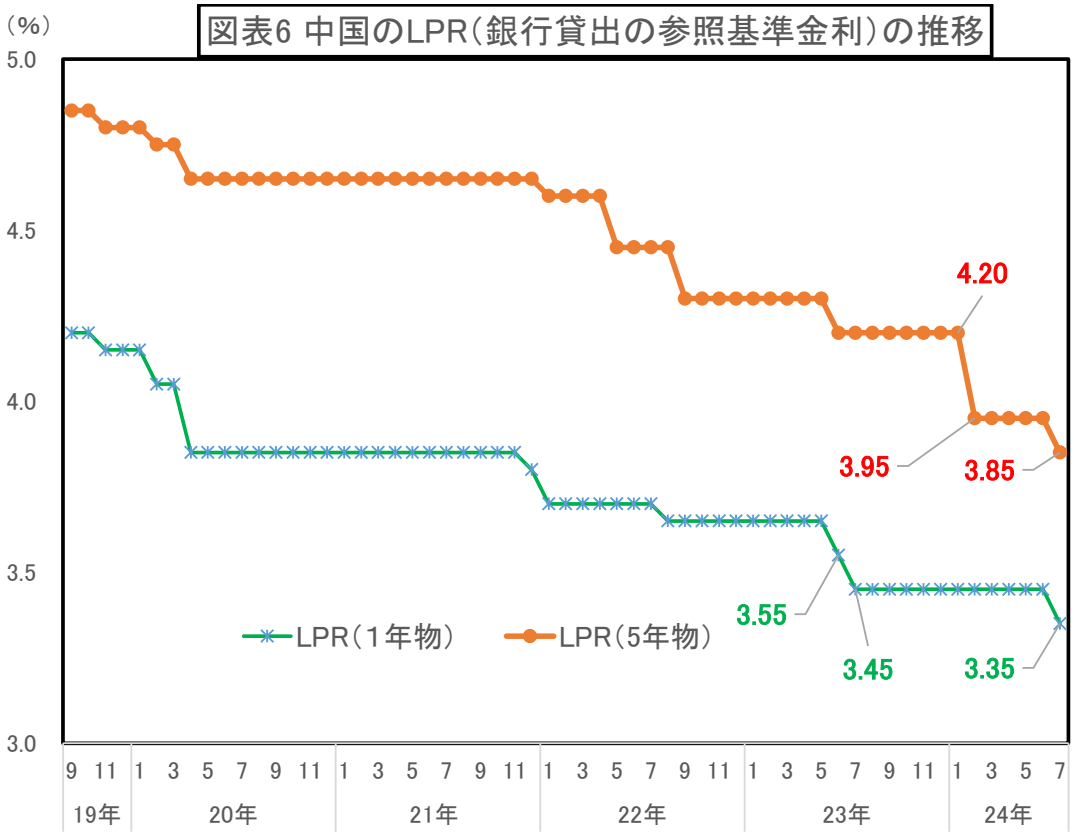
前述したように、消費の鈍化や不動産不況の長期化などで内需が弱く、24年4～6月期のGDPデフレーターは前年比▲0.6%と5四半期連続のマイナスに陥った。足元でも6月の消費者物価指数（CPI）は前年比0.2%と5か月連続のプラスとなったものの、5月からやや鈍化した（図表5）。豚肉価格の上昇がプラ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ス寄与となっているものの、内需の弱さを背景とした低インフレ状態は変わらない。また、前月比 CPI 上昇率も▲0.2%と 5 月（同▲0.1%）から鈍化した。ただし、変動幅の大きい食料品・エネルギーを除いたコア CPI は前年比 0.6%と 5 月から横ばいだった。

これらのほか、6 月の生産者物価指数（PPI）も同▲0.8%とマイナス幅が縮小しつつあるが、22 年 10 月から 21 か月連続の前年割れ状態が続いている。

図表6 中国のLPR（銀行貸出の参照基準金利）の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成、直近は24年7月。

人民銀行は追加金融緩和を発表

このように低インフレ状況が続き、景気の下振れ圧力が強まりつつあるとみられるなか、中国人民銀行（中央銀行、以下人民銀行）は、共産党第 20 期中央委員会第 3 回全体会議（3 中全会）閉幕（18 日）後の 22 日に追加金融緩和を発表した。

具体的には、人民銀行は、主要政策金利となる 7 日物のリバースレポ金利を 1.8%から 1.7%に引き下げると発表したほか、金融政策の波及経路を強化するための公開市場操作のメカニズムを改善する方針も示した。

また、銀行貸出の参照基準金利である LPR（ローンプライム

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

レート）を同じく 10 ベーシスポイント（bp）引き下げることも発表した（図表 6）。住宅ローン金利の基準となる LPR の 5 年物は 10bp 引き下げられ、3.85%となった。5 年物の引き下げは 24 年 2 月以来 5 か月ぶりとなる。今回は LPR の 1 年物も 3.35%に引き下げられた。この引き下げは 23 年 8 月以来 11 か月ぶりである。

追加金融緩和は、住宅販売の改善を促すほか、企業の借入コストをさらに低下させることで景気を下支えする狙いがあることは言うまでもない。また、三中全会の閉幕後に発表されたコミュニケによると、同会議で目下の経済情勢についても討議されており、24 年の経済・社会発展の目標を達成させることが強調されており、追加金融緩和はそれに伴う施策であろう。これらのほか、米国の利下げ観測期待の高まりも中国の利下げに踏み切った背景の一つとして考えられる。

景気見通し：追加経済対策を打ち出さなければ 24 年の成長目標達成は困難

小幅ながら 10bp の利下げによる景気押上げ効果は一定程度あるとみられるが、過度な期待はできず、効果の出現には時間を要すると考えられる。24 年の 5%前後の成長目標を達成させるためには、さらなる金融緩和や、消費促進を目的とした政府主導の大規模な消費券（クーポン）の配布および財政赤字比率の引き上げなどの大胆な経済対策を打ち出すことが求められる。

消費の低調さ、不動産不況の長期化等を踏まえ景気を展望すると、当局が大胆な追加経済対策を打ち出さなければ、下振れ圧力がさらに強まると予想され、24 年の「5%前後」の成長目標は達成できない可能性が高まっている。

今後は、追加経済対策の有無に加えて、引き続き、不動産対策の進捗状況、地方債および超長期特別国債の発行・利用の状況、各地域の消費促進策の実施状況などに注目していきたい。

（24.7.24 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/