中国経済金融

# 内需の低迷で減速した2024年7～9月期の中国経済

## ～一連の景気刺激策を受けて成長目標はほぼ達成と予想～

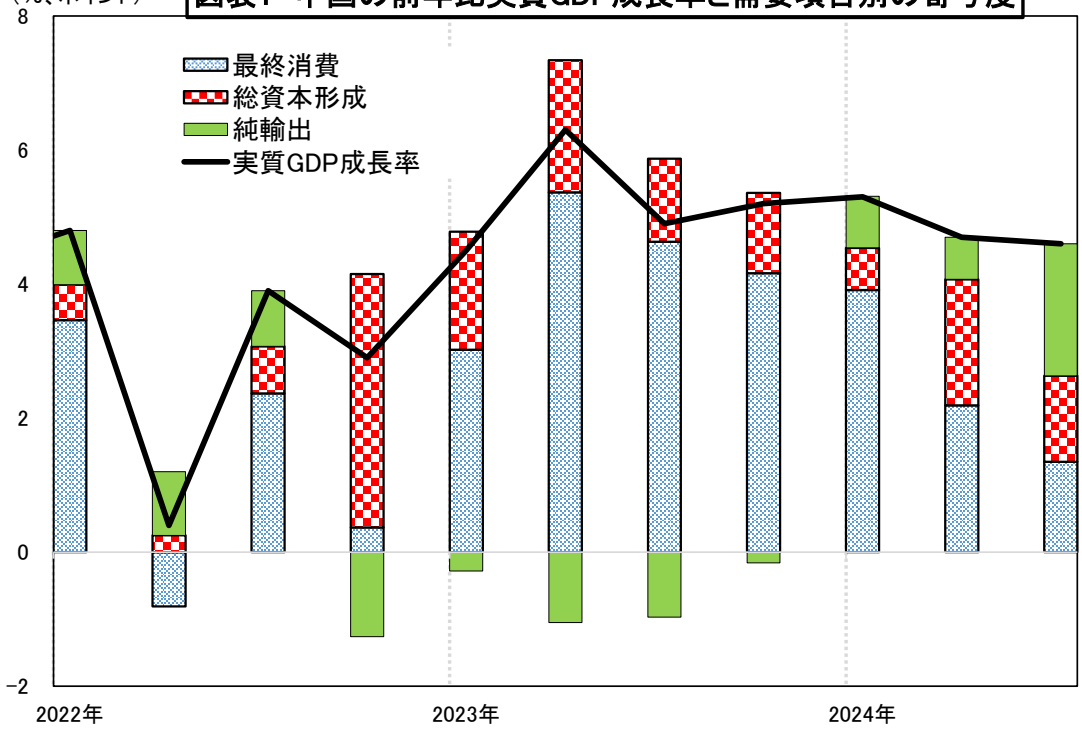
王　雷軒

要旨

輸出の底堅さと設備投資の好調さが続いたものの、不動産開発投資の低迷が継続したほか、消費の伸びも大きく鈍化したことで、2024年7～9月期の中国の実質GDP成長率は前年比4.6%と4～6月期からさらに減速した。

こうした事態を受けて一連の景気刺激策が相次ぎ打ち出された。今後は、刺激策の効果が見込まれるほか、既存の経済政策による効果も続くとみられることから、年末にかけて景気は持ち直す公算が大きく、24年の「5%前後」の成長目標は達成可能と思われる。

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7～9月期の実質GDP成長率は前年比4.6%に減速**

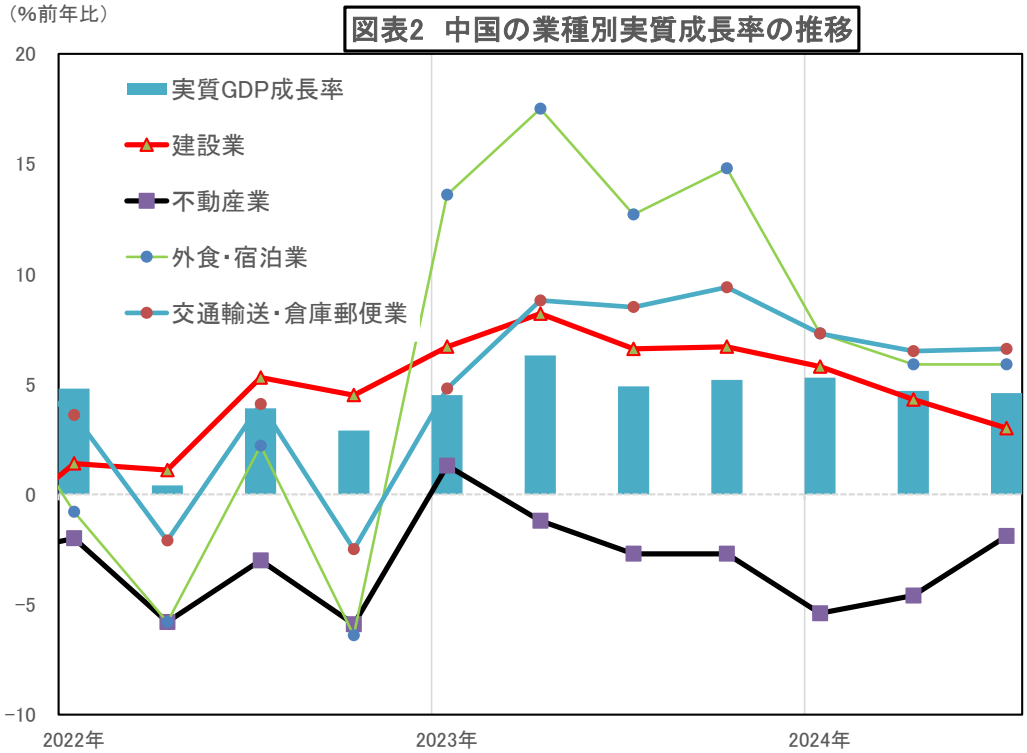
国家統計局が10月18日に発表した24年7～9月期の実質GDP成長率は前年比4.6%と、1～3月期（同5.3%）、4～6月期（同4.7%）からさらに減速した（図表1）。他方、市場予想（Wind）の平均値である同4.5%を上回ったほか、前期比も0.9%（年率換算3.6%）と、4～6月期の同0.5%（同2.0%）から加速した。


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

この前年比実質 GDP 成長率（4.6%）に対する需要項目別の寄与度を見ると、最終消費は 1.35 ポイント、総資本形成は 1.28 ポイント、純輸出は 1.97 ポイントであった（図表 1）。最終消費の寄与度は 4～6 月期（同 2.19 ポイント）から一段と低下したが、純輸出は 3 四半期連続のプラスで今回の成長に最も貢献した。

このように、前年比実質 GDP 成長率が鈍化した背景には、内需（消費＋投資）が力強さを欠いたほか、不動産開発投資の低迷が続いたこともある。業種別の実質成長率を確認すると、不動産業は前年比▲1.9%とマイナス幅が縮小したものの、依然マイナス成長だったほか、建設業も同 3.0%と実質 GDP 成長率の同 4.6%を大きく下回り、鈍化基調が続いている（図表 2）。

**図表2　中国の業種別実質成長率の推移**




（資料）中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

**輸出は堅調に推移も先行きに懸念**

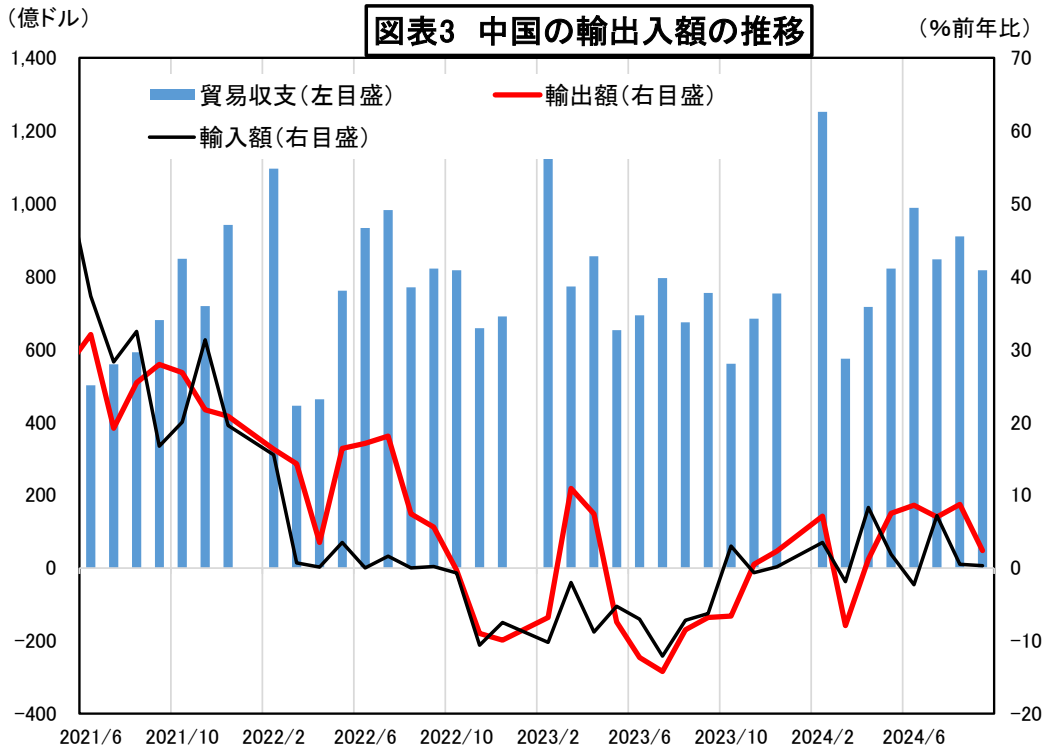
米ドル建ての輸出額の動向を確認すると、24 年 7 月、8 月はそれぞれ前年比 7.0%、同 8.7%と比較的底堅く推移した（図表 3）。しかし、9 月は同 2.4%に鈍化した。輸出の先行きについては、当面人民元安や政府による政策的な支援といった好材料があるが、米国、EU が相次いで発表した中国産 EV 輸入関税の引き上げなどの貿易摩擦による影響が徐々に出ることが予想される。また、11 月の米大統領選挙でトランプ前大統領が返り


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

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。

こうした状況下、輸出の下振れリスクを緩和するために、中国の内需（投資＋消費）を一段と拡大させることが求められる。しかし、足元の輸入額の動きを確認すると、8 月、9 月はそれぞれ前年比 0.5%、同 0.3%にとどまり、内需の弱さを反映して低調に推移している。

**図表3　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9月。（注）1～2月分は1月と2月の合計。

**固定資産投資全体は下げ止まり感があったものの、依然低調**

まず、24 年 1～9 月期の固定資産投資は前年比 3.4%と緩やかに鈍化した。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 9.2%、同 4.1%と、全体の同 3.4%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 4）。ただ、9 月の前月比は 0.65%と 8 月（同 0.23%）から加速するなど、下げ止まり感が出ていると思われる。

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鈍化基調にあるほか、不動産開発投資も低迷が続いている。

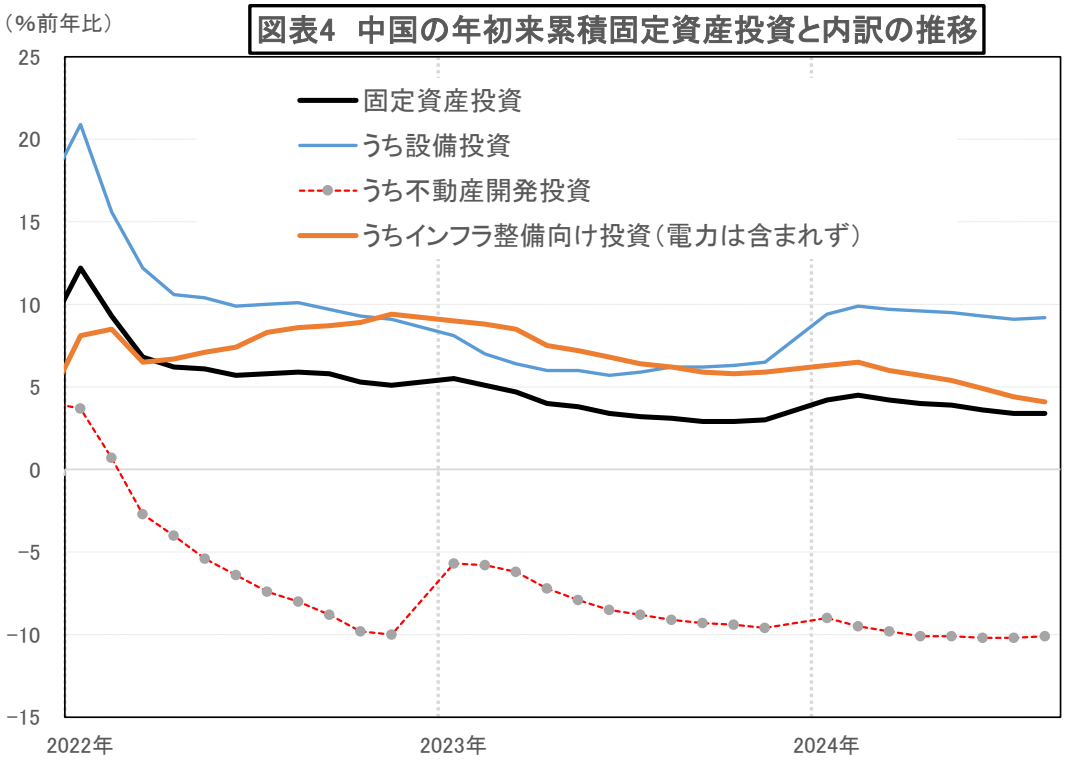

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

インフラ整備向け投資が鈍化基調にある背景として、地方特別債（専項債）によって調達された資金の利用が例年に比べて遅延したほか、資金用途も限られていたことが挙げられる。足元の動きを確認すると、10 月 20 日時点の地方専項債の発行実績は 3.63 兆元で 24 年の発行枠（3.90 兆元）の 93%となった。しかし、財政部（日本の財務省に相当）によると、地方専項債発行によって調達された資金の約半分（1 兆 7,300 億元）はまだ利用されていない。

また、不動産不況対策は実施されているものの、その効果がそれほど見られなかったため、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。

足元では、上海市や北京市などの特大都市の住宅市場には改善の兆しが出ている一方、中小都市では依然在庫の解消には時間を要すると見込まれる。これらを踏まえると、今後の不動産開発投資は一時的に下げ止まり感が出るものの、不振状況が続く可能性が高いと思われる。一方、国と地方の財政政出動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固定資産投資全体を下支えしていくと見込まれる。

**図表4　中国の年初来累積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1～9月期。

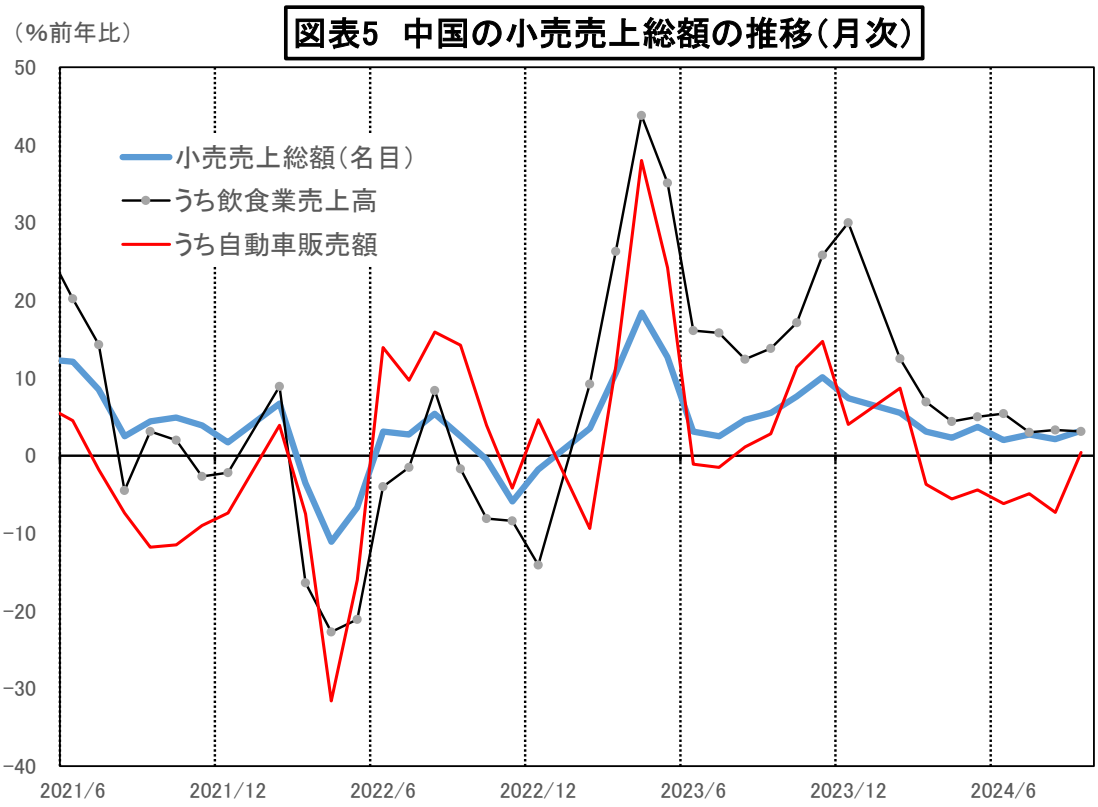

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**消費も政策効果でやや上向いたものの、依然弱い**

また、24年7月、8月、9月の小売売上総額もそれぞれ前年比2.7%、同2.1%、同3.2%と低調に推移した（図表5）。7月と8月の前年比伸び率が同2%台にとどまった背景として、異常気象による消費活動への影響のほか、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たことが挙げられる。16～24歳の若年層の失業率は7月に17.1%、8月に18.8%、9月には17.6%と依然高止まりの状況にある。

他方、9月の消費については、政府の低所得者向けの現金給付、自動車や家電製品の買い替え促進策の効果を受けて小売売上総額は小幅ながら上向いた。前月比も0.39%と8月（同0.02%）から加速した。詳細を見ると、自動車販売促進策の強化を受けて自動車販売額は前年比プラスに転じたほか、家電製品、通信機器、オフィス用品もそれぞれ前年比20.5%、同12.3%、同10.0%と大きく伸びた。一方、9月の化粧品販売額は前年比▲4.5%、金銀装飾品は同▲7.8%、衣服類は同▲0.4%といずれもマイナスが続いた。また、不動産不況で建築資材・内装資材も同▲6.6%と依然軟調だった。

**図表5　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9月。

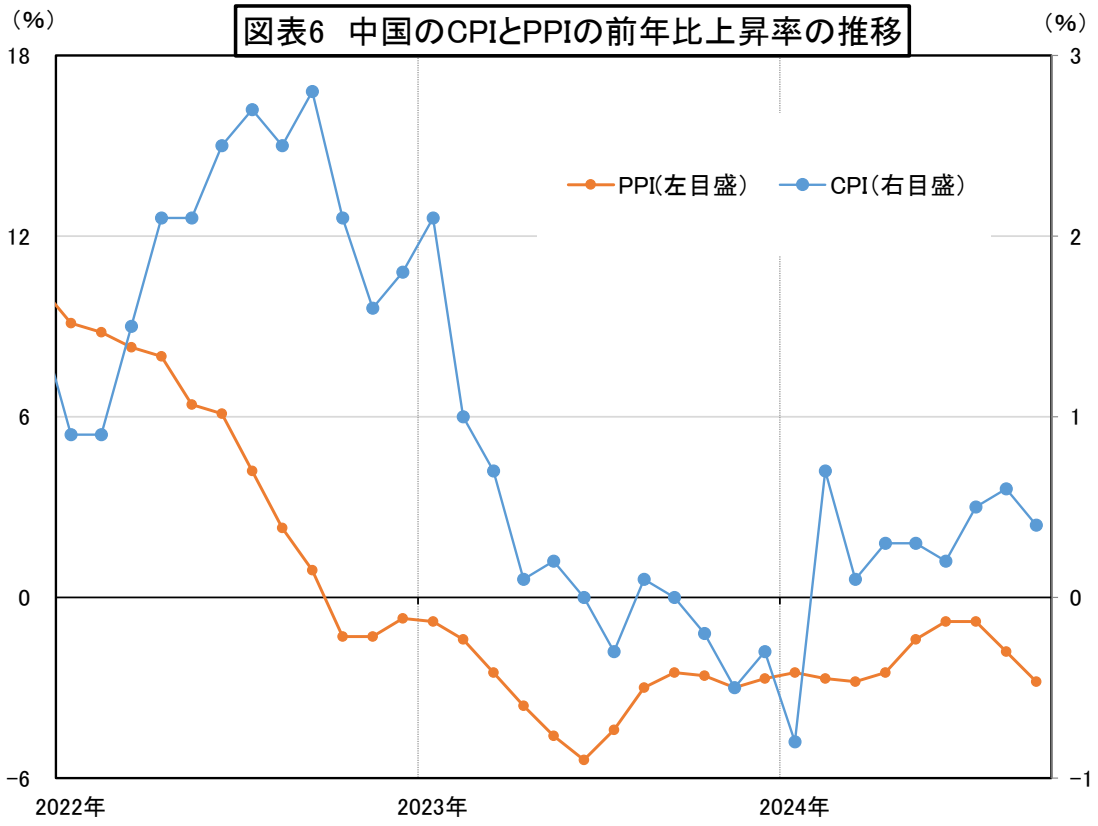

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**低インフレ状態は続く**

前述したように、消費の弱さや不動産開発投資の長期低迷などで内需が弱く、24 年 7～9 月期の GDP デフレーターは前年比▲0.5%と 6 四半期連続のマイナスに陥った。足元で 9 月の消費者物価指数（CPI）が前年比 0.4%と 8 か月連続のプラスとなったものの、8 月からは鈍化した（図表 6）。また、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 0.1%、前月比▲0.1%となった。野菜や豚肉の価格上昇がプラ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。

これらのほか、生産者物価指数（PPI）は一時マイナス幅が縮小したものの、9 月には前年比▲2.8%とマイナス幅が再び拡大した。PPP は 2 年連続の前年割れ状態が続いている（図表 6）。こうしたなか、9 月上旬に上海で開催された「外灘金融サミット」に出席した中国人民銀行（中央銀行）の前総裁の易綱氏は、中国経済がデフレ圧力に直面していると初めて指摘した。今後は合理的な物価水準の形成も意識した金融政策実施の可能性が高まるとみられる。

図表6　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9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

**景気刺激策を相次ぎ発表、焦点は財政出動の規模**

このように低インフレ状況が続き、中国人民銀行と金融規制当局等は 9 月 24 日に、金融緩和策と資本市場支援策を発表した。金融緩和策では、預金準備率が 0.5%引き下げられ、約 1 兆元の流動性が供給されたほか、7 日物のリバースレポ金利（政策金利）が 0.2%引き下げられた。政策金利の引き下げを受けて、10 月 21 日に銀行貸出の参照基準金利である LPR（ローンプライムレート）を 0.25%引き下げることが発表された。

また、資本市場支援策については、2 つの株価下支え措置の新設が発表された。第 1 は、証券・基金・保険会社の保有資産を中国人民銀行保有の国債等に交換し、得られた流動性を株式へ投資するものであり、その規模は 0.5 兆元である（SFISF、スワップファシリティ）、第 2 は、株式保有の拡大・自社株買い資金の再貸付ファシリティで、その規模は 0.3 兆元である。

その後の 9 月 26 日に重要な会議である「中央政治局会議」が開催され、そこで「24 年の成長目標の達成には努力が必要だ」との方針を示した。これを受けて中央官庁の発展改革委員会（10 月 8 日）、財政部（10 月 12 日）、住宅都市農村建設部（10 月 17 日）等は相次ぎ成長目標の達成に向けた施策を発表した。

施策のなか、財政部の藍佛安部長（財務大臣）が説明した追加財政出動の中身に注目が集まっている。具体的には、①高齢者や貧困者への現金支給、②1 兆元規模の特別国債発行を通じた大手銀行への資本注入、③未開発土地の買戻しに利用できるように地方専項債の資金用途規制の緩和、④地方政府の隠れ債務問題解消のため政府債務上限額の大幅な引き上げ、などの内容が発表された。

市場では、④が最も重要視されているが、それについては、法的な手続きを経ることが必要であるため、11 月 4～8 日に開催予定の第 14 期全国人民代表大会（全人代、国会に相当）常務委員会（第 12 回会議）の会議終了後に追加財政出動パッケージの詳細が発表される可能性が高く、その後実施される見通しである。

さらに、不動産支援策も強化された。既存の住宅ローン金利が大幅に引き下げられたほか、住宅ローンの頭金比率も 25%から 15%に引き下げられた。また、不動産デベロッパー（ホワイトリスト）への融資拡大・加速も目指されるなど、住宅購入促進策に加えて、不動産デベロッパーのバランスシート調整にも


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

| | |
|---|---|
| **景気見通し：追加景気刺激策の効果もあり、24 年の成長目標はほぼ達成へ** | 支援策を強化していることが見て取れる。<br>24 年 1～9 月期の成長は前年比 4.8%となったため、24 年通年で前年比 5%の成長を実現するには 10～12 月期は前年比 5.4%の成長が必要となる。9 月の経済指標から、景気は下げ止まりの兆しが出ており、さらに今後は、既存の経済政策による効果と追加景気刺激策による効果が見込まれる。<br>これらを踏まえると、ハードルは依然高いとはいえ、10～12 月期の成長は前年比 5%台へ持ち直し、24 年の「5%前後」の成長目標はほぼ達成されると予想する。今後は、引き続き、追加財政出動の詳細、不動産対策の実施状況、消費拡大策などに注目していきたい。<br>（24.10.28 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