

# Monthly Economist Report

根強いデフレ圧力に向き合う中国経済  
— 需要不足に直面するなか、堅調に回復する鉱工業生産

2024 年 2 月

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence シニアエコノミスト 藺田直孝



2023 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比+5.2%となり、政府当局が掲げる 2023 年通年の経済成長率「5%前後」との目標を達成した。ただし、新型コロナ流行の影響を受けて低水準の伸びであった 2022 年(同+3.0%)からのベース効果によって押し上げられたところも大きい。実態としては、長引く不動産不況に加え、雇用不安もあり国内消費は勢いに乏しいうえ、欧米景気の先行き不透明感は払拭されず、外需を取り巻く環境も厳しい状況が続いており、景気回復のペースは鈍い。また、2023 年の名目 GDP 成長率は同+4.6%と前年(同+4.8%)から鈍化したうえ、名目 GDP が実質を下回る伸びに止まるなど、デシインフレの状況が続いている。

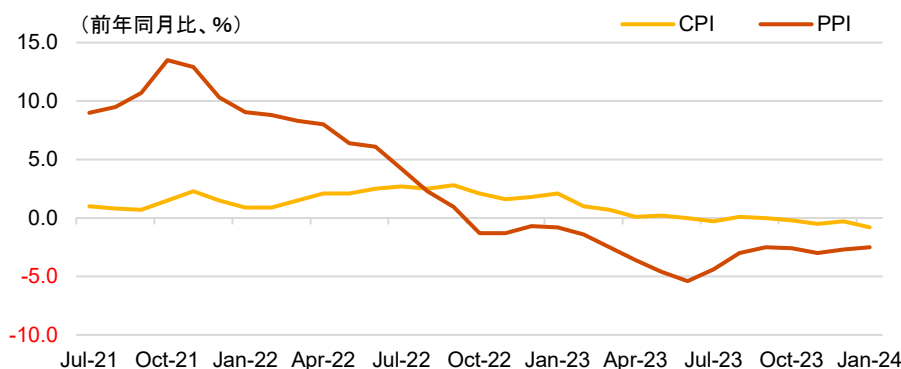
中国はこうした国内外の需要不足に直面する一方で、慢性的な過剰生産能力を抱えていることから、根強いデフレ圧力の余波が国内に止まらず、海外諸国にも波及する「デフレの輸出」が生じる状況も懸念されている。以下では、中国における個人消費や外需、鉱工業生産などを取り巻く環境を踏まえつつ、根強いデフレ圧力に直面している足元の物価動向および今後の見通しについて筆者の見解を述べていく。

## 下押し圧力が根強く、デシインフレの状態にある物価動向

まず中国の全国 CPI(消費者物価指数)と PPI(生産者物価指数)の推移をみると、CPI は 2023 年 10 月以降 4 か月連続、PPI は 2022 年 10 月以降 16 か月連続のマイナスで推移を続けている(図表 1)。

CPI は 2023 年通年で前年比+0.2%となり、政府当局による通年の物価目標 3%を大きく下回った。今年 1 月には前年同月比-0.8%とマイナス幅は前月より拡大し、2009 年 9 月以来の低水準で着地した。中国では家計消費はじめ需要が旺盛となる春節(旧正月)休暇が旧暦の関係で毎年 1 月と 2 月の間を移動する。2023 年の春節休暇は 1 月(1 月 21-27 日)、2024 年は 2 月(2 月 10-17 日)だったため、2024 年 1 月の数字は前年同月比で下振れしやすい点は考慮する必要がある。なお、変動の大きい食品とエネルギーを除くコア CPI は 2024 年 1 月に同+0.4%となり、前月(同+0.6%)から鈍化して着地した。足元での CPI の鈍い動きは食品やエネルギー価格の下落によるものである。2023 年 7 月以降は低位ながらプラスを維持しつつ安定的に推移していることから、現時点でみる限り、物価上昇ペースが鈍化するデシインフレの状態にあると言える。

図表 1 全国 CPI(消費者物価指数)と PPI(生産者物価指数)の推移



(出所) 中国国家统计局、Macrobond より筆者作成。

また、以下図表 2 でカテゴリー別にみると、都市部が 2023 年 10 月以降 4 か月連続でマイナス推移しているうえ、農村部は 2023 年 6 月にマイナス転落して以来 8 か月連続で水面下の推移を続けている。食品・非食品別にみると、食品は中国の食肉需要の約 6 割を占める豚肉の価格が下落基調を続けていることを主たる要因として、2023 年 7 月以降水面下を続けている。その一方で、非食品は 6 月（同－0.6％）を底としてプラス推移を続けている。また、消費品とサービス別にみると、消費品が 2023 年 4 月以降 10 か月連続でマイナス推移を続ける一方で、サービスが底堅く下支えしている構造がうかがえる。

図表 2 CPI(消費者物価指数)のカテゴリー別推移

(前年同月比、%)	2022年			2023年												2024年
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
CPI	+2.1%	+1.6%	+1.8%	+2.1%	+1.0%	+0.7%	+0.1%	+0.2%	+0.0%	▲0.3%	+0.1%	+0.0%	▲0.2%	▲0.5%	▲0.3%	▲0.8%
都市部	+2.0%	+1.5%	+1.8%	+2.1%	+1.0%	+0.7%	+0.2%	+0.2%	+0.0%	▲0.2%	+0.2%	+0.1%	▲0.1%	▲0.4%	▲0.3%	▲0.8%
農村部	+2.5%	+1.7%	+1.8%	+2.1%	+1.0%	+0.6%	+0.1%	+0.2%	▲0.1%	▲0.6%	▲0.2%	▲0.3%	▲0.5%	▲0.8%	▲0.5%	▲0.8%
食品	+7.0%	+3.7%	+4.8%	+6.2%	+2.6%	+2.4%	+0.4%	+1.0%	+2.3%	▲1.7%	▲1.7%	▲3.2%	▲4.0%	▲4.2%	▲3.7%	▲5.9%
非食品	+1.1%	+1.1%	+1.1%	+1.2%	+0.6%	+0.3%	+0.1%	+0.0%	▲0.6%	+0.0%	+0.5%	+0.7%	+0.7%	+0.4%	+0.5%	+0.4%
消費品	+3.3%	+2.3%	+2.6%	+2.8%	+1.2%	+0.5%	▲0.4%	▲0.3%	▲0.5%	▲1.3%	▲0.7%	▲0.9%	▲1.1%	▲1.4%	▲1.1%	▲1.7%
サービス	+0.4%	+0.5%	+0.6%	+1.0%	+0.6%	+0.8%	+1.0%	+0.9%	+0.7%	+1.2%	+1.3%	+1.3%	+1.2%	+1.0%	+1.0%	+0.5%
コアCPI	+0.6%	+0.6%	+0.7%	+1.0%	+0.6%	+0.7%	+0.7%	+0.6%	+0.4%	+0.7%	+0.8%	+0.8%	+0.6%	+0.6%	+0.6%	+0.4%

(出所) 中国国家统计局より筆者作成。

また、PPI は 2023 年通年では前年比－3.0％となり、2024 年 1 月には前年同月比－2.5％となった。2023 年 6 月（同－5.4％）を底として総じてマイナス幅は縮小する方向を辿っているが、2022 年 10 月以来 16 か月連続で水面下の推移を続けている。以下の図表 3 でカテゴリー別にみると、生産財は海外需要の伸び悩みや中国国内の不動産不況を背景とする資源価格の軟化を主な要因として 2022 年 10 月以来 16 か月連続でマイナス推移している。消費財も 2023 年 5 月以降マイナスで推移しており、その中でも耐久消費財が 2023 年 2 月以降 12 か月連続、食品が 2023 年 6 月以降 8 か月連続で水面下の推移を続けている。

図表 3 PPI(生産者物価指数)のカテゴリー別推移

(前年同月比、%)	2022年			2023年												2024年
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
PPI	▲1.3%	▲1.3%	▲0.7%	▲0.8%	▲1.4%	▲2.5%	▲3.6%	▲4.6%	▲5.4%	▲4.4%	▲3.0%	▲2.5%	▲2.6%	▲3.0%	▲2.7%	▲2.5%
生産財	▲2.5%	▲2.3%	▲1.4%	▲1.4%	▲2.0%	▲3.4%	▲4.7%	▲5.9%	▲6.8%	▲5.5%	▲3.7%	▲3.0%	▲3.0%	▲3.4%	▲3.3%	▲3.0%
採掘	▲6.7%	▲3.9%	+1.7%	+2.0%	+0.3%	▲4.7%	▲4.7%	▲11.5%	▲16.2%	▲14.7%	▲9.9%	▲7.4%	▲6.2%	▲7.3%	▲7.0%	▲6.0%
素材	+1.2%	+0.3%	+1.2%	▲0.1%	▲1.3%	▲4.2%	▲8.5%	▲7.7%	▲9.5%	▲7.6%	▲4.0%	▲2.8%	▲2.3%	▲3.2%	▲2.8%	▲2.3%
加工	▲3.5%	▲3.2%	▲2.7%	▲2.3%	▲2.6%	▲2.8%	▲6.3%	▲4.6%	▲4.7%	▲3.8%	▲3.1%	▲2.8%	▲3.0%	▲3.1%	▲3.2%	▲3.1%
消費財	+2.2%	+2.0%	+1.8%	+1.5%	+1.1%	+0.9%	+0.4%	▲0.1%	▲0.5%	▲0.4%	▲0.2%	▲0.3%	▲0.9%	▲1.2%	▲1.2%	▲1.1%
食品	+4.6%	+3.9%	+3.2%	+2.8%	+2.6%	+2.0%	+1.0%	+0.2%	▲0.6%	▲0.9%	▲0.2%	▲0.3%	▲1.2%	▲1.7%	▲1.4%	▲1.0%
衣類	+2.5%	+2.3%	+2.4%	+1.9%	+1.6%	+2.0%	+2.0%	+1.4%	+1.0%	+1.5%	+1.0%	+0.8%	+0.4%	+0.1%	+0.1%	+0.1%
日用品	+1.6%	+1.4%	+1.3%	+1.2%	+0.7%	+0.5%	+0.4%	+0.3%	+0.3%	+0.8%	+0.6%	+0.7%	+0.4%	+0.2%	▲0.1%	+0.0%
耐久消費財	+0.2%	+0.4%	+0.6%	+0.3%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.6%	▲1.1%	▲1.5%	▲1.5%	▲1.2%	▲1.2%	▲2.0%	▲2.2%	▲2.2%	▲2.3%

(出所) 中国国家统计局より筆者作成。

生産財の出荷価格が根強い下振れ圧力に晒されているうえ、国内外の需要が伸び悩むなかで消費財では価格競争が激しくなっており、価格転嫁が思うように進展せず、企業各社は採算悪化に直面している様子が見えてくる。2023 年通算でみた鉱工業企業の営業利益率は 5.76％となり、コロナ禍の影響を受けて企業収益が低迷していた 2022 年通年の水準(6.09％)を下回っており、本格回復まで道半ばの状況にある。

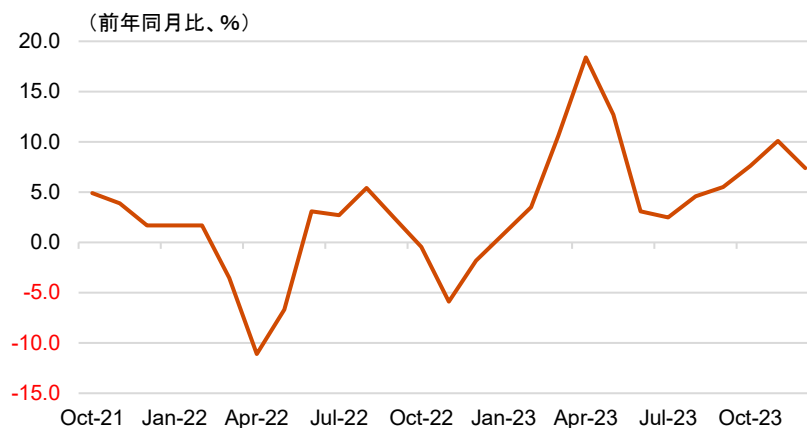
足元では原材料価格の下落を反映して素材および部材など中間財の出荷価格に下押し圧力がかけており、こうした動きに伴い日用品ほか消費財の価格も抑制されている。さらには家計部門で貯蓄性向が高まっているなか、自動車ほか耐久消費財を中心に値下げ競争も激化しており、これが耐久消費財の物価下押しにつながっている。政府当局は 2022 年来小刻みな利下げや預金準備率の引き下げなど金融緩和策を重ねているが、足元の物価下落により実質金利が上昇している。このような状況下で、上述のように生産コストを製品価格へ転嫁することが難しくなると、企業収益は圧迫される。こうした事業環境が続いた場合、企業各社の設備投資の需要は減退し、さらに価格下落圧力につながるといった悪循環に陥る可能性もあるだけに、今後の物価動向を占うためには、企業各社が抱える在庫調整の進展度合いや最終消費の動向に注目しておく必要がある。

## 底入れの兆しはあるものの、まだら模様の回復が続く個人消費

これまで足元でディスインフレ基調を続ける中国の物価動向についてみてきたが、以下では個人消費の現状および今後の見通しについて確認していこう。

中国の社会消費品小売総額(小売売上高)は 12 月に前年同月比+7.4%となり、2023 年通算では前年比+7.2%で着地した(図表 4)。2022 年末の「ゼロコロナ政策」解除に伴い経済活動が正常化に向かうなかで、水面下を余儀なくされた 2022 年通年(同-0.2%)から大幅に回復している。単月ベースでの動きをみると、2023 年 7 月(前年同月比+2.5%)以降 11 月まで 4 か月連続で伸びは拡大したが、12 月単月の伸びは同+7.4%となり、前月(同+10.1%)から鈍化して着地している。ただし、前月比(季節要因調整済)ベースでみると、12 月は 11 月(前月比+0.09%)から拡大し同+0.42%となり、6 か月連続でプラス推移している。総じてみれば、中国の消費はいまだ力強さが実感される局面には至っていないものの、底入れの兆しがうかがえる状況となっている。

図表 4 社会消費品小売総額の推移



(出所) 中国国家统计局、Macrobond より筆者作成。

以下の図表 5 で項目別にみると、消費全体の 1 割強を占める「外食」が、12 月には前年同月比+30.0%と前月(同+25.8%)からさらに増加し、2023 年通算では前年比+20.4%で着地した。2022 年末に「ゼロコロナ政策」の解除に伴い厳しい外出規制から解放されたなか、2023 年初頭に顕在化したほどの力強さはみられないものの、外食に対するニーズは引き続き根強く、足元の消費を牽引している。

図表 5 社会消費品小売総額の項目別推移

(前年同月比、%)	2022年			2023年											
	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2023年通算
社会消費品小売総額	▲0.5%	▲5.9%	▲1.8%	+3.5%	+10.6%	+18.4%	+12.7%	+3.1%	+2.5%	+4.6%	+5.5%	+7.6%	+10.1%	+7.4%	+7.2%
うち自動車以外	▲0.9%	▲6.1%	▲2.6%	+5.0%	+10.5%	+16.5%	+11.5%	+3.7%	+3.0%	+5.1%	+5.9%	+7.2%	+9.6%	+7.9%	+7.3%
うちオンライン販売	+22.1%	+3.9%	+15.6%	+5.3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+8.4%
うち一定規模以上(注)	▲0.5%	▲5.8%	▲1.3%	+2.1%	+10.1%	+19.0%	+12.5%	+2.3%	+0.3%	+3.1%	+5.2%	+8.7%	+10.0%	+6.6%	+6.5%
外食	▲8.1%	▲8.4%	▲14.1%	+9.2%	+26.3%	+43.8%	+35.1%	+16.1%	+15.8%	+12.4%	+13.8%	+17.1%	+25.8%	+30.0%	+20.4%
うち一定規模以上(注)	▲7.7%	▲7.5%	▲17.8%	+10.2%	+37.2%	+44.6%	+31.4%	+15.4%	+10.9%	+10.4%	+12.8%	+18.0%	+24.6%	+37.7%	+20.9%
商品	+0.5%	▲5.6%	▲0.1%	+2.9%	+9.1%	+15.9%	+10.5%	+1.7%	+1.0%	+3.7%	+4.6%	+6.5%	+8.0%	+4.8%	+5.8%
うち一定規模以上(注)	+0.0%	▲5.7%	▲0.2%	+1.5%	+8.5%	+17.3%	+11.1%	+1.4%	▲0.5%	+2.5%	+4.7%	+7.9%	+9.0%	+4.8%	+5.5%
地域別															
都市部	▲0.6%	▲6.0%	▲1.8%	+3.4%	+10.7%	+18.6%	+12.7%	+3.0%	+2.3%	+4.4%	+5.4%	+7.4%	+10.0%	+7.2%	+7.1%
農村部	+0.2%	▲5.2%	▲1.3%	+4.5%	+10.0%	+17.3%	+12.8%	+4.2%	+3.8%	+6.3%	+6.3%	+8.9%	+10.4%	+8.9%	+8.0%

(注) 年商 20 百万元以上の卸売企業、同 5 百万元以上の小売企業、および同 2 百万元以上の外食企業。

(出所) 中国国家统计局より筆者作成。



また、「商品」についてみれば、一定規模以上では 2023 年 7 月に一度マイナスとなったものの、8 月以降プラスを維持し、2023 年通年では前年比+5.8%で着地した。「商品」を品目別にみると、食品(前年比+5.2%)および飲料(同+3.2%)がまず堅調に推移したほか、アパレル(同+12.9%)や金・宝飾(同+13.3%)、体育・娯楽(同+11.2%)、化粧品(同+5.1%)など外出に関連する項目が堅調に増加した。たばこ(同+10.6%)も婚礼需要の盛り上がりなどに伴い根強い伸びを示した。この他、スマートフォンなど通信機材(同+7.0%)が大手地場メーカーによる 5G 対応の新機種の好調な販売に牽引され大幅な伸びを示した。一方で、家電製品(同+0.5%)のほか、生活必需品である日用品(同+2.7%)の動きは鈍い状態が続いている。長引く不動産不況の影響から、オフィス用品はマイナス推移を続けているほか、2023 年 11 月には一旦プラスに転じた建築内装材も再びマイナスに転落した。家具も相変わらず低位のプラス推移を続けている。このように不動産需要の長引く低迷が耐久消費財の需要の足かせとなっており、小売全体の動向をみても分野や品目ごとにまだら模様の状況となっている。

加えて、消費者サイドの景況感を占うべく図表 6 で消費者信頼感指数をみると、2023 年 12 月は 87.6 ポイントとなり、2022 年 4 月以降未だに 100 を割り込み低水準で推移していることから、消費者のマインド回復への道のりは遠いように思われる。

図表 6 消費者信頼感指数の推移



(出所) 中国国家统计局より筆者作成。

ここで最近の消費トレンドを確認するため、2024 年の旧正月(春節)休暇(2/10-2/17)の消費動向をみてみよう。同期間中の中国国内旅行者数は前年同期比+34.3%(2019 年比+19.0%<sup>1</sup>)の 4 億 7,400 万人、国内旅行者の総消費額は同+47.3%(同+7.7%)の 6,327 億元(約 13 兆円)となり、新型コロナ流行前の 2019 年の水準を上回った(中国文化旅游部データセンター)。ただし、旅行者数の伸びに対して総消費額の伸びは小さく、一人当たり消費額の伸びは穏やかとなっている。

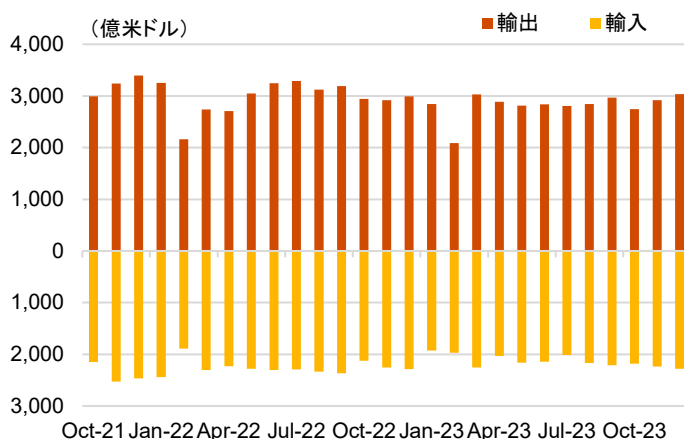
新型コロナ流行以降、中国では「先回家、再出遊(まず帰省してから、旅行に行く)」の傾向が出てきており、旧正月(春節)休暇中も高額かつ遠方の海外旅行でなく、帰省先の周辺地域で家族や親族と過ごす、いわゆる「安・近・短」を志向する動きもうかがえる。例えば映画の興行収入をみると、同期間中は前年比+18.5%の 80 億元、観客数は同+26.4%となり、過去最高を記録するなど(中国国家電影局)、手軽で割安な娯楽のニーズが実感される。また、同期間の出入国者数は 1,352 万人となり、2019 年の約 9 割の水準まで回復したが、主たる旅行地としてはタイや香港といった近隣地域が人気となっている。さらには、かつて話題となったようなブランドショップや免税店での「爆買い」が手控ええられる傾向がある一方で、各地の伝統や文化に触れられる体験ツアーのような多様なニーズが増えている。中国では長引く不動産不況や厳しい雇用環境に伴う先行き不安により消費者の財布の紐は固く、節約志向が強くなっているが、経済高成長を遂げてきたなかで消費者の審美眼が高まるに伴い、高額なモノ消費に止まらず人生や生活を豊かにするコト消費へのシフトも進んでいるように思われる。こうした傾向がどのように定着していくのか注目していく必要があろう。

<sup>1</sup> 中国の旧正月(春節)休暇は例年 7 日間であるが、2024 年は 8 連休だった。統計を公平に比較対象とするため、中国国内旅行者数および総支出額ともに 7 日間に換算した数字を基に前年同期比・2019 年比の伸び率を算出したもの。

## 国内外の需要伸び悩みに伴い、低調な推移が続く貿易総額

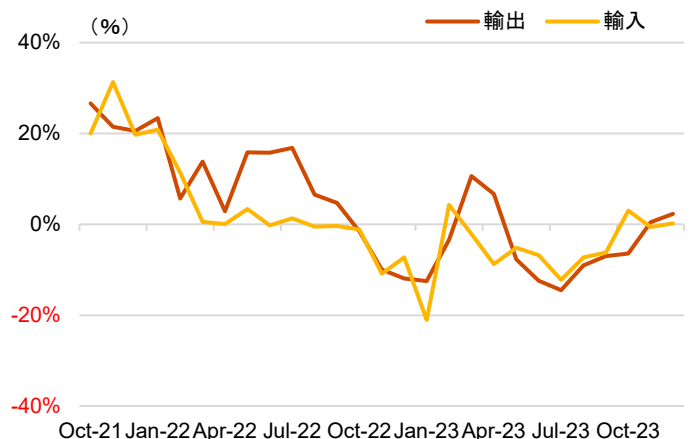
続いて、以下の図表 7 および図表 8 で足元での貿易動向についてみていこう。2023 年 12 月の輸出総額(米ドル建て)は前年同月比+2.3%となり、11 月以降 2 か月連続のプラスとなった。ただし、足元の伸び率は、同 10%程度のマイナスで推移した前年との比較によるベース効果での反動増もある。2023 年を振り返ると、春節(旧正月)連休後に工場の生産が再開するに伴いサプライチェーンの正常化に向けた動きが顕在化したため、輸出総額は 3 月および 4 月に一時的にプラスに転じたが、積み上がった受注が一巡するに伴い再び減速を余儀なくされた。年後半には穏やかな回復トレンドも見受けられたが、2023 年通算では前年比-4.6%となり、2016 年以来 7 年ぶりのマイナスで着地した。また、輸入総額は、2023 年 12 月に前年同月比+0.2%となり、2 か月ぶりに前年同月を上回ったが、2023 年通算では前年比-5.5%とマイナスで着地した。足元では米中対立に端を発したサプライチェーン見直しの動きが顕在化しているほか、国内外でパソコンや携帯電話、アパレルなどに対する需要の伸び悩みが続いていることが影響している。

図表 7 輸出および輸入額の推移



(出所) 中国海関総署、Macrobond より筆者作成。

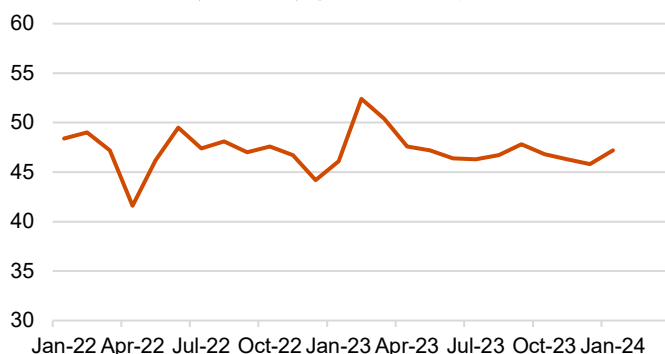
図表 8 輸出および輸入の伸び率推移



(出所) 中国海関総署、Macrobond より筆者作成。

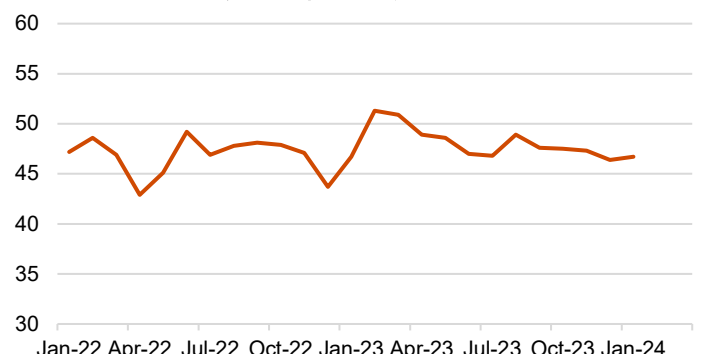
輸出および輸入ともに月次伸び率のマイナス幅は昨年 7 月を底として総じて縮小する方向にあるが、ここで中国の貿易の先行きを占うべく購買担当者景気指数(PMI)のうち新規輸出受注指数および輸入指数をみると、両指数とも今年 4 月以降は企業活動拡大・縮小の基準となる 50 を割り込んで推移している(図表 9、図表 10)。このことから、企業各社が貿易を取り巻く環境には引き続き慎重なスタンスにあり、マインドは悪化傾向を続けている状況がうかがえる。

図表 9 新規輸出受注指数の推移



(出所) 中国国家统计局より筆者作成。

図表 10 輸入指数の推移



(出所) 中国国家统计局より筆者作成。

今後の貿易動向についてみれば、欧米を主体に世界経済が不透明な状況が続いているうえ、コロナ明けの巣ごもり需要の剥落もあり需要回復は期待しがたい状況にあるだけに、中国からの輸出は当面伸び悩みを余儀なくされるものとみられる。今後も資源の国際価格の動向も睨みつつ、欧米景気の回復度合いを含めた世界経済の動向はもちろん、中国国内の企業各社の受注動向や手元在庫の過剰感といった諸点に注視していく必要があろう。

## 政府当局による相次ぐ金融政策の効果は要注目

以上みてきたとおり、中国国内の消費が長引く不動産不況や雇用不安を背景として力強さを欠いたまま推移しているなか、政府当局は景気刺激策として金融政策を打ち出している。まず中国人民銀行(中央銀行)は2月5日より預金準備率を0.5%引き下げる旨決定した。2023年9月以来となるもので、これまで0.25%ずつの引き下げが多かったが、今回は引き下げ幅を拡大しており、これにより1兆元の長期資金が市場に放出されている。加えて、2月20日には、住宅ローン金利の基準となる5年物最優遇金利(LPR)を0.25%引き下げて3.95%とする旨発表した(1年物LPRは3.45%で据え置き)。今回は2023年6月に実施した0.1%の利下げ以来の措置であるが、0.25%の利下げ幅は2019年以来最大となる。また、上述の預金準備率引き下げと利下げを同じ月に実施するのは2021年12月以来であり、長引く不動産不況からの脱却に向けた政府当局の本気度がうかがえる。

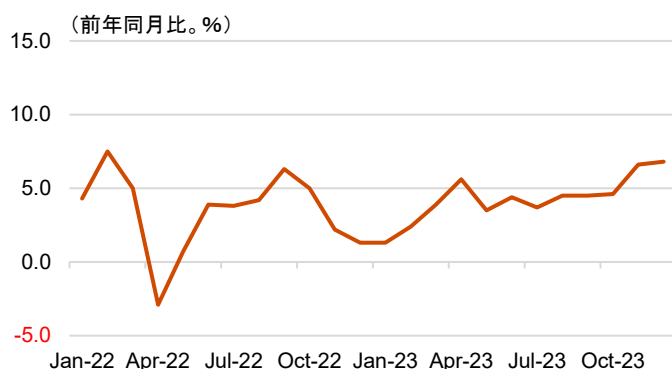
これまで中国当局は住宅ローン借入時の頭金比率の引き下げや金利の引き下げを許可するなど需要喚起のテコ入れ策を実施したほか、2023年7月には不動産開発企業向け融資の返済期限延長を発表するなど不動産市場の下支えに向けて動いている。ただし、現時点でみる限り、具体的な政策効果が実感される状況には至っておらず、消費者の住宅購入意欲は冷えてきている。中国のGDP全体に占める不動産および関連セクターの割合は約3割に達するとも言われており、長引く不動産不況からの脱却が重要な課題であるが、ゼロコロナ政策解除後にも雇用改善が進まず家計部門では貯蓄・節約志向が強まるなかで、不動産需要への下押し圧力は根強い状態が続いている。足元では先行き不安から投資用物件を売り出す人が増えており、価格下落圧力が高まるとともに、販売低迷は長期化している。ここで主要70都市の新築住宅価格の動向をみると、2023年6月以降は過半の都市で価格下落が続いており、2024年1月には全体の約8割となる56都市で価格が前月比下落した。また、中古住宅価格をみると、1月には全70都市のうち68都市で値下がりするなど、厳しい市場環境が続いている。このため、昨年来住宅ローン金利が引き下げられ、より低利のローンへ借り換えしやすい環境になっている一方で、借り換えの際に物件価値が下落していると、担保割れした部分は返済が求められることから、借り換えが躊躇されるケースもある模様。また、中国では物価上昇率を勘案した実質金利は高止まりしている。実質金利が高いと中国人民銀行が政策を通じて市場に資金を供給しても銀行に滞留しがちとなる。加えて、利下げほか金融緩和により人民元安が進展した場合、国外への資金流出につながる懸念があるほか、貸出金利を引き下げると商業銀行の利ざやを圧迫することになるため、中国人民銀行は思い切った利下げに対して慎重なスタンスとなる傾向がある。今回の利下げ措置において、5年物を対象とし、1年物を据え置きとしたのも商業銀行の収益性に対する配慮があったともみられる。

引き続き不動産市場の低迷が続いた場合、追加的な支援策が打ち出される可能性もあるとみられる。政府当局としては2021年に打ち出した「共同富裕」の考えを前提としつつ、行き過ぎた不動産市場の過熱を回避し、住宅価格を手頃な水準とすることを目指すスタンスを維持すると考えられる。一方で、足元では市場の先行き不安が払拭されておらず、高額な不動産購入に躊躇するマインドは消費者の間で相変わらず根強い。また、中国を代表する大手不動産事業者が不動産市況の悪化に伴う赤字転落や資金繰り悪化を余儀なくされる事態が相次いでいる。不動産開発事業者の資金難に伴い住宅建設が止まり、住宅購入者に期限どおり物件が引き渡しされないことを警戒し、住宅購入者の間では新規の住宅購入を手控える動きも顕在化している。上述のとおり、中国政府当局は利下げほか金融緩和を通じて景気テコ入れを実現させつつも、過度な人民元安の進行は回避するといった政策上のジレンマを抱えており、難しい舵取りが求められている。足元の厳しい市場環境から脱却するために政府当局が打ち出す金融政策の動向には注目していく必要がある。

## 堅調に回復基調を辿る鉱工業生産—需給ギャップの拡大とデフレ圧力の高まり

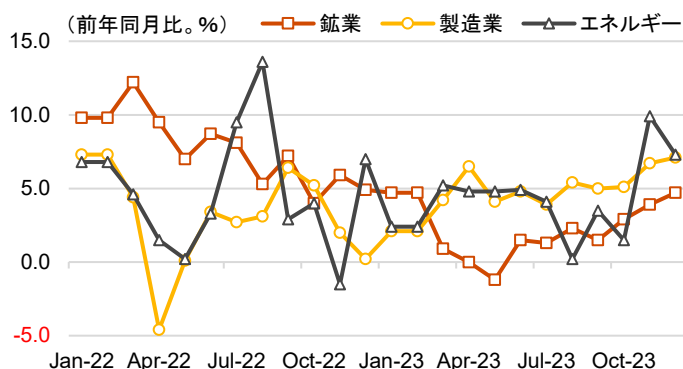
長引く不動産不況に加え、雇用不安もあり国内消費は勢いに乏しいうえ、欧米景気の先行き不透明感は払拭されず、外需を取り巻く環境も厳しい状況が続いているなか、中国の鉱工業生産が先行して堅調な回復基調を辿っている。以下の図表 11 で中国の鉱工業生産の動きをみると、2023 年 7 月を底として 5 か月連続で拡大基調を辿っている。2023 年 12 月は直近のピークとなる 2023 年 4 月（同+5.6%）の水準を超え、前年同月比+6.8%となり、2023 年通算では前年比+4.6%で着地した。前月比ベースでも、2023 年 5 月以降 8 か月連続でプラス推移を続けており（12 月は前月比+0.52%）、生産活動は堅調に持ち直している様子がうかがえる。

図表 11 鉱工業生産の推移



(出所) 中国国家统计局、Macrobond より筆者作成。

図表 12 鉱工業生産(分野別)の推移



(出所) 中国国家统计局、Macrobond より筆者作成。

また、図表 12 で分野（製造業、鉱業、エネルギー関連）別にみると、製造業（2023 年：前年比+5.0%）の伸びが 2023 年を通じて全体を牽引する動きを示している。2023 年 11 月以降は冬場のエネルギー需要の高まりを受けてエネルギー関連（同+4.3%）が加速したほか、鉱業（同+2.3%）も底打ち感がうかがえる状況となっているが、エネルギー関連および鉱業ともに鉱工業生産全体の伸び（同+4.6%）を下回る水準で着地した。

ここで品目別にみると、自動車（同+9.3%）のなかでも新エネルギー車（同+30.3%）は高い伸びを続けているほか、太陽電池（同+54.0%）や発電機（同+28.5%）など、政府当局による支援の対象であるクリーンエネルギー関連の品目が引き続き堅調に推移している。また、非鉄金属加工（同+8.8%）や金属製品（前年比+3.2%）の生産も堅調に推移している。一方、政府当局によるインフラ投資の拡充に向けたテコ入れはあるものの、粗鋼（同±0.0%）や鉄鉄（同+0.7%）、鋼材（同+5.2%）のほか、セメント（同-0.7%）の生産は足元で弱含みの動きを示している（12 月単月では、粗鋼<前年同月比-14.9%>、鉄鉄<同-11.8%>、鋼材<同+1.5%>、セメント<同-0.9%>）。

以上みたとおり、足元では分野や品目ごとにまだ模様が続いているが、一部の産業セクターにおいて在庫調整が進展している様子もうかがえる。今後は、新エネルギー車ほかクリーンエネルギー関連の分野などを主体に在庫調整が一巡するに伴い、在庫積み増しに向けた動きも展望されよう。ただし、2023 年 7 月以降、政府当局により民営企業や不動産セクターへの支援刺激策が相次いで打ち出されているが、先述のとおり、中国国内ではいまだ本格的な需要回復には至っていない。また、貿易動向をみても、2023 年後半から回復トレンドもうかがえるが、回復に向けた力強さは十分に感じられず、実態ベースでみれば内外需ともにいまだ力強さに欠ける状況が続いている。このため、在庫調整の局面から脱して生産体制が正常化に至るまで今暫く時間を要し、企業各社が最終製品の価格に転嫁しきれない状況は当面続くことになるとみられる。

もっとも、鉄鋼など資源関連のほか、自動車や家電関連など消費財の分野で過剰生産能力を抱えている中国では、雇用創出のためにも生産活動を継続する傾向が根強くうかがえる。需要不足のなかでも生産活動が継続すれば需給ギャップが拡大し、中国国内にさばき切れない在庫が滞留することとなるが、こうした在庫が安値で海外に流出する「デフレの輸出」につながる懸念も指摘されている。実際、足元では鋼材のほか、軽油やガソリンなど石油製品、自動車などの分野で、中国国内に滞留する過剰在庫をさばくため、中国企業を中心に価格を抑えて輸出を増加させる動きが顕在化している。今後も中国国内で旺盛な生産活動が継続すれば、更なるデフレ圧力の高まりに直面することとなり、ここでの在庫の動き次第では国際市況に影響を与えるほか、周辺諸国との貿易摩擦につながる可能性もあるとみられる。政府当局が打ち出す各種政策はもちろん、企業各社が抱える在庫調整の進展度合いや在庫積み増しに向かう動き、最終消費の動向にも引き続き注目しておく必要があろう。



## まとめ

本稿では、中国における個人消費や外需、鉱工業生産などを取り巻く環境を踏まえつつ、根強いデフレ圧力に直面している足元の物価動向および今後の見通しについて論じてきた。2023 年の実質 GDP 成長率は政府当局が掲げる「5%成長」を実現したとはいえ、実態ベースでみれば、長引く不動産不況に加え、雇用不安もあり国内消費は勢いに乏しいうえ、欧米景気の先行き不透明感は払拭されず、外需を取り巻く環境も厳しい状況にあり、景気回復のペースは鈍く、国内外の需要不足に直面している。雇用環境の厳しさから先行き不安は払拭されず、これが住宅需要の足かせになるとともに、家計部門の財布の紐が固くなり個人消費が伸び悩むなど、景気を巡る悪循環から抜け出し切れない状況が続いている。

このため、政府当局は長引く不動産不況からの脱却を目指し預金準備率引き下げや利下げといった金融政策に加えて、不動産をはじめとする分野に相次いで景気刺激策を打ち出している。こうした動きからは足元の厳しい景気に対する政府当局の危機感もうかがえるが、現時点でみる限り、これらの政策効果が十分に顕在化したとはいいがたい状況にある。金融緩和を通じて景気テコ入れを実現させつつも、過度な人民元安の進行は回避するといった政策上のジレンマを抱えているため、大胆な政策の打ち出しも展望しがたく、難しい舵取りが求められている。こうした厳しい環境下、慢性的な過剰生産能力を抱えている中国において今後も旺盛な生産活動が継続すれば需給ギャップが拡大し、更なるデフレ圧力の高まりに直面することとなる。また、中国国内でさばき切れない在庫が安値で海外に流出する「デフレの輸出」につながり国際市況に影響を与えるほか、周辺諸国との貿易摩擦につながる可能性もあろう。

2024 年の中国経済を展望すると、人口減少や少子高齢化といった構造的な問題を抱えつつ、長引く不動産不況の下で需要不足の状態から脱し切れず、全体として勢いに乏しく吹っ切れない状況が続くとみられる。また、上述のとおり、生産活動に対する根強い意欲が維持された場合、足元のデフラインプレの状態にもう一段のデフレ圧力を余儀なくされることにもなる。今後については、3 月 5 日に開幕する全人代(全国人民代表大会)で、2024 年の経済成長の目標や財政予算案が公表される予定であるが、ここでは追加の景気刺激策や、若年労働者の雇用対策なども注目される。引き続き政府当局が打ち出す政策動向は勿論、不動産セクターをはじめ各産業への追加の景気刺激策の動向を見極めつつ、中国経済の先行きを確認していく必要があろう。

蘭田 直孝

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2024 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.