

## China Economic Outlook 2024 年 11 月

一連の追加経済対策で年内景気は一旦加速へ／トランプ再選。関税引き上げを早速表明

丸紅（中国）有限公司 経済研究チーム長 鈴木 貴元

[suzuki-t@marubeni.com](mailto:suzuki-t@marubeni.com)

- 中国景気の状態：第 4 四半期は、消費と輸出の上ブレで前期より一旦加速する見通し。しかし、経済対策によるところが大きく、自律的、持続性には疑問。景気は 2025 年に入って漸次減速してくることを予想。中国政府は来年更なる政策を打ち出すと予想
- 11 月のムード：月前半は「比較的強い期待」を維持するも、後半進むに連れて、政策期待の希薄化や、再選が決まった米トランプ次期政権への不安により、予想は二方向に分かれて不透明に
- 経済統計：第 4 四半期の始まりとなる 10 月は耐久財買い替え政策等が奏功し、一旦上向きの動き。ただし、自律的、持続的とは言い難く、各産業が孤軍奮闘状態。生産は加速が続かず。
- 2024 年、2025 年の見通し：2024 年は前年比 +4.7%、2025 年は同 +4.3%。上ブレと下ブレ両方に可能性
- 経済政策：11 月 8 日に地方政府隠れ債務の地方専項債借り換え等を発表するも、国債は出番なく
- 米中関係（中国外交）：欧米からデカップリングへの政策が続くも、輸入博や主要各国との対話でむしろ先々への自信を強める。APEC・G20 でも存在感を高める。トランプ氏の再登板が決まり、対中強硬派の政権ができること、早速の追加関税宣言に警戒

## 1. 中国景気の状態：第 4 四半期は、消費と輸出の上ブレで前期より一旦加速する見通し。しかし、経済対策によるところが大きく、自律的、持続性には疑問。景気は 2025 年に入って漸次減速してくることを予想。中国政府は来年更なる政策を打ち出すと予想

（1）11 月のムード：月前半は「比較的強い期待」を維持するも、後半進むに連れて、政策期待の希薄化や、再選が決まった米トランプ次期政権への不安により、予想は二方向に分かれて不透明に

11 月の中国のムードは「比較的強い期待」からスタートした。全人代常務委員会会議（11 月 8 日閉会）、上海輸入博（同 10 日閉幕）、「双十一（独身の日）」（同 11 日終了）、10 月主要経済指標発表（同 15 日）など経済的なイベント、また、APEC 首脳会議（習近平主席同 17 日までペルー訪問。石破首相、バイデン大統領などと会談）、G20（同 21 日までブラジル訪問）など国際的なイベントが行われた頃までは比較的強い期待が続いた。一方、11 月 5 日の米大統領選挙で共和党のトランプ候補が再選を決め、議会選挙も共和党が勝利し、月後半以降、新政権メンバーの概要が見えてくると、トランプ氏のチームや「トリプルレッド」による対中政策強硬化の懸念や、同氏が選挙公約で挙げていた追加関税実施への懸念などが表れ、経済見通しに影を落とした。

個別のイベントを評価すると、最も強く期待されていた全人代常務委員会会議では、隠れ債務の地方専項債への借り換え等が 12 兆元という大きな規模で発表されたものの、事前に期待された公共投資や民生事業の大幅追加、所得補填等の「追加財政政策」とはならず、結果として期待に水が差された。また「双十一」では、期間の延長により販売が大きく伸びた形になったものの、巷間で販売が活発だったとの実感は一部からしか聞かれず、むしろ今後の反動減の懸念などが聞かれた。そして極めつけは、選挙終了から 1 週間程して徐々に判明したトランプ次期政権の人事で、同氏に忠実で巧妙で対中強硬的な外交・安保・経済のチームが見えてきたことと、選挙終了からわずか 3 週間で選挙公約にあった対中関税引き上げを氏が明言したことなどから、先行きに不透明感が表れた（ただし、国連やグローバルサウス、米国を含む先進国との交流、再度の追加経済政策などの余地から、国内機関からは一定程度対処可能という指摘・宣伝も多くなされた）。

11月15日までに発表された10月の景気指標は、詳しくは後述するが、消費と輸出がイベント要因や特殊要因で押し上げられ、また上述のように一連の追加経済対策を受けて不動産販売や金融取引が一応押し上げられたため、統計的には好転していた。国家統計局はそれを「3つの上昇、2つの安定、1つのブースト」と表現した。1つのブーストとは期待の改善である。ただ、不動産価格は下落方向のまま、株価は下がりすぎが是正されただけである。期待がブーストしたと言って良いかは希望的観測を入れなければ難しいと考えられる状況であった（またこの時点ではトランプ新政権に関する動きは出ていなかった）。

巷間での動きを見ると、10月に水面から顔をのぞかせた新築住宅販売の伸びは、11月に入っても回復の動きが続き、一部の大都市では前年比倍増という伸びを見せた。しかし、「不動産市場の正常化」、すなわち在庫が適正化し、価格が全面的に下げ止まってくる。デベロッパーの債務問題や再編問題が進展を見せる。不動産の問題が投資や消費の足かせとならなくなる、などという抜本的改善の顕現を期待・予想する向きは強まらなかった。地方政府の隠れ債務の借り換え、地方政府による住宅在庫の買い取りには期待が高まったが、それでどうなるかということについては巷間では理解が深まらなかった。他方、一連の追加経済対策で持ち直しを見せた株価は、月前半までは緩やかながら上向きのモメンタムを維持したが、月後半に入ると、上向きのモメンタムは希薄になり（トランプ氏再選はハイテク株売りにつながった）、月末にかけて10月の相場水準まで緩やかに低下していった。自社株買い進展、上場企業の合併といった株式需給改善の動き、企業ファンダメンタルズ改善の取り組みは随時報道されたが、これらが相場を支えるという認識は薄れていった。こうした中、期待の高まりによる資産価格上昇と内需拡大の好循環への期待・動きは出るはずもなかった。

政府は、自動車や家電の買い替えが順調となったことや、低空経済（ドローン等）、ウィンタースポーツ、シルバー経済などを振興していることなども宣伝しており、これらはムードの下支えになったと思われるが、これらはミクロな出来事であり、全体への影響は大きくなかったと思われる。

11月後半になり、11月8日までの一連の追加経済対策と11月5日のトランプ氏再選を受けた修正経済見通しが発表されるようになった。国内機関などでは、隠れ債務の地方专项債への借り換え政策を積極的に評価し、2024年+5%弱、2025年+5%程度を予測するようになったが、海外機関などでは、2024年については国内金融機関と同じような見通しだが、2025年については+4%台半ばないしそれ以下と予測するようになった。中国経済の先行きの見方は二つに分かれてしまっている。

図表1 双十一（独身の日）

・双十一販売動向（星図数拠、11/12発表等）

- 9万ブランド、2,000万商品アイテム
- 販促期間（10月8日・14日～11月11日）  
（昨年は10月24日～11月11日）
- 販売額1兆4,837億元、前年比26.3%増（計算）
  - 天猫は589ブランドの販売が1億元超え。  
前年比47%増。京東は購入者数が前年比2割増。ライブコマースでの販売が4.8倍
  - 唯品会は女性用アパレルの販売数5～7割増、男性用アパレルの一部が3割増
  - 蘇寧易購は買い替え政策関連の販売が3.5倍
  - 小米319億元、アイフライテック65%増（金額）
    - スマホ前年比9%減（前年第44～45週比）
- ・ 広東省、上海市などの地方政府は家電購入に最高2,000元を補助。家電や内装品の一部は4割引きで購入可能だった

| PF別             | 金額<br>(億元) | 前年比<br>(%) | 一日当たり 前<br>年比 (%) |
|-----------------|------------|------------|-------------------|
| 総合EC            | 11,093     | 20.1       | ▲ 21.3            |
| ライブコマース         | 3,325      | 54.6       | 1.3               |
| ニューリテール         | 281        | 19.1       | ▲ 22.0            |
| 共同購入            | 138        | 10.8       | ▲ 27.4            |
| 商品別             |            |            |                   |
| 家電              | 1,930      | 26.5       | ▲ 17.1            |
| コンシューマーエレクトロニクス | 1,706      | 23.1       | ▲ 19.3            |
| 衣類              | 1,664      | 21.4       | ▲ 20.5            |
| スキンケア用品・化粧品     | 963        | 22.5       | ▲ 19.7            |
| 靴・かばん           | 770        | 14.8       | ▲ 24.8            |
| 食品・飲料           | 640        | 11.6       | ▲ 26.9            |
| パソコン・オフィス用品     | 625        | 7.1        | ▲ 29.8            |
| 家具・建材           | 477        | 14.6       | ▲ 24.9            |
| 乳幼児・マタニティ用品・玩具  | 436        | 12.6       | ▲ 26.2            |
| スポーツ・アウトドア用品    | 423        | 18.6       | ▲ 22.3            |
| 合計              | 14,418     | 26.6       | ▲ 19.6            |

（注）23年は10/14～11/11（拼多多、抖音10/8～）、22年は10/24～。合計は発表値  
（資料）星図数拠

（２）経済統計：第４四半期の始まりとなる１０月は耐久財買い替え政策等が奏功し、一旦上向きの動き。ただし、自律的、持続的とはいえず、各産業が孤軍奮闘状態。生産は加速が続かず。

（全体）

２０２４年１０月、景気は一旦上向きの動きを見せた。需要サイドでは、投資の伸びは足踏みしていたが、消費と輸出が再加速を見せた。１１月に入ると、一般消費の動きは鈍ったようだが、自動車販売が２桁増の勢い。港湾にはクリスマス向け商品を積んだ輸出向けコンテナが例年以上にヤードに運び込まれた模様で、これらは１０月の上向きの動きが１１月にも続いたことを示唆した。一方、供給サイドでは、在庫の伸びがやや高まる中、工業生産の伸びは幾分頭打ちとなった。１１月についても、製造業に対する各種アンケート調査からは、弱含み継続の結果がうかがわれた。併せて見れば、デフレギャップ拡大に一旦歯止めがかかった展開となった。

上向き要因を見れば、消費は自動車・家電買い替え政策と「双十一」の前倒し実施、輸出はシリコンサイクルの上向きの動きと、在庫処分の輸出ドライブ及び貿易摩擦の激化を懸念した輸出前倒しであり、自律的・持続的な要因とはいえず難しかった。需給を反映する物価や雇用などを見ると、消費者物価も生産者物価も下向き、失業率は若者の失業率が例年と比べて高止まり、企業収益は前年比マイナスが続いた。

産業毎に見ると、昨今の報道では、景気対策を背景に「新三様」の筆頭であるEVについては生産が再加速。太陽光パネルや電池はすぐの話ではないが先々需給が改善してくるという期待が示されるようになった。しかし、堅調となるのはむしろ少数派。堅調さからのスピルオーバーは見えにくい、各産業がそれぞれ孤軍奮闘している様子であった。

総じてみると、一連の追加経済対策への期待は全体的には萎み気味であるが、景気は一旦上向いた。ただし、自律的、持続的とはいえず難しかった。後述する、１１月末に動き始めた米トランプ次期政権のディールを狙った威圧的な動きは、１０、１１月の上向きの動きを一気に反転させる可能性を見せたとまとめられる。１２月から２０２５年３月にかけて、中国及び中国経済は新年度の準備に入る。家計・企業は前倒しでできることをした後、越冬・春節という調整の期間に入る。ここで、生産調整の進展や追加財政政策、国際政治の好材料などが出てくるのか。様子見の時期を迎えつつある。

図表２ 中国のマクロ経済の公式評価

・発展改革委員会李超報道官（政策研究室副主任）（１１／１９）

- 景気の方角：「（現状）市場の信頼が上向き、経営主体の先行き期待が改善し、生産と投資の意欲が高まった」「（短期的に）１１月、１２月も回復を続けるだろう」、「（通年目標に関して）現在、各方面と共に注力し、目標実現に向け努力している（加速の程度は必ずしも強くないことを示唆）」
- 経済政策：１０月の家電・AV販売が前年比４割増加。同委は、補助金の支給対象の拡大を今後実施する（政策の追加を示唆）
- 民間企業対策：１０月の民間製造業投資は前年比＋１１．４％、１～１０月の民間企業輸出額は同＋９．３％。今年同委が開催した民間企業家との座談会は６回。民間企業の訴えを１、２３４件受理、６９６件を処理

（供給サイド）

主な指標を見ると、工業生産は高めの伸びとなったが、加速は続かなかった。１０月の伸びは前年比＋５．３％（９月同＋５．４％）とわずかに減速した。工業在庫は同＋６．８％（９月同＋７．４％、生産者物価を用いて実質化）と、第３四半期に続き、在庫の伸びが生産の伸びを上回る状況であった。生産設備のデジタル化、スマート化、環境対応などが後押しされる中、生産能力も増強されたため、稼働率を引き上げたい、生産を加速させたいという誘因も出てきていたが、需給の悪化と価格下落の圧力も強まっていたため、生産の伸びを抑えざるを得ない状況が出てきていた。例えば、９月４日の索比太陽能光伏網は、メーカー１０社が集まり、太陽光発電用ガラス３０％の減産で合意したと報じた。

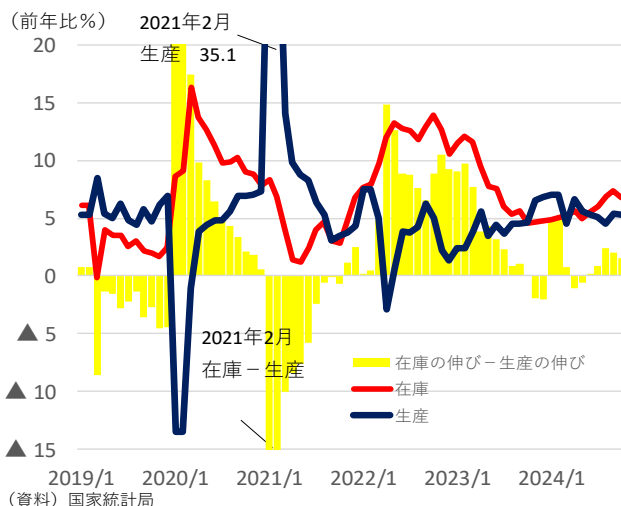
9月12日の新京報は、車載電池大手のCATLがリチウムの国内生産量の8%に相当する江西省宜春工場を一時停止すると報じた。また、11月26日の界面新聞は、化学業界が2025年にかけて約50社、生産能力にして1,000万tのプラントを最長約2か月間、操業停止するということを報じた。

工業生産は春以降減速気味であり、9月に持ち直したが、電気機械・家電、電子機器など家電買い替えや設備更新対策に関連した一部の突出した持ち直しを除けば、多くの分野が減速傾向を続けていた。足元の生産設備の増強は、設備稼働・維持の誘因になるが、需給の悪化や価格下落の圧力が生産抑制の要因になっており、この綱引きの中で生産の伸びは加速が抑制されやすい状況が続く可能性が高くなっている。

サービス生産指数は前年比+6.3%（9月同+5.1%）となった。回復の中心は情報通信・ソフトウェア、リース・ビジネスサービスであり、コロナ禍によるペントアップディマンド発現による個人向けサービスの押し上げがはっきりとはく落し、その傍ら、企業向けサービスが堅調さを支える形が続いた。不動産販売の持ち直し、株式取引の活発化、博覧会の活発化などが押し上げたようである。

9月下旬以降の一連の追加経済対策では、先月号でも述べたように、不動産等の需要喚起、買い替え補助金による設備更新・耐久財需要の刺激、貧困者対策・学生ローン優遇による生活の下支え、特別国債地方専項債の追加発行による地方政府事業の下支えなどが示されている。11月8日には、先述の通り、地方専項債発行上限の引き上げ等による5年間12兆元の地方政府の隠れ債務の借り換え等が発表された。地方政府企業の債務・金利負担が軽減されるが、地方政府の債務負担は大きくなるほか、住宅在庫・遊休地の買い入れなどに予算がまわされるため、インフラ投資や民生投資にまわる「真水」、すなわち経済の刺激は小さいものと見られる（ただし、地方債務負担を地方再融資専項債で賄うため、予算の自由度が高まるため、経済の刺激は発行上限引き上げ分になるとの意見もある）。とはいえ、足元の経済減速は、需要を明らかに上回る生産・在庫の過剰によるもの（特に不動産関連）であり、一連の形での需要喚起と債務問題の取り組みが、問題の核心であるデフレギャップの拡大とそれによる悪循環の防止・緩和につながるのか。10月はギャップが幾分縮小したが、11月の米大統領選挙でトランプ氏が再選し、中国からの輸出に先々ブレーキがかかる（中国の対米輸出が電機機械・家電、電子機器、雑貨類が主）可能性が高いこともあり、政策刺激・駆け込みによる幾らかの改善が表れた後に、急な悪化が再度訪れる可能性が出てきている。12月の中央経済工作会议、1、2月の地方人代、3月の全人代、1月トランプ新政権誕生後の米中関係などがどのような様子になるのか注意して分析する必要がある。

図表3 生産と在庫



図表4 トランプ氏再選の政策の影響

|                       | 不法移民労働者の送還 |         | 全世界への10%追加関税 |       | 中国への60%の追加関税 |       | FED<br>独立性 | 影響      |         |
|-----------------------|------------|---------|--------------|-------|--------------|-------|------------|---------|---------|
|                       | 130万人      | 830万人   | 報復なし         | 報復あり  | 報復なし         | 報復あり  | はく奪        | 低シナリオ   | 高シナリオ   |
| GDP(10 億ドル、 2018年米ドル) |            |         |              |       |              |       |            |         |         |
| 米国                    | ▲ 812      | ▲ 5,101 | ▲ 283        | ▲ 721 | ▲ 129        | ▲ 327 | ▲ 304      | ▲ 1,506 | ▲ 6,399 |
| 日本                    | ▲ 3        | ▲ 6     | ▲ 37         | 9     | 5            | 45    | 183        | 147     | 212     |
| ドイツ                   | 0          | 1       | ▲ 18         | ▲ 25  | 17           | 24    | 55         | 51      | 49      |
| カナダ                   | 2          | 12      | ▲ 32         | ▲ 60  | 5            | 9     | 46         | 20      | 5       |
| 中国                    | 2          | 13      | ▲ 102        | ▲ 69  | ▲ 644        | ▲ 770 | 341        | ▲ 296   | ▲ 356   |
| メキシコ                  | ▲ 1        | ▲ 8     | ▲ 28         | ▲ 53  | 12           | 12    | 16         | ▲ 1     | ▲ 36    |
| 2028年までのCPI変化         |            |         |              |       |              |       |            |         |         |
| 米国                    | 1.5        | 9.1     | 0.8          | 1.8   | 0.7          | 1.1   | 11.0       | 13.9    | 22.8    |
| 中国                    | 0.1        | 0.5     | ▲ 0.6        | 0.6   | 0.2          | 1.9   | 3.4        | 3.1     | 6.1     |

(資料) PIIE“The International Economic Implications of a Second Trump Presidency”Sept 2024

（資料）PIIE“The International Economic Implications of a Second Trump Presidency”Sept 2024

図表5 11月8日 経済政策 地方政府隠れ債務の借り換え（化債）政策

## ・11月4～8日、全国人民代表大会常務委員会会議

（1）6兆元の地方政府債務上限引き上げ（3年間）。地方政府の隠れ債務を借り換える（事前には国債と予想）  
 ——2023年末、地方専項債発行上限 29.52 兆元。35.52 兆元に引き上げ

（2）向こう5年、新規発行地方専項債のうち年 8000 億元を借り換える（4兆元）（地方債務上限引き上げと予想）

（3）2024～2028 年の間に返済期限を迎えるバラック地区の再開発に関連する地方政府の隠れ債務は 2 兆元に達するが、その返済を 2029 年以降に延期する（事前にはなし）

——2028 年までに隠れ債務総額 14.3 兆元を 2.3 兆元に削減。

・人民日報「任平」評論—「困難を直視するだけでなく、さらに深淵を固める必要がある」（11月11日）

——①7月30日、中央政治局会議、消費を促す方向に転換、②9月中旬、第3四半期予測データが上半期より悪化。包括的政策を打ち出し、9月24日金融緩和策打ち出す、③11月8日、債務転換発表

——政策転換の理由、①不動産の刺激が効果薄い、②地方財政難の下で大きな問題が存在

——上層部は国債で地方債に替えることには反対。直接の資金支給、消費券の大規模支給には反対

## （需要サイド）

需要サイドでは、9月下旬からの一連の追加経済政策の効果が耐久財消費の買い替えを中心に一応の効果を見せ、短期的な上向きの動きが作られた。

10月の固定資産投資は前年比+3.4%（推定、9月同+3.4%）と横ばいとなった。10月主な内訳では、第2次産業は、第2次産業が同+11.3%（同+13.9%）、不動産が同▲12.1%（同▲9.3%）、インフラが同+6.1%（同+1.7%）であった。不動産は販売持ち直しが見られても低迷が続き、インフラは一旦持ち直しが見られる形となった。

けん引役の第2次産業投資は、自動車や電気機械、鉄、非鉄が投資抑制モードをはっきりとさせてきたことや、大規模投資を続けてきた電力がそれまでのハイペースを落としたことが全体の伸びを下押しした。一方、食品や軽工業品（製造品）、その他輸送機械、コンピュータ・通信機器など輸出の加速が見られる分野を中心に投資が伸びた。中国企業の投資にける想いは強い。液晶大手の京東方は、国産化で投資が根強い半導体分野を拡大する（投資額 20 億元）。天津の工場でハイブリット IC、マイクロコントローラを手掛ける。国有企業・ファンドが参加し投資を後押しする（11/17 報道）。スマホ大手の小米（シャオミ）は武漢で同社 3 か所目の自社工場を着工。エアコン、研究開発などを手掛ける（2 月には北京に年産 1,000 万台のスマホ工場を稼働）（11/26 報道）。石油大手の中国石油化工は、サウジアラムコと合併で、福建省で製油所と石化コンプレックスを着工した。内容は、石油精製能力年 1,600 万トン、エチレン・パラキシレン生産能力各 150 万トン、200 万トン、下流誘導品である（11/18 報道）。狙いは国内自給強化が目指されている下流誘導品の増産である。安徽安瓦新能源科技は生産能力 5 GW の固体電池採算開発拠点の建設を開始した（11/20 報道）。当面の規模は 1.25GW だが固体電池としては世界最大規模の投資である。支援されている産業だけでなく、調整を迎えている産業の中でも、リーダー企業は投資を続けている。

ただし、投資の伸びは全体として天井。民間（減速）・非民間（加速）、不動産（減速）・非不動産（加速）、製造業（横ばい）・不動産除く非製造業（減速）、建設内装（加速）・設備設置（横ばい）・その他（減速）という状況をクロスして考えてみると、製造業の設備設置は政策による誘導や次の戦略への投資が根強く、また、足元は不動産の販売済み不動産引き渡し強化が国有デベロッパーを中心に加速したが、その一方で収益環境の先行きが悪化している民間企業の投資や非製造業の投資は減速が鮮明に見られた。政策による誘導が緩めば投資は落ちやすい状況になっていることが想像される。

なお、上記のように国有デベロッパーによる販売済み不動産の引き渡しが加速した不動産の市場は、購入条件の一段の緩和も加わり、10月の新規住宅販売面積が前年比▲0.5%とほぼ前年並みとなった。この状況は 1、2 線都市を中心に 11 月にも引き継がれており、完成在庫の増加が抑制される状況が

生まれつつある。ただし、人口流出が流出する地方都市や大都市の郊外部といった需給改善が見込めない地域の状況改善は望むべくもなく、不動産投資低迷反転のタイミングはまだ予想できないが、販売が恒常的にマイナスを脱する判断が来年春・秋に訪れる可能性が出てきたことで、来年内低迷反転の可能性も見えてきた（ただし、2021年のピークに10億㎡を超えた竣工面積は今年5億㎡程度まで縮小する見込み。縮小の結果下げ止まる可能性もある）。

なお、社会消費品小売総額は、10月前年比+4.8%（9月同+3.2%）とやや持ち直した。自動車・家電買い替え政策は、商務部によれば、自動車の申請で累計400万件（10月乗用車販売前年比+11.3%。9月同+4.5%）、国家統計局によれば、家電販売は8月に前年比+3.4%だった小売販売が10月に+39.2%に加速した。一方、ボストンコンサルティンググループが10月中旬に行った消費アンケートでは、向こう半年の支出に関しては、貯蓄が42%と現在比+5ポイント、消費は29%と同▲2ポイント。収入見通しの悪化が消費を消極的にさせるという見方が強まっていた。上に記した自動車や家電の好調は、消費の前倒しという見方が強く、恒例の双十一（独身の日）の消費もキャンペーン全体では前年比3割伸びたが、キャンペーン日数が5割伸びたので実質的には横ばいないし減少（キャンペーン以外の消費もあるため）したのが実態であった。単価が高いスマホを見ると、44~45週の販売について前年同期と比較すると9%減少した（ただし、華為+7%、OPPO+6%、小米▲6%、オナー▲15%、アップル2桁減）。中国の方は理に聡く、理性的な中で活発にできるところを活発にする。節約消費は基本的に変わっていないと見られている。

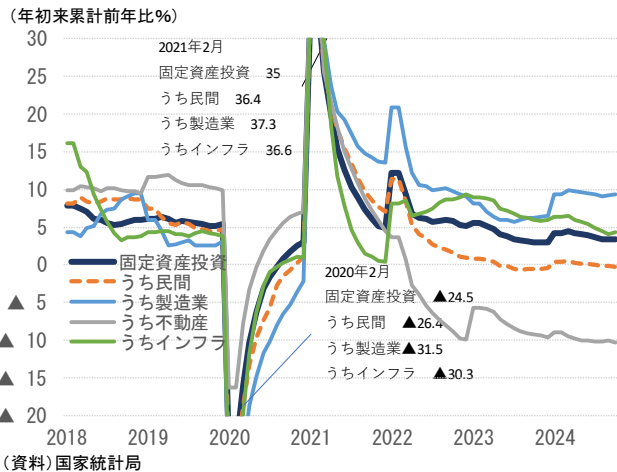
また、輸出（ドルベース）は前年比+12.7%（9月同+2.4%）と大きく伸びが高まった。一方、輸入は同▲2.3%と、6月以来の減少となった。輸出の加速では、年末商戦向け出荷の強まりや、過剰生産気味の素材の輸出ドライブなどが、シリコンサイクルの上向きの動きや、対外直接投資に伴う機械輸出加速などに加わったものであり、高い伸びの継続は見込みにくいものとなっている。特に11月25日にトランプ次期大統領は、対中輸入関税の10%の追加と、カナダ・メキシコからの輸入関税の25%への引き上げ実施を発表した（理由は不法移民、麻薬等の問題）。メキシコは迂回輸出基地として中国企業の進出が活発になっており、進出企業は戦略の再考を迫られよう。中国政府は、11月15日に石油製品やアルミ製品、銅製品、太陽光関連、電池、廃食用油などに適用する輸出増値税還付率の引き下げ・廃止などを発表。輸出抑制を図ろうと動いていた。今後貿易政策は再調整を迫られると思われる。

総じてみると、2024年の中国経済は、「各需要の中での二極分化」（第1四半期）から、「弱含み」（第2四半期）、「全体的な鈍化」（第3四半期）、「鈍化に一旦歯止め」（第4四半期）へと変化した。自信の変化で見ると「弱含み→強含み（景気の向きと反対）→弱含み→強含み」と変化した。中国経済は、2023年、コロナ禍が終わって、先にコロナ禍を脱した他の国のように持続的に経済が上向くかと思われたが、コロナ禍後の回復ペースは遅く、2024年前半には早々と伸び悩みに転じてしまった。この早々とした伸び悩みは多くの機関が事前に予想していたものであった。しかし、EV等の新産業の急減速と貿易摩擦の発生や、不動産市場の縮小と対応の困難さの露呈、企業による雇用・所得下支えのはく落と節約消費の常態化、地方政府の財政悪化による景気下支えの困難化などが、巷間で複合的な景気悪化懸念の台頭（特に夏場の株価急落とディスインフレ）になってくることは読み切れていなかった。これが政府の慎重な財政・金融政策発動の見直し・積極化を促した。9月末以降は、先述の通り、政策期待が高まったものの、政策効果が景気を押し上げてくるという見方と、困難は根深く成長は鈍化を続けるという見方はなお分かれており、トランプ氏再選も加わって先行きを見通しにくくした。先月号では中国経済の日本化が懸念されていると、その時期の状況を説明したが、11月は同月8日発表された隠れ債務圧縮のための12兆元の対策の良否と、トランプ氏の再選

がどのような影響をもたらすのか。前者は要は真水の有無・大小、後者は選挙公約の対中関税引き上げの強弱と対策の良否の組み合わせが状況の説明を複雑にし、見通しを難しくしている。

第4四半期は一先ず+5%程度の成長が見通されるが、2025年に入ってからはいよいよ加速するという見方もあれば、大きく減速していくという見方に分かれている。加えて経済政策も、景気の減速にもう一段備えるという見方と、慎重という見方があり、見方が分かれている。政府の専門家の主流となる見方は、11月8日発表の隠れ債務の地方专项債での借り換え等による対応は、経済全体に積極的な効果が表れる。トランプ氏の選挙公約にある対中輸入関税引き上げについては、米国に最もダメージのある政策であり、対話による可能性はある。それ以外の対応もなされるというものだ。筆者も含め海外の専門家に多く見られる見解のように、関税引き上げ分の輸出が他国に流出するまたは米国の輸入需要が収縮し、中国の成長に大きなダメージを与えるというシナリオは国内の専門家からは多く出されていない。

図表6 固定資産投資

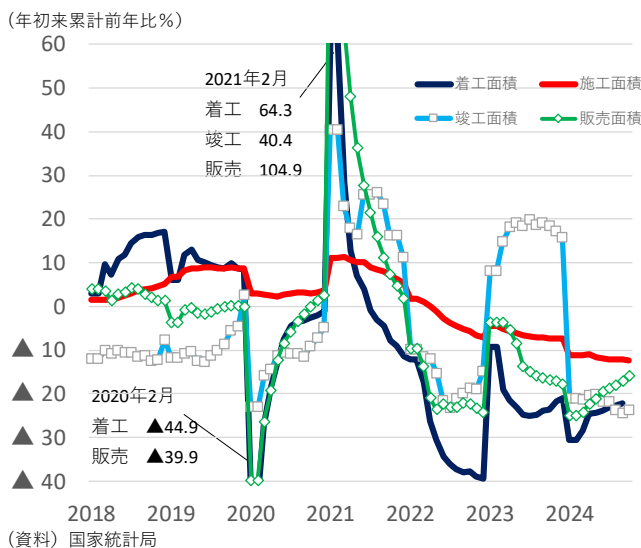


図表7 固定資産投資の内訳

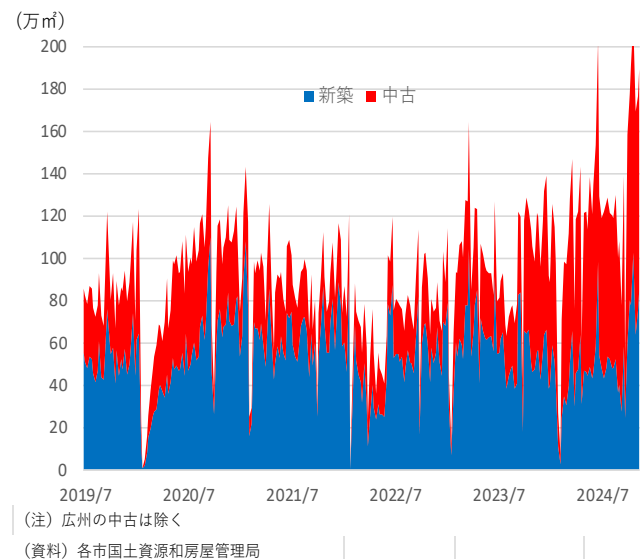
|            | (前年比%) |      |       |      |      |      |      |      |       |
|------------|--------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|
|            | 2022   | 2023 | 24/1Q | 2Q   | 3Q   | 24/7 | 24/8 | 24/9 | 24/10 |
| 固定資産投資     | 5.1    | 3.0  | 4.5   | 3.3  | 2.4  | 1.8  | 2.0  | 3.4  | 3.4   |
| 同(不動産除く)   | —      | —    | 9.3   | 7.7  | 6.1  | 5.0  | 5.6  | 7.7  | 6.7   |
| 同民間        | 0.9    | ###  | 0.5   | ▲0.3 | ▲0.8 | ▲0.6 | ▲1.6 | ▲0.2 | ▲1.2  |
| 同民間(不動産除く) | —      | 9.2  | 7.7   | 5.5  | 6.0  | 5.9  | 4.9  | 7.2  | 5.4   |
| 建設内装       | 5.2    | 2.1  | 4.6   | 3.0  | 2.9  | 2.4  | 2.0  | 4.3  | 4.5   |
| 設備設置       | 3.5    | 6.6  | 17.6  | 17.0 | 14.6 | 15.2 | 15.4 | 13.2 | 13.4  |
| その他        | 6.0    | 3.1  | ▲2.1  | ▲2.9 | ▲4.9 | ▲6.7 | ▲6.3 | ▲1.7 | ▲9.3  |

(資料) 国家統計局

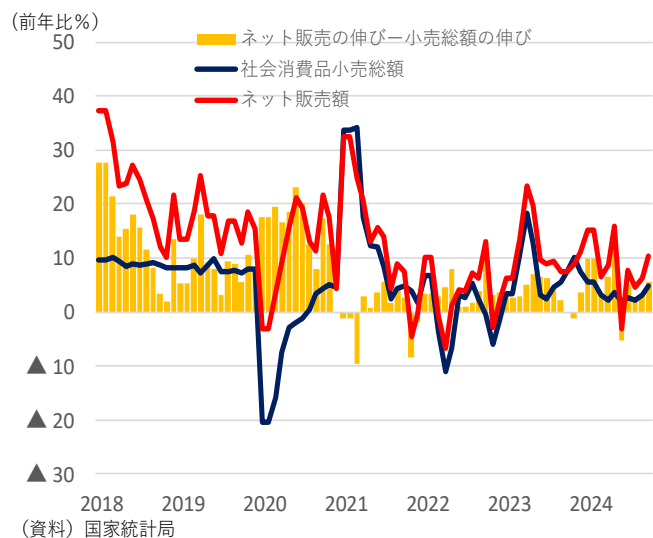
図表8 不動産関連指標



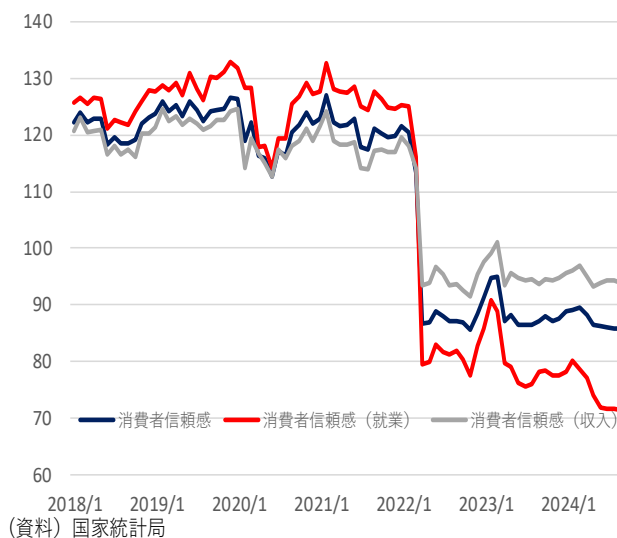
図表9 4大都市不動産取引状況



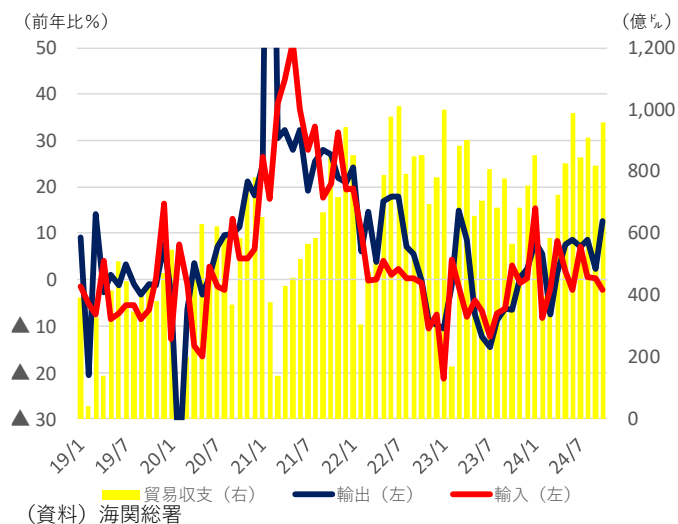
図表 10 社会消費品小売総額



図表 11 消費者信頼感



図表 12 輸出入

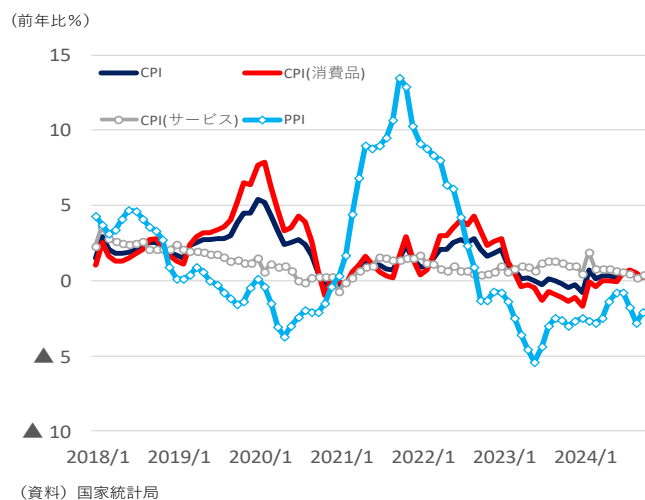


図表 13 主要輸出品目

|            | (前年比%) |       |       |       |       |       |       |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2021   | 2022  | 2023  | 2024上 | 24/8  | 24/9  | 24/10 |
| コンピュータ     | 21.0   | ▲7.5  | ▲20.2 | 6.1   | 10.8  | 4.2   | 15.7  |
| うち自動データ処理機 | 20.0   | ▲8.9  | ▲22.0 | ▲0.3  | 3.8   | ▲2.5  | 10.5  |
| うちCPU      | 31.8   | 8.0   | ▲23.9 | 12.0  | 15.7  | 35.1  | 43.4  |
| うち記憶装置     | 6.2    | ▲25.2 | ▲8.3  | 24.1  | 26.9  | 26.6  | ▲11.0 |
| うち部品       | 17.3   | ▲5.4  | ▲18.2 | 11.0  | 43.0  | 8.8   | 38.0  |
| リチウム電池     | 78.4   | 79.1  | 27.4  | ▲14.7 | 1.9   | ▲9.9  | ▲0.0  |
| 携帯         | 16.6   | ▲2.5  | ▲2.5  | ▲4.7  | 17.0  | ▲5.2  | ▲0.7  |
| 家電         | 49.1   | ▲13.3 | 3.8   | 12.3  | 12.0  | 4.5   | 22.8  |
| AV         | ▲25.8  | ▲6.8  | ▲4.7  | 3.8   | 2.3   | ▲2.6  | 6.1   |
| 半導体部品      | 37.3   | 36.4  | ▲6.6  | ▲25.6 | ▲17.2 | ▲27.5 | ▲14.0 |
| 太陽光電池      | 43.7   | 62.9  | ▲5.6  | ▲32.9 | ▲27.6 | ▲40.3 | ▲19.3 |
| IC         | 30.9   | 0.1   | ▲11.4 | 20.2  | 18.2  | 6.3   | 17.7  |
| 自動車        | 119.2  | 74.5  | 69.0  | 18.7  | 32.7  | 25.7  | 3.9   |
| うちEV       | 236.0  | 122.1 | 73.4  | 22.1  | 27.0  | 10.2  | ▲5.5  |
| 家具         | 25.9   | ▲5.4  | ▲5.9  | 10.1  | ▲4.5  | ▲12.3 | ▲11.3 |
| 玩具         | 37.5   | 5.5   | ▲13.7 | ▲6.8  | ▲8.3  | ▲8.0  | 14.5  |
| スポーツ用品     | 44.0   | ▲22.3 | ▲11.6 | 6.6   | 11.5  | ▲1.4  | 7.4   |

(資料) 海関総署

図表 14 物価



図表 15 株価(上海総合)



図表 16 主要経済指標

(赤字は 13 か月内の最高、青字は最低)

|               |      | 2023/10 | 2023/11 | 2023/12 | 2024/1 | 2024/2 | 2024/3 | 2024/4 | 2024/5 | 2024/6 | 2024/7 | 2024/8 | 2024/9  | 2024/10 | 23/4Q   | 24/1Q  | 24/2Q   | 24/3Q   |
|---------------|------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| PMI (四半期は期末)  |      | 49.5    | 49.4    | 49.0    | 49.2   | 49.1   | 50.8   | 50.4   | 49.5   | 49.5   | 49.4   | 49.1   | 49.8    | 50.1    | 49.0    | 50.8   | 49.5    | 49.8    |
| 工業生産          | 前年比% | 4.6     | 6.6     | 6.8     | 7.0    |        | 4.5    | 6.7    | 5.6    | 5.3    | 5.1    | 4.5    | 5.4     | 5.3     | 6.0     | 6.1    | 5.9     | 5.0     |
| うちハイテク        | 前年比% | 1.8     | 6.2     | 6.4     | 7.5    |        | 7.6    | 11.3   | 10.0   | 8.8    | 10.0   | 8.6    | 10.1    | 9.4     | 4.8     | 7.5    | 10.0    | 9.6     |
| 固定資産投資        | 前年比% | 1.1     | 2.9     | 4.1     | 4.2    |        | 5.1    | 3.3    | 3.2    | 3.4    | 1.8    | 2.0    | 3.4     | 3.4     | 2.7     | 4.5    | 3.3     | 2.4     |
| 固定資産投資(年初来累計) | 前年比% | 2.9     | 2.9     | 3.0     | 4.2    |        | 4.5    | 4.2    | 4.0    | 3.9    | 3.6    | 3.4    | 3.4     | 3.4     | 3.0     | 4.5    | 3.9     | 3.4     |
| うち民間          | 前年比% | ▲0.5    | ▲0.5    | ▲0.4    | 0.4    |        | 0.5    | 0.3    | 0.1    | 0.1    | 0.0    | ▲0.2   | ▲0.2    | ▲0.3    | ▲0.4    | 0.5    | 0.1     | ▲0.2    |
| うちインフラ        | 前年比% | 5.9     | 5.8     | 5.9     | 6.3    |        | 6.5    | 6.0    | 5.7    | 5.4    | 4.9    | 4.4    | 4.1     | 4.3     | 5.9     | 6.5    | 5.4     | 4.1     |
| うち不動産         | 前年比% | ▲9.3    | ▲9.4    | ▲9.6    | ▲9.0   |        | ▲9.5   | ▲9.8   | ▲10.1  | ▲10.1  | ▲10.2  | ▲10.2  | ▲10.1   | ▲10.3   | ▲9.6    | ▲9.5   | ▲10.1   | ▲10.1   |
| 不動産販売額        | 前年比% | ▲14.4   | ▲16.9   | ▲22.9   | ▲31.6  |        | ▲28.5  | ▲27.1  | ▲24.3  | ▲13.8  | ▲15.8  | ▲17.1  | ▲16.1   | ▲1.4    | ▲18.8   | ▲28.5  | ▲20.8   | ▲16.3   |
| 不動産販売面積       | 前年比% | ▲20.3   | ▲21.3   | ▲23.0   | ▲24.9  |        | ▲23.7  | ▲14.4  | ▲16.1  | ▲13.8  | ▲11.6  | ▲12.6  | ▲10.8   | ▲1.6    | ▲21.8   | ▲23.7  | ▲14.6   | ▲11.6   |
| うち住宅          | 前年比% | ▲21.0   | ▲23.5   | ▲25.8   | ▲28.6  |        | ▲27.1  | ▲17.1  | ▲19.0  | ▲14.3  | ▲12.3  | ▲12.6  | ▲11.0   | ▲0.5    | ▲23.7   | ▲27.1  | ▲16.5   | ▲11.8   |
| 社会消費品小売総額     | 前年比% | 7.6     | 10.1    | 7.4     | 5.5    |        | 3.1    | 2.3    | 3.7    | 2.0    | 2.7    | 2.1    | 3.2     | 4.8     | 8.4     | 4.7    | 2.7     | 2.7     |
| うち小売          | 前年比% | 6.5     | 8.0     | 4.8     | 4.6    |        | 2.7    | 2.0    | 3.6    | 1.5    | 2.7    | 1.9    | 3.3     | 5.0     | 6.4     | 4.0    | 2.4     | 2.6     |
| うち飲食          | 前年比% | 17.1    | 25.8    | 30.0    | 12.5   |        | 6.9    | 4.4    | 5.0    | 5.4    | 3.0    | 3.3    | 3.1     | 3.2     | 24.3    | 10.6   | 4.9     | 3.1     |
| うち自動車除く       | 前年比% | 7.2     | 9.6     | 7.9     | 5.2    |        | 3.9    | 3.2    | 4.7    | 3.0    | 3.6    | 3.3    | 3.6     | 4.9     | 8.2     | 4.8    | 3.6     | 3.5     |
| 輸出(ドルベース)     | 前年比% | ▲6.6    | 0.7     | 2.1     | 7.8    | 5.2    | ▲7.9   | 1.1    | 7.4    | 8.5    | 7.0    | 8.7    | 2.4     | 12.7    | ▲1.3    | 1.1    | 5.6     | 6.0     |
| 輸入(ドルベース)     | 前年比% | 3.0     | ▲0.6    | 0.3     | 15.5   | ▲8.0   | ▲2.0   | 8.3    | 2.0    | ▲2.4   | 7.0    | 0.4    | 0.3     | ▲2.3    | 0.9     | 1.6    | 2.5     | 2.4     |
| 貿易収支          | 億ドル  | 559     | 691     | 747     | 840    | 386    | 575    | 713    | 817    | 987    | 849    | 910    | 817     | 957     | 1,997   | 1,800  | 2,518   | 2,577   |
| 財政収入          | 前年比% | 2.6     | 4.3     | ▲8.4    | ▲2.3   |        | ▲2.4   | ▲3.7   | ▲3.2   | ▲2.6   | ▲1.9   | ▲2.8   | 2.5     | 5.5     | ▲1.0    | ▲2.3   | ▲3.7    | ▲0.8    |
| 財政支出          | 前年比% | 11.9    | 8.6     | 8.3     | 6.7    |        | ▲2.9   | 6.1    | 2.6    | ▲3.0   | 6.6    | ▲6.7   | 5.2     | 10.4    | 9.2     | 2.9    | 1.1     | 1.9     |
| 財政収支          | 億円   | 2,944   | ▲10,091 | ▲19,459 | 961    |        | ▲9,940 | 422    | ▲2,890 | ▲9,211 | 858    | ▲6,322 | ▲12,598 | 2,236   | ▲26,606 | ▲8,979 | ▲11,243 | ▲18,062 |

(注) 固定資産投資は年初からの累計の前年比、4四半期についても同様。固定資産投資以外の四半期は期中平均。不動産販売、貿易統計は面積、金額から計算。貿易は発表速報値。PMI四半期は期末

(資料) 国家統計局等

## 参考 1 貿易政策とトランプ再登板に備えた動き、足元の貿易

## (貿易政策)

## ・ 財政部、国家税務総局、アルミ・銅材などの輸出時の増値税還付の削減・撤廃 (11/15)

——石油製品や太陽電池関連製品、リチウムイオン蓄電池など 209 品目は現行の 13%を 9%に引き下げ。アルミ・銅材など 59 品目は撤廃

## ・ 商務部、貿易の安定成長に向けた政策措置 (11/21)

——資金・越境決済の支援・改善、越境 EC の発展促進、輸出信用のカバー範囲拡大、中小企業に対する輸出信用保険の拡大、廃棄銅・アルミの輸入など 9 分野

## (トランプ以降の貿易対応の話)

- ・ 寧徳時代 (CATL) 曾毓群 CEO、中国企業が米国の電気自動車のサプライチェーンに投資することをトランプ次期大統領が認めれば米国工場の建設を検討する方針を表明 (以前も計画していたが米国政府に拒否されており、現状はライセンス供与による生産 (フォード、テスラ) )。トランプ氏は中国企業が米国で生産することにインセンティブを与えると発言していた
- ・ 中国の輸出業者、為替リスク軽減に、ドル保有の拡大 (オフショア、ドル資産)、元建て契約、輸入ルート開拓。米での販売減に、アジア、中南米、アフリカへの取引先のシフトで対応

## (貿易実績)

- ・ 広東省、1~10 月の輸出は前年比 +8.8% (4.88 兆元)、輸入は同 +14.1% (2.64 兆元)。輸出は電機・機械同 +9.0% (3.19 兆元)、パソコン・関連部品同 +14.9%、家電同 +15.4%、IC 同 +18.8%、コンテナ同 +54.8%、EV 同 +49.3%。
- 貿易額では ASEAN 同 +8.9%、米国同 +7.2%、EU 同 +6.2%、一帯一路同 +9.2%
- ・ 深圳市、1~10 月の輸出は前年比 +17.5% (2.37 兆元)、輸入は同 +22.2% (1.39 兆元)。輸出は電機・機械同 +13.3% (1.65 兆元)

## 参考 2 住宅関連政策

## (政策)

## ・ 住宅購入時にかかる契約税の軽減税率の範囲拡大などの総合的な税制措置 (11/13 発表、12/1 施行)

——契約税の軽減税率拡大 (90 平米から 140 平米に適用拡大。1%の税率。軽減前は 2% (1 線都市は 3%)。土地取引にかかる増値税減税を全国一律 0.5%に引き下げ (従来東部 1.5%、中部・東北 10%、西部 0.5%))

## ・ 住宅都市農村建設部、「城中村」の再開発支援地域を地級市 300 都市に拡大 (11/15)

——従来は 35 大都市。地方専項債で調達した資金を充当可能。政策性金融機関からの専門融資も充当

——全国 100 万戸対象

——11/13 までに住宅引き渡し (保交楼) は 285 万戸。6 都市で引き渡し 100%

## ・ 中国政府、老朽化住宅 100 万戸を買い取り、住み替えを進める政策等を発表 (11/17)

——都市の建て替えの必要な住宅は 170 万戸、危険な住宅が 50 万戸。このうち 100 万戸を建て替え

——ホワイトリストを拡大し、銀行融資規模を 4 兆元に増やすと表明

**(動き)**

・**格力地産（広東省珠海市）が、上海海控合聯置業、重慶両江新区格力地産（重慶市）など不動産子会社 5 社及び格力地産の債務と、珠海市免税企業集団（広東省珠海市）の株式の 51%を交換。**格力地産は免税店経営に転換。格力地産の譲渡資産は 55.05 億元、債務は 5 億元。免税集団の資産（交換分評価 45.79 億元）（証券時報 11/22）  
 ・**融創集団、債務再編計画を提示。**4つの選択。1）債権を額面の 18%で買い戻し、2）債券を 4 億株に交換（100 元相当の株式は 13.5 株）、3）分譲地による返済、4）既発債を 1 %の債券と交換

（3）2024 年、2025 年の見通し：2024 年は前年比+4.7%、2025 年は同+4.3%。上ブレと下ブレ両方に可能性

2024 年の実質成長率は前年比+4.9%（23 年同+5.2%）、名目成長率は同+4.2%（同+4.7%）とした。デフレータは同▲0.6%（同▲0.5%）とした。2025 年については、実質成長率を同+4.3%、名目成長率を同+3.9%、デフレータを同▲0.4%とした。

先月号では、実勢成長率を 2024 年については+4.7%、25 年については+4.3%としたので、24 年を 0.2 ポイント上方修正した。この 2024 年第 4 四半期の成長率が+5%程度に達すると見込んでいるからである。9 月末からの追加経済対策で自動車・家電の買い替え需要が喚起されており、年内はここが消費の上ブレを促す。また製造業を中心とした機械設備の更新投資も売上・収益の伸び悩みに反して高い伸びが続いており（特に国有企業）、ここが投資を上ブレさせる。さらにトランプ氏再登板を控えての特殊な状況が、素材の輸出ドライブ、軽工業品の駆け込み輸出などを発生させ、輸出を一時的に強める。こうしたことが年内の景気を押し上げる。他方、これらの上ブレ要因は 2025 年になると漸次はく落してくる。最も反動が起きやすいのは消費関連で、中央政府内に補助金・所得補償に根強い反対もあり、雇用・所得環境の大きな改善は見込みにくい、モノ余りで財の値下がり期待が強くなっている中では、消費は先送りされやすい。株価が一連の追加経済政策の発表直後に大きく持ち直したが、足元はコロナ禍終了時の相場水準に戻っただけで、資産効果は望むところではなくなった。次に反動が起きやすいのは機械投資で、コロナ禍以来、サプライチェーンの強化や環境対応を目的に高い投資の伸びが続いていたが、生産過剰が表面化している中で反動的な抑制が起きやすくなっている。輸出も駆け込み輸出の反動が出てくる。25 年の経済ではこれらが成長を下押ししてくる。

一方、追加経済対策の効果によって、不動産市場の健全化や地方政府の事業推進への期待が 2024 年よりは高まってくる。消費では、住宅販売のマイナス幅縮小による家具等耐久財購入の押し上げ、投資では、不動産販売のマイナス幅縮小や、インフラ投資の下げ止まりなどによる企業の設備投資の鈍化分の一部相殺などが予想される。また、トランプ次期大統領の姿勢次第というところではあるが、2025 年 3 月の全人代では国債発行規模の拡大が予想されている（財政赤字対 GDP 比を引き上げる）。中国経済を予測する機関では、2005 年の成長率について、海外機関を中心に+4%前後の厳しい数字を予想するところが増えてきている。筆者も基本的にはこちらに賛成している。しかし、2024 年が+5%前後の成長となる中で、2025 年の見通しを+4%程度に置くこと（この成長率を容認すること）は、中国政府のこれまでの経済運営の在り方から考えると实际的ではなく、今年と同じまたは 0.5 ポイント程度低い+4.5%前後～5%程度を想定し、そちらに誘導するのが想像可能な在り方と考える（厳しい見方は+3%台後半、楽観的な見方は+5%程度。ばらつきの多い予測からの 2025 年のスタートとなる）。筆者は、大幅な上ブレの経済政策となる、家計への補助金・所得補償の増加、企業に資する大型の公共投資や大幅な金融緩和（すなわち財政悪化拡大容認）などは、党のイデオロギーや道徳規律から見て十分な実施が難しいと考えている（この 2 か月の一連の追加経済対策は引き続き慎重な姿勢を示した）。株式や不動産の回復期待や地方政府・デベロッパーの信用の改善が

伴えば幾分楽観的な見方に沿えるのだが、新築不動産販売の下げ止まりによって不動産の回復期待の片鱗が見えた以外は、楽観への兆しは見られていない。

図表 17 総括表

|                      | 2022   |        | 2023   |        |        |        | 2024   |        |        |        | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                      | 3 Q    | 4 Q    | 1 Q    | 2 Q    | 3 Q    | 4 Q    | 1 Q    | 2 Q    | 3 Q    | 4 Q    |        |        |        |        |        |        |
| GDP成長率               | 3.9    | 2.9    | 4.5    | 6.3    | 4.9    | 5.2    | 5.3    | 4.7    | 4.6    | 4.9    | 2.1    | 8.4    | 3.0    | 5.2    | 4.9    | 4.3    |
| 寄与度                  | 2.4    | 0.4    | 3.1    | 5.4    | 4.6    | 4.2    | 3.9    | 2.2    | 1.3    | 1.6    | ▲ 0.4  | 5.2    | 1.0    | 4.3    | 2.3    | 2.3    |
| 形成寄与度                | 0.7    | 3.8    | 1.8    | 2.0    | 1.2    | 1.2    | 0.6    | 1.9    | 1.3    | 1.2    | 1.8    | 1.9    | 1.5    | 1.5    | 1.2    | 1.1    |
| 出寄与度                 | 0.8    | ▲ 1.3  | ▲ 0.3  | ▲ 1.0  | ▲ 1.0  | ▲ 0.2  | 0.8    | 0.6    | 2.0    | 2.1    | 0.5    | 2.0    | 0.5    | ▲ 0.6  | 1.4    | 0.9    |
| 輸出                   | 8.8    | ▲ 8.5  | ▲ 1.9  | ▲ 4.9  | ▲ 9.9  | ▲ 1.3  | 1.1    | 5.6    | 6.0    | 7.3    | 3.6    | 29.6   | 5.6    | ▲ 4.7  | 5.1    | 2.0    |
| 輸入                   | 0.1    | ▲ 6.9  | ▲ 7.3  | ▲ 7.0  | ▲ 8.5  | 0.9    | 1.6    | 2.5    | 2.4    | ▲ 1.0  | ▲ 0.6  | 30.0   | 0.7    | ▲ 5.5  | 1.4    | 1.0    |
| 貿易収支 (億ドル)           | 2,574  | 2,165  | 1,810  | 2,198  | 2,217  | 1,997  | 1,800  | 2,518  | 2,577  | 2,699  | 5,240  | 6,704  | 8,379  | 8,221  | 9,594  | 10,045 |
| 固定資産投資               | 5.9    | 5.1    | 5.1    | 3.8    | 3.1    | 3.0    | 4.5    | 3.9    | 3.4    | 3.3    | 2.9    | 4.9    | 5.1    | 3.0    | 3.3    | 2.8    |
| うち第2次産業              | 11.0   | 10.3   | 8.7    | 8.9    | 9.0    | 9.0    | 13.4   | 12.6   | 12.3   | 11.8   | 0.1    | 11.3   | 10.3   | 9.0    | 11.8   |        |
| インフラ                 | 8.6    | 9.4    | 8.8    | 7.2    | 6.2    | 5.9    | 6.5    | 5.4    | 4.1    | 4.5    | 0.9    | 0.4    | 9.4    | 5.9    | 4.5    |        |
| 家計所得                 | 6.5    | 4.2    | 5.1    | 8.4    | 5.9    | 6.4    | 6.1    | 4.5    | 5.0    | 5.5    | 4.7    | 14.3   | 5.0    | 6.3    | 5.2    | 4.8    |
| うち都市                 | 5.6    | 2.9    | 4.0    | 7.1    | 4.7    | 5.0    | 5.3    | 3.7    | 4.2    | 4.7    | 3.5    | 11.9   | 5.1    | 5.1    | 4.5    |        |
| 同中位数                 | 5.2    | 2.2    | 3.9    | 4.9    | 4.1    | 4.9    | 5.7    | 3.7    | 3.8    |        | 2.9    | 10.9   | 3.7    | 4.4    |        |        |
| うち農村                 | 7.5    | 6.3    | 6.1    | 10.3   | 7.1    | 8.2    | 7.6    | 5.8    | 6.1    | 7.0    | 6.9    | 18.2   | 6.3    | 7.7    | 6.6    |        |
| 消費(家計調査)             | 5.5    | ▲ 2.4  | 5.4    | 11.9   | 10.9   | 9.1    | 8.3    | 5.0    | 3.5    | 4.7    | ▲ 1.6  | 11.8   | 1.8    | 9.2    | 5.4    | 5.0    |
| 食品・煙草・酒              | 8.5    | 0.8    | 2.1    | 11.1   | 8.1    | 6.7    | 10.6   | 4.6    | 5.6    | 6.5    | 5.1    | 18.0   | 4.2    | 6.7    | 6.7    |        |
| 衣料                   | 2.3    | ▲ 10.3 | ▲ 3.3  | 19.9   | 9.4    | 13.5   | 12.3   | 2.5    | ▲ 2.7  | 1.0    | ▲ 7.5  | 6.0    | ▲ 3.8  | 8.4    | 3.3    |        |
| 住居                   | 3.9    | 1.8    | 8.7    | 1.2    | 9.0    | ▲ 3.5  | 0.1    | 3.8    | ▲ 0.6  | 3.0    | 3.2    | 11.6   | 4.3    | 3.6    | 1.6    |        |
| 家庭用品・サービス            | 6.0    | ▲ 3.3  | 3.9    | 12.1   | 6.7    | 4.4    | 2.7    | 1.7    | ▲ 4.7  | 3.0    | ▲ 1.7  | 11.1   | 0.6    | 6.6    | 0.7    |        |
| 交通・通信                | 8.3    | ▲ 6.9  | 4.2    | 14.8   | 15.1   | 22.5   | 14.8   | 8.4    | 7.2    | 7.5    | ▲ 3.5  | 10.3   | 1.2    | 14.3   | 9.4    |        |
| 教育・文化・娯楽             | 0.7    | ▲ 7.3  | 9.3    | 25.1   | 16.7   | 20.8   | 13.3   | 8.8    | 8.6    | 9.0    | ▲ 19.1 | 3.4    | ▲ 5.0  | 17.6   | 9.8    |        |
| 医療                   | 2.4    | ▲ 6.1  | 14.6   | 19.7   | 11.0   | 19.3   | 4.0    | 4.5    | 2.1    | 4.0    | ▲ 3.1  | 11.2   | 0.2    | 16.0   | 3.7    |        |
| その他                  | 14.0   | ▲ 2.6  | 8.0    | 23.0   | 22.4   | 16.4   | 21.6   | 5.5    | 5.5    | 7.0    | ▲ 11.8 | 8.7    | 4.6    | 17.1   | 9.8    |        |
| 社会消費品小売総額            | 3.5    | ▲ 2.7  | 5.8    | 11.4   | 4.2    | 8.4    | 4.7    | 2.7    | 2.6    | 4.0    | ▲ 3.9  | 12.5   | ▲ 0.2  | 7.2    | 3.5    | 3.5    |
| 対ドル人民元レート<br>(期末月平均) | 6.7664 | 7.0527 | 6.8143 | 6.9521 | 7.1893 | 7.1806 | 7.1027 | 7.1046 | 7.1304 | 7.1600 | 6.6144 | 6.4016 | 7.0527 | 7.1806 | 7.1600 | 7.2000 |

(注) 固定資産投資四半期は年初来累計伸び率、対ドル人民元レート年次は四半期の最終月の平均

(4) 経済政策：11月8日に地方政府隠れ債務の地方専項債借り換え等を発表するも、国債は出番なく

経済政策一色となった10月に対して、11月は、4～8日に開催された全人代常務委員会会議での地方政府の隠れ債務の借り換えがメインの重要政策となった。他に各種の産業政策や貿易政策、不動産政策なども打たれたが、貿易政策は貿易活動の円滑化、不動産政策は購入の大型物件への誘導や安価な住宅の供給促進などが目的であり、経済政策の補足と言えるものであった。

地方政府の隠れ債務については、これまで述べたように、地方政府に財政支出の余裕を与えるという考えと、単なる借り換えに過ぎないという考えがあり、実際に余裕が出てくるところは、借り換えによる金利負担の軽減が主であり、財政支出に大きな余裕が出るかは土地譲渡収入の減少などによる地方政府収入がどれほど穴埋めされるか。未達の予算収入を埋め合わせるだけなら、財政支出が増えることには繋がらない。また、今回の地方政府の債務発行上限引き上げによる借り換えでは、債務償還の主体は変わらず、地方政府が抱えるリスクはあまり変わらない。国債での借り換えによって地方政府が抱えるリスクを中央政府が肩代わりすることは今回見送られ、地方政府にまず自己反省を迫った格好になった。

---

## 丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目 4 番 2 号

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

### (免責事項)

- 本資料に示された見解は執筆者個人のものであり、当社を代表するものではありません。
- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。