

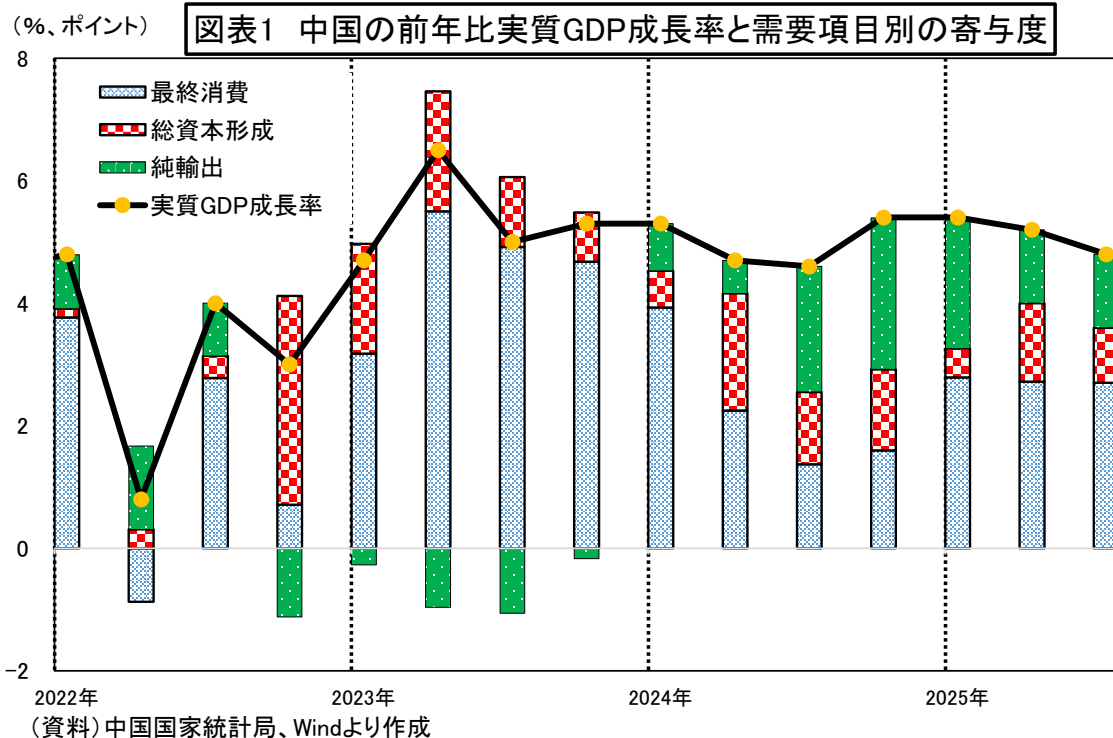
内需の低迷で減速した中国経済

～当面は経済対応策の効果を注視～

王 雷軒

要旨

輸出が比較的堅調に推移したものの、個人消費の弱さと投資の低迷などを背景に、25 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8%と減速した。先行きについては、追加経済対策の効果でインフラ整備向け投資の回復が期待されるものの、個人消費が軟調に推移すると予想されることや、不動産業および建設業の好転が見込めないほか、輸出の下振れリスクも高いため、足元 10～12 月期の成長率はさらに鈍化する可能性がある。



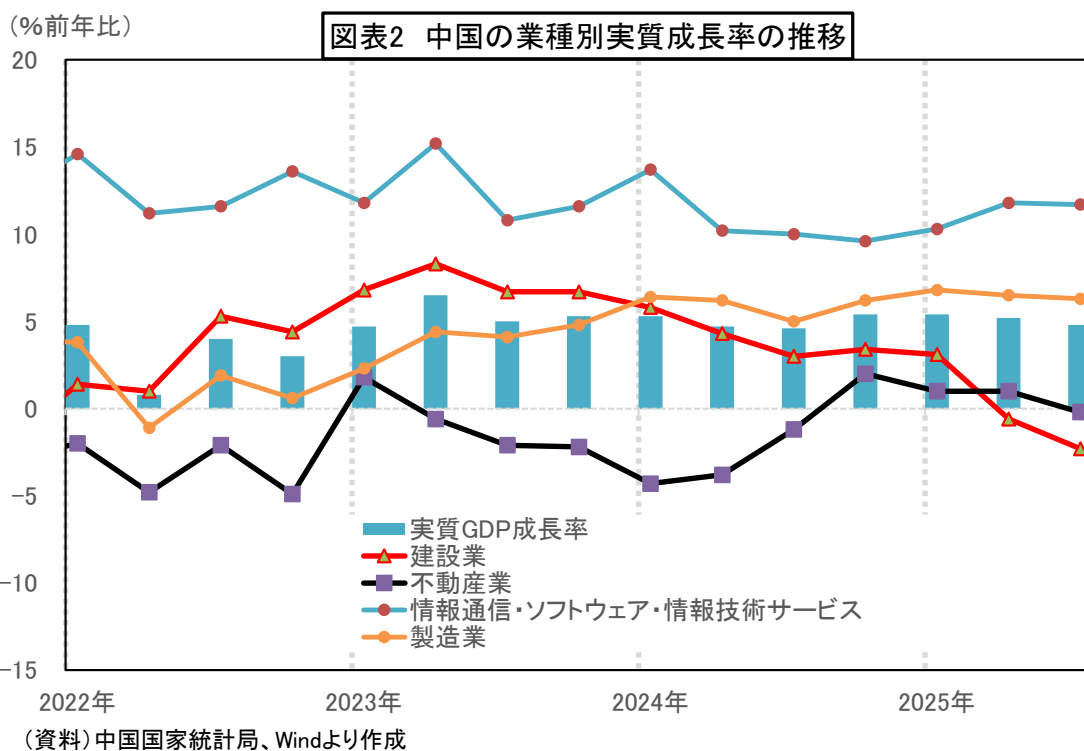
25 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8%と減速

中国国家统计局が発表した 25 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8%と 4～6 月期（同 5.2%）から 0.4 ポイント減速した（図表 1）。

この前年比 4.8%の成長率に対し需要項目別の寄与度をみると、最終消費は 2.7 ポイント、総資本形成は 0.9 ポイント、外需（純輸出）は 1.2 ポイントであった（図表 1）。最終消費は 7～9 月期の成長に最も寄与したが、純輸出も 7 期連続でプラスを維持し、総資本形成を上回る寄与となった。

また、名目 GDP 成長率は前年比 3.8%にとどまり、実質成長率を下回る「名実逆転」が 10 期連続で続いている。国民が経済成長を実感しにくい状況が続いている。

とはいえ、輸出が底堅く推移したことや、消費促進策によって個人消費が一定程度押し上げられたことから、実質 GDP 成長率の前期比は 1.1%と 4～6 月期（同 1.0%）から低水準ながらも小幅に加速した。さらに、1～3 月期は前年比 5.4%、4～6 月期は 5.2%であったため、25 年 1～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.2%となり、中国政府が掲げる「5%前後」という年間成長目標の範囲内に収まった。



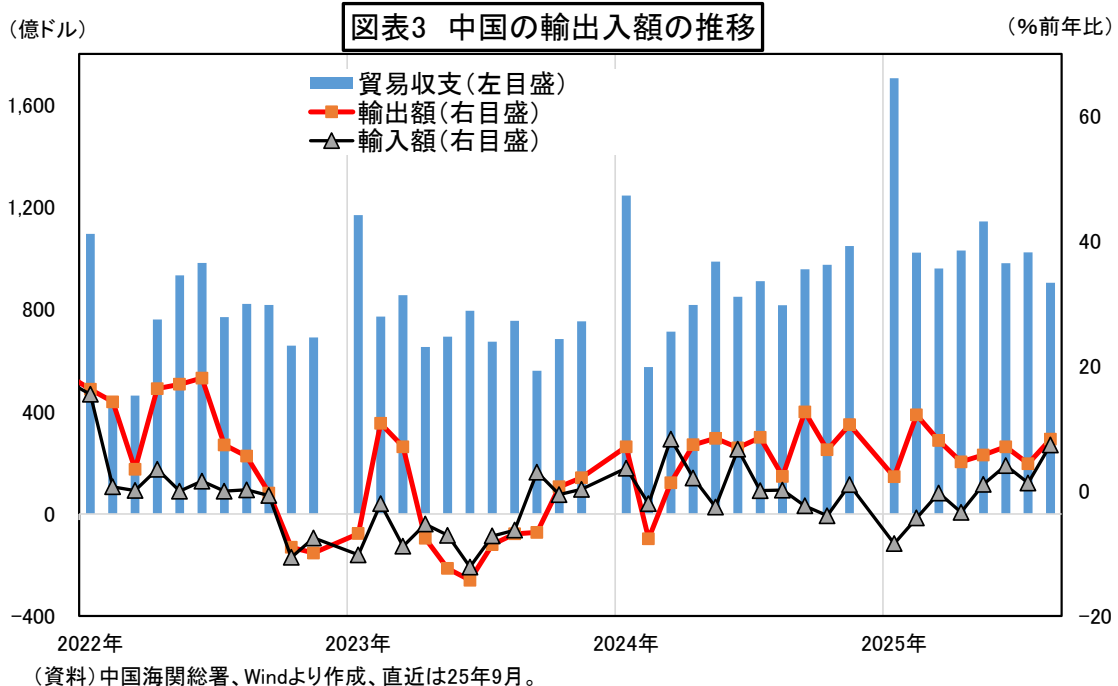
産業構造の調整過程で不動産業と建設業の低迷は成長の足かせ

成長が減速した背景には、①自動車や家電製品等の消費促進策により個人消費が一定程度押し上げられたものの、全体として依然低調に推移したこと、②地方財政の債務問題などの影響を受けてインフラ整備向け投資が大きく減速したこと、③不動産開発投資が一段と悪化したこと、が挙げられる。不動産業は前年比▲0.2%と再びマイナス成長に転じた。新規不動産開発投資の停滞や地方財政事情の厳しさなどを背景に建設業も同▲2.3%のマイナス成長となった（図表2）。

他方で、今回の成長を下支えした背景には、①輸出は、対米輸出が急減速したものの、輸出先の多角化や企業の自助努力な

どで比較的堅調に推移したこと、②輸出の底堅さもあり、鉱工業生産は好調だったこと、③AI や半導体関連への投資は大きく伸びたこと、が列挙される。実際、業種別の前年比実質成長率を確認すると、堅調な輸出や AI ブームを背景に製造業と情報通信・ソフトウェア・情報技術サービスはそれぞれ前年比 6.3%、同 11.7%といずれも実質 GDP 成長率（前掲の 4.8%）を上回っており、成長は堅調だった（図表 2）。

このように 25 年 7～9 月期の中国経済は減速したが、以下では、月次データ等から足元の景気動向を紹介したうえでその先行きを述べる。



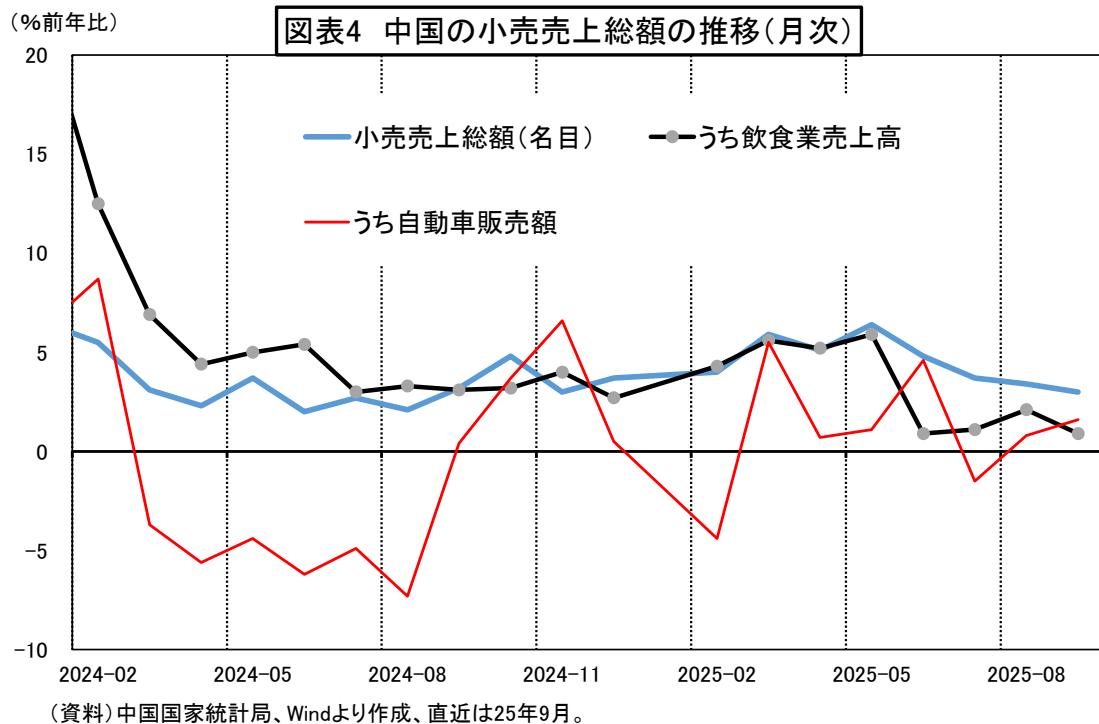
米国向けが急減したものの、アセアン向け等が大幅に増加したことで輸出全体は比較的堅調

相互の関税賦課の影響などにより、米中間の輸出入は大幅な減少が続いている。9 月の対米輸出額（ドル建て、速報）は前年比▲27.0%の 343 億ドルと減少幅が縮小したものの、6 か月連続での減少となった。また、対米輸入額も同▲16.1%の 115 億ドルと減少した。

一方で、対米輸出の大幅な減少を補ったのはアセアン、欧州、日本となっている。シンガポールやベトナムなどのアセアン向け輸出額は同 15.6%と 8 月（同 22.5%）から鈍化したものの、底堅く推移している。また、欧州向けは同 14.2%と 8 月（10.4%）から伸びが加速した。さらに日本向けも同 1.8%と 8 月（同 6.7%）から減速したものの、比較的堅調だった。

このように、アセアン、欧州、日本向け輸出が比較的堅調に推移したため、9月の輸出額全体は前年比8.3%の3,286億ドルとなり8月の4.4%から大きく加速した(図表3)。また、輸入額も同7.4%の2,381億ドルと8月(同1.3%)から大きく伸びた。輸出額から輸入額を差し引いた貿易黒字は905億ドルとなった。

中国輸出の先行きについては、マレーシアでの米中通商交渉(10月25~26日)で暫定的コンセンサスに達したが、トランプ関税や規制をめぐる不確実性が依然高いほか、他地域への輸出拡大が一服する可能性もあって、輸出は軟調に推移すると見込まれる。



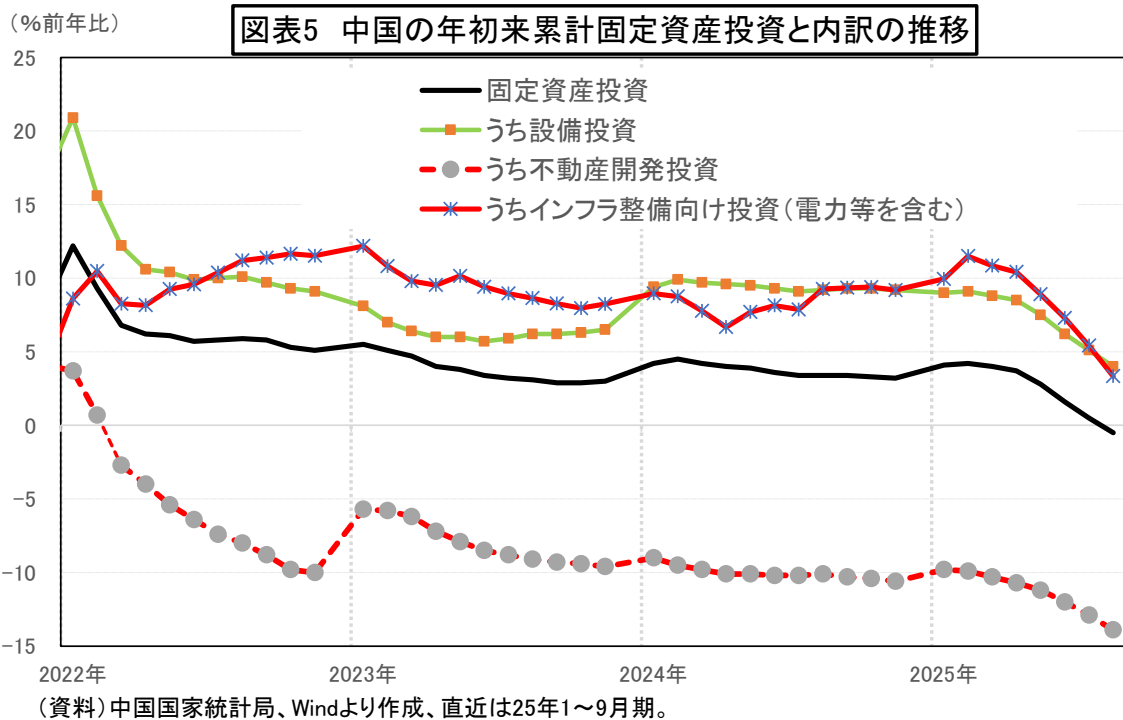
個人消費は弱まりつつある

個人消費に目を向けると、消費促進策が消費を押し上げる効果が薄れつつあるほか、雇用と所得をめぐる環境が依然として厳しいとみられることで消費回復の勢いは一服したとみられる。足元25年9月の小売売上総額は前年比3.0%と8月(同3.4%)からさらに減速した(図表4)。

内訳をみると、消費促進策の効果が徐々に弱まったため、家電・音響機器は同3.3%と伸び悩んでいる。また、レストランで提供される加工食品(預製菜)に対する品質や衛生面での懸念もあり、外食を控える動きがみられたため、飲食業の売上高

は同 0.9%と 8 月（同 2.1%）から大きく減速した。さらに、不動産市況の悪化により、建築・内装資材は同▲0.1%と前年割れが続いている。一方で、過度な値下げ競争を抑制する取組みの効果もあって、自動車販売額は同 1.6%と 2 か月連続でプラスを維持し、消費を下支えした。

先行きについては、所得や雇用をめぐる環境が依然として厳しく、消費者の節約志向が続くとみられるなか、耐久財の需要がおおむね満たされてきたこともあり、消費は当面軟調に推移する可能性が高い。

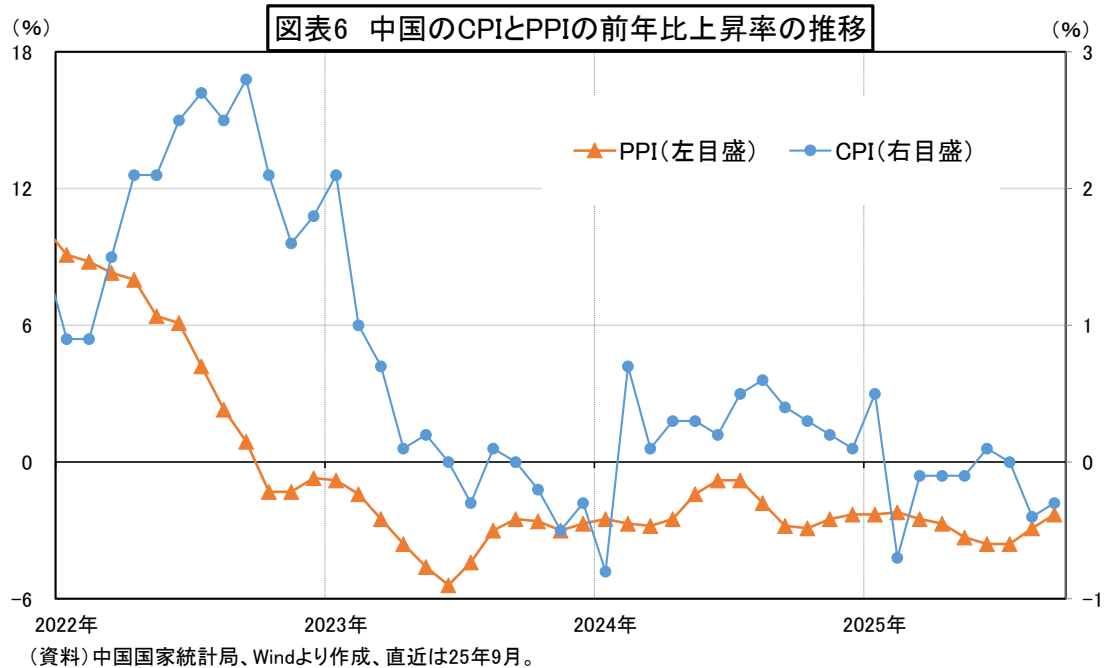


不動産開発投資がさらに悪化したことなどで投資全体は低調に推移

また、25 年 1～9 月期の固定資産投資も前年比▲0.5%とマイナスに転じた（図表 5）。内訳をみると、不動産市場の調整がなお継続しているため、不動産開発投資は同▲13.9%と一段と悪化している。また、インフラ整備向け投資（電力等を含む）は同 3.3%と固定資産投資全体を上回ったものの、鈍化基調で推移している。

さらに、「反内巻」（新エネルギー自動車や太陽光パネルなどの分野で企業の過度な生産・価格競争によって収益性が大きく損なわれている状態を防ぐこと）が進められていることで一部業種の新規投資が制限されたほか、輸出の先行きをめぐる不透明性もあり、設備投資は同 4.0%と勢いが弱まりつつある。

先行きについては、9 月末に導入・発動された政策金融による融資支援と 10 月半ばに決定された地方債の追加発行を受けてインフラ整備向け投資は加速する可能性が高い。一方で輸出環境をめぐる不確実性や不透明感が依然根強く、設備投資への慎重姿勢が続くと見込まれることや、不動産市場の調整もなお時間を要することから、固定資産投資全体はプラスに転じたとしても、その勢いは限定的であろう。



足元の物価は下落 圧力緩和も依然低 位で推移

前述のとおり、個人消費の弱含みや不動産開発投資の長期低迷などを受けて内需が総じて弱く、物価は低位で推移している。7～9 月期の GDP デフレーターは前年比▲1.0%と 10 四半期連続のマイナスとなっている。

足元では、9 月の消費者物価指数（CPI）は前年比▲0.3%、2 か月連続の前年割れとなった（図表 6）。詳細をみると、食料品価格は同▲4.4%と 8 月から下落幅が一段と拡大した。特に生鮮野菜、豚肉はそれぞれ同▲13.7%、▲17.0%と、8 月からさらに下落した。食料品価格の大幅な下落に加え、国際原油価格の低下により、エネルギー価格も同▲6.0%と下落が続いている。これらの要因が、CPI の前年割れに大きく影響したと考えられる。実際、変動の大きい食料品・エネルギーを除いたコア CPI は前年比 1.0%と 5 か月連続の上昇となった。

また、生産者物価指数（PPI）の下落幅は縮小傾向にある。9

新型政策金融ツールの発動と地方債の追加発行で景気下支え

月の PPI は前年比▲2.3%となり、下落幅が縮小した。詳細を確認すると、生活財、生産財はいずれも同▲1.7%、同▲2.4%と下落し、それぞれ PPI 全体を▲1.8 ポイント、▲0.5 ポイント押し下げた。政府による「反内巻」（無秩序な値下げ競争の抑制）政策や業界の取組みが積極的に進められており、その効果が現れ始めているとみられる。

とはいえ、9 月の PPI は前月比では横ばいを維持したほか、前年比では 3 年連続のマイナスとなっており、物価下落局面からの完全な脱却にはなお時間を要する見通しである。今後もこれまでの取組みをさらに強化していく必要がある。

前述したとおり、中国の固定資産投資が大きく減速したが、その対応策の一つとして「新型政策金融ツール」（以下、政策金融手段）が 9 月末に発動された。これにより固定資産投資の減少に歯止めがかかるかが注目されている。

インフラ整備向け投資の大幅な減速になった背景には、地方政府の国有土地使用権譲渡収入の減少が続いていることもあり、地方政府の歳入が依然厳しいことが挙げられる。こうしたなか、25 年 4 月 26 日に開催された中共中央政治局会議では「科学技術イノベーションの推進、消費の促進、対外貿易の安定化を図るために、新型政策金融ツールを設ける」ことが示されていた。

振り返ってみると、22 年 6 月 29 日の国務院常務会議では「0.3 兆元規模の政策金融手段（政策性・開発性金融ツール）」の創設が初めて示された。同年 7 月下旬に政策銀行の中国農業発展銀行と国家開発銀行がそれぞれファンド会社を立ち上げ、投資プロジェクトへの資本金を提供し始めた。その結果、政策銀行の資金投入に伴い商業銀行の融資も始まり、インフラ整備向け投資は押し上げられていたとみられる。

22 年と比較してみると、今回の政策金融手段の支援分野は科学技術イノベーション、インフラ整備、消費関連とされており、また、資金規模は 0.5 兆元とされるが、インフラ整備向け投資を押し上げる効果は、24 年の投資全体に占める割合が 12%となる 6~6.5 兆元規模になると見込まれる。

加えて、広東省、江蘇省、山東省、浙江省、河南省、四川省という 6 つの経済規模（中国 GDP の 45%を占める）が比較的大きな省（経済大省）を対象に、財政部（日本の財務省に相当）

経済見通しと当面の 注目点

は 10 月半ばに 0.5 兆元規模の地方債の追加発行も決定した。これも 22 年と同様に実施されたが、22 年に比べ 0.1 兆元増額したほか、地方債務への償還だけでなく、今回はプロジェクトの出資金にも充てることができるかとされている。

中国経済の先行きを展望すれば、新型政策金融ツール（0.5 兆元）と地方債の追加発行（0.5 兆元）により、インフラ整備向け投資の回復が期待される。一方で消費促進策の効果の弱り、不動産業および建設業の低調な推移に加え、輸出の下振れリスクも高いため、足元 10～12 月期の成長率は前年比 4.7% とさらに鈍化すると予想している。

とはいえ、25 年 1～9 月期の成長率は前年比 5.2% となったことから、中国政府が掲げる 25 年通年の成長率目標である「5% 前後」は達成される可能性が高い。

当面は、経済対応策の効果をもておく必要があるほか、26 年の経済運営方針（25 年末の中央経済工作会议）や第 15 次 5 カ年計画の綱要（26 年 3 月の全人代）に注目が集まっている。

（25. 10. 27 現在）