

減速基調が続く中国経済

～当面は中央経済工作会议等に注目～

王 雷軒

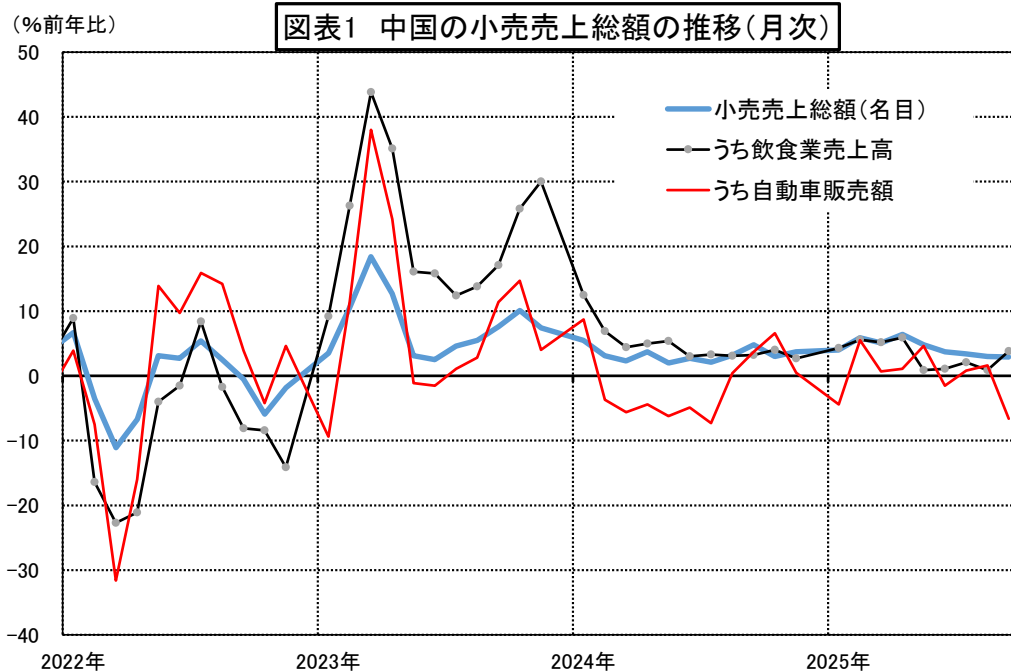
要旨

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。10月以降の景気は、輸出が比較的堅調に推移したものの、内需の減退感の強まりを受けて減速基調が続いているとみられる。

追加経済対策の効果でインフラ整備向け投資の回復が一定程度期待されるものの、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あることから、足元 10～12 月期の成長率はさらに鈍化する可能性がある。

足元の景気は減速基調にある

2025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。10月以降の景気は、輸出が比較的底堅く推移したものの、内需の減退感の強まりを受けて減速基調が続いているとみられる。以下では、月次データ等から足元の需要項目別の動きや物価動向等を確認したうえでその先行きや当面の注目点を述べる。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は25年10月。

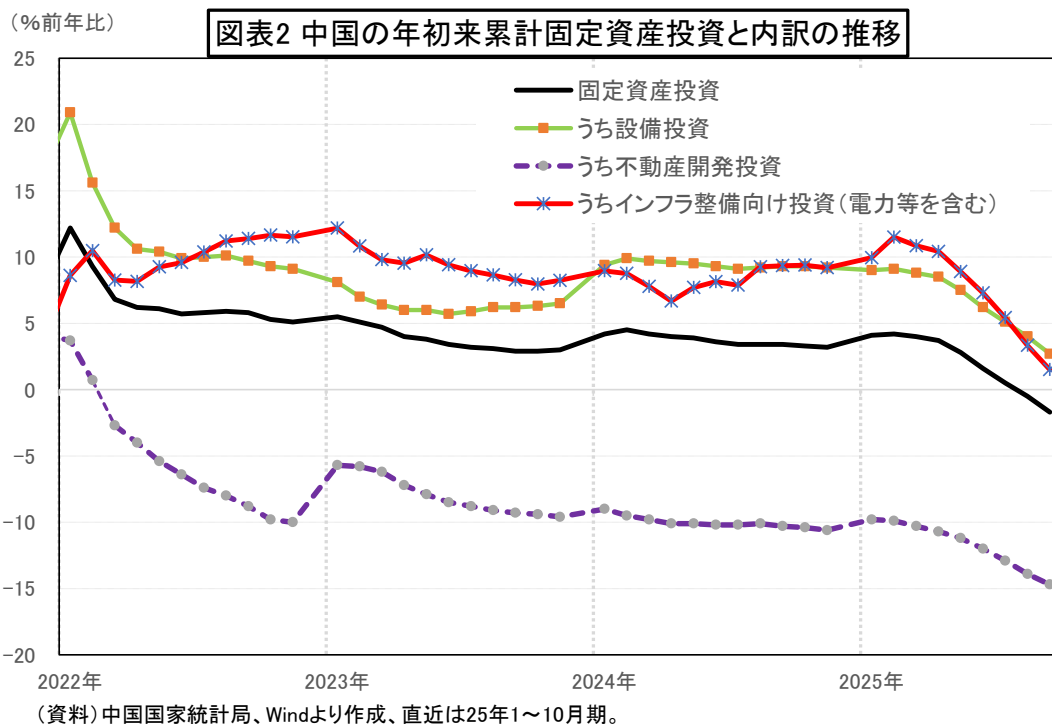
個人消費は一段と減速

まず、不動産市場の悪化がさらに進んだほか、政府の消費促進策の効果が一服したこともあり、25年10月の小売上総額は前年比2.9%と9月（同3.3%）から一段と減速した（図表1）。減速が鮮明になった背景には、住宅価格の下落幅拡大による逆資産効果や、雇用と所得の先行き不安や住宅ローン負担の重さなどを受けて消費者の節約志向が続いていることが挙げられる。

小売上総額の内訳を見ると、自動車販売額は同▲6.6%とマイナスに転じた。また、新エネルギー自動車の普及率の上昇などを受けて石油およびその製品類も同▲5.9%となった。さらに、家電音響機器、建築内装資材はそれぞれ同▲14.6%、同▲8.3%といずれも大きく減少し、消費全体を押し下げた。

一方、国慶節（建国記念日）・中秋節の大型連休が昨年より長かったこともあり、飲食業売上高は同3.8%と加速した。また、通信機器、金などの貴金属販売もそれぞれ同23.2%、同37.6%と大きく伸び、消費全体を下支えした。

先行きについては、消費促進策の強化に伴いその消費押し上げ効果が一定程度期待されるものの、所得・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ことから、消費の軟調な推移は当面続くだろう。

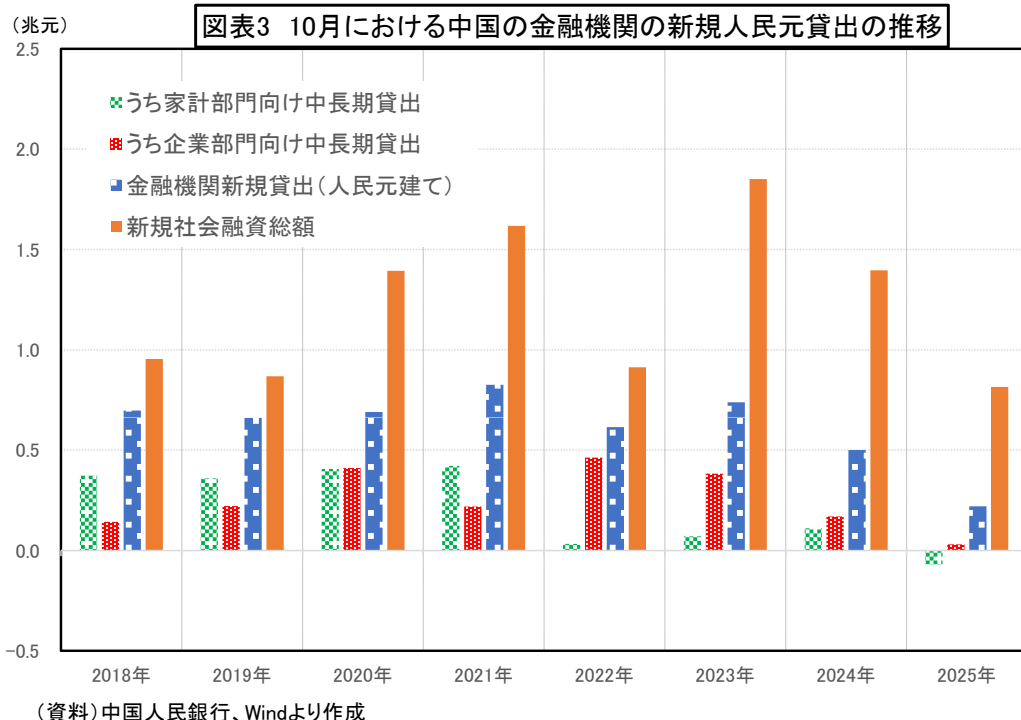


固定資産投資の減少幅は拡大

25 年 1～10 月期の固定資産投資も前年比▲1.7%と減少幅が拡大している（図表 2）。また、10 月の固定資産投資の前月比は▲ 1.6%と 9 か月連続のマイナスとなった。

固定資産投資の内訳を見ると、高関税の影響や企業収益の低迷、先行きの不透明感などを受けて製造業における設備投資は前年比 2.7%と鈍化した。また、地方政府の財政難を背景に、インフラ整備向け投資（電力等を含む）も同 1.5%と軟調に推移した。さらに、住宅販売の不振や不動産開発企業のバランスシート調整がなお続くことで、不動産開発投資も同▲14.7%と一段と悪化した。

先行きについては、1 兆元規模の追加経済対策でインフラ整備向け投資は、一定程度の持ち直しが期待されるものの、住宅価格の下落や雇用や所得の先行き不安を背景に住宅販売の不振がなお続き、不動産開発投資の回復は当面見込めない。また、企業収益の低下や民間投資の低迷により、設備投資も低調な推移になると見込まれることから、固定資産投資全体は軟調に推移する可能性が高い。



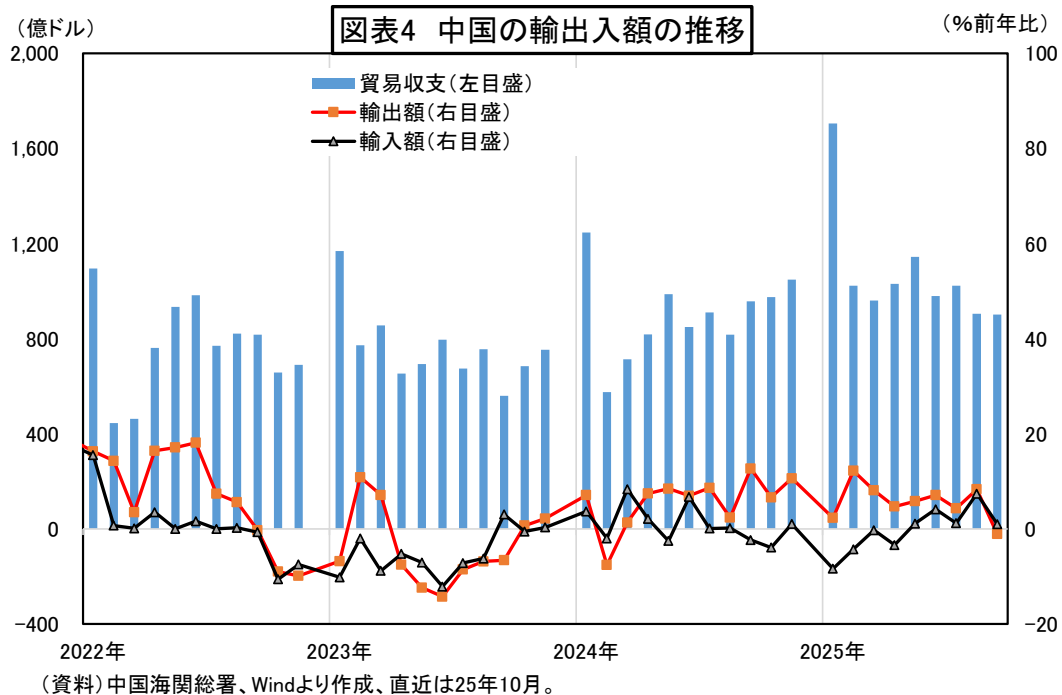
家計・企業の資金需要は総じて弱い

中国人民銀行（中央銀行）が発表した 25 年 1～10 月期の金融統計（速報値）は、前述した内需の減退を反映する内容となっているとみられる（図表 3）。25 年 10 月の新規社会融資総額

(実体経済への資金供給総額)は0.82兆円で過去3年平均(1.35兆円)を大きく下回り、3か月連続の前年割れとなっている。新規社会融資総額の内訳をみると、金融機関新規人民元貸出は0.22兆元であった。

詳細をみると、家計部門では中長期貸出(住宅ローン等)は期限前の返済が多く、700億元の減少となった。9月に強化された不動産テコ入れ策も奏功せず、住宅購入意欲は依然として低い。短期貸出も2,866億元の減少となった。9月から個人消費ローンやサービス業向けの利子補給政策が実施されてはいるが、その効果は限定的だった。

企業部門でも、中長期貸出はわずかの300億元であった。内需の弱さや外需の不透明感に加え、反内巻政策が一部の業種で投資意欲を抑制しており、資金需要は低調なままであるとみられる。



輸出は比較的堅調

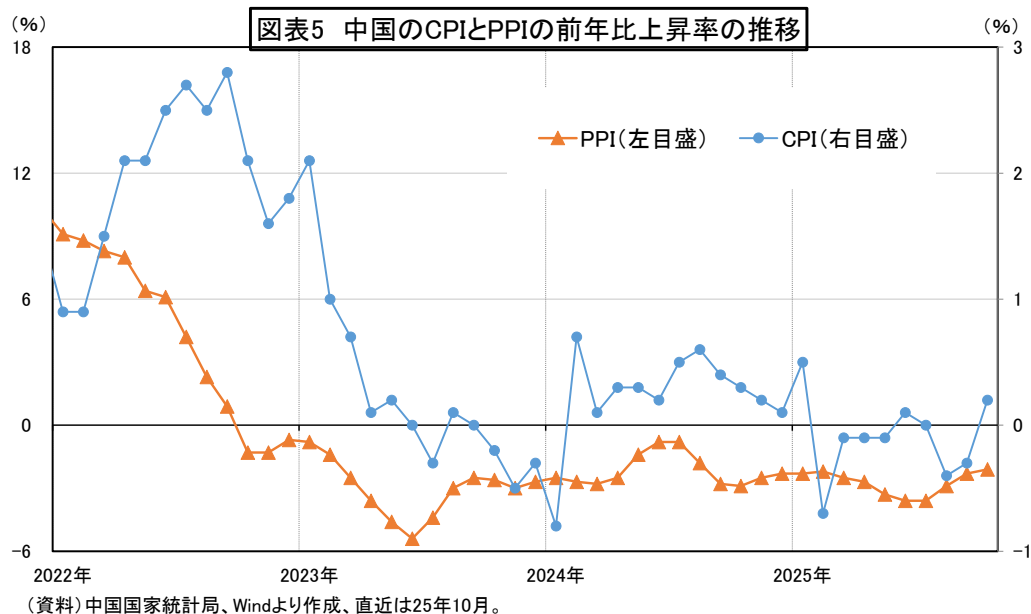
25年10月下旬にはマレーシア・クアラルンプールで第5回米中通商協議が開催された。第5回協議の結果、米国は、11月10日に合成麻薬フェンタニル関連の関税を10%に引き下げるとともに、中国製品に対して課していた相互関税(34%)のうち24%分の賦課を引き続き1年間停止する措置を講じた。これにより、米国の対中追加関税は30%から20%に低下した。中国もこれに応じて、大豆などの米農産物に対する最大15%の追加

関税を停止した。中国の対米追加関税は10%のまま維持されている。

こうした状況下、10月の対米輸出額（ドル建て速報値）は前年比▲25.2%の349億ドルとなり、マイナス幅はやや縮小したものの、7か月連続での減少となった。アセアン向けの輸出額も同11.0%と底堅く推移したものの、9月（同15.6%）から鈍化した。欧州向け輸出も同0.9%と9月（同14.2%）から大きく減速した。さらに、日本向け輸出は同▲5.7%と10か月ぶりにマイナスに転じた。

その結果、10月の輸出額は同▲1.1%の3,053億ドルと18か月ぶりにマイナスに転じた（図表4）。輸出が予想を下回った背景には、前述した対米輸出の大幅な減少が継続したことに加え、①24年9月には台風の影響で深圳市や上海市などの主要港が一時停止したことや、米大統領選を見越した駆け込み輸出があったため、24年10月の輸出が急増していたこと、②25年10月の営業日が国慶節の大型連休の影響で昨年より少なくなったこと、などが挙げられる。実際、反動要因を除けば、10月の輸出額が前年比5.5%となり、依然として堅調であったとみられる。

今後の輸出については、米中対立が一時的に緩和されたことで対米輸出の回復が予想されるが、日中関係の悪化による日本向け輸出への影響が予想されるほか、ほかの国・地域への輸出拡大が一服する可能性もあり、軟調に推移すると見込まれる。



物価の下落圧力は やや緩和

内需の弱さや一部業種における過度な値下げ競争を背景に、低インフレ状態が続いているが、足元では物価の下落圧力が一定程度緩和されているとみられる。

25 年 10 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 0.2%と、小幅ながら 4 か月ぶりのプラスに転じた（図表 5）。価格変動の大きい食料品・エネルギーを除いたコア CPI は同 1.2%と 6 か月連続の上昇となった。大型連休が昨年より長かったことで観光などのサービス価格が上昇したことや、家電製品などの消費財価格が引き続き上昇したほか、「反内巻」で自動車販売価格の下落幅も縮小した。

CPI の持ち直しに加え、生産者物価指数（PPI）の下落幅も縮小傾向にある。10 月の PPI は同▲2.1%と下落幅が縮小している（図表 5）。詳細を確認すると、生産財のうち、特に石炭採掘・洗浄、太陽光発電設備、電池、自動車製造では前年比下落幅は大きく縮小した。

政府や業界による「反内巻」への取組みが積極的に進められた結果、PPI の前月比は小幅ながら 0.1%と 25 年内初の上昇となった。とはいえ、PPI 前年比は 3 年 1 か月連続のマイナスとなっており、「供給強・需要弱」という構造が大きく改善されておらず、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。

経済見通しと当面の 注目点

以上のように、足元では内需の減退が目立つようになったが、中国政府は既存政策の着実な実行に加え、年末にかけて消費拡大策の最適化や利下げ・預金準備率引下げを含む追加金融緩和など、成長安定化策を打ち出す可能性もある。

しかし、個人消費の低調な推移、不動産市場の停滞に加えて、輸出の下振れリスクも予想されることから、10～12 月期の成長率は前年比 4.6%と 7～9 月期（同 4.8%）から減速すると予想している。とはいえ、25 年 1～9 月期は 5.2%成長を達成したことで、25 年通年は前年比 5.0%（前回見通しから 0.1%上方修正）と予想している。

当面は、経済対策の効果と追加景気刺激策の有無を注視しておく必要があるほか、26 年の経済運営の基本針を決定する 25 年末の中央経済工作会议などへの注目が集まっている。

（25. 11. 26 現在）