

内需の不振鮮明で4～6月期成長は減速に転じる公算

～ 今後は既存の内需拡大策と追加政策対応の有無に注目～

王 雷軒

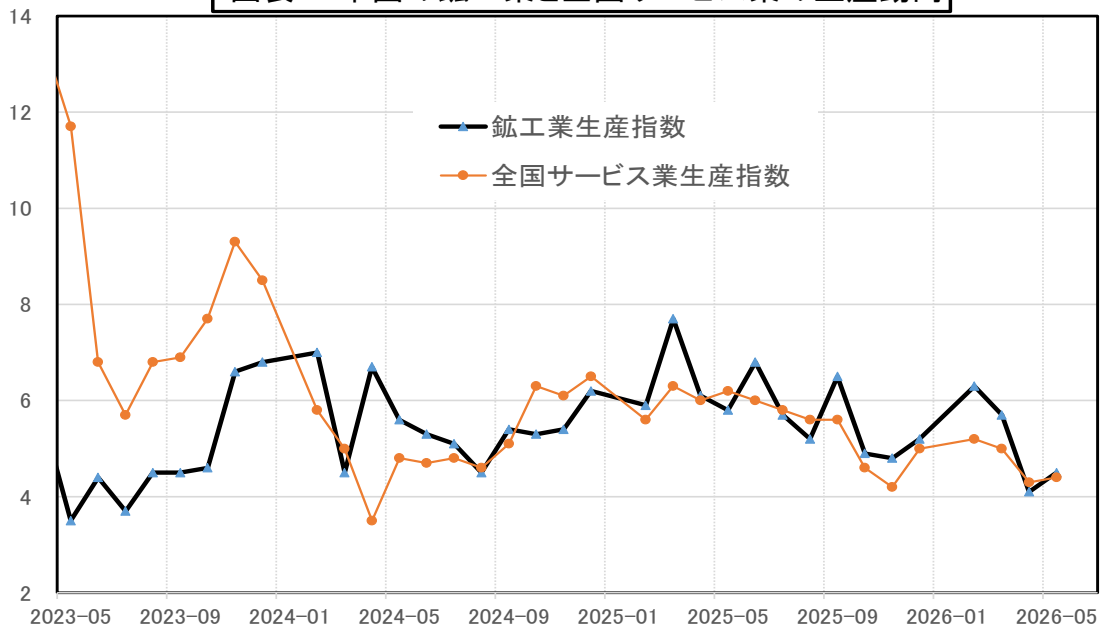
要旨

2026年1～3月期の実質GDP成長率は前年比5.0%となり、前期(10～12月期:同4.5%)から0.5ポイント加速した。しかしその後は、生産と輸出が比較的底堅く推移する一方、内需の弱さが続いており、景気減速懸念が強まっている。

今後は、政策対応の有無に加え、中東情勢の動向、既存の内需拡大策の効果、不動産市場調整の進展に注目が必要である。7月下旬に開催予定の共産党中央政治局会議では、経済情勢の評価と、年後半に向けた財政拡大・金融緩和などの追加政策対応の有無が焦点となる。

(%前年比)

図表1 中国の鉱工業と全国サービス業の生産動向



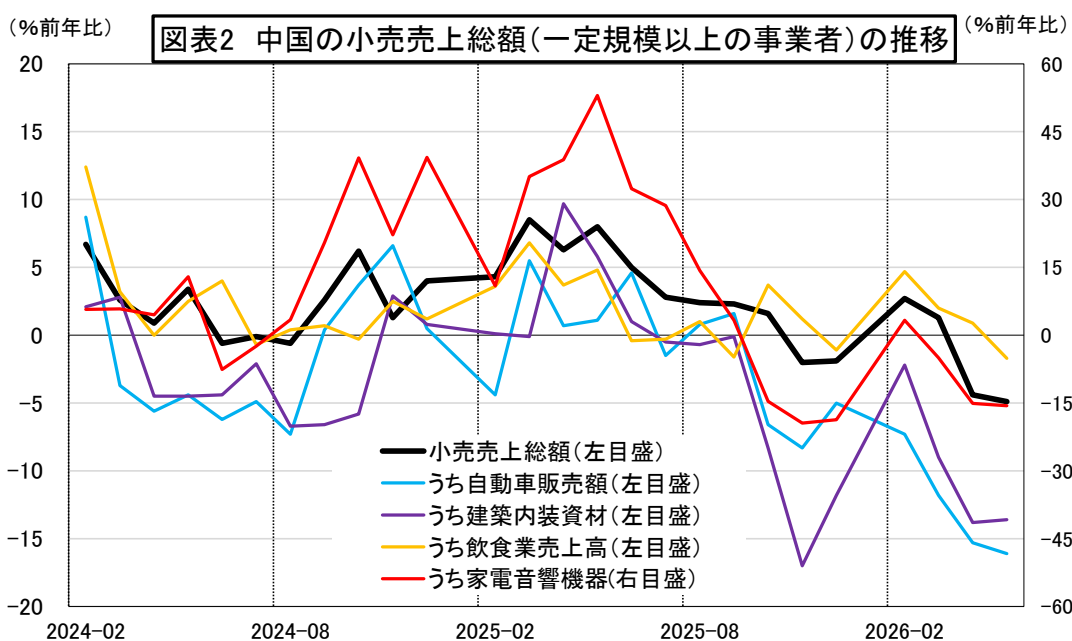
生産は比較的底堅く推移

26年1～3月期の実質GDP成長率は前期比1.3%、前年比5.0%と、いずれも10～12月期(同1.2%同4.5%)から加速した。しかしその後は、生産と輸出が比較的堅調である一方、個人消費と投資の弱さが一段と顕著となり、景気減速懸念が強まっている。

このように、中国経済の「K字型」(経済の二極化)の様相が強まっている。今後、当局がその是正に本格的に取り組

むかが注目される。

生産面では、輸出の堅調さやAI関連投資の拡大を背景に、5月の鉱工業生産（一定規模以上、実質ベースの伸び）は前月比0.40%、前年比4.5%と、4月（同0.05%、同4.1%）からいずれも持ち直し、比較的底堅く推移した。また、全国サービス業生産も前年比4.4%と、4月（同4.3%）から小幅ながら加速しており、総じて底堅く推移している（図表1）。



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は26年5月。(注)「一定規模以上の事業者(限額以上単位)」とは、年間の主たる営業売上高が次の基準以上に達する事業者を指し、統計の集計対象とされている。具体的には、卸売業は2,000万元以上、小売業は500万元以上、宿泊業および飲食業は200万元以上である。

一方、個人消費は弱く、当面は力強さを欠く展開

一方、個人消費は、雇用環境や先行き不安、政策効果の剥落、一部地域の天候不順などを背景に弱い動きが続いている。個人消費の動きを示す社会消費品小売売上総額（以下、小売売上総額）は5月に前年比▲0.6%と、2022年12月以来のマイナスとなった。

内訳を見ると、飲食業売上高（外食）は前年比0.6%と小幅ながらプラスを維持したものの、財（商品）消費は同▲0.7%と落ち込んだ。また、小売売上総額は前月比でも▲0.38%と、3月（同▲0.13%）、4月（同▲0.55%）に続き下落基調が続いている。

小売売上総額のうち、一定規模以上の事業者による小売売上総額（全体の38%）は前年比▲4.9%と一段と落ち込んだ（図表2）。内訳では、財の消費は同▲5.2%、外食は同▲1.7%

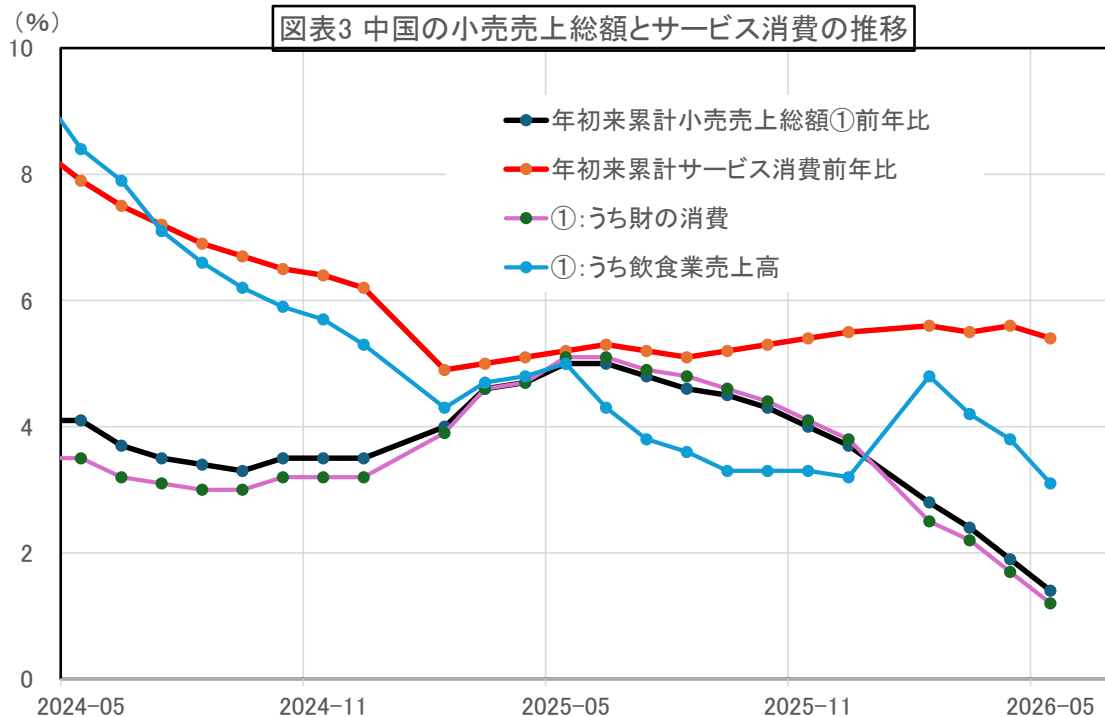
であった。

財別の消費では、自動車（同 21.2%）は前年比▲16.1%と4月（同▲15.3%）から減少幅が拡大し、全体を大きく押し下げている。また、自動車販売の落ち込みや電気自動車（EV）の普及拡大、ガソリン価格の上昇を背景に、石油およびその製品（同 11.5%）も同▲3.2%と減少が続いている。さらに、消費刺激策の効果が弱まるなか、家電音響機器（同 5.7%）は同▲15.6%と低調であった。

加えて、価格調整の影響もあり、これまで好調だった宝飾品（同 1.7%）は同▲8.9%となった。また、不動産市場の低迷が続くなか、建築内装資材（同 0.6%）と家具（同 1.0%）もそれぞれ同▲13.6%、同▲8.7%と減少が続いている。

一方、食料品（同 11.9%）、衣類（同 8.0%）、日用品（同 4.7%）、タバコ・酒類（同 3.1%）、化粧品類（同 2.9%）はそれぞれ同 1.9%、同 3.8%、同 1.6%、同 4.8%、同 2.5%と比較的底堅く推移している。

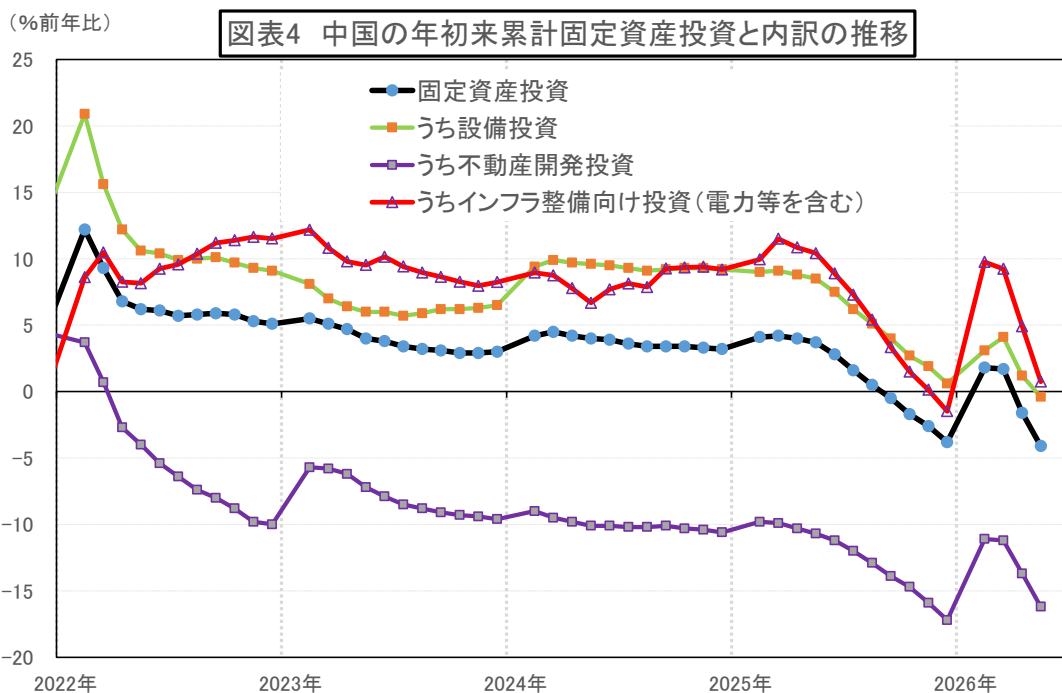
先行きについては、消費促進策による一定の下支えは期待されるものの、消費マインドの弱さから、当面は低調な推移が続く可能性が高い。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年1~5月期。

サービス消費は比較的堅調で全体を下支え

消費のなかでサービス消費の重要性が高まるなか、国家統計局は年初来累計の小売上総額とサービス消費の合計の前年比伸びを公表し始めた。それによると、26年1～5月期の全体は前年比2.8%となった。内訳を見ると、サービス消費は前年比5.4%と4月からやや鈍化したものの比較的底堅く推移しており、消費全体を下支えしている。一方、小売上総額は同1.4%と大きく減速している（図表3）。消費構造はモノからサービスへとシフトしつつあるとみられる。



固定資産投資は減少が続くものの、先行きは一定の回復が見込まれる

また、2026年1～5月期の固定資産投資（以下、投資）は前年比▲4.1%と、減少幅がさらに拡大した（図表4）。5月単月でも前月比▲1.91%と、3月（▲1.03%）、4月（▲2.32%）に続き、減速傾向が続いている。

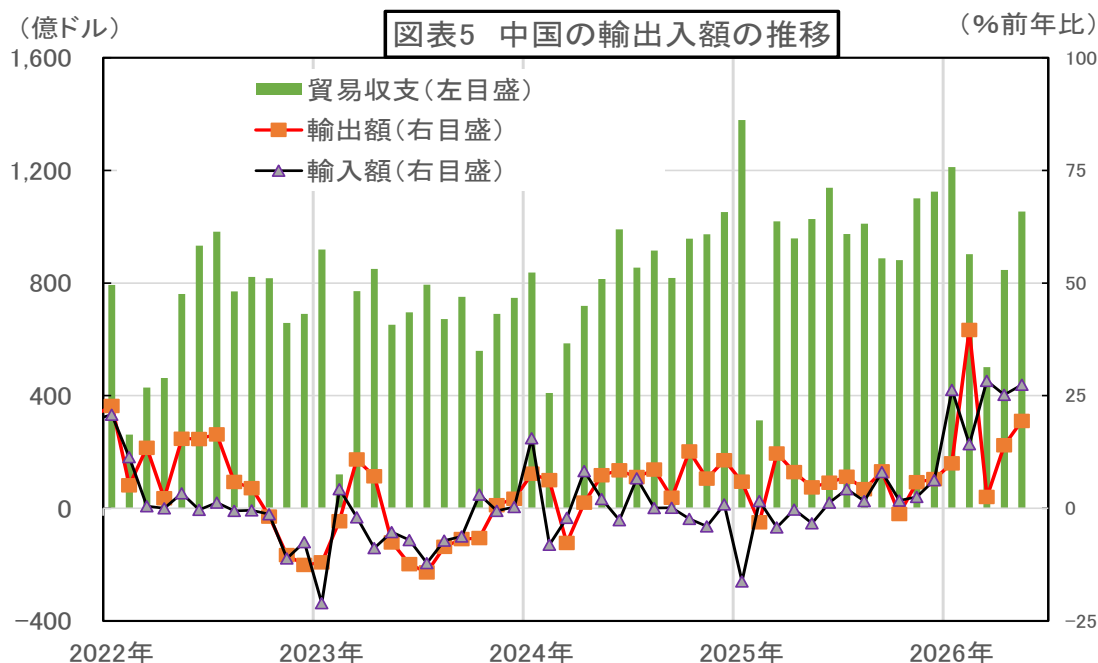
内訳を見ると、不動産開発、インフラ整備、設備投資の主要3分野はいずれも減速した。不動産市場については、上海や北京など一部の大都市で持ち直しの動きがみられるものの、中小都市では住宅販売の不振が続き、不動産開発企業のバランスシート調整も重なって、不動産開発投資は前年比▲16.2%と減少幅が一段と拡大した。

インフラ整備向け投資（電力などを含む）は前年比0.8%と小幅ながらプラスを維持したものの、1～4月期（4.9%）

から大きく減速した。背景には、一般公共支出の伸び悩みや地方債（専項債）発行の低迷がある。

製造業の設備投資も、中東情勢による石油・重要鉱物価格の上昇や、「反内巻」政策（過度な値下げ競争の抑制）による投資抑制を受け、前年比▲0.4%と2020年12月以来のマイナスに転じた。ただし、業種別ではハイテク製造業が堅調で、投資は前年比3.4%となった。特に電子回路（50.9%）、リチウムイオン電池（24.9%）、航空機（19.7%）、集積回路（11.0%）、電子（10.5%）などが大きく伸びている。また、ハイテクサービス業への投資も前年比6.9%、うち情報サービス業は13.8%と高い伸びを示した。これらから、将来を見据えた投資構造への転換は一定程度進展していると評価できる。

先行きについては、民間投資の慎重姿勢や不動産市場の低迷が続くほか、米国による対中関税強化が製造業の投資マインドを悪化させるリスクもある。一方で、0.8兆元規模の政策融資の着実な実行や、地方債の利用規制緩和により都市再整備プロジェクトの資本金として活用可能となったことを背景に、インフラ投資は持ち直す可能性が高い。これらを踏まえると、投資全体の減少幅は縮小すると見込まれる。



輸出は好調も先行き | 5月の輸出額（ドル建て）は前年比19.4%増の3,768億ド

は不透明

ル(約 60 兆円)となった。これは 3 月 (同 2.5%)、4 月 (同 14.1%) から伸びがさらに拡大し、7 か月連続のプラスとなった(図表 5)。足元の輸出が大きく伸びた背景としては、世界的な AI 投資ブームに伴う半導体や電子部品の価格上昇、国際原油価格の高止まり、対米輸出の持ち直しなどが挙げられる。

品目別では、集積回路(355 億ドル、輸出全体の 9.4%)が同 110.9%と大幅に伸びた。ただし数量ベースでは前年比 2.1%と 4 月(同 3.8%)から鈍化しており、価格上昇が主因である。また、自動データ処理装置および部品(269 億ドル、同 7.1%)も同 66.1%と、2010 年以來の高い伸びを記録した。さらに、自動車と船舶はそれぞれ同 39.3%、同 31.0%と底堅く推移している。一方で、衣類やかばん、おもちゃといった労働集約型の消費財輸出は減少傾向が続いている。

また、米中対立の緩和を背景に、対米輸出が大きく伸びたことも要因の一つである。5 月の輸出を国・地域別に見ると、米国向け(390 億ドル)は前年比 35.4%と、3 月(同▲26.5%)、4 月(同 11.3%)から大きく回復した。このほか、ASEAN 向け(726 億ドル)、日本向け(145 億ドル)も、それぞれ同 24.3%、同 10.9%と比較的堅調に推移した。一方、EU 向け(532 億ドル)は同 7.6%と、4 月から伸びがやや鈍化した。

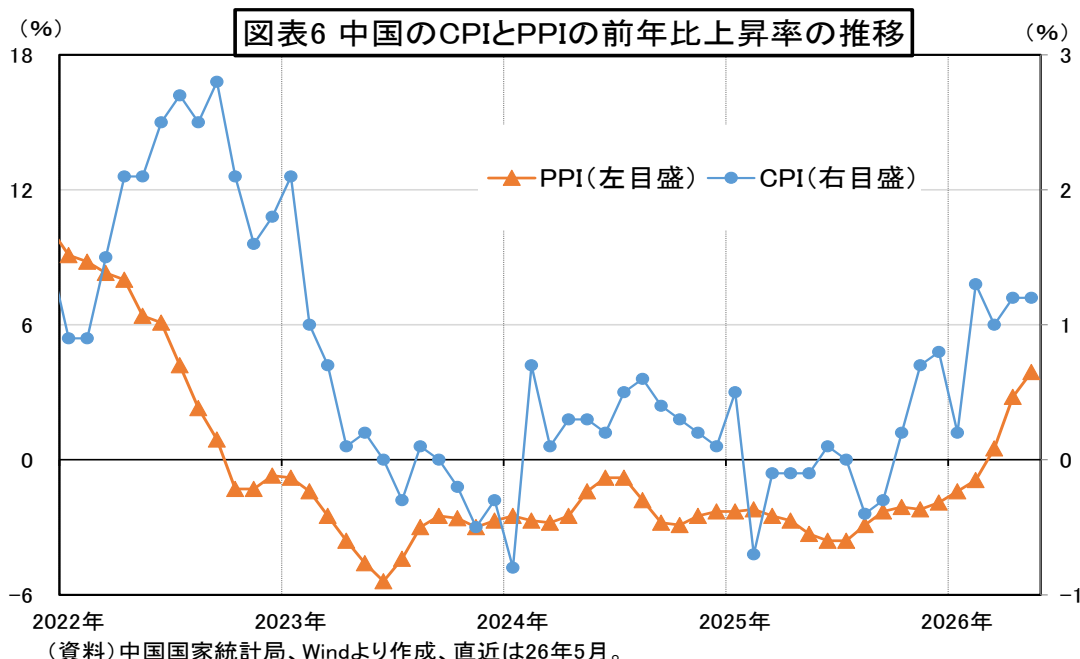
先行きについては、米・イラン間の戦闘停止に向けた調印式(6 月中旬)を受け、ホルムズ海峡の通航料が全面的に免除され、同時に米軍による封鎖解除も発表された。これにより、短期的には輸出の強さが維持され、6 月も前年比 17%前後の高い伸びが見込まれる。

他方、6 月 2 日、米通商代表部(USTR)は、中国を含む 60 か国・地域に対し、強制労働による製品の輸入禁止措置が不十分であるとして、輸入品に追加関税を課す方針を示した。追加関税率は、中国・日本・インドなどに対して 12.5%、EU・英国・その他十数か国に対して 10%とされている。USTR はこれらの追加関税について、7 月 6 日までパブリックコメントを募集し、7 日には公聴会を開催する予定である。

さらに、強制労働問題に加え、中国、日本、韓国、ベトナムなど 16 か国・地域を対象とした「製造業における構造的な過剰生産能力」に関する調査結果も公表される見通しであ

り、貿易環境には不確実性が残る。これらを踏まえると、年後半にかけて輸出は減速に向かう可能性もある。

輸入についても、主要品目の価格上昇を背景に高い伸びが続いている。5月の輸入額（ドル建て）は前年比27.4%となり、集積回路、原油、鉄鉱石、銅などの輸入額はいずれも大きく増加した。詳細をみると、集積回路の輸入額は同68.0%となり、輸入単価が69.8%上昇した一方で、輸入量は同1.0%減少した。原油についても、単価が同62.4%上昇し、輸入量は同29.0%減少したものの、輸入額は同15.3%となった。なお、5月の輸出額（3,768億ドル）から5月の輸入額（2,714億ドル）を差し引いた貿易黒字は1,054億ドルとなった。



CPI は低位で推移

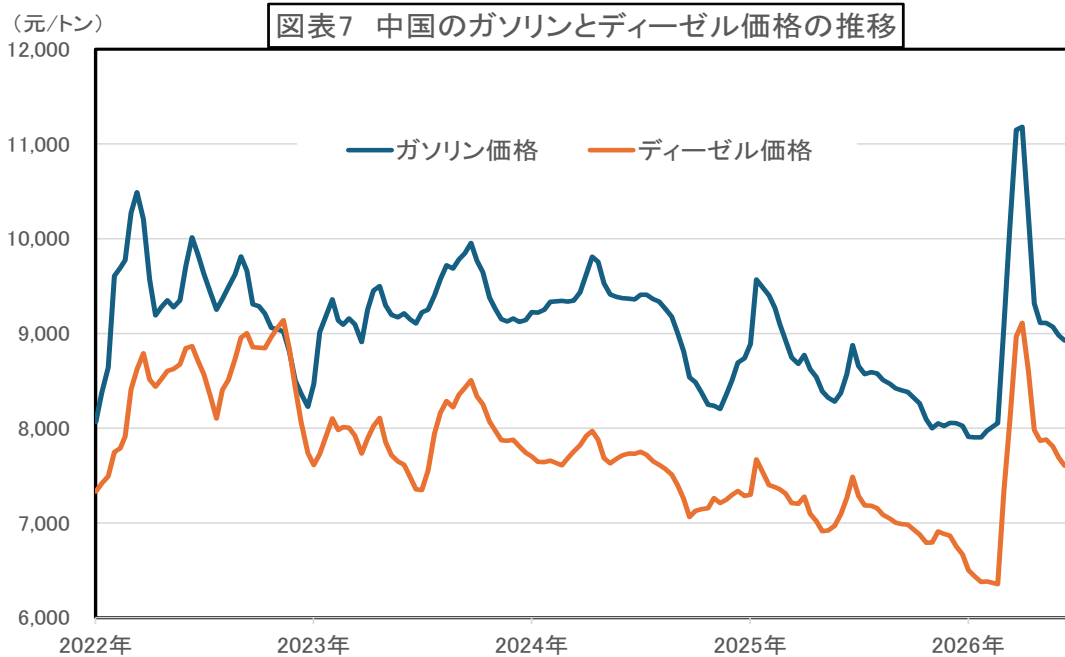
5月の消費者物価指数（CPI）は前年比1.2%と市場予想を小幅に下回った(図表6)。食品とエネルギーを除いたコアCPIは前年比1.1%にとどまり、依然として低水準で推移している。国内消費市場では、供給が強く需要が弱いという構造が依然として続いている。

詳細をみると、ガソリン価格は国際原油価格が高止まりするなかで前年比23.5%と大幅に上昇し、CPI前年比上昇率を0.7ポイント押し上げた。世界的なAI投資ブームによる半導体価格の上昇を背景に、スマートフォンを含む通信機器価格は前年比6.6%と大きく伸びた。

一方、食料品価格は弱含みで推移している。豚肉価格は前

年比▲16.1%と下落したほか、果物も下落幅が拡大し、食料品全体では同▲1.7%の下落となった。サービス価格も同0.8%と4月から小幅に鈍化した。

これらを踏まえると、5月のCPIは中東情勢に伴う原油高の影響が継続している一方、不動産市場調整の長期化や内需の回復力の弱さが物価全体の上昇を抑制する構図に変化はない。6月のCPIは前年比1%台で推移する見通しである。



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は2026年6月20日。

PPI はエネルギー資源 価格上昇で加速傾向

次に企業生産者物価指数 (PPI) をみると、国際原油価格の高止まりを受け、5月のPPIは前年比3.9%と4月(同2.8%)から1.1ポイント加速した。また、世界的なAI投資ブームが半導体や銅などの価格を押し上げたことで、電子機器や金属加工業のPPIも上昇した。さらに、夏場の需要増加に伴い、エアコンなどの関連製品、電力価格、石炭価格などの上昇もみられ、これらもPPIを押し上げる要因となっている。

他方、前月比では0.5%と、4月の1.7%から大きく鈍化しており、原油高による押し上げ効果の一巡が主因である(図表7)。6月入り後も、原油価格は100ドル/バレルを下回り、高油価によるPPIの押し上げ効果はさらに弱まっている。一方で、半導体価格の上昇や「反内巻」政策の進展は、一部業種の価格を下支えすると考えられる。

『求是』雑誌では、家計バランスシートの修復と消費振興を強調

これらを踏まえると、6月のPPIは前年比4%程度へ小幅に加速すると見込まれる。

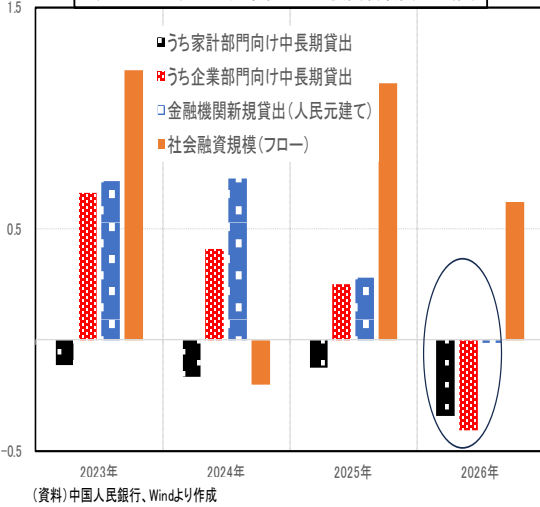
このように、生産と輸出は比較的底堅く推移している一方で、消費と投資の減速が一段と鮮明になっている。こうした状況を踏まえ、中国共産党中央委員会が主催する理論誌『求是』は、家計のバランスシートを回復させ、消費を振興する必要性を強く訴えていることが確認された。

消費の現状について、『求是』は次のように評価している。社会消費品小売上総額は5月に前年比▲0.6%、年初来累計で同1.4%となった。これは主として商品消費の弱さが要因である。一方、サービス消費は前年比5.4%と堅調に推移しており、消費の重心が「モノ」から「サービス」へと移行していることが示されている。

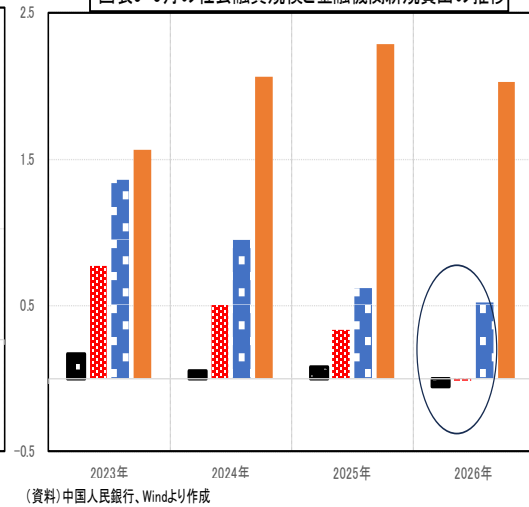
モノの消費が減速している背景としては、自動車や家電など耐久消費財の反動減（前年の政策効果の一巡）に加え、高温・多雨といった天候要因が挙げられる。さらに、①雇用・所得見通しの不透明感から消費マインドが低下し、社会保障の不十分さを背景に予防的貯蓄が増加していること、②不動産市場の調整に伴う資産価値の下落により資産効果が弱まっていること、③供給側において同質化や低付加価値の製品が依然として多く、多様化する消費者ニーズに十分応えられていないことが指摘されている。

消費全体の先行きについては、一人当たりGDPが1万3千ドルを超える水準に達したことから、サービス消費や高品質な商品の需要は今後も拡大が見込まれる。また、デジタル消費やグリーン消費といった新分野も新たな成長源となりつつある。こうした状況を踏まえ、『求是』は、雇用拡大と所得向上による消費基盤の強化、社会保障の充実による将来不安の軽減が不可欠であると指摘している。加えて、不動産市場や金融市場の安定を図り、資産効果を回復させることも重要である。同時に、高品質な商品・サービスの提供や規制見直しを通じた消費環境の整備が求められるとしている。

図表8 4月の社会融資規模と金融機関新規貸出の推移



図表9 5月の社会融資規模と金融機関新規貸出の推移



企業・家計の資金需要は依然として低迷

一定期間に実体経済への資金供給量を示す社会融資規模（銀行融資だけでなく、債券や株式の発行など幅広い資金調達を含む）のフローは5月も小幅な減少となった。その背景には地方債の発行減速に加え、企業・家計部門の大幅な資金需要減退が挙げられる。家計部門向け・企業部門向け中長期貸出は4月に続き、5月もいずれも減少であった（図表8・9）。

企業部門では、貸出全体（中長期▲200億元、短期1,000億元、手形融資5,570億元）が5月に6,400億元増加したものの、中長期貸出は▲200億元、前年比では▲3,500億元と大幅な減額が続いた。主因としては、①実体経済の資金需要が弱く、投資拡大への意欲が低調であること、②業界内の「反内巻」により企業の内生的な資金需要が抑制されていることが挙げられる。

家計部門でも、短期貸出（▲840億元）、中長期貸出（▲571億元）がともに減少となった。家計のレバレッジ縮小が進む背景には、①不動産市場が依然として底入れしておらず、②家計が負債拡大よりもキャッシュフロー確保を優先し、耐久消費財の購入を抑制していることが挙げられる。

今後については、実質住宅ローン金利の低下や住宅価格・賃料の安定が進めば、前倒し返済のインセンティブが弱まり、信用需要の回復が期待される。ただし、家計部門は依然としてバランスシート調整の途上であり、借入需要の本格的な回復にはなお時間を要するとみられる。



(資料) 国家金融監督管理総局ほか、Windより作成、(注) 数値は四半期データ、直近は26年1～3月期。

融政策：LPR は 13 か月連続で据え置き

6月22日、中国の最優遇貸出金利「LPR（ローンプライムレート）」は1年物3.0%、5年物3.5%と、2025年5月に0.1%引き下げられて以降、13か月連続で据え置かれた。LPRは企業融資、個人消費、住宅ローン金利に広く影響を与える重要な指標である。しかし近年は、以下の要因により利下げの必要性や効果が低下していると考えられる。

まず、不動産市場の調整が挙げられる。住宅ローン金利の下限が撤廃され、多くの都市で銀行が自主的に金利を設定しているため、既に金利水準は低く、追加利下げの限界効果が縮小している。また、金利が低い公的住宅融資である「公積金ローン」の利用が拡大しており、公積金ローンの金利引下げや貸出上限の拡大によって、商業銀行の住宅ローン需要が減少している。さらに、銀行の収益環境が悪化している点も重要である。商業銀行の利ざやが過去最低水準の約1.4%まで低下しており、利下げ余地が限られている（図表10）。とは言え、将来的には景気動向次第で預金準備率の引下げや利下げが実施される可能性は残されている。

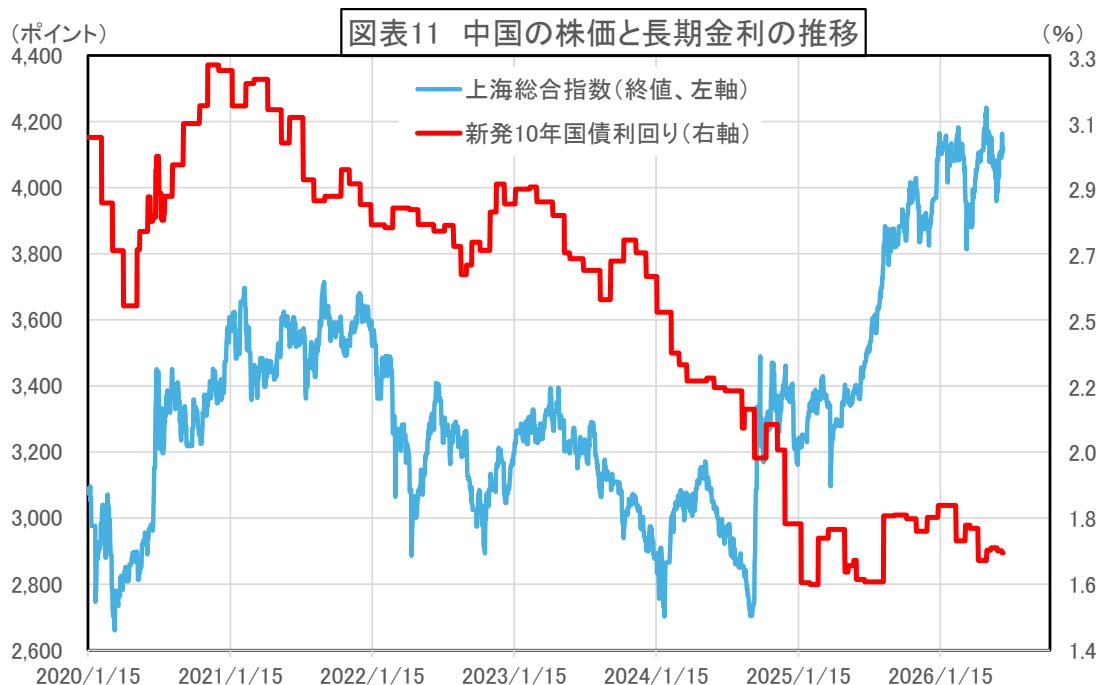
経済見通し：成長率は再び減速へ、当面の焦点は政治局会議と追加刺激策の有無

以上のとおり、4月に続き5月も生産と輸出は堅調に推移したものの、消費と投資の弱さが一段と鮮明になった。当面は、輸出が底堅さを維持するとみられる一方、個人消費は依然として力強さを欠き、投資も軟調な動きが続くと予想され

る。このため、2026年4～6月期の実質GDP成長率は前年比4.5%へと再び減速に転じる見通しである。

現時点では、中東情勢の緊張緩和により原油高による物価押し上げ圧力は和らぎつつあるものの、『求是』が指摘するように、雇用・所得の改善、消費刺激策の強化、民間投資の促進など、内需のテコ入れが依然として求められている。

今後は、既存の内需拡大策の効果、政策対応の有無、不動産市場調整の進展が注目点となる。とりわけ、7月下旬に予定される党中央政治局会議では、経済情勢の評価に加え、年後半に向けた財政拡大や金融緩和など追加政策の有無が焦点となる。



(資料)Windより作成、直近は26年6月25日。

金融市場：回顧・見通し・注目点

① 人民元債券市場

足元の長期金利は総じて低下基調を維持しているものの、短期的には上昇局面もみられた。中国人民銀行(PBOC)の資金供給により流動性が潤沢となり、10年国債利回りは1.7%前後で安定的に推移している(図表11)。一方、6月上旬にはPBOCが資金吸収姿勢を強めたことで短期金利の上昇を背景に、長期金利が一時的に上昇する場面もあった。

当面は、低インフレ環境や景気減速懸念が続いており、金融緩和スタンスも維持されていることから、金利低下圧力が

続くとみられる。ただし、短期金利の上昇、米金利や地政学リスクの影響により、利回りが上昇する局面も想定される。

② 株式市場

上海総合指数は、4,060ポイント台から一時3,950ポイント台まで下落した後、中東情勢の緩和期待や貿易統計の改善を背景に反発し、4,100ポイント台を回復した（図表11）。しかし、その後は高値圏での利益確定売りが強まり、4,160ポイント近辺で伸び悩んだのち、再び4,100ポイント前後へ押し戻される展開となった。

先行きについては、4,100ポイントを中心としたレンジ相場が続く可能性が高い。AIと半導体企業（ハイテク企業）への投資が旺盛である一方、国内景気の動向に加え、中東情勢、原油価格、米金融政策など外部環境の影響を受けやすく、上下に振れやすい展開が想定される。米欧との通商協議で不透明感が再び強まれば4,000ポイントを割り込む可能性もある一方、追加の景気刺激策が打ち出されれば4,200ポイント台への上昇も期待される。

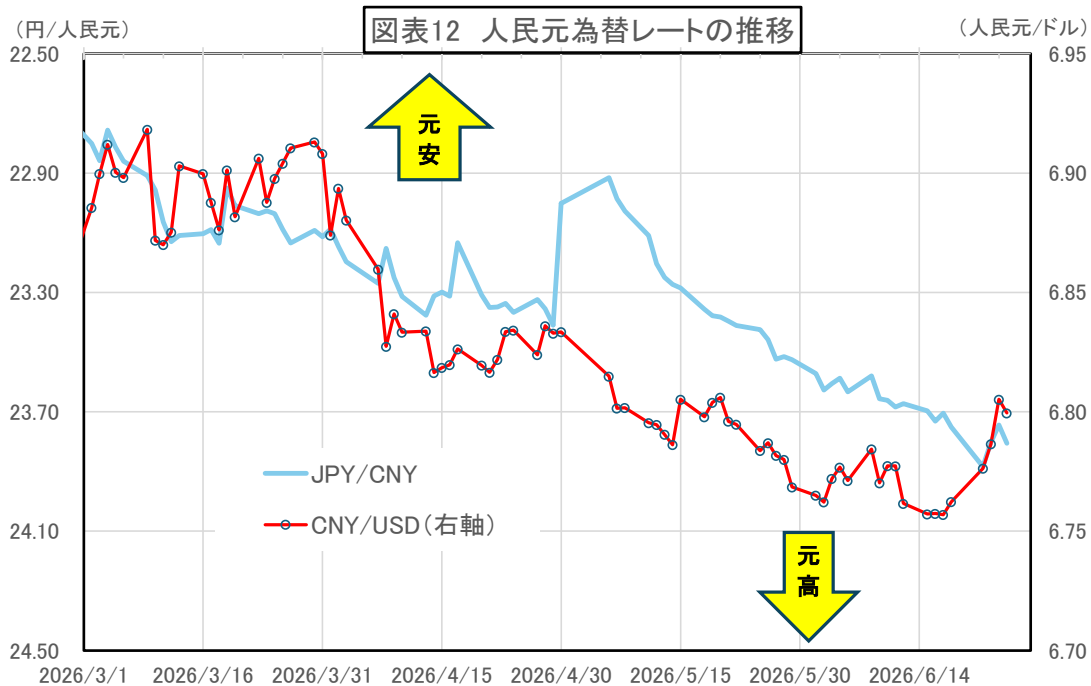
③ 人民元為替市場

堅調な輸出に加え、5月14～15日の米中首脳会談を受けて米中関係が改善したこと、ドル人民元（USDCNY）は5月以降元高が進行し、5月11日には1ドル＝6.795元と約3年ぶりに6.7元台へと上昇した。その後も6.78元台から6.76元台へと緩やかな元高基調が続いた。一方、6月中旬に発表された主要経済指標が悪化したことや、PBOCは基準値を前日終値より元安方向に設定するなど、過度な元高を抑制する姿勢を示していることもあり、足元では元安に転じて推移している。

円人民元（JPYCN）についても、ドル円の円安進行（160円近辺）に連動し、円安・元高基調で推移した。JPYCNは23.4円台から23.7円台へと低下し、円の弱さが際立つ流れとなったが、足元では円高・元安方向で推移している。

先行きについては、対ドルでは緩やかな元高基調を維持しつつも、米金利動向、米中通商交渉、中東情勢に左右され、不安定な値動きが続くとみられる。米国の金融政策が引き締

め方向に傾けばドル高圧力が強まり、元安に振れる可能性もある。一方、輸出の底堅さや資本流入が下支えとなり、急激な元安は限定的とみられる。対円では、日米金利差が維持される限り、円安・元高が続く可能性が高いと思われる。



(資料)Windより作成、直近は26年6月25日。

(26. 6. 25 現在)