中国経済金融

内需低迷が続くも輸出が景気を下支え

～年末にかけて緩やかな回復へ～

王　雷軒

要旨

2026年7～9月期の中国経済は、実質GDP成長率が前年比4.5%となり、輸出の底堅さや各種政策効果の発現を背景に緩やかに持ち直した。一方、10 月は消費や固定資産投資の弱さが続き、企業景況感も再び悪化するなど、内需の回復力はなお限定的である。

物価・市場面では、CPIが前年比0.7%と低水準にとどまる一方、PPIは原油高やAI関連製品・素材価格の上昇を背景に前年比 5.7%へ上昇した。政策面では、当局が資本市場支援策の恒久化や外貨預金準備率の引き上げ(4%から 6%へ)に動いた。上海総合指数は 9 月の 4,000 ポイント近辺から 3,500 ポイント前後へ下落し、国債利回りは低下、人民元は対ドルで上昇基調が続いている。

先行きについては、不動産不況や需要不足、消費者マインドの低迷といった構造問題が残るものの、財政・金融支援策や消費促進策の効果が徐々に表れることに加え、AI 関連需要を背景としたハイテク製造業や輸出の堅調さが成長を下支えするとみられる。このため、10～12月期の実質GDP成長率は前年比4.7%程度へ小幅に加速し、2026年通年でも同4.7%前後と、政府目標(4.5～5.0%)を達成する可能性が高い。

五中全会の主題は全面的かつ厳格な党内統治

中国共産党第20期中央委員会第5回全体会議（五中全会）は、2026年10月26日から29日にかけて北京で開催され、「全面的かつ厳格な党内統治（全面従厳治党）」を持続的に推進するための方針を定めた」（以下、決定）を採択した。

決定では、党員・幹部への教育強化、民主集中制の徹底、中央八項規定（倹約節約の励行など）を軸とした綱紀粛正、反腐敗の継続を重点課題とし、第21回党大会を2027年下半期に北京で開催することも決定した。

経済面では、内需拡大や改革開放の深化を通じて成長を安定させ、「第15次五カ年計画」（2026～30年）の良好なスタートを確保するとした。決定の主眼は党内統治であり、短期的な景気への影響は限定的とみられる。

中国深圳市でAPEC首脳会議開催、会期中には史上初の

11月18日から19日にかけて、中国・深圳市でアジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議が開催された。首脳宣言「深圳展望」を採択し、自由で開かれた貿易・投資、デジタ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp

米中露首脳会談

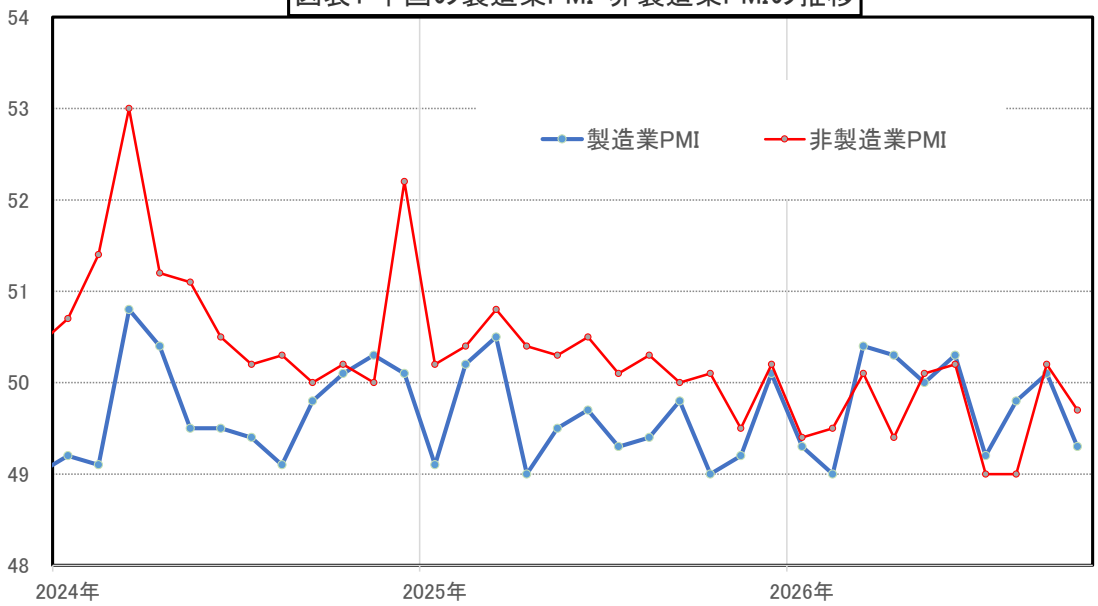
ル・AI 分野の協力、サプライチェーンの安定化を盛り込んだ。会期中には史上初の米中露首脳会談が行われ、「平和宣言」が発表された。

エヌビディア創業者ジェンスン・フアン氏の CEO 復帰

NVIDIA（エヌビディア）の創業者であるジェンスン・フアン氏が辞任から 11 日で社長兼 CEO に復帰した。会社側は、米国政府関係者からの意見も踏まえ、国家安全保障上の懸念はないとの判断に至ったと説明している。市場では、AI 向け半導体分野を牽引してきた創業者の復帰を好感する見方が広がり、株価は大きく上昇した。一方で、退任から短期間での復帰決定については、企業統治（ガバナンス）の観点から懸念を示す声も上がっている。

この決定は、世界的な AI 開発競争が激化するなか、NVIDIA が経営の安定性と成長戦略の継続を重視したものとみられる。AI 半導体の輸出管理や米中の技術摩擦を通じて、中国のハイテク産業や半導体貿易にも影響しうる。今後は調査結果やコンプライアンス体制強化の進展が注目される。

図表1 中国の製造業PMI・非製造業PMIの推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は26年10月。

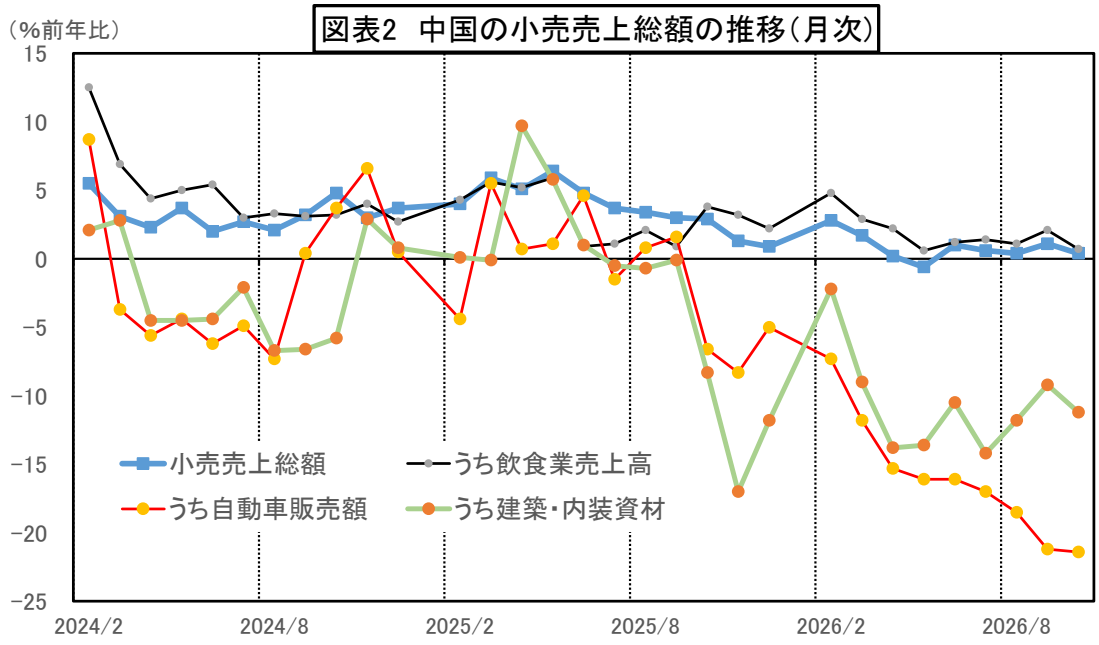
企業マインドは悪化

26 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.5%、前期比 1.2%となり、景気は緩やかに回復した。しかしながら、10 月の経済指標は総じて弱く、景気の回復ペースは当初の想定を下回っているとみられる。以下では、10 月の経済指標を確認する。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

まず、10 月の企業マインドは悪化した。10 月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）は 49.3 と再び景況感判断の分岐点である 50 を下回った（図表 1）。非製造業 PMI も 49.7 と 50 割れとなった。PMI の悪化には季節要因による一時的な下押しも含まれるが、背景には需要不足をはじめとする構造的な問題があると考えられる。ハイテク製造業や装備製造業、情報サービス業など新たな成長セクターは相対的に堅調であるものの、製造業・建設業・サービス業の景況感が総じて弱く、景気回復ペースは依然緩慢である。

図表2　中国の小売売上総額の推移（月次）



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は26年10月。

足元の消費は一段と弱まり、先行きは小幅ながら改善へ

サービス消費は比較的底堅く推移している一方、自動車などの財消費が低調だったため、消費全体は一段と弱まったとみられる。単月では、10 月の小売売上総額（名目）は前月比 0.02%、前年比 0.4%と、9 月（同 0.34%、同 1.1%）からいずれも伸びが減速した（図表 2）。消費減速の背景には、雇用・所得をめぐる先行き不安や不動産市場の長期低迷により、消費者マインドが依然として低迷しているなか、中秋節が 10 月から 9 月に移った「時期ずれ」という一時的要因に加え、消費促進策の押し上げ効果が弱まったことがある。

内訳をみると、自動車販売は前年比▲21.4%と大幅に減少し、財消費全体の足かせとなった。また、国際金価格の大幅な下落もあり、金・銀・アクセサリーは前年比▲28.7%と大

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

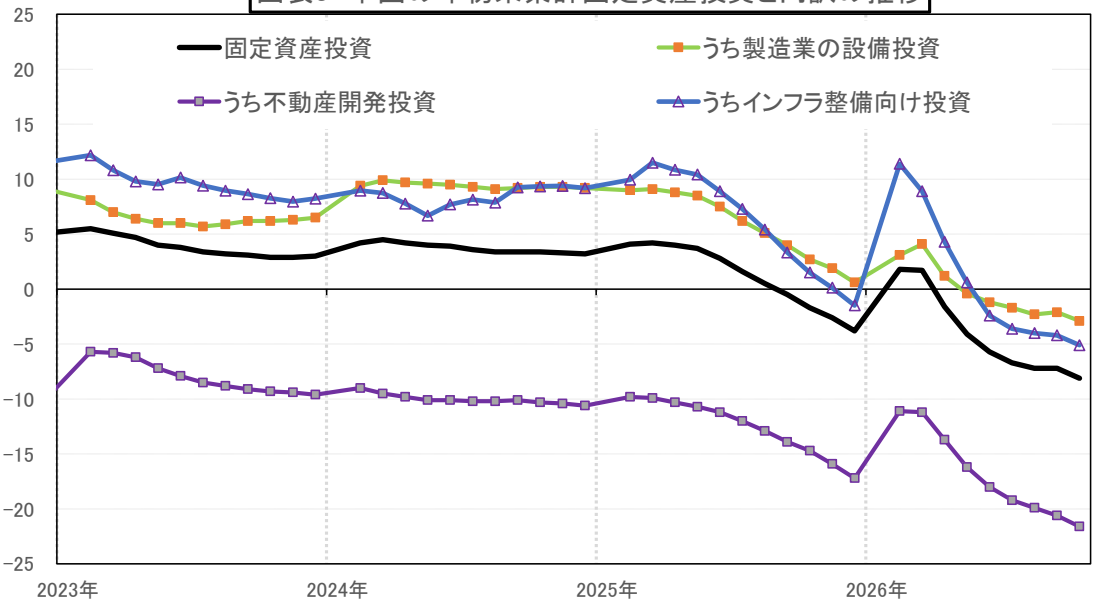
きく落ち込んだ。さらに、建築・内装資材（同▲11.2%）、家具（同▲2.6%）はいずれも前年割れが続いている。他方、スマートフォンなどの通信機器は、消費促進策の対象品目であることに加え、価格の上昇が続いていることも押し上げ要因となり、同6.5%と伸びた。このほか、ガソリン等（同4.4%）、家電・音響機器（同2.5%）もプラスとなった。

先行きについては、10～12 月期向けの消費財買い替え促進策として第4弾の資金が投入されていることに加え、中央政府の財源による個人住宅ローンへの利子補給（1%）が実施されている。これらの政策に加え、年末商戦や冬季観光需要の拡大が財消費およびサービス消費を押し上げ、消費全体は緩やかに持ち直すと見込まれる。

ただし、家計の予防的貯蓄志向には依然として大きな改善がみられず、耐久消費財などの消費が本格的に回復するには依然として大きな制約がある。また、個人住宅ローンへの利子補給などの政策は住宅購入コストの軽減に一定の効果を持つものの、雇用・所得への先行き不安や住宅在庫の高水準を考慮すると、不動産販売が回復軌道に入る可能性はなお限定的であり、不動産関連消費にも大きな押し上げ効果は期待しにくい。

（%前年比）

図表3　中国の年初来累計固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は26年1～10月期。

固定資産投資は減少

投資面では、1～10 月期の固定資産投資は前年比▲8.1%

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp

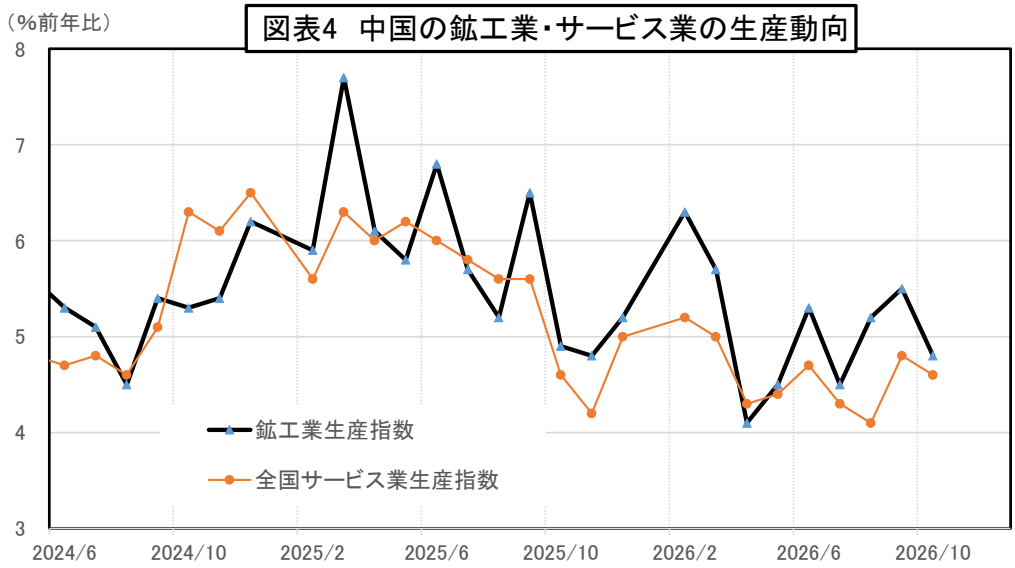
幅が拡大、当面は低調な推移

と、減少幅が一段と拡大した（図表 3）。9 月以降、投資の安定化に向けて政策金融ツールや地方債資金の活用といった措置が相次いで実施されているものの、資金投入から実際の工事・建設活動につながるまでには時間を要している。単月でも、10 月の固定資産投資は前月比▲2.93%と、再びマイナスとなった。

内訳をみると、インフラ整備向け投資は前年比▲5.1%、製造業の設備投資は同▲2.9%と、いずれも減少幅が拡大した。中小都市を中心に住宅在庫の解消にはなお時間を要するため、不動産開発投資は同▲21.6%とさらに悪化しており、固定資産投資全体を押し下げる主因となっている。

先行きについては、住宅在庫の解消には依然として時間を要するほか、不動産企業の一部では資金繰りが悪化しているため、不動産開発投資は大幅な減少が続く可能性が高い。また、担保付き補完貸出（PSL）金利の引き下げと利用対象の拡充、地方債（5,500 億元）の追加発行・利用といった金融・財政政策の効果は徐々に波及していくとみられるものの、冬季に入ると建設工事は季節的に減速しやすく、設備投資とインフラ整備向け投資の改善は一定程度抑制され、本格的な政策効果は 27 年 1～3 月期に顕在化する可能性が高い。これらを踏まえると、固定資産投資全体は減少幅が徐々に縮小するとみられるものの、本格的な回復にはなお時間を要し、低調な推移がしばらく続くと見込まれる。

図表4　中国の鉱工業・サービス業の生産動向



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は26年10月。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

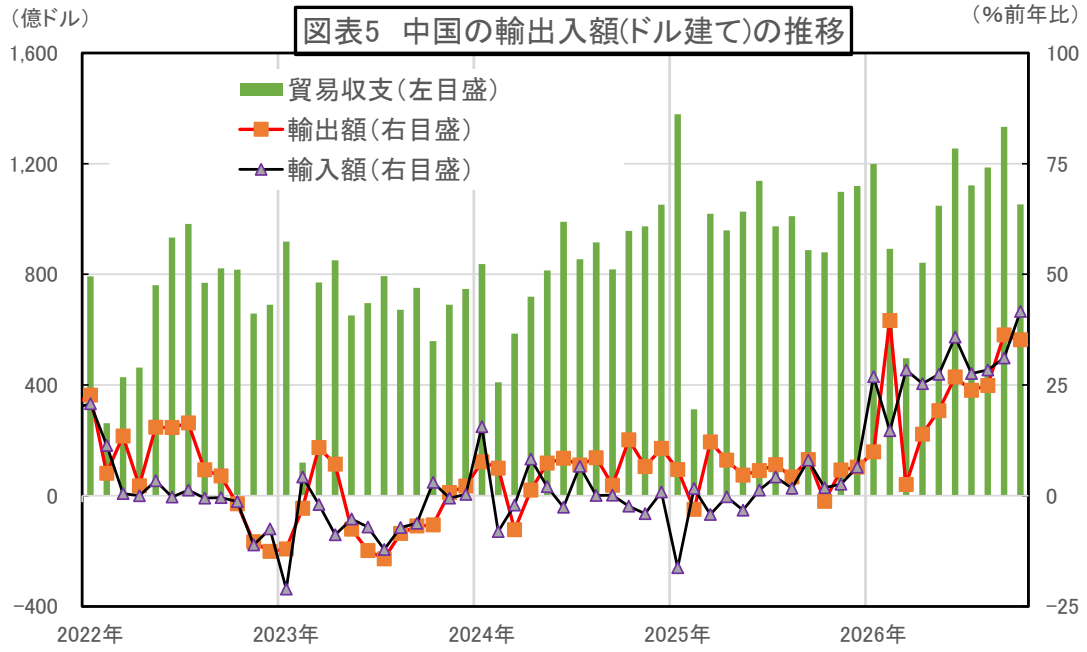
足元の生産も鈍化、先行きは上向く見込み

2026年10月は不動産市場の深刻な調整が続いていることや既存政策の効果が限定的であることを背景に、消費が減速したほか、投資の減少幅も一段と拡大し、景気回復ペースは想定を下回る内容となった。こうした消費と投資の低迷を受けて、生産面でも、10月の鉱工業生産（一定規模以上）は前月比0.21%、前年比4.8%と、いずれも9月（同0.61%、同5.5%）から予想以上に鈍化した（図表4）。

また、全国サービス業生産指数も前年比4.6%と、小幅ながら鈍化した。生産鈍化の背景には、「中秋節の時期ずれ」という一時的要因に加え、内需の低迷や外部環境の悪化に伴うエネルギーコストの上昇が生産活動全体への下押し圧力となったことがある。ただし、輸出の好調を背景に、計算機・通信機器・電子設備などのハイテク製造業（前年比17.6%）や設備製造業（同10.6%）では生産の拡大が続いている。

先行きを展望すると、後述したように、輸出は引き続き堅調に推移する可能性が高い。また、9月末以降に相次いで打ち出された景気安定化策の効果が徐々に顕在化し、固定資産投資の減少幅は縮小に向かうとみられる。こうした要因を背景に、鉱工業生産の伸び率は再び上向き、サービス業生産も比較的高い成長を維持すると予想される。

図表5　中国の輸出入額(ドル建て)の推移



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は26年10月。

10 月の輸出は鈍化も

10月の輸出額は4,123億ドル、前年比35.2%となり、9月

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

堅調さを維持

（同 36.3%）から小幅に鈍化したものの、引き続き堅調に推移している（図表 5）。輸出が堅調さを維持した背景には、海外需要の拡大に加え、AI 関連需要を受けた半導体関連製品輸出増加、輸出価格の上昇がある。

品目別にみると、10 月の半導体集積回路（IC）および自動データ処理装置・同部品の輸出額は、それぞれ前年比 137.1%、同 114.8%となり、いずれも 9 月からさらに伸びが加速した。両品目だけで輸出全体の伸び率（前年比 35.2%）を 13.6 ポイント押し上げた計算となる。

国・地域別にみると、韓国および台湾向け輸出が引き続き高い伸びを示した。これは主として世界的な AI 関連需要の拡大によるものである。また、中南米およびアフリカ向け輸出は回復し、新興国市場におけるインフラ整備需要と工業化需要が引き続き輸出を支えた。一方、米国（前年比 32.9%）、ASEAN（同 46.3%）、EU（同 24.3%）、日本（同 14.3%）向け輸出の伸びはいずれも 9 月からやや低下したものの、依然として比較的高い伸びを維持した。

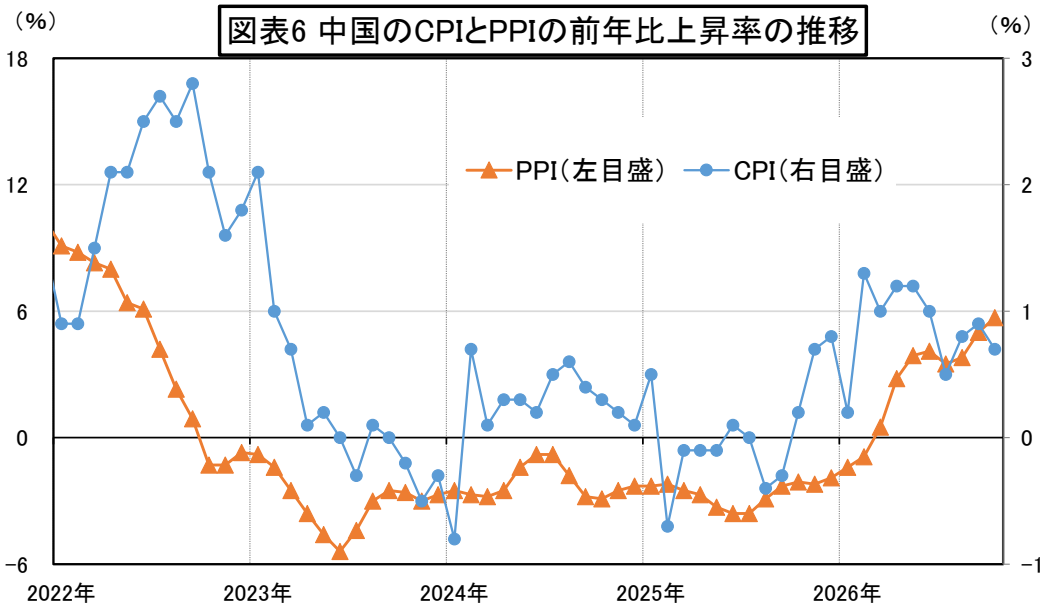
先行きについては、AI 関連輸出は引き続き輸出全体を下支えするものの、価格上昇効果は徐々に一巡する可能性が高い。さらに、ベース効果の剥落に加え、通商摩擦などの下押し要因も想定されることから、中国輸出の伸び率は緩やかに減速すると予想される。

経済見通し：年末にかけて緩やかな持ち直しが続く見込み

以上を踏まえると、輸出の堅調さや政策効果の発現を背景に、年末にかけて景気の緩やかな持ち直しが続き、10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%程度へ小幅に高まると見込まれる。この結果、26 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%前後となり、政府の成長目標（前年比 4.5～5.0%）を達成する公算が大きい。

ただし、下振れリスクは小さくない。第 1 に、AI 関連投資の拡大ペースが鈍化すれば、半導体関連を中心に輸出が下振れする。第 2 に、中東情勢の悪化で世界経済が減速すれば、外需の弱まりに加え、エネルギー価格の上昇を通じてコストが増加する。第 3 に、対米・対欧州の通商関係が悪化すれば、輸出環境が一段と悪化する。当面は、これらの動向に加え、既存・追加政策の効果の表れ方を注視したい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は26年10月。

物価動向：CPI は低水準で推移する一方、海外要因で高止まりする PPI

10 月の消費者物価指数（CPI）は前月比 0.0%、前年比 0.7%と、9 月（同 0.2%、同 0.9%）からいずれも鈍化した（図表 6）。前年比では 12 か月連続のプラスとなったものの、引き続き政府目標である前年比 2%前後を下回る状況が続いている。また、価格変動の激しい食品とエネルギーを除いたコア CPI も前月比 0.0%、前年比 0.8%となり、低位にとどまっている状況に変わりはない。

先行きについては、中東情勢などの地政学リスクによるエネルギー価格への影響が依然として続くとみられるものの、中国内需の大幅な改善が見込めにくいなか、11 月の CPI 上昇率は前月比でマイナスに転じ、前年比では 0.6%へ鈍化すると予想される。

他方、10 月の生産者物価指数（PPI）は前年比 5.7%と、8 月（同 3.8%）、9 月（同 5.0%）からさらに加速した。主な要因は原油価格の上昇である。中東情勢の緊迫化を背景に国際原油価格が上昇し、中国国内でも石油・天然ガス採掘業や化学工業の価格が大幅に上昇した。加えて、AI 投資ブームによる銅などの非鉄金属価格や半導体関連価格の上昇も継続した。

先行きについては、公共事業の加速を背景に、建設資材価格の下落幅が一段と縮小すると予想されるほか、石炭・天然ガス需要の増加も押し上げ要因となる。一方で国際原油価格

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

と半導体関連価格の上昇ペースが鈍化する可能性があり、11月の PPI 上昇率は前月比でマイナスに転じ、前年比では5.1%へ鈍化すると見込まれる。

金融資本市場の安定化に向けた対策

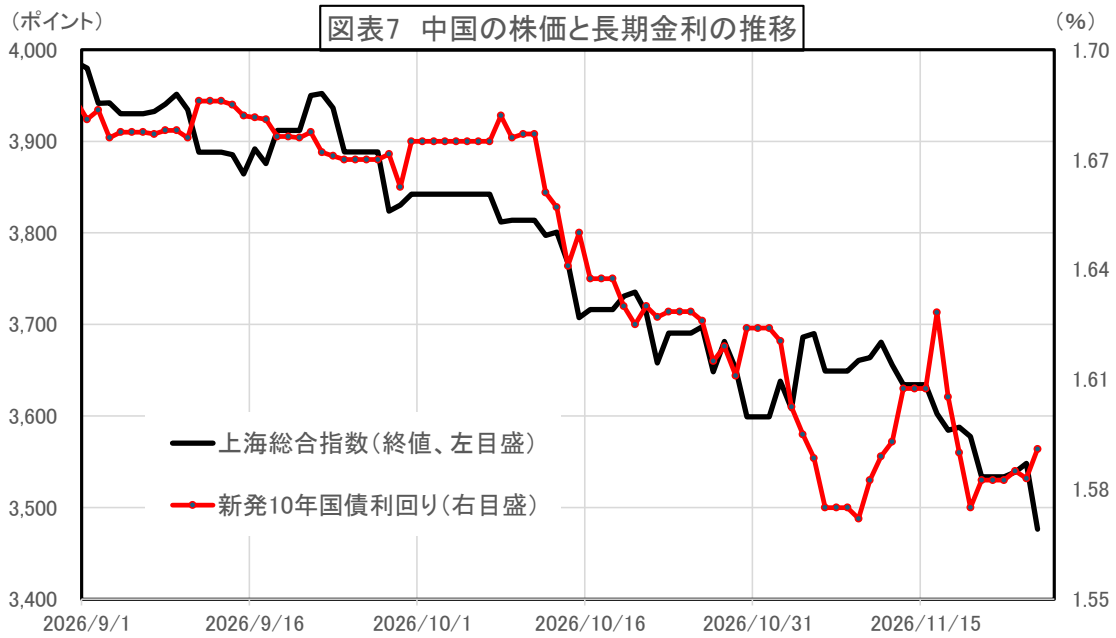
11 月 2 日、中国人民銀行は国家金融監督管理総局、中国証券監督管理委員会（証監会）などとともに、証券・ファンド・保険会社向けスワップ制度（SFISF）と、株式買戻し・株式保有増加向け再貸出制度に関する会議を相次いで開催した。会議では、資本市場を支える 2 つの政策ツールが、2024 年 10 月の導入以来、着実に成果を挙げているとの認識が示された。

このうち SFISF は複数回にわたり延長され、現在の利用残高は 1,050 億元となっている。同制度は金融機関の専門的な投資能力を引き出し、市場への波及効果を発揮している。また、株式買戻し・株式保有増加向け再貸出制度は、契約ベースの融資額が 4,400 億元、累計実行額が 2,800 億元を超え、上場企業の時価総額管理に伴う資金需要に対応している。

今後は、政策の設計要素や運用細則をさらに改善し、金融機関による政策ツールの積極的な活用を促す方針である。SFISF については、適切なタイミングで追加オペレーションを実施するとともに、参加機関数の拡大、スワップ手数料率の引き下げ、担保制度や運営方式の改善を進める。株式買戻し・株式保有増加向け再貸出制度は、時限的措置から恒久的な制度へ移行し、再貸出金利を 1.25%から 1.0%へ引き下げた（11 月 4 日実施）。

また、11 月 3 日には、金融機関の外貨流動性管理を強化するため、中国人民銀行が 11 月 15 日から外貨預金準備率を 2 ポイント引き上げ、現行の 4%から 6%とすることを決定した。これにより、200～250 億ドル相当の流動性が凍結される見込みである。外貨預金準備率は、金融機関が受け入れた外貨預金の一定割合を中央銀行に預け入れる制度であり、その引き上げは、金融機関が自由に運用できる外貨資金の減少を意味する。今回の引き上げは、人民元高圧力が強まるなかで実施されたものであり、市場では過度な元高進行を抑制する意図があると受け止められている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



（資料）Windより作成、直近は26年11月25日。

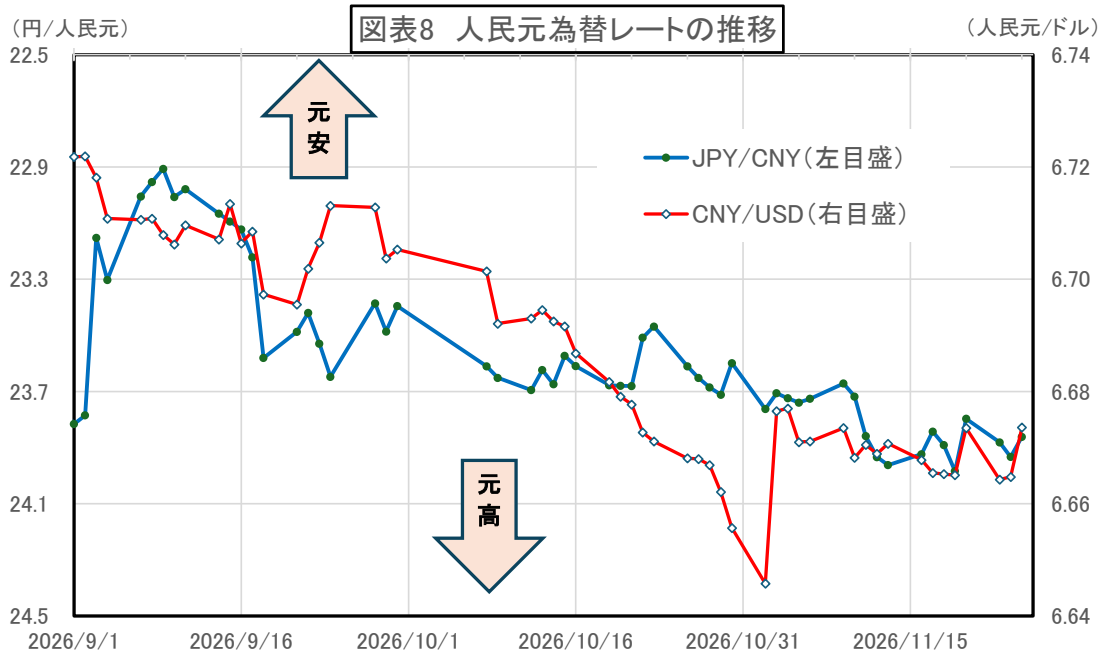
株式市場：景気減速懸念で大幅に下落

9 月以降の中国株式市場は調整局面が続いた（図表 7）。上海総合指数は 9 月には 4,000 ポイント近辺で推移していたものの、その後は利益確定売りや景気減速懸念が強まり、下落基調に転じた。特に不動産市場の低迷が長期化していることに加え、個人消費や民間投資の回復が力強さを欠いたことが投資家心理を冷やした。また、AI 投資ブームの持続性への懸念や、通商交渉を巡る不透明感、輸出環境の悪化懸念も重荷となり、11 月下旬には 3,500 ポイント前後まで水準を切り下げた。先行きについては、中国政府の景気刺激策が下支え要因となる一方、不動産不況や外需低迷が重荷となり、当面は上値が重い展開が続く可能性が高い。

人民元債券市場：利回り低下

9 月以降の中国人民元建て債券市場は、景気減速懸念の高まりや株式市場の調整を背景に、国債利回りが低下する展開となった。不動産市場の低迷が続いたほか、個人消費や民間投資の低迷も続いている。このため、安全資産とされる国債への資金流入がみられた。先行きについては、中国当局による景気下支え策の強化や金融緩和が継続する場合、国債利回りには低下圧力がかかりやすいとみられる。他方、景気対策の効果が顕在化し、消費や投資の改善が確認されれば、長期金利が上昇に転じる可能性もある。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



（資料）Windより作成、直近は26年11月25日。

人民元為替市場：元高・ドル安基調で推移

9月以降の人民元為替市場では、対ドルで人民元高基調が続いた（図表8）。背景には、輸出の拡大を受けて貿易黒字が高水準で推移したことがある。また、中国当局が外貨預金準備率の引き上げなど、人民元相場の安定を重視する姿勢を維持したことも、相場の支援材料となった。一方、対円では、日本銀行の金融政策やドル円相場の変動の影響も受けたため、対ドルほど明確な人民元高にはならなかった。先行きについては、輸出動向が人民元相場を左右する主要な要因となろう。通商摩擦の強まりや中東情勢の長期化が中国の輸出に影響を及ぼせば、人民元高圧力は弱まる可能性がある。一方、高水準の貿易黒字が維持される場合には、人民元は引き続き底堅く推移するとみられる。

（26.11.26 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます