

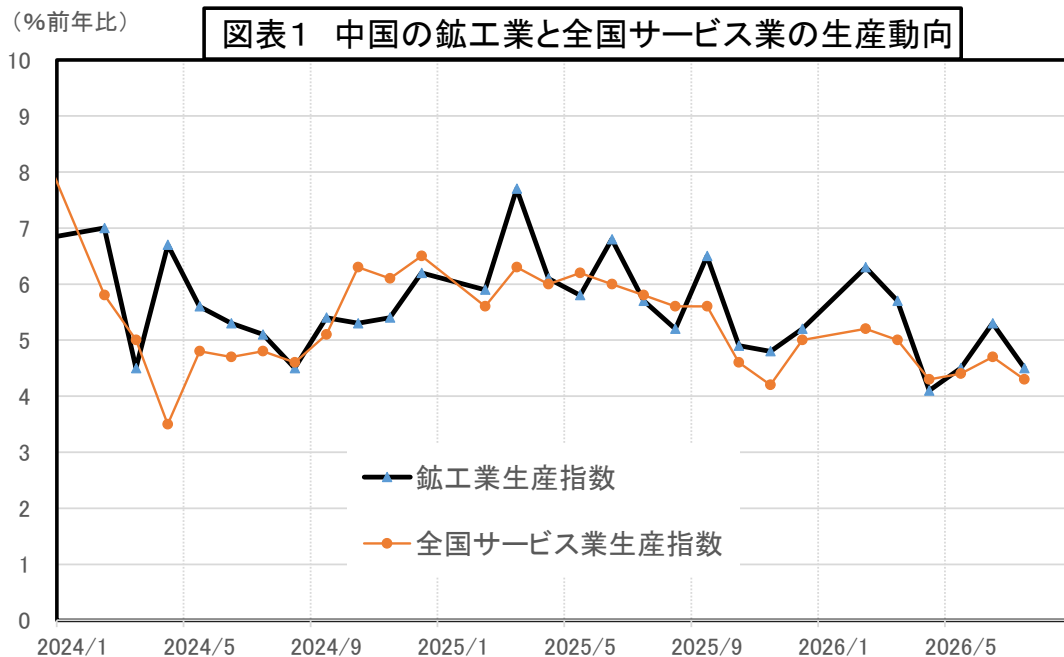
内需の弱さが一段と鮮明になった中国経済

～下半期は緩やかな回復に向かう見通し～

王 雷軒

要旨

2026 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.3%と 1～3 月期(同 5.0%)から減速した。7 月の主要経済指標からは、その後も景気は減速基調で推移しているとみられる。先行きを展望すると、個人消費は引き続き力強さを欠くとみられるものの、輸出は底堅く推移し、投資も小幅に持ち直すと見込まれることから、7～9 月期の成長率は前年比 4.5%と、4～6 月期からやや加速すると予想される。



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は26年7月。

異常気象の影響もあり、生産は鈍化傾向で推移

2026 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.9%、前年比 4.3%となり、1～3 月期(同 1.3%、同 5.0%)からいずれも減速した。その後も景気は減速基調で推移しているとみられる。8 月 17 日に公表された生産・消費・投資などの主要経済指標は、いずれも前月から減速した。景気減速には、内需の弱さに加え、中東情勢の緊迫化に伴う資源・素材価格の上昇という外生的な要因も影響したとみられ、複合的な要因が景気を下押ししたと考えられる。

まず生産面では、7 月の鉱工業生産(一定規模以上)は前

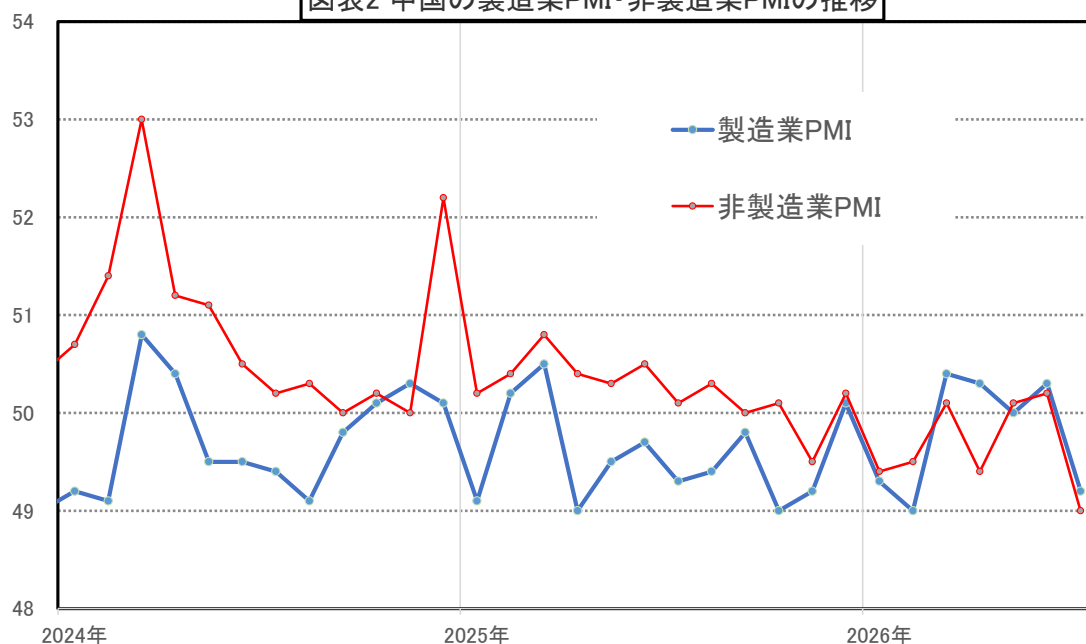
企業マインドは悪化傾向

月比 0.11%、前年比 4.5% となり、それぞれ 6 月（同 0.76%、同 5.3%）から減速した（図表 1）。また、全国サービス業生産も同 4.3% と、6 月（同 4.7%）から減速した。

国家統計局が発表した 26 年 7 月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）は 49.2 となり、6 月から 1.1 ポイント低下、5 か月ぶりに景況感判断の分岐点である 50 を下回った（図表 2）。新規受注と新規輸出受注は、それぞれ 48.5、49.6 となり、いずれも 6 月から低下した。また、生産も 49.9 と 50 割れになった。

また、非製造業 PMI も 49.0 と 6 月から 1.2 ポイント低下した。業種別にみると、サービス業は 49.3 と 6 月の 50.4 から低下した。建設業も高温・豪雨などの悪天候を背景に 47.0 と、6 月の 49.0 からさらに悪化した。

図表2 中国の製造業PMI・非製造業PMIの推移



（資料）中国国家统计局、Windより作成、直近は26年7月。

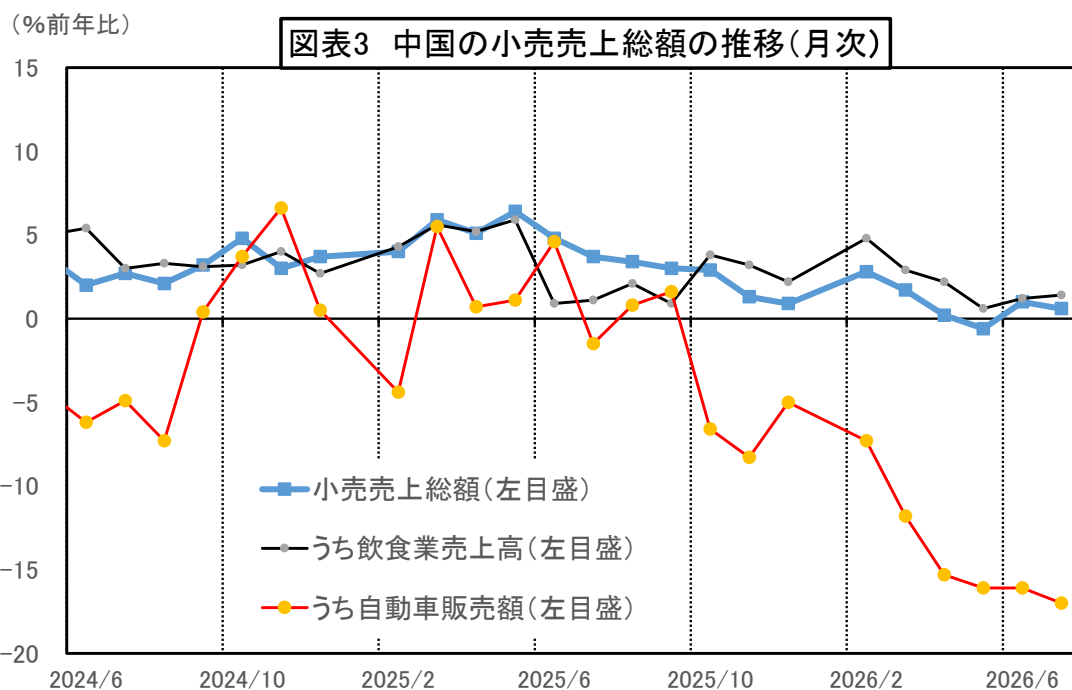
個人消費はさらに弱まり、当面は力強さを欠く見通し

7 月の小売売上総額（名目）は前月比 0.06%、前年比 0.6% と、6 月（同 0.35%、同 1.0%）からいずれも減速し、軟調に推移した（図表 3）。内訳をみると、消費促進策の効果の弱まりや、不動産市場の長期低迷、雇用環境の悪化などを背景に、自動車販売額（前年比 ▲17.0%）、家電・音響機器（同 ▲1.9%）、家具（同 ▲8.8%）、建築・内装資材（同 ▲14.2%）は、いずれも前年割れが続いている。一方、国家統計局によ

ると、26年1～7月期のサービス消費は前年比5.0%と比較的堅調であった。

なお、7月の全国都市部調査失業率は5.2%と、6月(5.0%)から0.2ポイント上昇した。特に16～24歳(在学者を除く)の失業率は17.9%と6月から3.0ポイント上昇するなど、若年層を中心に厳しさが増している。

消費の先行きについては、消費促進策の強化による一定の下支えが見込まれるが、不動産不況などを背景に所得・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、当面は力強さを欠く状況が続くと見込まれる。



固定資産投資も一段と落ち込んだが、先行きは小幅な持ち直しを予想

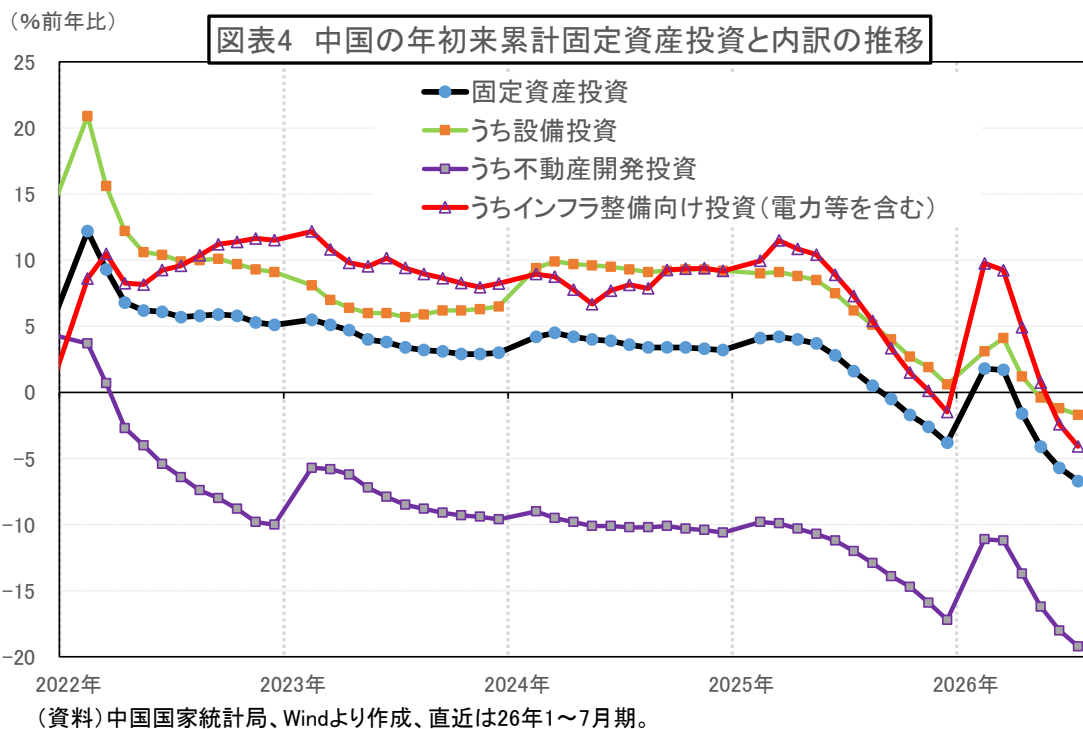
1～7月期の固定資産投資も前年比▲6.7%と、減少幅がさらに拡大した(図表4)。投資分野別では、不動産開発投資は同▲19.2%と、固定資産投資全体を最も押し下げる要因となっている。インフラ整備向け投資(Windデータ)は同▲4.1%、製造業の設備投資は同▲1.7%と減少基調が続いた。ただし、情報サービスやリチウム電池など新興産業における設備投資は比較的底堅く推移しており、高い伸びを維持している。

不動産市場では、1～7月期の新築商品住宅販売面積・販売額はそれぞれ前年比▲11.8%、▲13.1%と減少が続いている。他方、7月の主要70都市の新築商品住宅価格は、一線都

市（特大都市）が前年比▲1.1%、二線都市（大都市）が同▲2.8%、三線都市（中小都市）が同▲4.2%となり、下落率は総じて縮小傾向にある。もっとも、いずれの都市階層も依然として前年を下回る水準にあり、不動産市場の調整は長期化している。

投資主体別では、民間投資は同▲9.4%と大幅に減少したほか、国有企業による投資も同▲3.3%と、3か月連続で前年同期を下回った。高温や豪雨などの異常気象の影響により、財政資金を活用したインフラ整備向け投資による景気下支え効果が十分に発揮されなかったことが背景にある。

先行きについては、民間投資の慎重姿勢や不動産開発投資の停滞が続くものの、政策融資の投入や地方債利用の加速によりインフラ整備向け投資の持ち直しが期待されることから、固定資産投資全体としては、小幅に持ち直すと見込まれる。



輸出は鈍化も底堅く推移

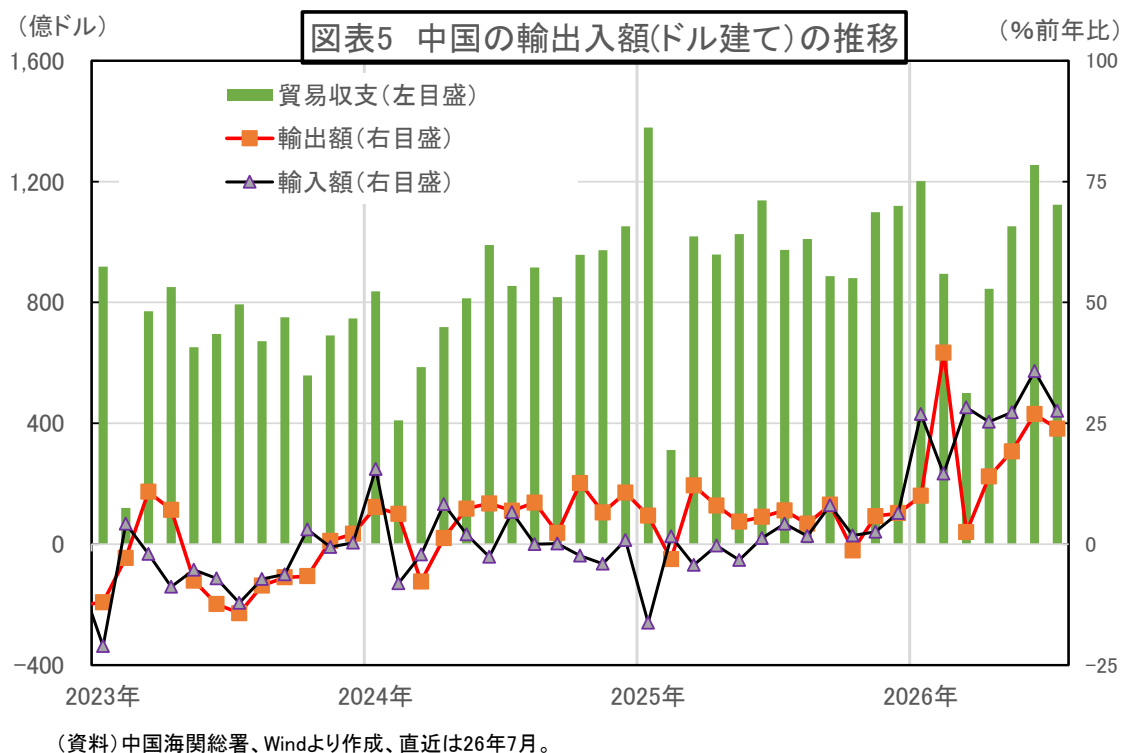
7月の輸出額（ドル建て）は前年比23.9%となり、市場予想を上回った。これは6月（同27.0%）から鈍化したものの、底堅い推移が続いていることを示した（図表5）。輸出の底堅さを支えたのは、AI関連製品や電気自動車（EV）、船舶などの高付加価値製品の輸出が引き続き大幅に増加したこ

とである。これらに加え、伝統的な労働集約型製品の輸出も全体として緩やかな回復を続けた。

また、国・地域別にみると、ASEAN 向け（756 億ドル）、EU 向け（580 億ドル）はそれぞれ同 38.4%、同 16.0%と引き続き底堅く推移している。米国向け（419 億ドル）と日本向け（142 億ドル）はそれぞれ同 17.0%、同 14.0%と、6 月から加速した。

なお、鈍化の背景には、異常気象などの短期的要因により、港湾物流や企業の出荷ペースに遅れが生じたことが挙げられる。加えて、欧州連合（EU）やブラジルによる関税措置が発効する前に企業が前倒しで輸出を行った反動が 7 月に現れてきたこともあるとみられる。

先行きについても、台風による出荷遅延後の輸出集中に加え、AI 関連製品・自動車等の高成長が続く見通しであり、米国側の関税調整の影響も限定的とみられることから、対米輸出は当面底堅く推移する見込みである。このため、8 月の輸出も底堅さを維持する可能性が高い。ただし、AI 投資需要の先行き不透明感、米中通商交渉の不確実性、中東情勢の不安定などにより、秋以降は輸出の勢いが弱まるリスクもある。



消費者物価動向は依然として低水準で推移

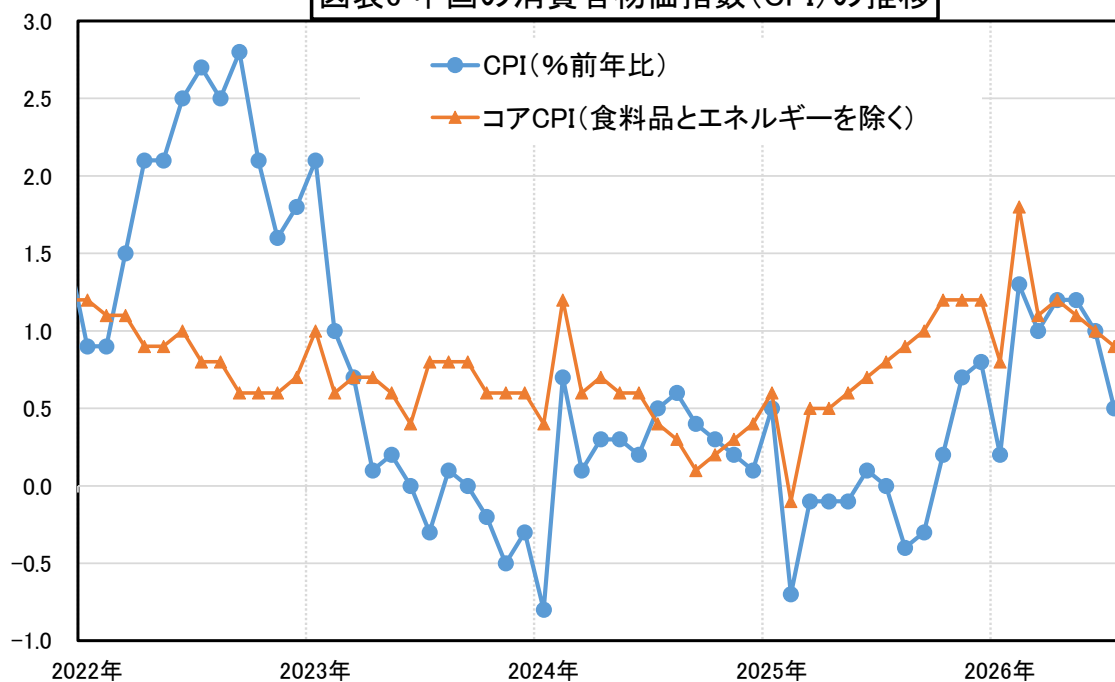
7月の消費者物価動向は、依然として低水準で推移している。7月の消費者物価指数（CPI）は前月比▲0.1%、前年比0.5%となり、6月（同▲0.3%、同1.0%）からいずれも低下した。価格変動の激しい食料品とエネルギーを除いたコアCPIも前年比0.9%にとどまり、低水準で推移している（図表6）。

7月のCPI前年比上昇率（0.5%）の寄与度をみると、その他の財・サービスが大きく寄与した一方、交通・通信、食料品と住居費は依然として押し下げ要因となっている。7月のガソリン価格の大幅な引き下げが、当月CPIの前月比下落の継続と前年比上昇率の縮小をもたらした主因である。また、消費促進策の効果が弱まり、自動車など耐久消費財の価格が低位で推移した。一方、電子製品や医療サービス価格の上昇が加速し、豚肉価格の回復が食料品価格の前年比下落幅を縮小させ、CPI全体を一定程度支えた。

中東情勢をめぐる不透明感の高まりを背景としたガソリン価格の上昇や、異常気象による食料品価格の上昇が見込まれるものの、内需の弱含みが継続する可能性が高く、当面CPI上昇率は低水準での推移が予想される。

(%前年比)

図表6 中国の消費者物価指数(CPI)の推移

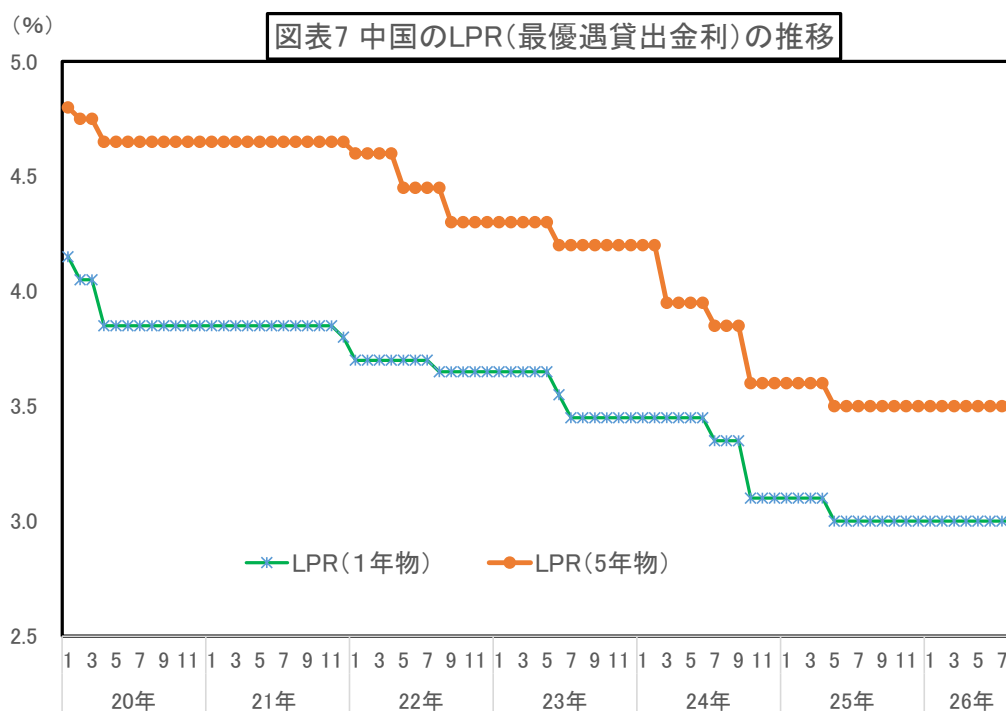


(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年7月。

金融政策：LPRは15 か月連続で据え置 き

実体経済への資金供給量を示す社会融資規模（銀行融資に加え、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、社債や国債の発行増加を受けて7月は前年同月を上回ったものの、その内訳をみると銀行融資は前年同月に続き減少するなど、企業・家計部門の資金需要の減退が続いている。7月の家計部門向け・企業部門向け中長期貸出はそれぞれ▲0.12兆元、▲0.23兆元と前年同月に続き減少した。

こうした状況にもかかわらず、8月20日に公表された、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、25年5月の引き下げ以降、15か月連続で据え置かれた（図表7）。



（資料）全国銀行間同業拆借中心（National Interbank Funding Center）、直近は26年8月。

経済見通し：小幅の持 ち直しと予想

こうしたなか、7月30日に開催された共産党中央政治局会議では、下半期の経済運営方針として、既存政策の実施強化に加え、「実効性の高い」追加景気刺激策を準備する方針が示された。

また、国務院全体会議（8月17日）でも、李強首相は、内需の弱さや企業業績の悪化、外部環境の不透明感の高まりといった課題を指摘したうえで、中国経済の安定成長を実現するため、既存の景気対策を着実に実施するとともに、必要に

応じて追加的な景気対策を講じる方針を改めて強調した。

先行きを展望すると、高温や豪雨などの一時的な下押し要因が徐々に解消し、約 2 兆元規模以上の財政資金の投入と 0.8 兆元の政策融資の活用など、既存政策の実施加速による効果が発現すると見込まれる。

このため、個人消費が依然として力強さを欠く状況が続くとみられるものの、輸出が引き続き底堅く推移するほか、投資も小幅に持ち直すと見込まれることから、7～9 月期の成長率は前年比 4.5%と 4～6 月期からやや持ち直すと予想される。

その後は、既存政策の実施加速による効果の顕在化に加え、輸出の底堅さも続くと予想されることから、景気を持ち直しは 5%前後まで加速するとみられる。その結果、26 年通年では前年比 4.7%の成長を見込む。この通年見通しを実現するには、10～12 月期の成長率が 5%前後まで加速する必要があり、既存政策の効果発現が想定通り顕在化するかが焦点となる。ただし、内需の低迷が長期化した場合や輸出をめぐる環境が悪化した場合には、下振れリスクとなる点には注意が必要である。当面は、地方債の発行・利用、政策融資枠の利用など、既存政策の実施状況が引き続き注目される。



金融市場：現状・見通し・注目点

景気減速や不動産市場の低迷を受けて国債利回りは低下基調で推移した。株式市場は景気減速への警戒感と追加の景気刺激策への期待とがせめぎ合う展開となっている。他方、人民元相場は国内景気要因よりも米ドルの動きや中国人民銀行（中央銀行、以下「人民銀行」）の元高抑制姿勢に左右される面が大きく、株式・債券市場とはやや異なる力学が動いている。

① 人民元債券市場

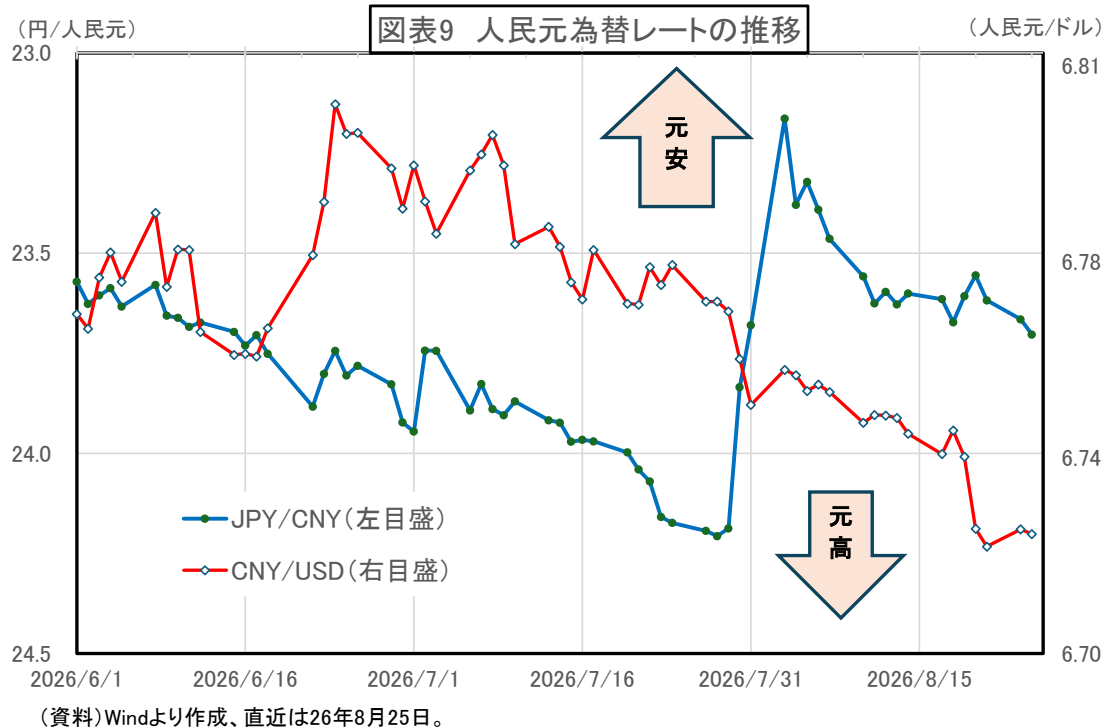
債券市場は、人民銀行が貨幣政策執行報告において適度な金融緩和の方針を示したことで底堅く推移し、小幅な値動きに終始している。米国債利回りは方向感に乏しい展開となったこともあり、中国 10 年国債利回りは 1.66～1.71%の狭いレンジ内で推移した（図表 8）。当面は 1.7%前後で方向感に乏しい展開が続くと予想される。

② 株式市場

上海総合指数は、4～6 月期 GDP 成長率が市場予想を下回ったことや、ホルムズ海峡を巡る地政学リスクの高まり、AI 関連銘柄の過熱への警戒感などから、7 月 17 日に 3,764 ポイントまで急落した（図表 8）。その後は、いわゆる「国家チーム」による市場支援への期待や、低調な経済指標を受けて追加景気刺激策を打ち出す観測の高まりを受けて 8 月 18 日には一時 3,990 ポイントを回復した。

しかし、その後は中国の景気減速への警戒感が強まったほか、米国とイランの戦闘終結に向けた交渉が行き詰まり、ホルムズ海峡の通航正常化が遠のいたとの見方が広がった。さらに米長期金利の上昇と中国 LPR の据え置きもあり、再び節目の 3,900 ポイントを割り込んで推移した。

先行きについても、景気刺激策への期待が相場を下支えするものの、内需の弱さに加えて、中東情勢や米国の金融政策の不透明感などにより、3,900 ポイント前後での推移が見込まれる。



③ 人民元為替市場

ドル人民元 (USDCNY) は、中東情勢改善期待や FOMC 等の政策イベントを控え、人民銀行の緩やかな元高容認姿勢もあって、1 ドル=6.77 元台から 6.76 元台へとドル安元高が小幅に進んでいた。その後は、人民銀行の市場実勢よりも元安方向の基準値を設定したものの、FOMC での政策金利据え置き決定や金融引き締め警戒感の後退によるドル安の進行を受けて 6.72 元台へと元が強含み、6.72~6.77 元のレンジ内で推移した (図表 9)。先行きについては、人民銀行が市場実勢比では大幅な元安水準での設定を行っており、市場でのドル安による元高をけん制しているため、緩やかな元高方向で推移すると見込まれる。

円人民元 (JPYCNY) については、日米協調介入を受けて、一時 23.2 円台まで円高が進み、円安が是正された。しかし、その後は元高が進み、再び円安・元高方向で推移した。今後も円安・元高方向の地合いが維持される可能性が高い。

(26. 8. 26 現在)