

基礎研 レター

5%成長の割には冴えない中国経済 米中摩擦・不動産不況・デフレ圧力―好調の裏でくすぶる 3つの不安

経済研究部 主任研究員 三浦 祐介

(03) 3512-1787 y-miura@nli-research.co.jp

1——中央政治局会議が開催され、25 年下期の経済運営方針が決定。次期五カ年計画は 10 月に草案策定

2025 年 7 月 30 日、中国共産党指導部の定例会議である中央政治局会議（以下、会議）が開催され、25 年下期の経済政策の方針が決定された。また、次期中期計画である第 15 次五カ年計画（26 年～30 年）の草案策定を議題とする中国共産党中央委員会第 4 回全体会議（通称「四中全会」）を 10 月に開催することも決定された（会議の概要は図表 1）。

(図表 1)

中央政治局会議(25年7月)の概要

	要点
第15次五カ年計画	・10月に四中全会を開催し、第15次五カ年計画の策定に関する提案を検討 ・「第15次五カ年計画」期間は、社会主義現代化を基本的に実現するための基礎を固め、全面的に力を入れる重要な時期 ・国際的な熾烈な競争の中で戦略的主導権を獲得し、中国式現代化全体にかかわる戦略的課題において大きな突破口を開く必要がある
足元の情勢認識	・主要な経済指標は良好に推移し、新しい質の生産力が積極的に発展 ・(一方で)経済運営は依然として多くのリスクと挑戦に直面。経済回復と好転の勢いを固め、拡大する必要がある
政策の方向感	・政策の連続性と安定性を維持し、柔軟性と予見性を強化して、(中略)年間の経済社会発展の目標達成に努める ・マクロ政策は引き続き力を発揮し、適時に強化。より積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を着実に細部まで実施し、政策効果を十分に発揮させる
個別政策	・財政政策: 政府債券の発行と使用を加速し、資金使用効率を高める ・金融政策: 流動性を十分に保ち、社会全体の資金調達コストの低下を促進。各種の構造的金融政策ツールを活用し、科学技術革新、消費喚起、小規模・零細企業、貿易の安定化などを重点的に支援する ・内需喚起: サービス消費の育成、民生改善を通じた消費需要拡大、重要プロジェクトの推進や民間投資の活力喚起による有効な投資の拡大 ・改革深化: 国際競争力を有する新たな支柱産業の育成加速、全国統一市場の構築推進、法に基づく企業の無秩序な競争の是正・重点産業における産業能力の是正推進・方政府による企業誘致活動の規範化、あらゆる経営主体の活力喚起 ・対外開放: 高水準の対外開放拡大、大きな打撃を受けた輸出企業の支援、自由貿易試験区などの開放プラットフォームを高水準で構築 ・リスク対応: 都市再開発の展開、地方政府債務リスクの積極的かつ慎重な解消、資本市場の安定・好転傾向の強化 ・民生保障: 大学卒業生・退役軍人・農民工など重点グループの雇用促進、階層別・分類別の社会救済制度の整備、穀物および重要な農産品の価格の維持、貧困脱却の成果の維持・拡大、安全生産と食品安全の監督強化、防災・救助体制の整備、夏季ピーク時のエネルギー・電力供給の確保

(資料) 新華社より、ニッセイ基礎研究所作成

今後当面の経済政策について、会議では、「経済の運営は依然として多くのリスクと挑戦に直面している」との認識を強調しつつも、「+5%前後」の成長率目標達成を目指す考えが示された。25 年上期の中国経済を概観すると、米中摩擦は 4 月に一時エスカレーションしたものの、100%超の関税が常態化するような最悪の事態は回避されている。また、国内の経済対策も一定の効果を表した結果（詳細は後述）、経済は堅調に推移し（図表 2）、1～6 月累計の成長率は +5.3%と良好な状態にある。下期は、内外需ともに減速する可能性が高いが、上期の「貯金」を踏まえれば、25 年の成長率目標は達成圏内にある。こう

した状況下、マクロ政策の方向性について、会議では「より積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を着実に細部まで実施し、政策効果を十分に発揮させる」とされた。対策の規模を必要以上に拡大させれば、反動減という形で翌 26 年の経済運営にも響くことから、当面は現状予定している規模の経済対策をやり切ることをまずは優先する、という考えとみられる。

ただし、米中摩擦や不動産不況など不安要素は払拭されておらず、成長率の堅調な推移とは裏腹にデフレ圧力は強まりつつあるなど、不安定な状況に置かれている点には留意が必要だ。マクロ政策を「適時に強化」する必要があるともされていることから、場合によっては過去 2 年と同様、秋口に追加経済対策が検討、発表される可能性もゼロではない。

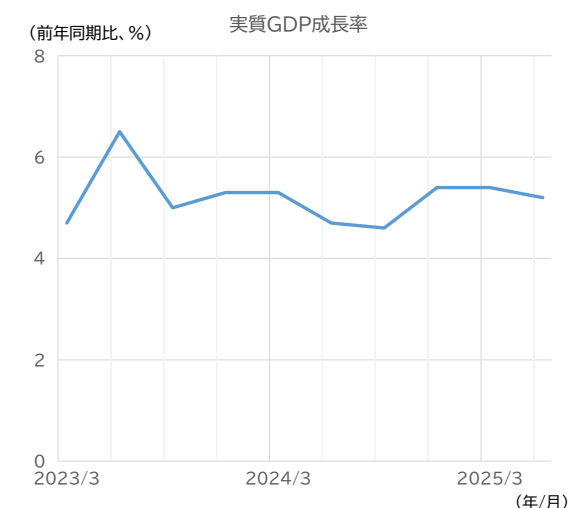
以下では、当面の中国経済の動向を占ううえでポイントとなる米中摩擦、不動産不況、国内経済政策の 3 点について、会議で示された方針の紹介と合わせて、もう少し詳しく見ていきたい。なお、次期五カ年計画を巡る動向については、また機会を改めて紹介することとしたい。

2——米中摩擦：不確実性は残るものの 4 月から切迫度は低下。国内の影響緩和と対米交渉を継続する方針

2025 年最大のリスクである米中摩擦は、米国が 4 月に相互関税を発動したことで関税の応酬が一時エスカレートしたが、5 月上旬の閣僚級協議によって極端な関税措置の停止が合意された後、現在は交渉の局面へと移行している。交渉は、米国による半導体設計ソフトの対中販売規制等や中国によるレアアース輸出規制といった双方の非関税措置が妨げとなり、当初は停滞していた模様だが、6 月上旬開催の第 2 回の閣僚級協議開催を経て、交渉がようやく動き始めたようだ。ただ、短期間で決着はつかず、7 月末開催の第 3 回の閣僚級協議では、双方の関税措置¹を再び 90 日延期することとされた。

懸念された経済的な影響については、対米輸出が顕著に減少しているものの、輸出全体の落ち込みは今のところ限定的だ。例えば、中国の対米輸出額（ドル建て、以下同）は、25 年 4 月から 6 月にかけて大幅

（図表 2）



（資料）中国国家統計局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

¹ 米国は、30%の対中追加関税（10%の相互関税および 20%のフェンタニル流入阻止を目的とした追加関税）、中国は 10%の対米追加関税（米国の相互関税に対する報復関税）。

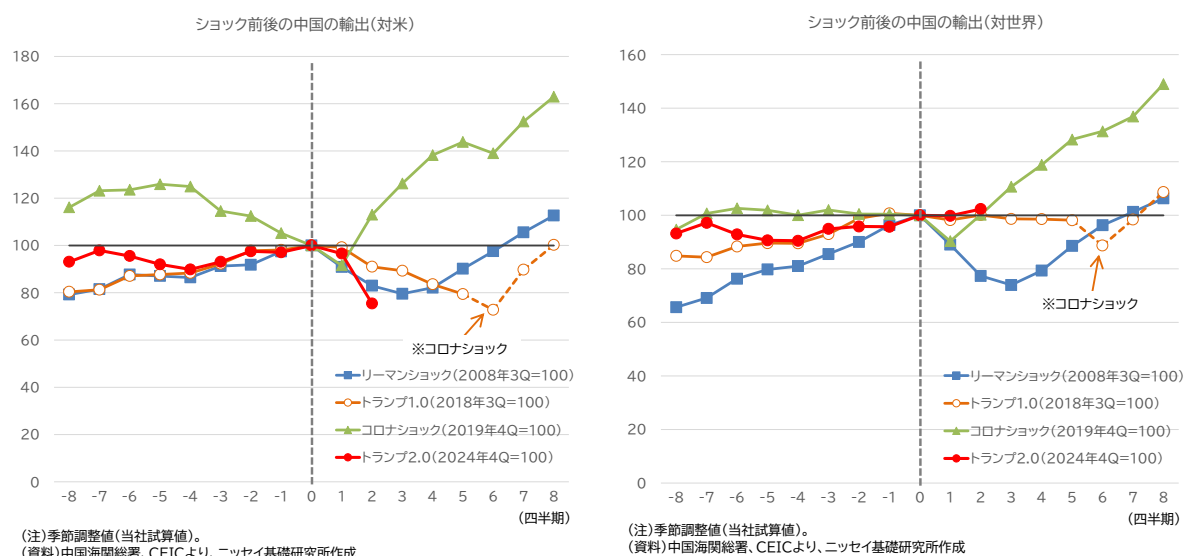
に減少している一方、輸出総額は、前年増を保っている。ショック前を起点として、輸出にどの程度の影響が生じているのかを過去の主なショックと比較すると、25年4～6月の時点で、対米輸出に関しては、リーマンショックをも上回るショックとなっている（図表3）。他方、対世界輸出に関しては、世界全体が打撃を受けたリーマンショックやコロナショックとは異なり、第1次トランプ政権下における米中摩擦の頃と似た状況となっている。ASEANなど米国以外への輸出が、迂回輸出や駆け込み輸出により拡大し、緩衝材となっていることがうかがえる。

だが、引き続き不確実性は残り、警戒を怠ることはできない。交渉のテーブルで具体的にどのような議題について議論されているのかは定かでないが、米国が以前から問題視している中国の産業政策や過剰生産能力、技術移転といった問題のほか、中国の対米輸入拡大やフェンタニル問題、Tik Tokの米国事業の売却、香港企業のパナマ港湾運営権の売却、対ロシア制裁など、米中間で問題となっている事項は多岐にわたる。次の期限とみられる10月末までに合意に至ることができるのかは依然不透明だ。また、トランプ政権は、ベトナムなどへの関税措置について、第3国経由の対米輸出にはより高い関税を設定するなど、迂回輸出への締め付けも強めている。これまで輸出落ち込みに寄与してきたとみられる迂回輸出や駆け込み輸出の効果が、今後は失われる可能性がある。

このように、米中摩擦は中国の経済運営上、引き続き最重要課題となるが、4月の会議では「外部ショックの影響が増大」と強調されたのに対して、今回の会議では外部環境に関する明示的な言及はなかった。4月の段階で「持久戦」の構えで対米交渉に臨む姿勢を固め、どちらかといえば中国主導で交渉を展開できているようにみえることから、切迫度は4月に比べると幾分低下しているものと思われる。

今後も、経済対策のほか、輸出企業向けの資金繰り支援や国内販路の開拓支援といった既に実施されている施策を継続し、国内経済、企業への影響緩和に努めつつ、硬軟織り交ぜながら対米交渉を続けることが予想される。交渉においては、対米輸入拡大など中国が譲歩しやすい議題もあれば、産業政策の見直しや対ロシア制裁への協力など譲歩が難しい議題もあるが、最近ではフェンタニルの取り締まり強化や対外開放拡大に関して積極的な動きが目立つ。今回の会議でも、「高水準の対外開放を拡大し（中略）自由貿易試験区などの開放プラットフォームを高水準で構築する」考えが示されている。国内制度改革の取り組み

（図表3）



の一環ではあるものの、対米交渉におけるカードとしても意識して進めている可能性がある。

対する米国は、日本やEU、韓国などと相次いで交渉を終え、多くの国に対して相互関税の新税率を8月1日に決定しており、これまでよりも中国との交渉に集中しやすくなるとみられる。その余力が、他国・地域と同様に合意をまとめあげる方向に働くのか、より強硬に譲歩を求める方向に働くのかは未知数で、最終的にあっけなく決着する可能性もあれば、再び関税合戦に陥る可能性もある。また、合意後も安定が続くとは限らない。米中交渉については、引き続き事態の推移を見守る必要がある。

3——不動産不況：対策には息切れ感。不動産政策は「都市再開発」による需要喚起が新たなテーマに

ここ数年続く国内最大の問題である不動産不況には、まだ出口がみえない。不況が深刻化した2022年以降、中国政府は、(1)建設中物件の引き渡し促進(「保交房」)にはじまり、(2)在庫住宅・遊休地の買い上げ、(3)老朽住宅地等の再開発による住み替え需要促進へと段階的に対策を強化してきた²。それぞれの対策の進捗などは公式に発表されていないものの、(1)については、主要デベロッパーによる引き渡しが22年以降、地道に進んでおり、25年に入り引き渡しの圧力は低下しているようだ³。他方、(2)は、24年5月発表から1年強が過ぎたが、地方政府の財源の制約から、まだ道半ばにあるとみられる。また、(3)は24年10月の発表時に100万軒の目標を設定した後、25年以降も規模を拡大して継続する方針で実施が進められている。対策の効果をみるうえで端的な指標として不動産販売床面積の動向をみると、24年には底打ちの兆しがみられたが、25年春先以降、6月にかけて悪化を続けており(図表4)、対策には息切れ感がみられる。7月も悪化している可能性が高い。

こうしたなか、今回の会議では、重点リスクへの対策の筆頭に、「中央都市工作会議の精神を実現し、質の高い都市の更新を展開する」考えが示されており、不動産市場に関する対応が最上位に位置づけられていることがうかがえる⁴。ただし、「不動産市場悪化への歯止め」という従来の表現は用いられていない。不動産政策の重点が、上記(1)(2)に代表される消費者への住宅引き渡し難航やデベロッパーの苦境といった応急策から、都市の質向上に資する都市再開発(上記(3)を含む)という中長期的な施策へと移行しつつあることが示唆される⁵。都市再開発を巡っては、上述

(図表4)



² これらのほか、金融機関によるデベロッパー向け融資支援強化や各地方での住宅購入規制緩和、住宅売買時に係る税負担の軽減なども段階的に実施してきた。

³ 「楼市「半年考」 | 55 家房企上半年交房超 50 万外資背後：交付高峰期已過，企業「保交付」压力持續減輕」『每經網』2025 年 7 月 24 日、<https://www.nbd.com.cn/articles/2025-07-24/3956209.html>

⁴ 25 年 4 月の中央政治局会議では、地方債務リスクに次ぐ位置づけとされていた。

⁵ 6 月開催の国務院常務会議では「全国の不動産関連の供給済み用地および建設中プロジェクトの実態調査を行い、現行政策をさらに最適化し(中略)より強力に、不動産市場悪化に歯止めをかけて安定させる」との考えが示されている。(1)(2)の進捗フォローアップと対策の最適化は、政府実務レベルにおいて継続されていくとみられる。

の通り、老朽住宅地等の再開発強化が24年10月に発表された後、25年5月には、より包括的な指針となる「都市再生行動持続的推進に関する意見」が発表された。同意見では、2030年までに「都市再生行動の実施において重要な進展を収める（後略）」ことを目標とし、条件に合致したプロジェクトには超長期特別国債の資金を用いる旨も盛り込まれている。

これまでの中国では、新しい都市の開発が膨大な不動産およびインフラ需要を生み、それが経済成長のけん引役となってきたが、新規開発ラッシュが終わり、人口減少も進むなか、既存都市の再開発へとモードが移行するのはごく自然な流れといえよう。住み替え促進に伴う新たな不動産需要の創出が不動産不況からの脱却に貢献するだけでなく、現在重点とされているインフラ更新の需要にもつながる。行き過ぎれば従来型の投資主導の成長に逆戻りするリスクも残るが、都市再生に関する需要が不動産市場の改善に効果をどの程度発揮するか、今後の具体的な動きに注目が要する。

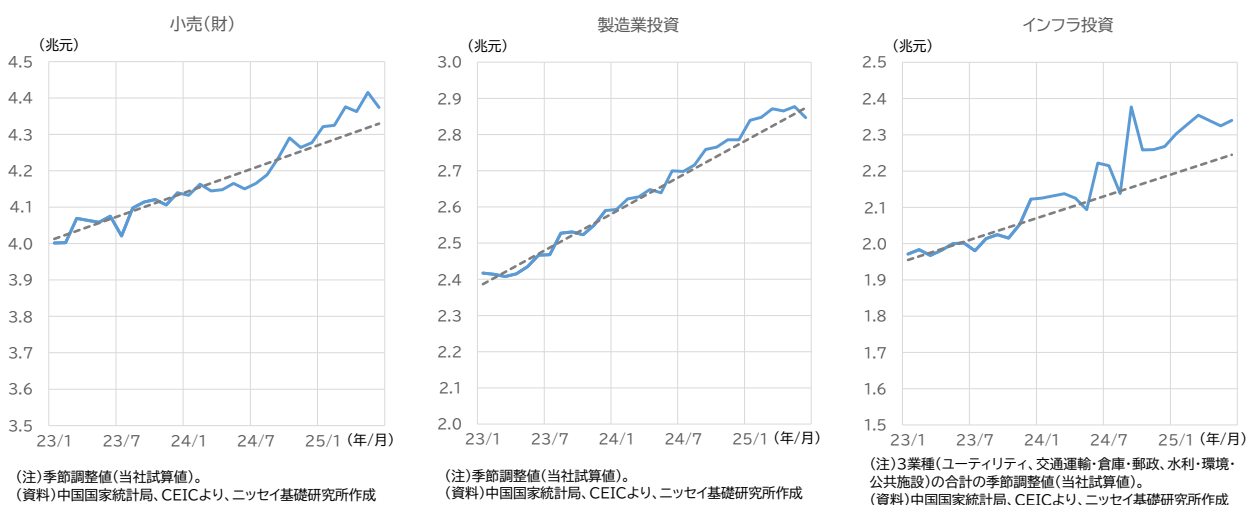
なお、不動産やインフラに依存した成長の結果として膨らんできた地方政府の隠れ債務の問題に関しては、「新たな隠れ債務の発生を厳しく禁じる」とされ、引き続きリスク解消に注力する考えが示されている。不動産には頼ることができず、後述するように製造業誘致による投資促進にも規制が強まると見込まれるなか、かつてのように隠れ債務の形で資金を調達してインフラ投資を強化する誘引にかられる恐れがあるが、そうならないよう釘を刺したかたちだ。

4——経済対策：需要喚起は継続、過当競争対策は強化の方向

1 | 需要喚起：補助金等の追加は示唆されず、現行の対策継続により当面は様子見か

不動産不況や米中摩擦の下押し圧力に対して、2024年以来、中国政府は経済対策を段階的に強化している。とくに最大の課題である需要不足に対する打ち手として、消費財の買い替え支援、設備更新支援、インフラ建設等の重要プロジェクト推進の3本柱で、需要喚起のための財政出動が強化されている。小売（財）、製造業投資、インフラ投資の3指標（図表5）について、23年中のトレンド（図表中の点線）をゼロコロナ政策終了後の基調とすると、いずれも経済対策強化後に上向いており、効果が出ていることがうかがえるが、足元では増勢がやや鈍っており、これら対策についても効果の息切れ感が懸念され始めている。

（図表5）



今後を展望すると、政府による財源⁶の調達⁶は6月時点でまだ予算の半分程度であり、引き続き調達が進み、下支えの効果は続くことが予想される。政府発表によれば、消費財の買い替え支援については年初予算の3,000億円のうち1,620億円、設備更新支援については年初予算の2,000億円のうち1,730億円が既に上期に公布されており、下期には、それぞれ残りの1,380億円、270億円が公布される見込みだ。ただ、地方政府の財源が潤沢ではないほか、昨年24年には8月以降、これら対策向けの補助金支給が本格化していたため、下期には押し上げの効果がその分弱まっていく可能性が高い。インフラ建設に関しても、似たような動きになるとみられ、下期には内需が減速傾向に転じることが予想される。

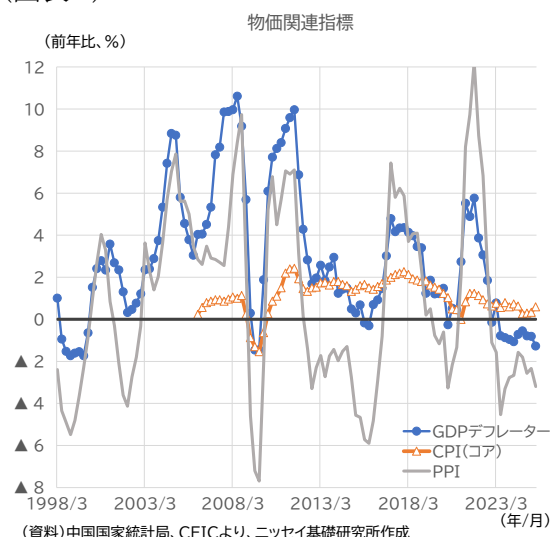
とはいえ、現時点で想定される程度の減速であれば、通年で+5%前後の成長率目標達成は可能とみられる。このため、経済対策は、当面様子見姿勢での運営となるだろう。会議でも、財政政策については「政府債券の発行と使用を加速し、資金使用効率を高める」とされたのみで、補助金の積み増しといった追加対策への言及はなかった。金融ツールを活用したサービス消費の供給強化⁷や先般発表された国による中国版「児童手当」⁸に代表される民生の改善策を通じた消費の底上げ、民間活力の活性化を通じた投資促進など、供給側の改革に軸足を移しつつあると考えられる。むしろ、外需や不動産市場などが想定以上に悪化した場合には、過去2年と同様、秋口に追加経済対策が検討されるだろう。また、利下げ実施のトーンは以前よりも弱まっているが、実質金利は高止まりしているため、年内に追加利下げが実施される可能性はある。

2 | 「内巻」対策：成長率の名実逆転が長期化に伴い、いよいよ本腰

実質経済成長率+5%前後の目標は達成圏内に入ってきた一方、名目成長率が実質成長率を下回る名実逆転の状態が長期化している。GDPデフレーターは9四半期連続で前年同期比マイナスを記録しており、四半期統計で確認できる範囲では、1990年代後半の7四半期連続を超えて最長となった（図表6）。また、2025年以降は、悪化する傾向もみられ、デフレ圧力の強まりへの対応の切迫度が高まっている。その背景にあるのは、不動産不況による需要不足に加え、製造業を中心とした「内巻」と呼ばれる過当競争の激化だ。コア消費者物価指数（CPI）は低調ながら辛うじてプラス圏で推移しているのに対して、生産者物価指数（PPI）は22年10月から25年6月にかけて33カ月連続でマイナスが続いている。

「内巻」対策を巡っては、図表7で主な動きを整理しているが、24年から指導部で問題意識が持たれ始め、25年の経済政策における重点のひとつに位置

（図表6）



⁶ 国債（超長期特別国債含む）および地方政府专项債。

⁷ 例えば、中国人民銀行は、25年5月、宿泊・飲食や文化・体育・娯楽、教育等のサービス消費などに対する金融機関の融資を支援するために、低利で資金を供給する再貸出の新たな枠組みを設けた。

⁸ 満3歳までを対象に1人当たり年間3,600円を支給するもの。一部の地方政府は既に独自に導入を進めてきた（片山ゆき（2025）「消費喚起と社会保障（中国）【アジア・新興国】中国保険市場の最新動向（70）」（ニッセイ基礎研究所『保険・年金フォーカス』））。

(図表 7)

「内巻」対策を巡る主な動き	
時期	出来事
2024年7月	・中央政治局会議：業界による自律を強化し、「内巻式」競争の悪循環を防ぐ
2024年10月	・中国太陽光発電協会が「業界内の内巻式競争の悪循環防止」をテーマに座談会を開催
2024年12月	・中央経済工作会議：「内巻式」の競争を総合的に是正する
2025年3月	・全国人民代表大会政府活動報告：「内巻式」の競争を総合的に是正する
2025年4月	・「中共中央・国務院による価格ガバナンスのメカニズム整備に関する意見」(24年12月制定)発表
2025年5月	・中国自動車工業協会が「公平な競争秩序の維持による業界内の健全な発展の促進に関する提案」を発表 ・工業信息化部、自動車産業の「内巻式」競争の是正を一段と強化する考えを表明(6月以降、対策を順次発表)
2025年6月	・改正反不正当竞争法 ・中国電池工業協会・中国プラスチック加工工業協会が「電池産業サプライチェーンの健全な発展の促進に関する提議書」を発表 ・中国鉄鋼工業協会が「サプライチェーン全体の利益を維持し、共に『内巻式』競争を阻止する」と題する文書を発表
2025年7月	・第6回中央財經委員会：法に基づき企業の無秩序な低価格競争を是正する ・工業信息化部が製造業企業座談会を開催：太陽光発電産業の無秩序な低価格競争を総合的に是正する ・中国セメント協会が「セメント産業の『反内巻』『安定成長』による質の高い発展の更なる推進に向けた取り組みに関する意見」を発表 ・国家発展改革委員会が、次期五カ年計画策定等に関する企業との座談会を開催。「内巻式競争の是正」に言及 ・「価格法」改正法案ドラフト
2025年8月	・主要プラットフォーマー各社が、過度な価格競争を規範化する旨の声明を発表 ・中国技術監督情報協会等が「中国地熱エネルギー産業による内巻式競争防止に関する提議書」を発表 ・中国機電商會が「反不正当竞争、太陽光パネル産業の対外貿易の質の高い発展維持に関する提議書」を発表

(資料)各種資料より、ニッセイ基礎研究所作成

付けられたが、対策が本格化し始めたのは、自動車の値下げ競争が激化した5月下旬以降だ。以後、自動車のみならず幅広い産業の各業界団体や、関係各省庁が相次いで対策の強化に乗り出した。このほか、「改正反不正当竞争法」や「改正価格法」草案など、法的な枠組みにおいても、「内巻」防止が重視されている。指導部のレベルでは、7月開催の第6回中央財經委員会で「無秩序な低価格競争の是正」が言及されており、今回の会議でもその流れを受け、「法に基づく企業の無秩序な競争の是正」や「重点産業における産業能力の是正推進」、「地方政府による企業誘致活動の規範化」といった方針が挙げられている。

今回の「内巻」対策で想起されるのは、2016年頃の状況だ。当時も過剰生産能力の問題が深刻化していたことから、政府は、鉄鋼と石炭について設備淘汰の数値目標を設け、強力で淘汰を進めた。また、当時はまだ不動産バブル崩壊前であったため、不動産需要の喚起も併せて実施され、それも過剰感の解消に寄与した。これに対して今回は、問題となっている業種が鉄鋼やセメントといった素材産業だけでなく、自動車や太陽光パネル、さらにはフードデリバリーなどサービス業にも及んでおり、それに伴い是正を求める企業には国有企業だけでなく民営企業も少なくない。「民間投資の活力喚起による有効な投資の拡大」や「国際競争力を有する新たな支柱産業の育成加速」といった政策方針も会議で言及されているなか、16年のような一律的な設備廃棄や生産制限には踏み込みづらいだろう。また、当時と異なり不動産需要に頼ることも難しい。

素材産業では生産の抑制や設備の統廃合といった直接的な対策がとられる可能性はあるものの、基本的には、業界団体による自主規制や政府による法に基づく取り締まりの強化、環境や技術などの基準強化による設備淘汰の促進、需要底上げの継続など、息の長い取り組みが必要となるだろう。デフレ圧力の一段の強まりは回避できるとしても、その払拭にはまだ時間を要すると考えられる。名実逆転の状況は、少なくとも翌26年までは続くだろう。

本資料記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。
また、本資料は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。