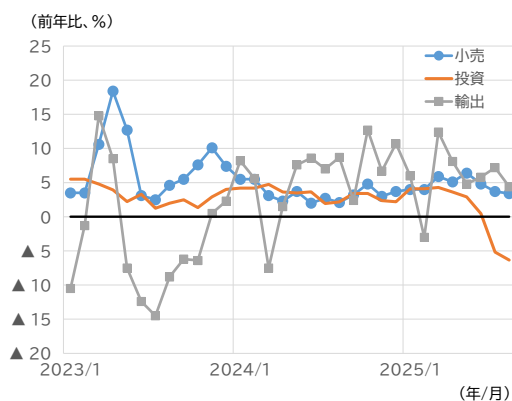


Weekly
エコノミスト・
レター中国:25 年 7~9 月期の成長率予測
前期から一段と減速。政策効果の息切れにより内
需が悪化経済研究部 主任研究員 三浦 祐介
(03) 3512-1787 y-miura@nli-research.co.jp

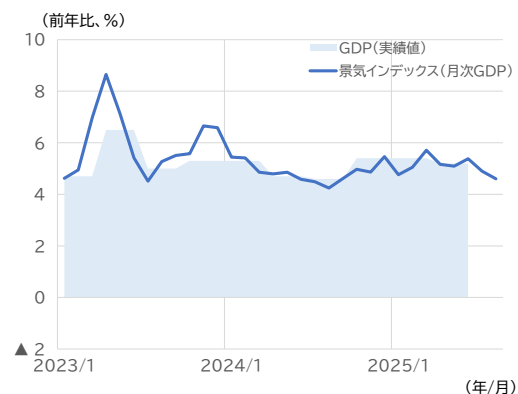
1. 中国の 2025 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比+5.2%と、前期（25 年 1~3 月期）の同+5.4%から減速した。季節調整後の前期比（年率）は+4.5%と、前期（同+4.9%）から減速した。足元の中国経済について、主な需要の動向をみると、輸出は、米国の追加関税が続いている割には底堅い推移を続けている（下左図）。米国向けは悪化しているものの、ASEAN 等向けが改善し、全体としては前年同月比で増加を維持している。他方、内需は、政策による下支え効果の低下などを受けて悪化している。投資の伸び率は、7 月にマイナスに転じた後、8 月もマイナス圏で推移している。小売も、6 月から 8 月にかけて 3 か月連続で伸び率が鈍化している。物価は、食品・エネルギーを除くコア CPI が改善傾向にある一方、工業生産者出荷価格（PPI）は 35 カ月連続で前年同月比マイナスとなっている。
2. GDP 成長率（前年同期比）を月次で推計した「景気インデックス」は、25 年 7~8 月期、前年同期比+4.8%と、4~6 月期実績（同+5.2%）から減速している（下右図）。9 月の景気次第で振れるとはいえ、25 年 10 月 20 日に発表予定の 25 年 7~9 月期の実質 GDP 成長率は、前期から減速し、+4%台後半となる可能性が高い。
3. 経済対策効果の息切れ感は、今後、消費、投資、不動産など各方面で強まり、内需は今後一段と減速する可能性が高い。米中交渉については、8 月に第 4 回目の閣僚級協議が実施されたが、合意されたのは TikTok の米国事業売却を巡る枠組みについてのみだ。半導体やフェンタニルを巡る問題など様々な難題が残っており、対中追加関税が撤廃される可能性は低いことから、外需への下押しが続くだろう。

需要関連の主要指標



(注)小売・投資の1・2月は年初来累計。輸出はドル建て。
(資料)中国国家統計局、中国海関総署、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

景気インデックス(月次GDP)



(注)月次GDPは、鉱工業生産、サービス業生産、建築業PMIをもとに推計。
(資料)中国国家統計局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

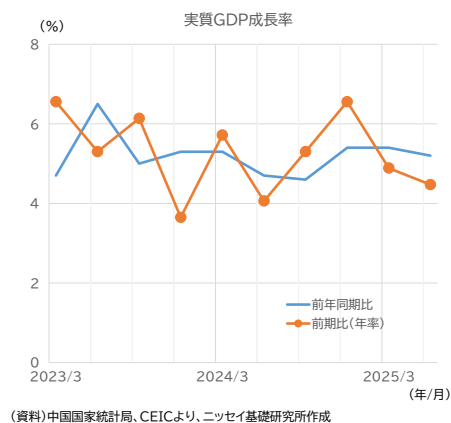
1. 足もとの概況と 25 年 7~9 月期の成長率の見通し

中国の 2025 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比+5.2%と、前期（25 年 1~3 月期）の同+5.4%から減速した（図表 1）。季節調整後の前期比（年率）は+4.5%と、前期（同+4.9%）から減速した。足元の中国経済について、主な需要の動向をみると、輸出は、米国の追加関税が続いている割には底堅い推移を続けている（図表 2）。米国向けは悪化しているものの、ASEAN 等向けが改善し、全体としては前年同月比で増加を維持している。他方、内需は、政策による下支え効果の低下などを受けて悪化している。投資の伸び率は、7 月にマイナスに転じた後、8 月もマイナス圏で推移している。小売も、6 月から 8 月にかけて 3 か月連続で伸び率が鈍化している。物価は、食品・エネルギーを除くコア CPI が改善傾向にある一方、工業生産者出荷価格（PPI）は 35 か月連続で前年同月比マイナスとなっている（図表 3）。

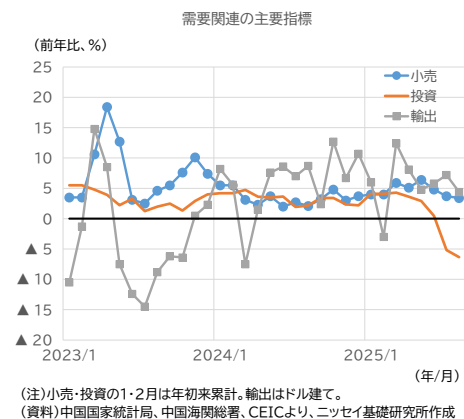
GDP 成長率（前年同期比）を月次で推計した「景気インデックス」は、25 年 7~8 月期、前年同期比+4.8%と、4~6 月期実績（同+5.2%）から減速している（図表 4）。9 月の景気次第で振れるとはいえ、25 年 10 月 20 日に発表予定の 25 年 7~9 月期の実質 GDP 成長率は、前期から減速し、+4%台後半となる可能性が高い。

経済対策効果の息切れ感は、今後、消費、投資、不動産など各方面で強まり、内需は今後一段と減速する可能性が高い。米中交渉については、8 月に第 4 回目の閣僚級協議が実施されたが、合意されたのは TikTok の米国事業売却を巡る枠組みについてののみだ。半導体やフェンタニルを巡る問題など様々な難題が残っており、対中追加関税が撤廃される可能性は低いことから、外需への下押しが続くだろう。

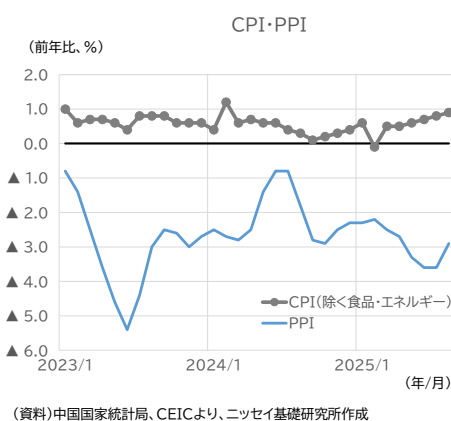
（図表 1）



（図表 2）



（図表 3）



（図表 4）



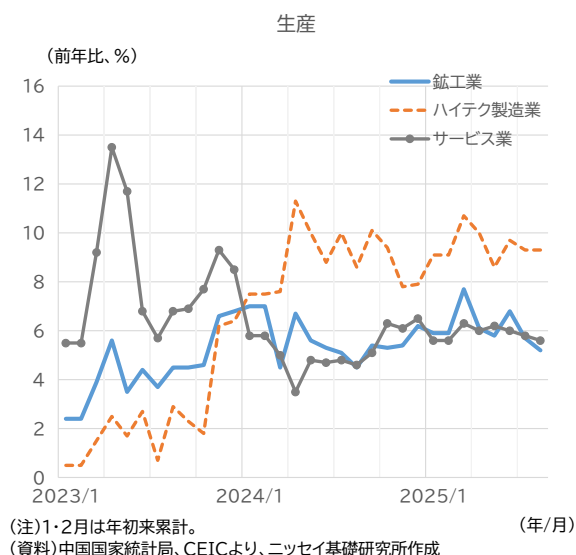
2. 実体経済の動向

(生産・投資・外需)

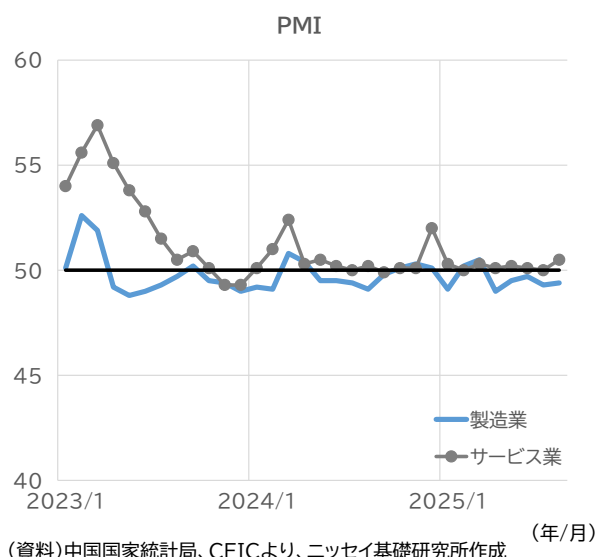
生産の動向について、8月の前年同月比の伸び率（実質）をみると、鉱工業部門では、前月から鈍化した（図表5）。化学では上昇したのに対して、鉄鋼や一般設備、電気機械、コンピュータ・通信設備等、多くの業種で鈍化した。サービス業部門では、伸び率が前月から小幅に鈍化した。情報通信・ソフトウェア・ITや金融で上昇した一方、リース・ビジネスサービスは伸び率が鈍化した。

PMI 調査の結果をみると、製造業では、25年2月から3月にかけて改善したが、4月以降は景気の好不況の境目である50を下回る水準で推移している（図表6）。サービス業では、25年に入り50をやや上回る水準で推移を続けており、8月には前月から改善した。同調査で需要不足と回答する企業の比率は、24年7月以降、具体的には発表されていないが、25年8月には「企業の生産、経営に対する需要不足の圧力は依然として大きい」と説明されており、需要不足が続いているようだ。

(図表5)



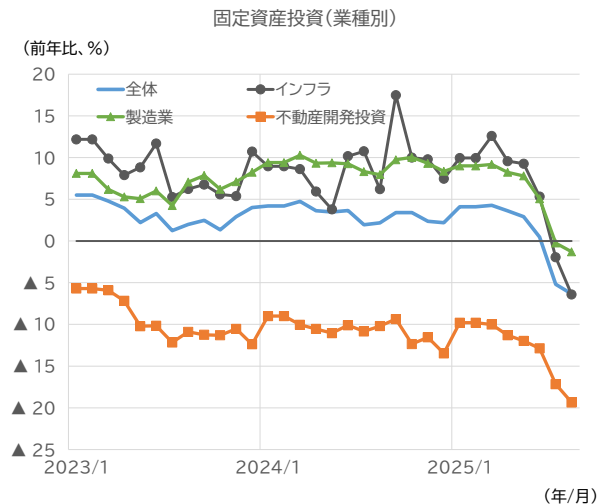
(図表6)



投資の動向について、8月の固定資産投資の前年同月比伸び率（名目、以下同）は、前月に続き鈍化し、2か月連続マイナスとなった（図表7）。業種別にみると、製造業、インフラ投資、不動産開発投資のいずれも、前月から伸び率のマイナス幅が拡大した。設備投資の前月から上昇したものの、24年から25年6月にかけて続いてきた2桁の伸び率には届かず、前月に続き1桁台の伸び率にとどまっている。

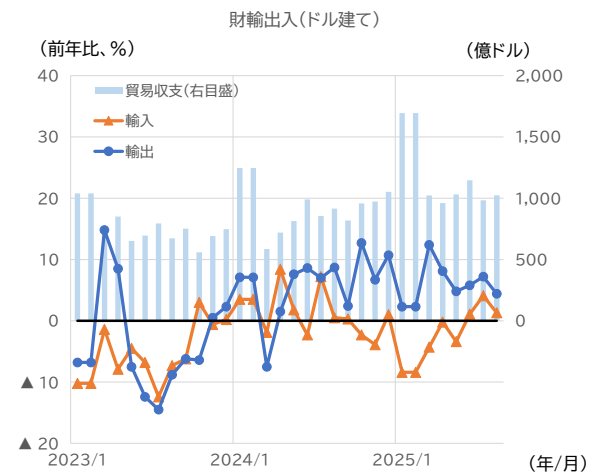
外需の動向について、8月の輸出（ドル建て）の伸び率は、前月から鈍化した（図表8）。国・地域別では、米国向けで前月に続きマイナス幅が拡大した。ASEAN 向けは高水準で推移しており、前月から上昇した。EU 向け、日本向けは、ともに上昇した。財別では、液晶パネルや集積回路、携帯電話、コンピュータ・同部品等で改善した一方、靴や鉄鋼、家具、玩具、家電、自動車では悪化した。輸入（ドル建て）は、伸び率が鈍化した。貿易収支は、約1,020億ドルの黒字となり、前年同月比で増加した。

(図表 7)



(注)インフラは、3業種(ユーティリティ、交通運輸・倉庫・郵政、水利・環境・公共施設)の合計。1・2月を除き、年初来累計値に基づく単月の試算値。
(資料)中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

(図表 8)



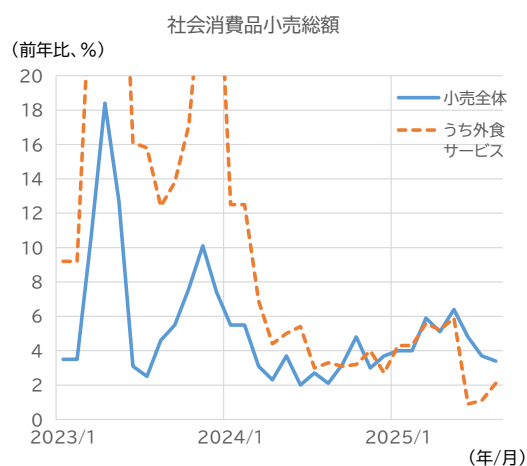
(注)1・2月は年初来累計。
(資料)中国海関総署、CEICよりニッセイ基礎研究所作成

(消費・家計)

消費の動向について、小売売上高の伸び率をみると、8月は前月に続き低下した(図表9)。財が引き続き鈍化した一方、外食サービスは上昇したが、低水準の伸び率にとどまっている。

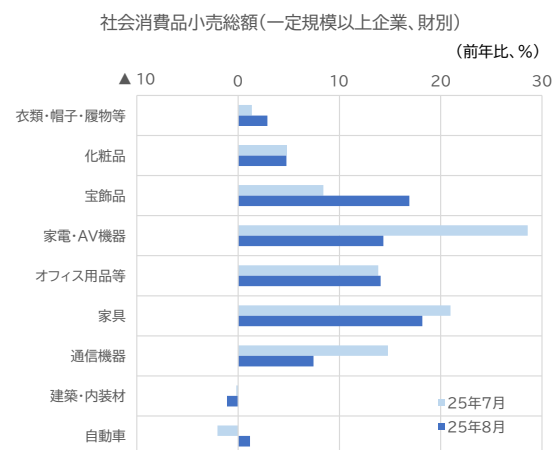
一定規模以上企業を対象にした統計で財の品目別の動向をみると、衣類等や宝飾品で伸び率が上昇した一方、化粧品では横ばいとなった(図表10)。耐久消費財の買い替え支援策の対象となっている商品は、引き続き高水準の伸びを続けているが、家電・AV機器や家具、通信機器では伸び率が鈍化した。他方、(タブレットを含む)オフィス用品では上昇した。自動車は、伸び率がマイナスからプラスに転じた。不動産関連の財(建築・内装材)の伸び率は、マイナス幅が拡大した。

(図表 9)



(注)1・2月は年初来累計。
(資料)中国国家统计局、CEICよりニッセイ基礎研究所作成

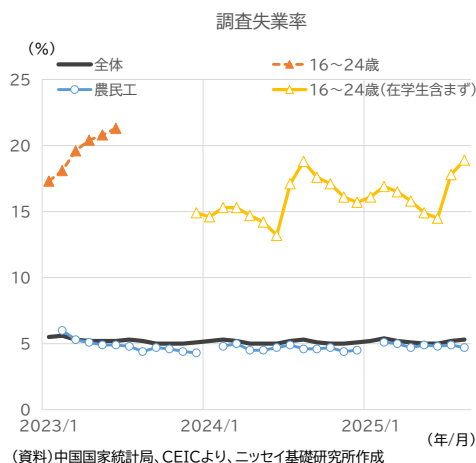
(図表 10)



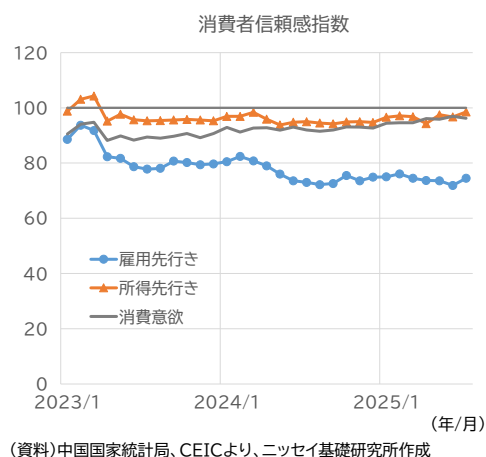
(資料)中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

家計の状況について、都市部の調査失業率は、25 年 3 月以降、低下傾向にあったが、8 月は前月に続き上昇した（図表 11）。16～24 歳（在学中の学生を除く）の失業率は、7 月以降、卒業シーズンを迎え、再び高まっている。25 年中、前年を上回る水準で推移しており、若年層の雇用環境は依然厳しい状況にある。消費者信頼感指数をみると、雇用・所得の先行きは 7 月にやや改善したが、依然として楽観・悲観の境目の水準である 100 を下回る水準で推移している（図表 12）。

（図表 11）



（図表 12）

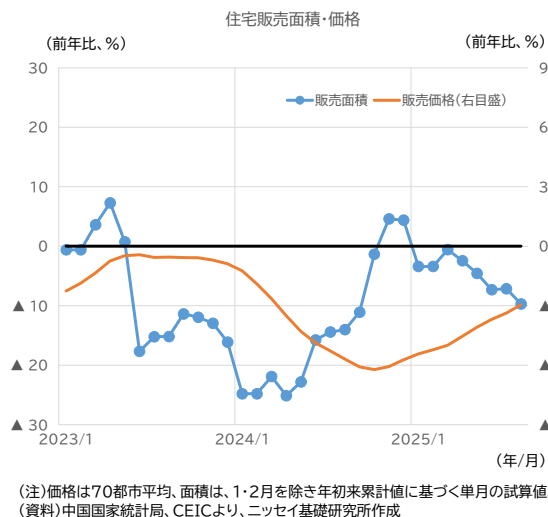


（不動産市場）

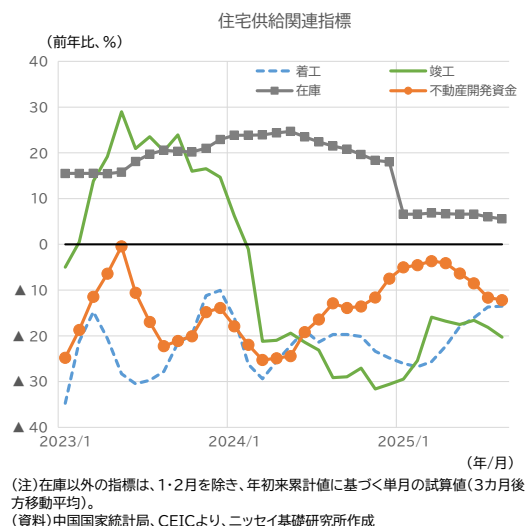
不動産市場について、8 月の住宅販売床面積の前年同月比伸び率は、マイナス幅が前月から拡大した（図表 13）。住宅販売価格（70 都市単純平均）の前年同月比は、22 年 4 月以降、41 カ月連続でマイナスとなっているが、24 年 10 月を底にマイナス幅の縮小が続いている。

供給側の動向に関して、住宅着工床面積（3 カ月後方移動平均）の前年同月比伸び率は、前月から概ね横ばいで推移した（図表 14）。住宅竣工床面積（同上）の伸び率は、マイナス幅が拡大した。住宅完成在庫床面積は依然増加しているが、伸び率は 7 月から 8 月にかけて小幅ながら低下を続けている。また、不動産開発資金（同上）の伸び率は、依然として前年同月比でマイナスとなっている。24 年春先以降、改善傾向にあったが、25 年 4 月以降、マイナス幅が拡大している。

（図表 13）



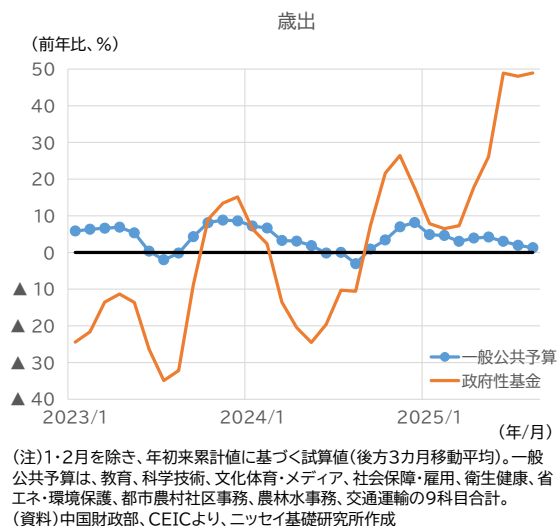
（図表 14）



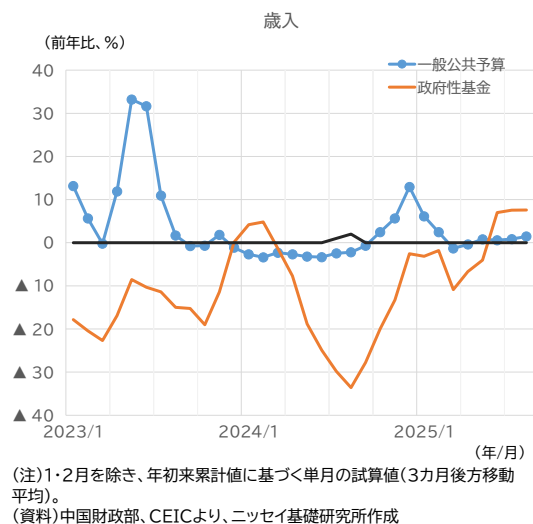
(財政)

財政の動向をみると、歳出（3 カ月後方移動平均）については、一般公共予算の伸び率が6月以降鈍化している（図表 15）。他方、政府性基金は、高い伸び率を記録している。歳入（同上）については、一般公共予算の伸び率が低水準にとどまっているのに対して、政府性基金は6月以降上昇している（図表 16）。一般公共予算のうち、税収の伸び率は上昇している一方、非税収入の伸び率は6月以降マイナス圏で推移している。

(図表 15)



(図表 16)

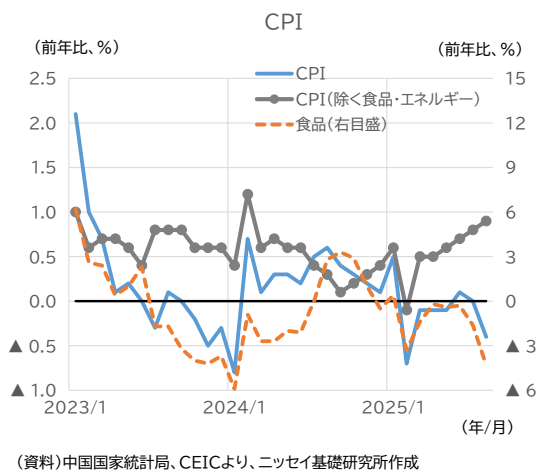


3. 物価・金融の動向

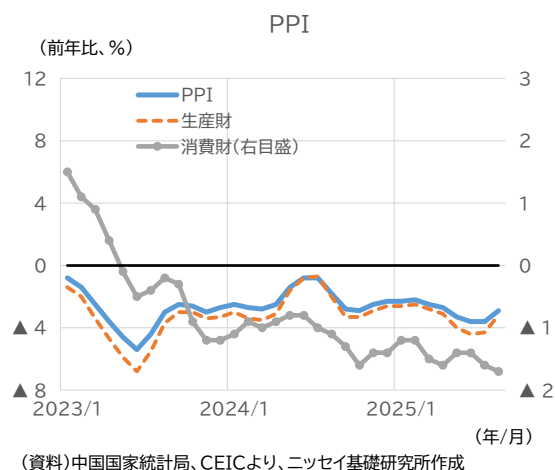
(物価)

物価の動向について、8月の消費者物価指数（CPI）の前年同月比（以下同）は、前月から低下しマイナスとなった（図表 17）。生鮮野菜や豚肉等でマイナス幅が拡大した一方、食品・エネルギーを除くコア CPI は、前月に続き上昇した。工業生産者出荷価格（PPI）は、22 年 10 月以降、35 カ月連続でマイナスとなっており（図表 18）、8月は前月からマイナス幅が縮小した。

(図表 17)



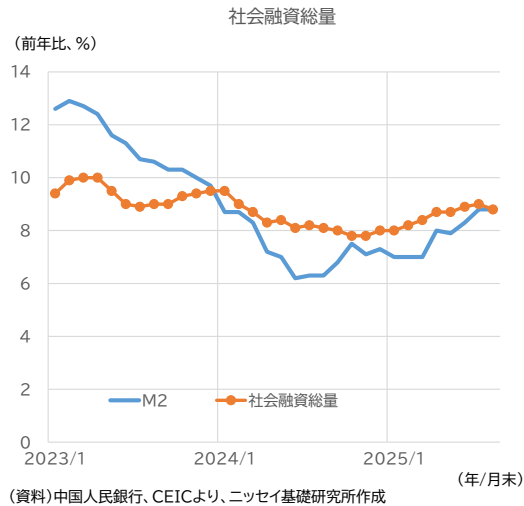
(図表 18)



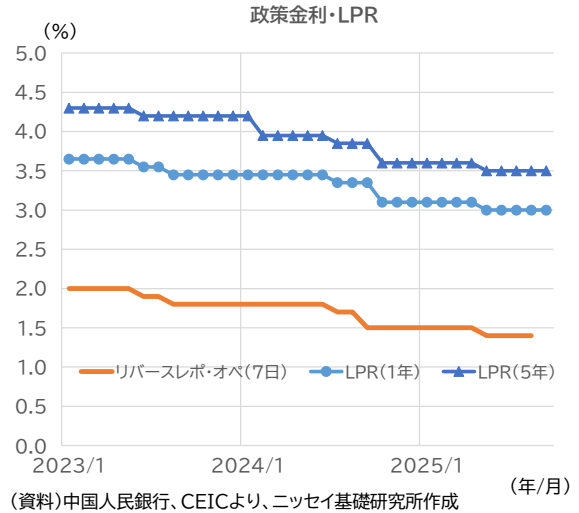
(金融)

金融の動向について、8月のM2の伸び率は、前月から横ばいで推移した。社会融資総量の伸び率は、前月から鈍化した（図表19）。政府債券とそれ以外ともに伸び率が鈍化した。金融政策に関して、政策金利（リバースレポ・オペ、7日物）は、25年5月に10bpsの利下げが実施されたが、その後は据え置きとなっている（図表20）。それを受け、貸出金利のベンチマークとなるLPRも、1年物、5年物とも、5月に10bps低下した後、9月まで横ばいで推移している。

(図表 19)



(図表 20)



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。