

中国経済：2025年は景気下支え強化で失速回避を図る方針

2024年11月の主要指標は、景気持ち直しペースの鈍化を示唆。2024年の成長率は前年比+4.8%と「+5%前後」の成長目標の下限にとどまった模様。中国指導部は2025年の経済政策方針を定める中央経済工作会議で、積極財政・金融緩和を通じて景気下支えを強め、内需拡大に力点を置く方針を明示。今後は政策支援によりインフラ投資が加速、景気失速を回避できるとみられるが、不動産不況や米国の対中政策をめぐる不確実性が重石となり、消費・投資マインドの好転は見込みづらい。2025年の成長率は、3月の全人代で明らかになる財政支援規模や米国の対中政策次第ではあるが、前年比+4.2%と減速する見通し。

11月の主要指標は持ち直しペース鈍化を示唆

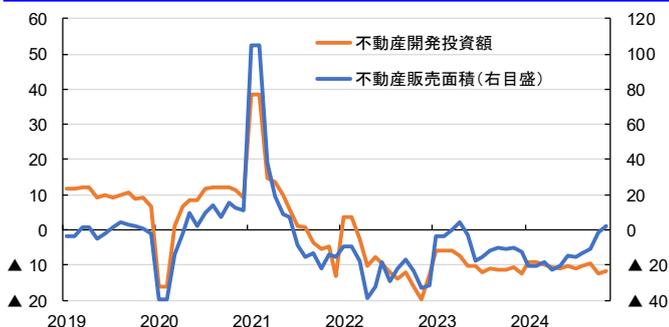
2024年11月の主要指標は、製造業PMIが2ヵ月連続で好不況の境目である50を上回り、工業生産が10月から小幅に伸びを高めたものの、消費（小売販売）・投資・輸出の伸びは10月から鈍化。いずれの指標も7~9月期よりは高い伸びを維持したものの、9・10月に見られた持ち直しのペースが鈍化。（詳細は後半の「主な指標の動き（2024年11月）」参照）。

消費や投資が7~9月期対比で持ち直している理由は、2024年末までの自動車・家電など耐久消費財の買い替え促進策を受けた駆け込み需要による一時的な押し上げであり、持続性に乏しい模様。

輸出については、米国の対中関税引き上げへの警戒から、米国および迂回輸出の拠点とされるASEAN向けを中心に駆け込み輸出が発生している可能性がある。他方、欧州向けの輸送機械（主に自動車）が7~9月期をピークに急減、輸出を下押しした。EUの中国製EVに対する追加関税賦課が影響した模様。

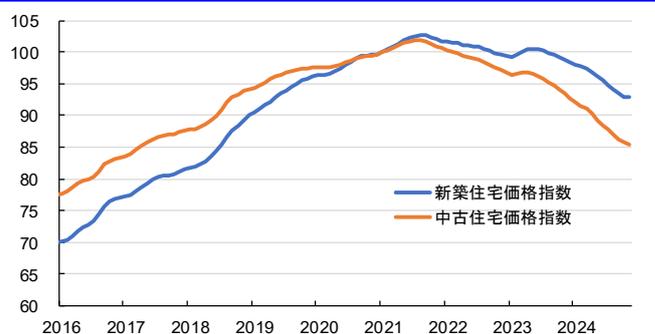
不動産についてみると、11月の不動産販売面積は前年同月比+2.5%（10月▲1.7%）と、2023年4月以来となるプラスの伸びを回復（下左図）。12月（1~19日）の30都市不動産販売面積（日次）も、前月比+8.1%、前年比+28.3%と1級都市（北京・上海・広州・深セン）を中心に改善に転じている。9月末に実施された2軒目住宅ローンの最低頭金比率・既存住宅ローン金利の引き下げや1級都市での購入制限緩和・撤廃¹などが改善に寄与したとみられる。住宅価格は下落が続いているものの（下右図）、

不動産開発投資額・販売面積（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

70都市住宅価格指数(2021年1月=100)



(出所) 中国国家统计局

¹ 不動産支援策については、9月27日付 Economic Monitor 「中国経済：景気減速受け金融緩和策発表も、5%成長に距離」 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2673/> 10月28日付 Economic Monitor 「中国経済：減速が続く中、財政・金融両面で景気支援策を強化」 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2698/> を参照。

新築（10 月前年同月比▲6.2%→11 月▲6.1%）、中古（▲8.9%→▲8.5%）ともにマイナス幅が縮小、やはり 1 級都市を中心に底打ちの兆しを示した。他方、不動産開発投資額（10 月▲12.4%→11 月▲11.5%）は依然として大幅減が継続。高債務を抱えるデベロッパーが未完成住宅の建設を進められていない模様。販売好転が投資好転につながり、不動産市場全体が底入れするには時間を要するとみられる。

中央経済工作会議で景気下支え強化の方針を明示

2024 年の実質 GDP 成長率は、「前年比+5%前後」の成長目標の下限にとどまった模様（前年比+4.8%と予想）。国家統計局も主要統計発表時の記者会見（12 月 16 日）で、「成長率目標は達成される見込み」と発言、5%をやや下回る成長でも許容するとみられる。

2024 年の中国経済を簡単に振り返ると、①不動産市場の低迷、②不動産価格下落に伴う逆資産効果や雇用・所得環境の悪化を受けた個人消費の停滞、③地方財政難や水害発生によるインフラ投資の遅れ、が下押し要因となり、夏場にかけて景気減速が続いた。他方、シリコンサイクルの好転や自動車輸出の大幅増に支えられた輸出や、先端製造業の投資強化など政策効果に支えられた製造業投資は比較的好調を維持した。景気減速を受けて、政府は財政・金融両面で景気支援策を強化。自動車・家電など耐久消費財の買い替え支援策により関連消費・生産が上向いたほか、先述の通り不動産支援策を背景に不動産販売にも改善がみられ、10~12 月期の景気は持ち直した模様。しかし、政策効果による押し上げが大きい上、不動産投資は大幅に落ち込んだままであり、景気が自律的に回復しているとの判断はできない。

2025 年は、不動産不況が続く中、米トランプ次期政権による対中追加関税など対中強硬策の悪影響にも直面することとなる。こうした内憂外患の状況にどう対応するのか、中国指導部は中央経済工作会議（12 月 11~12 日開催）で、2025 年の経済政策の方針を示した。

まず、現在の経済環境について、「外部環境の変化による悪影響が深刻化している」と言及。直接の指摘はないものの、トランプ次期政権による対中追加関税などの影響を懸念していることが示唆される。加えて、国内需要の不足、企業の経営難、雇用・所得環境の悪化といった課題も指摘された。

このような状況に対応するため、積極財政・金融緩和を通じて景気下支えを強める方針が明示された。財政政策の方向性については、2024 年の「積極的」から、2020 年のコロナ発生後の政策対応時に使われた「より積極的」へと表現が変わった。政策手段として、①財政赤字比率（対名目 GDP）の引き上げ、②国家重要戦略・重点分野の安全能力構築に関わる投資プロジェクト（中国語で「両重」）や、大規模設備の更新投資・消費財買い替え促進策（中国語で「両新」）などに使用される超長期特別国債の発行増、③インフラ投資の資金源となる地方政府専項債の発行増・利用範囲の拡大、などが挙げられた（②、③は財政赤字に含まれない）。

具体的な財政支援規模は 3 月の全人代（日本の国会に相当）で明らかとなるが、①は 2024 年の 3%から 2025 年は 4%、②は 1 兆元から 2 兆元程度、③は 3.9 兆元から 4.5 兆元程度に拡大との予想が多く、①~③合計で約 12 兆元（名目 GDP 比 8.8%）と 2024 年の約 9 兆元（6.8%）から拡大する見込みである。ただし、地方政府専項債が、在庫住宅の買い取りや地方政府隠れ債務解消などインフラ投資以外の用途にも活用されることなどから²、実際の景気刺激効果はヘッドラインの数字より小さくなるだろう。

² 地方政府専項債の在庫住宅買い取りへの活用は財政部記者会見（10 月 12 日）で、地方政府隠れ債務解消への活用は全人代常務委員会開催後の記者会見（11 月 8 日）で発表された。詳細は、10 月 28 日付 Economic Monitor「中国経済：減速が続く中、

金融政策に関しては、2024 年の「穏健（中立的）」から、世界金融危機への対応として金融緩和が行われていた 2009 年以來の表現である「適度に緩和的」へと変更された。2024 年は「穏健」としながらも、景気下振れへの対応のため、短期政策金利である 7 日物リバースレポ金利が 2 回（1.8%→1.7%→1.5%、計 0.3%Pt）、貸出金利の指標である 1 年物 LPR（最優遇貸出金利）が 2 回（3.45%→3.35%→3.1%、計 0.35%Pt）、預金準備率も 2 回（10.5%→10%→9.5%、計 1%Pt）引き下げられた（上図）。2025 年は、2024 年以上のペースで金融緩和が行われる見込み（利下げ 0.4~0.5%Pt、預金準備率引き下げ 1~1.5%Pt と予想）。

さらに、2025 年の 9 つの重要任務の筆頭に内需拡大を掲げ（右図）、かつ「特に個人消費の拡大に努める必要がある」と言及したことも注目される。2024 年の重要任務では、内需拡大が 2 番目に位置付けられていたが、米国の対中関税引き上げによる輸出下押しが考慮され、内需の優先度が高まった模様。具体策として、年金引き上げや医療保険における財政支援拡大、大規模

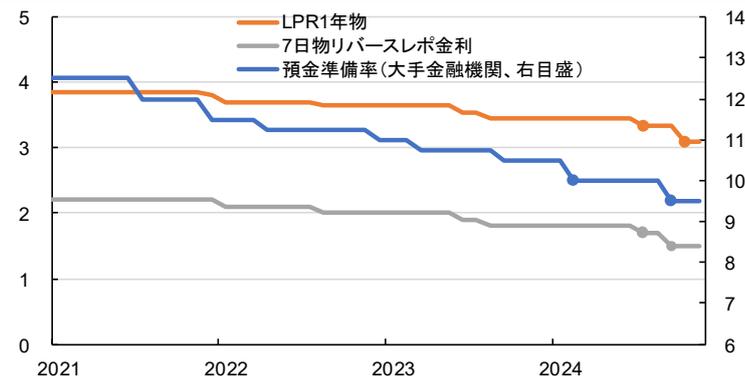
設備の更新投資・消費財買い替え促進策（両新）の拡充、サービス消費拡大、国家重要戦略・重点分野の安全能力構築に関わる投資プロジェクト（両重）への支援拡大、「冰雪経済（ウインタースポーツや観光など雪資源を活用した経済活動）」や「シルバー経済（高齢者向け製品・サービスに対応する経済活動）」の発展、などが挙げられた。

なお、不動産に関しては、重要任務の 5 点目「重点分野のリスクの効果的な防止・解消」で言及されたものの、新たな内容はなかった。これまで発表された不動産支援策の効果を見極めたいとの意図がうかがえる。全体的な方針としては「不動産市場の悪化に歯止めをかけ、回復を促進する」との 9 月 26 日の中央政治局会議で用いられた表現が維持された。具体策として、①「城中村」（都市部のスラム地区）や老朽化住宅の再開発、②新規不動産用地の供給抑制・土地ストックの活用・住宅在庫の削減、などが挙げられた。

2025 年は政策支援で景気失速回避も、4%台前半へ減速の見込み

以上を踏まえて 2025 年の景気を展望すると、高水準の住宅在庫やデベロッパーの資金繰り難を背景に不動産市場の調整が続き、それに伴い個人消費の低迷も続く見通しである。加えて、トランプ次期政権による対中関税の段階的な引き上げが予想されることから輸出が下振れる見込み。

LRP・リバースレポ金利・預金準備率の推移



(出所) 中国人民銀行

2025年の経済活動における重要任務

1	消費促進、投資効率の向上、全方位の内需拡大
2	技術革新による新質生産力の発展、現代化産業体系の構築
3	経済体制改革の主導的役割の発揮、代表的な改革措置の推進
4	ハイレベルの対外開放拡大、貿易・外資の安定
5	重点分野のリスクの効果的な防止・解消
6	新型都市化と農村振興の総合的な推進、都市・農村の融合発展の促進
7	地域戦略の実施強化、地域発展の活力増強
8	脱炭素・汚染対策・グリーン化・経済成長を協調して促進
9	民生の保障・改善の強化

(出所) 新華社

上述の政策支援により、インフラ投資は加速するとみられる一方、不動産市場の調整や米国の対中政策に関する不確実性が重石となり、家計の消費マインドや企業の投資意欲の好転は見込みにくい。消費財の買い替え促進策も 2024 年に実施済で、需要の先食いが生じているとみられるため、追加の効果は限定的と考えられる。他方、長引く消費低迷を受けて、買い替え促進策のみならず、貯蓄率低下につながる年金引き上げなどの社会保障の充実に踏み込んだ方針自体は、プラスに評価できよう。具体的な引き上げ幅などが不明なため、現時点でその効果を評価することは難しいが、都市の非就労者・農村住民を対象とする年金・医療保険の支給額は低水準に抑えられているため、小幅な引き上げにとどまれば消費押し上げは期待できないとみられる。

したがって、政策支援は景気失速回避には寄与するものの、下押し圧力を打ち消すだけの効果は見込めないだろう。2025 年の実質 GDP 成長率は、3 月の全人代（日本の国会に相当）で明らかになる財政支援規模やその内容、さらに米国の対中政策次第ではあるが、現時点では 11 月見通し同様、前年比 +4.2% への減速を予想する。

もともと、トランプ次期政権の対中政策は極めて不確実性が高く、上振れリスク（米中間で何らかのデールが成立し、米国の対中追加関税引き上げが撤回されるなど）、下振れリスク（米国が全対中輸入品に対する関税を大幅に引き上げるなど）の双方に目を配る必要があるだろう。

なお、2025 年の成長率目標については全人代を待つ必要があるが、2024 年同様「+5%前後」の目標を維持するとの見方が多い。ハードルの高い目標達成に向け、過剰投資が生じる懸念があることには注意が必要である。

主な指標の動き (2024年11月)

PMI (購買担当者指数)

11月の製造業 PMI は 50.3 と 10月 (50.1) から上昇、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2 ヶ月連続で上回った (右図)。

主な内訳を見ると、生産 (10月 52.0→11月 52.4) は 3 ヶ月連続で改善。国家統計局の説明によると、石油・石炭加工などは不調だったが、一般機械や自動車は生産・新規受注ともに好調。消費財買い替え支援策や設備更新支援策が支えとなった模様。

新規受注 (10月 50.0→11月 50.8) も 3 ヶ月連続で改善。内訳項目である新規輸出受注 (47.3→48.1) は 3 ヶ月ぶりに上昇に転じたものの 50 以下が継続、欧米との貿易摩擦による悪影響を示唆。

企業規模別では、大企業 (10月 51.5→11月 50.9) の景況感が 50 以上を維持するも改善が一服。他方、中規模企業 (49.4→50.0) は改善し 50 を回復、小規模企業 (47.5→49.1) は 50 以下が続くも大幅上昇。

11月の非製造業 PMI は 50.0 と 10月 (50.2) から小幅に低下。サービス業 (10月 50.1→11月 50.1) は先月から横ばい推移。他方、建設業 (50.4→49.7) は悪化、2020年2月以来の 50 以下に。不動産市場の調整が影響している模様。

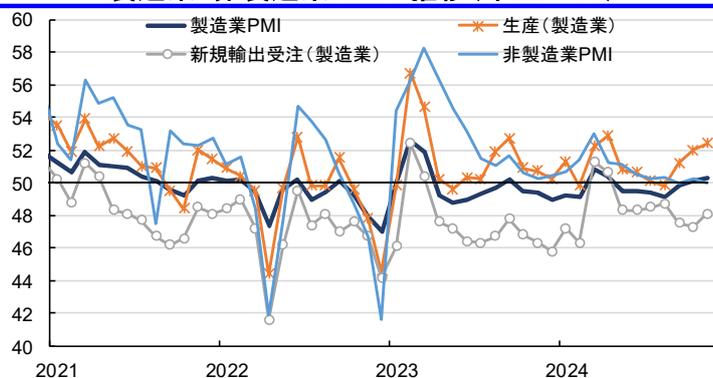
輸出 (通関統計、米ドルベース)

11月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +6.7% と、10月 (+12.7%) の高い伸びが一服。当社が公表実額値から試算した季節調整値でも、前月比 +0% と 10月 (+1.2%) から伸びが鈍化。ただし、10~11月平均では 7~9月期対比 +1.8% と増加。

主な仕向け地を見ると (右図)、ASEAN 向け (7~9月前期比 ▲4.6% → 10~11月³ +5.2%) が持ち直し、米国向け (▲0.4% → +0.8%) も小幅な増加に転じた。11月の米大統領選で当選したトランプ氏が掲げる対中関税引き上げを警戒し、米国および迂回輸出の拠点とされる ASEAN 向けに駆け込み輸出が発生した可能性がある。景気が堅調な日本向け (+2.3% → +4.3%) も増勢を強めた。他方、EU 向け (+0.5% → +0.0%) は増勢が鈍化、NIES (韓国・台湾・香港) 向け (+0.0% → ▲3.4%) は減少に転じた。

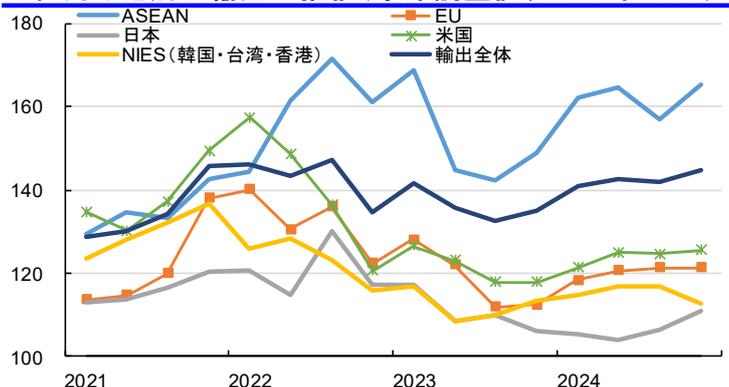
主な財別では、鉄鋼製品 (7~9月前期比 +6.1% → 10~11月 +7.5%) やアルミ・アルミ製品 (+7.0%

製造業・非製造業PMIの推移 (中立=50)



(出所) 中国国家統計局

仕向け地別の輸出の推移 (季節調整値、2019年=100)



(出所) 中国海関総署 (注) 当社試算の季節調整値。直近は10~11月。

³ 2024年7~9月期平均に対する2024年10~11月の輸出額の変化。他地域も同様。

→+10.1%)の大幅増が続いた。衣服(▲5.2%→+6.2%)や靴(▲5.1%→+2.3%)、プラスチック製品(▲4.5%→+3.1%)などの軽工業品も持ち直した。他方で、シリコンサイクルの改善を背景に好調だった集積回路(▲0.9%→▲1.9%)は4~6月期をピークに減少傾向で推移。年央まで大幅増が続いていた自動車(▲1.7%→▲7.1%)も減少ペースが加速、EUの中国製EVに対する追加関税賦課による下押しの可能性を示唆。携帯電話(+3.9%→+0.4%)も増勢が鈍化した。

社会消費品小売総額(小売販売)

11月の社会消費品小売総額(小売販売)は、前年同月比+3.0%と、10月(+4.8%)から伸びが鈍化(右図)。国家统计局公表の前月比も+0.16%と10月(+0.34%)から鈍化した。10月にみられた、ネット通販大手各社のセール(「独身の日」セール)の前倒し開催による押し上げという特殊要因が剥落。

内訳を見ると、物販(10月前年同月比+5.0%→11月+2.8%)は鈍化、他方で飲食サービス(+3.2%→+4.0%)は伸びを高めた。

物販を品目別に見ると、2024年末までとされる家電・自動車・住宅内装などの買い替え促進策を受け、駆け込み需要が発生した模様。小売販売の約3割を占める自動車(10月+3.7%→+11月+6.6%)が伸びを高め、家電(+39.2%→+22.2%)は先述の特殊要因剥落の影響で伸びが鈍化したものの、2桁台の高い伸びを維持した。家具(+7.4%→+10.5%)も伸びを高め、建材(▲5.8%→+2.9%)は2024年4月以来のプラスの伸びに転化。他方、特殊要因剥落の影響で、化粧品(+40.1%→▲26.4%)は大幅マイナスに転じ、スポーツ・娯楽用品(+26.7%→+3.5%)も伸びが大幅に鈍化。

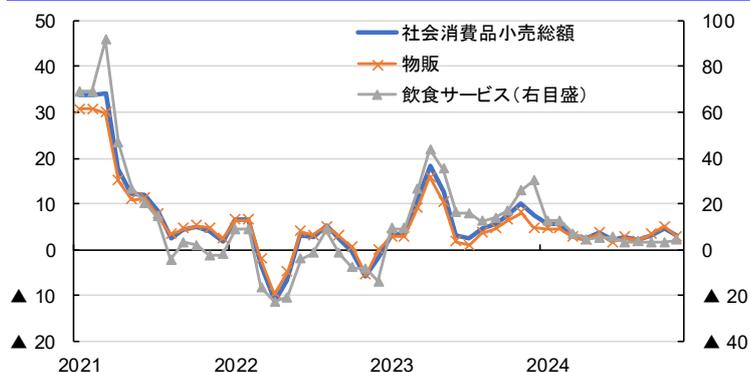
なお、中国汽车工业协会によると、11月の乗用車販売台数(輸出含む)は前年同月比+15.3%と10月(+10.7%)から伸びを高めた。うち、約8割を占める国内販売台数は前年同月比+17.5%(10月+10.7%)と加速。当社試算の季節調整値では前月比+7.4%と10月(+9.9%)から伸びが鈍化したが、高めの伸びが続いた。年率では2,647万台と2023年通年(2,193万台)を上回った。

固定資産投資(都市部)

11月の固定資産投資(設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部)は前年同月比+2.4%⁴と、10月(+3.4%)から鈍化(右図)。国家统计局公表の前月比は+0.1%と10月(▲0.16%)からプラスに転じたものの、低い伸びとなった。

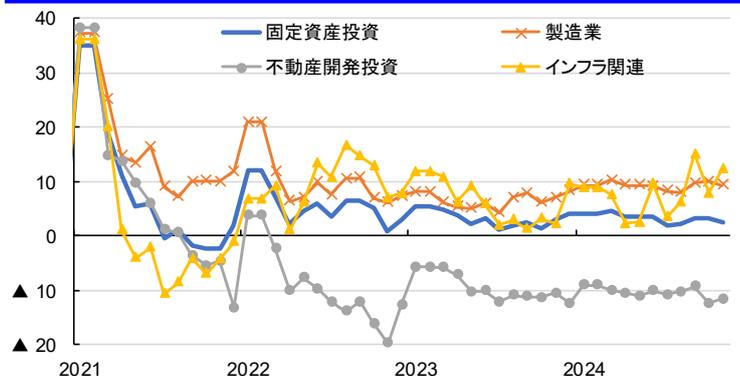
主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業(10月前年同月比+10.0%→11月+

社会消費品小売総額の推移(前年同期比、%)



(出所)中国国家统计局

固定資産投資の推移(前年同期比、%)



(出所)中国国家统计局

⁴ 当社試算の単月の前年同月比。

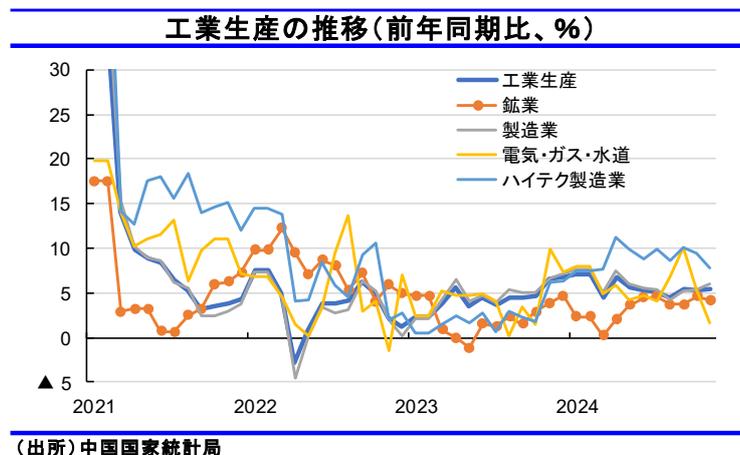
9.3%) は、投資全体より高い伸びを維持したものの、先月からやや減速。大規模設備の更新投資促進策を受けた設備・器具購入のための投資 (+14.3%→+13.6%) の伸びが鈍化。業種別の内訳をみると、販売が好転している自動車は 2 桁台の伸びを回復したが、鉄鋼や化学はマイナスの伸びとなり不振。電気機械も、太陽光発電など一部の新エネルギー製品の生産能力削減の方針を受け、6 ヶ月連続でマイナス。

他方、全体の約 2 割を占めるインフラ関連分野⁵ (10 月+7.8%→11 月+12.2%) は、水利や鉄道を中心に伸びを高めた。地方政府専項債の使用加速による、インフラ投資の進展を示唆。

不動産開発投資 (10 月▲12.4%→11 月▲11.5%) はマイナス幅が縮小したものの、大幅な落ち込みが続いた。当社試算の季節調整値を見ると、施工面積は小幅に改善したものの低水準、新規着工面積は減少が続き、竣工面積は大幅に落ち込んだ。予約販売済の未完成住宅の建設が進展していないことを示唆。

工業生産

11 月の工業生産 (実質工業付加価値生産額) は前年同月比+5.4%と 10 月 (+5.3%) から伸びを小幅に高めた (右図)。産業別にみると、製造業 (10 月前年同月比+5.4%→11 月+6.0%) が伸びを高めた。他方、鉱業 (+4.6%→+4.2%)、電気・ガス・水道 (+5.4%→+1.6%) は伸びが鈍化。国家統計局公表の前月比も+0.46%と 10 月 (+0.41%) から伸びを高めた。

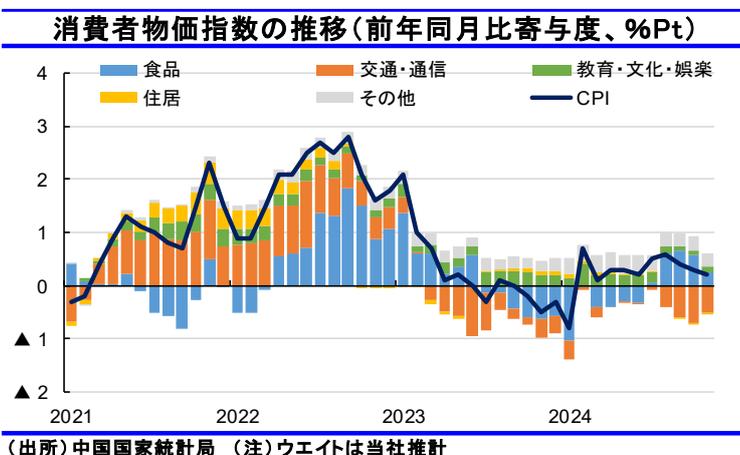


製造業を業種別にみると、販売が好転している自動車 (10 月前年同月比+6.2%→11 月+12.0%) が伸びを大幅に高め、鉄鋼 (+4.0%→+6.7%) もインフラ投資の進展を受けて 2 ヶ月連続で加速。他方、ハイテク製造業⁶ (+9.4%→+7.8%) は生産全体より高い伸びを維持したものの、2 ヶ月連続で伸びが鈍化。集積回路など通信・電子機器の輸出減速が生産を押し下げている可能性あり。不動産不況を受け、セメントやガラスなど非金属 (▲2.6%→▲2.3%) も 9 ヶ月連続でマイナスの伸びとなった。

消費者物価

11 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比+0.2% (10 月+0.3%) と 3 ヶ月連続で伸びが鈍化 (右図)。前月比でも▲0.6% (10 月▲0.3%) とマイナス幅が拡大。

CPI の前年比伸び鈍化の主因は、食品価格 (10 月前年同月比+2.9%→+11 月 1.0%) の伸び鈍化である。暖冬により農産物の生産が上向き、野菜価格 (+21.6%→+10.0%) の伸びが大幅に鈍化、豚肉価格 (+14.2%→



⁵ 鉄道輸送、道路輸送、水利・環境・公共施設管理、電気・ガス・水道の合計。

⁶ 医薬品、航空・宇宙機器、電子・通信機器、コンピュータ・事務機器、医療機器、計装機器、情報化学品製造業。

+13.7%)の伸びも鈍化した。他方、交通・通信(▲4.8%→▲3.6%)のマイナス幅が縮小。原油価格の下落ペース鈍化を受け、車両用燃料(▲10.5%→▲8.1%)のマイナス幅が縮小。

物価の基調を示すコア CPI(食品・エネルギーを除く総合)は、前年同月比+0.3%(10月+0.2%)と伸びが小幅に高まったものの低い伸びにとどまり、デシインフレ傾向を示唆。前月比では▲0.1%(10月+0.0%)とマイナスの伸びに転じた。自動車などの販売価格を示す交通機関(10月前年同月比▲5.3%→11月▲4.8%)や家電(▲3.3%→▲3.1%)など、耐久消費財の価格下落が継続。自動車・家電の販売好転は、買い替え促進策に加えて値下げによる販売促進にも支えられている模様。

生産者物価

11月の生産者物価指数(PPI)は前年同月比▲2.5%と10月(▲2.9%)からマイナス幅が縮小(右図)。前月比でも+0.1%(10月▲0.1%)と、6ヵ月ぶりにプラスの伸びに転化。

川上の生産財(10月前年同月比▲3.3%→11月▲2.9%)、川下の消費財(▲1.6%→▲1.4%)ともにマイナス幅が縮小。

生産財は、原油価格の下落ペース鈍化を受け、石油・天然ガス採掘(10月▲14.6%→11月▲12.5%)や石油・石炭加工(▲13.9%→▲11.6%)のマイナス幅が縮小。また、インフラ投資の進展などをうけて非金属(▲4.7%→▲3.4%)のマイナス幅が縮小。

消費財は、日用品(+0.1%→+0.2%)が伸びを小幅に高め、衣服(▲0.4%→▲0.3%)や食品(▲1.6%→▲1.5%)はマイナス幅が小幅に縮小。耐久財(▲3.1%→▲2.7%)はマイナス幅が縮小したものの、値下げ販売の影響で、他の消費財に比べると下落幅が大きい。

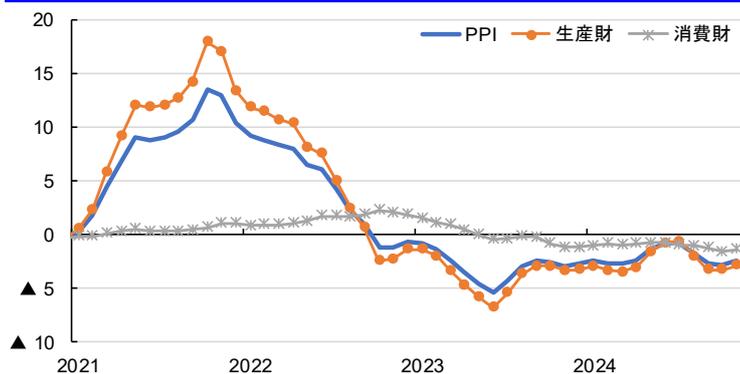
人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、元安傾向での推移が続いている(右図)。

元安進展の背景には、米中金利差の拡大がある。中国では、中央経済工作会議(12月12~13日)で2025年の金融緩和の度合いを強める方針が示されたことを受け、長期金利が大幅に低下。一方米国は、インフレ懸念や米FOMC(12月17~18日)で2025年の利下げに慎重な姿勢が示されたことから、長期金利が上昇。12月19日には1ドル=7.299元

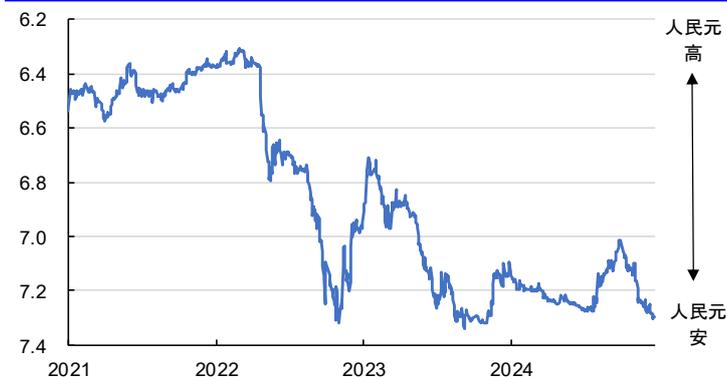
と2023年11月以来の元安水準を付けた。中国当局は、基準値の設定を前日終値対比で元高方向に設定し続けており、急激な元安進展の抑制を図っている模様。

生産者物価指数の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所) 中国外貨取引センター

今後、米国と中国がともに金融緩和を実施する見通しだが、中国の方が緩和に積極的とみられる上、米国の対中追加関税への懸念もあり、対ドル人民元レートは元安方向で推移する見通し。対中追加関税による輸出下振れが懸念される中、下支えのため、中国当局は緩やかな元安を容認するとみられる。