

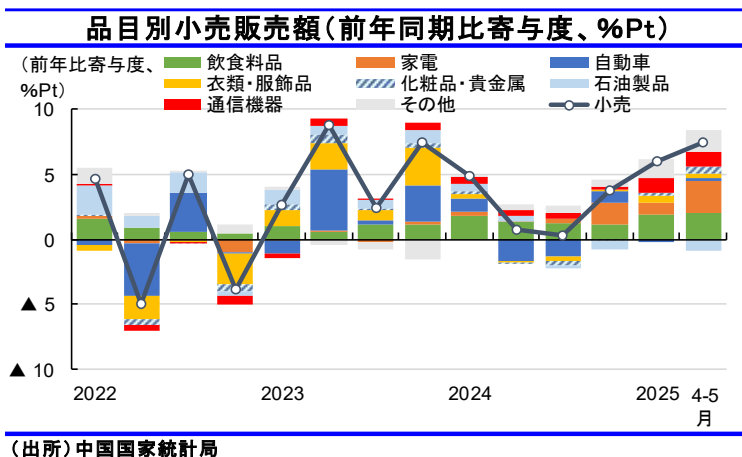
中国経済：政策効果で消費堅調も、関税の悪影響は顕在化

2025 年 5 月の主要指標は、消費財買い替え促進策やネット通販セールの前倒しを受け、家電を中心に消費が堅調。他方、対米輸出の大幅減が続く、投資や生産も減速するなど、トランプ関税による悪影響が顕在化。堅調な消費や ASEAN など新興国向け輸出の増加などにより、関税の悪影響は緩和されているものの、不動産市場は再び悪化傾向にあり、景気の実態が強いとは言いがたい。6 月上旬には 2 回目の米中閣僚級協議が実施され、今後は米中双方の輸出規制が徐々に緩和される見込み。輸出規制の緩和などを条件に、90 日間の交渉期限（8 月 12 日）後も現状の関税率が維持される可能性が高まっているが、不確実性は残存。

5 月の主要指標は消費が堅調も、輸出・投資は減速

5 月の主要指標は、家電などの消費財買い替え促進策や「618 商戦」とよばれるネット通販大手各社によるセールの開催時期の前倒しを受けて、消費（小売販売）が堅調だった。他方、対米輸出の大幅減が続く、それに伴い投資や生産も 2 ヶ月連続で減速するなど、トランプ関税による悪影響が顕在化。米中関税合意（5 月 12 日）を受け、5 月 14 日から対中追加関税が大幅に引き下げられたものの、出荷予約から実際の出荷までは数週間かかるとされるため、5 月中は輸出への下押し圧力が残存した模様。製造業 PMI は、米中関税合意を受けて輸出受注を中心に先月からは持ち直すも、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2 ヶ月連続で下回った（詳細は後半の「主な指標の動き（2025 年 5 月）」参照）。

堅調だった消費について品目別の内訳をみると（右図）、消費財買い替え促進策の対象である家電や通信機器（スマートフォンなど）が寄与を高めた。「618 商戦」での値引きも後押しとなった模様。ただし、買い替え促進策については、一部地域で第一弾（第 1・2 四半期向け）の補助金枠をすでに使い切ったため、一時的に補助金申請の受付を停止しているとの報道もある¹。今後、第 3・4 四半期向けの補助金が中央財政から各地方に交付されるとみられるが、調整期間にあたる 6 月は消費財買い替えの動きが鈍る可能性がある。



不動産市場をみると、悪化傾向が続いた。不動産開発投資額（4 月前年同月比▲11.3%→5 月▲12.0%）は 3 ヶ月連続でマイナス幅が拡大、不動産販売面積（▲2.1%→▲3.3%）も 2 ヶ月連続でマイナス幅が拡大（P.2 左図）。70 都市住宅価格指数は新築（4 月前年同月比▲4.5%→5 月▲4.1%）、中古（▲6.8%→▲6.3%）ともにマイナス幅が縮小も依然としてマイナス圏で推移。より実勢を反映する中古住宅価格を都市別にみると（P.2 右図）、1 級都市で 2 ヶ月連続下落となり（4 月前月比▲0.2%→5 月▲0.7%）、

¹ 「中国多地暫停“国补”申請 官媒：后续中央资金将分批下达」聯合早報、2025 年 6 月 19 日。「買い替え補助金打ち切る地域も、枠消化か」NNA、2025 年 6 月 10 日。中央政府は消費財買い替え支援策の財源として、3,000 億円の予算を充てており、そのうち 1,620 億元は第 1・2 四半期向けとして 1・4 月に各地方に交付された。残りの 1,380 億元が第 3・4 半期向けとして交付される見込み。

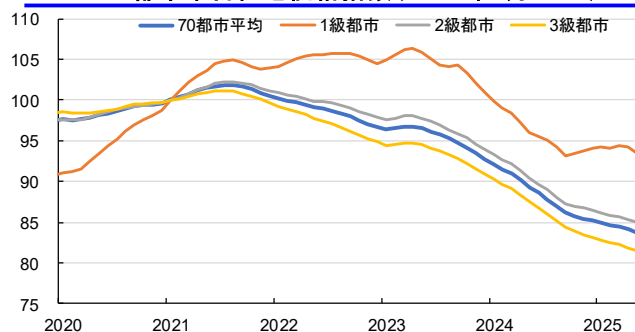
底入れの動きに陰りがみられたほか、2 級都市（▲0.4%→▲0.5%）、3 級都市（▲0.4%→▲0.5%）でも下落幅が拡大。1 級都市を中心に表れていた 2024 年 9 月末以降の支援策の効果が息切れしつつあること、また高水準の住宅在庫を背景とした不動産市場の調整圧力が依然として強いことを示唆。

不動産開発投資額・販売面積（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

70都市中古住宅価格指数（2021年1月=100）



（出所）中国国家统计局

（注）1級都市：北京、上海、広州、深センの4大都市。2級都市：杭州、成都など省都レベルの31都市。3級都市：唐山、温州など地級市レベルの35都市。

6 月の米中閣僚級協議は輸出規制が焦点に

米中両国は 5 月 12 日、お互いに課した追加関税の大幅引き下げなどで合意し、90 日間の協議を続けることとなった²。しかし、その合意に含まれていた輸出規制の履行状況などをめぐり、5 月末頃から再び双方が非難しあう展開となった。

米国側は、中国が一時停止または撤廃するとした非関税措置の一つであるレアアースの輸出規制³が、依然として緩和されていないと主張。レアアースとは、産出量が少なく抽出が難しいレアメタル（希少金属）の一種で、自動車や電子製品の高性能部品などの製造に不可欠な素材である。中国は、そのレアアースの供給に関して支配的な地位を有しており、世界生産シェアは約 7 割、精製シェアに至っては約 9 割を占めている。そのため今回の中国による輸出規制による悪影響は大きく、米国ではフォード・モーターが一部車種の生産を一時停止するに至った。米自動車業界団体もトランプ政権に書簡を送付し、レアアース輸出規制が米国の自動車生産に重大な支障をもたらすとの懸念を表明していた⁴。

これに対し中国側は、米国が合意成立後に複数の差別的措置を導入したと反論。その措置とは、①ファーウェイ（華為技術）製の AI 向け半導体に対する規制、②半導体設計ソフトウェアや航空機部品などの対中輸出規制、③中国人留学生に対するビザ規制強化、を指す。

①に関して、5 月 13 日に米国商務省産業安全保障局（BIS）が、ファーウェイの AI 向け半導体である「Ascend」チップは米国の輸出管理規則に違反して開発・製造された可能性があり、同製品の使用は輸出管理規則に違反する恐れがあるとの警告を発表した⁵。②については、米国政府からの公式発表はないものの、報道によると、半導体の電子設計自動化（EDA）ソフトを提供する米シノプシスなど主要企業

² 5 月の米中関税合意については、5 月 27 日付 Economic Monitor「中国経済：米中関税引き下げ合意成立も、不確実性は残存」を参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2886/>

³ 中国は 4 月 4 日、米国が課した相互関税への対抗措置として、レアアース 7 種（サマリウム、ガドリニウム、テルビウム、ジスプロシウム、ルテチウム、スカンジウム、イットリウム）の関連品目について、輸出時に中国政府への許可申請を義務付けた。

⁴ JETRO「米自動車業界団体、中国のレアアース輸出規制に強い危機感」ビジネス短信、2025 年 6 月 5 日。

⁵ US Department of Commerce Bureau of Industry and Security, “Guidance on Application of General Prohibition 10 (GP10) to People’s Republic of China (PRC) Advanced-Computing Integrated Circuits (ICs),” May 13, 2025.

に対し、BIS が中国への販売を停止するよう要求した⁶。また、航空機部品や化学品（エタン・ブタン製品）についても、対中輸出を規制したとの報道がある⁷。③については、5月28日にルビオ国務長官が、中国共産党と関係をもつ中国人留学生や、重要分野を研究する中国人留学生に対するビザを「積極的に取り消す」との方針を発表した⁸。

こうした米中関係のさらなる悪化に歯止めをかけるべく、6月5日に両国首脳が電話会談を実施し、6月9～10日には英ロンドンで2回目の米中閣僚級協議が開催された。協議の詳細は明らかになっていないものの、5月の合意を実行に移すための枠組み設置で一致した模様で、今後は米中双方の輸出規制が徐々に緩和されるものとみられる。

関税に関しては、協議後に米トランプ大統領やラトニック商務長官が対中関税の水準は今後変わらないと発言⁹。90日間の交渉期限（8月12日）後も現状の関税率（米国の対中追加関税30%、中国の対米追加関税10%）が維持されるとの見方が広がっている。24%の相互関税上乗せ分の適用を見送る条件として、双方の輸出規制の緩和に加え、2020年の米中経済・貿易協定での目標未達を理由に中国の対米輸入拡大が求められる可能性がある。

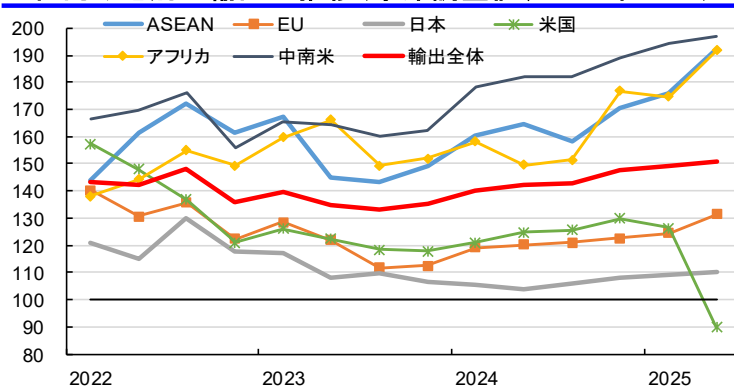
ただし、合意の履行状況によっては、上乗せ分が再適用されたり、交渉期限が90日以上に延長される可能性もあるため、引き続き楽観視はできない状況である。例えば、中国のレアアース輸出規制の緩和は6ヵ月程度の期限付きとの報道があり¹⁰、再び輸出規制を巡って緊張が高まりうる。また、中国との技術を巡る競争が続く中、米国が半導体など先端技術の輸出規制をどの程度緩められるのか、疑念が残る。

関税の悪影響を緩和する要因は存在も、持続性に疑問

中国の4～5月の経済指標は、対米輸出の大幅減に加え、輸出悪化を受けた工業生産の減速、不確実性の高まりによる製造業投資の減速など、トランプ関税による景気への悪影響を示唆する内容となった。同時に、その悪影響を緩和する要因として、①消費財買い替え策を受けた堅調な消費、②対米輸出減少を補うASEANなど新興国向け輸出の増加（右図）があることも示された。

こうした要因に加え、5月の米中関税合意を受けた駆け込み輸出が90日間交渉期限を迎える8月まで発生することを考慮すると、7月公表の4～6月期成長率は前年比+5%前後となる可能性が高まっている。これに伴って、当社の2025年通年の成長率見通しも前回見通し（+3.7%）¹¹からの上方修正を予定して

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4～5月。

⁶ 「トランプ政権、中国への半導体設計ソフト販売を制限へー関係者」 Bloomberg、2025年5月29日。「米シノプシス、新たな輸出規制受け中国での販売を停止＝社内メモ」ロイター、2025年5月30日。

⁷ 「米政府、中国国有航空機メーカーへのエンジン輸出停止＝NYT」ロイター、2025年5月29日、「中国向けエタン規制、米商務省が許可制に」化学工業日報、2025年6月3日。

⁸ US Department of State, “New Visa Policies Put America First, Not China,” May 28, 2025.

⁹ 「米、対中55%関税維持 中国との合意後も「変更なし」＝商務長官」ロイター、2025年6月12日。

¹⁰ “China Puts Six-Month Limit on Its Ease of Rare-Earth Export Licenses,” Wall Street Journal, June 11 2025.

¹¹ 2025年5月1日付 Economic Monitor 「中国経済：1～3月期は5%超え成長も、今後はトランプ関税を受け減速（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2857/>

いる（来月号で改定見通しを発表予定）。

ただし、先述の通り、関税をめぐる不確実性が残存しているほか、不動産市場は再び悪化傾向にあり、景気の実態が強いとは言い難い。足元の押し上げ要因についても、消費は政策効果に依存しており、ASEAN 向けを中心に増加している迂回輸出に対してはトランプ政権が問題視しているため、持続性には乏しいとみられる。当面は、米中貿易協議の行方とともに、7 月下旬開催とみられる中共中央政治局会議で示される政策判断に注目したい。

主な指標の動き (2025 年 5 月)

PMI (購買担当者指数)

5 月の製造業 PMI は 49.5 と 4 月 (49.0) から持ち直すも、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2 カ月連続で下回った (右図)。

主な内訳を見ると、新規受注 (4 月 49.2→5 月 49.8) は上昇したが、2 カ月連続で 50 以下となった。内訳項目の新規輸出受注 (44.7→47.5) は、米中関税合意成立を受けて持ち直すも依然として 50 を大きく下回った。国家統計局の説明によると、対米ビジネスに関わる一部企業は輸出入が改善していると回答。

受注の持ち直しをうけて、生産 (49.8→50.7) は 50 以上を回復した。国家統計局の説明によると、専用機械や鉄道・船舶・航空宇宙機器などが生産・新規受注ともに好調。他方、繊維品、化学繊維・ゴム・プラスチック製品、鉄鋼、非鉄金属など素材・軽工業は不調であった。

企業規模別では、大企業 (49.2→50.7) が 50 を上回り改善。他方、中規模企業 (48.8→47.5) は悪化、小規模企業 (48.7→49.3) は持ち直しも 50 以下にとどまった。

5 月の非製造業 PMI は 50.3 (4 月 50.4) と 50 以上を維持も、2 カ月連続で低下。サービス業 (50.1→50.2) は、労働節連休 (5 月 1 日～5 日) を受けて交通・宿泊・飲食などが好調。他方、建設業 (51.9→51.0) は 2 カ月連続で低下。大雨など悪天候によるインフラ投資の停滞を示唆。

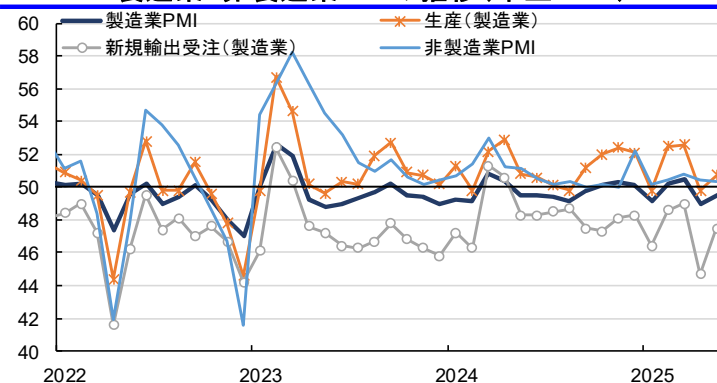
輸出 (通関統計、米ドルベース)

5 月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +4.8% と、4 月 (+8.1%) から伸びが鈍化。当社が公表実額値から試算した季節調整値では前月比 +0.8% と小幅増にとどまった。4～5 月平均では 1～3 月期対比 +1.2% となった。

主な仕向け地を見ると (右図)、トランプ関税を受けて米国向け (1～3 月期前期比 ▲2.5%→4～5 月¹² ▲29.1%) が大幅に減少。米中関税合意 (5 月 12 日) を受け、5 月 14 日から対中追加関税が大幅に引き下げられたものの、出

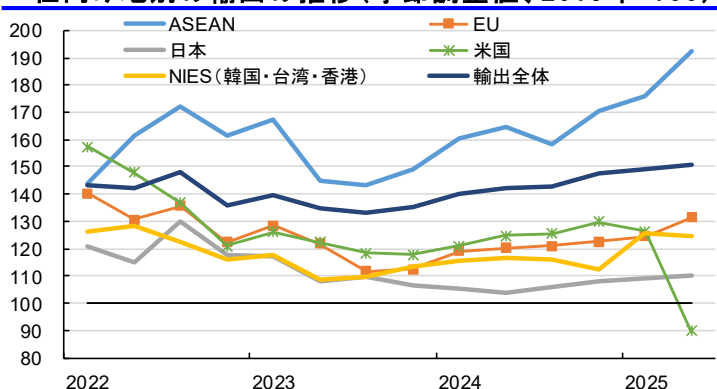
荷予約から実際の出荷までは数週間かかるため、関税引き下げを受けた駆け込み輸出の影響は 6 月以降に反映されるとみられる。他方で、ASEAN 向け (+3.2%→+9.2%) は増勢を強めた。米国による対中高関税を回避するための迂回輸出や、中国から ASEAN に移転した生産拠点向けの輸出が増えた可能性

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4～5月。

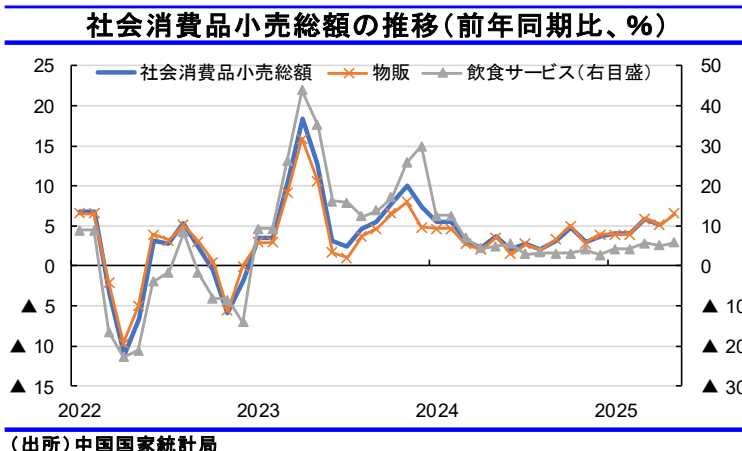
¹² 2025 年 1～3 月期平均に対する 4～5 月平均の輸出額の変化。他地域も同様。

を示唆。EU 向け（+1.5%→+5.7%）、日本向け（+0.6%→+1.3%）も増加。他方、1～3 月期に大幅に増加した NIES（韓国・台湾・香港）向け（+11.8%→▲1.0%）は減少に転じた。

主な財別では、携帯電話（1～3 月期前期比+0.6%→4～5 月▲12.0%）や PC・PC 部品（+0.4%→▲2.8%）など主要対米輸出品が減少。スマートフォンなど電子関連製品は相互関税の対象から除外（4 月 11 日～）されているものの、20%の追加関税は引き続き賦課されており、その悪影響は大きい模様。家具（▲4.5%→▲2.2%）、プラスチック製品（▲2.5%→▲0.7%）などの軽工業品も減少が続いた。他方で、集積回路（+10.3%→+9.8%）や自動車（+1.2%→+14.9%）は大幅に増加。集積回路はベトナム、自動車はフィリピン・マレーシア・インドネシアなど ASEAN 向けの輸出が大幅に増加。

社会消費品小売総額（小売販売）

5 月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+6.4%と 4 月（+5.1%）から伸びを高めた（右図）。国家统计局公表の前月比も+0.93%と 4 月（+0.46%）から加速。消費財買い替え支援策に加え、「618 商戦」とよばれるネット通販大手各社によるセールスの開催時期の前倒し（2024 年は 5 月 20 日～6 月 18 日、2025 年は 5 月 13 日～6 月 18 日）が押し上げに寄与。



内訳を見ると、物販（4 月前年同月比+5.1%→5 月+6.5%）、飲食サービス（+5.2%→+5.9%）ともに伸びを高めた。

物販を品目別に見ると、今年 1 月から拡充された消費財買い替え促進策と「618 商戦」の前倒しを受け、補助金支給対象である家電（4 月+38.8%→5 月+53.0%）やスマートフォンなど通信機器（+19.9%→+33.0%）が大幅に加速。他方、小売販売の約 3 割を占める自動車（+0.7%→+1.1%）は、補助金支給対象ではあるものの、低い伸びにとどまった。

なお、中国汽车工业协会によると、5 月の乗用車販売台数（輸出含む）は前年同月比+13.3%（4 月+11.0%）、うち約 8 割を占める国内販売台数は+12.3%と 4 月（+13.9%）から伸びが鈍化。当社試算の季節調整値でも 5 月は前月比▲2.2%と減少に転じた。年率では 2,449 万台と 2024 年通年（2,261 万台）を上回った。先述の小売販売額ベースの自動車販売が低調となった一方、台数ベースでは 2 桁台の伸びとなったことから、価格下落の影響が示唆される。

実際、自動車工业协会は 5 月 31 日、自動車大手 BYD を念頭に、「ある自動車メーカーが大幅な値下げ活動を開始し、多くの企業がそれに追随し、新たな『価格戦争』の懸念が高まっている」と指摘、競争原則の遵守などの提案を行った¹³。工業情報化部も、自動車業界の過当競争の是正を強化するとして、価格競争に対して必要な監督措置を講じるとした¹⁴。

¹³ 中国汽车工业协会「关于维护公平竞争秩序，促进行业健康发展的倡议」2025 年 5 月 31 日。JETRO「中国自動車工業会、自動車産業の過当競争を是正するための提案を発表」ビジネス短信、2025 年 6 月 9 日。

¹⁴ 「工信部：加大汽车行业“内卷式”竞争整治力度」人民日报、2025 年 5 月 31 日。

固定資産投資（都市部）

5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＋2.9%（4月＋3.6%）と2ヵ月連続で伸びが鈍化（右図）。国家統計局公表の前月比も＋0.05%と4月（＋0.48%）から鈍化。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業（4月前年同月比＋8.2%→5月＋7.8%）の伸びが鈍化。2024年から継続実施されている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（＋16.7%→＋14.8%）が高い伸びながら2ヵ月連続で鈍化。業種別の内訳をみると、通信・電子が目立って減速、電気機械もマイナス幅が拡大。関税をめぐる不確実性の高まりが影響した可能性がある。鉄鋼は、不動産市場の調整継続を受けて、2ヵ月連続で前年比マイナスとなった。他方、自動車や輸送機械（鉄道、船舶、航空宇宙）は2桁台の高い伸びを維持。

全体の約2割を占めるインフラ関連分野¹⁵（＋9.3%→＋8.9%）も、水利や公共施設を中心に2ヵ月連続で伸びが鈍化。インフラ投資の資金源となる地方政府专项債は、2024年よりも速いペースで発行されているものの¹⁶、中国各地での大雨など悪天候の影響により使用に遅れが出ている可能性がある。

不動産開発投資（▲11.3%→▲12.0%）は3ヵ月連続でマイナス幅が拡大。当社試算の季節調整値を見ると、竣工面積はやや上向いたものの、施工面積が大きく落ち込み、新規着工面積も低迷が続いた。

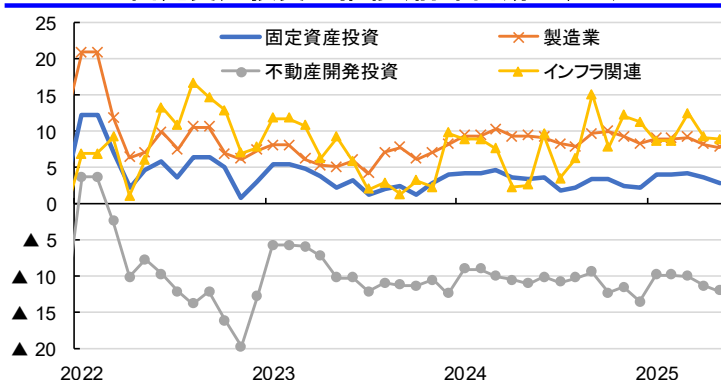
工業生産

5月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比＋5.8%（4月＋6.1%）と2ヵ月連続で伸びが鈍化（右図）。他方、国家統計局公表の前月比は＋0.61%と4月（＋0.22%）から伸びを高めた。

産業別にみると、製造業（4月前年同月比＋6.6%→5月＋6.2%）の伸びが鈍化。鉱業（＋5.7%→＋5.7%）は先月と同じ伸びを維持、電気・ガス・水道（＋2.1%→＋2.2%）は小幅に伸びを高めたものの低い伸びにとどまった。

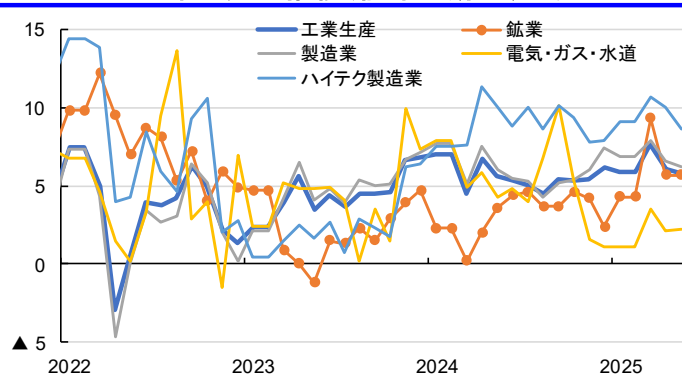
製造業を業種別にみると、通信・電子などハイテク製造業¹⁷（4月＋10.0%→5月＋8.6%）の伸びが鈍化。うち、携帯電話は2ヵ月連続で前年比マイナスが継続、トランプ関税を受けた輸出悪化の影響を示唆。衣服（▲3.3%→▲3.0%）や家具（▲7.1%→▲7.6%）など軽工業品にも、輸出悪化による悪影響が及ん

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

工業生産の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家统计局

¹⁵ 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。

¹⁶ 2025年1～5月の地方政府专项債発行額は1.6兆元と、通年発行枠4.4兆元の37%に達した（2024年1～5月の同比率は30%）。

¹⁷ 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。

でいる模様。不動産市場の調整継続を受けて、非金属（+0.4%→▲0.6%）や鉄鋼（+5.8%→+4.8%）も不調だった。

消費者物価指数

5月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比▲0.1%と4月（▲0.1%）と同じ伸びにとどまり、4ヵ月連続で前年比マイナスとなった（右図）。前月比は▲0.2%と4月（+0.1%）からマイナスに転じた。

物価下落の主因は、原油価格の下落である。車両用燃料（4月前年同月比▲10.2%→5月▲12.9%）のマイナス幅が拡大、交通・通信（▲3.9%→▲4.3%）を押し下げた。そのほか、食品（▲0.2%→▲0.4%）のマイナス幅も拡大。うち、豚肉（+5.0%→+3.1%）は伸びが鈍化、野菜（▲5.0%→▲8.3%）はマイナス幅が拡大。

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+0.6%と4月（+0.5%）から小幅に伸びを高めた。他方、前月比では+0.0%と4月（+0.2%）から伸びが鈍化。

生産者物価

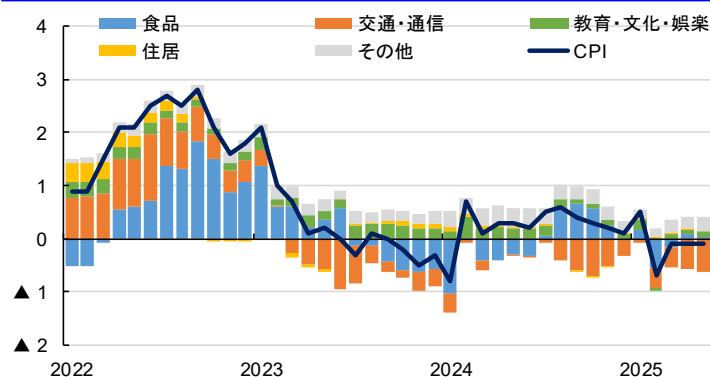
5月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲3.3%（4月▲2.7%）と3ヵ月連続でマイナス幅が拡大（右図）。前月比でも▲0.4%（4月▲0.4%）と6ヵ月連続でマイナスとなった。

川上の生産財（4月前年同月比▲3.1%→5月▲4.0%）はマイナス幅が拡大。他方、川下の消費財（▲1.6%→▲1.4%）はマイナス幅が小幅に縮小。

生産財は、原油価格の下落を受け、石油・天然ガス採掘（4月▲14.2%→5月▲17.3%）や石油・石炭加工（▲11.1%→▲14.7%）のマイナス幅が拡大。不動産投資の低調さを背景に、鉄鋼（▲8.6%→▲10.2%）や非金属（▲2.4%→▲2.7%）もマイナス幅が拡大。

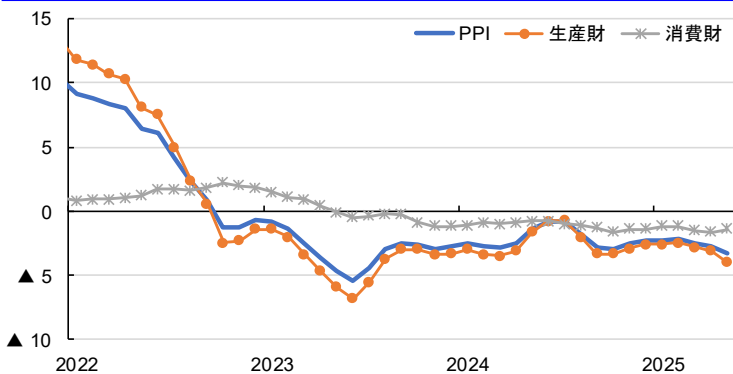
消費財は、食品（▲1.4%→▲1.4%）や日用品（+0.6%→+0.6%）は前月と同じ伸びにとどまったが、衣服（▲0.1%→+0.0%）はマイナスの伸びを脱し、耐久財（▲3.7%→▲3.3%）もマイナス幅が縮小。

消費者物価指数の推移（前年同月比寄与度、%Pt）



（出所）中国国家统计局（注）ウエイトは当社推計

生産者物価指数の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、4 月半ばから 5 月末にかけて急速に元高が進展した後、6 月入り後も緩やかな元高傾向で推移（右上図）。元高の背景には、世界的なドル安や、米中首脳電話会談・米中閣僚級会議の開催を受けた米中関係悪化懸念の後退などがある。6 月 24 日には 1 ドル＝7.178 元と、2024 年 11 月ぶりの高値を付けた。

他方で、主要 25 通貨に対する人民元の動きを示す CFETS 指数（名目実効為替相場に相当）は 2025 年初以来下落を続け、2020 年末以来の低水準に達していることには注意が必要である（右下図）。人民元の対米ドル上昇率が限定的であったため、世界的なドル安に伴って、ドル以外の主要通貨に対する人民元安が進行した模様。こうした実質的な元安を輸出の下支えに活用している可能性がある。

人民元相場の推移（元/米ドル）



（出所）中国外貨取引センター

CFETS指数の推移（2014年12月31日=100）



（出所）中国外貨取引センター