

中国経済：内需中心に景気減速の兆し、下振れリスク高まる

2025年7月の主要指標は、輸出が比較的堅調に推移したものの、内需の弱さが顕在化。消費は買い替え促進策の効果が薄れ、2ヵ月連続で減速。投資は不動産市場の悪化や製造業における過剰生産能力是正の動きなどを受け、前年比マイナスの伸びに転化。中国指導部は7月末の党中央政治局会議で、積極財政・金融緩和を継続するとし新たな景気対策を示さなかったが、景気下振れの場合には追加対策を打つ姿勢。足元では育児手当や消費者ローンの利子補給など消費支援に注力も、景気浮揚効果は限定的。今後は輸出や投資を中心に景気が減速する見通し。下振れリスクが高まる中、機動的な政策対応がなされるか要注視。

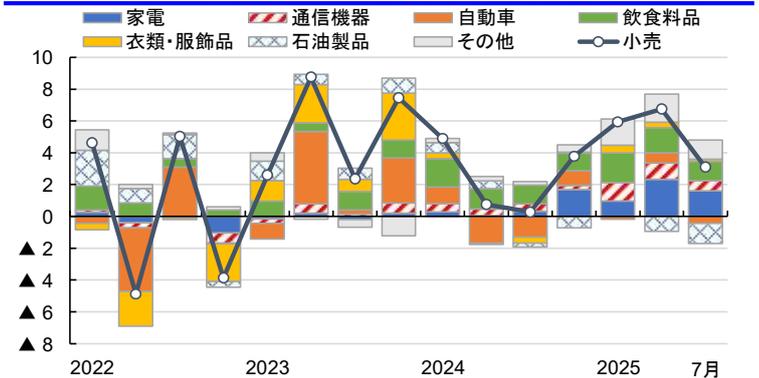
7月の主要指標は景気減速を示唆

7月の主要指標は、対米輸出の落ち込みを米国以外向けの輸出がカバーし輸出全体は比較的堅調に推移したものの、内需に弱さがみられた。消費（小売販売）は買い替え促進策の効果が薄れ、2ヵ月連続で伸びが鈍化。投資は、①不動産市場の悪化、②製造業における過剰生産能力是正の動き、③大雨など悪天候によるインフラ投資の低迷などを受け、前年比マイナスの伸びに転じた。製造業PMIも6月から悪化、景気拡大・縮小の分かれ目となる50を4ヵ月連続で下回った（詳細は後半の「主な指標の動き（2025年7月）参照」）。

消費について品目別の内訳をみると、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）の寄与が縮小、自動車はマイナスの伸びに転じた（右図）。主な理由として、買い替え促進策の第3四半期向けの補助金が7月末までに中央政府から各地方政府に交付されたものの、その金額が690億元と上半期分（合計1,620億元、四半期あたり810億元）より少なく、また一部地方では交付まで一時的に補助金申請を停止していたことがある。

不動産市場は一段と悪化した。不動産開発投資額（6月前年同月比▲12.9%→7月▲17.2%）は5ヵ月連続でマイナス幅が拡大、不動産販売面積（▲5.4%→▲8.0%）も4ヵ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（6月前年同月比▲3.7%→▲3.4%）、中古（▲6.1%→▲5.9%）ともにマイナス幅が小幅に縮小する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級都市では下落幅が拡大し4ヵ月連続で下落（6月前月比▲0.7%→7月▲1.0%）、2級都市（▲0.6%→▲0.5%）・3級都市（▲0.6%→▲0.5%）でも下落が続いた。1級都市を中心に表れていた2024年9月末以降の支援策が息切れしたこと、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大きいことを示唆。8月（1～26日）の主要30都市不動産販売（日次）をみても、前月比▲6.9%、前年比▲12.0%と低迷が続いた。

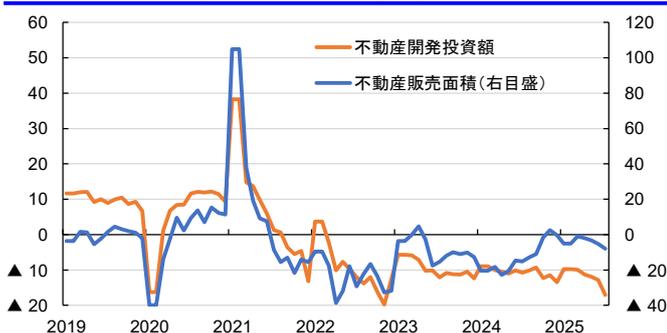
品目別小売販売額（前年同期比寄与度、%Pt）



(出所) 中国国家统计局

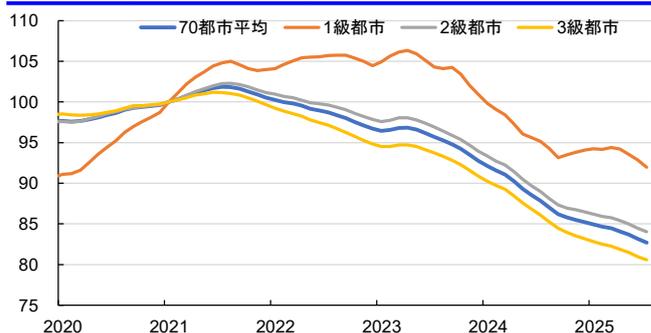
(注) 一定規模以上の企業による販売額。GPIで実質化。

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。

中国指導部は適時に景気対策を強化する姿勢、消費支援に注力

中国指導部は、年後半の経済政策を決定する中共中央政治局会議(7月30日)で、「主要経済指標は良好」としつつ「現在の中国経済は依然として多くのリスクと試練に直面している」との認識を示した。その上で、政策対応については「より積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策をしっかりと細やかに実施し、政策の効果を十分に発揮させる」と言及、政府債券の発行・使用の加速や金融緩和など既存の政策を継続するとした。新たな景気対策が示されなかった背景には、①前半に前年比+5.3%の高成長を達成しており「+5%前後」の成長率目標の達成が困難ではないこと、②7月末に実施された3回目の米中閣僚級会議を経て対米関税交渉の期限が11月10日まで再度延期されたこと、などがある模様。ただし「マクロ政策は引き続き力を発揮し、適時に強化する必要がある」とも言及、景気が下振れた場合には、インフラ投資の資金源である地方政府専項債の発行増など、追加対策が打たれる見込み。

足元では、①育児手当導入や幼稚園費用減免など育児費用の軽減、②消費者向けローンへの利子補給など、消費に焦点を当てた政策が発表されている。いずれの政策も大きな景気浮揚効果は期待しにくい、投資効率低下や米国との貿易摩擦に直面する中、中国指導部が消費拡大を重視していることを示唆。

①については、7月28日に全国規模で初となる育児手当の導入が発表され¹、8月末までに全地方政府で申請が開始される。2025年1月1日以降に生まれた子供(第1子~第3子)が満3歳になるまで、1人当たり年3,600元(約7万2,000円)、3年間の合計で1万800元(約21万6,000円)の補助金が支給される。また、2025年1月1日以前に生まれた現在満3歳未満の子供に対しても、支給対象となる期間分の補助金を支給。さらに、8月5日には、今年9月の新学期から、公立幼稚園に通う子供について、小学校入学前の1年間の教育費を無償にするとの政策も発表²。政府が認可した私立幼稚園についても、各地の公立幼稚園の免除額を基準に減額・免除を行う。

こうした育児支援強化の狙いは、教育コストの高騰などに直面する子育て世帯の経済的負担の軽減を図ることにある。ただし、今回の育児手当額は0~17歳までにかかるとされる養育費総額(53.8万元)のわずか2%に過ぎず³、更なる拡充が望まれる。

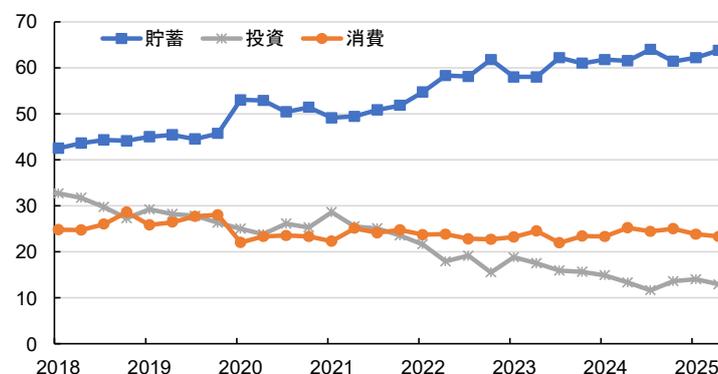
¹「中共中央办公厅 国务院办公厅印发《育儿补贴制度实施方案》」、2025年7月28日。中国では、これまでも一部の地方政府が独自に育児手当を支給していた全国で30余りの都市に限られていたほか、主な対象が第2子・第3子で第1子は対象外であったり手当が限定的なことが多いという問題があった。

²「国务院办公厅关于逐步推行 免费学前教育的意见」、2025年8月5日。

³養育費の推計は、育娲人口研究「中国生育成本報告2024版」(2024年2月)による。

②については、8月12日に財政部や中国人民銀行などが、今年9月から1年間、個人向け消費者ローンおよびサービス業事業者向け貸出について1%の利子補給を導入すると発表⁴。消費者ローンの対象は、(1)1件当たり5万元(100万円)以下の消費、(2)5万元以上の一部高額消費(乗用車、家具・住宅内装、電子製品、医療・介護・育児・教育・旅行などのサービス消費)で、利子補給額の上限は銀行1行あたり(1)は1,000元、(2)は3,000元。対象に自動車、家電、スマートフォンなど電子製品も含まれていることから、効果が通減しつつある消費財買い替え促進策を補う狙いもある模様。ただし、不動産不況が続き消費意欲が低迷している中(右図)、ローンを組んでまで消費を行おうとする人々は多くないと考えられ、効果は限定的とみられる。

貯蓄・投資・消費に関する家計アンケート調査(%)



(出所) 中国人民銀行

(注) 今月より「貯蓄を増やす」「投資を増やす」「消費を増やす」との回答割合。

今後は輸出や投資を中心に景気減速、下振れリスクへの警戒が必要

今後の景気は、①駆け込み輸出の剥落や迂回輸出の抑制を受けた輸出減速、②関税をめぐる不確実性の高まりや過剰生産能力税制による投資抑制、③不動産市場の低迷継続、により、輸出や投資を中心に減速する見通し。消費は引き続き政策支援が支えとなるものの、買い替え促進策の予算が年前半に比べて少ないことや、2024年の買い替え促進策の効果が9月頃から顕著となったため前年比でみると反動減がしやすいことを考慮すると、力強さを欠くだろう。2025年通年の成長率は、先月号⁵で示した通り、前年比+4.7%と予想する。

ただし、7月の主要指標からは、行き過ぎた過剰生産能力是正の動きによる投資落ち込みや、早期の補助金消化による消費落ち込み、といった下振れリスクの高まりが示唆される。先述の通り、当局は追加景気対策には様子見の姿勢を示しているが、景気が大きく押し下げられた場合に、2024年の夏場のように対応が後手に回ってしまう可能性は否定できない。今後、機動的な政策対応がなされるのか、注視が必要である。

⁴ 財政部、中国人民銀行、金融監督総局「個人消費贷款财政贴息政策实施方案」、2025年8月12日。

⁵ 2025年7月29日付 Economic Monitor「中国経済：4~6月期は5%超え成長も、年後半の景気は減速へ(改定見通し)」参照。

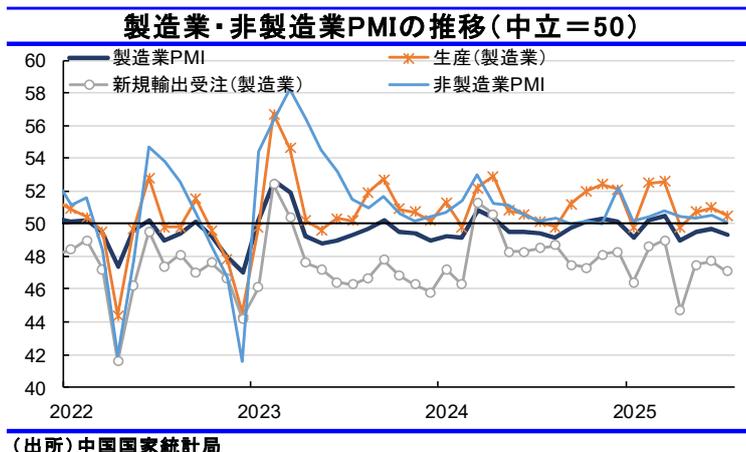
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2943/>

主な指標の動き (2025年7月)

PMI (購買担当者指数)

製造業 PMI は 5~6 月に持ち直しの動きがみられていたが、7 月は 49.3 と 6 月 (49.7) から悪化、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 4 ヶ月連続で下回った (右図)。

主な内訳を見ると、新規受注 (6 月 50.2→7 月 49.4) が悪化、再び 50 を下回った。内訳項目の新規輸出受注 (47.7→47.1) は 50 を大幅に下回って悪化、トランプ関税による悪影響を示唆。



生産 (51.0→50.5) は 50 を上回ったものの先月から低下。国家统计局の説明によると、航空宇宙や通信・電子機器などが生産・新規受注ともに好調だったが、化学や非金属など素材関連は不調であった。

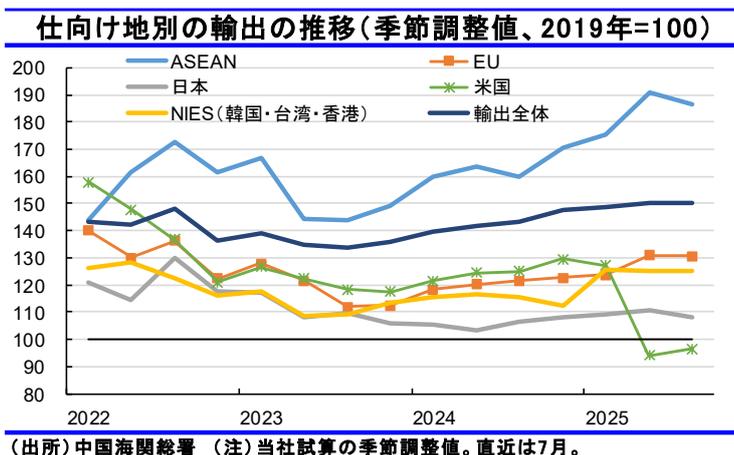
企業規模別では、大企業 (51.2→50.3) が 50 以上を維持したものの先月からは低下。中規模企業 (48.6→49.5) は持ち直すも 50 以下にとどまり、小規模企業 (47.3→46.4) は悪化が続いた。

7 月の非製造業 PMI は 50.1 と 6 月 (50.5) から低下。サービス業 (50.1→50.0) は夏季休暇を受けて交通や娯楽など旅行関連が好調だったが、不動産業などが不振で先月から小幅に低下。建設業 (52.8→50.6) は大雨などの悪影響により、大幅に低下。

輸出 (通関統計、米ドルベース)

7 月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +7.2% と、6 月 (+5.8%) から伸びを高めた。ただし、当社が公表実額値から試算した季節調整値では前月比 ▲0.4% と減少、4~6 月期対比でも ▲0.1% と小幅に減少した。

主な仕向け地を見ると (右図)、米国向け (4~6 月期前期比 ▲26.1%→7 月⁶+2.5%) が増加に転じた。5 月 14 日以降の対中追加関税の大幅引き下げを受け、駆け込み輸出が発生したとみられる。ただし、追加関税導入前の 2025 年



以前の水準を依然として大きく下回っている。関税引き下げ後でも対中追加関税は 30% と高く、対米輸出への下押しが生じている模様。2024 年 10~12 月期以降拡大が続いてきた ASEAN 向け (+8.7%→▲2.2%) は増勢が一服。EU 向け (+5.8%→▲0.2%)、日本向け (+1.6%→▲2.4%) も小幅減少に転じた。NIES (韓国・台湾・香港) 向け (▲0.5%→▲0.1%) は横ばい圏で推移。

主な財別では、携帯電話 (4~6 月期前期比 ▲13.3%→7 月 ▲0.3%) や PC・PC 部品 (▲4.8%→▲

⁶ 2025 年 4~6 月期平均に対する 2025 年 7 月の輸出額の変化。他地域も同様。

4.3%) など主要対米輸出品の減少が続いた。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。衣服(+0.0%→▲2.7%)や靴(+1.4%→▲4.7%)などの軽工業品も減少に転じた。他方、集積回路(+12.1%→+2.0%)や自動車(+16.2%→+4.1%)は増勢が鈍化したものの増加傾向で推移。集積回路はベトナム向けが多く、中国企業の生産拠点向けの輸出が主とみられる。自動車は欧州やASEAN向けの輸出が大幅増、国内での競争激化を受け余剰生産分の輸出が増えた可能性あり。

社会消費品小売総額(小売販売)

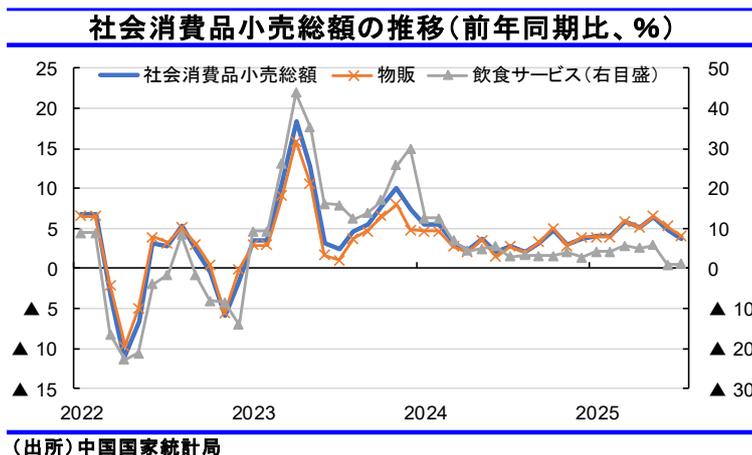
7月の社会消費品小売総額(小売販売)は前年同月比+3.7%(6月+4.8%)と2ヵ月連続で伸びが鈍化(右図)。国家统计局公表の前月比も▲0.14%(6月▲0.26%)と、2ヵ月連続でマイナスの伸びとなった。消費財買い替え支援策の効果が弱まりつつある模様。

内訳を見ると、物販(6月前年同月比+5.3%→7月+4.0%)の伸びが鈍化。飲食サービス(+0.9%→+1.1%)は小幅に伸びを高めたものの、先月に続いて低い伸びとなった。5

月中旬に改訂された公務員俸給令⁷を受けた会食自粛の動きが、引き続き影響したとみられる。

物販を品目別に見ると、買い替え促進策の対象となっている品目の消費が鈍った。家電(+32.4%→+28.7%)が高い伸びながらも2ヵ月連続で伸びが鈍化。スマートフォンなど通信機器(+13.9%→+14.9%)は先月から伸びを高めたものの、約+30%の伸びを示していた1~5月から比べると低い伸びとなった。小売販売の約3割を占める自動車(+4.6%→▲1.5%)もマイナスの伸びに転じた。背景には、買い替え促進策の第3四半期向けの補助金が、7月末までに中央政府から各地方政府に交付されたものの、その金額は690億元と上半期分(1,620億元、四半期あたり810億元)より少なく、また一部地方では交付まで一時的に補助金申請を停止していたことがある。さらに、自動車販売の落ち込みには、自動車ローンに対する規制強化⁸も影響した模様。

なお、中国汽车工业协会によると、7月の乗用車販売台数(輸出含む)は前年同月比+14.7%(6月+14.5%)、うち約8割を占める国内販売台数は+12.1%と6月(+12.3%)から小幅に鈍化。当社試算の季節調整値では7月は前月比▲0.9%となり、3ヵ月連続で減少となった。年率では2,364万台と2024年通年(2,261万台)を上回った。なお、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。



⁷「中共中央 国务院印发党政机关厉行节约反对浪费条例」新华社、2025年5月18日。

⁸「高金利・高還元」型とよばれる自動車ローンが規制された。銀行と自動車ディーラーが協力関係を結び、銀行が自動車ローン商品の販売のためディーラーに高額な販売奨励金を提供、ディーラーはそれを元手に自動車価格を引き下げて販売する仕組み。消費者にとっては、ローン購入の方が現金一括購入より割引率が高くなっていた。通常、期間5年のローンで、2年で完済すれば無利子といったプロモーションが多かったが、2年以内に早期返済する消費者が増えたため銀行の損失が拡大、問題視されるようになった。(参考:「中国、『高金利・高還元』型の自動車ローンを全面禁止」MobyInfo、2025年7月14日)

固定資産投資（都市部）

7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▲5.2%と6月（+0.5%）からマイナスの伸びに転じた（右図）。国家統計局公表の前月比も▲0.63%（6月+0.07%）とマイナスに転化。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業（6月前年同月比+5.1%→7月▲0.3%）の伸びがマイナスに転じた。これまで下支え要因となってきた、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

（+17.3%→+6.0%）が大幅に鈍化。業種別の内訳をみると、通信・電子や電気機械、化学、医薬などで大幅マイナスとなった。関税をめぐる不確実性が重石となったほか、中国指導部が「内巻」と呼ばれる企業間の過当競争を問題視し過剰生産能力是正の方針を打ち出したことから、設備投資が抑制されたとみられる。不動産市場の調整継続を受けて、鉄鋼や非鉄金属も大幅マイナスとなった。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⁹（+3.5%→▲3.4%）も、マイナスの伸びに転じた。うち、鉄道は堅調に推移したものの、道路、水利、公共施設はマイナスの伸びとなった。インフラ投資の資金源となる地方政府専項債が2024年よりも早いペースで発行されている一方¹⁰、インフラ投資が落ち込んでいる理由として、中国各地での大雨など悪天候の影響に加え、地方政府の隠れ債務返済や土地収用などインフラ投資以外の用途に地方政府専項債が多く使用されている可能性がある。

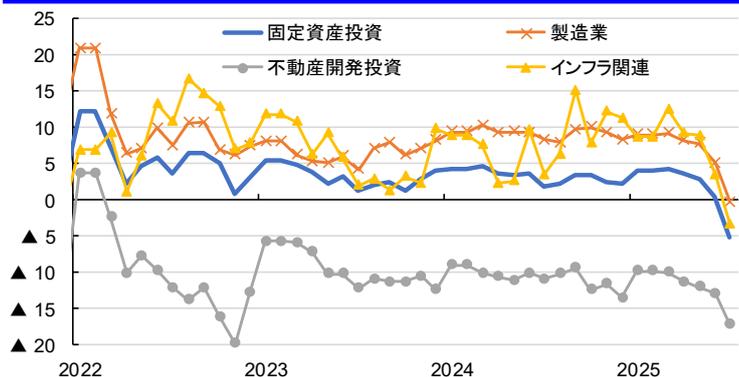
不動産開発投資（▲12.9%→▲17.2%）はマイナス幅が大幅に拡大。当社試算の季節調整値を見ても、新規着工・施工・竣工面積いずれも減少。

工業生産

7月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+5.7%と6月（+6.8%）から伸びが鈍化（右図）。国家統計局公表の前月比も+0.38%（6月+0.50%）も2ヵ月連続で伸びが鈍化。

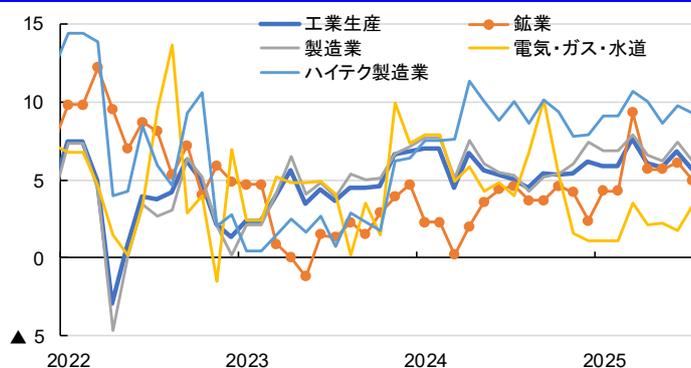
産業別にみると、製造業（6月前年同月比+7.4%→7月+6.2%）、鉱業（+6.1%→+5.0%）の伸びが鈍化。他方、電気・ガス・水道（+1.8%→+3.3%）は伸びを高めた。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家統計局

工業生産の推移（前年同期比、%）



(出所) 中国国家統計局

⁹ 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。

¹⁰ 2025年1~7月の地方政府専項債発行額は2.8兆元と、通年発行枠4.4兆元の63%に達した（2024年1~7月の同比率は46%）。

製造業を業種別にみると、通信・電子などハイテク製造業¹¹（+9.7%→+9.3%）の伸びが鈍化。産業用ロボットや集積回路などは2桁台の伸びを維持したものの、携帯電話やパソコンの伸びがマイナスとなった。衣服（▲1.7%→▲5.3%）や家具（▲5.4%→▲5.8%）など軽工業品もマイナス幅が拡大、対米輸出の減少が影響している模様。不動産市場の調整継続を受けて、非金属（▲0.1%→▲0.6%）も不調。

消費者物価指数

7月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.0%と、6月（+0.1%）から小幅に伸びが鈍化（右図）。前月比は+0.4%と6月（▲0.1%）からプラスの伸びに転じたが、夏季休暇を受けた旅行価格の上昇という季節要因によるところが大きい。

内訳を見ると、食品（6月前年同月比▲0.3%→7月▲1.6%）のマイナス幅が拡大。豚肉（▲8.5%→▲9.5%）や野菜（▲0.4%→▲7.6%）で下落が続いた。他方、交通・通信

（▲3.7%→▲3.1%）はマイナス幅が縮小。車両用燃料（▲10.8%→▲9.0%）の下押し圧力が弱まったほか、自動車などの販売価格を示す交通機関（▲2.8%→▲2.1%）も低価格競争是正の動きを受けてマイナス幅が縮小。そのほか、消費財買い替え策による需要の高まりを受けて、家電（+1.0%→+2.8%）が伸びを高めた。

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+0.8%と6月（+0.7%）から小幅に伸びを高めた。上述の家電や自動車価格の変動に加え、国家統計局によると、金製品・プラチナ製品の大幅な価格上昇がコアCPIを0.2%Pt押し上げた。コアCPIは前月比でも+0.4%と6月（+0.0%）から伸びを高めた。夏季休暇を受けた旅行価格（▲0.8%→+9.1%）上昇の影響が大きいとみられる。

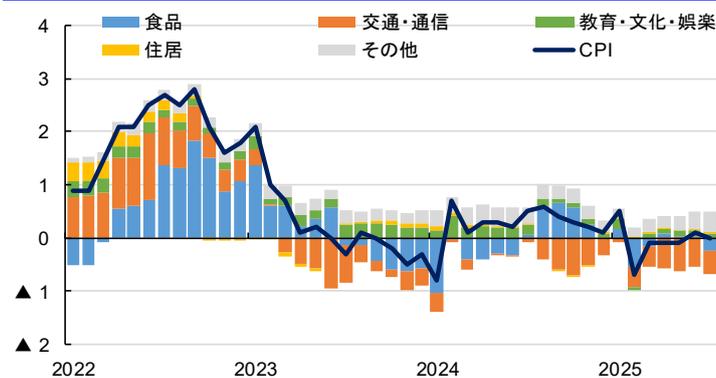
生産者物価

7月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲3.6%と6月（▲3.6%）と同じ伸びにとどまった（右図）。前月比では▲0.2%と6月（▲0.4%）から小幅にマイナス幅が縮小したものの、8ヵ月連続でマイナスとなった。

川上の生産財（6月前年同月比▲4.4%→7月▲4.3%）はマイナス幅が小幅に縮小。他方、川下の消費財（▲1.4%→▲1.6%）はマイナス幅が拡大。

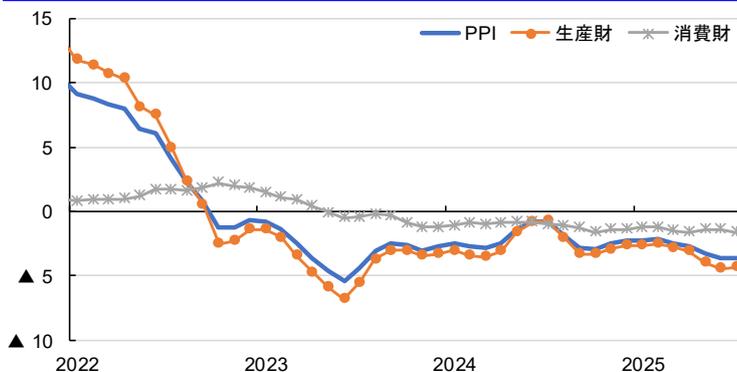
生産財は、原油価格の小幅上昇を受けて、石油・石炭加工（▲13.5%→▲12.8%）のマイナス幅が縮小。

消費者物価指数の推移(前年同月比寄与度、%Pt)



(出所) 中国国家統計局 (注) ウェイトは当社推計

生産者物価指数の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家統計局

¹¹ 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。

他方、不動産投資やインフラ投資の低調さを受けて、非金属（▲4.3%→▲5.0%）のマイナス幅が拡大。

消費財は、食品（▲2.0%→▲1.8%）のマイナス幅が縮小したものの、日用品（+0.8%→+0.6%）は伸びが鈍化、衣服（+0.1%→▲0.1%）や耐久財（▲2.7%→▲3.5%）はマイナスの伸びとなった。

人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、8月1日、前日発表の7月製造業PMIが悪化したことへの懸念から（P.5参照）、1ドル=7.211元と急落、5月下旬以来の安値を付けた。その後は持ち直し、概ね1ドル=7.18~7.19元台で推移したが、8月25日以降は7.15~7.16元台まで元高が進行（右図）。背景には、米FRBのパウエル議長によるジャクソンホール会議における発言（8月22日）を受けて9月FOMCでの利下げの可能性が高まったとの見方が広

まり米ドルが下落、それにより人民銀行が25日の人民元の対ドル基準値を大幅に引き上げたことがある。

