

中国経済：内需中心に景気減速も、政策対応は限定的

2025 年 8 月の主要指標は、輸出が横ばい圏での推移を保ったものの、7 月に続いて内需を中心とした景気減速を示唆。消費は買い替え促進策の効果一巡により 3 ヶ月連続で減速。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、前年比マイナス幅が拡大。米中関係については、第 4 回閣僚級協議にて TikTok の米国事業売却で合意。ただし、米国の対中半導体規制など多くの分野で対立が続いており、先行きは不透明。今後も景気減速が続く見通しだが、年前半に高成長を達成していることから、大型景気対策実施の可能性は低く、小幅な金融緩和などの調整にとどまる見込み。2025 年通年の成長率は+4.7%との予想を維持。

8 月の主要指標は景気減速を示唆

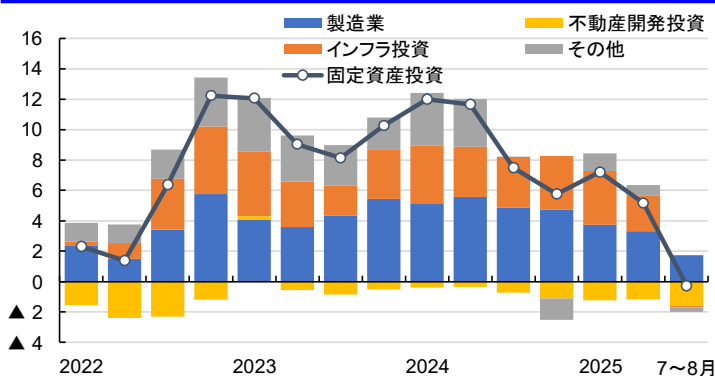
8 月の主要指標は、輸出が横ばい圏での推移を保ったものの、7 月に続いて内需を中心とした景気減速を示す内容だった。消費（小売販売）は買い替え促進策の効果が薄れ、3 ヶ月連続で前年比伸び率が鈍化。投資は前年比▲6.3%と 7 月からマイナス幅が拡大、コロナ直後の 2020 年 3 月以来の低い伸びとなった。製造業 PMI は 7 月から小幅に上昇したものの、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 5 ヶ月連続で下回った（詳細は後半の「主な指標の動き（2025 年 8 月）参照」）。

特に落ち込みが目立った投資についてみると、物価の影響を除いた実質前年比でも▲0.6%、7～8 月平均で▲0.3%と減少に転じた（右図）。内訳を見ると、不動産投資のマイナス幅が拡大した上、製造業投資やインフラ投資も伸びが大幅に鈍化した。製造業投資については、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。インフラ投資の落ち込み

には、大雨など悪天候のほか、地方財政難が影響している。インフラ投資の主な資金源である地方政府専項債が、地方政府の隠れ債務削減などインフラ投資以外の用途に多く使用されている模様¹。

不動産市場についてみると、不動産開発投資額（7 月前年同月比▲17.2%→8 月▲19.4%）は 6 ヶ月連続でマイナス幅が拡大、不動産販売面積（▲8.0%→▲10.3%）も 5 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（7 月前年同月比▲3.4%→▲3.0%）、中古（▲5.9%→▲5.5%）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 5 ヶ月連続で下落（7 月前月比▲1.0%→8 月▲1.0%）、2 級都

固定資産投資額（前年同期比寄与度、%Pt）



（出所）中国国家统计局
（注）PPI（建築材料）で実質化。

¹ 中国政府は 2024 年 11 月、今後 5 年で 10 兆元の地方政府の隠れ債務（地方政府傘下のプラットフォーム企業である地方政府融資平台などが抱える債務）を地方政府の公的債務に置き換える方針を発表。その一つの方策として、2024 年～2028 年の 5 年間、毎年の地方政府専項債の発行枠のうち 8,000 億元を債務解消に流用するとした。さらに、2025 年 3 月の全人代で、地方政府専項債による調達資金を、土地収用や売れ残り住宅の買い取り、地方政府の企業に対する未払金の支払いにも活用するとした。本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

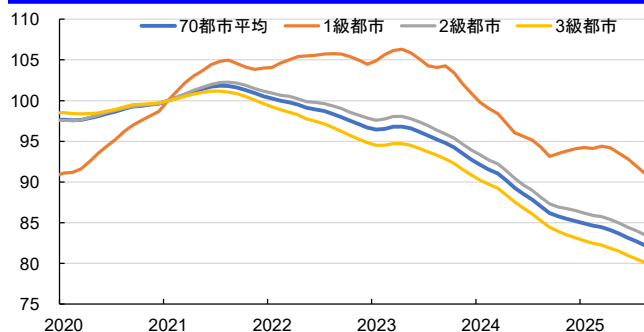
市（▲0.5%→▲0.6%）・3級都市（▲0.5%→▲0.5%）でも下落が続いた。1級都市を中心に表れていた2024年9月末以降の支援策が息切れしたこと、また高水準の住宅在庫を背景とした不動産市場の調整圧力が大きいことを示唆。

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。

米中はTikTok 米国事業売却で合意も多くの分野で対立継続、先行きは不透明

米中両国は9月14～15日、スペイン・マドリードにて第4回閣僚級協議を実施。9月19日には、6月5日以来となる首脳間の電話会談も行われた。両国は第3回閣僚級協議（7月28～29日）で関税交渉の期限を11月10日まで延期することで合意したが、今回の協議では中国企業バイトダンスが運営する動画共有アプリ TikTok の米国事業売却で合意した。背景には、米バイデン前政権下で、TikTok が中国資本下のまま米国内でサービスを続けることを禁じる TikTok 規制法が成立（2024年4月）、その後トランプ大統領が同法の執行開始を3度延期し、その期限が9月17日に迫っていたことがある。米国政府の発表によると、TikTok 米国事業はソフトウェア大手のオラクルを中心とする合弁会社が運営することとなり、バイトダンスの合弁会社への出資比率は20%未満となる²。

バイデン前政権時からの争点である TikTok 米国事業について、米中間でいったん合意が形成されたことはプラスに評価できよう。しかし、①米国の対中半導体規制、②中国のレアアース輸出規制、③中国のロシア産エネルギー購入、④フェンタニル問題、⑤中国造船業に対する米国の制限措置、など多くの分野で対立が続いており、先行きは不透明である。

このうち①については、足元で中国側が反発を強めている。9月13日には、中国商務部が米国の対中半導体規制に対する反差別調査を開始したと発表³。2022年以降の半導体・半導体製造装置などの対中輸出規制や、ファウウェイの AI 向け半導体である「Ascend」チップに対する使用制限などを問題視している。他方で、米国産のアナログ半導体に対する反ダンピング調査の実施⁴や、中国政府が国内企業に対し米エヌビディア製の AI 半導体の使用中止を要請したとの報道⁵など、米国の半導体業界に対して中国が

² The White House, “Fact Sheet: President Donald J. Trump Saves TikTok While Protecting National Security,” September 25, 2025.

³ 中国商務部「商务部公告 2025 年第 50 号 公布就美国对华集成电路领域相关措施发起反歧视立案调查」、2025 年 9 月 13 日。

⁴ 中国商務部「商务部公告 2025 年第 27 号 公布对原产于美国的进口相关模拟芯片发起反倾销立案调查」2025 年 9 月 13 日、JETRO「中国、米国の集積回路・IC チップに対する調査開始」2025 年 9 月 18 日。

⁵ 報道によると、中国当局が中国企業に対し、特に政府関連の用途で米エヌビディア製の中国市場向け AI 半導体「H20」の使用を控えるように要請（「中国、エヌビディア H20 製品使用控えるよう要求—企業向けに新指針」Bloomberg、2025 年 8 月 12 日）。また、中国当局がアリババやバイトダンスなどの企業に対し、エヌビディアの中国市場向け AI 半導体「RTX Pro 6000D」のテストと発注を停止するよう要請したとの報道も（“China bans tech companies from buying Nvidia’s AI chips,” September 17, 2025）。

圧力を強めるという新たな動きがみられることには注視が必要である。

今後の米中協議は、複数の外交日程に左右される展開となるだろう。具体的には、トランプ氏が首脳電話会談後に言及した、①韓国で開催される APEC 首脳会議（10 月 31 日～11 月 1 日）に合わせた対面での米中首脳会談、②2026 年初頭のトランプ氏の中国訪問、③「適切な時期」とされる習氏の米国訪問である。関税交渉については、中国による航空機や大豆などの対米輸入拡大が交渉材料となる可能性もある⁶。ただし、上述のように多くの分野で対立が続いていることを考慮すると、引き続き楽観視はできない状況である。

今後も景気減速が続くが、大型景気支援の可能性は低い

今後の景気は、①関税をめぐる不確実性や「反内巻」政策を受けた投資抑制、②不動産市場の低迷継続、③消費財買い替え支援策の効果逡減、④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、により、減速が続く見通し。7～8 月の主要指標を踏まえると、10 月 20 日発表の 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+4%台後半と+5%を下回る見込み。

ただし、このような景気減速の中でも、大規模な景気支援策が発表されるとの観測は高まっていない。その理由としては、年前半に前年比+5.3%の高成長を達成しているため、年後半に景気が幾分減速しても「+5%前後」の成長率目標の達成が困難ではないことが大きい。また、対米関係において、先述の通り課題は多く残るものの、関税合戦が一時休戦状態にあり 4 月に見られたような対立激化を回避できていることも影響しているだろう。政策対応の手段としては、小幅な金融緩和（政策金利・預金準備率の引き下げ）や、2026 年度分の地方政府専項債の前倒し発行によるインフラ投資支援、政策性銀行（政府系金融機関）によるインフラ・先端製造業投資支援などが考えられる。

以上を踏まえ、2025 年通年の成長率については、前年比+4.7%との見方を維持する⁷。10 月にかけては、景気支援策の動向に加え、10 月中開催とされる四中全会（第 20 期中央委員会第 4 回全体会議）において、第 15 次五カ年計画（2026～30 年）の骨子としてどのような中長期的な経済政策方針が示されるかにも注目したい。

⁶ 米国下院議員団が 6 年ぶりに訪中、中国指導部との会談において、米ボーイング社の航空機輸入契約に関して協議したとの報道あり（「米議員団、中国でボーイング機大型契約を協議 指導部と会談」ロイター、2025 年 9 月 23 日）。また、李成鋼国際貿易交渉代表が訪米、大豆の主要産地である米中西部の政財界関係者と面談したとの報道も（“China trade envoy meets US Midwest delegation as agriculture exports loom large in talks,” Reuters, September 23, 2025.）。

⁷ 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 8 月)

PMI (購買担当者指数)

8 月の製造業 PMI は 49.4 と 7 月 (49.3) から小幅に上昇したものの、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 5 カ月連続で下回った (右図)。

主な内訳を見ると、新規受注 (7 月 49.4→8 月 49.5) が小幅に上昇したものの、2 カ月連続で 50 を下回った。内訳項目の新規輸出受注 (47.1→47.2) は 50 を大幅に下回る推移が続き、トランプ関税による悪影響を示唆。

生産 (50.5→50.8) は 50 以上を維持し改善。国家統計局の説明によると、繊維品・衣類、木材加工・家具、化学などは不調であったが、通信・電子機器や医薬品などが生産・新規受注ともに好調だった。

企業規模別では、大企業 (50.3→50.8) が 50 以上を維持し改善。他方、中規模企業 (49.5→48.9) は悪化、小規模企業 (46.4→46.6) は小幅に上昇するも 50 以下の推移が続いた。

8 月の非製造業 PMI は 50.3 と 7 月 (50.1) から小幅に改善。サービス業 (50.0→50.5) は不動産業や小売が不振だったが、夏季休暇を受けて鉄道・航空が上向いたほか、株式市場の活況を受けて金融業が好調だった。建設業 (50.6→49.1) は大雨などの悪影響により大幅に低下、7 カ月ぶりに 50 を下回った。

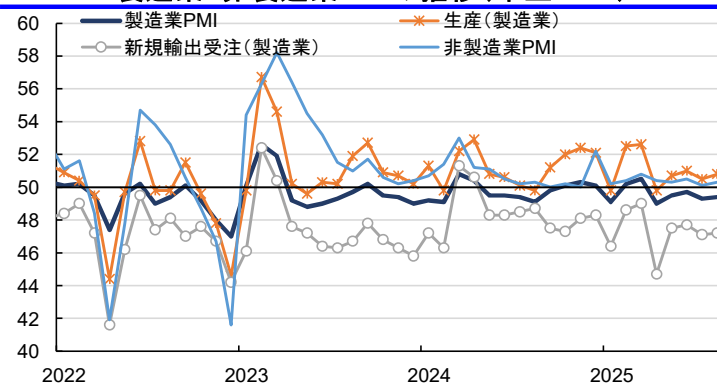
輸出 (通関統計、米ドルベース)

8 月の輸出額 (ドルベース) は前年同月比 +4.4% と、7 月 (+7.2%) から伸びが鈍化。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 +1.2% と小幅に増加。7~8 月平均でも 4~6 月期対比で +0.6% と小幅増。対米輸出の大幅減を米国以外向けの輸出で補う構図が続いている。

主な仕向け地を見ると (右図)、米国向け (4~6 月期前期比 ▲26.2%→7~8 月 ▲4.3%) の減少が続いた。7 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ものの、対中追加関税は 30% と高く、対米輸出を下押ししている模様。他方、ASEAN 向け (+9.1%→+0.7%)、EU 向け (+6.1%→+1.6%)、NIES (韓国・台湾・香港) 向け (+0.1%→+1.7%) は緩やかに増加。日本 (+1.9%→▲0.2%) は小幅減少に転じた。

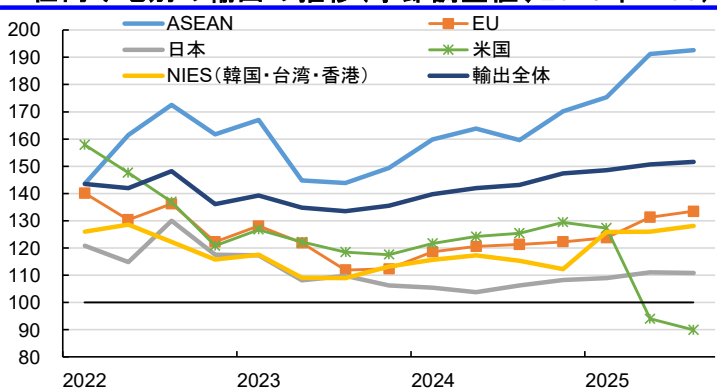
主な財別では、衣類 (4~6 月期前期比 ▲0.1%→7~8 月 ▲7.4%) や靴 (+0.4%→▲7.9%)、玩具 (+0.9%→▲12.2%) など軽工業品の減少が目立った。PC・PC 部品 (▲4.0%→▲1.4%) も減少が続いた。

製造業・非製造業 PMI の推移 (中立=50)



(出所) 中国国家统计局

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7~8月平均。

⁸ 2025 年 4~6 月期平均に対する 2025 年 7~8 月平均の輸出額の変化。他地域も同様。

携帯電話（▲12.9%→+1.3%）は小幅増に転じたものの、低水準にとどまった。他方、集積回路（+12.5%→+5.1%）や自動車（+15.6%→+2.7%）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 向けの輸出が多く、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）

8月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+3.4%（7月+3.7%）と3ヵ月連続で伸びが鈍化（右図）。国家统计局公表の前月比は+0.17%（7月▲0.14%）とプラスの伸びを回復したものの、低い伸びとなった。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（7月前年同月比+4.0%→8月+3.6%）の伸びが4ヵ月連続で鈍化。飲食サービス（+1.1%→+2.1%）は伸びを高めたものの、年前半に比べると低い伸びにとどまった。5月中旬に改訂された公務員俸約令⁹を受けた会食自粛の動きが、引き続き影響した模様。

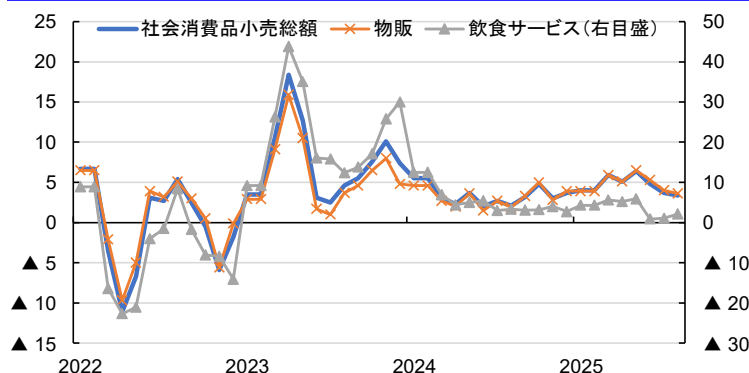
物販を品目別に見ると、買い替え促進策の対象となっている品目の消費が鈍った。家電（+28.7%→+14.3%）が高い伸びながらも3ヵ月連続で伸びが鈍化。スマートフォンなど通信機器（+14.9%→+7.3%）も伸びが鈍化。小売販売の約3割を占める自動車（▲1.5%→+0.8%）はかろうじてプラスの伸びを回復したものの、低い伸びにとどまった。背景には、買い替え促進策の第3四半期向けの補助金が、7月末までに中央政府から各地方政府に交付されたものの、その金額は690億元と上半期分（1,620億元、四半期あたり810億元）より少なく、政策による押し上げが弱まっていることがある。

なお、中国汽车工业协会によると、8月の乗用車販売台数（輸出含む）は前年同月比+16.5%（7月+14.7%）、うち約8割を占める国内販売台数は+15.1%と7月（+12.1%）から伸びを高めた。当社試算の季節調整値では8月は前月比+1.9%（7月▲0.7%）と小幅増に転じた。年率では2,419万台と2024年通年（2,261万台）を上回った。なお、前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桁台の伸びとなっており、価格下落の影響が示唆される。

固定資産投資（都市部）

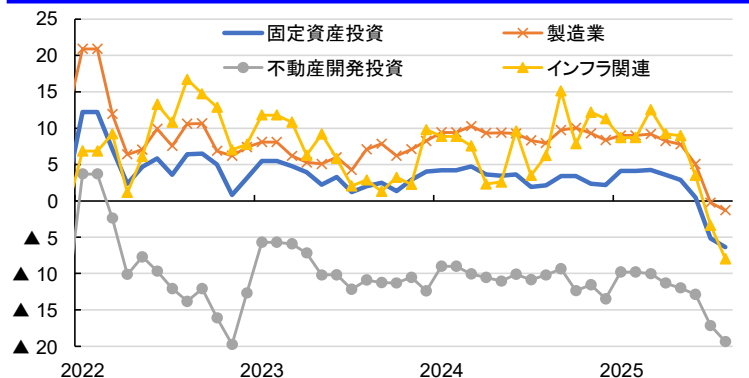
8月の固定資産投資（設備投資、公共投資、住宅投資の合計、都市部）は前年同月比▲6.3%と7月（▲5.2%）からマイナス幅が拡大（右図）。国家统计局公表の前月比も▲

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

⁹ 「中共中央 国务院印发党政机关厉行节约反对浪费条例」 新華社、2025年5月18日。

0.2%（7月▲0.5%）と3ヵ月連続でマイナスとなった。

主な内訳を見ると、全体の約3割を占める製造業（7月前年同月比▲0.3%→8月▲1.3%）はマイナス幅が拡大。業種別の内訳をみると、通信・電子や電気機械、専用機械、化学、医薬など幅広い業種で大幅マイナスとなり、自動車や輸送機械（鉄道、船舶、航空宇宙）も大幅に減速。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、非金属もマイナスの伸びとなった。

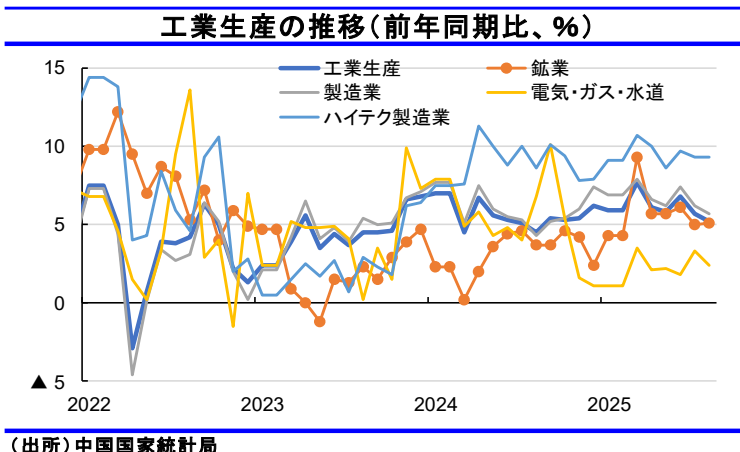
全体の約2割を占めるインフラ関連分野¹⁰（▲3.4%→▲8.0%）も、マイナス幅が大幅に拡大。鉄道・道路・水利・公共施設のいずれもマイナスの伸びとなった。インフラ投資の資金源となる地方政府专项債が2024年よりも速いペースで発行されている一方¹¹、インフラ投資が落ち込んでいるのは、中国各地での大雨など悪天候に加え、地方政府の隠れ債務削減や土地収用などインフラ投資以外の用途に地方政府专项債が多く使用されているためとみられる。

不動産開発投資（▲17.2%→▲19.4%）もマイナス幅が拡大。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

8月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+5.2%（7月+5.7%）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+0.37%（7月+0.38%）も3ヵ月連続で伸びが鈍化。

産業別にみると、製造業（7月前年同月比+6.2%→8月+5.7%）、電気・ガス・水道（+3.3%→+2.4%）の伸びが鈍化。他方、鉱業（+5.0%→+5.1%）は小幅に伸びを高めた。



製造業を業種別にみると、通信・電子などハイテク製造業¹²（+9.3%→+9.3%）が前月と同じ伸びにとどまった。医薬などは伸びを高めたが、産業用ロボットや集積回路などは伸びが鈍化、携帯電話やパソコンもマイナスの伸びとなった。衣類（▲5.3%→▲7.1%）や家具（▲5.8%→▲7.2%）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（▲0.6%→+0.5%）も低い伸びにとどまった。

消費者物価指数

8月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比▲0.4%（7月+0.0%）と3ヵ月ぶりにマイナスの伸びに転化（右図）。前月比も+0.0%と7月（+0.4%）から伸びが鈍化。

¹⁰ 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。

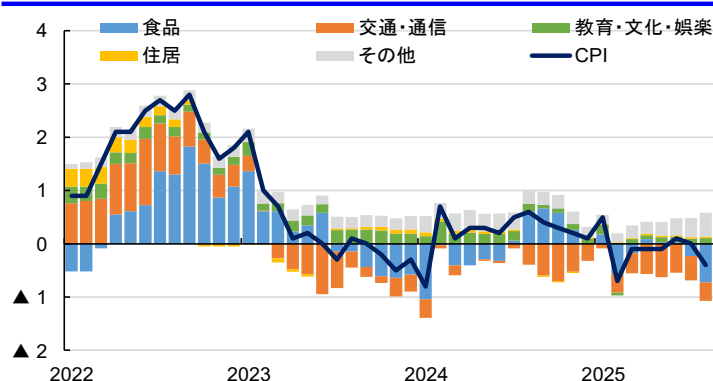
¹¹ 2025年1～8月の地方政府专项債発行額は3.2兆元と、通年発行枠4.4兆元の73%に達した（2024年1～8月の同比率は66%）。

¹² 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。

内訳を見ると、食品（7 月前年同月比▲1.6%→8 月▲4.3%）のマイナス幅が大幅に拡大。野菜価格（▲7.6%→▲15.2%）が前年同月に天候不順を受け高騰していたことの反動で押し下げられたほか、豚肉（▲9.5%→▲16.1%）も下落が続いた。

他方、交通・通信（▲3.1%→▲2.4%）は 3 ヶ月連続でマイナス幅が縮小。車両用燃料（▲9.0%→▲7.1%）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（▲2.1%→▲1.9%）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（+2.8%→+4.6%）が伸びを高めた。

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

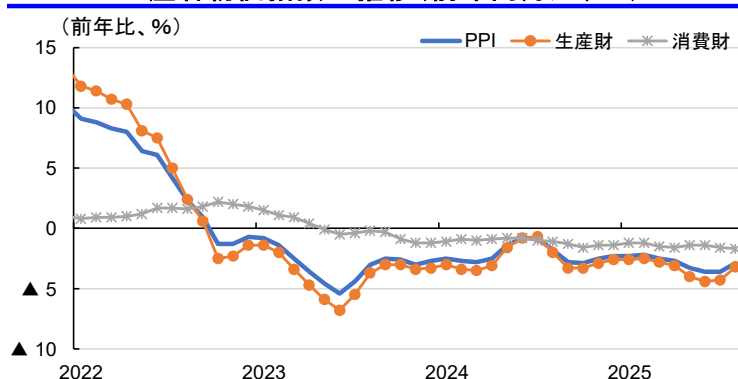
物価の基調を示すコア CPI（食品・エネルギーを除く総合）は、前年同月比+0.9%と 7 月（+0.8%）から小幅に伸びを高めた。上述の家電や自動車価格の変動に加え、国家统计局によると、金製品・プラチナ製品の大幅な価格上昇がコア CPI を+0.2%Pt 押し上げた。なお、コア CPI の前月比は+0.0%と 7 月（+0.4%）から鈍化。

生産者物価指数

8 月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲2.9%（7 月▲3.6%）と、6 ヶ月ぶりにマイナス幅が縮小（右図）。前月比でも+0.0%（7 月▲0.2%）と 9 カ月ぶりにマイナス圏を脱した。

川上の生産財（7 月前年同月比▲4.3%→8 月▲3.2%）はマイナス幅が縮小。他方、川下の消費財（▲1.6%→▲1.7%）はマイナス幅が小幅に拡大。

生産者物価指数の推移（前年同月比、%）



（出所）中国国家统计局

生産財は、過剰生産能力削減の動きを受けて、石炭採掘（▲23.0%→▲19.8%）、石油・石炭加工（▲12.8%→▲10.5%）、鉄鋼（▲10.0%→▲4.0%）などのマイナス幅が縮小。

消費財は、食品（▲1.8%→▲1.7%）は 2 ヶ月連続でマイナス幅が縮小、衣類（▲0.1%→+0.0%）もマイナス圏を脱したものの、日用品（+0.6%→+0.4%）は 2 ヶ月連続で伸びが鈍化、耐久財（▲3.5%→▲3.7%）はマイナス幅が拡大。

人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、8 月末以降、元高が一段と進展。9 月 17 日には 1 ドル＝7.106 元と 2024 年 11 月以来の高値を付けた（右図）。背景には、米中金利差の縮小がある。米国の長期金利は、9 月 FOMC（9 月 16～17 日）での利下げが確実視される中で低下。一方、中国では追加景気対策への期待などから一段の株高となり、それを受けた債券売りにより長期金利が上昇。

人民元相場の推移（元/米ドル）

(出所) 中国外貨取引センター