

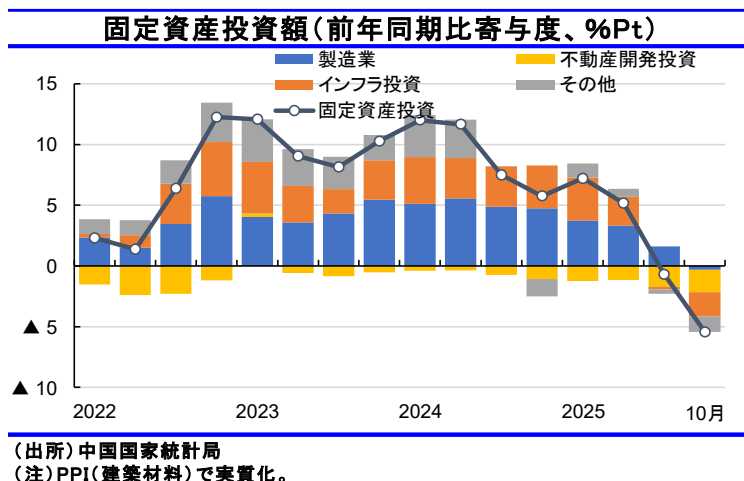
## 中国経済：内需・外需ともに悪化、景気減速が続く

2025年10月の主要指標は、内需・外需ともに悪化。消費は買い替え促進策の効果が薄れ、5ヵ月連続で減速。投資は不動産市場悪化や過剰生産能力削減の動き、地方財政難などを受け、3ヵ月連続でマイナス幅が拡大。11月以降、米中首脳会談での合意を踏まえ、対米追加関税の引き下げに加え、レアアース輸出規制など複数の対米対抗措置が緩和され、米中対立は一時休戦状態に。ただし、レアアース・レアメタル輸出規制などをめぐり米中間で認識の齟齬がみられ、対立の火種は残存。10～12月期以降も不動産市場低迷を主因に景気減速が続く見通し。12月開催の中央経済工作会议で、財政・金融政策を通じた景気下支え強化が示されるかどうか注目。

### 10月の主要指標は内需・外需ともに悪化

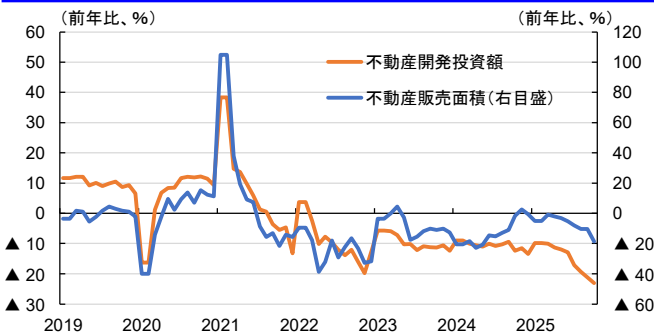
10月の主要指標は内需・外需ともに悪化した。消費（小売販売）は家電など消費財買い替え支援策の効果が薄れ、5ヵ月連続で前年比伸び率が鈍化。投資は3ヵ月連続でマイナス幅が拡大、コロナ直後の2020年1～2月以来の低い伸びとなった。これまで堅調に推移していた輸出も、1年半ぶりにマイナスの伸びに転化。対米輸出の減少が続く中、年前半まで大幅に増加していた米国以外向けの輸出が減速に転じた（詳細は後半の「主な指標の動き（2025年10月）」参照）。

特に落ち込みが目立った投資について詳しくみると、物価の影響を除いた実質前年比でも▲5.4%と7～9月期（▲0.7%）からマイナス幅が拡大（右図）。業種別の内訳をみると、不動産投資の低迷が続く中、製造業投資やインフラ投資もマイナスの伸びに転化。製造業投資については、関税をめぐり不確実性や不動産市場悪化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が、幅広い業種において設備投資の抑制につながった。インフラ投資も、主な担い手である地方政府の財政難を受けて落ち込みが続いた。



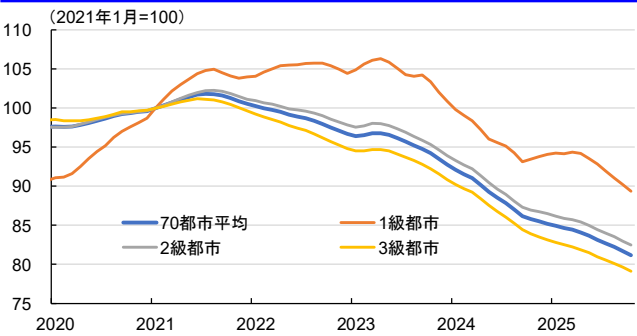
内需を大きく下押ししている不動産市場についてみると、不動産開発投資（9月前年同月比▲21.2%→10月▲23.1%）は8ヵ月連続、不動産販売面積（▲10.5%→▲18.7%）は7ヵ月連続でマイナス幅が拡大（P.2 上左図）。70都市住宅価格指数は、新築（9月前年同月比▲2.7%→10月▲2.6%）のマイナス幅が小幅に縮小した一方、中古（▲5.2%→▲5.4%）はマイナス幅が拡大。より実勢を反映する中古住宅価格を都市別にみると（P.2 上右図）、1級都市（9月前月比▲0.9%→10月▲1.0%）の下落ペースがやや加速し、2級都市（▲0.7%→▲0.6%）、3級都市（▲0.6%→▲0.7%）も下落が続いた。地方国有企業による売れ残り住宅の買い取り・保障性住宅（低所得者向け住宅）への転換、未完成住宅の建設・引き渡しの促進といった政策が続けられているものの進展が遅く、人々の住宅購入意欲は低迷している。

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。

# 多くの対米対抗措置は緩和も、米中対立の火種は残る

11月に入り、米中首脳会談（10月30日）での合意を踏まえ、米国産の大豆・小麦・綿花など農産品に対する対米追加関税（10～15%）が停止されたほか、複数の対米措置が緩和された（下図）。

今回、中国側が緩和した措置の多くは、米国が3月に合成麻薬フェンタニルの流入を理由に対中追加関税を10%引き上げた際（フェンタニル関税）、対抗措置として導入されたものである。首脳会談を経て、米国側がフェンタニル関税を10%引き下げたことへの対応とみられる。そのほか、10月以降に対立が激化した際に打ち出された、レアアースの輸出規制や米国船舶に対する特別料金徴収などの対抗措置も、来年11月10日まで暫定停止とされた。さらに、2024年12月に導入されたレアメタルなどの対米輸出規制の暫定停止、フェンタニルの原材料に対する新たな輸出規制導入は、米国側の要請に応えたものであろう。

ただし、レアアース・レアメタルなどの輸出規制に関する合意内容について、米中間に認識の違いがあることは問題である。中国側は一部の規制（2025年10月9日発表のレアアース輸出規制、2024年12月発表のレアメタルなどの対米輸出規制）を1年間の暫定停止としている一方、米国側は「中国が、レアアース・ガリウム・ゲルマニウム・アンチモン・黒鉛の輸出に有効な一般輸出ライセンスを発行する。この輸出ライセンスは、中国が2023年以降に課した管理措置が事実上撤廃されることを意味する」としている<sup>1</sup>。今後、中国側から追加的な政策が発表される可能性もあるが、現時点では米中の認識の齟齬による

米中首脳会談（10/30）後の対米措置

| 日付     | 内容                                                                             | 停止・撤廃対象の規制発表時期          |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|
| 11月5日  | 米国産の大豆・小麦・綿花などに対する10～15%の追加関税を11月10日から停止                                       | 3月4日                    |
|        | 米国の相互関税に対する報復関税（34%）のうち、24%の適用を11月10日から1年暫定停止、10%は賦課継続                         | 4月4日                    |
|        | 「信頼できないエンティティリスト」「輸出管理コントロールリスト」への一部米企業の掲載を11月10日から停止、または停止を1年間延長              | 3月4日、4月4日               |
|        | 米国産光ファイバーに対する反規制回避措置を停止                                                        | 3月4日から調査実施<br>9月3日に措置発表 |
| 11月7日  | 一部のレアアース輸出規制を2026年11月10日まで暫定停止                                                 | 10月9日                   |
| 11月9日  | レアメタルなどの対米輸出規制（ガリウム・ゲルマニウム・アンチモン・超硬材料の関連品目の対米輸出禁止、黒鉛の輸出審査強化）を2026年11月27日まで暫定停止 | 2024年12月3日              |
| 11月10日 | 米国産原木と米企業3社からの大豆の輸入停止措置を撤廃                                                     | 3月4日                    |
|        | 米国船舶に対する特別料金徴収、米国の対中措置が海運・造船業に与える影響の調査を2026年11月10日まで暫定停止                       | 10月10日                  |
|        | フェンタニルの原材料となる13の化学物質の輸出規制を発表（米国・カナダ・メキシコへの輸出に際し新たな輸出許可取得を要請）                   | -                       |

（出所）JETRO、中国商務部、各種報道

<sup>1</sup> White House, “Fact Sheet: President Donald J. Trump Strikes Deal on Economic and Trade Relations with China,” November 1, 2025.

対立再燃リスクに注意が必要である。

そのほか、今後の米国産大豆の購入規模<sup>2</sup>について米国側は言及したものの中国側は言及していないこと、中国のロシア産の原油購入をめぐる二次制裁について米中ともに言及していないこと、なども注目される。米中貿易戦争はいったん休戦状態に入ったものの、対立の火種は残っており、依然として先行き不透明性は残存している。

### 景気減速が続く見通し、2026 年の経済政策方針に注目集まる

10 月の主要指標を踏まえると、10～12 月期も景気減速が続くと考えられる。2025 年通年では前年比＋4.8%との予想を維持する<sup>3</sup>。「5%前後」の成長目標の下限には到達するとみられるが、2024 年（＋5.0%）からは小幅に減速する見込みである。

2026 年も、不動産の調整継続が内需を下押しし、前年比＋4.0%と減速する見通しである。輸出については、米中貿易戦争の一時休戦を受けて対米輸出は底入れに向かうとみられるものの、トランプ関税への懸念を受けた駆け込み輸出で押し上げられた 2025 年からは増勢が鈍化する見込み。

2026 年の景気を展望するにあたっては、2025 年 12 月中に開催予定の中央経済工作会議で示される、2026 年の経済政策方針を確認する必要がある。通常、同会議では、成長率目標（2026 年 3 月全人代で公表予定）への言及はないが、経済政策方針に関する表現から一定の示唆が得られよう。現時点では、2026 年も「前年比＋5%前後」の成長目標を維持するとの予想が多く<sup>4</sup>、経済成長重視の姿勢を示す文面になるかどうか注目である。

自律的な回復力が弱い中で、ハードルの高い「5%前後」の成長目標を掲げる場合、財政・金融政策を通じた景気下支えの強化が必要となる。特に、2024 年の中央経済工作会議でも示された、財政赤字比率（対名目 GDP）の引き上げ、超長期特別国債の発行、インフラ投資の資金源となる地方政府专项債の発行増といった具体的な財政拡大策に言及があるかどうか、注目したい。

<sup>2</sup> 脚注 1 の米国政府発表は、「2025 年 11～12 月に少なくとも 1,200 万トン購入、2026～2028 年の各年に少なくとも 2,500 万トン購入」との数値目標に言及。2,500 万トンは、2024 年の中国の米国産大豆の輸入量（約 2,700 万トン）とほぼ同水準。

<sup>3</sup> 2025 年、2026 年の予測値については、2025 年 11 月 7 日付 Economic Monitor「中国経済：景気減速の中、新五カ年計画発表（改定見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/3036/>

<sup>4</sup> なお、中国指導部は第 15 次五カ年計画の草案で、今後 5 年間の成長目標について言及を避けたものの、中国共産党員向けに出版された草案の解説書（「党的二十届四中全会〈建議〉学習輔導百問」学習出版社、2025 年 10 月）では、今後 10 年で年平均＋4.17%の実質成長率が必要と言及。1 人当たり実質 GDP を 2020 年比で倍増させるための目標とみられる。

## 主な指標の動き（2025 年 10 月）

## PMI（購買担当者指数）

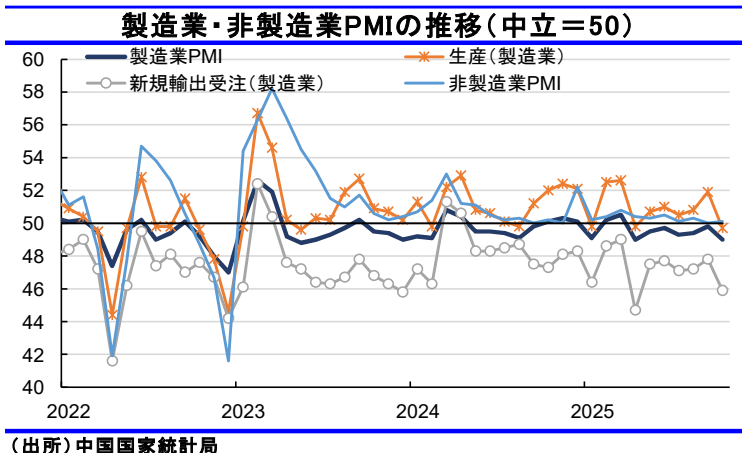
10 月の製造業 PMI は 49.0 と 9 月（49.8）から悪化、景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 7 ヶ月連続で下回った（右図）。

主な内訳を見ると、新規受注（9 月 49.7→10 月 48.8）が悪化、4 ヶ月連続で 50 を下回った。内訳項目の新規輸出受注（47.8→45.9）が大幅に悪化。

需要の弱さを受けて生産（51.9→49.7）も悪化、6 ヶ月ぶりに 50 を下回った。国家統計局の説明によると、自動車、輸送機械（鉄道・船舶・航空宇宙）、食品加工などは好調だったが、衣類、化学繊維、ゴム・プラスチック製品など軽工業や非金属鉱物製品などが不調だった。

企業規模別では、大企業（51.0→49.9）が悪化し 6 ヶ月ぶりに 50 以下となった。中規模企業（48.8→48.7）、小規模企業（48.2→47.1）も 50 以下で悪化。

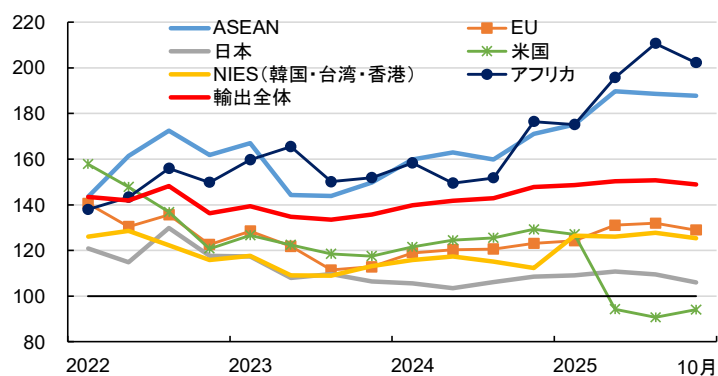
10 月の非製造業 PMI は 50.1 と 9 月（50.0）から小幅上昇。サービス業（50.1→50.2）は不動産業の低迷が続いたものの、国慶節連休を受けて交通、宿泊、文化・スポーツ・娯楽などが好調だった。一方、建設業（49.3→49.1）は低下し、3 ヶ月連続で 50 を下回った。



## 輸出（通関統計、米ドルベース）

10 月の輸出額（ドルベース）は前年同月比▲1.1%（9 月+8.3%）とマイナスの伸びに転じた。昨年同月の高い伸び（+12.7%）の反動による押し下げが大きいですが、当社が公表実績値から試算した季節調整値でも前月比▲1.2%と減少。7～9 月平均対比でも▲1.2%と減少した。対米輸出の減少が続く中、米国以外向けの輸出に陰りが見え始めた。トランプ関税への懸念を受けて年前半に発生していた駆け込み輸出が剥落しつつある模様。

## 仕向け地別の輸出の推移（季節調整値、2019年=100）



主な仕向け地を見ると（右図）、米国向け（7～9 月期前期比▲3.8%→10 月<sup>5</sup>+3.7%）がやや持ち直したものの、依然として低水準で推移。他方、ASEAN 向け（▲0.5%→▲0.5%）、日本（▲1.2%→▲3.2%）は 7～9 月期以降減少が続き、EU 向け（+0.7%→▲2.3%）やアフリカ向け（+7.7%→▲4.0%）、NIES（韓国・台湾・香港）向け（+1.3%→▲1.8%）も 10 月から減少に転じた。

主な財別では、衣類（7～9 月期前期比▲8.1%→10 月▲3.1%）や靴（▲10.2%→▲3.8%）、玩具（▲

<sup>5</sup> 2025 年 7～9 月期平均に対する 2025 年 10 月の輸出額の変化。他地域も同様。

20.5%→▲11.7%) など軽工業品の減少が続いた。PC・PC 部品 (▲1.8%→▲2.9%) も減少が続き、携帯電話 (+2.9%→▲1.1%) は減少に転じた。他方、自動車 (+4.3%→+6.1%) は増勢を強めた。国内販売の不振を輸出増で補っている可能性がある。集積回路 (+4.0%→+2.2%) は増勢が鈍化したものの増加傾向で推移。

### 社会消費品小売総額（小売販売）

10 月の社会消費品小売総額（小売販売）は前年同月比+2.9%（9 月+3.0%）と 5 ヶ月連続で伸びが鈍化（右図）。国家统计局公表の前月比は+0.16%と 9 月（▲0.12%）からプラスの伸びに転じたが、小幅な改善にとどまった。消費財買い替え支援策の効果一巡により、消費は減速傾向にある。

内訳を見ると、物販（9 月前年同月比+3.3%→10 月+2.8%）の伸びが 5 ヶ月連続で鈍化。一方、飲食サービス（+0.9%→+3.8%）は伸びを高めた。国慶節連休（10/1～8）が例年より 1 日長い 8 連休となったことが押し上げに寄与した。

物販を品目別に見ると、家電（+3.3%→▲14.6%）や自動車（+1.6%→▲6.6%）の伸びがマイナスに転じた。昨年同月に買い替え促進策を受けて伸びが大幅に加速したことの反動に加え、今年の買い替え促進策の効果逡減が下押し要因となった。不動産市場の悪化をうけて、建材（▲0.1%→▲8.3%）もマイナス幅が拡大。他方、スマートフォンなど通信機器（+16.2%→+23.2%）は 2 ヶ月連続で伸びを高めた。9 月に販売開始となった iPhone の新機種の販売が好調だった模様。金価格の上昇を受けて、貴金属（+9.7%→+37.6%）も大幅に伸びを高めた。

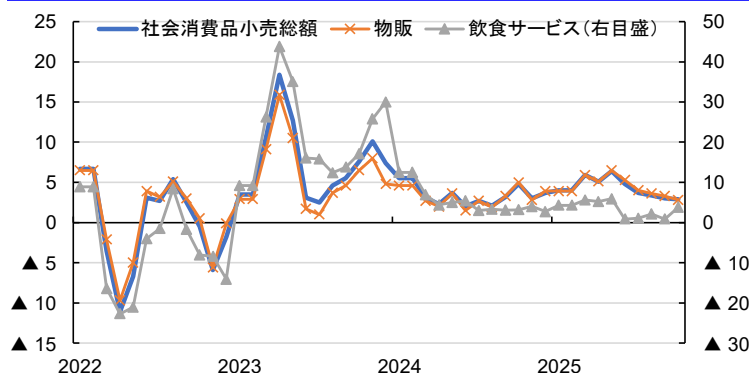
なお、中国汽车工业协会によると、10 月の乗用車販売台数（輸出含む）は前年同月比+7.5%（9 月+13.2%）、うち約 8 割を占める国内販売台数は+4.4%と 9 月（+11.2%）から伸びが大幅に鈍化。当社試算の季節調整値でも、10 月は前月比+0.3%と 9 月（+1.1%）から伸びが鈍化。年率では 2,488 万台と 2024 年通年（2,261 万台）を上回った。

### 固定資産投資（都市部）

10 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▲11.2%と 9 月（▲6.8%）からマイナス幅が大幅に拡大、4 ヶ月連続のマイナスとなった（右図）。コロナ直後の 2020 年 1～2 月（▲24.5%）以来の低い伸び。国家统计局公表の前月比も▲1.6%（9 月▲0.9%）と 9 ヶ月連続でマイナス。

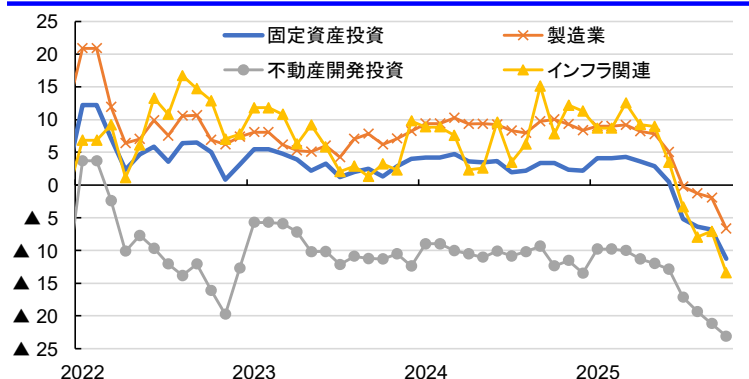
主な内訳を見ると、全体の約 3 割を占める製造業（9 月前年同月比▲1.9%→10 月▲6.7%）のマイナス

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

幅が大幅に拡大、4 ヶ月連続でマイナス。業種別の内訳をみると、一般機械、電気機械、専用機械、化学、医薬、繊維など幅広い業種で大幅マイナスとなり、自動車も大幅に減速。関税をめぐる不透明性の高まりに加え、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を受け、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<sup>6</sup>（▲7.1%→▲13.4%）もマイナス幅が拡大、4 ヶ月連続でマイナス。鉄道・道路・水利・公共施設、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専項債の発行額は 1～10 月累計で 3.9 兆元と、通年発行枠 4.4 兆元の 89%に達しているが、インフラ投資が落ち込んでいるのは、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専項債が多く使用されているためとみられる。9 月末に発表された「新型政策金融ツール」とよばれる政策性銀行（政府系金融機関）による 5,000 億元の金融支援については、インフラ投資下支えの効果発現に時間を要している模様。

不動産開発投資（▲21.2%→▲23.1%）は 8 ヶ月連続でマイナス幅が拡大。当社試算の季節調整値をみると、施工面積が小幅に持ち直したものの、新規着工や竣工面積が減少。

## 工業生産

10 月の工業生産（実質工業付加価値生産額）は前年同月比+4.9%と 9 月（+6.5%）から伸びが鈍化（右図）。国家統計局公表の前月比も+0.17%と 9 月（+0.64%）から伸びが鈍化。

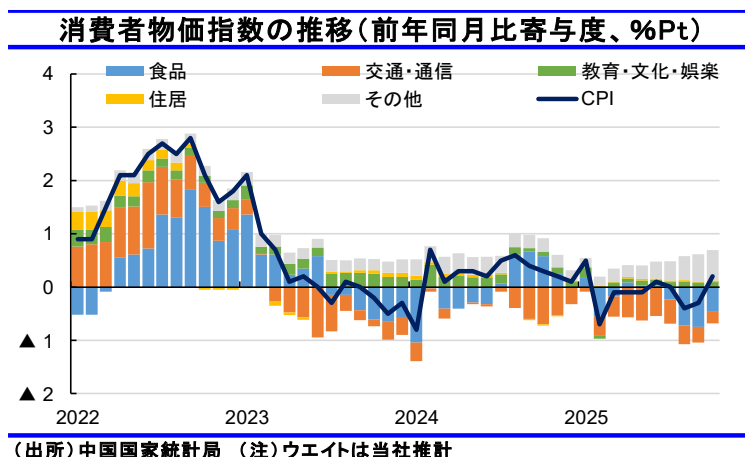
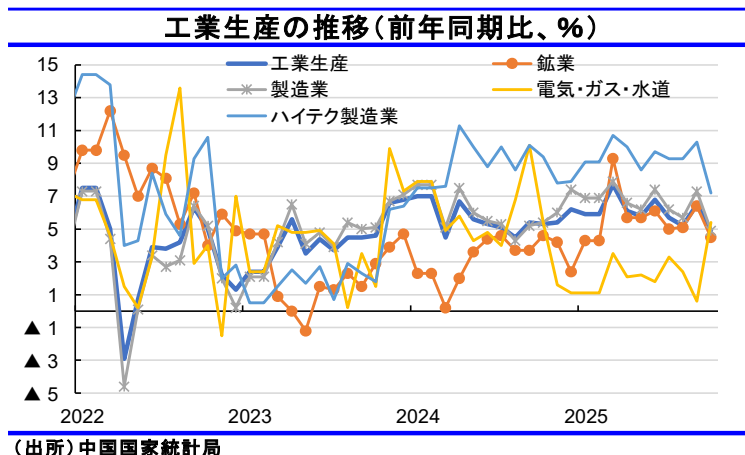
産業別にみると、製造業（9 月前年同月比+7.3%→10 月+4.9%）、鉱業（+6.4%→+4.5%）の伸びを鈍化。他方、電気・ガス・水道（+0.6%→+5.4%）は伸びを高めた。

製造業を業種別にみると、通信・電子などハイテク製造業<sup>7</sup>（+10.3%→+7.2%）の伸びが大きく鈍化。品目別では、集積回路が伸びを大幅に高めたものの、携帯電話や PC などがマイナスの伸びとなった。

衣類（▲5.5%→▲6.4%）や家具（▲5.2%→▲8.9%）など軽工業品はマイナス幅が拡大、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（+0.2%→▲3.2%）や鉄鋼（+2.2%→+1.4%）も不振。

## 消費者物価指数

10 月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+0.2%（9 月▲0.3%）と 3 ヶ月ぶりにプラ



<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 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。

スの伸びに転じた（右図）。前月比は+0.2%と9月（+0.1%）から小幅に伸びを高めた。

内訳を見ると、豚肉や野菜など食品（9月前年同月比▲4.4%→10月▲2.9%）のマイナス幅が縮小。交通・通信（▲2.0%→▲1.5%）は5ヵ月連続でマイナス幅が縮小。車両用燃料（▲6.0%→▲5.4%）の下押し圧力が弱まった。

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+1.2%（9月+1.0%）と6ヵ月連続で伸びを高めた。前月比でも+0.2%と9月（+0.0%）から伸びを高めた。国慶節連休を受けた旅行価格の上昇や、金製品・プラチナ製品の価格高騰が押し上げに寄与した。

### 生産者物価指数

10月の生産者物価指数（PPI）は前年同月比▲2.1%（9月▲2.3%）と、3ヵ月連続でマイナス幅が縮小（右図）。前月比は+0.1%と9月（+0.0%）から小幅上昇。

川上の生産財（9月前年同月比▲2.4%→10月▲2.4%）は9月と同じ伸びにとどまった。他方、川下の消費財（▲1.7%→▲1.4%）はマイナス幅が縮小。

生産財は、過剰生産能力削減の動きを受けて、石炭採掘（▲16.8%→▲15.6%）、石油・石炭加工（▲7.8%→▲5.8%）などのマイナス幅が縮小。他方、不動産市場の悪化を受け、鉄鋼（▲0.6%→▲4.5%）のマイナス幅が拡大。

消費財は、衣類（▲0.3%→▲0.3%）が9月と同じ伸びにとどまったものの、耐久財（▲3.9%→▲3.2%）や食品（▲1.7%→▲1.6%）のマイナス幅が縮小、日用品（+0.7%→+1.0%）は伸びを高めた。

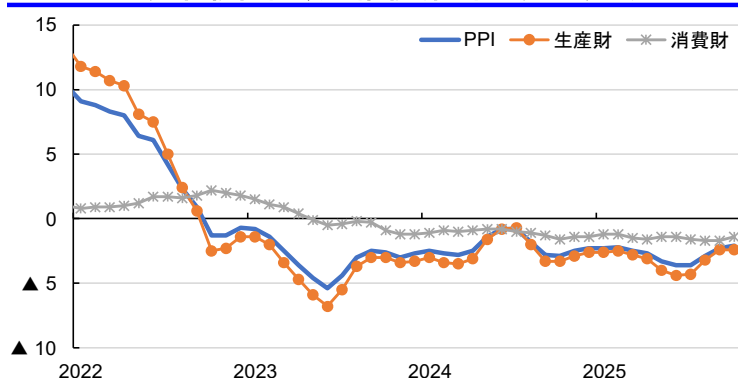
### 人民元対ドル相場

人民元の対米ドル相場は、9月下旬まで元高基調が続いた後、1ドル=7.1元前後で小刻みな推移が続いている（右図）。

11月入り後は、製造業 PMI の悪化や、米 FRB の利下げ観測後退による米ドル上昇を受けて元安が進展、11月5日には1ドル=7.125元と約2週間ぶりの安値を付けた。その後、上下両方向の小刻みな推移が続いたが、足元では米中首脳電話会談（11月24日）や米利下げ観測の高まりを受けて元高が進展。

11月25日には1ドル=7.094元と約2週間ぶりの高値を付けた。

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