

China Economic Outlook 2025 年 7 月**第 2 四半期の成長率は前年比 +5.2% / 米中協議は 11 月まで延長に**

丸紅（中国）有限公司 経済研究チーム長 鈴木 貴元

suzuki-t@marubeni.com

- 中国景気の状態：実質成長率は政府目標を上回るが、名目成長率が落ち込む状況。二極化が各所に表れる中、悪いムードと良いムードが交互に現れる状況。足元は堅調な実質成長率がムードを良い方向に傾ける。経済政策はトランプ関税対応の緊急的な意味合いが薄れ、中長期への対応を強める
- 7 月のムードと統計：月初に過当競争などへの懸念から減速感が表れるも、上向き方向で越月。第 2 四半期の成長率は前年比 +5.2% と堅調。消費と輸出が堅調。投資は減速が強まる。また、GDP デフレーターは前期を大きく上回り低下。先行きは好調要因のはく落により鈍化を予想しやすい方向に
- 経済見通し：2025 年は前年比 +4.5%（上半期同 +5.3%、下半期同 +3.7%）。上ブレリスクシナリオでは +4.7% 程度。2026 年以降に不透明感。第 15 次 5 年計画の理念・方向性に注目
- 経済政策：中央政治局会議は財政・金融政策における緊急対応のスタンスを後退させる一方で、柔軟で適時な対応について準備を呼びかける。上半期のトランプ関税のリスクは後退したが、下半期の経済減速のリスクを幾分警戒した形
- 米中関係（中国外交）：米国は相互関税の協議の結果を出していくが、中国とは協議を延長。中国とは貿易以外の課題も多く、協議の完全決着はそもそも望みにくい。秋以降は米中共に政治の季節。さらに妥協は難しく、話し合いの枠組みの維持が重要に

中国景気の状態：実質成長率は政府目標を上回るが、名目成長率が落ち込む状況。二極化が各所に表れる中、悪いムードと良いムードが交互に現れる状況。足元は堅調な実質成長率がムードを良い方向に傾ける。経済政策はトランプ関税対応の緊急的な意味合いが薄れ、中長期への対応を強める

（1）7 月のムードと統計：月初に過当競争などへの懸念から減速感が表れるも、上向き方向で越月。第 2 四半期の成長率は前年比 +5.2% と堅調。消費と輸出が堅調。投資は減速が強まる。また、GDP デフレーターは前期を大きく上回り低下。先行きは好調要因のはく落により鈍化を予想しやすい方向に（ムード）

7 月のムードは、やや低調ところから始まり、上向き方向で月末を迎えた。月初のムードがやや低調だったのは、①耐久財の買い替えが補助金の一巡で終わってしまうのではないかと懸念や、共産党の党员教育、汚職腐敗対策の中での公務上の飲酒禁止などの動きが消費を弱めるのではないかと懸念が生じていたこと、②この時期に発表された各地の 2024 年の賃上げ動向が非常に低調な結果となったことや、「内巻」と呼ばれる過当競争と、その傍らでの在庫増・企業収益悪化などに急に注目が高まったこと、③6 月末に発表された製造業 PMI や、7 月初めに発表された民間調査による不動産販売実績などが、生産活動や国内需要、物価に関して下向きの動きを示したこと、④7 月中旬に発表された第 2 四半期の GDP 及び下半期の景気の見通しが減速の方向になると事前に予想されていたこと、などが背景にあった。中国では上半期に消費、投資、リスクに対する経済対策の効果が表れ、成長率を上向かせていたものの、その勢いは半期末になって鈍化。その傍らで政治的な動きによる不透明性が巷間に出ていた。景気刺激等の効果が今後のはく落し、景気が一旦減速する。このようなムードが 7 月初めには存在した。

ただし、巷間では、夏休みを迎えて行楽ムードが喚起されていたし、今年はこれまで以上の中国文化ブームであったから、国内のテーマパーク、行楽列車、イベント・公演（スポーツ競技会や外国からの演劇公演など）への関心は高く、また中国文化ブームは経済というよりも自国そのものへの自信に繋がったため、経済の実態に弱さがあっても、社会全体ではそれは看過されたようにもみえた。

そうして始まった7月のその後のムードは、7月15日の上半期前年比+5.3%のGDP成長率発表などによって、上向きの感じになっていった。この上向きの感覚は、月中を通して、巷間の投資マネーが黄金から国内株式にシフトし、ここ10年の最高値にチャレンジする状況になってきたことから伺われた。また、北京では国際サプライチェーン博覧会、上海では世界AI大会などが開催されたほか、豪州、欧州、米国から要人・経済人が続々と訪中し、摩擦の部分は残りつつも、先進国との関係は安定していくというようなムードも生まれていった。なかでも、AI半導体大手・エヌビディアのファンCEOがサプライチェーン博に参加するために北京を訪問し、対中輸出が停止していた「H20」半導体の輸出再開を知らせたことなどは、ビジネスパーソンにとって大きな安心材料となった。さらに、7月末近くに行われたストックホルムでの米中協議では、同時期に米国の貿易委員会が北京を訪問し、王毅外相と面談。ストックホルムでの米中協議の結論は先送りされたものの、外交関係を巡る不安は全く生まれなかった（同時期に米国は日本、欧州、韓国、インドなどと協議で合意）。

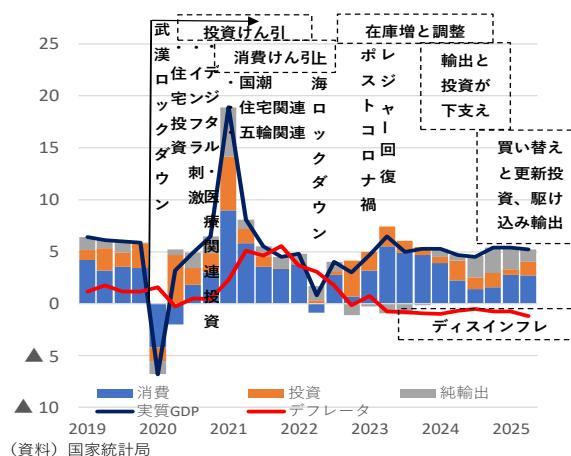
6月に比べて、下半期の景気減速の観測や、構造問題となっている「内巻」への注目が高まったものの、巷間は夏休みのムードが強まっていたことや、上半期のGDP成長率が強含み（国際機関等の通期経済見通しは+4.7~4.8%に上方修正が相次ぐ）であったことなどから、ムードが上向いたと観察された。

（第2四半期GDP統計）

2025年第2四半期（4~6月）の実質GDP成長率は前年比+5.2%（2025年第1四半期同+5.4%）、前期比では+1.1%（同+1.2%）となった。名目成長率は前年比+3.9%（同+4.6%）、デフレータは同▲1.2%（同▲0.8%）となった。実質の伸びは引き続き政府目標の+5%を維持したが、名実逆転は9四半期連続。しかも、リーマンショックの最中の2009年第3四半期以来の大幅な落ち込みであった。モノが溢れながらも需要がついて来ず値段が下がってしまう、豊作貧乏的な様相を持つ成長であった。

GDP 成長率

（前年比%、寄与度%ポイント）



成長率を寄与度で見ると、2025年第2四半期は、消費が+2.7%（第1四半期同+2.8%）、投資が+1.3%（同+0.5%）、純輸出が+1.2%（同+2.1%）となった。投資の寄与度が第1四半期に比べて高くなったのは、投資の寄与度は第1四半期のウエイトが春節要因によって低くなっているためであり、前年同期の寄与度（同+1.9%）と比較すると大幅に落ちていたことが見て取れる。寄与度の8割は内需、2割は純輸出であり、4割が純輸出であった前期より内需の比率が高まった。

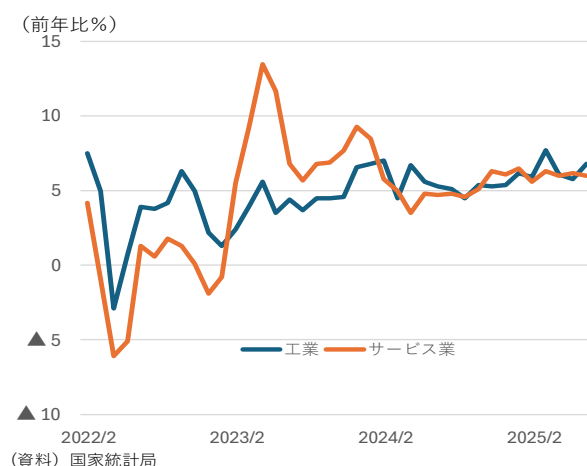
注目される一連の関連指標を見ると、供給サイドでは、工業生産は前年比+6.2%（第1四半期同+6.5%、6月単月同+6.8%、以下同）、うちハイテク工業が同+9.4%。サービス生産指数は同+6.1%（同+5.8%、同+6.0%）、うち情報通信が同+11.1%、ソフトウェア・情報技術が同+8.7%であった。需要サイドでは、社会消費品小売総額が同+5.4%（同+4.6%、同+4.8%）。固定資産投資が同+2.8%（同+4.2%、同▲1.7%（推定））、うち製造業投資が同+5.9%、インフラ投資が同+3.4%、不動産投資が同▲12.5%。輸出（ドルベース）が同+6.0%（同+5.7%、同+5.8%）、輸入が同▲0.9%（同▲7.0%、同+1.1%）、貿易収支3,142億ドルとなった。

（統計の解釈）

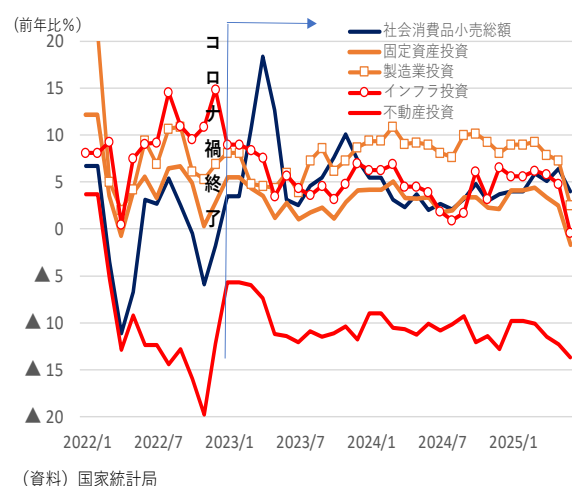
実態として供給サイドから推計されている実質成長率では、工業は機械産業を中心に堅調でありながらも、前期に比べて小幅減速。一方、サービス業は企業向けサービスに加えて消費イベントに絡んで個人向けサービスも好調さをみせ、成長率全体を前期に迫る伸びに押し上げた。景気実感を作っている需要サイドに視線を転じると、消費は買い替え政策やECのセールスイベント、連休の観光の効果などが明るさを強めたが、投資はインフラ投資に関して地方政府収入の厳しさや事業の絞り込みといった下押し圧力、また不動産業界に於いて在庫圧力、それらに加えてこれまで好調だった製造業生産に於いて工業稼働率の停滞、過剰能力抑制の動きなどが現れ、投資全体の減速を強めた。消費・投資それぞれに於ける二極化は、消費と投資の二極化にやや変質したようであった。他方、輸出は5割に届く程の追加関税の影響で米国向け輸出が前年比2桁減に陥ったものの、関税の再追加を警戒した駆け込み出荷が幾らか出たことや、仕向け先の多様化や高付加価値化が成功裏に進んだことなどから、前期に続き高めの伸びを実現させた。景気を支えながらも、それぞれ二極化を内包した消費、投資、輸出が、投資から減速を始めたと観察された。

この時期、巷間ではPOPMARTのキャラクター「ラブブ」の世界的ヒットや、観光シーズン入り後の国内旅行人気などから、所得環境を問えば先行き不安があると言いながらも、中国のコンテンツ・サービスの消費・輸出に自信が強まっていた。他方、外部環境では、トランプ大統領が相互関税の導入を発表したり、それを巡って米中間で追加関税引き上げ合戦が起きたり、イスラエルによる中東

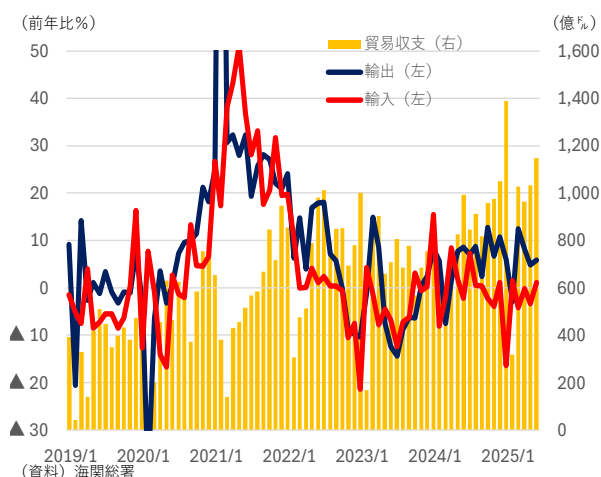
工業・サービス生産



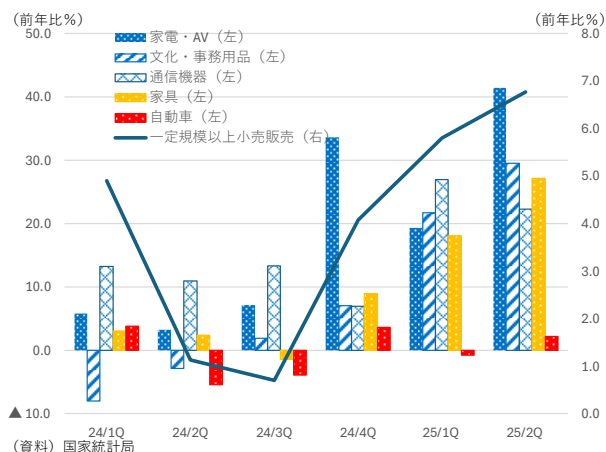
主要需要項目



輸出入



一定規模小売店販売額 (買い替え政策対象品)

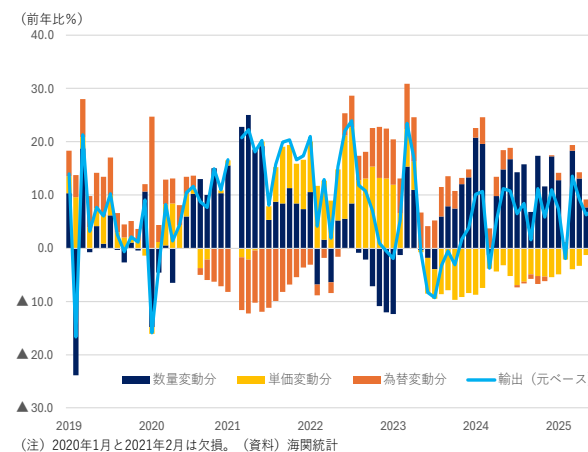


輸出入 (地域別)

		2023	2024	24上	24下	25上	25/4	25/5	25/6
輸出	ASEAN	▲ 6.0	9.4	6.0	12.9	12.9	20.8	14.8	16.8
	EU	▲ 10.2	2.4	▲ 3.4	8.5	6.9	8.3	12.0	7.6
	アフリカ	6.9	1.5	▲ 5.4	8.7	21.2	25.3	33.3	34.8
	ラテンアメリカ	▲ 2.5	12.3	10.0	14.5	7.2	17.3	2.3	▲ 2.1
	北米	▲ 13.2	3.5	▲ 0.6	7.4	▲ 9.1	▲ 18.2	▲ 30.1	▲ 14.6
	米国	▲ 13.0	3.6	▲ 0.8	7.7	▲ 10.7	▲ 21.0	▲ 34.5	▲ 16.1
輸入	カナダ・メキシコ	▲ 15.3	2.6	1.7	3.4	7.5	14.7	19.5	1.7
	ASEAN	▲ 4.6	1.8	1.2	2.3	0.9	2.5	▲ 5.3	0.1
	EU	▲ 0.9	▲ 4.8	▲ 6.3	▲ 3.2	▲ 5.8	▲ 16.5	▲ 0.0	0.4
	アフリカ	▲ 6.8	6.7	13.7	0.3	1.1	22.8	6.5	3.9
	ラテンアメリカ	4.7	▲ 1.4	3.4	▲ 5.8	▲ 5.9	0.2	3.1	1.9
	北米	▲ 4.5	0.5	▲ 4.9	6.2	▲ 7.5	▲ 10.9	▲ 14.2	▲ 10.5
	米国	▲ 6.5	▲ 1.0	7.4	6.2	▲ 9.2	▲ 13.8	▲ 18.1	▲ 15.5
	カナダ・メキシコ	3.7	6.0	5.7	6.3	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 0.2	19.9

(資料) 海関総署

輸出 (要因分解)



に対する大規模な攻撃が起きたりと、国際金融市場や商品市場を中心に混乱や不透明な状況が強まった。しかし、中国では株価や対ドル為替レートは安定を維持。米国との貿易協議に於いては中国ペースでの協議結果を得て、外部環境に対応することへの自信は強まっていった。消費や輸出を大幅または直接的に押し上げるものではないが、経済の強靱性をもう一段示すものとなった。

(先行きの考え方)

景気の先行きを考えると、第 1、第 2 四半期の成長押し上げ要因であった消費と輸出は、第 3 四半期に於いても、そのけん引力である買い替え政策を中心とした消費ムードの改善と、仕向け先の多様化や高付加価値化による輸出の開拓の部分が、成長を下支えしそうだ。しかし、第 4 四半期には、買い替え政策の効果は一巡してくる可能性が高いこと（家電販売の 2 割、3 割増は難しくなる）や、仕向け地の多様化や高付加価値化の効果も、輸出数量の 2 桁増が一昨年秋から続いていたことを考えると、減退してくる可能性が高い。すでに政府には、不動産市場の改善が足踏みしてきたことへの懸念や、買い替え政策や駆け込み出荷の効果が一巡してくることへの懸念を指摘するところがある。しかし、足元の成長率が政府目標を超えていることに加えて、好調になってきたサービス消費や国産の技術と知財・文化を中心とした新規需要に期待が出てきていることや、ドル以外の通貨に対して元安が進行したことなどから、新たな追加政策が出てくる可能性はしばらくない。そのため、成長率は第 4 四半期に比較的シャープに減速してくると思われる。

(2) 経済見通し：2025 年は前年比+4.5%（上半期同+5.3%、下半期同+3.7%）。上ブレリスクシナリオでは+4.7%程度。2026 年以降に不透明感。第 15 次 5 力年計画の理念・方向性に注目（結論）

2025 年第 2 四半期の成長率は、特殊な要因に高揚的なムードが重なり高い成長率を維持したが、ここまでも述べたように、第 3 四半期以降は減速していこう。とはいえ、通年の成長率は前年比+4.5%と、前回 4 月予測より 0.1 ポイント、前々回 1 月予測より 0.2 ポイントの上方修正と見通した。今後の中国経済では特殊な要因の効果がはく落に向かうが、上半期の成長の強さが貯金となり、今年については高めの成長を実現するという訳である。なお、2024 年／2025 年第 4 四半期の比較では前年比+5.4%から同+3.0%と 2.4 ポイントの減速となると厳しめに見込んだ。

内需・外需の寄与度で見ると、2024 年+3.6%/+1.5%、2025 年 3.5%/+1.1%であり、内需は同等の寄与度を維持するが、外需が落ち込む形とした。2025 年の上半期と下半期では、上半期が+3.7%/+1.7%に対して下半期が+3.2%/+0.5%であり、外需もさることながら内需も落ち込み始める姿を予想した。

(アップサイド/ダウンサイドリスク)

消費、投資、輸出について、アップサイドとダウンサイドの要因をそれぞれ整理すると、まず消費については、アップサイドでは、耐久消費財の買い替え策から発した消費改善の消費ムードと、サービス消費などへの広がり、ダウンサイドでは、長期雇用契約が保証されない都市の若者層を中心とした雇用・所得環境の困難さの継続や、買い替え策の効果のはく落、不動産市場の再度の足踏みなどである。公務における飲酒禁止の影響などもある。次に、投資については、アップサイドでは、デジタル化・自動化、研究開発、再エネルギーなどの生産性を高めるための投資や、新分野への投資は比較的活発な状況が続くことが指摘できる。ロボット、低空経済用ドローン、航空・宇宙などでは研究・試作から量産・商業化への動きが盛んであり、こうした投資が下支えとなりやすい。一方、ダウンサイドでは、不動産市場に於ける在庫調整の継続はもとより、インフラの事業絞り込み、製造業の能力拡大抑制などがあり、特に能力拡大抑制は、生産者物価の落ち込み、企業収益の不透明化、設備稼働率の改善の遅れといった形で下押し圧力が統計的にも確認できている。今後太陽光パネルやリチウム電池、EV などを典型とした勝ち逃げのための巨大投資や過当競争産業への新規参入の抑制は広がってくると予想される。最後に、輸出については、持続的な価格競争力の強まりと、外交の誘導による仕向け先の開拓（一带一路向けは輸出の 50%を超え、輸出内容は完成品輸出から中間品、設備機械などへのシフトがみられる）、トランプ相互関税下で進んだドル以外の通貨に対する元安、中国観光ブームなどがアップサイド。一方、ダウンサイドとしては、駆け込み輸出の一巡や 5 割に達する関税率による対米輸出の縮小、その派生による輸出全体の減退などが指摘できる。

4 月の GDP 解説で予想した通り、トランプ大統領は関税摩擦に於いて早々に一部の追加関税を撤回（停止）し、中国に対して真っ向から強硬的な姿勢を示すことをやめた。また、現状 5 割程度の関税が多くの特産品に課されているが、追加関税の影響は多くの専門家が予想した「1%の追加関税に対して 1%の特産品輸出減少」という見方からは程遠く、新しい仕向け地の開拓もあり、輸出の混乱は出荷元、商品、期間でみてやや限定的であった。今後、米国の新学期商戦向けやクリスマス商戦向けの駆け込み輸出の反動が幾分表れてくることなどもあり、輸出が一旦減退してくるとみられるが、アップサイド気味に見ておくのが自然であろう。純輸出の寄与度の落ち込みが抑制される展開となれば、2025 年の成長率は+4.7%程度になるだろう。

(中長期の見方)

なお、中長期を見通すと、2026 年の成長率見通しはやや厳しい。2025 年後半の成長率は前年比で良くて+4%台前半、+4%を割ってくる可能性さえあり、2026 年は厳しい状況からのスタートとなるからだ。同年は第 15 次 5 力年計画のスタートの年であるが、この時点では理想的な部分が大きいため、本格的なスタートとはならない。盛り上がってくるとすれば 2027 年頃からだが、人口の減少加速や貿易相手の成長の制約などを考えると、+4~5%程度の成長は中国にとってすでに「適正な成長」、「成長の上限」であり、それ以上の成長を持続させることは難しい。現状+4%台または+3%台の成長を受け入れることは心理的に難しいと思われるが、そもそも中国政府の目指す「高質量発展」とは「成長率を無理に追わない」、「質的に高めていく」というものであり、経済・社会課題解決への政策順位のシフトと巷間に於ける経済状況・政策への理解こそが安定のカギとなる。今後の経済運営ではそうした心理的転換ができるかどうか重要であり、そういう意味では第 15 次 5 力年計画でどのようなビジョンと政策の方向性をみせるかが先行きの分かれ目になってくると思われる（2035 年所得倍増を掲げていることもあり、政府にとっても目標をどう位置付けるかが課題）。

他方、中国の強い技術力については、経済を支え続けるとされる。毎年 1,200 万人を輩出する大学教育の状況は 2030 年代まで続く。これは、都市化をなお推進し、資本装備率を引き上げ、物理的な生産性を押し上げる方向に働く。

ただし、技術力は経済を持続的に拡大するための分配の改善を保証するものではない。そこで言えば、理想的方向は、成長率が減退しながらも、技術革新を利用して、分配を含む経済改革が進む方向。困難な方向は、成長率の減退に対して企業や家計のマインドが悪化し続け、企業は過当競争から急な収縮、家計は緊縮に向かう方向である。

2025 年第 2 四半期の GDP 統計からは、足元好調にみえるが、今後どちらの方向に進むのだろうかという問いが出てきたように考えられる。

予測総括表

(前年比%、前年比寄与度%、年初来累計前年比%、%、元/ドル)

	2023		2024				2025				2020	2021	2022	2023	2024	2025
	3 Q	4 Q	1 Q	2 Q	3 Q	4 Q	1 Q	2 Q	3 Q	4 Q						
GDP成長率	5.0	5.2	5.3	4.7	4.6	5.4	5.4	5.2	4.3	3.0	2.2	8.4	3.0	5.4	5.0	4.5
消費寄与度	4.9	4.6	3.9	2.3	1.4	1.6	2.8	2.7	2.4	2.0	▲0.3	5.4	1.0	4.5	2.3	2.5
資本形成寄与度	1.1	0.8	0.6	1.9	1.2	1.3	0.5	1.3	1.1	0.9	1.7	1.9	1.5	1.4	1.3	1.0
純輸出寄与度	▲1.1	▲0.2	0.8	0.5	2.1	2.5	2.1	1.2	0.8	0.1	0.6	1.9	0.5	▲0.6	1.5	1.1
輸出	▲9.9	▲1.3	1.5	5.7	5.9	9.9	5.7	6.2	▲0.5	▲3.0	3.6	29.6	5.6	▲4.7	5.8	1.9
輸入	▲8.5	0.9	1.6	2.5	2.2	▲1.7	▲7.0	▲0.9	▲4.0	▲5.0	▲0.6	30.0	0.7	▲5.5	1.1	▲4.2
貿易収支（億ドル）	2,217	1,997	1,829	2,523	2,586	2,976	2,724	3,142	2,802	3,019	5,240	6,704	8,379	8,221	9,914	11,687
固定資産投資	3.1	3.0	4.5	3.9	3.4	3.2	4.2	2.8	3.0	3.0	2.9	4.9	5.1	3.0	3.3	3.0
うち第2次産業	9.0	9.0	13.4	12.6	12.3	12.0	11.9	10.2	9.5	8.0	0.1	11.3	10.3	9.0	11.8	8.0
うちインフラ	6.2	5.9	6.5	5.4	4.1	4.4	5.8	4.6	4.5	4.5	0.9	0.4	9.4	5.9	4.5	4.5
家計所得	5.9	6.4	6.2	4.5	5.0	5.6	5.5	5.1	4.7	4.4	4.7	14.3	5.0	6.3	5.3	4.9
うち都市	4.7	5.0	5.3	3.7	4.2	4.9	4.9	4.4	4.3	4.0	3.5	11.9	5.1	5.1	4.6	4.4
同中位数	4.1	4.9	5.7	3.7	3.8	5.2	4.5	3.4	3.2	3.0	2.9	10.9	3.7	4.4	4.6	3.5
うち農村	7.1	8.2	7.6	5.8	6.1	6.6	6.2	5.5	5.2	5.0	6.9	18.2	6.3	7.7	6.6	5.5
消費(家計調査)	10.9	9.1	8.3	5.0	3.5	4.5	5.2	5.2	4.8	3.6	▲1.6	11.8	1.8	9.2	5.3	4.7
食品・煙草・酒	8.1	6.7	10.6	4.6	5.6	0.7	2.8	4.0	3.0	4.0	5.1	18.0	4.2	6.7	5.4	3.5
衣料	9.4	13.5	12.3	2.5	▲2.7	▲2.8	1.2	3.3	5.0	5.0	▲7.5	6.0	▲3.8	8.4	2.8	3.6
住居	9.0	▲3.5	0.1	3.8	▲0.6	7.7	2.1	3.8	3.0	0.0	3.2	11.6	4.3	3.6	2.8	2.2
家庭用品・サービス	6.7	4.4	2.7	1.7	▲4.7	5.9	9.8	8.1	10.0	4.0	▲1.7	11.1	0.6	6.6	1.4	8.0
交通・通信	15.1	22.5	14.8	8.4	7.2	6.1	10.3	6.3	10.0	7.5	▲3.5	10.3	1.2	14.3	8.9	8.5
教育・文化・娯楽	16.7	20.8	13.3	8.8	8.6	9.0	13.9	9.4	10.0	8.0	▲19.1	3.4	▲5.0	17.6	9.8	10.3
医療	11.0	19.3	4.0	4.5	2.1	3.5	3.0	3.8	3.5	3.5	▲3.1	11.2	0.2	16.0	3.5	3.4
その他	22.4	16.4	21.6	5.5	5.5	10.9	10.1	11.0	6.0	6.0	▲11.8	8.7	4.6	17.1	10.9	8.3
消費性向	69.8	74.0	63.3	68.5	68.9	73.2	63.1	68.6	68.9	72.7	70.1	68.6	66.5	68.3	68.3	68.2
社会消費品小売総額	4.2	8.4	4.7	2.7	2.7	3.8	4.6	5.4	4.4	3.2	▲3.9	12.5	▲0.2	7.2	3.5	4.4
消費者物価指数	▲0.1	▲0.3	0.0	0.3	0.5	0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.4	0.2	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	0.0
対ドル人民元レート (期末月平均)	7.1893	7.1806	7.1027	7.1046	7.1305	7.1817	7.1776	7.1967	7.1000	7.0500	6.6144	6.4016	7.0527	7.1806	7.1817	7.0500

(注) 固定資産投資四半期は年初来累計伸び率、対ドル人民元レート年次は四半期の最終月の平均。消費性向は1Qは所得を4カ月分と仮定して推定。四半期平均は年平均と不一致

(資料) 丸紅(中国)有限公司

主要統計表

		2024/6	2024/7	2024/8	2024/9	2024/10	2024/11	2024/12	2025/1	2025/2	2025/3	2025/4	2025/5	2025/6	24/2Q	24/3Q	24/4Q	25/1Q	25/2Q
PMI（四半期は期末）		49.5	49.4	49.1	49.8	50.1	50.3	50.1	49.1	50.2	50.5	49.0	49.5	49.7	49.5	49.8	50.1	50.5	49.7
工業生産	前年比%	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2	5.9		7.7	6.1	5.8	6.8	5.9	5.0	5.6	6.5	6.2
うちハイテク	前年比%	8.8	10.0	8.6	10.1	9.4	7.8	7.9	9.1		10.7	10.0	8.6	9.7	10.0	9.6	8.4	9.7	9.4
固定資産投資	前年比%	3.4	1.8	2.0	3.4	3.4	2.3	2.1	4.1		4.4	3.4	2.5	▲1.7	3.3	2.4	2.6	4.2	1.4
固定資産投資(年初来累計)	前年比%	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	4.1		4.2	4.0	3.7	2.8	3.9	3.4	3.2	4.2	2.8
うち民間	前年比%	0.1	0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.1	0.0		0.4	0.2	0.0	▲0.6	0.1	▲0.2	▲0.1	0.4	▲0.6
うちインフラ	前年比%	5.4	4.9	4.4	4.1	4.3	4.2	4.4	5.6		5.8	5.8	5.6	4.6	5.4	4.1	4.4	5.8	4.6
うち不動産	前年比%	▲10.1	▲10.2	▲10.2	▲10.1	▲10.3	▲10.4	▲10.6	▲9.8		▲9.9	▲10.3	▲10.7	▲11.2	▲10.1	▲10.1	▲10.6	▲9.9	▲11.2
不動産販売額	前年比%	▲13.8	▲15.8	▲17.1	▲16.1	▲1.4	1.4	2.8	▲2.9		▲2.3	▲7.1	▲7.1	▲11.5	▲20.8	▲16.3	1.2	▲2.6	▲9.1
不動産販売面積	前年比%	▲13.8	▲11.6	▲12.6	▲10.8	▲1.6	3.2	0.4	▲5.5		▲1.6	▲2.9	▲4.6	▲6.6	▲14.6	▲11.6	0.6	▲3.5	▲5.0
うち住宅	前年比%	▲14.3	▲12.3	▲12.6	▲11.0	▲0.5	4.2	4.5	▲3.7		▲1.2	▲3.5	▲5.5	▲8.1	▲16.5	▲11.8	2.9	▲2.4	▲6.1
社会消費品小売総額	前年比%	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0		5.9	5.1	6.4	4.8	2.7	2.7	3.8	4.6	5.4
うち小売	前年比%	1.5	2.7	1.9	3.3	5.0	2.8	3.9	3.9		5.9	5.1	6.5	5.3	2.4	2.6	3.9	4.6	5.6
うち飲食	前年比%	5.4	3.0	3.3	3.1	3.2	4.0	2.7	4.3		5.6	5.2	5.9	0.9	4.9	3.1	3.3	4.7	4.0
うち自動車除く	前年比%	3.0	3.6	3.3	3.6	4.9	2.5	4.2	4.8		6.0	5.6	7.0	4.8	3.6	3.5	3.9	5.1	5.8
輸出(ドルベース)	前年比%	8.4	6.9	8.6	2.3	12.6	6.6	10.7	5.9	▲3.1	12.3	8.1	4.7	5.9	5.7	5.9	9.9	5.7	6.0
輸入(ドルベース)	前年比%	▲2.6	6.6	0.0	0.1	▲2.4	▲4.0	0.8	▲16.3	1.5	▲4.4	▲0.3	▲3.4	1.1	2.5	2.1	▲1.8	▲6.9	▲0.9
貿易収支	億ドル	990	855	916	818	957	973	1,052	1,382	314	1,025	960	1,031	1,148	2,523	2,588	2,982	2,720	3,139
財政収入	前年比%	▲2.6	▲1.9	▲2.8	2.5	5.5	11.0	24.3	▲1.6		0.3	1.9	0.1	▲0.3	▲3.2	▲0.8	13.1	▲1.1	0.6
財政支出	前年比%	▲3.0	6.6	▲6.7	5.2	10.4	3.8	9.5	3.4		5.7	5.8	2.6	0.4	1.1	1.9	8.0	4.2	2.6
財政収支	億円	▲9,211	858	▲6,322	▲12,598	2,236	▲9,559	▲18,867	▲1,240		▲11,386	▲339	▲3,365	▲9,375	▲11,679	▲18,062	▲26,190	▲12,626	▲13,079

(注) 固定資産投資は年初からの累計の前年比、4四半期についても同様。固定資産投資以外の四半期は期中平均。不動産販売、貿易統計は面積、金額から計算。貿易は発表速報値。PMI四半期は期末

(資料) 国家統計局等

(3) 経済政策: 中央政治局会議は財政・金融政策における緊急対応のスタンスを後退させる一方で、柔軟で適時な対応について準備を呼びかける。上半期のトランプ関税のリスクは後退したが、下半期の経済減速のリスクを幾分警戒した形

2025 年下半期の財政・金融政策の状況では、財政は、地方政府に於ける歳入確保がなおままならないことや、地方金融機関や地方政府企業、不動産業などが救済の問題を抱え続けていること、共産党の改革の中で重点事業への絞り込みが行われていることなどから、事業追加による景気刺激は難しい状況が続く模様だ（前年比+4%程度でも十分高い伸びだが）。来年に第 15 次 5 力年計画が始まると新たな事業が出てきやすくなるが、少なくとも足元は事業を追加する誘因にやや乏しい状況が続くと考えられる。一方、金融は、政策の波及をみれば、政府債券の発行が民間の資金調達を妨げるクラウディングアウトの状況に陥っているが、当局は 5 月に包括的な政策、6 月に消費を奨励する政策などを発表しつつも、引き続きマクロ的な政策に比較的慎重なスタンスを続けている。金融当局は、政策余地はあると時折表明しているが、財政の健全性維持のために金融に過度に依存してきたとの認識があり、慎重姿勢が根強い。現状、景気をふかそうという気配は大きくない状況である。

こうした中、2025 年下半期の経済政策に関して 7 月 30 日に中央政治局会議が開かれた。会議では、先に 10 月開催決定の四中全会（共産党第 20 期中央委員会第 4 回全体会議）に関して、2026 年からの第 15 次 5 力年計画に関する考え方が示され、その後には下半期の経済政策の考え方が示された。

下半期の経済政策について、4 月の中央政治局会議との比較でポイントを述べると、全体的な考え方としては、4 月時点では「情勢変化に応じて適時に予備的な政策を実施する」という「トランプ関税の影響に備えるスタンス」であったが、7 月の今回は「政策の連続性、安定性を維持する」というものであり、リスクには適時対応するが、「トランプ対応という緊急性の度合いが低下」したものとなった。注目される財政・金融政策では、「より積極的な財政政策と、適度に緩和的な金融政策」を「さらに細部に徹底する」としたが、財政政策では「地方債の発行・利用を加速、資金効率を高める」と「資金効率」の指摘を加えた一方、金融政策では「構造的な政策ツール（個別分野への貸出枠）による支援」には触れたが、「預金準備率・金利政策」については触れなかった。ただし、これは財政を重視して、金融を軽視したわけではない。上半期の財政は、収入不足が支出の足を引っ張る状況。

金融は実効金利が下がってきているにもかかわらず、貸出が一部の分野に偏る状況であった。実態に即して考えれば、財政は効率を高めるしかなく、他方、金融は全体を刺激する経路が弱まっており、経済成長率や株価、為替がひとまず安定した中では、マクロ的な金融緩和より、ミクロの政策ツールに重点が移りやすかったということだ。

他方、今回の中央政治局会議で注目されたのは、財政・金融政策ではない。①「内巻」競争対策（統一市場建設、市場秩序の最適化等。4月は無し）、②サービス消費振興を中心とした内需拡大、③高水準の対外開放による外国貿易、外資企業の支援（4月は困難な企業の支援）、④地方政府リスクにおける債務処理の推進や融資平台の整理（4月は債務処理、未払い債務の解消）、⑤不動産対策における中央都市工作会議の実践（4月は不動産業発展の新モデルの構築）などであった。特に、これまで「内巻」（過当競争）は余り問題ではないとされていたので、ここで問題とされたことは大きな変化であった。ただし、10年前の李克強前首相が推し進めた過剰能力対策とは様子が大きく異なる。当時は、過剰能力を廃棄していくことに重点が置かれたが、昨今の注目では、価格引き下げ競争や小規模業者へのいじめ等の解消に視点が置かれており、投資を絞り込んでいこうというムード作りにはなっていない。

また、今回の政策発表は、社会主義現代化の基礎を固める第15次5カ年計画について取り上げる四中全会開催決定発表とタイミングを合わせたものであり、ここでの「内巻」は、投資主導で成長してきてしまった中国経済の「構造的な問題」というよりも、市場統一が途上であり、競争の規範化ができていない「移行期の問題」として捉えられようとしているようにみえる。

高成長時代の負の遺産の処理に対応しつつ、技術・産業育成と対外開放、地域・民生の整備で経済を軟着陸させようという姿は見えてくるが、内巻に収れんした過剰生産やデフインフレの問題、トランプ関税が投げかけてきた輸出入バランスの持続性の問題などはまだ深い議論がみえてこない。10月の四中全会は、どのような成長・発展が中国にとって好ましいのか。その方針が示される。今の成長率がどうあれ、共産党・政府の掲げる発展の青写真がどうなるのかが、財政・金融政策を含めて今後の経済政策の骨格になっていく。しばらく議論・動静を見守る状況となってきた。

中央政治局会議概要（7月30日開催）

下半期の任務	安定の中の前進の総基調を堅持し、新発展理念を全面かつ正確に実施し、新発展パターンの構築を加速し、 政策の連続性と安定性を維持し、柔軟性と先見性を高め、雇用、企業、市場、期待の安定に重点を置き、国内と国際の二重循環を効果的に推進し、年間目標と任務を完遂し、「第14次5カ年計画」の成功裏に終了する
マクロ政策	マクロ政策は引き続き力を発揮し、適時に強化する。 「より積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を実施する」 。国債の発行と使用を加速し、資本使用の効率を向上させる。様々な構造的金融政策ツールを活用する。科学技術イノベーションへの支援を強化。消費、中小企業を活性化し、対外貿易を安定させる
内需拡大	内需の潜在力を効果的に解放する。 消費促進特別行動を徹底的に実施する。サービス消費の新たな成長点を育成する 。質の高い「二重」建設を推進し、民間投資の活力を刺激し、有効投資を拡大する
改革・内巻対応	揺るぎない改革を深化させる（科学技術イノベーションと産業イノベーションの深い統合と発展を促進。統一全国市場の構築を徹底的に推進。市場競争秩序の継続的な最適化を促進。 無秩序な競争の管理、基幹産業の生産能力のガバナンスの促進、投資促進行動の標準化を行う ）
対外開放	高水準の開放を拡大し、対外貿易と外国投資の市場を安定させる
リスク対策	重点分野におけるリスクの防止と解決を継続（ 都市工作会議の精神貫徹、地方政府の債務リスクの解決、新たな隠れた債務の禁止、地方融資平台の清算推進 ）
民生対応	民生の確保にしっかりと取り組む（雇用優先、社会扶助制度改善、穀物・重要農産物価格を合理的水準に維持、貧困緩和の成果を統合・拡大）。安全生産と食品安全監督を強化し、治水、緊急救助、災害救援をしっかりと行う。ピーク時のエネルギーと電力供給を確保する

（資料）新華社（2025.7.31）

コラム「内巻」

コロナ禍が終わってから2年半が過ぎ、中国経済は+5%程度の成長を実現しているが、その一方でデフレータがマイナス基調を抜け出すことができず、デフインフレ懸念が強まっている。「内巻」と呼ばれる過当競争状態が起きており、企業はEV、太陽光パネル、ハイテク家電、ECなど様々な新分野において、投資で先行して内外での競争を勝ち逃げていくつもりだったが、素原材料を含めて需要を上回る生産能力がフルセットでできてしまい価格引き下げ競争が起きてしまっているのである。

とはいえ、内巻は生産能力の過剰だけが原因ではない。国の規模が大きすぎ、価格を維持するためのニッチ・差別化の競争が難しいことも理由である。中国の事業主体は1億9千万。どのような業種でも省レベルの地域を代表する企業が数十から数百を数える。一定の標準化ができていなければ商品の信頼は獲得できず、他方でニッチ・差別化を特長として勝負するにしても、それが長続きする可能性は高くない。特長のある商品は市場を獲得する中で、同質的なライバルを生みやすいからである。

中国経済はすでに中成長時代に入っており、主要なデジタル製品やECのようなサービスは農村を含む広い地域に普及してしまっている。中国はまだ高所得国の入り口に入ったばかりであり、経済のアップグレードがまだ需要を創出すると期待されている。しかし、14億人の国民が安心して多様な財やサービスを生産し、消費するのに、全企業・全労働者が揃って同程度の成長率を実現し続けるのは難しい。需給ギャップはマイクロレベルでも広がりやすく、格差も広がりやすい（固定されやすい）。高成長企業が低成長企業を常に淘汰し続ける「内巻」は、フルセット型巨大産業国家の一つの宿命とも言える。貿易は比較優位に基づくものではなく、絶対優位による余剰の移転、近隣窮乏化に陥りやすくなる。

またこれは製造強国、国産化強化などといったサプライチェーン完全化に向けた政策の結末でもある。米国からの囲い込みに対して経済の自立強化に14億人の国民を動員している。経済性より自立を優先しているところがある。

ただし、「内巻」対策がないわけではない。国内の状況改善に関しては、7月1日に開催された中央財經委員会では、習近平総書記が内巻抑制に向けて、価格引き下げに対する規制強化の方針を示した。「企業は製品の品質を向上させ、時代遅れの生産能力を段階的に廃止するよう指導されるべき」とされた。供給の絞り込みと需要の質の向上により価格下落が止まるだろうとの考えである。また7月24日に「価格法修正草案」が提示された。資源配置の改善を促し、適切な価格の合理的な決定を促すものである。主な措置は3つ。1つ目は、政府の価格設定を改善すること。価格コストの監督をさらに強化するために、ネットを利用した公募やアンケート調査など、新しい意見聴取方法を採用する。2つ目は、不公正な価格行動を特定する基準をさらに明確にすること。ダンピング識別基準を改善し、市場価格秩序を標準化し、内巻を抑制する。また政府企業などは、その影響力や業界の優位性を利用した価格行為を禁止する。3つ目は、価格違反に対する法的責任を改善すること、である。罰則規定を調整し、違反した事業者に対する罰則基準を引き上げる。投資や価格設定に於ける市場メカニズムとガバナンスの強化を導く、共産党と法律・ルールのリード・誘導が期待されている。他方、国外の輸出先創出に関しては、新興国への輸出拡大・企業の移転への試みがある。中国の名目成長率が新興国のそれを下回るようになってきており、新興国との貿易・投資の拡大は国際産業連関の強化を通して輸出余地を作りやすくなっている。問題は中国のコスト競争力は絶対的な強さを持ち始めており、また、企業の海外移転の意欲はなお限定的だ。

理論的には、収益率の低下による生産・販売の持続性の困難化による企業の投資抑制や淘汰が最終的な解決となる。投資・生産にはサイクルがあり、調整すべき時にしっかり調整するのが理想だ。中国の投資・生産ブームは2000年代の貿易の急拡大、2010年代のデジタルブームで投資を拡大させてきたが、2020年代、世界人口の5分の1の中国が工業生産で世界の3分の1となる中、今度も大きな調整を免れられるのか。産業・需要の高度化、企業活動の規範強化、海外移転など様々な対応がとられようとしているが、国産化、自立強化を国策にもしており、余剰を政治的に容認してしまっているところもある。「内巻」の行く末はまだ見えていない。

丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号
<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料に示された見解は執筆者個人のものであり、当社を代表するものではありません。
- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。