

2025.5.13

## 中国経済情勢／ヒアリング

## 昨秋以降若干の改善傾向ながら、先行きはトランプショックの影響で不透明

～日中関係改善を背景に日本企業の対中ビジネス姿勢もやや積極化～

＜大連・北京・上海出張報告（2025年4月13日～26日）＞

キャノングローバル戦略研究所

瀬口清之

## ＜主なポイント＞

- 25年1Q（1～3月期）の実質GDP成長率は前年比+5.4%と、前期（同+5.4%）と同じ伸び。多くのエコノミストの事前予想（5.2%程度）との対比では、ほぼ予想の範囲内ながら若干強かった。成長率に対する寄与度は外需が+2.1%と高水準持続。
- 昨年後半に続いて外需の寄与度が高く、内需の弱さが目立つ。外需寄与度が大きい原因は米国向けの駆け込み輸出増のほか、内需が弱いため輸入が減少したことも影響。
- 先行きについては将来に対する自信を回復できない状態が続いているうえ、トランプ関税の悪影響がこれから表面化するため、景気回復を期待する見方は少ない。しかし、24年5～9月の最悪期に比べると、昨秋以降、中央政府が景気対策に注力し始め、不動産市場も一部で下げ止まりの兆しが見られるなど、ほのかに明るい材料も出てきている。先行きの見通しは不透明ながら、最悪期は脱しつつあると見られている。
- 24年9月下旬以降の金融財政両面からの景気刺激策、不動産対策の実施を背景に、不動産市場は24年10月以降、1～2級都市を中心に若干ながら改善の兆し。一部の楽観的な見方では、1～2級都市の不動産価格は年末頃までに下げ止まるとの見方もあるが、多くのエコノミストは下げ止まりの時期は早くても26年以降と見ている。このため、不動産開発投資は当面改善の兆しが見られない見通し。
- 北京、上海等沿海部主要都市は不動産価格の下落に伴うマイナス資産効果が大きく、子育て中のファミリー層等が物価の安い内陸部に移転したこともあって、消費の停滞が目立っている。内陸部主要都市では消費促進策もあって、沿海部に比べ高い伸び。
- 中国の輸出全体に占める米国向けの比率は、18年の19.2%から24年の14.7%に低下。対米輸出が半減しても、輸出に与える影響は7%程度の減少にとどまる。
- トランプ政権下の米国や経済停滞に苦しむ欧州に比べれば、中国の方が安定している。米国の民主主義体制が混乱している状況を見ると、中国の政治・社会制度もそれほど悪くはないと思う人が増えている。以上のような見方の広がり背景に、中国政府の政策運営に対する不満の声も昨年比去年に比べて弱まっているように感じられる。
- 日中関係改善のおかげで、年明け後、日本企業では部課長級の出張者が顕著に増加している。ある大手企業では、本社経営陣が米国の混乱を見て、中国の政治経済の相対的な安定性を評価。以前に比べ組織内での中国ビジネスへの逆風が弱まっている由。

## 1. 足許のマクロ経済概況

国家統計局が4月16日に発表した25年1Q（1～3月期）の実質GDP成長率は前年比+5.4%と、前期（同+5.4%）と同じ伸びだった（図表1参照）。多くのエコノミストの事前予想（5.2%程度）との対比では、ほぼ予想の範囲内ながら若干強かったと受け止められた。

中身を見れば、内需の停滞が続いている。コロナ前の高度成長期の2010年から2019年までの平均値は、GDP成長率7.7%に対して、外需の寄与度は-0.2%、消費の寄与度は4.5%、投資の寄与度は3.4%、内需合計で7.9%だった。25年1Qは、外需が2.1%、消費が2.8%、投資が0.5%と、24年に続いて内需の停滞が続いていることがわかる。24年以降外需の寄与度が大きい原因は、米国向けの駆け込み輸出が増加した要因もあるが、内需が弱いこと輸入が減少したことによって貿易黒字（輸出－輸入）が拡大して外需が押し上げられた要因が大きく寄与している。

先行きについては企業経営者や消費者は将来に対する自信を回復できない状態が続いているうえ、トランプ関税の悪影響がこれから表面化するため、景気回復を期待する見方は少ない。しかし、24年5～9月の最悪期に比べると、昨秋以降、中央政府が景気対策に注力し始め、消費が若干改善したほか、不動産市場も一部の主要都市で下げ止まりの兆しが見られるなど、ほのかに明るい材料も出てきている。DeepSeek、人型ロボット、アニメ映画「ナタ 魔童の大暴れ」の大ヒットなど世界から注目される動きも出てきており、これらも経済の先行きに対する自信回復に若干寄与している。こうした足元の状況を見ると、先行きの見通しは不透明ながら、最悪期は脱しつつあると見られている。

【図表1】主要経済指標（前年比%）

	実質成長率	輸出	輸入	固定資産投資 (年初末累計)	消費財 小売総額	消費者 物価	PMI 製造業 (平均値)
22年	3.1	10.5	4.3	5.1	-0.2	2.0	49.1
23年	5.4	0.6	-0.3	3.0	7.2	0.2	49.9
24年	5.0	7.1	2.3	3.2	3.5	0.2	49.8
23年1Q	4.5	8.9	1.1	5.1	5.9	1.3	51.5
2Q	6.3	2.6	-0.4	3.8	13.4	0.1	49.0
3Q	4.9	-4.3	-3.1	3.1	3.7	-0.1	49.7
4Q	5.2	0.8	2.9	3.0	8.4	-0.3	49.3
24年1Q	5.3	5.6	5.1	4.5	3.1	0.0	49.7
2Q	4.7	9.0	5.6	3.9	2.7	0.3	49.8
3Q	4.6	5.5	2.0	3.4	2.6	0.5	49.4
4Q	5.4	9.3	-2.4	3.2	4.0	0.2	50.2
25年1Q	5.4	6.9	-6.0	4.2	4.6	-0.1	49.9

(注) 四半期データについて、輸出入のデータは筆者が人民元建ての原計数から算出、消費財売上総額および消費者物価は月次の前年比伸び率の平均値。ただし、各年1Qは国家統計局の公表値。

(資料：国家統計局、CEIC)

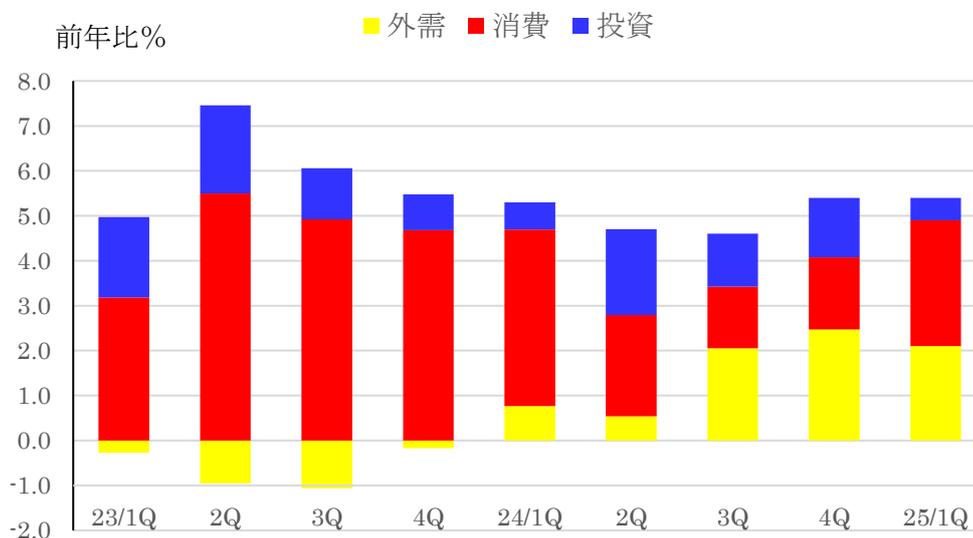
## 2. マクロ経済指標の推移

### (1) 1Q (1~3 月期) GDP 成長は内需寄与度の弱さが持続

1Q の実質 GDP 成長率は前年比+5.4%と予想をやや上回る伸びだったが、その中身を見ると、昨年後半に続いて外需の寄与度が高く、内需の弱さが目立つ。

24 年は外需の寄与度が年後半に高まり、GDP 成長率を押し上げた（外需寄与度前年比 24 年 1Q+0.8%、2Q+0.5%、3Q+2.1%、4Q+2.5%）（図表 2 参照）。一方、内需の寄与度は消費、投資とも小さかったが、とくに消費の寄与度が年後半に縮小した（消費寄与度前年比 24 年 1Q+3.9%、2Q+2.3%、3Q+1.4%、4Q+1.6%）。25 年 1Q は外需の寄与度が同+2.1%、消費の寄与度が回復したが、内需は同+3.3%（消費+2.8%、投資+0.5%）と引き続き停滞傾向が続いている。

【図表 2】 実質 GDP 成長率へのコンポーネント別寄与度推移



(資料 CEIC)

1Q の外需の高い伸びは、第 1 に、トランプ大統領による関税大幅引き上げが 4 月以降実施されたため、その前の駆け込み輸出が増加した。第 2 に、内需の伸びが鈍化したことにより輸入のマイナス幅が拡大したことも影響した。

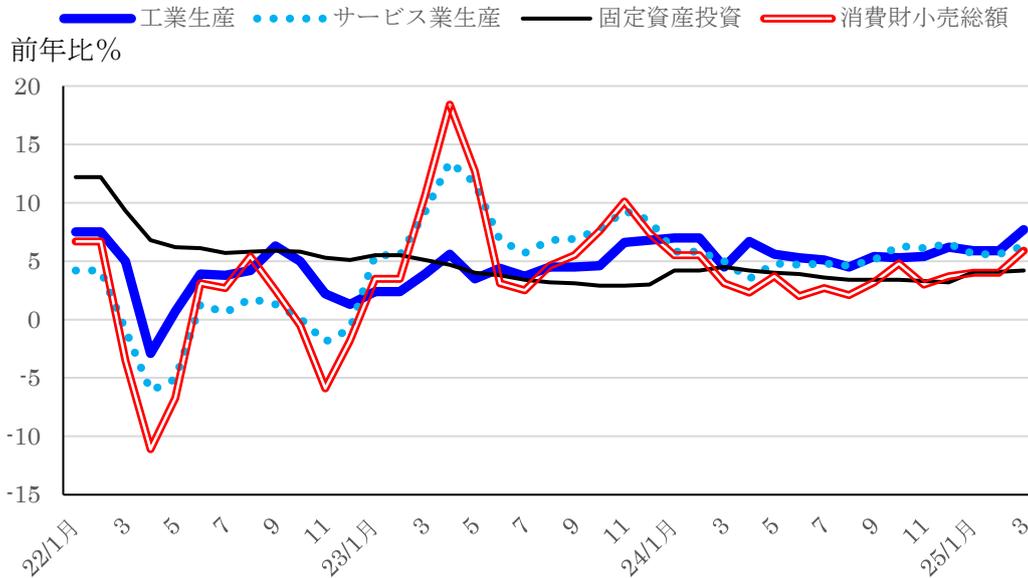
### (2) 主要経済指標は昨秋以降若干上向きながら、改善は小幅

主要なマクロ経済指標の月次推移を見ると、昨年 9 月下旬に中央政府が金融財政両面から景気刺激策を発表したことから、10 月以降、工業生産、サービス業生産、消費財小売総額の前年同月比伸び率が若干上向いた。その傾向はサービス業生産を除いて本年 1Q も続いているほか、固定資産投資の伸び率も若干回復した。しかし、景気刺激策の中身がモデレートなものだったほか、先行きはトランプショックの影響も懸念されることから、マクロ指標の改善も小幅なものにとどまった。

四半期ベースのデータの推移を見ると、工業生産は 24 年 4Q 前年比（各月伸び率の平均）+5.6%から 25 年 1Q 同+6.5%、消費財小売総額は 4Q 同+4.0%から

1Q 同+4.6%、固定資産投資は 24 年通年前年比+3.2%から 1Q 同+4.2%とそれぞれ小幅の改善を示した。一方、サービス業生産は 4Q 同+6.3%から 1Q+5.8%と伸び率が若干低下した。

【図表 3】 主要経済指標の月次推移

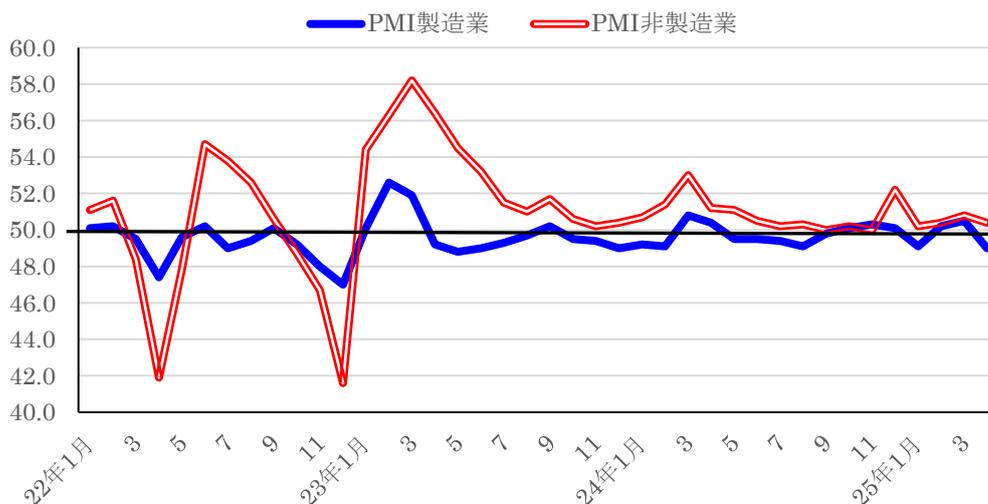


(資料 CEIC)

(4) 景況感も若干改善ながら一進一退の状況

こうした状況を背景に、景況感を示す PMI<sup>1</sup> (購買担当者景気指数) も昨年 10 月以降やや改善が見られるが、依然一進一退の状況が続いている (図表 4 参照)。

【図表 4】 PMI (購買担当者景気指数) 製造業・非製造業



(資料 : CEIC)

<sup>1</sup> 企業の購買担当者へ景況感に関するアンケート調査を実施して集計したもの。50 を上回れば景気は改善、下回ると悪化。

PMI 製造業は、23 年 4 月から 24 年 9 月までの 1 年半の間、一時的な例外を除いて 50 を下回っていた。24 年 9 月下旬以降、中央政府が相次いで金融財政両面の景気刺激策を発表したため、24 年 10～12 月は 50 をわずかに上回った。しかし、本年入り後、1 月に再び 50 を割った。2～3 月は 50 を上回ったが、4 月に再び 50 割れとなった。非製造業も 12 月に一時的に改善したが、1 月以降は引き続き低調。

以上のように、昨秋以降、景況感は若干の改善が見られてはいるが、その回復は力強さを欠いている。その主な要因は、不動産市場の停滞持続、トランプショックが及ぼす悪影響への不安、高度成長終焉による経済回復への自信喪失の後遺症持続、政府の比較的慎重な景気対策の中身等にあると考えられる。

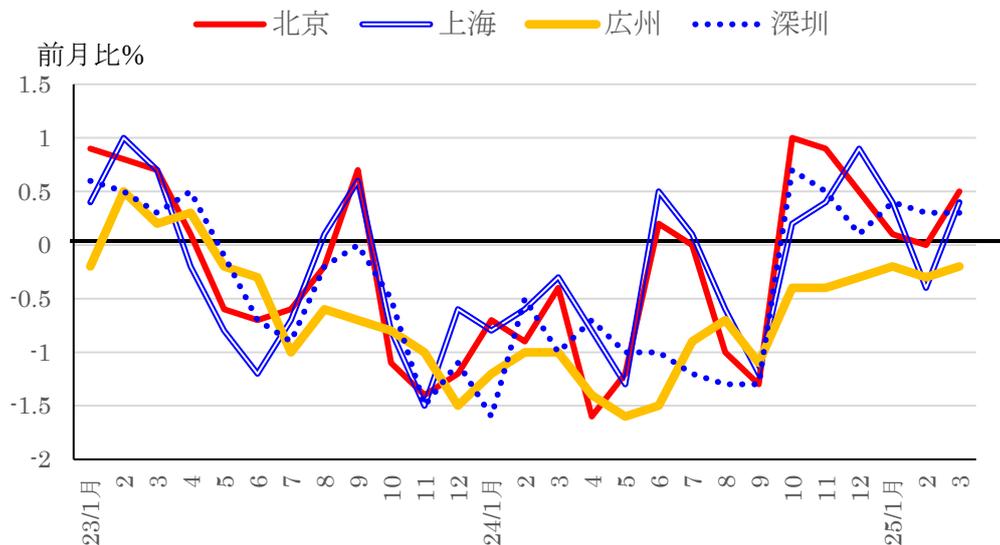
### (3) 不動産市場は 1～2 級都市で改善の兆し

#### ①住宅販売価格・面積動向

24 年 9 月下旬以降の金融財政両面からの景気刺激策、不動産対策の実施<sup>2</sup>を背景に、不動産市場は 24 年 10 月以降、1～2 級都市を中心に若干ながら改善の兆しが見られ始めている。

全国に 4 都市しかない 1 級都市、北京、上海、広州、深圳の中古住宅販売価格の前月比の推移を見ると（図表 5 参照）、24 年 10 月以降、北京と上海は 25 年 2 月を除いて両都市共に前月比プラスで推移、深圳はずっとプラスを保っている。広州は依然として前月比下落傾向が続いているが、その下落幅は徐々に縮小傾向にある。

【図表 5】北京、上海、広州、深圳の中古住宅販売価格前月比の推移



(資料 国家統計局)

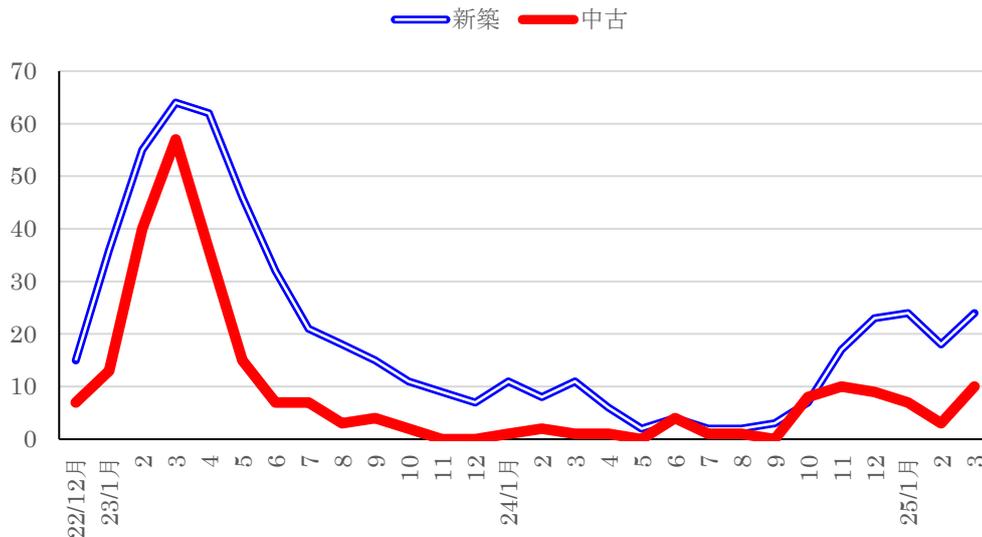
<sup>2</sup> 政策措置の詳細は、HP 筆者コラム 2024.11.29 掲載の「7～9 月期の回復が予想外に鈍かった背景」p.9～10 を参照。

<https://cigs.canon/uploads/2024/11/e08c08ab5d12b4d170b1fcaad38b9c02bc7b278c.pdf>

全国の70大都市における中古物件と新築物件について、住宅販売価格の前月比が上昇した都市数の推移を見ても（図表6参照）同様に改善傾向が見られた。

中古住宅は23年8月以降、新築物件は24年5月以降、いずれも値上がりした都市がほとんどなくなり、大半の都市において価格が下落していた。しかし、24年10月以降は、中古、新築のいずれについても前月比で価格が上昇した都市の数が増え始めている。これは、前述の1級都市と同様の回復傾向を示している。

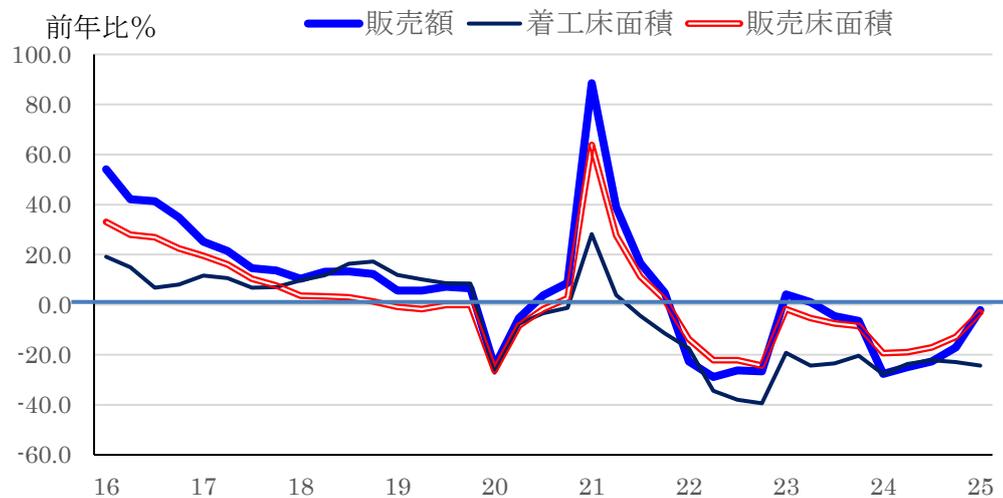
【図表6】70大都市住宅販売価格指数:前月比上昇した都市数の推移



(資料 国家統計局)

この間、不動産販売額、販売・着工床面積を見ると（図表7参照）、25年1Qの不動産販売額は前年比-2.1%、販売面積は同-3.1%と、同-20%前後で推移していた前年に比べてマイナス幅が顕著に縮小した。しかし、着工床面積は同-24.4%と依然として深刻な停滞が続いている。

【図表7】不動産販売額、販売・着工床面積



(資料 : CEIC)

### 3. コンポーネント別動向

#### (1) 外需：25年1Qの輸出増加の要因

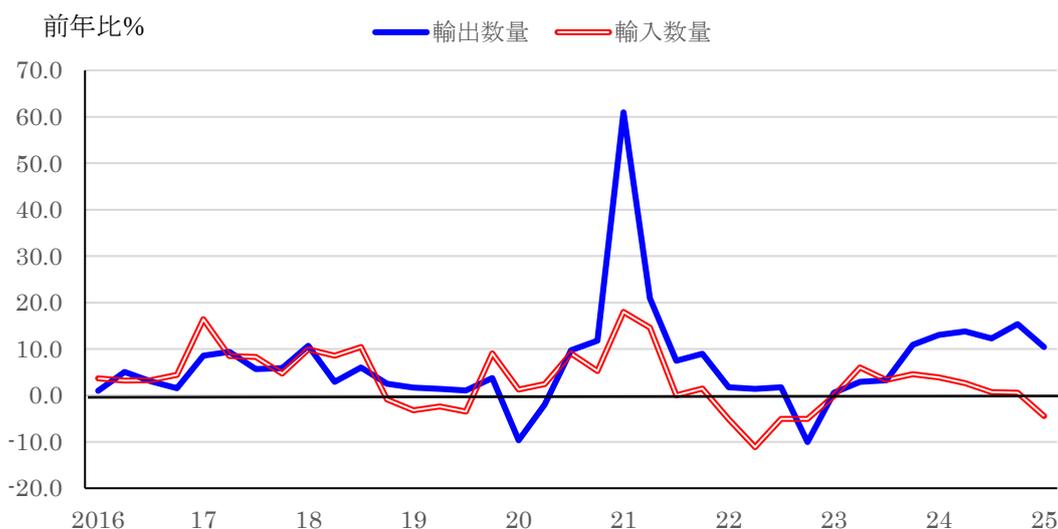
25年1Qの輸出（人民元ベース）は前年比+6.9%と前期（2Q同+9.3%）に比べて伸び率が低下した。一方、輸入も同-6.0%（同-2.4%）と前期に比べて伸び率が低下した。貿易収支は19,628億元（同21,248億元）と黒字幅が縮小した。

この間、価格要因を除去した数量ベースで見ると、1Qの輸出数量の伸びは前年比+10.4%と前期（同+15.4%）に比べて伸び率が低下したが、内需の停滞を背景に輸入数量が同-4.5%と前期（同+0.5%）に比べて低下したため（図表8参照）、GDP成長率に対する外需の寄与度は前年比+2.1%と前期（同+2.5%）に続いて大きかった。

1Qの輸出額（USドルベース）を地域別に見ると、米国向けが前年比+5.0%（前期同+10.5%）、EU向けが同+4.1%（前期同+9.6%）、アセアン向けが同+7.8%（前期同+16.6%）といずれも伸び率が低下した。4Qは米国の関税引き上げ前の駆け込み輸出が伸びたため、米国向け、アセアン向け（迂回輸出）が共に伸びた。トランプ政権が追加関税引き上げの実施を2月実施から4月実施へと実施時期を遅らせたため、1~3月も追加関税前の駆け込み輸出が予想以上に増大した。欧州向けは10月末以降、EV関税が引き上げられたため、1Qは前期の駆け込み輸出の反動もあって、伸び率が低下した。

4月以降はトランプ政権が大幅な追加関税引き上げを実施したため、対米輸出、その迂回輸出ルートとなっていたアセアン向け輸出共に減少が予想されている。

【図表8】 輸出入数量の推移

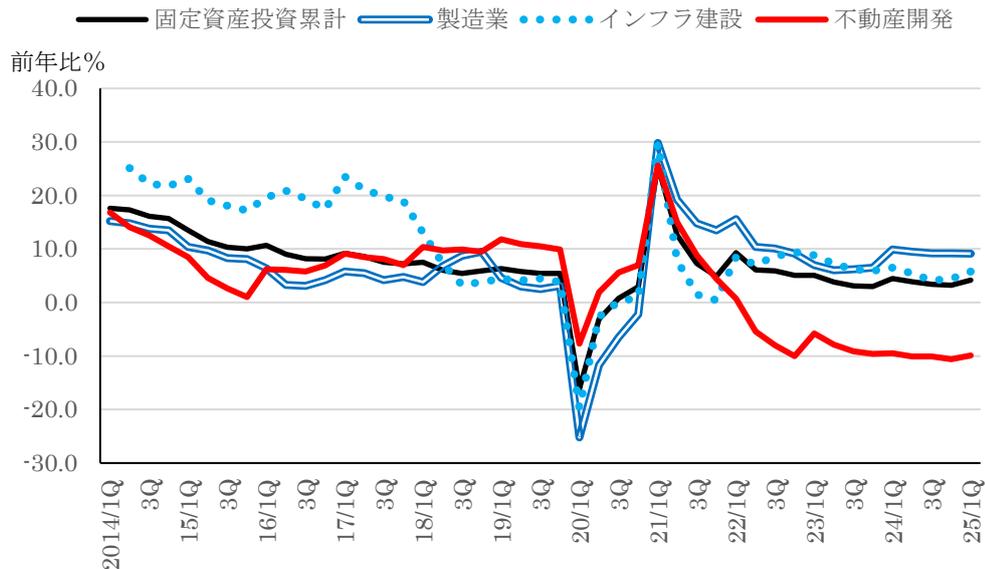


(資料 CEIC)

(2) 投資：製造業、インフラ建設は堅調、不動産開発投資はマイナス幅拡大

25年1Qの固定資産投資は前年比+4.2%と24年通年（同+3.2%）に比べて伸びがやや高まった（図表9参照）。産業分野別の伸び率を見ると、製造業設備投資は前年比+9.1%と前年（同+9.2%）に比べて微減。インフラ建設投資は同+5.8%と前年（同+4.4%）を上回った。不動産開発投資は同-9.9%と前期（同-10.6%）に比べてマイナス幅が若干縮小したが、依然として深刻な停滞が持続。

【図表9】固定資産投資（年初来累計前年比）の推移



(資料 CEIC)

①製造業設備投資

製造業設備投資は24年1Q以降前年比の伸びが若干鈍化しているが、ずっと9%台で堅調に推移している。このうち民間企業は1Q前年比+9.7%と堅調持続ながら、24年通年（同+10.8%）に比べて伸びが若干鈍化した。業種別に見ると、航空宇宙関係が同+30.3、コンピュータ関連が同+28.5%などが高い伸びを示している。

設備投資に影響を及ぼす工業設備稼働率は1Qが74.1%と前期（76.2%）に比べて下落した（図表10参照）。これは、「新三様」（新・三種の神器）と呼ばれる、電気自動車、リチウムイオン電池、太陽光パネルの全てが過剰生産、生産能力過剰に直面していることが主な要因と見られている。

企業収益率を見ると、1Qは4.70%と前期（5.39%）を下回り、22年以降の下降傾向が続いている（図表11参照）。これは供給過剰によって製品販売価格が下落し、企業収益が悪化したことによるもの。太陽光パネルは主要7社のうち5社が24年の年間収益が赤字に転落、他の2社も減益となったと報じられている。

以上の状況を考慮すれば、当面は内需が顕著に好転する可能性が高くないこともあって、製造業設備投資の伸び率が高まっていくことは考えにくい。

【図表 10】 工業設備稼働率の推移



(資料 CEIC)

【図表 11】 企業利益率（工業企業主營業務収入利潤率、年初来累計前年比）の推移



(資料 CEIC)

## ②インフラ建設投資

1Qのインフラ建設投資は前年比+5.8%と24年通年(同+4.4%)に比べて伸び率が高まった(同1~3月+6.5%、1~6月+5.4%、1~9月同+4.1%) (図表9参照)。地方政府の財源不足を背景に24年5月後半以降、地方財政支出の停滞が深刻化していた。しかし、9月下旬以降、中央政府による国債発行、地方政府による専項債(インフラ建設に充当する地方債)発行の増大等により地方政府の財政支出増大を促進する政策が実施された。本年3月の全人代では、財政赤字幅をさらに拡大し、地方財政支援のための財源確保の姿勢を明確に示した。地方政府は依然として

厳しい財源不足に直面しているが、中央政府からの財政支援拡大を背景に、インフラ建設の伸び率低下傾向に歯止めがかかりつつある。

### ③不動産開発投資

1Qの不動産開発投資は前年比-9.9%と24年通年(同-10.6%)に比べてマイナス幅が若干縮小したが、依然深刻な停滞が続いている(図表9参照)。

不動産市場動向については前述のとおり、昨年10月以降、1級都市、70大都市の不動産販売価格に改善の兆しが見られ始めている(図表5、6参照)。これは昨秋まで下げ止まりの兆しすら見られなかった状況に比べるとやや明るい材料と受け止められている。

しかし、依然として不動産価格が下げ止まり、持続的に上昇に転じるまでには時間を要すると見られている。一部の楽観的な見方では、1~2級都市の不動産価格は年末頃までに下げ止まるとの見方もあるが、多くのエコノミストは下げ止まりの時期は早くても26年以降と見方である。このため、当面は新たに不動産を開発するインセンティブは乏しく、不動産開発投資には改善の兆しが見られていない。

### (3) 消費：沿海部主要都市は不振が目立つ

1Qの消費財小売総額は前年比+4.6%と前期(同+4.0%)の伸び率を上回った。これは、10月以降続いている買換え奨励等の消費拡大促進策が奏功したことによるもの。本年入り後、消費促進対象商品にスマホが加えられたことも支えになったと評価されている。

しかし、北京、上海、広州、深圳等の沿海部主要都市では不動産価格の下落に伴うマイナス資産効果が大きく、住居費、生活費の負担が大きい子育て中のファミリー層が家賃や物価の安い内陸部に移転したこともあって、消費の停滞が目立っている(1Q消費財小売総額前年比：北京-3.3%、上海-1.1%、広州+3.5%、深圳+3.1%)。経済の先行きに対する不安も根強く、消費行動における節約志向の基調は変わっていないため、消費行動が大きく変化することは考えにくい。それでも、内陸部主要都市では上記の消費促進策の効果もあって、沿海部に比べると、高い伸びを示している(1Q消費財小売総額前年比：武漢+7.3%、成都+6.0%)。

## 4. 2025年の経済展望と政策運営に対する評価

### (1) 外需

先行きについては、今のところトランプ関税の税率の着地点の見通しが立たず、関税率およびその他の貿易に関する米中交渉の結果によって左右されることから、輸出入の見通しが不透明。とはいえ、対米輸出の関税率が昨年に比べて引き上げられるのはほぼ確実と見られているため、米国向け輸出が大幅に減少する見通し。米国の対中姿勢を見ながら中国政府も制裁措置で対抗するため、対米輸出が減少すれば、米国からの輸入も減少する可能性が高い。そうなれば貿易収支への影響は輸出

の減少と輸入の減少がともに打ち消しあうことになる。

なお、中国政府は第1次トランプ政権の時に厳しい米中貿易摩擦を経験したため、その後対米輸出を抑制し、対米依存度を引き下げる措置をとってきた。その結果、中国の輸出全体に占める米国向け輸出の比率は、2018年の19.2%から2024年には14.7%に低下した。このため、本年の対米輸出が半減したとしても、輸出全体に与える影響は7%程度の減少にとどまる。

## (2) 内需

投資については、製造業設備投資が引き続き堅調を維持する見通しであるが、1Qの工場設備稼働率、収益率がともに低下していることから、先行き伸び率が高まっていくことは考えにくい。インフラ建設投資については、中央政府が財政赤字を拡大して地方財政を支援する姿勢を示している。しかし、中国は2008年以降実施したいわゆる4兆元の財政刺激策が非効率なインフラ建設を増大させて不良債権化し、長期にわたり処理に苦しんだ経験がある。このため、将来の財政負担を増大させる不採算投資は引き続き抑制すると考えられることから、それほど高い伸びは期待できない。不動産開発投資は、一部の主要都市で不動産販売価格の低下傾向に変化の兆しがあるとはいえ、下げ止まったとは言えない状況のため、足元の開発投資は依然として深刻な停滞が続いている。販売価格が下げ止まる時期は楽観的な見通しに立っても本年末頃とみられているため、それが開発投資拡大意欲につながるのには来年以降になる見通し。このため、不動産開発投資の改善の見通しは暗い。

この間、消費については、中央政府が全人代の政府活動報告の中でも、消費拡大策を重視する姿勢を示しているほか、中央政府から地方政府への財政支援も増大するとみられるため、一定程度の改善が期待できる。

## (3) 政府の政策運営に対する不満の緩和

足元の経済に対する見方は、最悪期を脱しつつあると受け止められている。その背景には、昨秋以降の中央政府による景気刺激策への注力姿勢の継続が3月の全人代の政府活動報告でも確認できたことがある。不動産販売価格や販売面積も、一部の主要都市で改善傾向が続いている。本年入り後、DeepSeek、人型ロボット、アニメ映画「ナタ 魔童の大暴れ」といった世界の注目を集める製品が相次いで登場したことも、お先真っ暗だった自信喪失状態の改善に一役を買っている。

加えて、世界に目を向ければ、トランプ政権下の米国や経済停滞に苦しむ欧州に比べれば、中国の方が政治経済とも安定していると気づき始めた。昨年最悪期には中国の成長率が4%を上回れば、先進国に比べて十分高い成長率であると頭では理解しても、多くの中国人の自信回復にはつながらない様子だったが、年明け後は少し冷静に世界経済における中国の立ち位置を見られるようになってきている。

経済のみならず、米国の民主主義体制がこれほど混乱を招いている状況を見ると、中国の政治・社会制度もそれほど悪くはないと思う人が増えている。

以上のような見方の広がりを背景に、中国政府の政策運営に対する不満の声も昨年と比べて弱まっているように感じられた。

## 5. 日本企業の対中投資姿勢の積極化

トランプ政権発足後、米中関係が一段と悪化する状況下、中国政府の石破内閣に対する高い評価もあって、日中関係改善を後押しする傾向が持続している。具体的には、昨年 11 月末のビザ発給規制の緩和に加え、水産物、コメ、牛肉の輸入禁止措置の緩和も近づいていると期待されている。また、日本企業に対する地方政府の対応を見ても、従来であれば面会を申し入れても受けなかった高官が面談に応じるようになってきているなど、日中関係の改善を歓迎する声を聴くことが増えてきている。

そうした日中関係改善のおかげで、年明け後、部課長級の出張者が顕著に増加している。一部の企業では、依然として中国出張に際して PC を持って行かないようにするなどの対応が見られているが、反スパイ法の運用実態に対する理解が進むにつれて、そこまで神経質になる必要はないと考える企業が増えている。

多くの日本企業で中国出張を控えるように規制していた制限措置も緩和され、日本企業の顧客幹部を中国各地に案内し、投資環境を説明する仕事も増加している。

ある大手企業では、本社経営陣がトランプ政権発足後の米国の混乱ぶりを見て、中国の政治経済の相対的な安定性を評価するようになったため、以前と比べて組織内での中国ビジネスへの逆風が弱まっている由。

それでも前述のような内陸部主導の経済発展への移行に合わせて、柔軟な資源配分に取り組む動きは鈍い。内陸部市場開拓やそのために必要な製品開発に必要な人員体制等を内陸部重視方向に修正し、内陸部各地の市場ニーズを的確につかみに行っている企業は少ない。このため、日本企業の内陸部拠点の縮小・撤退傾向は依然として続いている。

以上