

2025 年 7 月 23 日

通貨ニュース

中国：上半期経済・為替の総括～米国による中国封じ込めを回避出来るか

政府目標は維持も、景気はやや停滞気味

25 年 4～6 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+5.2%と 1～3 月期の同+5.4%から減速したものの、市場予想の同+5.1%を上回った(図表 1)。上半期は政府目標の+5.0%前後を維持した格好だが、足許の景況感を確認する限り目に見えて景気が回復しているとも言い難い状況だ(図表 2、3)。業種別でみると、第 3 次産業が同+5.7%と前四半期の同+5.3%から加速したが、内需の持ち直しを示唆するデータに乏しいのも事実だ。図表 4 に示される通り、小売売上高は 25 年に入り増勢を維持してきたが、直近の 6 月には政府の補助金効果がありながらも伸びが鈍化、PMI から近年の課題である雇用の持ち直しが確認されない中で、消費者信頼感指数の持ち直しも限定的である。また、不動産市況についても低迷が続いており(図表 5)、逆資産効果の影響で景気や消費者心理が押し上げられない状況と読める。総じて数字ほどの力強さがあるようにも映らず、引き続き政府の財政出動を通じた景気支援が必要なものと考えられる。

米国の中国封じが目下のリスク

輸出状況に目を向けると、健闘が続いているというのが正直な印象である。従前の予想通り、米国向けの輸出は米中貿易摩擦の激化に伴って大きく数字を落とすかたちとなっているが、これを他の地域への輸出で補っている構図になっている(図表 6)。25 年に入り ASEAN などの近隣国や欧州への輸出増加が目立っている。こうした中で警戒されるのは、米国が中国からの迂回輸出に対する関税を強化することであるが、その動きはにわかに進んでいる。ベトナムは 7 月上旬に米国との間で関税交渉が合意に至ったが、4 月には 46%と高い相互関税率が提示されたものの、20%で着地したと報じられている。しかし、迂回輸出に対しては 40%の税率が設定されることにもなっており、これは明らかに中国からベトナムを経由した輸出が意識されているだろう。その他、同様の動きがタイなどの迂回輸出国でも進む可能性があり、結果的に中国の輸出にも打撃となることも想定される。GDP 統計でも示唆されるように、ここ数年の中国経済は外需頼りの様相を呈しており、中国自身だけでなく周辺国の米国との交渉の行方が年間の目標達成のポイントになってきそうだ。

相対的に安い CNY

上半期の CNY 相場について、米国との関税交渉が難航した局面において 7.35 近辺を推移する時間帯が見られたものの、それ以降は持ち直した(図表 7)。もっとも、これは対ドルでの動きであり、上半期にこれまでのドル高が大きく修正されたことを踏まえれば、やや特殊なものであったと読める。実際に東アジア通貨の比較では CNY の上昇幅は限定的であり(図表 8)、これは他のアジア通貨との比較でも同様だ。この要因の 1 つには中国人民銀行(PBoC)の政策スタンスがあると考えている。上半期を通じ相場の急変には警戒感を示すもの

国際為替部

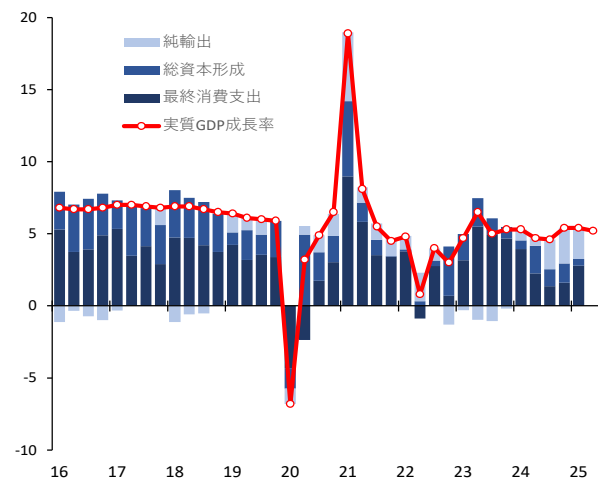
シニアマーケット・エコノミスト

堀 堯大

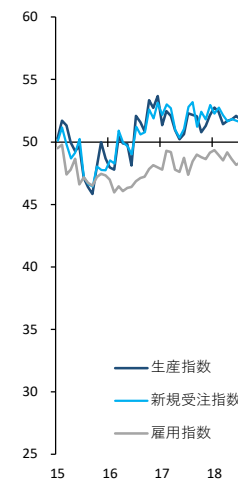
03-3242-7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

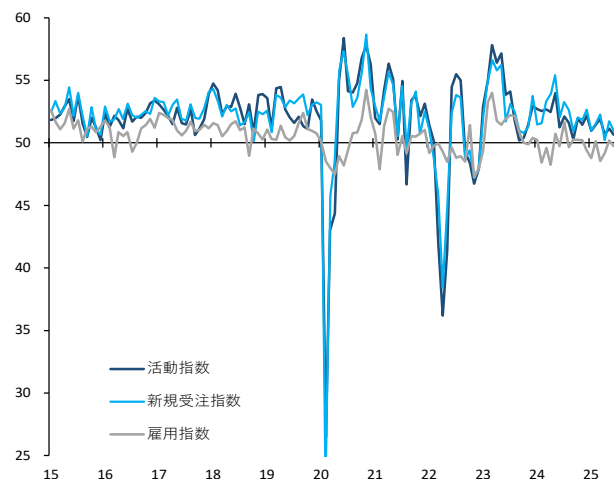
の、貿易交渉の過程で生じた一時的な CNY 安を許容してきた。また、PBoC は景気支援の観点から今後も必要に応じて追加の金融緩和を実施する姿勢を示している。足許の貿易実績が堅調であるのも、CNY 安相場が継続したことと決して無関係ではないだろう。もっとも、足許の相場を米国が看過するとも考えにくく、6 月に公表された為替報告書では、主要貿易相手国の中でも為替政策やその慣行に関する透明性が欠如している点を指摘し、その修正を要求している。その上で今後、CNY 相場に対して公式または非公式の手段を通して介入しているとの証拠が得られた場合、為替操作国として認定する可能性も示唆していることから、トランプ政権と習近平政権の罅迫り合いは貿易交渉のみならず為替にも波及することも考えられる。下半期について、財政出動や金融緩和を通じて、景気の押し上げを図る方針は続こうが、先述の通貨政策を踏まえても CNY 上昇余地が限られると予想する。目下のリスクは米中貿易交渉の行方であることは当面変わらない。

図表 1: 実質 GDP 成長率の推移(前年比%、%ポイント)


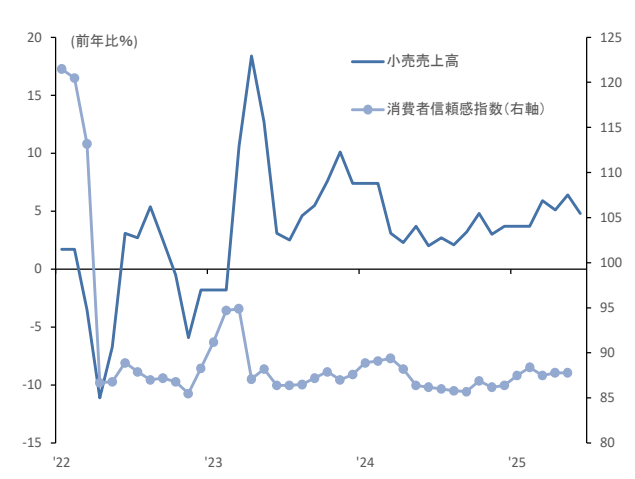
出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 25 年 1～3 月期は成長率のみ

図表 2: 製造業 PMI


出所: Markit、みずほ銀行

図表 3: 非製造業 PMI


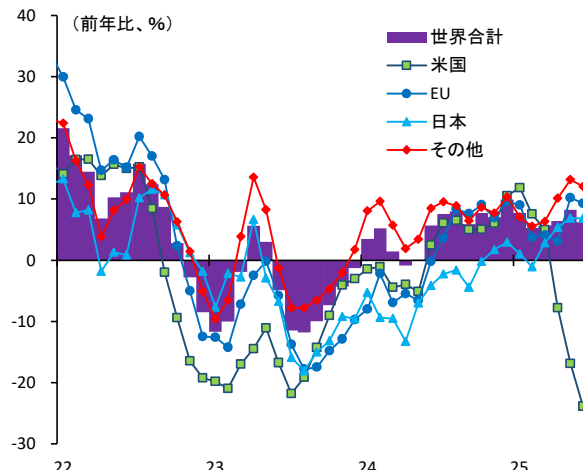
出所: Markit、みずほ銀行

図表 4: 小売売上高と消費者マインドの動向


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 不動産投資と新築住宅販売価格

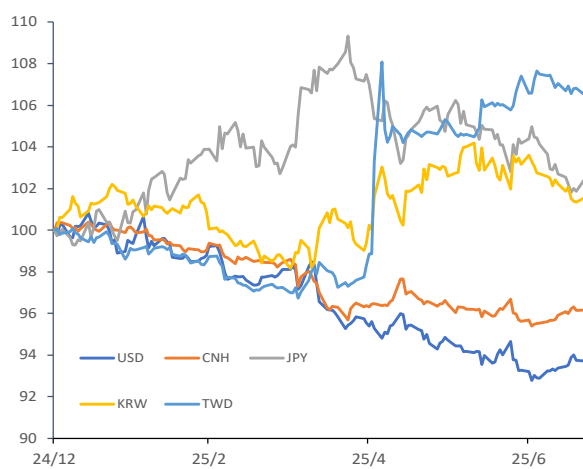

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 国・地域別の輸出実績


出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 後方 3 か月移動平均

図表 7: CNY の動向


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: 各国の名目実効為替レート


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 注: 2024/12=100 とした

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。