

2025 年 10 月 20 日

通貨ニュース

中国:7～9 月期実質 GDP は減速も、通年目標の+5.0%成長達成を視野に

25 年 7～9 月期実質 GDP 成長率は予想通りの減速

25 年 7～9 月期実質 GDP 成長率は前年同期比 4.8%と 4～6 月期の同+5.2%から減速したものの、市場予想の同+4.7%を上回った(図表 1)。もともと、上半期に GDP を牽引したのは、米中貿易摩擦の深刻化を見込んだ輸出の前倒しであったという見方は強く、この影響は今後剥落していくと見込まれていた中で、ある程度減速することは織り込まれていた印象だ。業種別でみると、第 3 次産業が前四半期の同+5.7%から同+5.4%へ、第 2 次産業は同+4.8%から同+4.2%へ減速も、第 1 次産業は同+3.8%から同+4.0%へ加速した。

GDP への寄与度など詳細データは一部未公表であるが、7～9 月期についても引き続き外需部門の健闘が続いているように映る。25 年の輸出状況を見ると、2 月以降は 7 か月連続で前年を上回っており、貿易黒字の観点でも年初来からの比較で過去最高を記録した昨年より約+26%上回る+8751 億ドルを計上している。国別に見ると、従前から予想された米国への輸出の減速を欧州や ASEAN 諸国向けの輸出増で補っており、輸出の落ち込みに伴う景気減速懸念を今のところは払拭出来ている状況だ(図表 2)。米国との関税交渉について、現在は関税発動の猶予期間であるが、トランプ政権は 11 月 1 日以降、中国からの輸入品に 100%の追加関税を課す方針を示している。この対応は中国のレアアース輸出規制に関する姿勢を踏まえたものであり、短期的に解決を見込める論点ではないだろう。本欄では今月末に控える APEC(アジア太平洋経済協力会議)首脳会議でトランプ・習両氏が面会した上で、関税発動を再延期(ないし一時的に緩和)すると予想しているが、リスクシナリオとして 11 月以降の両国間の関税強化には警戒したいところだ。対米貿易の動向は中国経済にとって存在感は弱まっているものの、景気下押し材料としては依然無視は出来ない。

国内経済については、図表 3、4 で示唆される通り、逆資産効果の影響で借入需要は停滞しているほか、不動産市場の冷え込み解消にも時間を要している状況だ。かかる中、第 20 期中央委員会第 4 回全体会議(4 中全会)が 20～23 日に実施され、ここでは主に 2026～30 年にかけての経済政策(第 15 次 5 か年計画)が策定される。閉幕日の 23 日に 5 か年計画の概要を含むコミュニケが公表されるが、必然的に現在の中国経済の状況や課題認識にも言及があるはずだ。引き続き政府の景気支援は続くと思込まれるが、その内容も含めてどのような情報発信を行うかには注目が集まる。

内需停滞により長引くデフインフレ

物価動向について、2025 年もデフインフレはここまで継続している状況だ。直近の 9 月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.3%と 8 月に続きマイナス圏を推移した。川上の生産者物価指数(PPI)に目を向けても同▲2.3%とこちらは 3 年

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

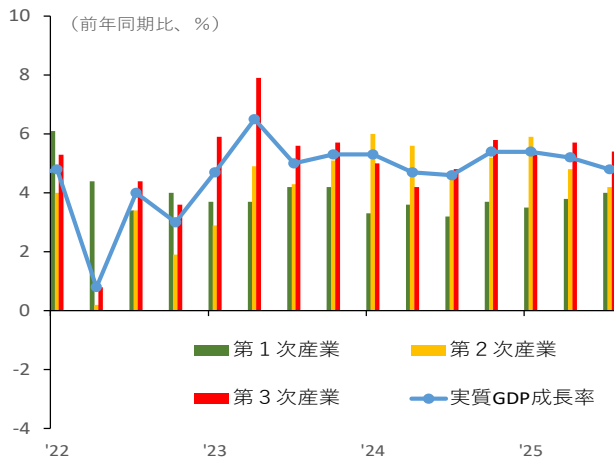
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

にわたってプラスを記録していない状況だ(図表 5)。これらの数字も中国の内需の弱さを露呈する材料となっているが、食料品とエネルギーを除いたコア CPI については同+1.0%と 17 か月ぶりの高い伸びとなった。長らくコア CPI も低位安定していること、前月比ではゼロ近辺での推移(+0.1%)となっている点を踏まえると決して過大評価はできないが、鉄鋼・石炭などデフインフレ脱却の兆しが見える分野も出てきている。今後については、内需の動向のほか国内業者による過剰な価格競争を当局がいかに制御していくかがポイントとなっていくだろう。特に後者については、中国国内では「内巻」と表現されており、特定分野に於ける過剰生産が需給ギャップの歪みを深刻化させ、強いインフレ下押し圧力となっているとの指摘も強まっている。貿易の観点からも、中国の過剰生産は意図せぬ国際的な価格競争と保護主義化を引き起こしかねず、既に欧米諸国は電気自動車をはじめ複数の分野で中国への批判を強めている。当局としても内外の経済情勢に鑑みれば戦略部門に対する政策支援方針見直しの必要性は高まっている。

年初来高値圏の推移が続く CNY だが、上値更新の余地は小さい

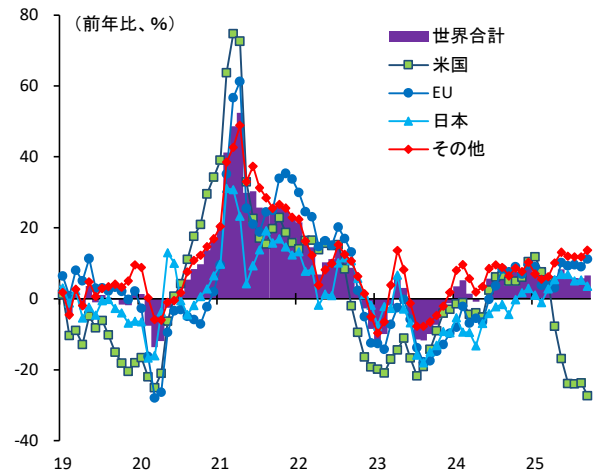
CNY 相場は上半期こそ 7.35 近辺まで値を下げていたが、それ以降は米国の利下げ観測の強まりなどが支援材料になりつつ持ち直しが続いている。対米金利差に目を向けても、対米金利差の縮小に付随する格好で値を上げている点を確認できる(図表 6)。特に、上半期は米国との関税交渉が難航したタイミングで CNY は大きく値を下げたが、現在、関税交渉のステータスは大きく変わらないものの、CNY 売りは進んでいない。この要因として、中国が米国以外に販路を切り替えて輸出の落ち込みを回避していることや本欄の想定のように市場がトランプ政権は結局関税強化を見送るという可能性を織り込んでいることなどが考えられる。引き続き 11 月以降の対米貿易交渉の行方が気になるものの、金融政策の観点からは CNY が上値を更新する余地はそれほど大きくないと考えている。米国側は 9 月 FOMC の内容を踏まえると連続かつ大幅利下げに踏み込む可能性が限定的であること、中国側は先述の国内経済の課題を踏まえて、金融緩和を基本線とすることが濃厚であるためだ。為替レートについても直近では中国人民銀行は CNY 高方向への動きを容認しているものの、中国景気を牽引しているのが輸出関連部門であることを勘案すれば CNY 高が継続すればより敏感に対応するはずであり、この点も CNY の上値を押さえるだろう。かかる中、本欄では年末までの想定レンジを対ドルで 7.05~7.35 と予想する。

図表 1: 実質 GDP 成長率の推移(業種別、前年同期比%)

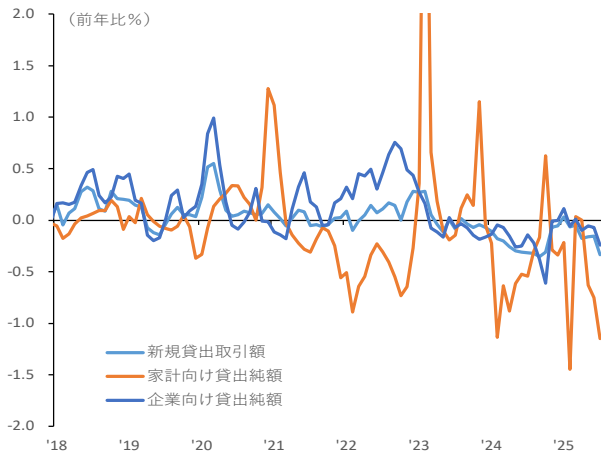


出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

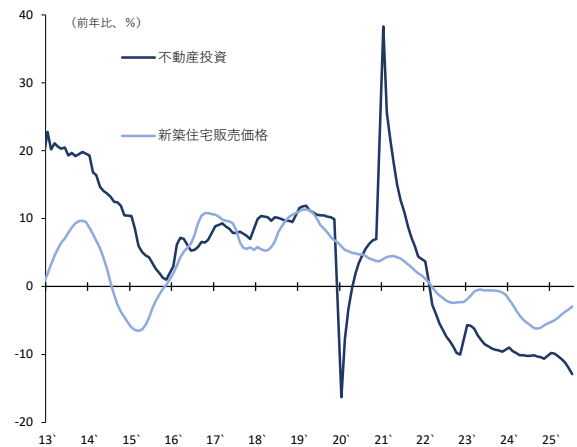
図表 2: 輸出実績(前年比%, 国別)



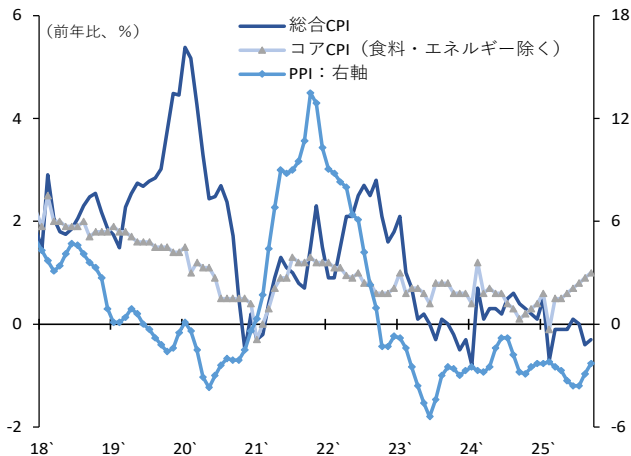
出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 後方 3 か月移動平均

図表 3: 新規貸出取引額の推移(前年比%)


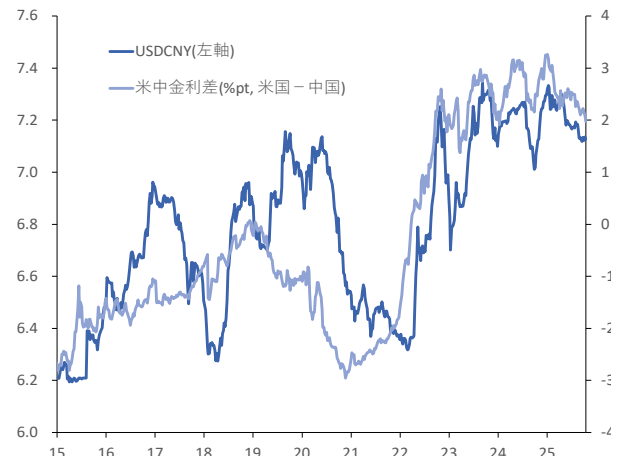
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 不動産投資と新築住宅販売価格(前年比%)


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 消費者物価・生産者物価指数の動向(前年比%)


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: CNYと対米金利差の動向


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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。