ともに挑む。ともに実る。
MIZUHO みずほ銀行

2025 年 12 月 16 日

通貨ニュース

中国：対照的な結果となった内需・外需関連の経済指標

国際為替部
シニアマーケット・エコノミスト
堀　尭大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

貿易黒字は1兆ドル超えも、内需関連指標は軟調な結果に

25 年中国の貿易黒字は過去最大を更新する見込みだ。11 月貿易収支は+1117 億ドルを計上、市場予想の+1031 億ドルを上回った（図表 1）。1～11 月の累計では+1.1 兆ドルの黒字となっており、前年の+9926 億ドルを上回っている。国別での実績を見ると、やはりトランプ関税の発動が意識される中で、米国向けの輸出が伸び悩んだが、ASEAN をはじめアジア、中南米、アフリカへの輸出増加分で補った格好である（図表 2）。11 月までの比較では輸出は前年同期比+5.2％増加したのに対して、輸入は同▲0.1％と前年割れになっている。貿易収支の内容を見る限り、輸出が伸びたのは事実であるが、内需の停滞により輸入の伸びが限定的であったことも推察される。

内需関連指標に目を向けると、やはり軟調な内容が目立った。11 月小売売上高は前年比+1.3％と市場予想の同+2.9％を大きく下回った（図表 3）。昨年同時期に消費財購入の補助金支給を開始したという一過性要因にも影響されたが、1 年が経過し、その効果にも限界が出てきつつあるとの指摘も見られた。不動産投資についても年初来で前年比▲15.9％とマイナスでの推移が継続している（図表 4）。また、不動産に限らず、それ以外の固定資産投資状況を見ても、減速傾向が強まっており、投資の面からも需要の弱さが窺える。

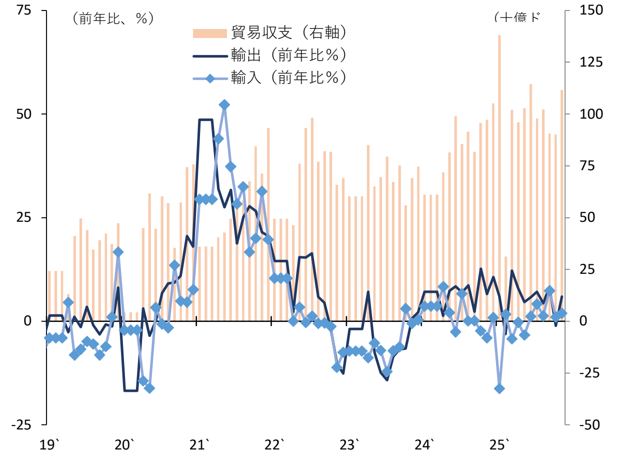
財政政策・金融政策の大枠は変わらず

上記の結果を踏まえて、景気押し上げ支援の必要性は改めて強まっている状況だ。一連の経済指標公表を前に、中国共産党は中央政治局会議を開催していたが、来年の経済政策について、「内需主導を堅持し、強固な国内市場を構築する」ことが最優先課題として挙げられた。その一環として「新質生産力（新たな質の生産力）」の育成にも注力する方針が示されており、AI や DX などの分野で西側諸国に追随していく意図がくみ取れる。外需部門については、「貿易紛争の調整を強化する」と説明しており、対米貿易摩擦の再燃に伴う輸出の落ち込みや ASEAN 諸国をはじめとする周辺国との自由貿易体制を維持・推進していくことが示唆された。財政政策に関しては今年と同様に「より積極的」な姿勢を維持し、金融政策についても、「適度に緩和的」と従来の姿勢を踏襲した。一方で、土地使用権売却収入の減少に伴う地方政府の財政悪化など、中国経済の先行き懸念となっている項目については「積極的かつ着実に解消する」と言及したものの、具体的な対応については来年 3 月の全人代で示されることとなりそうだ。今回の会合を見る限り、中国の財政・金融政策については従来の方針継続と読んで差し支えなさそうだが、中国経済の停滞感が意識される状況下、それらの規模も含めて市場の注目度は高まっている。

年初来高値圏の推移が続くCNY、当局は一定程度の CNY 高を容認か

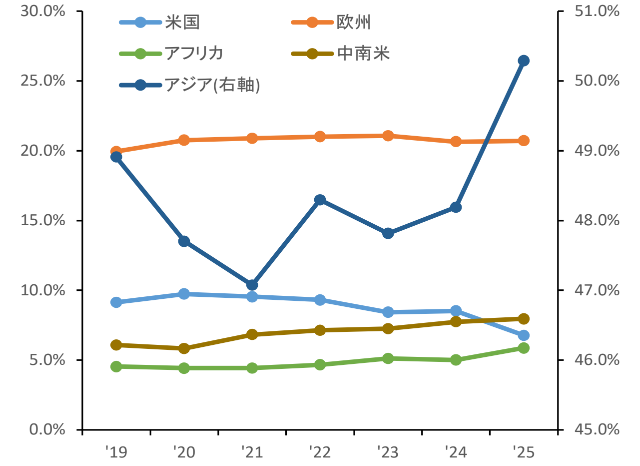
中国経済に関する先行き不透明感は払拭しきれないものの、CNY 相場は断続的に高値を更新する状況が続いている(図表 5)。12 月 FOMC にて米国が利下げ継続となったことで段階的な金利差の縮小が確認されるが、26 年以降の利下げペースは減速が見込まれる中で、両国の金利差縮小も近い将来に一巡する可能性は否めない。一方で、足許の CNY 高を支えている要因が中国人民銀行(PBoC)の基準値設定が CNY 高方向に設定されている点であろう。具体的には、日々の基準値設定の際に相場の過度な変動を抑えることを目的として逆因子要因(Counter-Cyclical Factor、以降 CCF と表記)を導入している。CCF による調整の実態は定かではないものの、この CCF の活用状況で PBoC の意向を推し量ることができる。ブルームバーグが算出した推計値の推移を確認すると、実勢レートが CNY 安方向に動いた際には特に CCF を用いて CNY 高方向の修正を施していることが確認できるが、CNY 高が続いた 11 月中も一定程度 CNY 高方向の修正を続けていた(図表 6)。もっとも、12 月に入ると一転して CNY 安方向への修正が入っていることも確認でき、これらの点を勘案すれば、PBoC の CNY 高許容範囲は本日の実勢レート近辺になるのかもしれない。先述の通り、中国経済が外需依存の様相が強まっている以上、行き過ぎた CNY 高にはけん制が入るはずであり、CNY の上値は限定的であると考えている。かかる中、本欄では年末までの想定レンジを対ドルで 7.04～7.15 と予想する。

図表 1:貿易収支の動向



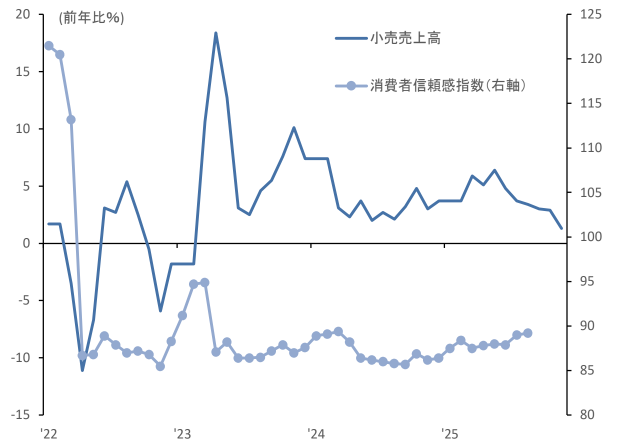
出所:Macrobond、みずほ銀行 注:後方 3 か月移動平均

図表 2:地域別輸出実績(前年比%)



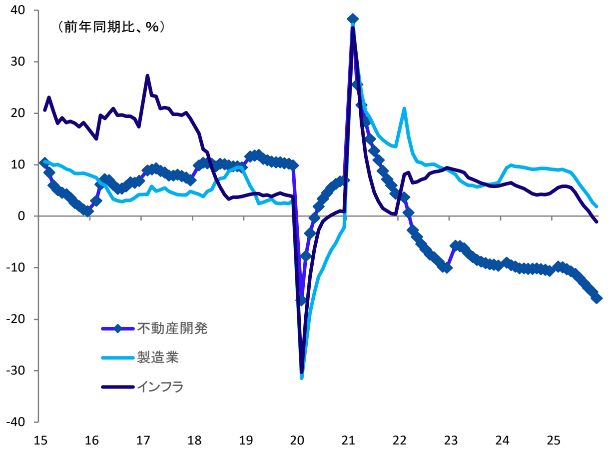
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行 注:25 年は 10 月までの実績

図表 3：小売売上高と消費者信頼感指数



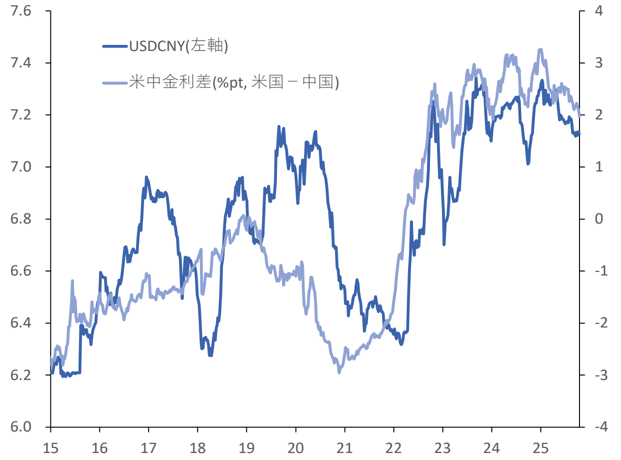
出所：Macrobond、みずほ銀行

図表 4：固定資産投資の状況



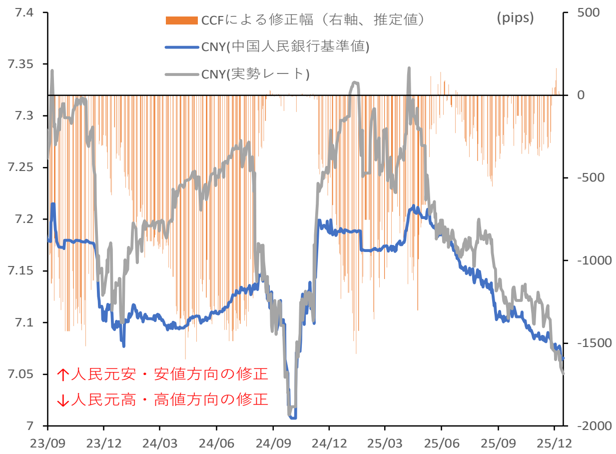
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5：CNY と対米金利差の動向



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6：CNY 基準値と逆因子要因（CCY）による調整状況



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に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。