



## 過剰設備のストック調整で中国経済は下振れのおそれ

客員研究員  
古金 義洋

### ○2025年の中国の成長率は前年と同じ5.0%だったが、成長ペースは25年入り後、急ブレーキがかかった

中国の経済成長ペースは2025年入り後、鈍化している。前年比でみた実質GDPの増加ペースは2025年1～3月同5.4%、4～6月同5.2%、7～9月同4.8%のあと、10～12月は4.5%と徐々に鈍化している。

通年でみた成長率は2023年5.4%、24年5.0%に続き、25年は24年と同水準の5.0%となった。中国政府は2025年の成長率目標を「5%前後」としており、この目標は一応クリアできたことになる。5%成長達成という点をみると、トランプ関税にもかかわらず、2025年の中国経済は、24年と同様の比較的良好なパフォーマンスだったと言えなくない。

だが、2025年10～12月の前年比成長率が4.5%になったことは、「4.5%」が25年の中国の成長実態だったことを示している。実は、2025年通年の成長率が5.0%と高くなったのは、24年後半の前期比成長ペースが速かったことによる「ゲタ」が原因で、25年中の経済の良好さを示しているわけではない。

季節調整済み前期比でみた成長率は、2024年7～9月、10～12月がそれぞれ1.5%と高く、年率換算では6%程度の高成長だった。この24年後半の前期比成長率の高さが、25年通年の成長率の「ゲタ」を押し上げた。25年に入ってから前期比成長率は、1～3月1.2%、4～6月1.0%、7～9月1.1%、10～12月1.2%と24年後半に比べ鈍化し、年率換算の成長率は4～5%にとどま

った。

そもそも、公表されている中国のGDP成長率の数値がさほど信頼の置けるものとはいにくい。ただ、この前期比成長率からみると、中国の成長率は2024年後半には、まだ年率6%程度と高かったが、25年に入り、成長に急ブレーキがかかっていたことがわかる。

### ○トランプ関税にもかかわらず、2025年は輸出が成長を牽引、投資の成長寄与が低下した

では、2025年に入って中国の成長に急ブレーキがかかったのはなぜか。2005年以降の中国の通年の実質GDP成長率の需要項目別寄与度をみたものが表1だ。

コロナショック前の2015～19年（5年間）の中国の成長率は平均6.7%と7%近かったが、うち消費の寄与度が4.3%、総固定資本形成の寄与度が2.4%なのに対し、純輸出の寄与度は0.1%とわずかで、消費と投資など内需主導の高成長だったことがわかる。

コロナショック時の2020～23年（4年間）の成長率は平均4.9%に低下したが、これは内需の寄与度低下によるもので、消費の寄与度が2.8%、総固定資本形成の寄与度が1.5%とそれぞれ低下し、その反面、純輸出の寄与度

(表1) 中国のGDP成長率と需要項目別寄与度 (%)

	成長率	寄与度		
		消費寄与度	投資寄与度	純輸出寄与度
2005-14	10.1	5.3	4.9	-0.2
2015-19	6.7	4.3	2.4	0.1
2020-23	4.9	2.8	1.5	0.6
2024	5.0	2.2	1.3	1.5
2025	5.0	2.6	0.8	1.6

(出所) 中国国家统计局、ブルームバーグデータより作成

は0.6%と幾分上昇した。

その後、2024年、25年の成長率はともに5.0%とそれ以前の4年間に比べわずかながら高まったが、24年については消費の寄与度が2.2%、総固定資本形成の寄与度が1.3%と低下したのに対し、純輸出の寄与度が1.5%と高まった。

さらに、2025年には消費の寄与度が2.6%とやや持ち直したが、総固定資本形成の寄与度は0.8%と低下し、その一方で、純輸出の寄与度は1.6%と一段と上昇し、純輸出が成長を牽引する形になった。

コロナショック以前は、中国の高成長は消費と投資の増加によって支えられていたが、コロナショック後、消費と投資の伸びは鈍化し、内需不振を補う形で、純輸出の寄与度がプラスに転じた。

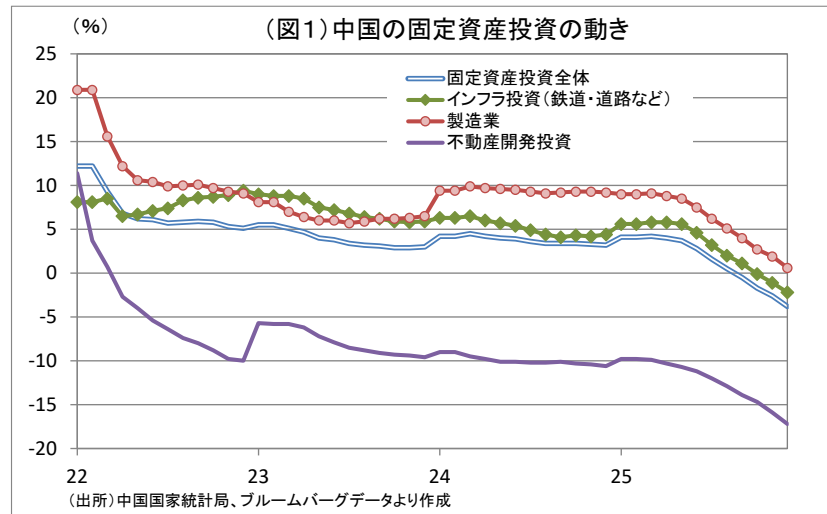
2025年は、トランプ関税にもかかわらず、純輸出の寄与度が前年に比べさらに上昇した。その反面、投資の寄与度が一段と低下し、投資の不振が25年の成長の押し下げ要因になっていたことがわかる。

### ○投資減少傾向は不動産開発投資だけでなく、製造業の設備投資やインフラ投資にも広がり始めている

投資の不振は、メディアなどで話題になることが多い不動産投資だけでなく、多くの業種、分野に広がっている。

不動産開発投資は2023年の前年比9.6%減から、24年に同10.6%減と減少傾向が続いていたが、25年には同17.2%減と減少に拍車がかかった（図1参照）。

中国の人口が減少に転ずるなかで、過剰に行われた不動産開発投資の調整は続いている。



る。また、製造業の投資は、2023年に前年比6.5%増、24年に同9.2%増と大幅に増加していたが、25年に入り、増加傾向に歯止めがかかり、25年は同0.6%増となった。

さらに、地方政府などによって景気刺激の一環として実施されることが多いインフラ投資も鈍化し始めた。道路・鉄道整備などインフラ投資は、2023年に前年比5.9%増、24年に同4.4%増と堅調に推移していたが、25年は2.2%減と減少し始めた。

固定資産投資全体では、2023年が前年比3.0%増、24年が同3.2%増と緩やかな増加が続いていたが、25年は同3.8%減と減少に転じた。

毎月の中国の固定資産投資の統計は、それぞれ毎年1月からの累計額の前年同月比の数値が公表されているが、この前年比の数値がマイナスになったのは、2025年秋以降だった。

だが、これとは別に公表されている固定資産投資の前月比増減率の動きから、最近の月次ベースの固定資産投資の動きを試算すると（図2参照）、実際には、固定資産投資は2024年12月にピークアウトした後、25年に入ってから急速に減少していることがわかる。



2025年に入ってから中国経済に急ブレーキがかかったのは、まさに、25年に入り固定資産投資が減少したことによるものと考えられる。

### ○投資は1980年代以降、中国の高成長の牽引役だったが、今や設備は過剰となりストック調整が必要に

中国経済が1980年代以降、高い成長を維持することができたのは、高水準の投資によるものだった。

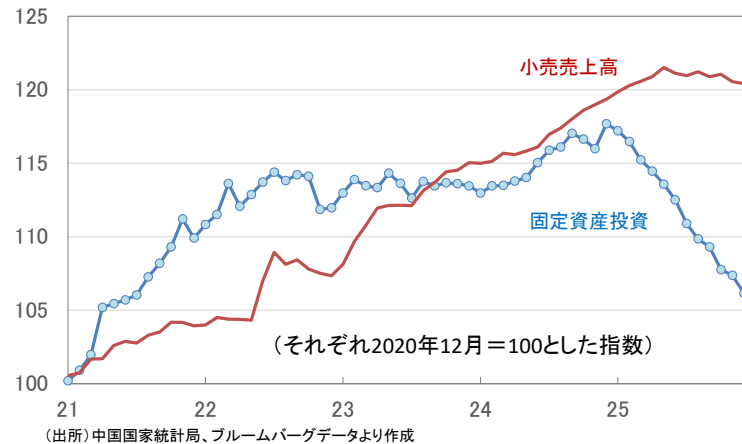
設備投資などの投資はそれ自体が需要であり、需要面からGDPを押し上げる効果がある一方で、投資による設備増強は生産力を高め、供給面からのGDP増加を支える面がある。

図3でみる通り、中国の固定資産投資の対GDP比率と中国の経済成長率は、少なくとも1980年代以降、2000年台半ばにかけて、連動関係、すなわち、投資比率が上昇すると成長率も上昇し、逆に投資比率が低下すると成長率も低下する関係がみられた。

ただ、膨大な投資がなされれば生産能力も急速に拡大するが、それに合わせて最終需要も急速に増加しなければ、生産能力と需要のバランスが崩れてしまう。2000年代半ば以降、最終需要の伸びという意味での実質GDPの増加率が徐々に鈍化していくなかで、投資の対GDP比率については、逆に、その水準を切り上げた。そのため、需給のバランスが崩れ、GDPに対して投資が過剰になっていたのではないかと推測される。

中国の固定資産投資の対G

(図2) 中国の小売売上高と固定資産投資

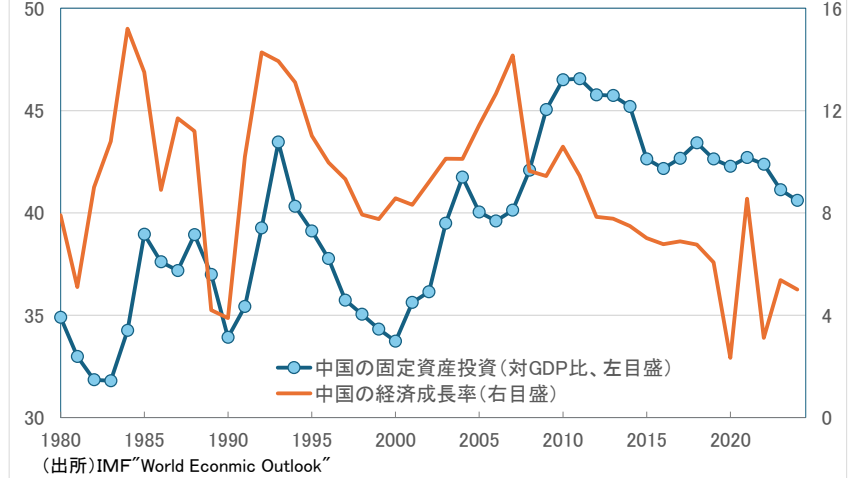


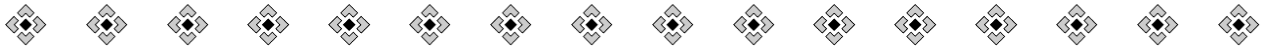
D P比率は、同比率が2割強の米国など先進国に比べても極めて高い。

膨大な投資で急速に拡大した中国の生産能力によって、中国は「世界の工場」となった。特に、政府主導で過剰な投資が続けられた戦略的物資は、国内では供給過剰状態になったが、それでも中国経済が高成長を維持できたのは自由貿易体制のもと、過剰に生産されたモノを輸出に回すことが可能だったためだ。

ところが、自由貿易の潮流はリーマンショック後、徐々に逆流し始め、第一次トランプ政権下での米中貿易摩擦、そして今回のトラ

(図3) 中国の経済成長率とGDP対比投資比率





ンプ関税により、世界貿易はもはや「自由」とは言えなくなっている。結果的に、「世界の工場」と言われた中国の製造業でも、過剰設備、過剰生産の状況を調整することが必要となっているのではないかと考えられる。

日本でも1990年のバブル崩壊後、過剰設備のストック調整が景気悪化を深刻化、長期化させたが、中国でも、過剰設備のストック調整は予想以上に急速、かつ、長期間の落ち込みとなる可能性があるだろう。

中国では「デフレ」が経済を悪化させていると言われるが、元はと言えば、過剰設備による生産過剰状況が原因と言っていいだろう。物価下落は「内巻」（破滅的な競争）と呼ばれる熾烈な価格競争が原因とされるが、もともと、過剰生産状況のなかで、トランプ関税によって米国向け輸出という行き場を失い、供給が過剰になっていることが原因と考えられる。

## ○2025年後半以降、個人消費も失速し、内需は総崩れに

投資はそれ自体が需要であるため、投資が減少すれば、それだけでも一段の設備のストック調整が必要になるが、足元では個人消費も低迷し始めている。モノの消費の動きを示す小売売上高は2025年通年でみると、前年比3.7%増と緩やかに増加しているようにみえる。

だが、固定資産投資の統計と同様、公表されている小売売上高の季節調整済み前月比の数値から、小売売上高の動きを試算すると（図2参照）、小売売上高は25年6月までは確かに増加傾向を辿っていたものの、年後半は頭打ちになった。この結果、直近25年12月の小売売上高前年比は0.9%増とごくわずかな増加にとどまった。

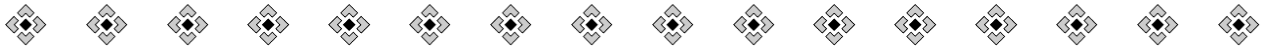
2025年年初からの固定資産投資の減少に加え、25年後半からは個人消費も失速し始め、中国の内需は総崩れになっている様子が窺われる。

2024年7月以降、家電製品や自動車に対する買い替え支援策が実施され、消費を下支えた。だが、買い替え支援策は、①一部製品に偏った補助金は他の製品の需要を減少させる、②買い替え支援策は将来の需要の先食いになっている、などから、その効果は長続きしない。逆に、25年に入ってから投資を中心とする需要の落ち込みが、生産・所得環境の悪化を通じて、消費に悪影響を及ぼし始めているように思われる。

一方、輸出は、ドルベースの輸出の前年比増加率が2024年7～9月5.9%増、10～12月9.9%増、25年1～3月5.6%増、4～6月6.1%増、7～9月6.5%増、10～12月3.9%増となった。確かに、対米輸出については2025年1～3月の前年比4.4%増から、4～6月同23.9%減、7～9月同27.3%減、10～12月同28.0%減と、25年4月の関税発動を契機に大幅に減少した。

だが、米国以外の地域向けの輸出は2025年1～3月の前年比5.8%増から、4～6月同11.2%増、7～9月同12.7%増、10～12月同9.5%増と、関税発動を契機に、逆に伸びが加速している。関税発動による米国向け輸出の減少を他地域向け輸出でカバーしている様子が窺われる。

中国の対米輸出比率は、2017年、2018年にはそれぞれ19.1%、19.3%と2割近かったが、第1次トランプ政権時の米中貿易摩擦で2019年には16.7%に低下し、その後も低下傾向は続き、2024年に14.7%、25年に11.1%と低下している。結果として、中国は米国の関税政策の影響を受けにくくなっている。



ただ、米国向け輸出から他国向け輸出への振り替えとも言える、こうした動きがいつまでうまくいくかは疑問だ。中国からの輸出が増加している地域では、もともと国内の過剰生産が原因とみられる中国からの安価な製品の大量流入により、デフレが輸入される形となり、景気が悪化するおそれがある。

また、中国から中南米など西半球への輸出が増加し、中国製品のシェアが高まれば、米国との新たな摩擦を生むおそれもある。

### ○習近平政権は思い切った景気刺激策に慎重な姿勢

習近平政権は、今のところ、思い切った対策に乗り出す様子はない。2025年12月10～11日には、中国の26年の経済政策の方針を決める中央経済工作会议が開催されたが、会議では25年を「正常ならざる一年」と総括したうえで、新たな発展理念を貫徹し、より積極的かつ効果的なマクロ政策を実施した結果、経済・社会発展の主要目標は順調に達成する見込みと評した。

現状の課題認識として、従来から続く問題や新たに発生した問題が複数存在することや、外部環境の変化による影響の深刻化、国内における供給過剰と需要不足の矛盾が突出してきていることを指摘したが、これらの問題は、主に発展過程や転換期におけるものであり、努力によって解決が可能とした。

2026年の経済の基本方針については、引き続き「稳中求進（安定の中で前進を求める）」の方針のもと、質の向上と効率の改善を図ろうとするもので、財政政策は積極的な政策を実施し、財政支出の構造を最適化し、税制優遇や財政補助政策を規範化、金融政策は引き続き適度な緩和を実施するとした。

当局の経済政策運営は、ある程度の景気刺

激措置を継続しながらも、民間サイドの自助努力で景気停滞を乗り切れるとの楽観的な見方に立っているようにみえる。

だが、現状の経済状況を過剰設備の調整による固定資産投資の急速な減少に加え、個人消費も失速し始めていることから、経済の悪化状況は思ったより深刻化しているようにみえなくない。当局が、従来通りのインフラ投資増額や家電製品などの買い替え支援策などの小手先の対策しか実施しないようなら、中国経済は想定外の景気後退に陥るリスクもあるだろう。

### ○自国経済に跳ね返ってくるおそれのある対日強硬措置は難しい

ところで、高市首相の台湾有事を巡る発言を契機として、中国側が日本に対して強硬な措置に踏み切り、それが日本経済に悪影響を及ぼすのではないかと懸念があるが、以上のような中国の景気低迷状況を考えると、中国が対日強硬措置に踏み切る可能性は低いのではないかと考えられる。中国の日本に対する措置が、現在実施されている日本への渡航自粛や水産物の輸入禁止、デュアルユース品（軍民両用品）の輸出管理を厳格化などの措置にとどまるのであれば、日本経済への影響は限定的だろう。

確かに、中国は日本にとっての最大の貿易相手国であり、中国が高率の対日輸入関税など強硬な措置を実施すれば、日本経済への悪影響は大きい。

だが、そうした強硬な措置の影響は、中国自身にも跳ね返ってくるだろう。また、日本の中国依存度低下を招くような強硬措置は、日本に対する中国の外交的な優位性を失わせることになってしまう可能性もある。

過去の日中の摩擦が日本経済にどういう影



響を及ぼしたかをみてみよう。

2000年代前半には、2001年に就任した小泉首相の靖国神社参拝などで緊張していた日中関係が悪化し、2005年3月から4月にかけて、日本製品の不買運動や反日デモが起きた。

この当時、日銀の実質輸出指数（2020＝100の指数）でみた日本の対中輸出は、2005年1月の49.7をピークに同年2月には44.1と一時的に減少したが、反日デモが盛り上がった05年3月に46.0、4月に46.6と日本の対中輸出は徐々に上向いていた。2004年末から05年2月にかけての一時的な対中輸出減少は、日本製品不買運動の影響というより、2004年の景気過熱に対応した中国の引き締め政策の影響とみることもできる。

また、2010年9月には、尖閣諸島での中国漁船と日本の巡視船の衝突事件を契機に日中関係が悪化し、中国は日本へのレアアースの対日禁輸措置に踏み切った。

世界におけるレアアースの供給は中国がほぼ独占しており、中国の禁輸措置でレアアースの需給がひっ迫し、価格が急騰した。この時、日本ではレアアース禁輸措置がハイブリッド車などの生産に悪影響を及ぼし、輸送機械や電子部品産業の生産が一時、減少した。

だが、製造業の生産活動全体への影響は限定的で、輸送機械や電子部品産業の生産減少も一時的だった。日本ではレアアースの代替材料を確保する動きも強まり、レアアースの対中依存度が低下した。この時の中国による日本へのレアアースの禁輸措置は、尖閣列島についての日本政府のスタンスを変えさせることはできず、必ずしも成功したとは言えない。

結局、高市発言により、日中の外交的緊張は長期にわたって続くだろうが、中国が日本



経済に決定的なダメージを及ぼすような強硬措置に踏み切れば、それは中国にも跳ね返ってくるだろうし、中国経済への相当の悪影響も予想される。

中国国内の不動産不況や過剰設備調整などによって日本の対中輸出はすでに低迷しているが、今後、日中の摩擦激化で中国がより強硬な措置に踏み切り、それが日本の対中輸出の落ち込みなどを通じて日本経済に決定的な悪影響を及ぼすといった懸念は、さほど大きくないだろう。

以上