

投資と資本形成の乖離をどう見るか 仮説構築と検証で中国の景気動向を見極める

調査部
主任エコノミスト

月岡直樹
080-1069-6684
naoki.tsukioka@mizuho-rt.co.jp

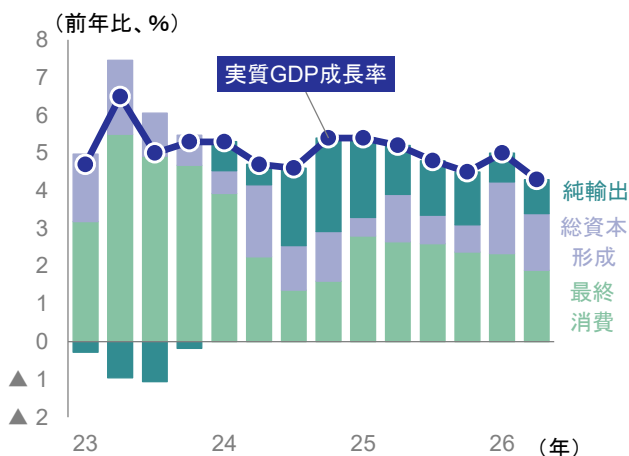
- 中国の固定資産投資とGDP統計における総資本形成との間に奇妙な乖離が生じている。投資が前年比でマイナスに沈んだにもかかわらず、資本形成はプラス寄与で力強い伸びを示している
- 固定資産投資と総資本形成には統計・推計方法に大きな違いがあるため、乖離自体は不思議ではないが、直近の大幅な乖離は異例といえる。固定資産投資の統計に歪みが生じた可能性もある
- 総資本形成が伸びた理由としては、ソフトウェア投資の拡大や在庫投資の増大が考えられる。観察者としては、仮説構築と検証を通じて中国の景気動向を見極める慎重さが求められる

1. 総資本形成の力強い伸びとは不釣り合いな固定資産投資の落ち込み

中国の2026年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+4.3%と、前期（1～3月）の同+5.0%から大幅に減速した。成長率に対する需要項目別寄与度を見ると、最終消費と総資本形成がそれぞれ+1.9%Pt、+1.5%Ptと前期（+2.3%Pt、+1.9%Pt）から低下した一方、純輸出は+0.9%Ptと前期（+0.8%Pt）から拡大した（図表1）。中東情勢の緊迫化に伴う供給ショックの影響もあって内需が振るわなかった一方、グリーントランスフォーメーション（GX）の加速やAIブームを背景とした堅調な外需が景気を下支えた形である。

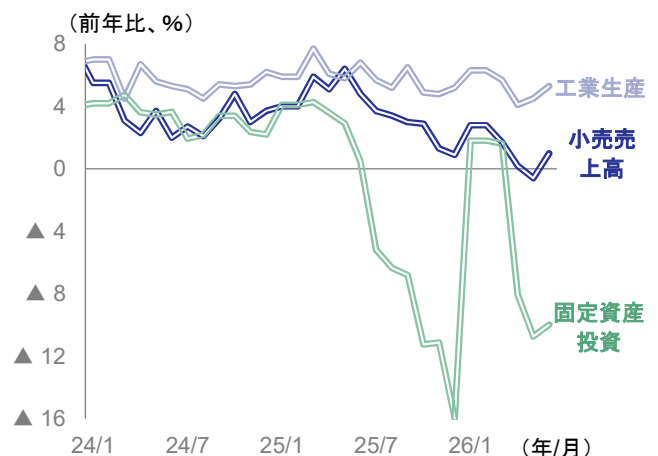
ただ、2026年上期（1～6月）を通してみると、景気は底堅く推移したと評価することもできる。1～6月期の実質GDP成長率は同+4.7%と、中国政府が3月の全人代で発表した成長率目標「+4.5～5.0%」

図表1 実質GDP成長率



（出所）中国国家统计局、CEICより、みずほ総合研究所調査部作成

図表2 主要経済指標（小売・投資・生産）



（注）各指標とも、1月と2月は1～2月の累計前年比。固定資産投資はみずほ総合研究所調査部による年初来累計前年比からの推計値
（出所）中国国家统计局、CEICより、みずほ総合研究所調査部作成

の範囲に収まった。最終消費の寄与度は+2.1%Ptと前年同期（2025年1～6月）の+2.7%Ptから縮小したものの、総資本形成は+1.7%Ptと前年の+0.8%から大幅に拡大し、力強い伸びを示したからである。一方、純輸出は+0.8%Ptと前年の+1.9Ptから大幅に縮小したが、これは2026年1～6月の財輸出が同+17.6%と堅調であったのに対し、輸入が同+26.5%とそれ以上の伸びを記録したためである。

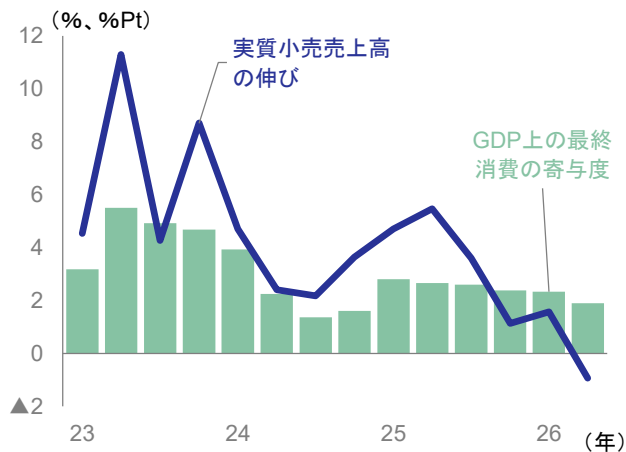
他の主要経済指標を見ると、強弱入り混じる内容となっている（図表2）。財消費を示す社会消費品小売総額（小売売上高）は同+0.2%まで減速した。2024年から続く耐久消費財の買い替え補助金が需要を先食いし、その反動減が出たためとみられる。ただ、旅行などのコト消費を示すサービス小売額は1～6月の累計で同+5.3%と堅調であった。つまり、最終消費を押し上げたのは財ではなくサービスであったと考えられる。一方、4～6月の固定資産投資は同▲9.7%とマイナスに沈んだ。みずほ総合研究所調査部の推計によれば、部門別の製造業が同▲3.8%、インフラが同▲8.6%、不動産が同▲23.0%と、いずれも大幅な減少を記録した。これは、総資本形成の力強い伸びとは釣り合いの悪い結果であったといえる。

2. 固定資産投資と総資本形成との間に存在する奇妙な乖離と相関関係の低さ

図表3と図表4は小売売上高の伸びとGDP上の最終消費の寄与度、固定資産投資の伸びと総資本形成の寄与度をそれぞれ比較したものである。GDPが実質値であることから、小売売上高と固定資産投資はそれぞれ消費者物価指数（CPI）と生産者物価指数（PPI）で実質化している。これを見ると、小売売上高と最終消費がおおむね似たような動きを示しているのに対し、固定資産投資と総資本形成は直近、大きく乖離していることが分かる。実際、2015～26年上期の期間をとって計算してみたところ、小売売上高と最終消費との相関係数は0.92であったのに対し、固定資産投資と総資本形成のそれは0.56に過ぎず、コロナ禍後の2023～26年上期に限って見れば0.13まで低下していた。

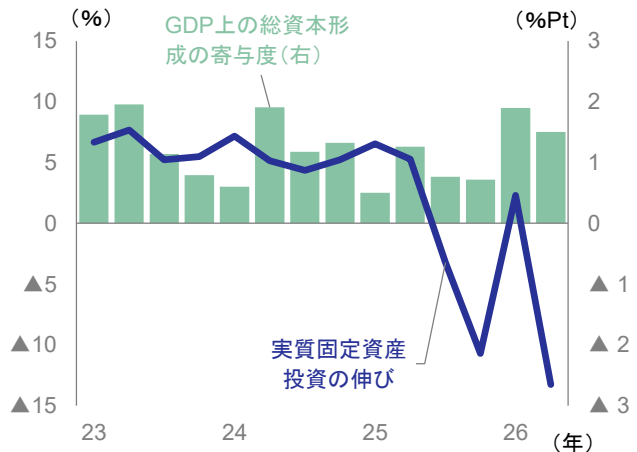
そもそも、固定資産投資と総資本形成には統計・推計方法に大きな違いがある。前者は土地や中古設備、中古建築物の購入費用も計上しているが、後者はこれを含まない。逆に、後者は鉱物資源探査やソフトウェアなどの無形資産投資、不動産仲介手数料などの所有権移転費用を計上しているが、前

図表3 実質小売売上高とGDP上の最終消費



（注）小売売上高はCPIで実質化
（出所）中国国家统计局、CEICより、みずほ総合研究所調査部作成

図表4 実質固定資産投資とGDP上の総資本形成



（注）固定資産投資はPPIで実質化
（出所）中国国家统计局、CEICより、みずほ総合研究所調査部作成

者はこれを含まないとされる。ちなみに、中国の国家統計局は4月、ソフトウェアやデータベース、研究開発、著作物などの知的財産権投資を固定資産投資に計上していると明らかにし、年初来累計前年比の伸び率を発表し始めたものの、後述するとおり、それが固定資産投資全体の伸び率に有意な影響を与えているようには見えない。

さらに、固定資産投資は不動産を除きプロジェクト規模が500万元（約1.1億円）以上の実物投資を対象としているのに対し、総資本形成にはそのような限定はなく、前者は工事などの進捗に伴って段階的に計上される一方で、後者は所有権が移転した時点で計上されるという違いもある。そのため、統計に乖離が発生すること自体は不思議ではないが、2025年下期と2026年4～6月期の大幅な乖離はいささか奇妙といえる。

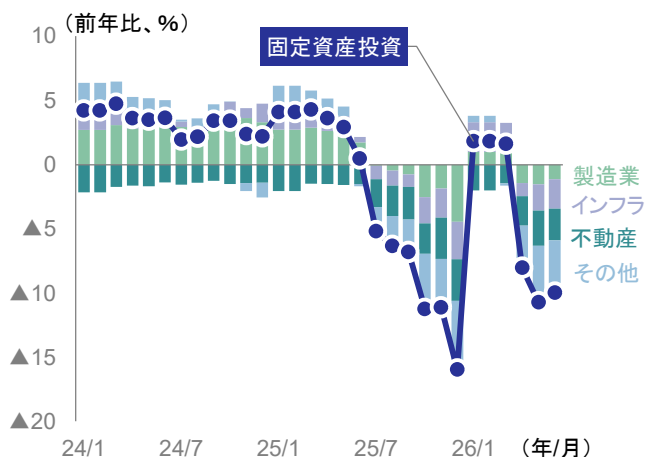
固定資産投資の急激な落ち込みの背景には、大型設備更新に対する補助金の効果がはく落したことや、中国政府による過当競争抑制方針、いわゆる「反内巻」を受けた投資の自制があると考えられる。加えて、土地所有権譲渡収入の急減（2026年1～6月：同▲31.5%）に伴って地方財政が厳しさを増しており、特別会計の赤字を穴埋めすべく発行された地方政府专项債（特別債）も一部が債務返済に充てられていることから、インフラ投資に回せる資金が大幅に減った可能性がある。事実、深刻な不動産不況と相まって、建設業の実質GDPは2026年1～3月期に同▲3.8%、4～6月期に同▲4.1%と縮小している。ただ、これらの要因だけでは投資がこれほど大きく落ち込んだ理由として十分とはいえない。一部の海外メディアは、地方政府が「反内巻」順守の姿勢を見せるため投資額を過少報告した可能性を指摘している。

3. 仮説として考えられるのはソフトウェア投資の拡大や在庫投資の急増

では、固定資産投資が低調であったにもかかわらず、総資本形成の寄与度が前年比で大幅に伸びたのはなぜであろうか。

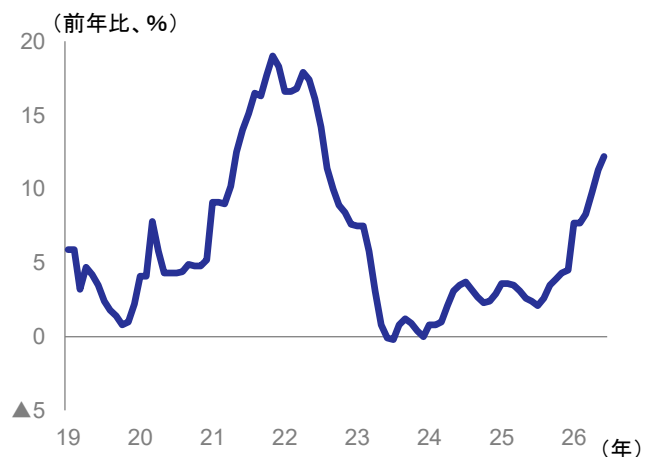
まず考えられるのは、AIブームに伴うソフトウェア投資の拡大である。実際、1～6月の集積回路(IC)の生産量は前年比+23.1%と堅調で、コンピューターやICの輸入金額もそれぞれ同+78.9%、同+

図表5 固定資産投資（部門別寄与度）



(注) みずほ総合研究所調査部による年初来累計前年比からの推計値
(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほ総合研究所調査部作成

図表6 工業品在庫



(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほ総合研究所調査部作成

55.8%と大幅に伸びているなど、この分野で旺盛な投資が行われていることを示唆している。これが正しければ、総資本形成の力強い伸びは当面続きそうである。ただ、この仮説は国家統計局の説明どおり知的財産権投資が固定資産投資に含まれているのであれば成立しない。国家統計局は、1～6月の知的財産権投資が同+9.4%となり、固定資産投資に占める知的財産権投資の比率が13.8%に達したと明らかにしている。もっとも、全体の1割強を占める知的財産権投資が10%近くも伸びているのであれば、図表5における「その他」の投資がプラスに寄与していてもおかしくはなく、つじつまが合わないようにも見える。

もう一つ考えられるのは、総資本形成に含まれる在庫投資の急増である。事実、工業品在庫は1～6月の単純平均で同+9.5%と、コロナ禍以来の高水準に達している（図表6）。在庫投資は総資本形成の約2%を占めるに過ぎないが、仮にこれが倍増すればGDPを約0.9%ポイント押し上げる効果がある。ただ、在庫が急増したのであれば、将来的にそれが消化（消費や輸出）されなければならない。つまり、総資本形成の力強い伸びは一時的なものに過ぎないということになる。

こうした仮説を裏付けるため、当局には開示する統計データの拡充を期待したいところである。中国経済の観察者としては、発表された指標をうのみにするのではなく、他の指標と比較し、仮説構築と検証を通じて中国の景気動向を見極める慎重さが求められよう。

（本レポートは、一般財団法人霞山会が発行する中国・アジア問題専門誌『東亜』2026年7月号に寄稿した原稿を、同会の許可を得て転載するものです。転載に当たり、本文の加筆修正とデータの更新を行っています）

【PR】 調査レポート公開中！

～ 国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミストが専門的な知見をご提供 ～
みずほ総合研究所 調査部サイト（みずほ銀行ウェブサイト内）、

<https://www.mizuho.com/corporate/mhri/research/index.html>

みずほ総合研究所 公式 X（旧 Twitter）

https://x.com/mizuho_mhri

にて、最新情報を発信しています。ぜひご覧ください！！

※みずほ総合研究所はみずほ銀行内の組織の名称です。

調査部サイト



X（旧 Twitter）



© 2026 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取り扱い下さいようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

本資料の著作権は弊行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。