

market:update

Capital Markets Outlook, Week 34

2026 年 8 月 20 日

中国：従来の経済成長モデルは終焉するか

現在、中国経済が苦境に陥っている根本原因は、近年過度な経済成長を追求してきたことに起因していると考えられます。従来、中国政府が望むような経済の高成長を可能にしてきた不動産市場ブームは、2022 年に始まった深刻な不動産危機によって事実上終わりを迎えたと思われませんが、例えば、直近 6 月の住宅固定資産投資は約 18%減少するなど事態の深刻化は現在まで続いており、このような状況によって、長年に亘り強力な経済成長の原動力となってきた建設、土地売却、地方政府の財政収入、信用拡大、家計の資産形成などの諸要素が、ほぼ完全に失われることとなりました。

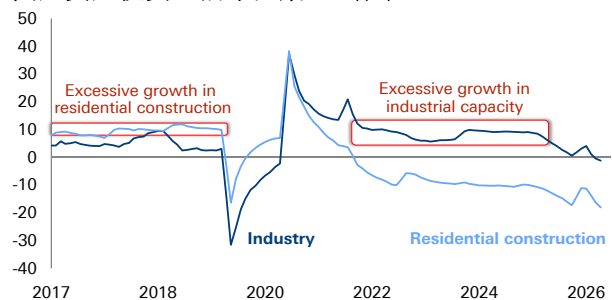
これに対し、中国政府が対策として選択したのは、従来の投資主導の成長モデルを根本からは正す道ではなく、むしろ、次なる投資サイクルを始動させるという手法でした。特に 2021 年以降、「製造業」が新たな経済成長のエンジンとして位置付けられ、その生産能力は猛烈な勢いで拡大されてきました。この大規模な拡張投資の大部分は、国家が政治的に最優先課題として掲げるセクター、すなわち電気自動車（EV）、バッテリー、太陽光発電技術、そして半導体といった分野に集中的に投じられることとなりました。

しかし、新設された生産能力が持続可能な成長を生み出すには、生産された製品に対する「新たな需要」も同時に創出されなければならないという点に留意が必要です。しかし、この意味において、中国の経済成長の方程式は、恐らく破綻し始めていると思われれます。実際に、これまで構築されてきた生産能力はあまりにも巨大化しており、今では数多くの産業分野において、企業がさらなる値下げによるシェア争いを繰り広げざるを得ない状況が見られており懸念されます。

中国では、この現象を指す「内巻（ネイジュアン：過酷な消耗戦）」という言葉がすでに定着していると思われれますが、企業はより多くの投資を行い、より多くの生産を行うと同時に、製品の価格を下げ続けることを余儀なくされていると見られます。ある研究論文¹によると、現在、中国の工業企業の約 3 分の 1 が赤字経営に陥っているようです。例えば、同論文に掲載された推計によると、自動車産業における中国の総生産能力は年間約 5,500 万台に達しており、これは世界市場の約 60%の規

模に相当しますが、それとは対照的に、国内需要はここ数ヶ月で崩壊していると見られ、2025 年 10 月時点の 2,500 万台から、直近 7 月には僅か 2,100 万台（12 ヶ月移動平均）へと減少したことが分かっています。自由市場経済であれば、かような消耗戦を強いられた企業は、市場から淘汰されるよう宿命づけられていると言えますが、中国では政府の支援を受けながら、これらの企業が生き残り続けているのが現状と見られます。

現在、大規模で急激に膨れ上がった中国企業の過剰生産能力は、深刻なデフレ圧力を生み出し、企業の収益性を著しく悪化させていると見られます。単に供給を拡大し続けることで成長を導き出そうとする試みは、「生産が自動的にそれ自身の需要を生み出すわけではない」という経済学の極めて基礎的な問題に突き当たっています。もし家計が十分に消費せず、企業も採算悪化に直面して投資を縮小すれば、追加された生産物は価格を下げるか、或いは、輸出を増やすことでしか販路を見出すことができないのは明らかだと思われれます。しかし、現在の道筋では、どちらも長期的に問題を引き起こすであろうことは容易に想像できると思われ、直近 6 月の工業固定資産投資が約マイナス 1.2%を記録するなど、製造業への投資ブームもすでにピークを過ぎたと見られることが懸念されます。

中国：成長モデルの限界に直面
固定資産投資の前年同期比（%）

出所: ブルームバーグ

2026 年 6 月 30 日時点

中国では 2026 年 5 月に続き、同 6 月も、工業部門の固定資産投資と住宅建設投資の成長率が、同時にマイナスを記録するなど異例の状況が示されました。しかし、かように深刻な背景があるにもかかわらず、中国経済は、

¹ <https://www.foreignaffairs.com/china/next-global-economic-crisis-made-china-michael-froman>

market:update

2026 年第 2 四半期に 4.3%の実質経済成長を達成できた背景については、多少なりとも説明が必要ですが、月次の主要な経済活動指標を具体的に見ると、政府が発表した総合的な成長率の数字よりも、明らかに実体経済が低迷していることが示されています。

さらに、2026 年 7 月の中国の総合購買担当者景気指数 (PMI) は、国家統計局 (NBS) が発表した公式数値が、2026 年 6 月の 50.6 から同 7 月には 49.3 へ低下して景気拡大の節目となる「50」を明確に下回るなど、国内景気の著しい悪化が確認されました。

一方、「RatingDog (中国・深圳を拠点とする金融テクノロジー・信用リサーチ会社)」による中国総合 PMI は、2026 年 7 月に 50.8 と辛うじて拡大圏を維持しましたが、これは前月となる同 6 月の 53.6 と比較して、極めて大幅な低下であったことが分かります。これにつき、国家統計局 (NBS) の総合 PMI が主に国内市場をターゲットとする大企業をカバーしているのに対し、「RatingDog」の調査対象が主に輸出主導型の民間企業で構成されている点に留意が必要です。尚、「RatingDog」によると、2026 年 7 月の新規輸出受注は 3 ヶ月ぶりに増加へと転じています。

以上より、現在の中国経済の弱さは、世界的な需要ショックに起因するものというより、むしろ未だ解決の糸口が見えない国内固有の問題を反映している可能性が示唆されていると考えています。実際に、2026 年 7 月の「JP モルガン・グローバル総合 PMI」は 52.0 から 52.6 へと上昇し、2025 年 2 月以来の最高水準に達していることから、現在の中国経済は、世界経済の回復基調に逆行している状態にあると考えられます。

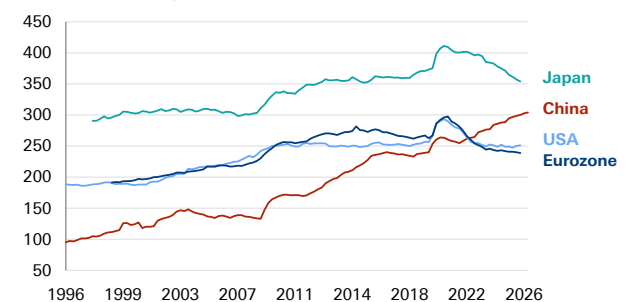
2026 年 7 月の中国主要統計では、工業生産、小売売上高、および設備投資 (固定資産投資) の各データが事前の市場予想を下回り、足元の中国経済が、深刻な低迷に陥っている状況が浮き彫りになったと見られることから、中国では、従来の経済成長モデルが行き詰まっている様子が鮮明になっていると思われます。

さらに、輸出の伸びは、これまで中国経済を支える極めて重要な柱となってきましたが、現在ではこれについても鈍化が見られるなど、足元の揺らぎさえも隠せない状況と見られます。中国の貿易黒字は 2025 年に 1.2 兆米ドル近くに達しましたが、同時に、中国の輸出は現在、世界貿易全体の成長を大幅に上回るペースで拡大が続いていると見られます。もし中国の経済規模がもっと小さいものであれば、こうした「輸出頼み」の経済モデルを

長期間維持することも可能であったとも考えられます。しかし、すでに巨大な経済規模に達した中国においては、「世界全体の需要の伸びを遥かに超えるペースで拡大する中国の輸出を、世界市場は永久に吸収し続けることはできない」という事実突き当たっており、これは単純に数学的問題であるとも言えます。このことから、中国は、ある意味で自らの成長モデルの許容量を使い果たし、限界を突破する局面に差し掛かっていると言えます。

さらに、中国政府はこれまで、インフラプロジェクトへの資金投入によって、繰り返す経済の安定を図ってきたのも事実です。しかし、中国はすでにインフラ開発が極めて高度な水準まで進んでおり、足元では有意義なプロジェクトを見出すことが益々困難になっている実情がある他、近年実施された多くのインフラプロジェクトが期待通りの経済効果を上げられず、「資本の誤配分」に終わる可能性すら取り沙汰される状況も見られます。これらのインフラ事業は、政府や国営企業の債務を膨らませることで賄われてきた面がある為、仮に、ここで再び大規模な投資刺激策を打ち出せば、短期的には統計上の経済成長率を押し上げることも可能と思われますが、それは同時に、今日の成長の重荷となっている構造的な不均衡をさらに悪化させることになる為、一筋縄ではない状況に留意が必要と考えています。

中国：世界最大の債務国となる見通し GDP に占める総債務*の割合



* 政府、企業、家計
出所: 国際決済銀行、メッツラー

2026 年 6 月 30 日時点

中国の総債務残高は、2022 年の対 GDP 比約 250%から、現在は同約 300%を超える水準まで急増していますが、これと対照的に、日本、米国、およびユーロ圏の債務比率は、同期間に低下したことが分かっています。その主な理由は、これら 3 つの通貨圏が「高いインフレ」に見舞われた為と考えられますが、これに対して中国では、「デフレ」が債務比率の上昇をむしろ加速させる結果になったと思われます。このことから、もし今後も、中国がデフレ環境に留まり、現在の景気低迷を打破する手段として新たなインフラプロジェクトに頼らざるを得

market:update

ない限り、債務は必然的に増え続けることになると考えられます。このペースが続けば、中国の債務比率は今後10年以内に日本をも追い抜く可能性もあると考えています。

中国は自国通貨建てで借入を行っている為、理論上は無限に債務を膨らませることが可能と考えられますが、特に現在は金利が低水準にある為、それに伴い利払い負担も低く抑えられていると思われます。ここで中国にとって債務拡大の唯一の限界となり得るのは、通貨への信頼を揺るがす程の「過度なインフレ」ですが、現在の中国は、そのようなシナリオからは極めて遠い（むしろデフレ傾向にある）状況にあると見られます。

これらを勘案すると、今後の中国にとって、経済成長の原動力になり得るものは、長らく構造的に軽視されてきたであろう分野、すなわち「個人消費」しか残されていないと思われます。従って、持続可能な方向転換を実現する為には、家計の可処分所得を増やすと同時に、現在は異例とも言えるほど高水準にある貯蓄率を引き下げなければならないと思われます。その為、国家として社会保障制度を大幅に改善することが不可欠だと思われ、もし、家計として、医療、老後、失業、そして教育の為に蓄えなければならないお金（将来不安への備え）を削減出来れば、個人は所得のより多くの割合を消費に回すことが可能になると考えられます。この文脈においては、社会保障の拡充は、単なる「社会福祉政策」ではなく、むしろ「マクロ経済の成長政策」そのものであると捉えることが可能と考えています。

さらに、中国は、賃金を上昇させ、国民所得における家計の分配比率を高める必要がありますが、これはある意味で、企業や政府セクターから家計セクターへと所得を再分配しなければならないことを意味しています。これは短期的には多くの企業の利益を圧迫することになりますが、それこそが、今後の中国にとって必要な構造調整の一環であると考えています。

また、視点を変えると、人民元の約30%に及ぶ大幅な切り上げも、こうした構造転換には不可欠な要素として考えられます。実際に、通貨が強くなれば、中国の家計にとって輸入品が安くなり、実質的な購買力が向上することになると同時に、益々巨大化する貿易黒字によっ

て成長を捻出し続けようとする、これまでの「輸出依存のインセンティブ」を抑制することにも繋がると考えています。

中国には、あまりにも巨大な産業生産能力、効率的なインフラ、潤沢な貯蓄、相当な財政・金融上の裁量権を持つ政府が揃っていますが、今の中国に欠けているのは「生産能力」ではなく、それを吸収するに足る十分な「消費需要」だと言えます。もし中国経済が深刻な負のスパイラルに陥っている状況が明白となれば、政府は行動を強く迫られることになると思っています。

米国：FRB議長ウォーシュ氏の特徴は

これまでのところ、新たな米連邦準備制度理事会（FRB）議長であるケビン・ウォーシュ氏は、「言葉はタカ派のように聞こえるが、行動はハト派のようだ」という印象を持たれています。今週公開される先日の米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨は、この新議長によるアプローチをより深く理解する為の重要な手掛かりとなる可能性がある為、注目しています。

さらに今週は、NAHB 住宅市場指数が発表され、2026年7月の数値が前月を下回ったことで建設業者の景況感が弱含んでいることが明らかになりました。また米国の建築許可件数はやや持ち直しの兆しも出ているものの、住宅着工件数では単独住宅が2022年11月以来の低水準となり、総じて、米国の住宅不動産市場が高金利の影響を受けて、経済全体を牽引する力を失いつつある様子が顕在化していると言えます。現在、米国経済における成長の原動力は、「設備投資」へ移っていると見られる為、今後は鉱工業生産指数の動向がより大きな意味を持つことになるであろうと考えています。

ユーロ圏：成長見通しが明るさ

ユーロ圏ではZEW 景況感指数に改善が見られ、今週発表された2026年7月の数値も市場予想を上回る数値となりました。今後のユーロ圏経済については、今週発表される予定のユーロ圏購買担当者景気指数（PMI）が大方の予想通り改善し景気回復の兆しを示すことになるか注目しています。また、今週は労働コスト指数や賃金データもそれぞれ発表される為、これらの指標はいずれも、サービスセクターのインフレ動向に大きな影響を与えるものとして注視しています。

market:update



メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

- 1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります、投資元本を割り込むこともあります。
- 5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10.) 本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11.) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12.) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社

〒100-0011

東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階

Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号

加入協会 一般社団法人 資産運用業協会

W26-028