固定資産投資の減速に歯止めはかかるか

～「新型政策金融ツール」発動の可能性が高い～

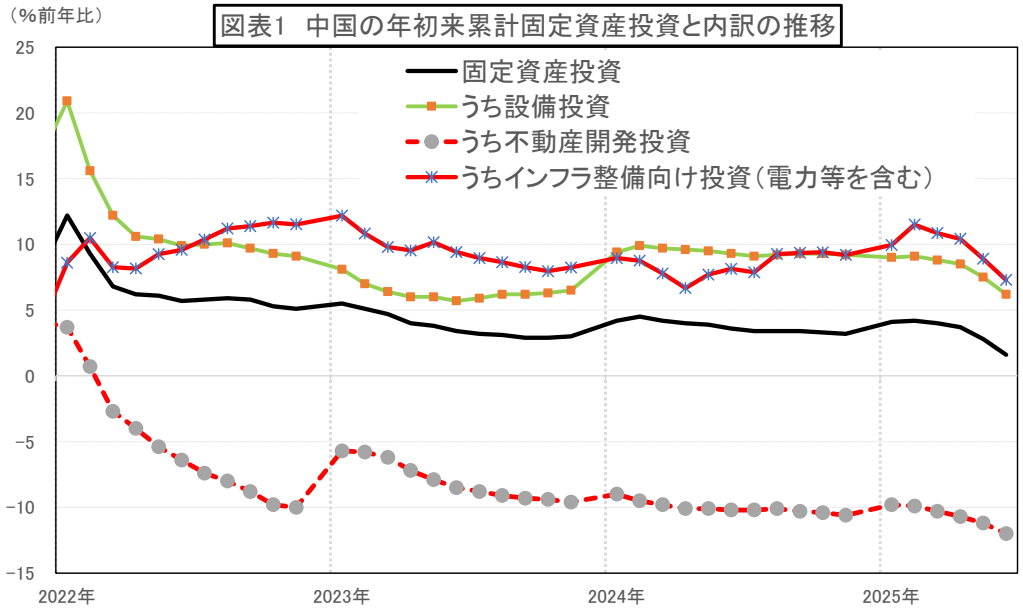
リサーチ＆ソリューション第1部　王 雷軒

要旨

2025 年半ば以降の固定資産投資は減速が目立つようになっている。固定資産投資が大きく鈍化した背景には、不動産市場の調整がなお続いていることで不動産開発投資が一段と悪化したことが挙げられる。また、中国輸出をめぐる不透明感が強いことで製造業における設備投資も大きく減速している。さらに、地方政府の財政事情が依然として厳しく、インフラ整備向け投資も大幅に減速している。

固定資産投資に占めるインフラ整備向け投資の割合が高いこともあり、22 年と同様に、インフラ整備向け投資の減速に歯止めをかけるべく、いよいよ「新型政策金融ツール」の発動が予想される。本稿では、今回の政策金融ツールの実施背景や特徴を踏まえながら、予想される効果を紹介する。

図表1　中国の年初来累計固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は25年1～7月期。

固定資産投資の減速を食い止めるために、まずはインフラ整備向け投資の大幅減速に歯止めをかける必要がある

25 年 1～7 月期の固定資産投資は前年比 1.6%と大きく減速した（図表 1）。前月比は▲0.63%とマイナスに転じた。内訳を見ると、住宅販売の不調や不動産開発企業のバランスシート調整がなお進行中であることを背景に不動産開発投資は同▲12.0%と一段と悪化した。

これに加え、先行き中国輸出をめぐる不透明感が非常に強いことで製造業における設備投資も前年比 6.2%と大きく減速している。さらに、地方政府の財政事情が依然として厳しく、インフラ整備向け投資（電力等を含む）も前年比 7.3%と大幅に減速している。このように、不動産開発投資の長期低迷のな

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

か、これまでの設備投資の底堅さとインフラ整備向け投資の下支えは固定資産投資の一定程度の伸びを維持した構図が崩れつつあるとみられる。

詳細をみると、足元の設備投資とインフラ整備向け投資はいずれも減速したが、インフラ整備向け投資の減速幅が比較的大きかった。また、24 年末の固定資産投資に占めるインフラ整備向け投資の割合は 48.3%とこれまでの 3 割程度から約 5 割になり、その減速による固定資産投資への影響が大きくなっている。これらを踏まえると、固定資産投資の減速を食い止めるために、まずはインフラ整備向け投資の減速には歯止めをかける必要がある。

景気刺激策として打ち出される見込みの「新型政策金融ツール」への注目が高まる

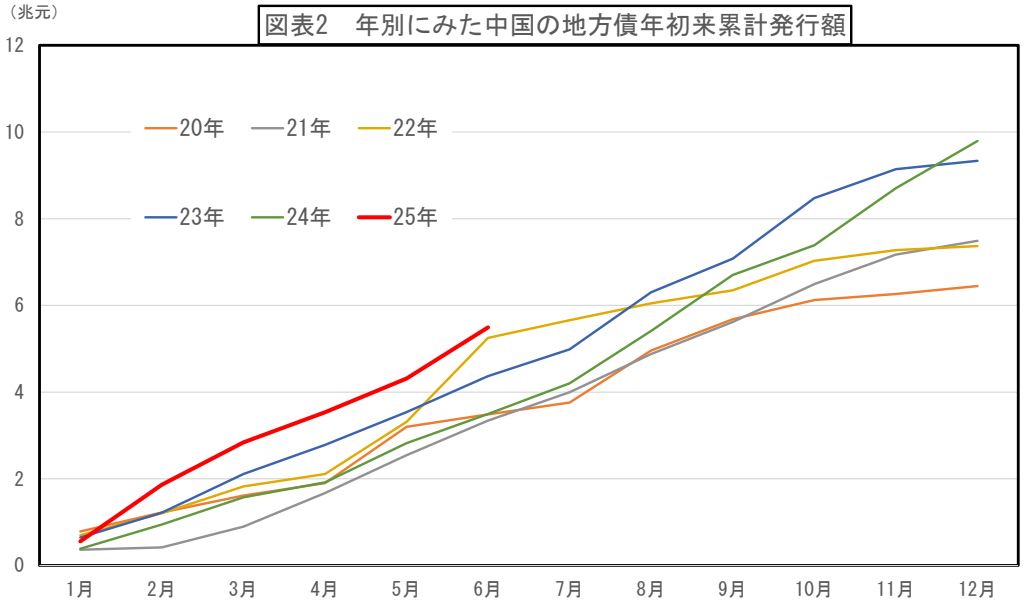
前述した通り、中国の固定資産投資が大きく減速したが、その対応策の一つとして「新型政策金融ツール」（以下、政策金融手段）がいよいよ発動されるとみられる。これは固定資産投資の大幅な鈍化を食い止めることができるか。注目が高まるこの政策金融手段は 22 年も実施されたが、以下では、22 年の実施状況を踏まえながら今回の規模や特徴、そして予想される効果を紹介する。

政策金融手段は実施に向けた準備ができたとみられるものの、まだ投入されず

25 年 4 月 26 日に開催された党中央政治局会議では「科学技術イノベーションの推進、消費の促進、対外貿易の安定化を図るために、新型政策金融ツールを設ける」ことが示されている。これを受けて、中央官庁の国家発展改革委員会が 4 月 28 日の記者向け説明会で投資を拡大させるため、投資プロジェクトの実施に資本金の不足という課題を解消することが必要で、25 年 6 月末までに政策金融手段の利用可能を目指すとされていた。

こうしたなか、5 月入り後は、一部の地方政府や企業が相次いで政策銀行の省にある支店と連携しながら、投資プロジェクトの申請等に向けた段取りを進めていると報道されている。しかし、25 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.2%、前期比 1.1%と 1～3 月期（同 5.4%、1.2%）からいずれも鈍化したものの、市場予想を上回ったほか、中国政府が掲げている 25 年の成長目標となる「5%前後」の範囲内に収まった。これを受けて当局は景気への様子見姿勢が強まり、用意してきたこの政策金融手段を投入していないと思われる。

図表2　年別にみた中国の地方債年初来累計発行額



（資料）中国財政部、Windより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

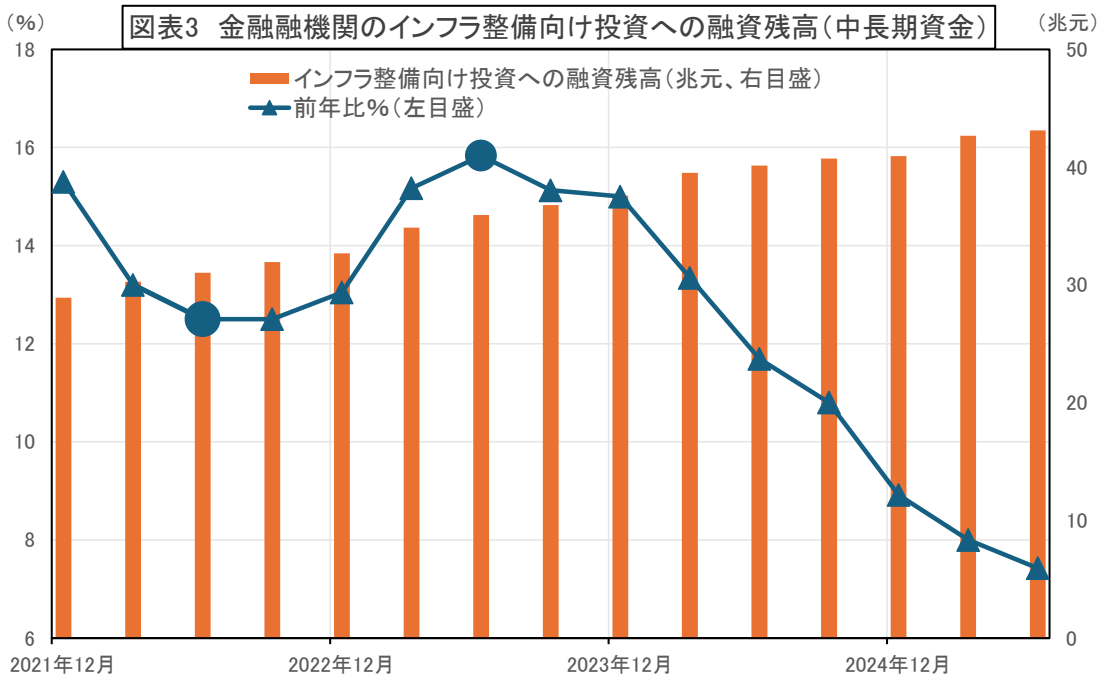
地方政府の歳入が依然厳しく、インフラ整備向け投資を増やすために「政策金融手段」の迅速な発動が望ましい

インフラ整備向け投資の大幅な減速になった背景には、地方政府の国有土地使用権譲渡収入の減少が続いていることもあり、地方政府の歳入が依然厳しいことが挙げられる。

データを確認すると、地方政府の国有土地使用権譲渡収入は21年に最多の8.4兆元に達した後には不動産市場の深刻な調整を受けて減少に転じ、24年には4.9兆元に落ち込んだ。25年入り後の月次データを確認しても国有土地使用権譲渡収入の減少は継続している。こうしたなか、地方債の発行は例年に比べ前倒しで行われているわけである（図表2）。

しかし、国有土地使用権譲渡収入の大幅な減少のほか、税収が減少していることもあり、地方政府の歳入が依然厳しく、インフラ整備向けの減速をもたらしていると考えられる。この状況を打開するため、用意されてきた政策金融手段が速やかに投入されるべきであろう。

図表3　金融融機関のインフラ整備向け投資への融資残高（中長期資金）



（資料）中国人民銀行が発表した「金融機構貸款投向統計」をもとに農中総研作成

22年の政策金融手段は0.75兆元の資金規模で一定程度インフラ整備向け投資を押し上げた

振り返ってみると、22年6月29日の国務院常務会議では「0.3兆元規模の政策金融手段（政策性・開発性金融ツール）」の創設が初めて示された。同年7月下旬に政策銀行の中国農業発展銀行と国家開発銀行がそれぞれファンド会社を立ち上げ、投資プロジェクトへの資本金を提供し始めた。

詳細を確認すると、8月20日には中国農業発展銀行が900億元、同月26日には国家発展銀行も2,100億元をそれぞれ投下した。8月24日、国務院常務会議で同ツールの規模を拡大し、0.3兆以上とした。

これを受けて中国農業発展銀行は、9月半ばに1,000億元、その後10月上旬に559億元、合計1,559億元、国家開発銀行は、9月下旬に1,500億元、その後22年末にかけて656億元、合計2,156億元をそれぞれ投下した。政策銀行の中国輸出入銀行も9月初めにファンド会社を設立し、9月末に500億元、10月上旬に184億元、合計684億元を投下した。

以上を踏まえると、22年の政策金融手段による資金規模は3,000＋4,399（1,559+2,156+684）＝7,399億元であった。また、政策金融手段の創設から資金の投下までの時間を確認する

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

と、1 回目は 2 か月間、2 回目も 3 か月間以内となっており、いずれも速やかに実施されたと言えよう。

その結果、金融機関のインフラ整備向け投資への融資残高（中長期資金）の前年比は 22 年 4～6 月期の 12.5%から翌年同期の 15.8%へ加速した（図表 3）。このように政策銀行の資金投入に伴い商業銀行の融資も始まり、インフラ整備向け投資は押し上げられたとみられる。図表 1 のインフラ整備向け投資の推移から、22 年 1～5 月期に前年比 8.2%だったものの、その後は徐々に加速していた姿が見て取れる。

なお、上記の 3 つの政策銀行の資金投入の領域はそれぞれ重点が異なるが、中国農業発展銀行が農村振興を、国家開発銀行がインフラ整備を、中国輸出入銀行が輸出関連製造業をそれぞれ重点において支援しているとみられる。

図表4　予想される政策金融手段の支援領域の拡充

対象領域	大項目	小項目
科学技術イノベーション	デジタル経済	5Gステーション等の整備、情報通信技術（ICT）の応用、DX推進等
	人工知能（AI）	データセンターやイノベーションセンターの整備、AI技術の応用等
	低空経済（低空域で有人・無人のドローンや電動垂直離着陸機などを活用した経済活動）	低空経済のインフラ整備、低空スマートネットワーク整備、低空運営サービス提供の促進等
消費関連	消費関連インフラ施設	教育、スポーツ、文化、観光旅行、保障性住宅建設、公共施設整備、消費関連施設整備等
インフラ整備	農業と農村	農地の整備改良、農産物加工施設の整備、林野草原保全、水利施設整備等
	交通と物流	鉄道、有料道路、空港、水路運輸、総合交通、物流、石油関連のインフラ整備等
	都市インフラ施設と産業パーク	都市における道路整備など、旧市街地改造、産業パーク内のインフラ施設整備等
	グリーン低炭素への移行（GX）	水力や風力等のクリーンエネルギープロジェクト、汚水処理などの環境関連インフラ施設整備、省エネ向上等

（資料）各種報道資料をもとに農中総研作成

今回の資金規模は 0.5 兆元と予想されるが、追加資金の投入もありうる

今回もその実施主体が、上記の 3 つの政策銀行となると予想される。資金源は金融債の発行、中国人民銀行（中央銀行）の PSL（担保補完貸出）、財政からの利子補助が挙げられる。

22 年と比較してみると、今回の政策金融手段の支援領域は科学技術イノベーション、インフラ整備、消費関連とされており、特に消費関連のインフラ施設の整備に重点を置くとみられる（図表 4）。また、資金規模は 0.5 兆元とされているが、インフラ整備向け投資を押し上げる効果は、24 年の投資全体に占める割合が 12%となる 6～6.5 兆元規模になると見込まれる。

このように政策金融手段を発動すれば、インフラ整備向け投資の増加が予想される。また、22 年と同じく、不動産開発投資と設備投資の状況を見極めながら追加資金の投入もありうる。いずれにしても、今後の投入時期も含めて引き続き注視していきたい。

（25.8.29 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます