

# 2025年中国経済の行方



津上 俊哉

日本国際問題研究所 客員研究員  
現代中国研究者

前号では昨年景気減速が続いてもなかなか動こうとしなかった習近平政権が9月末の政治局会議で経済安定に向けて異例の決意を表明して以降、大型経済対策への期待が高まったことを述べた。

金融面では、この発表と前後して大幅な金融緩和が発表されたが、予算等財政面の修正は全人代（年度途中は常務委員会）の議決が必要なため、会議が開催される11月初めまでお預けになった。この間約1カ月、中国の経済専門家や学者の間では、「従来の相場を上回る大型財政出動が発表されるのでは?」、「今後は投資よりも消費を振興する中身にするべきだ」等々さまざまな予想と期待が表明された。

## 出てきたのは応急的な地方財政救済策

ところが、11月8日に全人代常務委員会が決議した財政面の対策は、規模こそ合計12兆元（≒255兆円）と大きいですが、中身は地方財政対策だけ。しかも中央財政自身の予算増額補正は含まれず、長期・低利で発行できる地方債発行枠を追加で地方に出してやるというものだった。

中国の地方財政は厳しい財政難に陥っており、経済にさまざまな悪影響を及ぼしている。

- ①全国各地で公務員給与（成果給）の大幅カットや遅配が発生
- ②なりふり構わぬ歳入確保作戦（罰金や地方行政費賦課の濫発など）の横行
- ③政府の資金調達窓口会社のデフォルト（負債の元利支払期日の徒過）多発
- ④外部企業との契約に基づく支払い義務の不履行多発

今回の対策は、地方財政を特に圧迫していた巨額の「隠れ債務」（※地方政府の子会社・融資プラットフォームが借りた高利・短期の負債）を次のように長期・低利の地方債に借り替えさせるものだ（合計12兆元）。

- ①今後5年間（弁済期の来た）隠れ債務の借換え

のために、毎年8000億元（合計4兆元）の専項債枠を用意

- ②今後3年間、（期限未到来の）隠れ債務の借換えのために毎年2兆元（合計6兆元）の専項債枠を用意

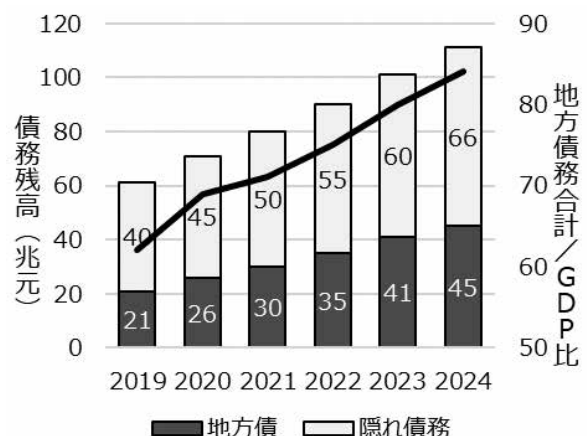
※このほか、過去に実施した都市のスラム街再開発（棚户区改造）の隠れ債務を2028年まで2兆元分弁済猶予

事前に膨らんでいた「大型財政出動」ではなかったし、措置の内容も所詮は借換えにすぎず、効果は債務償還期間の後ろ倒しと金利負担の軽減にとどまり、債務元本が減るわけではない。

## 隠れ債務の数字が合わない

また、この対策が「地方政府の隠れ債務残高は2023年末時点で14.3兆元である」としている点も気がかりだ。過去数年隠れ債務を減らす努力が行われてきたとはいえ、この数字では少なすぎるのだ。例えば昨年8月に発表されたIMFの対中国4条協議報告は、地方債務の額を次の図のとおり推計している。これによると23年末の隠れ債務残高は60兆元であり、14兆元とは大きな開きがある。

IMFによる中国地方債務の推計



出所：2024年8月 IMF対中国4条協議報告 Table 5

## 他にもある実質的な隠れ債務

また、中国のトップ経済誌「財新周刊」は12月16日号で、1兆元を上回る地方政府の債務不履行によって中国のPPP（民活型インフラ）事業が危機的状況に陥っていることをスクープしている。

PPPは日本のPFIに相当し、インフラ整備を第三者企業に委ねて、政府は利用料を払うやり方であり、2016年以降、地方政府の行うインフラ事業に急速に広まった。

ところが、昨今の地方財政難により地方政府が約1兆2800億元の利用料を滞納、さらに後年度負担額を累計すると12兆元にも及ぶこと、また、建設途上のPPP事業でも今後必要な投資額1兆5800億～1兆8500億元の調達めどが立っていないという。

この利用料は地方政府自身の債務であり、地方政府の直系企業が負う「隠れ債務」には含まれない。以上の点を考えると、今回の地方財政救済策は応急的なものであり、しかも問題全体をカバーするものではないことがわかる。

とはいえ、この借換えによって地方政府が2028年までに弁済する必要のある債務額は年平均で2兆元減る由であり、地方政府の資金繰りは向こう数年間は楽になるだろう。PPP関連の利用料滞納もこれにより一定程度解消することが期待される。

## 中央経済工作会議も先が読みづらい内容

以上のように、11月の全人代決議に寄せられていた「大型財政出動」の期待は肩透かしを食らったが、決議に合わせて記者会見した藍仏安財政部長が「中央財政の赤字は増やす余地が大きい」とか「中央の財政措置を立案準備中である」と発言したことから、「財政面の対策は今回で終わりではなさそうだ」という期待も生まれ、専門家や市場の関心は来年の経済運営方針を決める今年末の中央経済工作会議に移った。

その中央経済工作会議の決定（以下「工作会議決定」と略称）は12月12日に発表されたが、これも次の点で先が読みづらい内容だった。

### (1) 厳しい情勢認識の一方で経済成長方針は維持

いわく「外部環境の変化がもたらす不利な影響が増大しており、経済運営は多くの困難と挑戦に直面している。特に内需不足、一部企業の生産経営困難、大衆の就業・収入に対する圧迫、リスクや伏在する問題が依然多い……」。不安材料の筆頭が前月当選したトラ

ンプ米大統領候補であることは言うまでもない。

不安材料が山積する一方で、追加的な景気刺激策は言及がなかった。後述するように、トランプ2.0に備えて景気対策の弾薬を貯めているのかもしれない。

「経済の安定的な成長を維持する」表現が据え置かれたため、市場では「来年も5%の成長目標を維持する」との見方が多いが、「追加策無しで5%は難しい」との見方もある。

### (2) 財政・金融政策の強化を示唆したが数字は入らず

コロナに襲われた2020年春に現れた「いっそう積極的な財政政策」という表現が再登場したほか、財政赤字/GDP比率（従来：上限3%）の引き上げも明示されたため、特別国債や地方专项債の増枠発行などを予想する向きが多い。

金融面でも直前までの「穏健な」金融政策が2008年のリーマンショック時に使われた「適度に緩和的な」金融政策へと表現が変わった。

### (3) 「投資から消費へ」の方向転換ではなく「全方位で内需拡大」

市場では地方財政難、対象事業の枯渇などで限界の見えている投資よりも消費支援策を求める声が高いが、工作会議決定は「全方位で内需拡大」と唱えており、力点を大きく修正する気配はない。

消費は「力を入れて振興する」と強調して大規模設備更新・消費財買い換えの補助、年金等の給付引き上げに言及、投資についても、科学技術の自立自強、地域の協調発展、食糧・エネルギーの安全等への投資をうたった。

### (4) 不動産不況対策は既定路線の延長線上

旧弊家屋・地区の改造推進、需要の掘り起こし、新規住宅供給の制限などにより不動産市場の落ち込みを止めて安定を回復することをうたうが、発表済みの政策をさらに強化できるかが鍵だ。

### (5) 市場開放姿勢を堅持

トランプ政権の対中制裁強化が予想される中、「秩序立てて自主的な市場開放、見返りを求めない単独開放を拡大、外資促進のための体制改革を加速する」など保護主義に対抗する姿勢を途上国や第三国向けにアピールする。

人民元についても「(レートを)合理的な均衡水準で基本的に安定させる」姿勢を変えなかったが、市場では来るべき米国の関税引き上げに対して、一定の元

安を容認・誘導するとの見方が強い。

## 2025年の中国経済見通し

### (1)米中関係→外需の行方が大変数

工作会議決定をみて最初に感じられるのは、経済の変動・低迷に対する政策介入を強化する姿勢を表明しつつ、その強度や内容は空欄のままにして来年の情勢の様子見しようとする姿勢だ。トランプ政権の対中政策を筆頭に、今後の世界の成り行きを不安視し強く警戒しているからであろう。

トランプ候補が終始標榜してきた対中関税60%全面引き上げ公約については、「そうは言ってもトランプ氏はディール重視の人だ」「全面的な関税引き上げには法改正も必要だし、段階的にしかやらないだろう」等々の見方もあるが、他方で、下馬評に反してライトハイザー氏が閣僚入りしないことについて、トランプ氏が「彼は大きなことをやるのをためらう (he's "too scared to go big.")」と評したという報道もあり、楽観はできない。

また、第1次トランプ政権の対中関税引き上げは、中国、米国双方の経済に懸念されたほどの影響を及ぼさなかった。人民元が8%安くなったこと、増値税還付を強化する中国の措置が奏功したこと、第三国経由の迂回貿易が著増したことが理由だ。しかし、今回はこの3点が前回ほど期待できないので、影響はずっと大きいという分析もある。

### (2)景気振興策は「ラオパンファー老弁法 (昔のやり方)」のまま

消費振興策の中心は、これまでも「両新」と呼ばれてきた大規模設備更新・消費財買い換えの補助のようだ。また、投資面でも「両重 (国家重点戦略および重点領域安全能力建設)」と呼ばれてきた科学技術の自立自強、都市農村の融合発展、地域の協調発展、食糧・エネルギーの安全などへの投資などで、いずれも新味がない。

特に消費財の買い換え促進策は、需要の先食い (前倒し)、需要領域のシフトを生むだけであることに留意する必要がある。本当に消費を拡大したければ国民の財布 (所得) を伸ばすことが必要であり、海外に比べて明白に少なすぎる家計への富の配分を増やすこと (特に不当に差別されてきた農民工に対する社会保障の抜本的拡充など) が本筋なはずだが、残念ながら、今回の工作会議決定からそのような方向転換の気配を感じることはできない。

ほかにも年金等の給付の引き上げ、就業支援などを

通じた貧困防止策もうたわれているが、これらの分野に大がかりな財政投入が行われる可能性は低いとの見方が大勢である。

### (3)地方財政対策や不動産対策が逆に緊縮効果を生む恐れ

11月発表の地方財政対策によって地方財政の資金繰りはずいぶん楽になることが期待できるが、その性格は過去のツケの清算という後ろ向きの金であり、今後の経済成長の足しにはなりにくい。

さらに、今回の対策がインフラ投資が財源にしてきた年間借入額4兆元に及ぶ「隠れ債務」を「今後新規増加を堅く抑制する (清零=ゼロにする)」と謳っていることが波紋を呼んでいる。

隠れ債務の返済負担を軽減するのに、その傍らで再び隠れ債務を増やしていたら、穴のあいたバケツで水を汲むようなものだから、抑制方針は理解できるが、隠れ債務を本当にゼロに持っていくなら、新たな財源を用意しない限り、インフラ投資の規模は大きく縮むことになる。

同じ問題が不動産対策にも見られる。不動産市場の落ち込みを止めるために「住宅用地の新規供給を抑制する」方針がうたわれているからだ。住宅の需給バランスを回復するためには需要を上向かせるだけでなく供給を絞ることも必要だろうが、それは落ち込んでい住宅投資をさらに縮小させることになる。

どちらもリストラを進めるうえでは採るべき正道だが、それは「部分最適」の追求であり、経済成長実現という「全体最適」には反する。

多くの中国アナリストは「習近平政権は2025年度も『5%前後』の経済成長を目指す方針を変えないだろう」と予想しているが、同時に「その場合は、政策のさらなる追加投入が必要になる」という見方をしている。

筆者は、彼らも心中「来年はトランプ2.0への備えて保留している政策介入だけでなく、予想される緊縮効果を打ち消す追加分も用意しないと目標達成は覚束ない」と感じているのではないかと勘繰っている。

(2025年1月9日記)

