

# Monthly Economist Report

10兆元の「隠れ債務」処理が中国経済に与える影響  
—2025年の経済減速の可能性も見据えた動き

2024年11月

PwCコンサルティング合同会社

PwC Intelligence シニアエコノミスト 藺田直孝



中国で2024年11月4～8日に開催された全国人民代表大会常務委員会で、景気回復に向けた追加の財政政策の一環として、政府当局は地方政府が抱える「隠れ債務」処理のため、今後5年間で10兆元を投じる旨を承認した。中国では9月以降相次いで景気刺激策が打ち出されているが、足元では経済回復の糸口を見出しきれない状況下、もう一段の積極的な財政・金融政策が期待されていたなかでの大規模な施策とも考えられる。政府当局の景気回復に向けた強い意志が感じられる一方で、金融市場で期待されたような直接的な需要刺激策ではなかったこともあり、2025年の経済減速の可能性も踏まえると、ここで得られる政策効果は十分とは言い切れないとの指摘もある。以下では、今般公表された「10兆元」施策の概要と期待される効果を踏まえつつ、中国経済の今後の方向性などについて筆者の見解を述べていく。

## 今般の「10兆元」施策の概要と期待される効果

11月4～8日に開催された全人代常務委員会で、中国政府当局は「地方政府の債務上限を引き上げ、隠れ債務を置き換えることに関する議案」<sup>1</sup>を可決した。足元の中国経済は個人消費の伸び悩みと長引く不動産不況の影響から停滞しているなか、景気浮揚に向けた追加財政政策の一環として、地方政府が抱える「隠れ債務」対策に今後5年間で10兆元(約210兆円)を投じることを決めたものである。

ここで「隠れ債務」について考えるため過去を振り返ると、中国では経済改革開放政策の下で高度経済成長が数十年に亘って続いたなか、都市部に人口が流入し都市化が進展するに伴い住宅に対する旺盛な実需が顕在化した。さらには、中国国内では個人の資産運用の手段が限定的であったことから、利殖の材料として投資もしくは投機の動きも高まった。こうした市場環境下、旺盛な住宅需要を見込んだ不動産開発事業者は金融機関からの借入に大きく依存した事業拡大を積極的に進めるとともに、地方政府は宅地開発用の土地使用権の売却を通じて財源を確保してきた。中国の地方政府による財政収入の約4割が土地使用権の売却によるものであり、中国の地方政府の財政は土地使用権の売却益へ大きく依存しており、地方政府と不動産業者は足元で長引く不動産不況に直面し、厳しい環境を余儀なくされている。

また、中国では、地方政府自体は銀行からの直接借入が厳しく制限されている。このため、本来は地方政府債務とすべきものを地方政府に代わって都市インフラ整備向けの資金という形で調達する存在として「地方政府融資平台(Local Government Financing Vehicles: LGFV)」が活用されてきた。ここでの借入は企業債務に分類され、地方政府の債務統計に反映されないが、証券会社や投資信託など投資家からは一般的に地方政府が最終責任を負う「暗黙の政府保証」があると考えられている。すなわち、「隠れ債務」とは、本来地方政府債務とすべきであったものを地方政府融資平台が肩代わりしたものとも考えられる。国際通貨基金(IMF)によれば、地方政府融資平台が抱える債務は足元5年でほぼ倍増し、2023年時点で約66兆元(約1,320兆円)に達していると推計されている。公表されている中央および地方政府債務(同69兆元)に迫る水準となっており、いわゆる政府の「隠れ債務」の温床となっている。地方政府融資平台による公共インフラ事業には不採算案件も少なくないうえ、足元では長引く不動産不況の影響により地方政府の財政は逼迫している。こうしたなか、政府当局にとって、「隠れ債務」のデフォルトといった事態を回避し、中国国内で金融不安に陥らないよう対応していくことが重要な課題になっていると言える。

<sup>1</sup> 中華人民共和国中央人民政府「全国人民代表大会財政經濟委員會關於《國務院關於提請審議增加地方政府債務限額置換存量隱性債務的議案》的審查結果報告」([https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202411/content\\_6985597.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202411/content_6985597.htm))、「關於提請審議增加地方政府債務限額置換存量隱性債務的議案的說明」([https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202411/content\\_6985598.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202411/content_6985598.htm))。

こうした「隠れ債務」の成り立ちの背景も踏まえつつ、今般の施策の具体的な内容をみでみる。中国の地方政府が公共インフラなどの建設を目的に毎年発行する「専項債（地方政府専項債券）」の発行限度を 6 兆元引き上げ、引き上げ分は 2024 年～26 年の 3 年間に毎年 2 兆元ずつ「隠れ債務」の借り換え（地方政府債務への置き換え）に充当する。加えて、2024 年から 2028 年までの 5 年間は毎年 8,000 億元（計 4 兆元）の新たな特別債券の発行を認め、「隠れ債務」の削減（地方政府債務への置き換え）に充当する。「隠れ債務」にかかる金利は地方債の金利より割高であるため、「隠れ債務」を地方債に借り換えることにより金利負担が軽減されることとなる。このため、これらの措置により、中国では 2024 年から 2028 年にかけて、地方政府融資平台などの債務の一部となる計 10 兆元（2023 年の GDP 比約 8%）の「隠れ債務」が削減され、これに伴い地方政府は 5 年間で 6,000 億元の金利コストの減少が見込まれている。中国の地方政府が抱える「隠れ債務」の規模は大きく、金利負担も重いため、地方政府が地元の発展のために利用可能な財政余力も失われている。ここで地方債の増加発行を認め、地方政府が抱える「隠れ債務」の借り換えを促すことにより、債務にかかる金利低下や返済期限の長期化が図られ、地方政府融資平台の経営破綻リスクや銀行の貸し倒れリスクが低減されることとなる。藍仏安財政相によれば、今回の措置では、「隠れ債務」の問題解決に向けた政策スタンスの根本的な転換を狙っており、地方政府の通常債務と「隠れ債務」の併存を解消し、全ての債務を透明化しつつ地方政府が抱えるリスク低減を図るとともに、経済発展も重視する方針としている。また、既存の「隠れ債務」を大幅に削減するとともに、新たな「隠れ債務」の発生を一切許容しないと強調しており、財政部が関連部門と協力して厳しく監督し、違反行為は一切認めない方針で臨むとしているなど、政府当局として課題解決に向けた本気度がうかがえる。

過去を振り返ると、2008 年の世界金融危機の際、中国は 4 兆元の景気刺激策を打ち出し厳しい状況を乗り切ったが、そこで高水準の経済成長を実現した一方で、インフラや不動産への過剰投資が進み、過剰生産や過剰債務の問題に直面することとなった。2012 年に発足した習近平政権は企業の過剰債務の解消に追われた苦い経験があるため、今回のような大規模な財政を投じる景気刺激策には消極的であり続けたようにも思われるが、足元では厳しい経済環境が続くなか、ついに大規模な財政政策に向けて一歩踏み出したものと考えられる。

## 「10 兆元」による直接的な経済刺激効果は目先期待しがたく、追加施策の動向は要注目

中国では 9 月以降相次いで景気刺激策が打ち出されているが、足元では経済回復の糸口を見出しきれない状況下、中国国内では、国債の増発による大胆かつ具体的な景気刺激策を期待する声も根強かった。ただし、今般の「10 兆元」施策をみる限り、大規模ではあるものの、主たる目的は地方政府融資平台から地方政府への債務の付け替えである。こうした施策に踏み切った背景には、ここ数年続く長引く不動産不況が深刻化するなか、経営難に陥る地方政府融資平台が増加しており、これらへの対応が喫緊の課題との判断があったように思われる。ただし、複数年にまたがる大規模な地方債の発行を通じて地方政府が抱える財政負担が軽減され、これが地方経済の安定化に寄与する余地は模索されようが、同施策の実態としては、「隠れ債務」を地方政府予算に本来あるべき形で組み入れるものに過ぎない。すなわち、いわゆる“真水”となる実需の創出に直結する具体的な景気刺激策は盛り込まれておらず、経済成長に弾みをつけるものとは言い切れないものとみられる。

また、これまで地方政府の「隠れ債務」の具体的な総額は公式に発表されていなかったが、今回の「10 兆元」施策の記者会見で、2023 年末時点で 14 兆 3,000 億元に達していると発表された。これが今回の「10 兆元」の措置を通じて、2028 年までに 2 兆 3,000 億元に縮小する見通しとしている。ただし、上述の国際通貨基金（IMF）の推計にも鑑みると、政府当局の見立てと実態との間には大きな乖離がある可能性もある。また、足元の景気減速や土地売却の落ち込みにより地方政府は財政不足に直面しているほか、厳しい市場環境下で今後新たな「隠れ債務」が発生する可能性もあるだけに、今回の「10 兆元」が問題解決に十分な規模とは言い切れないとの指摘もある。ここで期待される政策効果が得られなければ、さらに大規模な追加施策が求められることにもなるだけに、こうした政策効果の顕在化も含めた今後の動向には十分注意しておく必要があろう。

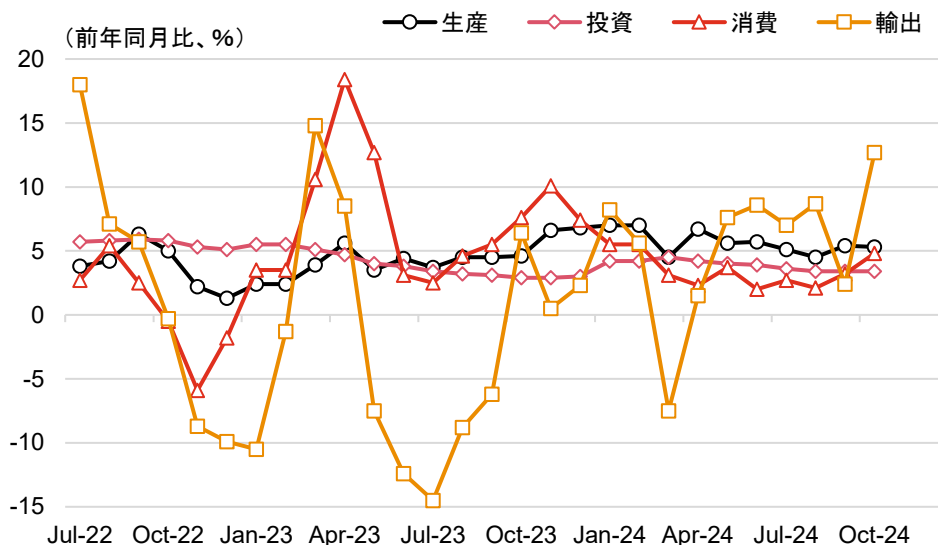
なお、藍仏安財政相は、上述の「10 兆元」施策とは別に、特別国債の発行により大手国有銀行への資本注入のほか、もう一段の景気テコ入れに向けた追加の財政政策を打ち出す計画がある旨を発表しているが、現時点では、追加施策の規模や時期など具体的な内容について明言していない。政府当局が掲げる 2024 年通年の経済成長率目標である「5%前後」の実現が厳しい状況にあるなか、具体的かつ効果的な財政出動により需要喚起していく方策も模索されようが、これまでの習近平政権の財政規律に対するスタンスを振り返っても、大規模な財政出動を検討する際には引き続き慎重な舵取りを進めるものとみられ、今後の追加施策の打ち出しの動向は注目していく必要がある。

## 吹っ切れない状況が続く足元の経済動向

2023 年 7 月以降、政府当局により民営企業や不動産セクターへの支援刺激策が相次いで打ち出されているが、足元の中国経済は、個人消費の伸び悩みと長引く不動産不況の影響から伸び悩んでおり、2024 年の GDP 成長率「5%前後」の目標達成が危ぶまれる状況にある。ここで足元における生産・投資・消費・輸出の主要指標についてみると、以下の図表 1 のとおり、10 月の鉱工業生産は前年同月比+5.3%となり、前月の同+5.4%から鈍化したが、社会消費小売総額や固定資産投資と比較して相対的に高い水準で推移している。1-10 月期の固定資産投資は前年同期比+3.4%と、1-9 月期の同+3.4%から横ばいで推移した。最大のネックである不動産（同-10.3%）のマイナス幅は拡大し、引き続き深く水面下で推移している。10 月の小売売上高は前年同月比+4.8%となり、前月の同+3.2%から拡大して着地した。政府当局が打ち出した買い替え需要を喚起する「以旧换新」策の効果により家電が大幅プラスとなったほか、食品や日用品、通信機材などが堅調に伸びたことにより、「商品」が前月の同+3.3%から加速し、同+5.0%となった。また、10 月の貿易収支は、輸出が前年同月比+12.7%の 3,090.6 億ドルとなり、前月の同+2.4%から大幅に加速し、7 か月連続のプラスとなった。輸入は同-0.3%の 2,133.4 億ドルとなり、4 か月ぶりのマイナスとなった。輸出は大幅な伸びを示したが、米大統領選の結果を見据えつつ駆け込みの動きもうかがえるほか、輸入は中国国内の長引く不動産不況に伴う需要不足や商品市況の調整の動きを反映し、弱い展開が続いている。米国では、先般の大統領選でトランプ前大統領が勝利し、今後は関税引き上げなど「ディール」の動きに伴い米中貿易への影響が出てくる可能性もあることから、外需環境の先行きも楽観しがたいだけに、今後も欧米諸国ほか世界各国の対中貿易に対するスタンスなどを見極めながら動向を注視していく必要がある。

このように国内外の需要に力強さが乏しい一方で、生産が根強い状況が続いていることを踏まえると、在庫調整の局面から脱して生産体制が正常化に至るまで今しばらく時間を要し、企業各社が最終製品の価格に転嫁しきれず、デフレ圧力が根強い状態は当面続くことになるとみられる。今後も中央政府主導による製造業やインフラ投資の促進のほか、消費拡大に向けた追加施策はもちろん、企業各社が抱える在庫調整の進展度合いや最終消費の動向にも引き続き注目しておく必要があろう。

図表 1 生産・消費・輸出の前年同月比伸び率の比較推移



(出所) 中国国家統計局、Macrobond より筆者作成。



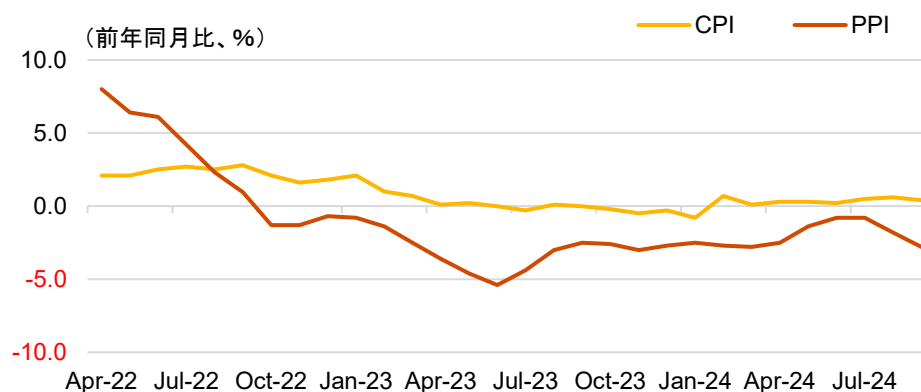
## 下押し圧力が根強く、デフレ懸念が払拭されない物価動向

以下では、これまでみてきた中国を取り巻く経済環境を踏まえ、消費者の生活安定の維持はもちろん、金融政策を打ち出す根拠ともなる物価動向をみていこう。以下図表 2 のとおり、2024 年 10 月の全国 CPI(消費者物価指数)は前年同月比+0.3%となった。9 か月連続のプラスとなったが、前月(同+0.4%)から伸びは鈍化した。主に食品とエネルギー価格の下落に伴うもので、高温や降雨の影響から高水準で推移している野菜や果物など食品価格の伸びが鈍化したほか、ガソリンなど交通燃料が値下がりした。衣類や医療保健も前月から減速した。変動の大きい食品とエネルギー価格の影響を除くコア CPI は 10 月に同+0.2%となり、前月の同+0.1%から加速したが、1%を下回る低水準を続けている。中国国内では実需全体としては相変わらず力強さに欠けており、本格回復への道のりは平坦ではなく、根強いデフレ圧力が払拭されたい状況が続いている。

また、2024 年 10 月の全国 PPI(生産者物価指数)は前年同月比-2.9%となった。2024 年 8 月以降マイナス幅が拡大しており、2022 年 10 月以来 25 か月連続で水面下の推移を続けている。カテゴリー別にみると、生産財(同-3.3%)は海外需要の伸び悩みや中国国内の不動産不況を背景とする資源価格の軟化を主な要因として 2022 年 10 月以来 25 か月連続でマイナス推移している。また、消費財(同-1.3%)も 2023 年 5 月以降水面下で推移しており、前月からマイナス幅が拡大している。消費財のなかでは衣類(同-0.4%)は 4 か月連続水面下で推移した。日用品(同+0.1%)は再びプラスに転じたが、食品(同-1.6%)は引き続きマイナスで推移した。価格下落圧力が根強い耐久消費財(同-3.1%)はマイナス幅を拡大させており、2023 年 2 月以降 21 か月連続で水面下の推移を続け、消費財全体の足を引っ張っている。

足元では原材料価格の下落を反映して素材および部材など中間財の出荷価格に下押し圧力がかかっており、こうした動きに伴い日用品ほか消費財の価格も抑制されている。さらには家計部門で貯蓄性向が高まっているなか、自動車ほか耐久消費財を中心に値下げ競争も激化しており、これが耐久消費財の物価下押しにつながっている。政府当局は 2022 年来小刻みな利下げや預金準備率の引き下げなど金融緩和策を重ねているが、足元の物価下落により実質金利が上昇している。このような状況下で、上述のように生産コストを製品価格へ転嫁することが難しくなると、企業収益は圧迫される。国内外の需要が伸び悩むなかで川下への価格転嫁が思うように進展せず、企業各社は採算悪化に直面している様子がうかがえる。なお、2024 年 1-9 月の鉱工業企業の営業利益率は 5.27%となっている。2024 年 1-2 月(4.70%)を底に回復基調を辿ってきたが、2024 年 8 月から低下基調に転じている。コロナ禍の影響を受けて企業収益が低迷していた 2022 年(6.09%)および 2023 年(5.76%)の水準を下回っており、本格回復までの道のりは長いように思われる。こうした事業環境が続いた場合、企業各社の設備投資の需要は減退し、供給過剰の状態からさらなる価格下落圧力につながるといった悪循環に陥る可能性もあるだけに、今後も中国国内の各分野における実需動向を睨みつつ、政府による景気刺激策の効果を含め、引き続き物価動向を注視していく必要がある。

図表 2 全国 CPI(消費者物価指数)と PPI(生産者物価指数)の推移



(出所) 中国国家統計局より筆者作成。

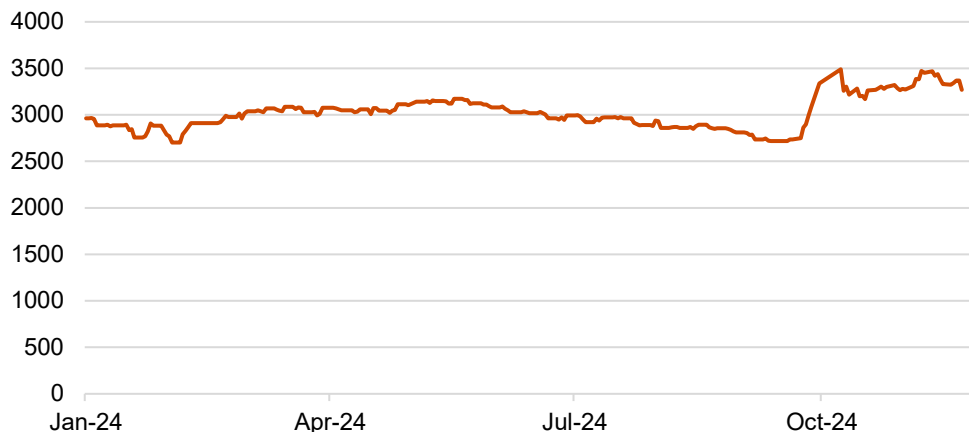
## 政府当局の景気刺激策の動向を睨みつつ、小刻みな浮沈を続ける株式市場

以上みてきたように、中国経済は先行きが楽観しがたい環境下、9月以降、中国政府当局により相次いで景気刺激策が打ち出されており、これらの政策効果が注目されている。具体的には、9月24日に利下げおよび預金準備率引き下げなど金融緩和のほか、不動産や株式市場支援のためのパッケージ策が発表された。不動産支援策としては、既存住宅ローン金利引き下げ(約0.5%ポイント)や2軒目の住宅ローンの最低頭金比率引き下げ(25%→15%)に加えて、不動産向け融資に関する政策の期限延長(2024年末→2026年末)やデベロッパーからの土地買い取り支援などが示されている。また、株式市場支援策としては、証券会社、ファンド、保険会社を対象とするスワップ制度(5,000億元)や、自社株買い等のための再貸出制度(3,000億元、再貸出金利1.75%)が示されている。さらには、9月26日に開催された中央政治局会議では、経済のファンダメンタルズなどの条件は一切不変としつつも、「現在の経済情勢に新たな状況と問題が発生」しており、「困難を直視し、自信を持ちながら、経済運営に対する責任感と切迫感を強めるべき」と述べている。このなかで、特に足元で深刻な低迷が続いている不動産セクターに対しては、「不動産市場の悪化を止め、回復を促進する」旨を示すなど、政府当局としても中国経済が直面する課題を認識したうえで、市場回復に向けた強いスタンスを打ち出している。ここ数年は中国経済に減速感が顕在化するなか、小刻みな政策を積み重ねてきたものの、十分な効果が実現しなかったことを踏まえつつ、政府当局の経済先行きに対する強い危機感の下、思い切った政策パッケージを打ち出してきたものと考えられる。

こうした相次ぐ景気刺激策に続き、中国財政部は、10月12日に大手国有銀行に公的資金を注入するため特別国債を発行する旨を発表したほか、中国の倪虹・住宅都市農村建設相は10月17日、不動産セクターの支援のため、商業銀行に優良な住宅開発案件向けの融資を促す「ホワイトリスト」の対象を拡大し、2024年末までに融資規模を現在のほぼ倍となる4兆元(約84兆円)に広げる旨を表明した。さらに、10月18日、中国人民銀行の潘功勝総裁は、年内に預金準備率をさらに引き下げる可能性を示唆するなど、10月に入ってから、景気回復の足取りを強固なものとするため、相次いで景気テコ入れに向けた施策を打ち出している。さらに、今般「10兆元」という大規模な施策が打ち出されており、株式市場への影響が注目されている。

ここで上海総合株式市場の動向をみると、2024年6月以降は3,000ポイントを割り込み推移してきたが、上述の9月24日の景気刺激策の発表を受けて一気に好転した。足元では引き続き3,000ポイント超の水準が続いているが、上値が抑えられたまま、方向感が定まらない相場が続いている(図表3)。この要因は、10月以降も政府当局により相次いで景気刺激策が打ち出されたが、具体的な財政出動の規模や用途などが公表されなかったことを受け、投資家の間で期待と失望が繰り返されていることである。今般の「10兆元」施策も大規模ではあるが、その主たる内容は地方政府の「隠れ債務」の削減であり、直接的に需要喚起につながるものではなく、短期的な景気浮揚効果は未知数であるため、株式市場は投資家の思惑で小刻みな浮沈を繰り返している。特に11月の動きをみると、政府当局が打ち出す施策に具体案が乏しく、景気回復に対する期待感が息切れしており、総じて下落基調を辿ってきている。足元で長引く不動産不況に直面するなか、中国の株式市場は、特に個人投資家がキャピタルゲインを享受する“打ち出の小槌”としての役割も期待されるほか、株高トレンドが消費者のマインドの改善に寄与し、消費マインドを喚起することにもつながる。とはいえ、経済の実態的な底堅さが確認されない限り、足元の強気な株高トレンドは持続性に乏しいようにも思われ、今後も政府当局が打ち出す政策の効果を適宜確認しつつ、市場の動向は注視していく必要があるだろう。

図表3 上海総合株価指数の推移



(出所)上海証券取引所、Macrobondより筆者作成。

## まとめ

本稿では、先般の全人代常務委員会で打ち出された 10 兆元の「隠れ債務」処理に向けた施策の概要と期待される効果を踏まえつつ、足元での中国経済の現況および今後の方向性について論じてきた。中国では 9 月以降相次いで景気刺激策が打ち出されているが、経済回復の糸口を見出しきれない状況下、もう一段の積極的な財政・金融政策が期待されていたなかでの大規模な施策であり、政府当局の景気回復に向けた強い意志は感じられる。ここ数年続く長引く不動産不況が深刻化するなか、地方政府は財源不足に直面しているほか、経営難に陥る地方政府融資平台も増加しており、これらへの対応が喫緊の課題として、今般の「10 兆元」施策が打ち出されたものと思われる。その一方で、“真水”を伴う直接的な需要刺激策ではなく、その主たる内容は地方政府の「隠れ債務」の削減であるため、地方政府の金融リスク低減のほか、地方政府融資平台の破綻リスクや銀行などの貸し倒れリスクの低減は期待されるが、目先の経済浮揚効果は大きく期待しがたいものとみられる。

足元の中国経済は長引く不動産不況や雇用不安などから厳しい状況にあり、先行き不安が払拭されないうえ、欧米諸国との対立に端を発したサプライチェーンの見直し・再構築の流れの中でデカップリングやデリスキングの動きは進展していくとみられ、外資企業の「中国離れ」が進展している様子もうかがえる。また、中国は外需依存度を高めていたなか、先般の米大統領選でトランプ前大統領が勝利し、今後は関税引き上げなど「ディール」の動きに伴い米中貿易への影響が出てくる可能性もあるなど、外需環境の先行きも楽観しがたい状況にある。こうした環境下、中国経済は政府当局による 2024 年の経済成長率「5%前後」の実現には高いハードルが控えているうえ、2025 年においても引き続き厳しい環境を余儀なくされることが想定される。このような厳しい経済環境が続く見込みであるなか、中国政府当局は財政出動に対する慎重なスタンスにあるものの、安定的な経済成長を実現していくためには、公共インフラや企業各社の設備投資のほか、自動車や家電など耐久消費財の買い替え支援となる「以旧換新」政策など、もう一段具体的な需要喚起に向けた政策の展開が期待されよう。今後については、12 月に開催が予定されている共産党中央政治局会議や中央経済工作会議を通じて経済政策の方針がより明確になるとみられる。引き続き政府当局による財政出動に対するスタンスも含めた政策動向を慎重に見極めつつ、中国経済の先行きを確認していく必要がある。

## 蘭田 直孝

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

## PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700

©2024 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.