

安定最優先の中国の財政・金融政策



キヤノングローバル戦略研究所 研究主幹

岡寄 久実子

■ 1. 残る先行き不透明感

不安定な5%成長

コロナ禍と大手不動産企業の資金繰り破綻をきっかけに2022年に大きく失速した中国経済は、2023年半ばに反転の気配を示し、底割れの危機は脱したように見える。同国の国内総生産（GDP）は2023年に実質ベースで前年比5.2%の増加となり、政府目標（5%前後）をクリアした後、2024年第1四半期も同5.3%の成長を遂げた（2024年の政府目標も5%前後）。ただし、需要項目別の動向をみると、

〈目次〉

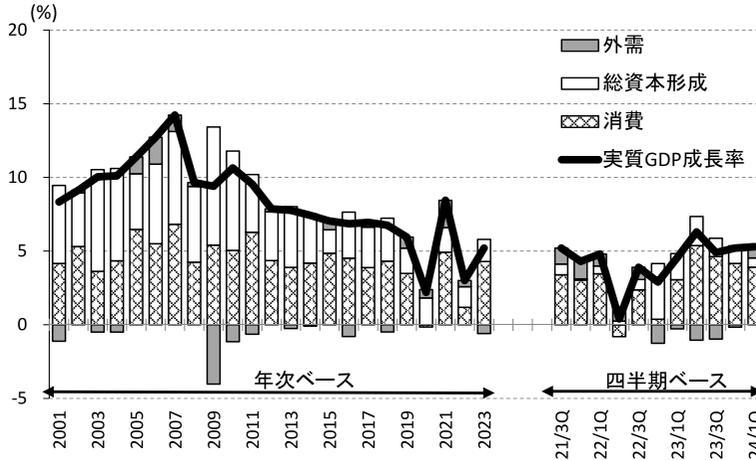
1. 残る先行き不透明感
2. 当面の財政・金融政策の運営方針
3. 財政余力の実態
4. 金融システムの陰り
5. 改革の重点課題

総資本形成（投資）と外需（対外貿易）の弱さが目立つ（図1）。

中国共産党指導部と中央政府は、10年以上前から、投資に大きく依存する成長モデルからの脱却を目指しており、消費主導の経済成長は好ましい姿と受け止めている。また、金額ベースで固定資産投資の2割以上を占めると言われる不動産投資の回復に時間がかかることは織り込み済みで、投資の急回復は期待していない模様。とはいえ、経済の急速な落ち込みを回避するためには、投資のある程度の伸びが必要であり、中央政府は地方政府にインフラ建設の着実な推進を呼びかけている。

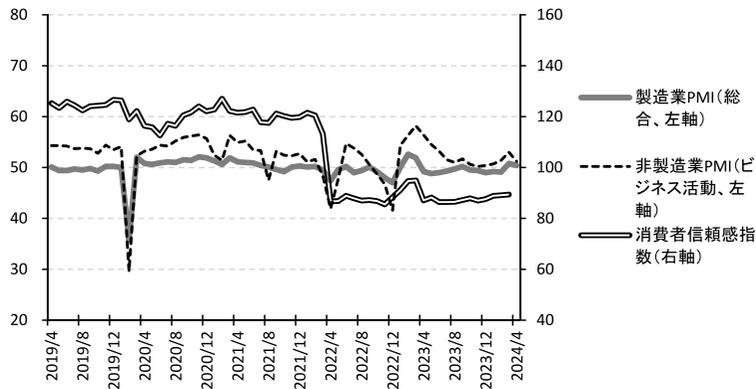
しかし、2023年から2024年第1四半期にかけて、中部および西部地域の固定資産投資は総じて伸び悩んでいる（2023年および2024年第1四半期の①東部10省・直轄市、②中部6省、③西部12省・直轄市・自治区、④東北3省の固定資産投資前年比伸び率：①4.4→5.7

(図1) 中国の実質GDP成長率と需要項目別寄与度の推移



(出所) CEIC China Premium Database より筆者作成

(図2) 企業と消費者の景況感



(注) 製造業および非製造業PMIは1か月前との比較で50が分岐点、消費者信頼感指数は1年前との比較で100が分岐点。

(出所) CEIC China Premium Database より筆者作成

① 0.3%、② 0.3→4.1%、③ 0.1→1.4%、④ -1.8→9.6%。その主な理由は資金不足であるとみられている。

弱い景況感

企業幹部や消費者の景況感が引続き弱いことも、大きな懸念材料となっている(図2)。

中国で代表的な景気判断指数とみなされている、製造業購買担当者景気指数(PMI)は

2022年3月以降、改善と悪化の分岐点である50を下回ることが多かったが、2024年3月に6か月ぶりに50を上回り(50.8)、4月も50.4となった。ただし、在庫状況や雇用環境を悪化傾向にあると判断する見方が目立っている。

非製造業のPMIは、「ゼロコロナ政策」解除を受けた、いわゆる「リベンジ消費」のおかげもあって、2023年第1四半期に力強い回復をみせた。しかし、その後は弱含みの展開となっている。

消費者へのアンケートに基づく消費者信頼感指数(100が分岐点)は、2022年4月に前月の113.2から86.7へと急落した後、80台後半から90台前半で推移している。とくに雇用環境の現状に対する悲観的な見方が改善されていない。

中国人民銀行(中央銀行。以下、人民銀行)が預金者に対して行っているアンケート調査でも、消費に対する慎重な姿勢が目立つ。例えば、「今後どのような行動をとるのが適切と考えるか」という問い(①消費を増やす、②貯蓄を増やす、③投資を増やす、から一つを選択)に答えた人の割合は、コロナ前の2019年12月調査では、①28.0%、②45.7%、③26.3%であったが、直近の2024年3月調査では、①23.4%、②61.8%、③14.9%と、貯蓄を選ぶ人の割合が大きく増えている。

停滞が続く不動産市場

2021年に地合いが急速に悪化した中国の不

動産市場は、在庫調整が長引いている。共産党指導部と中央・地方政府は「保交楼(建設中物件の完成・引渡しを保証する)」政策に力を入れており、2024年1月には地方政府と金融機関に対し、「都市不動産協調融資メカニズム」の導入を呼びかけた。これは、地方政府の住宅建設当局と金融当局が協力して、地元の建設中プロジェクトを精査し、金融支援を行うに値する案件を選別し、そのリストを金融機関に伝達して融資の実行を促すという構想で、不動産開発企業の資金繰り破綻による建設中断問題を解消する狙いがある。

同年3月末までに、第1弾リストに掲げられた5,300件以上のプロジェクトのうち2,100件以上について、商業銀行が審査を経て融資に合意し、その融資総額は5,200億元(約11兆円)に達している(2024年4月18日、中華人民共和国中央人民政府ホームページ)。

需要喚起策としては、2021年下期に一部地域が部分的な不動産購入制限の緩和に踏み切り、時間とともにその流れが拡大した。2024年5月時点では、北京市、上海市、広州市、深圳市、海南省、珠海市の5都市・1省で部分的購入規制がかかっていることを除き、ほとんどの都市部で購入制限が撤廃されていると報道されている(2024年5月14日、中国青年報)。

以上の措置は、一部では人々の住宅購入意欲を刺激しているとみられているが、全国に広がる建設中断物件を含む膨大な在庫と、深刻な資本不足に陥っている不動産開発企業な

どの整理淘汰の道筋はまだみえていない。中央政府は今のところ、「各地の実情に合わせて、それぞれの地域で問題を解決する」といったスタンスで臨んでおり、例えばまとまった資金支援を行うなど、問題の抜本的な解決につながりそうな方針は示していない。従って、不動産市場の需給調整にはなお相当な時間がかかるとみられるが、その間に金融機関や地方政府が抱える金融・財政リスクが顕現化しないようモニタリングと監督体制を整えていく必要がある。

■ 2. 当面の財政・金融政策の運営方針

中央指導部の現状認識

中国政府は2024年第1四半期の経済統計をみて、「経済は好転傾向を続け、予想を上回る成長率を実現した」とやや安堵感を滲ませた評価を下している。もっとも、状況の厳しさに対する認識は変わらず、国家発展改革委員会副主任は、「外部環境の複雑性、厳しさ、不確定性はかなり大きく、国内の有効需要は不足しており、人々の先行きに対する期待は弱く、経済が安定して好転するための基礎は脆弱で、経済運営は数多くのリスクに直面している」と付言し、本年3月の全国人民代表大会（国会に相当。以下、全人代）で承認された政策方針を着実に実行していくことが重要であると述べている（2024年4月17日、国家発展改革委員会記者会見）。

中国政府の基本方針は、「安定の中で前進を求め、前進をもって安定を促し、先に新しいものを確立したのちに旧いものを廃止するスタンスを堅持し、マクロ政策の実施を強化する」などで、安定を最重視する姿勢に大きな変化はない。そのうえで、当面は「大規模設備更新・消費財買い替えアクションプラン」と「外資誘致・利用をより強力に進めるアクションプラン」を着実に推進すると、最近打ち出した政策をアピールしている。また、超長期特別国債発行などの措置の早期実施に努め、産業の高度化、内需拡大、改革の全面的深化と高いレベルの対外開放の拡大、都市と農村および地域間のバランスのとれた発展、グリーン・低炭素の発展、民生の保障と改善、関連分野のリスク抑制などの重点任務に注力すると表明している。政府はさらに、生産力の質の向上、人々の期待の誘導、市場の信認の強化などの重要性にも触れ、課題が多いことを認めている（同上）。

こうした中で、財政と金融には引続き大きな期待が寄せられている。3月の全人代では、「積極的な財政政策を適度に強化する」とこと、「穏健な金融政策を適度に活性化し、ターゲットを絞った有効なものにする」ことが決定されている。

「積極的な財政政策」

2024年第1四半期の主要経済指標が公表された後、4月30日に共産党中央政治局会議が開催され、当面の経済政策についても議論が

行われた。近年、中国内での党と政府の関係においては党の決定が益々重要になっており、政治局会議の決定事項はすぐに政策として実行に移されることが増えている。

当該政治局会議では財政政策について、①超長期特別国債の発行と調達資金の使用を早めに行うこと、②特別目的債券の発行・使用進捗度を加速させること、③必要な財政支出を確保し、④とくに末端行政組織の基本的民生、給与、行政運営資金を確保すること、などに重点を置くことを強調した。

このうち超長期特別国債の発行は3月の全人代で決定されており、一般会計で発行する赤字国債ではなく、政府基金会計（特別会計）で発行される。2024年については、総額1兆元（約21兆円）分の国債を20年債7本、30年債12本、50年債3本に分けて発行する計画が公表され、第1回目として5月17日に30年債総額400億元の入札が行われることになった。特別国債は、1998年（10年債、総額2,700億元、4大国有銀行の資本金増強のため）、2007年（10年債、総額1.55兆元、市中の過剰外貨吸収のため）、2020年（10年債、総額1兆元、コロナ禍対策のため）に発行されているが、20年以上の超長期債の発行は初めてである。政府は、今後も国債発行が増えることを前提に、発行市場の容量拡充と償還負担の平準化などの市場環境の整備に着手しているようにみえる。

2015年以降、地方政府の独自財源として債券発行が認められるようになった。主たる目

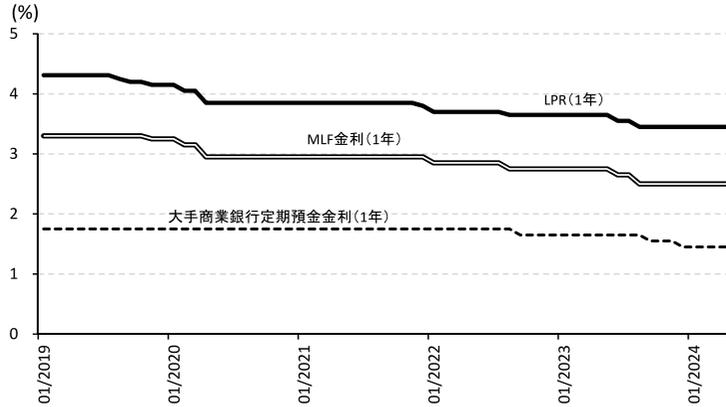
的は、地方のインフラ建設に充てるための特別目的債券の発行で、2024年予算でも前年実績（3.8兆元）を若干上回る金額（3.9兆元）が政府基金会計に計上されている。固定資産投資の実行が弱い状況下、党中央指導部や中央政府は、地方政府が発行計画を多少早めて資金調達を行い、インフラ建設を推進するよう求めている。

「穏健な金融政策」

上記政治局会議では金融政策の重点課題として、金利と預金準備率などの政策手段の機動的運用、実体経済を支える力の強化、社会の総合的資金調達コスト引下げなどを掲げ、緩和的政策の持続を求めている。

人民銀行は、既に預金金利と貸出金利に係る規制を撤廃しているが、実際には人民銀行が商業銀行に資金を供給する手段一つである中期貸出ファシリティ（MLF）1年ものの金利をベースに、商業銀行が最優遇貸出金利（LPR）を設定するよう促している（LPRは2019年8月以降、商業銀行貸出金利の参照基準とされている）。人民銀行は2023年6月と8月にMFL金利を引き下げ、その結果LPRも低下している。ただし、2019年末に4.15%だったLPRは、2020年以降7回引き下げられているが、2024年4月末時点で3.45%と0.7ポイントしか下がっていない（図3）。この点については、商業銀行の利鞘（預金金利との差）確保に対する配慮が働いているとの見方もある。

(図3) 中国の貸出金利と預金金利の推移



(出所) CEIC China Premium Database および中国工商银行ホームページより筆者作成

人民銀行は、従来はどちらかという、金利よりも預金準備率操作を金融政策手段として活用してきたが、2023年中に大型および中型金融機関に対し2回の引下げ（3月0.2ポイント、9月0.3ポイント）を行い、2024年2月に両者に対し0.5ポイントの引下げを実施した。この結果、2024年5月現在の預金準備率は、大型金融機関10%、中型金融機関7%、小型金融機関5%（2021年12月以降据え置き）となっている。

3. 財政余力の実態

財政赤字のコントロール

中国政府は長年にわたって均衡財政維持を重視した運営を行い、一般会計財政赤字の名目GDPに対する比率を概ね3%以内に抑えてきた。2023年の財政赤字の対名目GDP比率は3.9%に拡大したが、2024年の予算案で

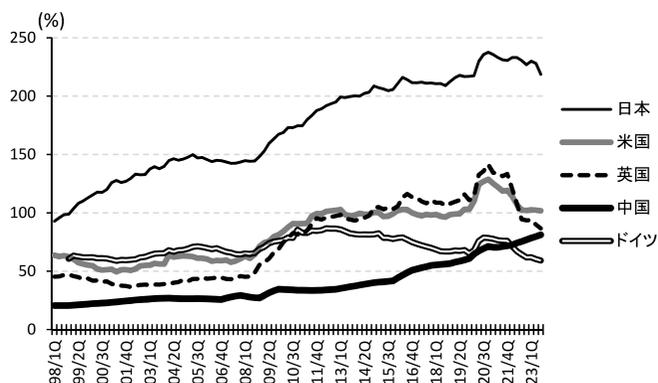
は同比率を3%に戻す計画である。ただし、近年は財政安定調整基金およびその他勘定からの補填や繰越金などで補う度合いが増えている。

また、コロナ禍への対策を主因に世界の多くの国で国庫負担が膨らみ、一般会計だけを見ても、主要国の債務率（名目GDPに対する比率）は2022年初にかけて急上昇した。2022年後半以降、欧米諸国の債務率は低下を示しているが、中国の債務率はまだ相対的に低いレベルにあるとはいえ、上昇傾向を辿っている（図4）。以下に記す地方政府債務の動向も勘案すると、債務率は今後も上昇を続ける可能性が高い。

厳しさを増す地方財政

中国では地方間格差の問題が深刻化している。財政も例外ではなく、経済基盤の弱い地域では財政の資金繰り難から、社会保障給付

(図4) 主要国の政府債務(一般会計)の対名目GDP比率の推移



(出所) 国際決済銀行 (BIS) Total Credit Statistics (2024年3月)より筆者作成

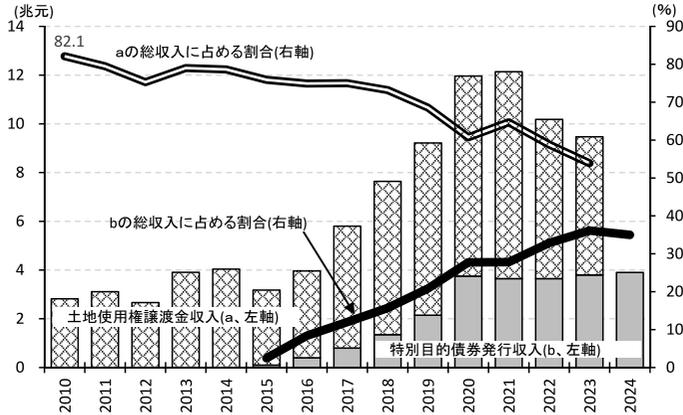
金や公務員給与の未払いなどの問題が生じていると報道されることもある。

もともと労働人口の減少と高齢化の進展などで税収が伸び悩む一方で、基本的行政サービスの負担が重くなっていたところに、コロナ禍で地域経済全体が大きなダメージを受け、さらに検査やロックダウン関連の支出が増えたことなどが、地方の資金源を大きく毀損させた模様。また、土地権利譲渡金収入、すなわち地方政府が所有する土地の使用権を不動産開発企業などに売却することで得た資金の急減も、地方政府財政に大きな打撃を及ぼしている。一部地方では、政府基金会計に計上されている土地権利譲渡金収入の一部を、正規の手続きで一般会計の補填に充てたり、手続きを踏まずに一時的に他の目的で流用したりしていたところ、不動産バブルの崩壊で土地権利の入札が成り立たず、当該収入に頼っていた事業を進められなくなった。

地方政府の場合、政府基金会計は一般会計の半分近い規模を有しており(2023年総収入額: 一般会計22.9兆円、政府基金会計10.5兆円)、地元経済運営上重要な機能を担っている。2010年代前半には、土地権利譲渡金収入が地方政府基金会計総収入の8割前後のウェイトを占めていた。この状態の是正と地方政府関連事業体が隠れ蓑となって抱えた負債の整理などを目的として、2015年以降、地方政府が債券を発行し、資金調達を行うことが認められている。このうち、インフラ建設など特定プロジェクトを対象に発行する債券を特別目的債券と呼び、これは政府基金会計に計上されている(図5)。

なお、現在、地方政府は一般会計の赤字補填や過去の債務の借り換えに、債券発行によって調達した資金を充てることも認められている。2023年には、地方政府全体で9.3兆円(前年比27%増)の債券を発行、その内訳は一般

(図5) 中国の地方政府基金会計収入の内訳



(注) 総収入は、中央政府からの移転収入や債務収入を含む。

(出所) CEIC China Premium Database より筆者作成

債券3.3兆元（新規0.7兆元、借り換え2.6兆元）、特別目的債券6兆元（新規4兆元、借り換え2兆元）であった。

4. 金融システムの陰り

低調な株式市場と銀行への負荷

中国本土と香港の主要株価指数は、2023年第2四半期以降2024年2月初まで下落基調を辿り、企業の新規株式公開（IPO）や増資などの場として活用しにくい状況が続いた。投資家の動揺を抑える狙いもあって、2024年1月から2月にかけて、いわゆる「国家隊」と呼ばれる政府資金を利用する組織による買い支えや空売り規制などの対策が打たれ、株価指数は上昇に転じたものの、総じて力強さに欠ける展開が続いている。

中国では過去20年以上、資本市場（株式お

よび債券市場）の育成に努めているが、実際には銀行を主とする間接金融優位の状況が続いている。金融当局を含む政府の指導を効かせやすいのは銀行貸出であり、いわゆる「窓口指導（金融機関の経営方針・オペレーションなどに対する個別指導）」が有効な金融政策手段として活用されている。中国では、主要銀行の株主が政府機関であることが多く、その分銀行に負荷がかかりやすい状況が続いている。

銀行の収益環境の悪化

中国内に4千以上ある銀行業金融機関の競争は年々厳しくなっており、近年は利鞘（資金運用金利と資金調達金利の差）の縮小が次第に収益基盤を圧迫するようになっている。また、銀行の不動産企業に対する貸出自体は、かつての日本の状況などに比べれば大きな

いとはいえ、不動産事業はすそ野が広く、関連企業が多いため、不良住宅在庫や深刻な資本不足に陥った企業などの問題が長引くと、銀行収益に大きなダメージを及ぼす可能性が高い。

銀行が実体経済に貢献することは当然であるが、単純に融資実行の多寡ばかりに注目し、融資対象のリスク査定が甘くなってしまうと、やがて銀行の不良債権が膨張し、その処理が経済成長を阻害する恐れもある。人民銀行は「構造的金融政策」というスキームで、低利の原資を商業銀行に融資し、商業銀行がそれをベースに国策に適った融資を実行することを推奨しているが、このスキームが銀行収益にどう作用しているか、経済成長にどう貢献しているか、適宜成果を検証していく必要がある。

■ 5. 改革の重点課題

高所得入りを展望

世界銀行の推計によると、2022年の中国の一人当たり国民総所得(GNI)は12,850ドルで、高所得国の仲間入り(同年の境界線は13,845ドル)が目前に迫っているように見える。中国は名目GDPでは世界第2位であっても、一人当たりGNIは同66位と、人口圧力の強さが感じられる。一人当たりGNIを引き上げていくのは簡単なことでないが、これまでにこのレベルに達した高所得国の多くでは、消費の高度化・多様化が進んでおり、中国でも国

内経済に新たな活気をもたらすことが期待できる。

一方で、中所得国から高所得国への移行に際しては、抜本的な経済構造改革を伴わなければ実現できないという、いわゆる「中所得国の罠」に捉われるリスクがあるとの指摘もある。中国の場合、既にかなり高度な技術を有する製造業が育ち始めており、構造改革は進展しているという楽観的な見方がないわけではないが、最先端の重要技術を自力だけで開発し続けるのは容易ではない。そうした技術を機動的に導入できるかどうかは、技術先進国との関係による面もある。経済・貿易・安全保障面の摩擦をいかにコントロールしていくかが問われている。

中央財政と地方財政のバランス

財政面では、やはり中央と地方の安定したバランスをいかに構築するかが重要となるだろう。これは税収の取り分を調整すれば済む(地方の取り分を増やせばよい)というような単純な課題ではない。地域間の人口、自然条件、経済発展状況などに大きな格差がある以上、中央政府を介しての調整は不可欠である。

近年、中央政府は地方への移転支出を増やしているが、その配分手法が機動的かつ効率的であれば、地方政府も安心して中央政府に頼れるだろう。財政部からは、2020年にコロナ禍対策として導入された「財政資金直接交付メカニズム」を本格的に運営していくとの

説明も出てきている。かつてに比べれば交通手段や通信手段は格段に多様化・高度化しており、中央と地方間の意思疎通はしやすくなっている。会計検査も以前よりは容易になっているのではないか。新たな制度の実験的導入も進めやすくなっているかもしれない。

金融面のさらなる市場化

不動産バブルの崩壊で、そこに多額の資金を流し込んでいた金融システムの見直しが進んでいくものと予想される。ここ数年、シャドーバンキングの透明化・合法化、モニタリング・監督体制の強化などの取り組みが展開されているが、市場メカニズムの一段の導入も忘れてはならない。

先例のない膨大な人口と広大な国土を抱えての金融メカニズムの拡充は、単純に先進国のシステムを導入するだけでは実現不可能である点は理解できる。中国の国情に適った制度を構築することは重要な論点であろう。ただ、それでも、中国が国際経済の中で発展していくのであれば、金融も国際ルールと整合的であることが必須となろう。

幸い、中国の金融界でも国際金融に精通した人材は着実に育っている。様々な機会を通じて、国内外の関係者が忌憚のない意見交換ができる場がさらに増えていくことが望ましい。

三中全会への期待

コロナ禍、自然災害、対外摩擦の激化など、

中国に限らず、近年は安定、安全を優先せざるを得ない局面が多く、国内制度の改革に取り組むのは容易ではなかった。2024年4月末の中央政治局会議は、同年7月に第20期中央委員会第三回全体会議（第20期三中全会）を開催する旨、公表した。

これまで経済改革に関する重要な決定は各期（1期5年）の三中全会で行われてきただけに、今回の会議に対する国内外の期待は非常に高い。初期の習近平政権が第18期三中全会で提示し、大きな賛同を集めた改革開放政策案の進展をどう評価し、新たにどのような提案を出してくるのか、関連情報の収集を含め、多角的な視点で分析を進めたい。

