

# 「バックスチャイナ」は来ない

中国経済の「変調」を読み解く

不動産価格の下落と地方財政危機で経済成長は急減速。

破綻はないが、「失われたX年」となる可能性も。

- ・ 過大なインフラ投資を不動産バブル崩壊が直撃
- ・ 習体制の方針と財政再建は矛盾。実行には疑問符が
- ・ 人民元の基軸通貨化には、いまだ高いハードルがある

2025年は米国覇権の終焉をいっそう印象付けた年だった。一方、中国は「米国に代わって世界に貢献する」と自信に満ちて振る舞うようになった。今後の世界の行方を左右する大きな変数の一つは、「中国の国力と影響力がどこまで伸張するのか？」だが、その中国経済の成長には最近かげりが見える。ある面では30年前の日本がたどった道をなぞっているようにすら見える。最近の変調の原因は何か、今後の見通しはどうなるのか。

## 不動産と地方財政の複合危機

一般に「近年の中国経済変調は不動産バブルの崩壊が原

日本国際問題研究所客員研究員

## 津上俊哉

つがみ としや 1980年東京大学卒、通商産業省入省。在中国日本大使館参事官、北東アジア課長などを歴任。経済産業研究所上席研究員を経て2018年より現職。著書に『米中対立の先に待つの』『中国台頭の終焉』『中国台頭 日本は何をなすべきか』など。

因だ」と理解されている。確かに、かつて不動産はGDPの4分の1を生み出していたのに、いまや新規の住宅建設や販売が往年の半分以下に落ち込んでいる。不動産価格も下げ止まらず、大都市ではピークから3割は下落。高値で住宅を購入した家計はローン返済の重い負担に苦しむ。

しかし、中国ではもう一つバブル崩壊が起きている。地方財政危機だ。2010年代から財政節度を超えた借金で過大なインフラ投資を続けてきたところに、不動産バブル崩壊による土地収入の急減に遭遇したためだ。この結果、地方政府の金融子会社の債務償還事故、公務員給与の遅配・カット、政府の契約債務不履行などの異常事態が頻発

している。

不動産バブル崩壊と地方財政危機の二つを総合して見えてくるのは、過去15年間、中国では借金を財源として高値の不動産や必要性の乏しいインフラ投資などに空前の規模の投資が行われてきたことだ。10年から24年までの15年間の固定資産投資累積額は747兆元（≒1京5200兆円）に及び、中国の負債残高/GDP比も09年初の147%から24年末の286%へと急増した。この結果、中国経済に質の悪い資産とその収益では償還できない負債が大量に堆積してしまった。

## バランスシート不況とデフレの進行

企業が投資の失敗を重ねれば経営が悪化するのと同様、国全体でも投下した大量の資本が回収できなければ経済は悪化する。中国にその転機が来たのはコロナ・パンデミックと不動産バブル崩壊に同時襲われた後の2023年だ。家計や企業にせよ地方政府にせよ、投資の失敗により財務状況が悪化して、消費や投資を切り詰めざるを得なくなる姿は、30年前バブル崩壊後の日本で起きた「バランスシート不況」と同質のもので、国全体に先行き悲観が広がっている。

消費も投資も弱まったため、需要と供給のインバランスが拡大してデフレが進行し始めた。消費者物価指数は23年4月以来前年同月比ゼロ近辺、生産者物価に至っては22年10月以来2〜4%のマイナスが続いている。また、25年のGDP成長率は第1四半期5.4%、第2四半期5.2%と年間目標「5%前後」を上回ったが、名目成長率でみると、4.6%、3.9%と実質値を1%前後下回っている。これは日本の2000〜09年の名目GDPが実質GDPを平均で1.1%下回っていたのと酷似している。この状態が続くと、中国も「失われたX年」に陥ってしまいかねない。

## 富の配分の歪みが国内消費の不振に

借金・投資頼みの経済成長が限界に達する中、政府は消費を振興するために耐久消費財の買い換え補助金を出しているが、効果は短期的だ。バブル崩壊の後遺症は無視できないが、消費不振の根本原因は、中国の富が政府や国有セクターに偏在していることにある。

バブルによって国有土地の資産価値や土地収入が急増し、2010年代に急に膨張した国有銀行の融資が国有セクターにばかり流入したことが原因となり、富の配分が歪

んだのだ。国全体の純資産のうち政府部門が占める割合を見ると、主要国はたかだか数%、国によっては債務超過でマイナスなのに対して、中国は実に24%を占める（中国国資産負債表2020）。

中国の経済政策は中央が方向を定め、地方政府が実働部隊を担うが、そこで地方政府に成果を競わせるのが、共産党独裁と市場経済を組み合わせた「中国モデル」の特色だ。この仕組みはWTO加盟後の2000年代、地方政府が外資企業の誘致や優先度の高いインフラ投資を競ったときのように、競争が市場メカニズムにかなう場合は成功するが、効率を度外視した借金と投資の競争に陥ると問題を引き起こしてしまふ。

## 「改革」を受け入れられぬ中国共産党の限界

バブルが生んだ、効果を生まない投資財産は減損処理し、償還のめどが立たない負債は不良債務として損失処理すべきただが、すると隠れていた多額の損失が表面化して、家計、企業、銀行、政府がみな緊縮財政を余儀なくされ、数年から十数年の間は低成長が続くのが常だ。

しかし、習近平国家主席は3選を達成した2022年の共産党大会で、「35年に1人当たりGDPを中等先進国並み

に引き上げる」ことを公約してしまつたので、低成長が長く続くような政策選択を受け入れられるとは思えない。

また、成長を維持したいなら、富の配分を今の「お上偏重」から家計や民営企業重視に転換する必要がある。需要面では家計の財布を大きくすることが消費を拡大させ、供給面でも生産性の高い民営セクターに富を多く配分して再生産を促すことが、経済の生産性を向上させるからだ。

しかし、「民」への富の配分を増やせば「お上」の取り分が縮小するし、役人の仕事も減る。事あるごとに「共産党の指導への服従」を強調する習近平政権は、このような改革も受け入れないだろう。

中国経済の健康を回復させ、成長を維持するために欠かせない改革が、習近平政権のアジェンダや理念と衝突する。そのことが中国経済の未来を暗くしている。

## 「先送り」の財源はまだある

中国経済を取り巻く情勢は厳しいが、公的債券の発行残高は依然として低く、特に中央財政は国債発行残高のGDP比が20%台半ばと抜群に健全なことは救いである。地方財政は限界だが、中央が枠を割り当てる「専項地方債」の発行はハイピッチだ。この債券が国債に準ずる優良条件で

発行されていることは、市場は、事実上中央財政の保証が付いていると認識していることを物語る。

中国は今やドイツ、日本に次ぐ世界第3位の対外純債権大国であるため、国債をさらに発行しても国内の貯蓄で十分消化可能であることも救いだ。公的債券を大量発行すると資金市場が逼迫するが、人民銀行が国有銀行に資金を融通する「買いオペ」を大がかりに行うことで避けられる。

今後、公称4〜5%の成長率を保ちつつ課題の先送りを続けていけば、中国の公的債務残高は増加の一途をたどるだろう。ここ2年、一般公共予算赤字にカウントしない長期特別国債の発行が何度か行われたのは前駆現象だろう。

このような国が、にわかには財政破綻に追い込まれるわけではないことは日本の先例が示すとおりであり、このままバブル処理などの改革の先送りも、当分の間は中国経済が破綻する可能性は極めて低い、その姿は30年前の日本と、なんと似ていることか。

## ハイテク民間企業の「光と陰」

暗い話の多い中国経済の中で明るい話題は、ハイテク民間企業の急成長だ。太陽光パネル、電気自動車、バッテリー、半導体、AI、データセンターなど「新質生産力」と

呼ばれる領域でハイテク民間企業が急速に成長、分野によっては世界市場を席巻しつつある。

成長の原因は多岐にわたるが、大きな要因は地方政府による地元企業育成だ。近年やり尽くした感のある在来インフラ投資に代わって、地元ハイテク企業育成やハイテクベンチャー企業誘致のために官製産業ファンド出資が多用されて、これが地方政府間競争の新たな舞台になっている。

しかし、中央の定める産業政策に従って各地の地方政府がこぞって地元企業を育成しようとした結果、ターゲットの業種は軒並み過剰投資、過剰供給に見舞われるようになった。昨今は極端な値引きをしても売上を作ろうとする非理性的な値引き合戦が横行しているが、実は「陰の主犯」は地方政府だ。その原因は、地元企業の事業活動が生む増値税収（付加価値税）の3〜4割が地元市財政の懐に入る税制にある。昨今の地方財政難を考えると、地方政府が地元有力企業に売上や納税額のノルマを課していることは想像に難くない。

世界市場を目指すスター企業が何社も生まれたことは中国産業政策の成果だが、その陰では、競争に負けた企業のために地方政府が注ぎ込んできた莫大な資源が無駄になっている。負けた企業は市場から退出すべきだが、税収減を

嫌う地元政府が追加支援で延命を図るので、供給過剰は止まらず、無駄もますます膨らんでいく。

このように、中国の有力ハイテク企業と地方政府は強い「共依存」関係にある。電気自動車のBYDやバッテリーのCATLなどのスター企業は、もはやわれわれがイメージするような「民間企業」ではないのだ。「新質生産力」の成長が複合バブル後遺症に苦しむ中国経済を救ってくれるはずだ、という期待は強いが、このような共依存関係は今後のハイテク民間企業発展の足かせになる恐れがある。

## 中国経済の動向が世界経済に大きく影響

中国のGDPは購買力平価換算では米国の1.3倍に達しており（IMF2025年推計値）、その在り方は世界経済にいつそう大きな影響を及ぼすようになっていく。

### ① 過剰供給能力と通商摩擦

中国経済は世界GDPの約18%を占めるが（2024年）、製造業ではこれを上回る約29%のシェアを占める（23年）。そこで問題になるのが、世界全体の需要を上回る生産能力を抱える業界がいくつもあることだ。特にここ数年は内需が不振なために安値輸出が増えており、24年には年間

貿易黒字が約1兆ドルで世界GDP（≒100兆ドル）の1%規模に及んだ。

この結果、多くの貿易相手国で中国の安値輸出による通商紛争が起きている。中国の内需不振が短期間に解消する見込みがないことを考えると、このままでは、ますます多くの国が貿易救済措置に走るであろう。これに対して中国が対抗措置を採れば、世界貿易はいよいよ縮小してしまふ。こうして中国の「過剰生産能力」問題は、米国の相互関税と並んで自由貿易体制を揺るがす2大要因になる恐れがある。中国が期待する「新質生産力」の今後の発展も、自由貿易体制がどこまで維持できるかにかかっている。

### ② 米中対立の過程で中国の貿易投資構造が変化

過去5年、中国と西側諸国の地政学的対立が顕著になってきた。特に米国の対中輸入障壁の強化は中国の貿易投資構造に大きな影響を及ぼしつつある。対米輸出が難しくなった完成品組立工場がASEAN、メキシコ、カナダなどに移転した結果、西側諸国への完成品輸出が減少した。それだけなら「産業空洞化」だが、海外に移転した工場に向けた部品・素材、機械の輸出も急増しているので、中国の貿易の重心は、「先進国向けの完成品輸出」から「工場移

転先の) 中継国向けの中間財輸出」へと移りつつある。

同時に、中国企業が完成品組立等下流工程の工場をASEAN、メキシコ、カナダ等に移転する直接投資が増えている。最近のEV産業の東南アジア進出は典型例であり、その変化は中・ASEAN経済関係の深化・拡大という大背景の一環として起きているのである。日本の自動車メーカーにとっては脅威だが、巨額な貿易黒字を抱える国で海外直接投資が増えるのは自然なことだし、グローバルなブランドに育つ中国企業も出てくるだろう。マクロな視点から見れば、中国にはそうやって世界に黒字を還流してもらう必要もある。

### (3) 海外投資は中国経済を救えるか

最近中国では、「今後は積極的に海外に直接投資を行い、日本のように投資収益で潤う国になるべきだ」という意見が聞かれる。しかし、日本の海外投資財産は30〜40年の歳月をかけ、多くの失敗を重ねながら蓄積してきたもので一朝一夕に得られるものではない。

また、現在日本の対外投資収益は年間約35兆円、GDPの6%に相当するが、中国がGDPの6%相当の収益を出すには8兆元(約1.1兆ドル)が必要であり、売上高にす

ればその3〜5倍の3〜6兆ドルの金額が必要だろう。24年の中国輸出額は約3.6兆ドルだった。海外直接投資が進めば輸出の一部が現地生産に置き換えられるとしても、世界全体の市場は、輸出分と現地生産分を合わせてこれほど多種大量にわたる中国ブランド製品を消化、吸収できるほどの能力があるだろうか。

### 「基軸通貨人民元」の条件は

以上論じてきたように、筆者は中国経済の未来について、にわかに崩壊する可能性は低いが、習近平政権の政策や体質を見るかぎり、中長期的には停滞が避けられず、中国のGDPが米国を抜く日も来ないと考える。その見立てが外れるとすれば、国内分断の激化、AIの急速な普及による大量失業などによって、米国が経済社会の大混乱に見舞われて「不戦敗」を喫するといった場合であろう。

「パックスチャイナ」が「中国がこれまでの米国のように、国際公共財を提供して世界の安定を支える覇権国になる」ことを意味するならば、GDPで米国を上回ることも難しい中国が、これまでの米国のように国際公共財を提供して世界の安定を支えるような覇権国になる可能性は、なおさら低いだろう。

米国がルールメーカーキングを主導して、自由貿易体制などの国際公共財を提供できた理由は、圧倒的な軍事力だけではない。世界に巨大なマーケットを提供したことや戦後米ドルが英ポンドに代わる基軸通貨となったことも大きな理由だ。

戦時中に膨張した生産力を抱えて、巨額の貿易黒字を記録していた米国は、戦災で荒廃した西欧諸国に貿易黒字を上回る規模の無償援助（マーシャルプラン）を提供した。

それは米国製品を買える金を配って、過剰気味の実産力に出口を開くと同時に、西側諸国にドル決済を普及させ、基軸通貨の地位を手に入れる大戦略だった。中国の現状も一面で往時の米国に似るが、同じことをしようとすれば「金があるなら国内で使え」といった不満を呼ぶだろう。

蓋然性のある未来は二つ考えられる。一つは東南アジアが「中国の経済的勢力圏」になる未来だ。東南アジアと中国の経済関係が深化・拡大しつつあることは、その可能性を示唆するが、東南アジア諸国は大国の確執の中をしぶとく生き抜いてきた歴史を持っているので、唯々諾々と中国の属国になる道を選ぶとは考えられない。

東南アジアの今後を左右する変数は二つあるだろう。一つは中国経済の成長鈍化・停滞の進行度合いである。政府

援助だけでなく中国経済から得られる経済的メリットが細れば、中国の求心力はおのずと減退するだろう。

日本や欧州を含めた同志国が軍事面、経済面で米国が退いていく穴をどれだけ埋めていけるかがもう一つの変数だ。ただし体力に限りがある日本は、中国との地政学的な対峙、対抗の側面ばかりが強まると負担に堪えられなくなるので、勢力のバランスシグを図る一方で、中国との協力、協調も図る必要がある。

もう一つの蓋然性ある未来は、人民元の将来に関わるものだ。最近米ドルの基軸通貨としての地位が揺らぎ始めたが、人民元が米ドルに取って代わるには、中国が世界から輸出を上回る輸入を人民元建てで行い、海外がもつと多くの人民元を保有するようになることが必要だ。中国は常々「世界に広大な市場を提供している」と宣伝するが、現状は逆に1兆ドルもの貿易黒字を出して「世界に市場を提供してもらっている」。

これでは「元の基軸通貨化」は夢のまた夢だが、ロシアやイラン、北朝鮮など米国の金融制裁を嫌う国々との間で人民元決済圏を形成し、限定された形ではあるが、米ドル圏とのパラレルワールドができる可能性はあり、それは既にかたちを取り始めていると言えるだろう。