

第2節 中国の景気とバランスシート調整

中国では、2023年初の感染症収束を受けて同年前半には各種経済指標の伸び率が高まり、景気には持ち直しの動きがみられてきたが、同年後半にはその動きに足踏みがみられた。こうした景気動向の背景には、不動産市場⁶⁴の問題に起因する構造問題があるとみられる。このために、中国経済の先行きについては、短期的な景気の足踏みにとどまらず、中長期的な成長の停滞が懸念される。

こうした問題意識を踏まえ、第1項では、中国の景気動向について、複数の経済指標で持ち直しの動きに足踏みがみられる背景に、不動産市場の停滞による継続的な下押しがあることを確認する。第2項では、不動産市場の停滞によるバランスシート調整や、地方政府、家計への影響を確認し、今後の構造的なリスクを展望する。

1. 中国の景気動向

本項では、2023年後半の中国の景気動向を概観し、不動産市場の停滞が継続的な下押しをもたらしている状況と、政策対応の動向を整理する。

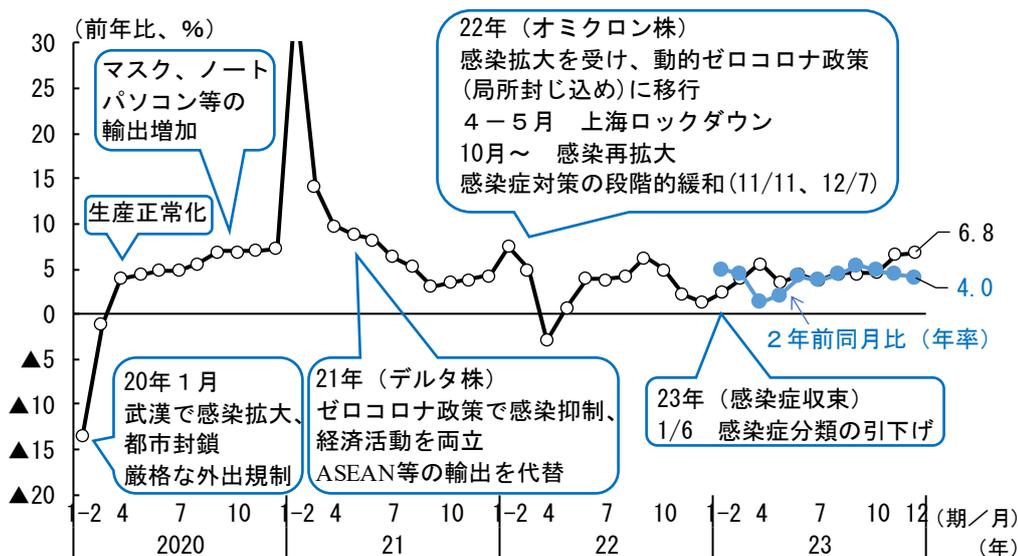
(景気は持ち直しの動きに足踏み)

中国では、2023年初に新型コロナウイルス感染症（以下「感染症」という。）の感染症分類が引き下げられ、感染症収束に伴い、鉱工業生産を始めとした各種経済指標の伸び率が高まった（第1-2-1図）。ただし、2022年は感染症の影響で経済活動が停滞していたため、2023年の経済指標は、前年比が実勢よりも高い値となることに留意が必要である。この影響を除くため、2021年の値と比べた2年前同月比（年率⁶⁵）をみると、12月は+4.0%と伸び率が低下している。

⁶⁴ 中国では、土地は国有であり売買ができないため、本稿では「不動産市場」は住宅・オフィスビル・商業用テナントを議論の対象としている。

⁶⁵ 1年当たりの伸び率に換算した値。

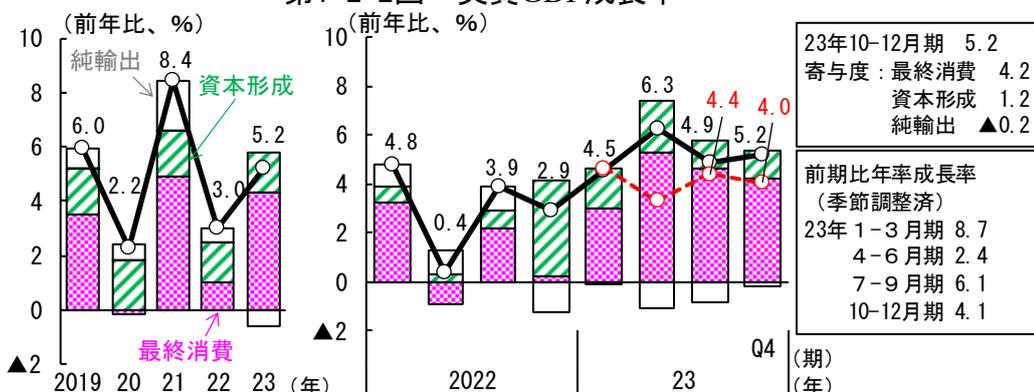
第1-2-1図 中国の感染症対策と鉱工業生産の推移



- (備考) 1. 中国国家統計局、中国国家衛生健康委員会等より作成。
 2. ゼロコロナ政策は感染者数ゼロを目指した広域での厳格な防疫措置、動的ゼロコロナ政策は一定の感染者数は許容しつつ地域を区切り局所的な封じ込めを行う防疫措置を指す(詳細は内閣府(2023b)を参照)。
 3. 鉱工業生産は、付加価値額の前年同月比(実質)。

2023年10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+5.2%と前期(7-9月期+4.9%)から高まったものの、前期比年率では+4.1%と、前期(同+6.1%)から減速した(第1-2-2図)。2022年の感染症拡大の影響を除く2年前同期比(年率)でも+4.0%(7-9月期+4.4%)と、減速が確認される。2023年通年では+5.2%と、同年の成長率目標「+5.0%前後」を上回ったものの、2年前比(年率)では+4.1%にとどまり、依然として潜在成長率⁶⁶を下回る状況が続いている。

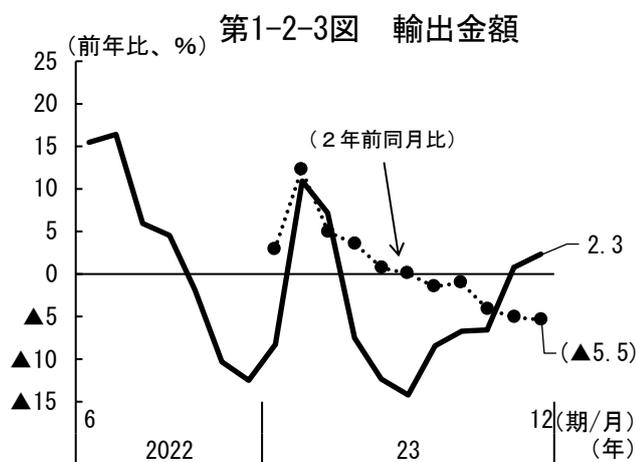
第1-2-2図 実質GDP成長率



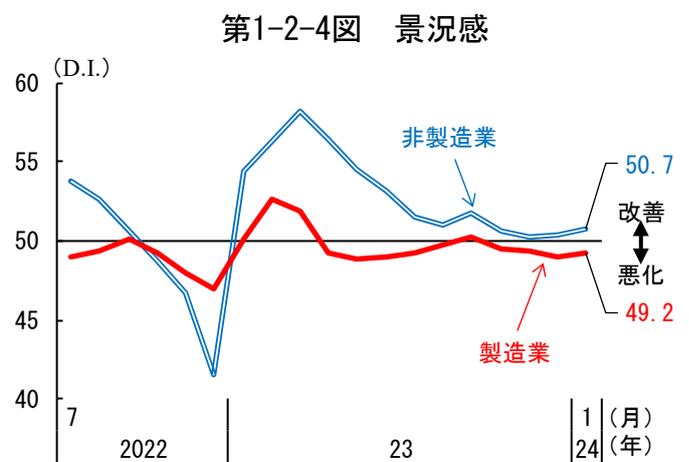
- (備考) 1. 中国国家統計局より作成。
 2. 2年前同期比(2022年の感染症拡大の影響を除くための値(年率換算))、前期比年率成長率は内閣府試算。

⁶⁶ 中国社会科学院(2023)は、2023年の潜在成長率を+5.2%と推計している。

こうした減速の背景には、不動産市場の停滞（後述）と、輸出の弱含みがある。輸出金額は、2023年5月以降は前年同月比でマイナスが続いた。同年12月には+2.3%となったものの、前年同月に感染症拡大の影響で経済活動が停滞していたことの影響も大きく、2年前同月比（年率）では▲5.5%にとどまった（第1-2-3図）。企業の景況感（PMI）をみると、製造業は、2023年4月以降は基準値の50未満でおおむね推移している（第1-2-4図）。非製造業⁶⁷の景況感については、2023年初のゼロコロナ政策撤廃後に高水準となったものの、同年半ば以降は追加的な好材料が乏しい中でサービス業を中心に低下が続き、50をわずかに上回る値で推移している。



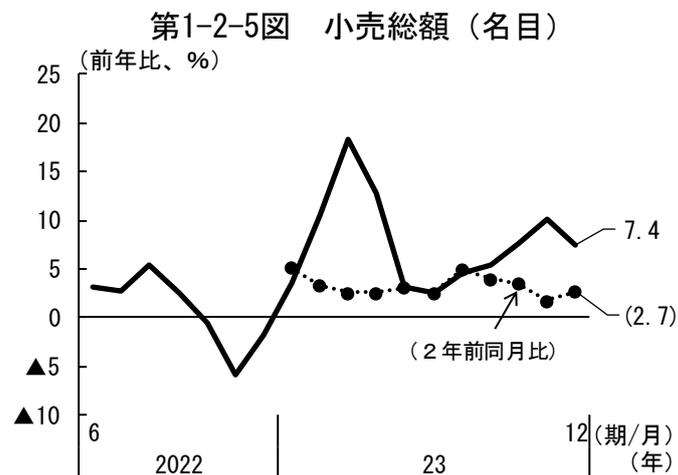
(備考) 1. 中国海関総署より作成。
2. 1～2月は累計値を使用。



(備考) 中国国家统计局より作成。

⁶⁷ サービス業及び建設業。

各地の消費促進策（補助金等）⁶⁸を受けて2023年秋以降に自動車販売が活発化する中で、小売総額は、2023年後半は前年同月比が上昇傾向となり、同年12月には+7.4%となった（第1-2-5図）。ただし前年の感染症拡大の影響を除く2年前同月比（年率）では+2.7%にとどまっている。



（備考） 1. 中国国家統計局より作成。
2. 1～2月は累計値を使用。

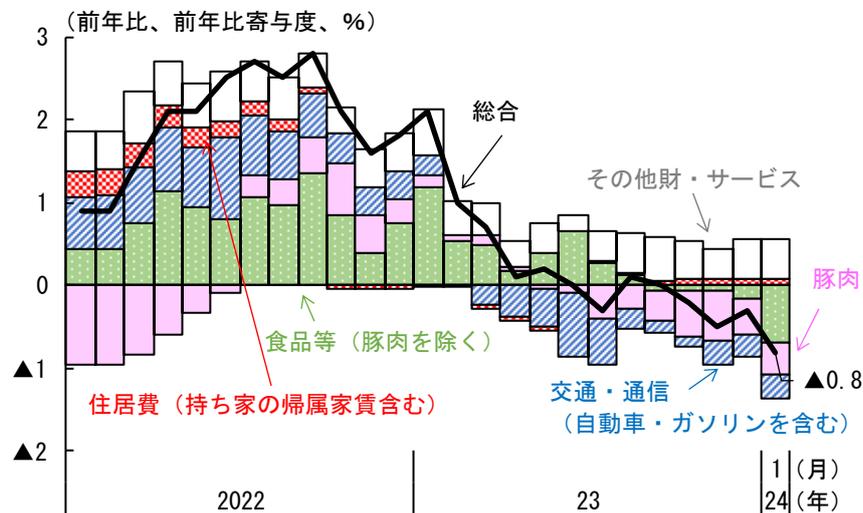
⁶⁸ 中国国家發展改革委員会は2023年7月に「消費の回復・拡大に関する20項目の措置」を発表し、自動車販売の最適化、新エネ車消費の拡大を冒頭2項目として強調した。これを受け、

(1)各地の地方政府が具体策を実施。例としては、(a)江蘇省蘇州市：新車購入に補助金を支給。車両本体価格10～30万元（約200～600万円）には3,000元（約6万円）、30万元（約600万円）以上には5,000元（約10万円）。(b)広東省深セン市：環境基準「国4」以下の乗用車を、2023年末までに条件に合う新エネ車に買い替える場合、補助金を支給（最高で1台1万元（約20万円））。

(2)地方政府の具体策を踏まえ、民間企業各社は2023年8月以降値下げによる販促活動を活発化、値下げ幅は2～3万元（約40～60万円）等。

消費者物価（総合）をみると、2023年半ばからはエネルギー価格の下落に加え、豚肉価格の循環的変動（いわゆる「ピッグ・サイクル」（Box参照））によるマイナス寄与が拡大しており、さらに秋以降は消費促進策を受けた自動車の値下げ販売という特殊要因が重なる中で、2024年1月には前年同月比▲0.8%となった（第1-2-6図）。こうした特殊要因（食品、交通・通信）の寄与は▲1.4%ポイントであり、これらと住居費（+0.1%ポイント）を除く「その他財・サービス」の寄与は+0.5%ポイントとなっている。このように、消費者物価は特殊要因により下落しているが、基調部分のプラス幅も大きいとは言えず、消費者の需要が供給に比べ相対的に弱いことも、2023年以降の弱い動きには反映されているとみられる。

第1-2-6図 消費者物価上昇率



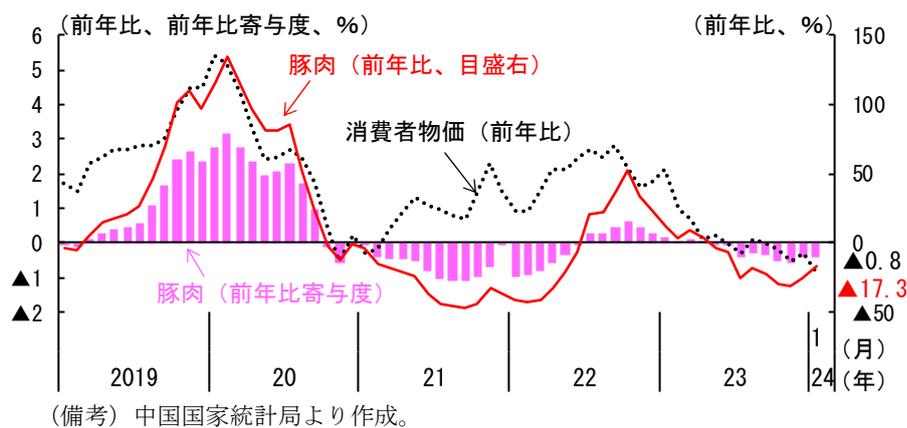
(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
2. 豚肉以外の寄与度は内閣府試算。

Box. 中国における豚肉価格の循環的変動（いわゆる「ピッグ・サイクル」）

中国では、小規模な養豚業者が豚肉の供給を担う比率が高く⁶⁹、価格上昇時の子豚の増産、価格下落時の廃業等の調整が一斉に行われるため、豚肉価格の値動きが大きく、価格変動を受けた需給の調整に期間を要する。結果として、供給過剰による価格下落、減産による価格上昇が繰り返され、振れが大きいことから消費者物価への影響も大きい。こうした動向は「ピッグ・サイクル」と呼称されるが、2018～19年のアフリカ豚コレラの流行、2020年以降の感染症拡大期の流通の目詰まりによる食品価格上昇を受けて、豚肉の安定供給が政策方針として重視される中、2023年後半は供給の増加による豚肉価格の下落がみられる（図1）。

2019年以降の消費者物価と豚肉価格の前年比の対応関係について、近似曲線を当てはめると、説明変数（豚肉価格前年比）の係数は0.024となり、豚肉価格が前年比1%上昇（下落）すると、消費者物価を前年比0.024%ポイント押し上げ（下げ）る傾向があることを示している⁷⁰（図2）。

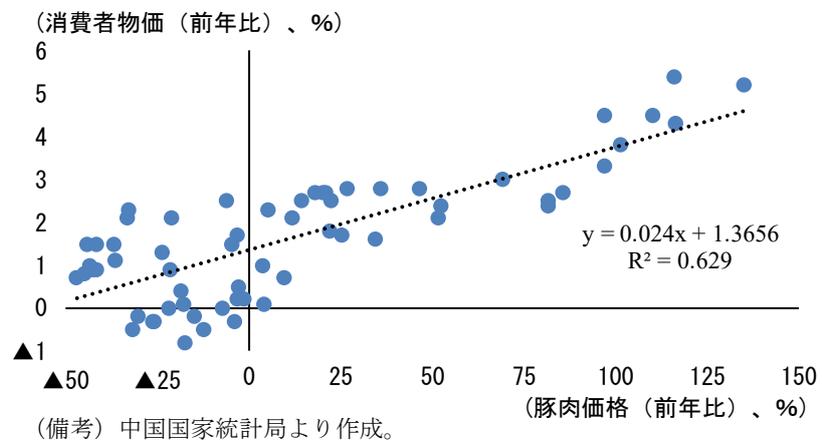
図1 消費者物価における豚肉価格の変動



⁶⁹ 中国の養豚場は、小規模農家による分散型養豚場（年間出荷頭数が数頭～数十頭）と、企業経営型の養豚場（同500頭以上）に大別される。経営規模別の明確なデータはないものの、養豚は従来、農業の副業に位置づけられてきたが、2000年代後半以降は消費量の継続的な増加や冷凍配送チェーン構築の必要性等を受けて大規模化が図られ、企業経営型のシェアが拡大しているとされる（アラ坦沙他（2023））。

⁷⁰ 中国国家统计局は、消費者物価における豚肉価格のウェイトを公表していないが、公表される豚肉価格の前年比と寄与度から逆算されるウェイトは、2023年平均は0.0153（1万分の153）である。ウェイトより近似曲線の係数の方が大きいことから、豚肉価格の上昇に伴う他の食品価格等の上昇の影響も含まれていると考えられる。

図2 消費者物価前年比と豚肉価格前年比 (2019年1月~24年1月)



(不動産市場は停滞が続く)

2021年9月以来、中国では恒大集団等の主要不動産企業の資金繰りの悪化による信用不安が表面化した⁷¹、2023年半ば以降もこうした信用不安は続いている(第1-2-7表)。これを受けて、不動産市場の停滞は継続しており、不動産開発投資は2023年の前年比は▲9.6%となり、固定資産投資(全体)は同+3.0%にとどまった(第1-2-8図)。住宅価格は、ほぼ全ての都市において下落が続いている(第1-2-9図)。

第1-2-7表 不動産企業の信用不安(2023年8月以降)

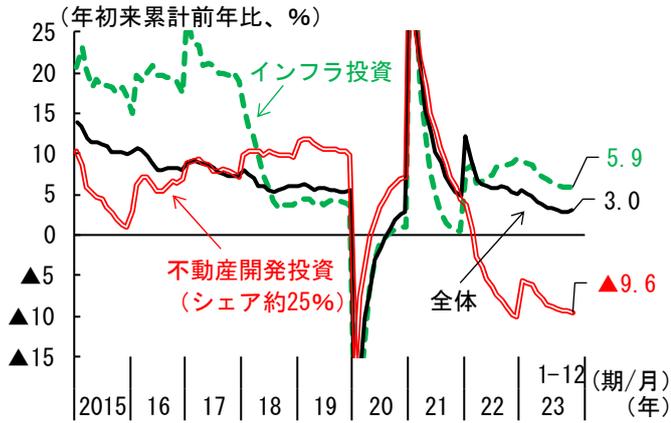
企業名	負債総額	最近の動向
ヘンダー 恒大集団 (Evergrande)	2.39兆元 (約48兆円)	(23年8月17日)米連邦破産法15条(外国企業の資産保全)の適用申請、債務再編交渉を継続。 (9月15日)傘下の保険会社の全資産・負債を新設の国有保険会社に移管することを決定。 (10月31日、12月4日)香港高裁が清算申立に関する審理を延期。 (24年1月29日)香港高裁が「実行可能な再建計画が示されない」として恒大集団に清算を命令。ただし大部分の資産は中国本土にあるため、手続は難航する見込み。
ビーグイユエン 碧桂園 (Country Garden)	1.36兆元 (約27兆円)	(23年9月19日報道)人民元建て債の償還延長(3年)につき債権者と合意。 (10月10日)オフショア支払義務を期限・猶予期間内に全ては履行できない可能性がある ⁷¹ と表明。 (10月26日)ドル建て債利払いの不履行(デフォルト)について、クレジット・デリバティブ決定委員会が認定。 (11月8日報道)広東省政府が平安保険集団に、碧桂園の支配株主となり資産査定や資金繰り支援を行うよう要請。 (11月30日報道)中国工商銀行(商業銀行最大手)が近日中にディベロッパ一との座談会を開催し、碧桂園も招へいされる ⁷¹ との報道。
ロンチュアン 融創 (Sunac)	1.00兆元 (約20兆円)	(23年9月19日)米連邦破産法15条(外国企業の資産保全)の適用申請、債務再編交渉を継続。 (10月5日)オフショア債務再編案について香港の裁判所が承認。 (11月20日)オフショア債務再編が同日付で発効。

(備考) 1. 各企業発表、各種報道より作成。

2. 負債総額は2023年6月末時点。1元=約20円。

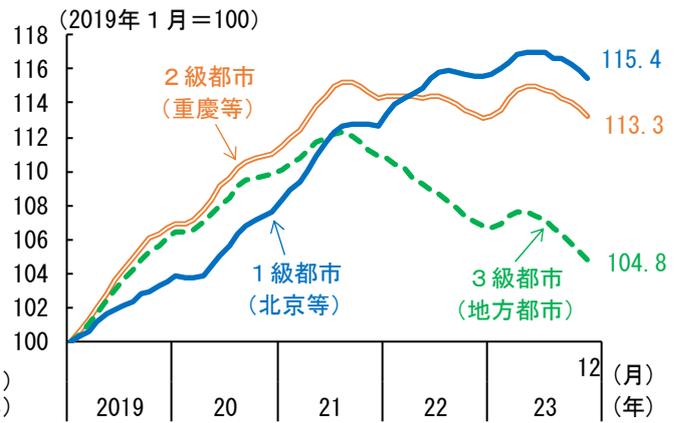
⁷¹ 内閣府(2023a)参照。

第1-2-8図 固定資産投資



(備考) 中国国家统计局より作成。

第1-2-9図 住宅価格 (新築)



(備考) 中国国家统计局より作成。

中国政府は、住宅需要の喚起や地方銀行等の金融面のリスク等への対応のため、2023年7～9月に各種の支援策を導入した（第1-2-10表）。このうち、住宅ローン金利等（頭金比率を含む）優遇要件の緩和については、従来都市部を中心に住宅需要の過熱を抑制するために用いられてきた規制を緩和するものであり、大きな方針転換となる。また、都市部の戸籍取得要件の緩和⁷²は、都市化（都市部人口比率の上昇）ペースが頭打ち傾向となり、都市部の住宅需給に緩みがみられていることから、都市化のペースを再度引き上げ、住宅需要の再喚起を図るものとなっている⁷³（第1-2-11図、第1-2-12図）。

第1-2-10表 住宅需要の喚起等に向けた各種支援策（2023年7～9月）

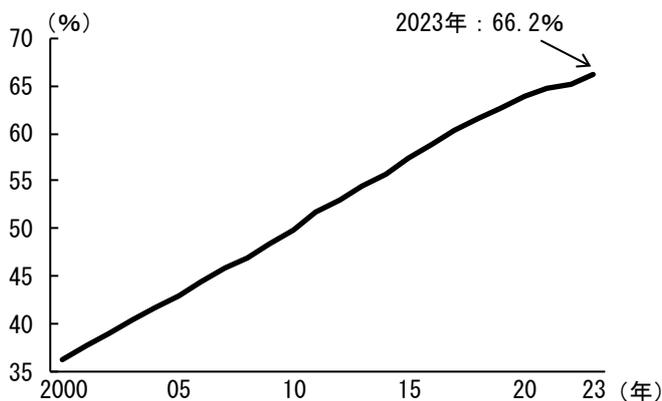
- 政策金利の引下げ（8/15、21、9/15）
 - ・ 中期貸出ファシリティ (MLF) 1年物を0.15%ポイント引下げ(2.50%)。
 - ・ 最優遇貸出金利 (LPR) 1年物を0.10%ポイント引下げ(3.45%)。
 - ・ 預金準備率を0.25%ポイント引下げ(大手金融機関向けは10.50%)。
- 住宅ローン金利等優遇要件の緩和（7/27）
 - ・ 本人名義の保有住宅がなければ、1軒目購入時の住宅ローン金利・頭金比率等の優遇を2軒目以降にも適用。
- 都市部の戸籍取得要件の緩和（8/3）
 - ・ 出稼ぎ農民工の家族呼び寄せによる住宅需要の喚起、公営住宅整備の推進等。
- 地方政府による地方銀行への資本注入（8/20）
 - ・ 資本注入のための地方特別債の発行額増加（1～7月は2022年通年の2.3倍）。
- 地方政府が地方融資平台の支援について検討（8/11報道）
 - （例）西安市は地方融資平台の資金繰り支援のための基金を設立。

- （備考）1. 政府発表及び各種報道より作成。
2. MLF (Mid-term Lending Facility) は、中央銀行から金融機関への資金供給手段の1つ。
3. LPR (Loan Prime Rate) は、中央銀行が選定した20の銀行から報告された貸出金利の加重平均値。

⁷² 中国では、戸籍登記条例（1958年）に基づき、都市部出身者には都市戸籍、農村部出身者には農村戸籍が付与され、都市部への過剰な人口流入を防ぐため、農村戸籍保有者の都市戸籍への転籍には厳しい要件が設定されている。都市戸籍を有さない者は、医療、年金、子の教育等において受けられるサービスに制約があるため、農村出身の都市部労働者（いわゆる「農民工」）は単身の出稼ぎ状態となることが多く、都市部における定住のための住宅購入が進まない状況が続いてきた。

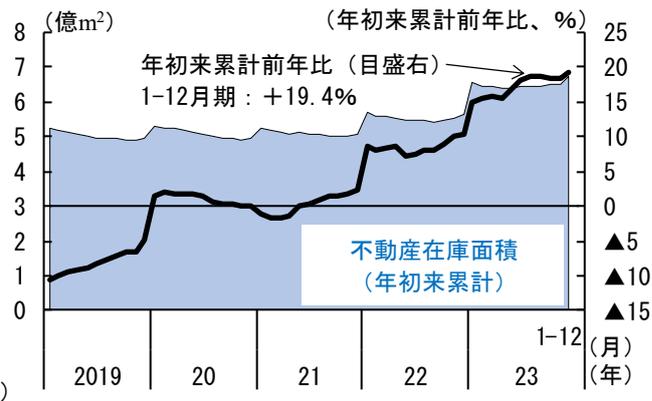
⁷³ 2023年は、都市部の戸籍取得要件の緩和を受けて、都市化率の上昇幅が拡大した（2018年61.5%、19年62.7%、20年63.9%、21年64.7%、22年65.2%、23年66.2%）。

第1-2-11図 都市化率



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 都市化率=都市部人口/全人口。

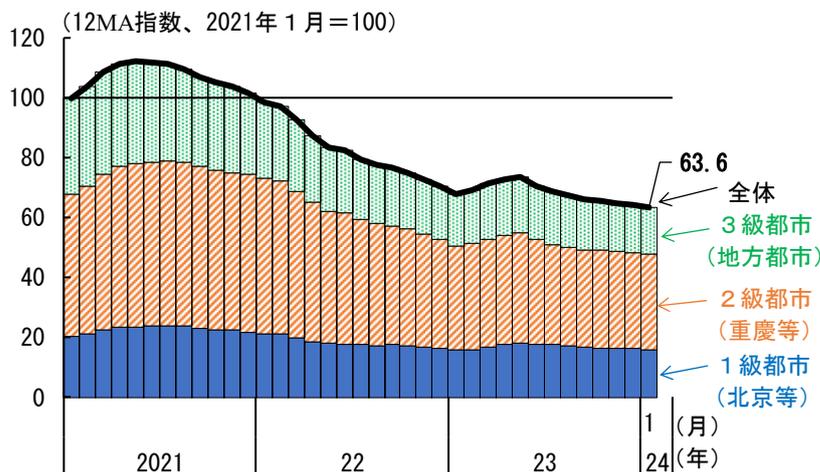
第1-2-12図 不動産在庫面積 (新築)



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 調査時点までに竣工済みで、販売・分譲可能ながら未成約の住宅・オフィスビル・商業用テナントを対象とし、土地を含まない。

2023年7～9月に各種の支援策が打ち出されたことを受けて、住宅取引件数⁷⁴は、同年9～10月には底打ちの兆しがみられた⁷⁵ (第1-2-13図)。しかしながら、同年10月に不動産企業最大手の碧桂園にドル建て債のデフォルトが発生するなど、不動産企業の信用不安が継続する中、住宅取引件数は同年11月以降再び低下傾向となった。2024年1月半ばでは、2021年初比で35%超の減少となっている⁷⁶。

第1-2-13図 30大都市住宅取引件数 (新築)



(備考) 1. Windデータベースより、日次データから作成。
2. 2024年1月は1月22日までのデータ。

⁷⁴ 季節性を除去するため、12か月 (365日) 後方移動平均値としている。

⁷⁵ 単月の前年同月比では、8月▲35.1%、9月▲22.4%、10月▲3.3%、11月▲19.4%、12月▲6.1%。

⁷⁶ 1級都市は▲21.9%、2級都市は▲32.7%、3級都市は▲51.0%と、特に地方都市において減少幅が大きい。

(大規模な景気対策や政策方針が示される)

不動産市場の停滞が続き、景気の持ち直しに足踏みがみられる中で、中国政府は2023年10月末に自然災害対策を打ち出した(第1-2-14表)。2023年10-12月期に1兆元(約20兆円)の国債を追加発行し、同年中に5,000億元(約10兆円)を使用、残る5,000億元は2024年に使用することとしている。これらが主にインフラ投資として執行されれば、2023年及び2024年の成長率を押し上げることが見込まれる⁷⁷。通年の名目GDPは約120兆元であるところ、単純計算では、2023年及び2024年のGDPをそれぞれ0.4%程度押し上げるものと試算される。ただし、実際の執行状況や工事の進捗に応じ、大部分の経済効果は2024年に発現するとみられる。

第1-2-14表 自然災害対策(2023年10月24日発表)

- 災害後の再建と防災・減災能力向上のため、2023年10-12月期に1兆元(約20兆円)の国債を追加発行し、全て地方への移転支出とする。
- 2023年中に5,000億元(約10兆円)を使用、残る5,000億元は2024年に使用。
- 2023年の財政赤字は3.88兆元(対GDP比3.0%)から4.88兆元(同3.8%)となる。

(資金の使途:重点8分野)

- (1) 災害後の再建
- (2) 重点洪水防止プロジェクト
- (3) 自然災害への応急能力の向上
- (4) その他の重点水害防止プロジェクト
- (5) かんがい・表土流失への対応
- (6) 都市排水能力の向上
- (7) 自然災害の総合防止体系の構築
- (8) 高標準農地の建設

(備考) 中国財政部より作成。

⁷⁷ IMF(2024)及びOECD(2023)は、当該対策による追加的なインフラ投資を材料として、経済見通しの上方改定を行った。

また、2023年12月11～12日に開催された中央経済工作会議においては、2023年を「感染症収束後の段階的な経済回復の1年」と位置づけ、厳しい現状認識を示しつつ⁷⁸、2024年の経済政策の基本方針が示された⁷⁹（第1-2-15表）。2024年は、マクロ政策のカウンターシクリカル（逆周期）調節、年をまたいだ（跨周期）調節を強化するとし、景気調節を重視する方針が示されており、内需拡大のための消費・投資の好循環を形成すること等が打ち出されている。また、不動産リスクは「積極的かつ穏当に」解消するとされた。

第1-2-15表 2024年の経済政策の方針（2023年12月12日発表）のポイント

2024年は、マクロ政策のカウンターシクリカル（逆周期）調節、年をまたいだ（跨周期）調節^{（注）}を強化する。

<重点項目>

（1）科学技術イノベーションによる現代的産業体系の推進

（2）内需拡大への注力

消費・投資が相互に促進する好循環を形成する。デジタル・グリーン・健康分野の「新型消費」を育て、それ以外の消費である「伝統消費」を拡大させ、新エネ車や電子製品等の（単価の高い）「大型消費」を振興する。

（3）重点分野の改革の深化

（4）高水準の対外開放の拡大

貿易の新たな原動力を育て、外資を安定させ、中間品貿易、サービス貿易、デジタル貿易、越境Eコマースを開拓する。電気通信、医療等サービス業の市場参入を開放し、データの越境流通や政府調達にの平等参入等の問題を解決し、（対内直接投資を喚起する）「投資中国」ブランドを打ち立てる。

（5）重点分野のリスクの防止・解消

不動産、地方債務、中小金融機関のリスクを総合的かつ計画的に解消する。システミックリスクを発生させない最低ラインを堅持する。不動産リスクは「積極的かつ穏当に」解消する。

（6）農村問題対応の継続

（7）地域協調発展の推進

（8）グリーン発展の推進

（9）人民生活の保障・改善

（備考）新華社より作成。

（注）2023年10月24日に発表された1兆元（約20兆円）の自然災害対策（半分を23年10-12月に、残りを24年に執行）は、その一環とみられる。

⁷⁸ 更なる経済回復には、有効需要不足、一部業種の過剰生産能力、社会の期待の弱体化、潜在リスクの多さ、国内産業循環の目詰まり、外部環境の厳しさの高まりなどの困難を克服する必要があることが指摘されている。

⁷⁹ 新体制（中国共産党第20期中央委員）における中長期の経済政策方針を示す三中全会（中国共産党第20期中央委員第三回全体会議）については、開催日程が示されていない（2024年2月現在）。通常は、三中全会において新体制としての中長期方針を示した上での翌年方針となること、現状ではあらかじめ中長期方針を示すこと以上に、不動産市場への短期的な対応が優先されている可能性がある。

2024年3月に開催される全国人民代表大会（全人代）では、新たな政府活動報告において、同年の成長率目標とともに、より具体的な経済政策方針が示されることとなる見込みである。次項で詳述するように、不動産市場の停滞という構造問題が継続する中で、一過性の景気浮揚策のみならず、過剰投資による住宅の供給過剰、人口減少・都市化の減速による需要不足、債務問題等の解決に有効な構造政策が打ち出されるかが注目されている。

（まとめ：中国の不動産市場の停滞は構造的に景気を下押し）

本項では、2023年後半の中国の景気動向と政策対応を概観した。中国では、景気は持ち直しの動きに足踏みがみられており、不動産市場の停滞が継続的な下押し要因となっている。不動産市場支援策やインフラ投資の促進策を始めとした政策対応が打ち出されているものの、2023年末時点で、不動産市場の停滞は続いており、景気の十分な改善には至っていない。政策効果の発現には一定の時間を要するものの、中国経済においては、景気循環への対応を超えた構造問題への取組が課題となっている。こうした構造問題については次項で具体的にみていきたい。また、先行きについては、2024年は、インフラ投資を始めとした政策効果が徐々に発現する中で、持ち直しに向かうことが期待される。他方で、潜在成長率については、2024年は5.0%前後と、2023年から0.2%ポイント程度低下するとの予測が中国社会科学院から示されるなど、緩やかな減速が見込まれている。不動産市場の停滞等、構造的な課題への政策面での実効性のある取組⁸⁰が進まなければ、短期的な景気の足踏みにとどまらず、中長期的な成長の停滞が懸念される。

⁸⁰ 本節2項まとめ参照。

2. バランスシート調整とその波及

本項では、第1項で確認した低成長が続く背景として、不動産市場の停滞が一過性の景気要因によるものではなく、不動産企業の「バランスシート調整」を伴う構造問題であることを議論する。次に、不動産市場の停滞が、地方政府、地方融資平台、金融機関に及ぼしている影響を確認する。最後に、家計への影響を確認した上で、今後のリスクと、こうした構造問題への取組に資すると考えられる政策措置を展望する。

(不動産企業はバランスシート調整が進展)

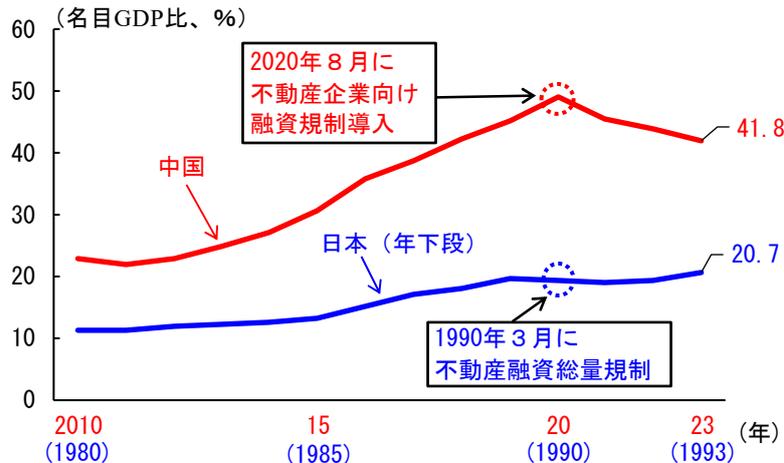
中国の不動産企業⁸¹の経済環境は、2020年に転換点を迎えた。不動産関連貸出（対名目GDP比）は、不動産企業向け融資規制⁸²が導入された2020年にピーク（48.9%）となった後低下し、2023年9月時点では41.8%となった（第1-2-16図）。日本においても、バブル期に不動産融資総量規制等が導入された時期に同比率が頭打ちとなっており、こうした日本の動きと類似している⁸³。なお、中国の不動産関連貸出比率は、約3年間低下が続いた2023年9月時点でも、1990年代の日本を大幅に上回る水準となっている。こうした中国における不動産関連貸出の規模の大きさは、不動産への過剰投資の傾向、また調整局面が長期化する可能性を示唆している。

⁸¹ 2021年の名目GDPに占める不動産業のシェアは6.7%、鉱工業は32.6%（中国国家統計局（2023a））。Rogoff and Yang (2021)は、産業連関表を用いた分析により、中国の不動産関連の経済活動（建設、部品、付加価値）をGDPの28.7%（2016年時点）と推計している。

⁸² いわゆる「3つのレッドライン」：不動産企業の(1)総資産に対する負債の比率が70%超、(2)自己資本に対する純負債の比率が100%超、(3)現預金に対する短期負債の比率が100%超、のいずれかに該当する場合、借入規制を適用。

⁸³ 同比率が低下に転じたことをもっていわゆる「バブル崩壊」を意味するものではない。ただし、一般に不動産企業向け融資規制の導入は、不動産企業の資金繰りを悪化させることとなり、バブル期にみられる住宅価格の上昇を前提としたビジネスモデル（高回転の借入・投資・販売）を困難にする。一部不動産企業において信用不安が発生する場合には、消費者の住宅需要を低下させ、住宅価格のピークアウトが発生し得る。中国では、恒大集団の信用不安が表面化した2021年後半に、地方都市を中心に住宅価格のピークアウトがみられている（前掲第1-2-9図）。

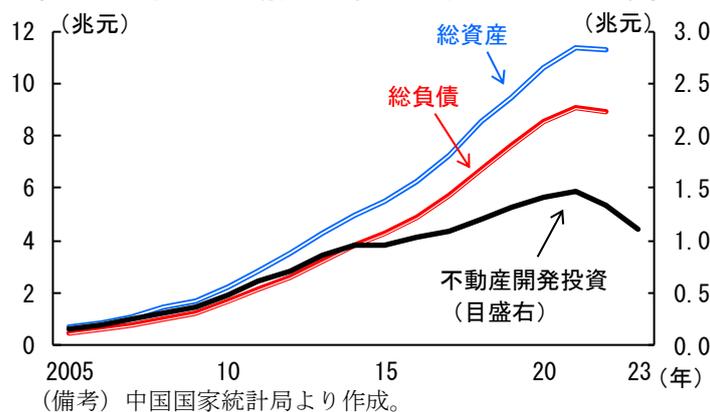
第1-2-16図 不動産貸出残高（対名目GDP比）



(備考) 1. 中国は中国国家統計局、中国人民銀行より作成。
 不動産貸出残高は、不動産開発及び住宅ローン向けの貸出残高（年末値）。
 2023年は9月時点の値（年率化）。
 2. 日本は内閣府「国民経済計算」、日本銀行「貸出先別貸出金」より作成。
 不動産貸出残高は、不動産業及び住宅ローン向けの貸出残高（年末値）。

住宅価格は、2020年に不動産融資規制が導入された後、2021年には地方都市を中心にピークアウトがみられ（前掲第1-2-9図）、2022年には不動産企業の総資産・総負債の減少がみられた（第1-2-17図）。不動産企業は、資金繰りが悪化し、借入の返済等を優先する必要がある中で、新規の不動産開発投資は顕著に減少しており、2022年には前年比▲10.0%、2023年は同▲9.6%と大幅な減少が続いている。こうした資産の減少・資金繰りのひっ迫を受けて、企業が負債の圧縮を優先し、投資等の前向きな経済活動を抑制する状況を「バランスシート調整⁸⁴」と呼称すると、中国の不動産セクターでは、2021年以降にこうした調整が始まった可能性がある。

第1-2-17図 不動産企業のバランスシート調整



(備考) 中国国家統計局より作成。

⁸⁴ 経済企画庁（1994）は、バブルの後遺症の影響としてバランスシート調整問題を挙げ、以下のように指摘している：バブル生成の過程で、リスク許容力の高まった企業は、資産・負債を両建てで増加させた。その後、バブルが崩壊して資産価格が低下すると、（中略）資産は瞬時に減少するが、負債はそのまま残ることとなり、必然的に企業のバランスシートは悪化し、金融機関にとっての不良債権が増加することになる。こうして悪化したバランスシートを調整する過程では、経済全体のリスク許容力が低下し、バブル期とは逆に、投資が抑制される可能性がある。

Box. マクロの資産負債表からも際立つ過剰投資の構造

中国全体（内訳として家計、非金融企業、金融、政府）のバランスシートについて、直近2019年末時点の値をみると、総資産は1,695兆元（約3.4京円（うち非金融資産1.3京円、金融資産2.1京円））となっている⁸⁵（表1）。日本のいわゆるバブル経済期の1989年末時点の値と比べると、総資産は4.4倍（うち非金融資産（主に固定資産）4.1倍、金融資産4.6倍）である。日本の2022年の値と比べると、総資産は2.7倍（うち非金融資産3.7倍、金融資産2.3倍）と、相対的に非金融資産の規模が大きくなっている。非金融資産／総資産比率は、2019年末時点で39.0%と、日本の2022年の値（28.3%）よりも高く、日本の1989年末時点（41.0%）と同程度となっている。日本のバブル期に匹敵する総資産対比での非金融資産比率は、不動産やインフラ等に対する過剰投資の可能性を示唆している。

また、有利子負債の対名目GDP比率⁸⁶は、2019年末時点では国全体⁸⁷で247%（家計56%、非金融企業152%、政府39%）であったが、直近の2023年9月末時点では国全体で287%（家計64%、非金融企業169%、政府54%）まで上昇した（図2）。2020年から約3年にわたった感染症の影響、また2022年から不動産市場の停滞が続く中で、非金融企業と政府部門の有利子負債の増加が目立っている。今後、金融機関も含めた各経済主体が負債の圧縮を進める調整局面となる場合には、経済成長に対する下押し圧力が継続することが懸念される。

表1 中国（国全体）のバランスシート（2019年末）

	（兆元）	（京円）	（参考）日本 （1989年末、京円）
総資産	1,695	3.39	0.77
非金融資産	662	1.32	0.32
金融資産	1,033	2.07	0.45
総負債	1,033	2.07	0.45
正味資産	662	1.32	0.32
（非金融資産／総資産比率）	39.0%		41.0%
（総負債／総資産比率）	61.0%		58.4%

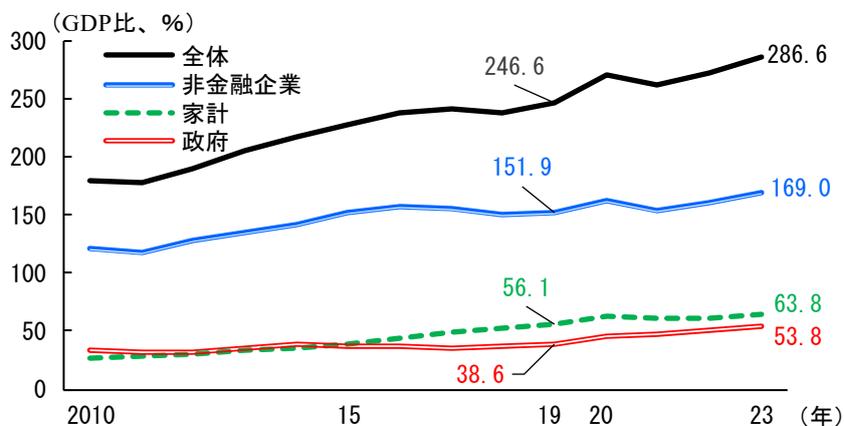
（備考）国家金融発展実験室より作成。1元=20円で換算。

⁸⁵ 政府系シンクタンク（国家金融発展実験室）が公式統計を元に発表している値であり、隠れ債務に関する推計値等は含まれていない。

⁸⁶ 張他（2023）は「マクロレバレッジ比率」と呼称。

⁸⁷ 金融部門を除く。

図2 中国の有利子負債対GDP比

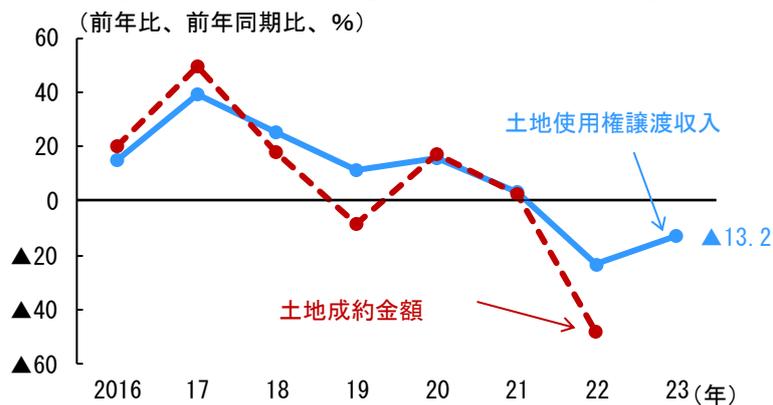


(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 2023年は9月末時点のデータ。

(不動産市場の停滞により地方政府の財政状況が悪化)

不動産市場の停滞は、土地使用権譲渡収入の減少を通じて、地方政府の財政収入を下押ししている。2023年の土地使用権譲渡収入は前年比▲13.2%と、前年に続き2桁の減少となっている (第1-2-18図)。

第1-2-18図 土地使用権譲渡収入の減少



(備考) 中国国家統計局、中国財政部より作成。

中国では、地方政府の財政収入に占める土地使用権譲渡収入のシェアが高い。北京や上海といった大都市は3割程度であるが、その周辺の都市開発の盛んな地方では更に同シェアが高い傾向がある。地価の低い地方では同シェアは相対的に低いが、同シェアが10%以下の地方は31省・直轄都市・自治区のうち7つにとどまる（第1-2-19表）。土地使用権譲渡収入の大幅な減少が続くと、財政基盤の弱い地方では、経常経費も十分に賄えないこととなり得る⁸⁸。加えて、新規の都市開発を始めとした景気浮揚策を実施する余力が不足することとなるため、マクロ経済にも影響が生じ得る。

第1-2-19表 地方政府の財政収入と土地使用権譲渡収入（2021年）

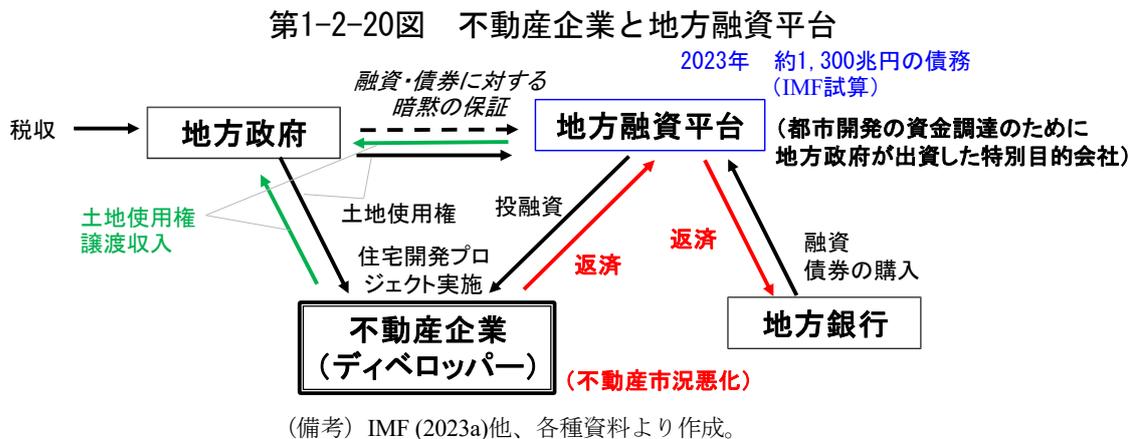
	財政収入 (億元)	土地使用権譲渡収入 (億元)	(シェア、%)		財政収入 (億元)	土地使用権譲渡収入 (億元)	(シェア、%)
1 浙江省	14,578	10,372	71.1	16 陝西省	7,697	1,913	24.9
2 江蘇省	18,089	12,789	70.7	17 河南省	12,130	2,970	24.5
3 山東省	13,322	7,137	53.6	18 広西チワン族自治区	6,755	1,577	23.3
4 福建省	6,990	3,193	45.7	19 河北省	11,050	2,454	22.2
5 湖南省	10,230	3,605	35.2	20 吉林省	5,103	844	16.5
6 安徽省	9,251	3,243	35.1	21 山西省	6,367	825	13.0
7 上海市	10,085	3,528	35.0	22 遼寧省	8,859	1,051	11.9
8 湖北省	10,569	3,445	32.6	23 海南省	2,665	305	11.4
9 重慶市	6,297	2,044	32.5	24 雲南省	8,068	907	11.2
10 広東省	24,247	7,861	32.4	25 甘肅省	4,737	445	9.4
11 四川省	13,712	4,441	32.4	26 新疆ウイグル自治区	6,615	500	7.6
12 天津市	3,475	1,087	31.3	27 青海省	2,530	171	6.8
13 江西省	8,693	2,674	30.8	28 寧夏回族自治区	1,924	128	6.7
14 北京市	8,387	2,542	30.3	29 内モンゴル自治区	7,208	420	5.8
15 貴州省	7,296	2,107	28.9	30 黒竜江省	6,675	304	4.6
				31 チベット自治区	2,982	41	1.4

（備考）中国国家统计局、各地方政府発表、CEIC データベース、Wind データベース、粵開証券研究院より作成。

⁸⁸ 一部の地方政府では、職員への給与支払の遅延等が報じられている。

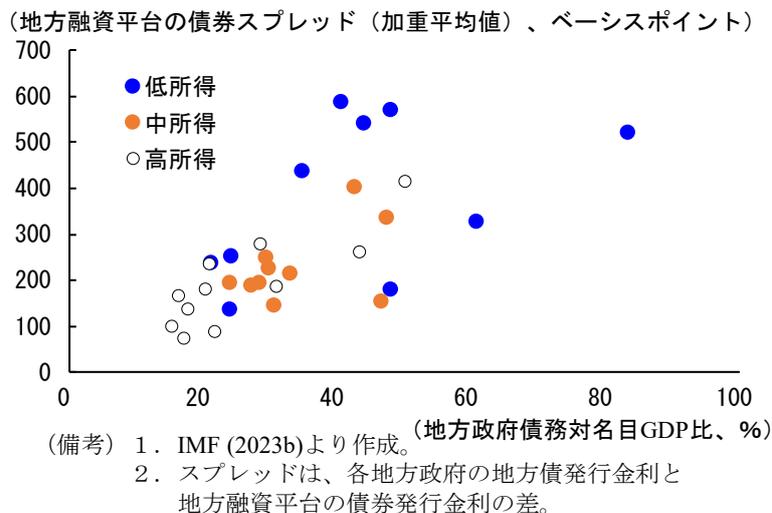
(不動産市場の停滞により地方融資平台は資金繰りが悪化)

地方政府の土地権利譲渡収入の急減の背景には、不動産市場の停滞の中、不動産企業に加え、地方融資平台（都市開発の資金調達のために地方政府が出資した特別目的会社）も資金繰りがひっ迫し、新規プロジェクトが停滞していることがある。地方融資平台は、債券⁸⁹の発行や地方銀行からの融資を通じて資金調達を行っており、その返済には最終的には地方政府が責任を持つという「暗黙の保証」が機能してきた（第1-2-20図）。しかしながら、2020年以降は感染症拡大と不動産企業の信用不安が重なる中で新規プロジェクトが滞り、投融資の回収も滞っている。



こうして資金繰りが悪化した地方融資平台の発行する債券金利は上昇傾向となり、相対的に低所得である地方においてその傾向が顕著となっている（第1-2-21図）。このように地方融資平台の資金調達コストが上昇し、収支構造が悪化したことから、新たな土地権利譲渡に対する需要が低下しているとみられる。

第1-2-21図 地方融資平台の都市投資債券金利（2022年）



⁸⁹ 都市投資債券（中国語では「城投債」）と呼称される。

(地方政府や地方融資平台の抱えるリスクが金融機関にしわ寄せされる懸念)

金融当局（中国人民銀行、金融監督管理総局、証券監督管理委員会）は、2023年11月に開催した「金融機関座談会」において、地方債務リスクを解消するため、金融機関は地方政府や地方融資平台と協力・協議し、融資や債券の借換えに応じるべきとの方針を示した（第1-2-22表）。

第1-2-22表 「金融機関座談会」（2023年11月17日）で示された方針

- （国有・民営を問わず）不動産企業の合理的な融資需要を満たし、正常に経営している不動産企業に対しては貸渋りや資金の引揚げを行わない。
- 不動産企業の借入、債券発行、株式ファイナンスの確保を支援する。
- 不動産セクター内のM&Aを後押しするとともに、保障性（低価格）住宅の開発支援を強化し、不動産発展の新モデルの構築を推進する。
- 金融機関は地方政府と協力し、既存の債務を穏当に解消し、新規の債務を厳格にコントロールする。融資平台と平等に協議し、債務の返済期限延長・借換えを通じて、債務コストを合理的に低減させ、期間構造を改善し、地方債務リスクを解消する。

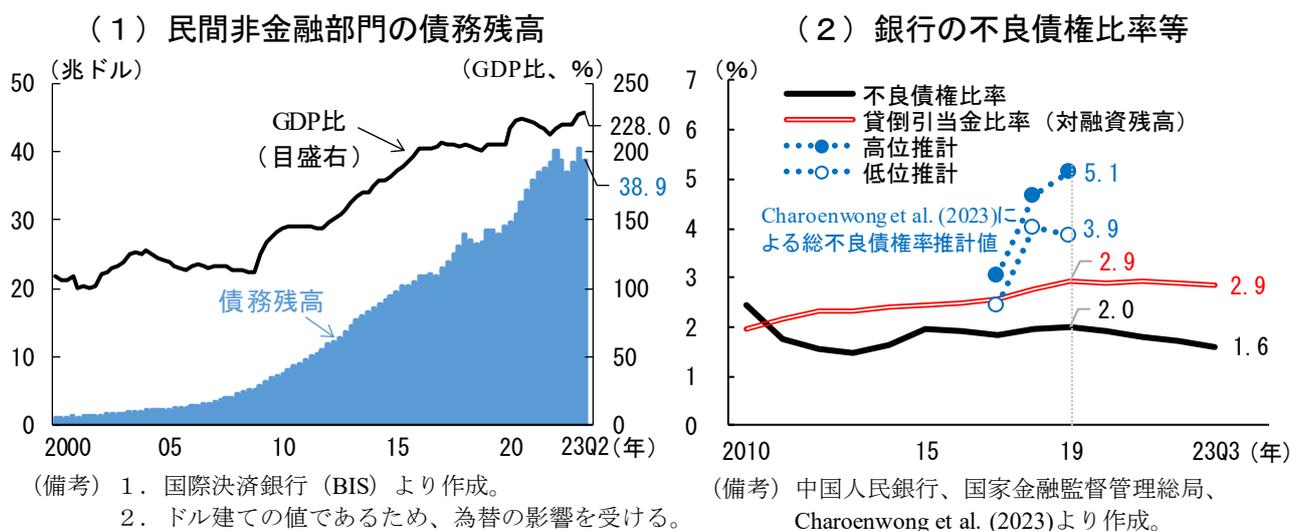
（備考）中国人民銀行より作成。

結果として、地方政府や地方融資平台の抱えるリスクが金融機関にしわ寄せされ、特に地方の中小銀行において経営破綻や預金流出のリスクが高まる可能性がある。2023年12月の中央経済工作会議が示した「不動産、地方債務、中小金融機関のリスクを統一的に防止・解消する」との方針（前掲第1-2-15表）は、こうした状況を踏まえて打ち出されたものとみられるが、実効性のある具体策の発表・実施が待たれる。

(不良債権問題は公表値以上に悪化している可能性)

不動産市場の停滞を受け、不良債権問題が懸念されている。民間非金融部門の債務残高は、2023年4－6月期時点で、対GDP比228%まで上昇した（第1-2-23図（1））。金融当局の発表によれば、2023年7－9月期の不良債権比率は1.6%と低位にとどまっているが、2019年時点の民間推計ではより高い値が示唆されている（第1-2-23図（2））。貸倒引当金比率(対融資残高)は2.9%と、不良債権比率を大幅に上回る水準で推移しており、銀行が公式統計の不良債権規模を上回るリスクに備えていることが示唆されている。

第1-2-23図 不良債権問題



さらに、2023年には、銀行の不良債権⁹⁰を証券化した金融商品の販売が増加している⁹¹ (第1-2-24図)。この背景には、金融当局による銀行の不良債権に対する引当金比率の厳格化に伴い、銀行が引当金の大幅な積増しを避けるために、不良債権をオフバランス化する動きが活発になったことが考えられる。そして、このようにオフバランス化された不良債権を組み合わせることで証券化している可能性がある⁹²。資本市場の発展とともに、リスクが適切に分散された金融商品が増加することは望ましいこととも考えられるが、こうした商品の増加が銀行にとっての不良債権の増加を反映したものか⁹³、金融市場に過度にリスクを移す状況となっていないかについて、引き続き注視する必要がある⁹⁴。

⁹⁰ 中国の銀行は、金融当局のガイドラインに従い、債務者の返済能力に基づき下記5分類で債権管理を実施。(3)～(5)が不良債権に該当。(1)正常：(元本・利息・証券化商品分配金等の)支払い遅延なし。(2)要注意(関注)：短期の支払い遅延(7日以内の技術的要因等を除く)。(3)サブプライム(次級)：債務者が元利等を全額返済できない状況(90日超の支払い遅延等)、または金融資産(銀行の保有する債権、証券化商品等)の減損が発生。(4)危険(可疑)：債務者が元利等を全額返済できない状況が続く(270日超の支払い遅延等)とともに、金融資産が著しく減損。(5)更生破綻(損失)：あらゆる措置を講じても、金融資産の回収が不可能、またはごくわずしか回収できない(360日超の支払い遅延等)。

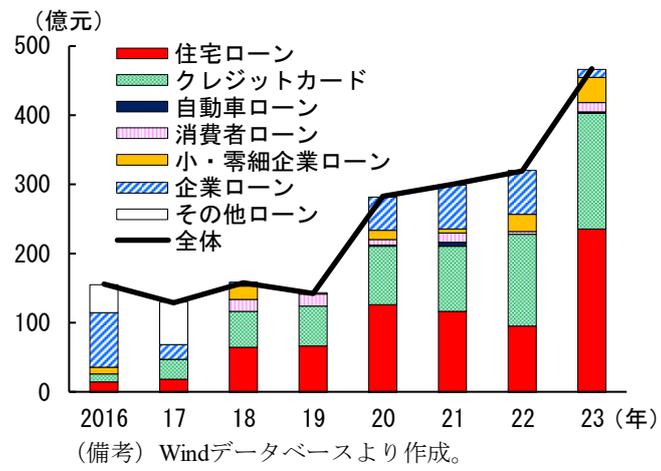
⁹¹ 中国では、資産担保証券(ABS)の中で、銀行の不良債権(住宅ローンやクレジットカード等関連)を裏付けとする証券があり、不良債権処理策の一つとして2016年から実施されている。2023年の発行額は、前年比+45.6%の466億元(約9,320億円)と、2016年以降で最多となっている。内訳で最も多いのは住宅ローン関連(236億元)であり、前年の2.5倍と急増している。

⁹² 国家金融監督管理総局は、2023年2月に「商業銀行資本管理弁法」のパブリックコメントを開始し、同年11月に公布(2024年1月施行)。同弁法は、貸倒引当金の最低要件を不良債権残高の100%相当以上とすることなどを規定。

⁹³ 銀行の不良債権規模(2023年9月末時点で3.2兆元)に占める比率は1.5%。

⁹⁴ S&Pグローバル(中国)レーティングス(2023)は、証券化は中国の銀行が不良債権を処理するための常套手段となっており、銀行の帳簿上の不良債権を減らし休眠資産を活性化することに役立つが、こうした証券化商品は経済状況が悪化した場合には回収率が低下するリスクがあると指摘している。

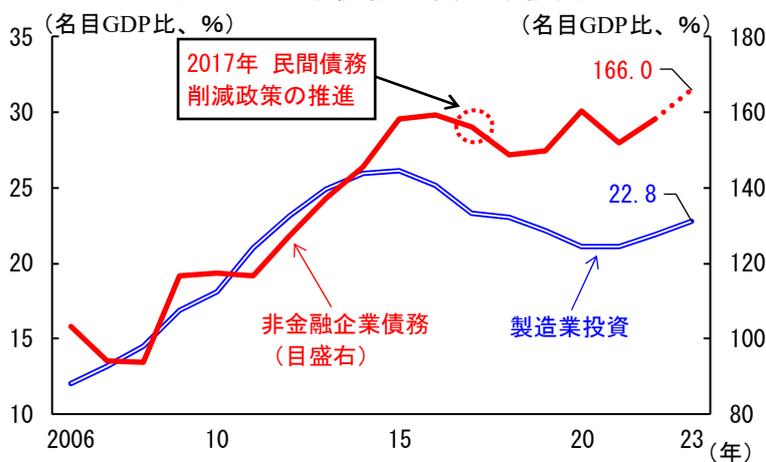
第1-2-24図 不良債権の証券化商品の発行額



Box. 企業部門の債務問題と収支構造

企業部門全体では債務がどのような状況か、2010年代後半以降の動向をみていく。2015年の株価急落（いわゆる「チャイナ・ショック」）の後、過大な企業債務が問題視され、2017年から民間債務削減政策（いわゆる「デレバレッジ政策」）の推進が本格化した。主な取組としては、(1)企業の合併再編の推進、債務構成の改善、(2)銀行債権の株式化（デット・エクイティ・スワップ）、(3)銀行のオフバランス理財商品（シャドーバンキング）に対する規制強化が挙げられる⁹⁵。これらを受けて、企業債務比率の上昇には歯止めが掛かったが、企業がバランスシート調整を優先することで、製造業投資の対名目GDP比は継続的な低下に転じた（図1）。さらに、デレバレッジ政策推進が本格化した後、米中貿易摩擦の高まり（2018年）、感染症拡大（2020年）、不動産市場の停滞（2022年以降）等の下押し要因が重なりマクロ経済環境が悪化する中で、企業は更にバランスシート調整を進める必要性に迫られているとみられる。しかしながら、2022年から、企業債務比率が改めて上昇傾向に転じている。

図1 企業債務と製造業投資



(備考) 1. 国際決済銀行 (BIS)、中国国家統計局より作成。
2. 2023年は、非金融企業債務は6月末時点の値。

このように企業債務問題が続く背景として、企業の収支構造の変化が考えられる。2017年のデレバレッジ政策推進以降、2018年（米中貿易摩擦の高まり）から2020年（感染症拡大）までの間、鉱工業企業の営業収入は2017年を下回る10兆元台半ばとなった（図2

⁹⁵ 中国国務院（2016年10月）「企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引下げに関する意見」、中国銀行監督管理委員会（2017年4月）「銀行業のリスク防止・コントロールに関する指導意見」、中国人民銀行他（2018年4月）「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」等。

⁹⁶ なお、住宅価格の値上がり前提とした経営モデルの不動産企業は、その後も負債比率を高めながらの操業を続けたところ、2020年に厳格な融資規制「3つのレッドライン」が課されることとなり、感染症拡大の影響による住宅販売の減少と重なって、資金繰りの悪化が拡大することとなった。

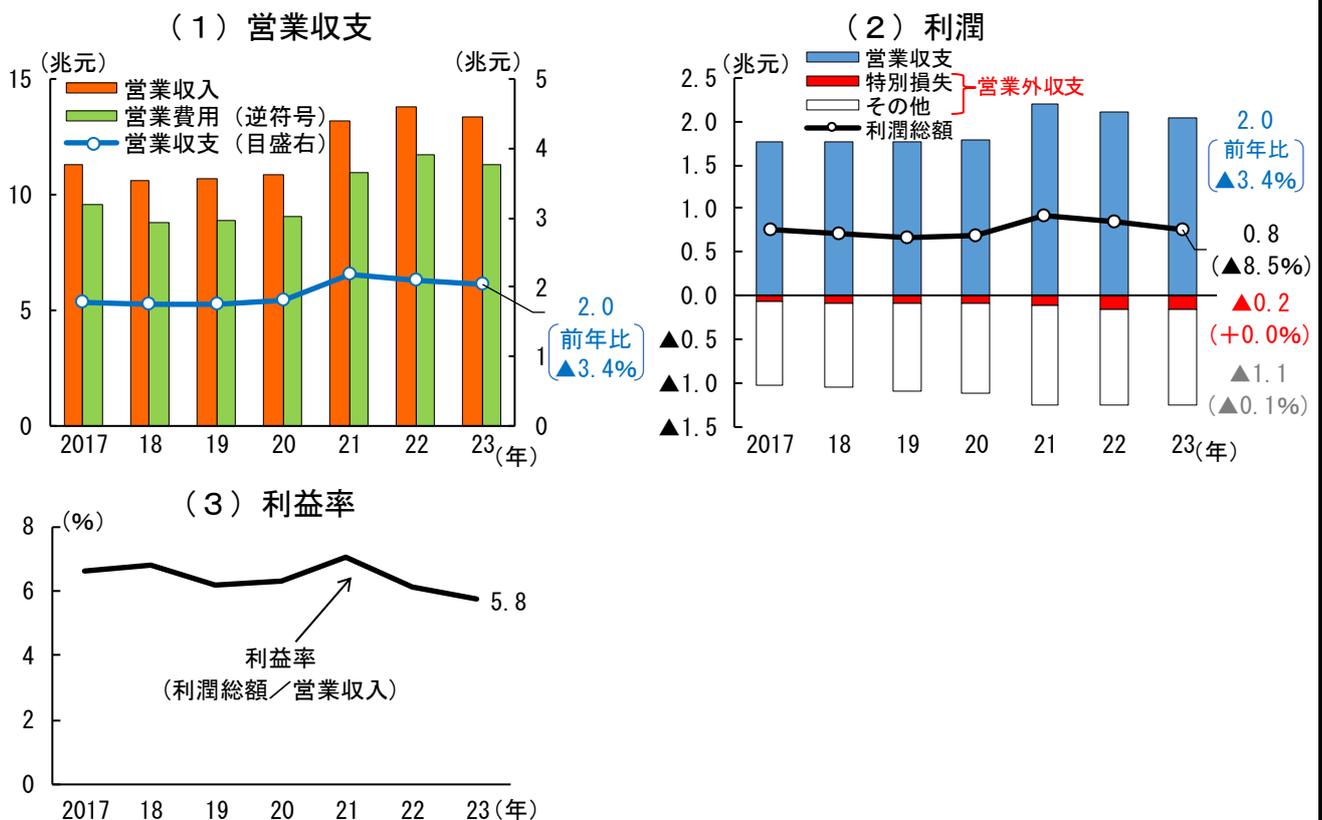
(1))。この間、営業費用（逆符号）は約9兆円で横ばいとなったため、営業収支は1.8兆元程度で推移した。他方、営業外費用（特別損失⁹⁷を含む）が徐々に拡大したため、利潤総額は緩やかな減少傾向となった（図2（2））。

なお、2021年は、感染症の影響が国内では相対的に小さく、輸出も顕著に増加した時期であり、営業収入が増加に転じた。資源高で営業費用も増加したものの、営業収支、利潤総額は高い伸びとなった。

しかしながら、2023年は、営業収入の減少と、営業外収支赤字の高止まりが続いたことで、利潤総額は前年比で大幅な減少（▲8.5%）、利益率（利潤総額／営業収入）は2017年以降で最も低い値となった（図2（3））。この背景としては、営業費用は前年比で減少していたことを踏まえれば、不動産市場の停滞の下での特別損失の拡大を含む営業外収支の赤字幅の拡大が考えられる。

このため、2023年には感染症が収束し、資源価格が低下する下でも、企業利潤が減少しており、企業債務問題の解消を困難にするとともに、生産・投資活動の伸び悩みの要因となっているとみられる。

図2 鉱工業企業の収支構造



(備考) 1. 中国国家統計局に基づき内閣府作成。

2. 各用語に関しては日本の会計基準とは必ずしも一致しない。

⁹⁷ 内訳は明らかではないが、取引先の経営難や倒産により回収困難となった売掛金の損失計上等が拡大した場合が含まれるとみられる。

（不動産市場の停滞は家計部門に波及）

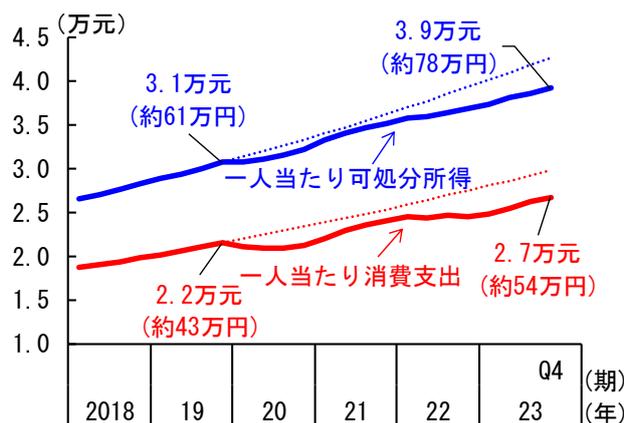
不動産市場の停滞は、家計部門にはどのように波及しているだろうか。その分析に先立ち、まず2020年以降の家計部門に対する感染症拡大の影響について確認する。

家計部門における一人当たりの可処分所得と消費支出は、2020年1～3月の感染症拡大以降、従来のトレンド（2018年1～3月期～2019年10～12月期の平均伸び率）から下方に屈折しており、また可処分所得の減少以上に消費支出の減少が大きい傾向がみられる（第1-2-25図（1））。結果として、一人当たり貯蓄は、従来のトレンドを上回って推移した（いわゆる「超過貯蓄」）（第1-2-25図（2））。感染症の影響が相対的に小さかった2021年には、可処分所得、消費支出ともに持ち直してトレンドに近づき、貯蓄水準もトレンド近傍まで低下した。しかし2022年4～6月の上海ロックダウンの時期以降には、再び所得・消費がトレンドより下方にかい離する傾向となった。

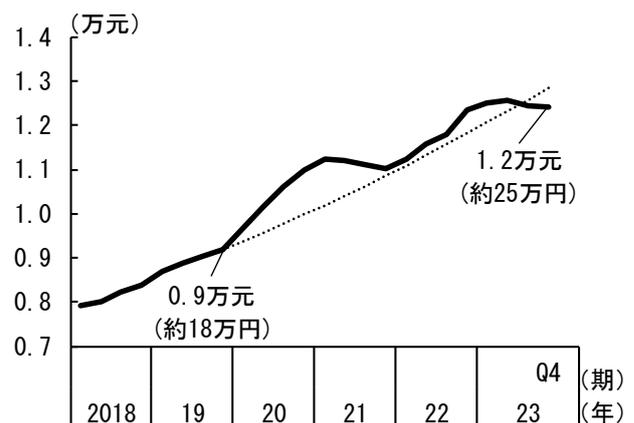
感染症が収束した2023年1～3月期以降は、消費支出はトレンドを下回ったままの水準で、傾き（増加ペース）はトレンドと同程度となっている。可処分所得の傾きはトレンドを下回ったままであり、2023年10～12月期までかい離幅の拡大が続いている。結果として、2023年10～12月期の貯蓄水準はトレンドを下回り、いわゆる「超過貯蓄の取崩し」に相当する状況となっている。この取崩しは消費支出の増加ではなく、可処分所得の伸び鈍化によって生じている。

第1-2-25図 一人当たり所得・消費と貯蓄（名目）

（1）一人当たり可処分所得・消費支出



（2）一人当たり貯蓄

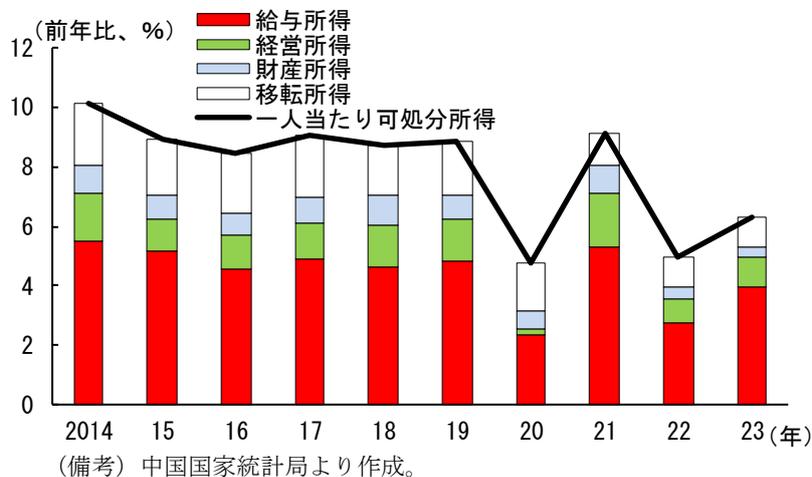


（備考） 1. 中国国家統計局より作成。

2. 四半期（年率）の後方4期移動平均。各項目の2020年Q1以降のトレンド線は、2018年Q1～19年Q4の平均伸び率で延伸した水準。1元＝約20円。

続いて、このような可処分所得の伸びの鈍化と不動産市場の停滞の関係について確認する。2023年の一人当たり可処分所得は前年同期比+6.3%であるが、所得分類ごとにみると、給与所得+7.1%、経営所得（個人事業主の所得）+6.0%、財産所得+4.2%、移転所得+5.4%であり、財産所得の伸び率が低いことが分かる。さらに寄与度分解をすると、財産所得の寄与度は、2014～2021年には平均で+0.82%ポイントであったが、2022年は+0.43%ポイント、2023年は+0.37%ポイントと低下が続いており、可処分所得全体の伸びを抑制する要因となっている（第1-2-26図）。このように、2022年以降の不動産市場の停滞は、資産価格の経路からも家計の可処分所得に影響し、感染症収束後も消費の伸びを抑制する一因となっていると考えられる。

第1-2-26図 一人当たり可処分所得伸び率の内訳（名目）



(まとめ：不動産市場の停滞に対する抜本的な措置が早急に必要)

本項では、2020年の融資規制導入以降、不動産企業はバランスシート調整を進めており、現下の不動産市場の停滞が長期化する可能性を指摘した。また、地方政府は土地使用権譲渡収入の減少、地方融資平台は資金繰り悪化に直面しており、不良債権問題の悪化が懸念されることを確認した。さらに、不動産市場の停滞は、感染症収束後も消費の伸びを抑制する一因となっていることを確認した。

政策対応として、不動産企業や地方融資平台に対する借換え融資等が金融機関に奨励されている。ただし、経済成長率の低下に伴い期待収益率が低下している局面での追加融資には、将来的な不良債権化のリスクが伴っており、金融機関のバランスシートの毀損が懸念される。また、金融機関の不良債権を証券化した金融商品の販売増加の動きも注視する必要がある。

こうした金融機関のバランスシート悪化や金融商品販売等をもたらす金融システム全体が不安定化するリスクを具現化させないためには、不動産市場の停滞に対する抜本的な措置を早急に打ち出す必要があり、例えば、不動産企業のプロジェクト単位の政策的支援、不良債権の処理、金融機関の資本増強、並びに地方政府の財政基盤の強化⁹⁸（税源移譲）等が考えられる⁹⁹。さらに、現状のように、不動産市場の高度成長から安定発展への移行が図られている段階¹⁰⁰においては、土地使用権譲渡収入の増加が続く状況に戻ることを前提とせず、税制改革等の対応が待たれている¹⁰¹。今後開催予定の三中全会や全人代で発表される政府活動報告において、どのような政策方針が発表されるかが注目される。

⁹⁸ 曹（2019）は、1994年の分税制改革で成立した地方税体系は中央政府との共有税の名目が多く、地方独立税のウェイトが小さいと指摘している（2016年の税源配分は中央：地方＝50.4：49.6）。こうした中で、地方政府の財政収入は税収等の比率が低く、国からの移転と土地使用権譲渡収入に大きく依存している（詳細は内閣府（2023b））。

⁹⁹ 2023年11月、IMF（2023c）は北京における対中4条協議ミッション後に以下を指摘した：（1）包括的な不動産市場支援策（存続不可能なディベロッパーの退出、住宅価格調整の障害除去、未完成住宅の工事完了に向けた中央財政配分の増加、存続可能なディベロッパーのバランスシート修復、超過供給状態にある不動産市場の規模の適正化）、（2）地方債務問題解消に向けた中央・地方財政フレームワークの改革（地方財政ギャップの縮小、債務増加ペースの管理、地方融資平台の債務削減のための包括的な改革戦略）、（3）金融安定化（プルーデンス政策、銀行破綻処理の厳格な実施）。

¹⁰⁰ 不動産市場の高度成長と今後の移行について政府は、中国の不動産市場が2003年の住宅の商品化改革以降2020年まで高度成長を続け、一定の段階に達したことにより、質の高い・持続可能な発展に資する調整の方向にあることを指摘した（中国国家统计局（2023b））。

¹⁰¹ OECD（2022a）は、個人所得税の課税ベースの拡大、不動産税の本格導入、国有企業上納金の引上げ等を提言している。