

基礎研 レポート

バランスシート調整の日中比較 (前編)

両国で異なる実体経済のデレバレッジと経済的影響のプロセス

経済研究部 主任研究員 三浦 祐介

(03) 3512-1787 y-miura@nli-research.co.jp

- 中国では、不動産不況が長期化の様相を呈している。こうしたなか、中国が今後、不動産バブル崩壊による景気の悪化を経て経済の停滞が長期化する、いわゆる「日本化」の可能性が懸念されている。本稿では、日本を長期停滞に陥らせた主因ともいえるバランスシート調整とその経済的影響について、中国の状況を日本と比較し、今後を展望する。今回の「前編」では、実体経済のバランスシート調整を扱う（次回の「後編」では、銀行の不良債権処理の状況について考察する）。
- 中国でバランスシート調整が始まったのは2015年末である。2012年に習政権が発足した後、質の高い発展を実現するためのサプライサイド構造改革の中核的施策として、過剰生産能力の解消、不動産在庫の解消、過剰債務の解消（デレバレッジ）の「3つの過剰」の処理が進められるようになった。その取り組みは、全体としてみれば、2019年頃までは一定の成果をあげたと評価できる。ただし、その後の展開は、対策の過程で生じた副作用や外部環境の変化を受け、より大きな問題が生じたり、方向転換を余儀なくされてしまったりと、構造改革の難しさを物語っている。
- デレバレッジに焦点をあて、日本との比較に基づいて中国の特徴をみると、部門によってピークや債務規模の水準が異なっており、現時点における中国のデレバレッジの圧力は当時の日本に比べて小さい。経済的影響の表れ方についても、日本では各部門の調整が連鎖したことで経済の悪循環を招き、長期停滞につながったのに対して、中国では連鎖していない。
- 中国の今後のバランスシート調整を展望すると、目下の不動産セクターの調整をうまく乗り越えられたとして、地方政府の隠れ債務処理が最大の課題である。その対策は23年から再び強化されている。中央政府による財政出動などを通じて、緩やかな減速にとどめる経済運営が目指されると考えられるが、人口動態などの構造変化を背景に残された時間には限りがある。次回の党大会（2027年）といった政治日程を節目としながら、30年代半ばに向けて段階的に処理が進むことが予想される。

1——はじめに

中国では、2020年のデベロッパー向け融資総量規制に端を発する不動産不況が長期化の様相を呈している。こうしたなか、中国が今後、不動産バブル崩壊による景気の悪化を経て低成長・低インフレに陥り、経済の停滞が長期化する、いわゆる「日本化」の可能性が懸念されている。不動産不況の状況に加えて、非金融部門における債務の蓄積や人口減少といった経済成長を取り巻く背景が、不動産不況の最中にある現在の中国と、バブル崩壊を経験した1990年前後の日本とで酷似している、あるいは日本より深刻な点も、そうした不安を強めているのだろう（図表1）。

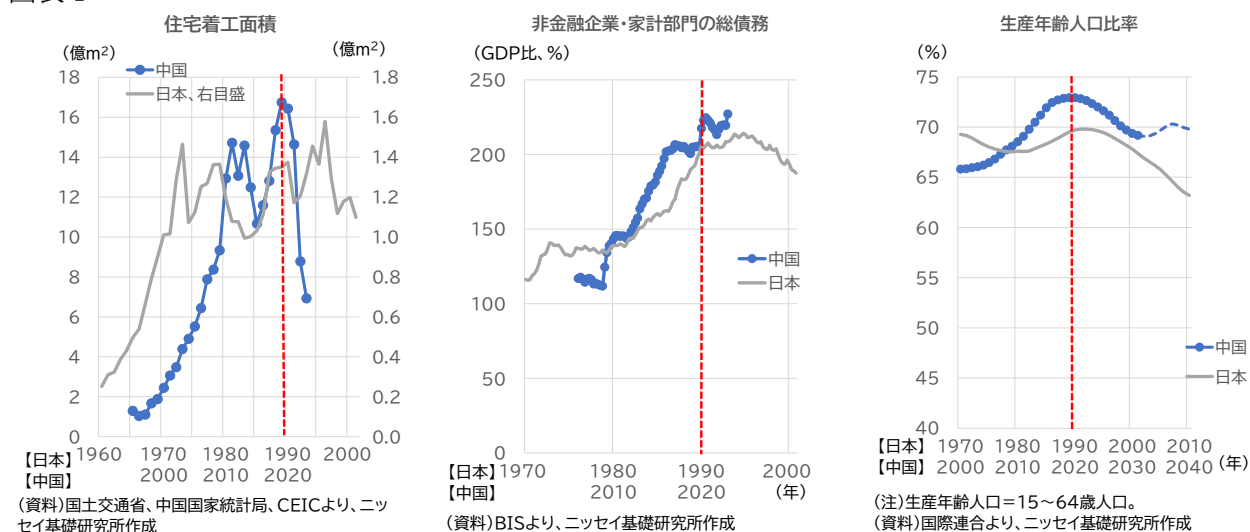
懸念は、現実のものとなるだろうか。日本が長期停滞に陥った経緯を振り返ると、上述の不動産バブル崩壊による景気悪化に加え、過剰債務のデレバレッジなど経済全体としてバランスシート調整が発生し、金融危機の発生にまで至ったことが大きく影響している。このバランスシート調整に焦点をあてたとき、中国はどのような状況にあるといえるだろうか。本稿では、中国におけるバランスシート調整の動向と経済への影響について、これまでの歩みと現状を確認するとともに、バブル崩壊当時の日本との比較も踏まえて今後を展望したい。今回の「前編」では、実体経済のバランスシート調整の状況について、次回の「後編」では、銀行の不良債権処理の状況について考察する。

2——中国におけるバランスシート調整の歩み

1 | 2015 年末に提起された「サプライサイド構造改革」を契機にスタート

中国でバランスシート調整の動きが始まったのは、2015年末である。同年12月に開催された中央経済工作会议で、「過剰生産能力の解消、（不動産）在庫の解消、過剰債務の解消、（企業の）コスト削減、弱点の補強」の5つの取り組み（以下、中国語での総称である「三去一降一补」）を進めることが提起された。このうち、過剰生産能力の解消、不動産過剰在庫の解消、過剰債務の解消という、中国版「3つの過剰」への対策がバランスシート調整の取り組みと位置付けられる。

図表 1



そこまで至る経緯を簡単に振り返ると以下の通りだ。2008年に発生した世界金融危機に対して、当時の胡錦濤政権のもと、中国政府はいわゆる「4兆元の景気対策」と呼ばれる大規模な経済対策を実施した。また、それに続く欧州債務危機の際にも景気下支えが行われた。こうした景気対策の過程で、旺盛な設備投資が実施されて生産能力が過剰となったほか、不動産市場が過熱してデベロッパーによる積極的な住宅投資が行われた結果、不動産も過剰となった。また、間接金融中心の金融システムを背景に、投資の過熱化に伴い企業の債務も膨らんだ。他方、12年開催の第18回党大会を経て、習近平体制が発足した後、中国経済の発展段階が、これまでの高度経済成長から中高速成長の段階への移行に差し掛かっているとの認識のもと、「経済発展のニューノーマル」への移行が謳われるようになった。このニューノーマル移行に向けて、質の高い発展を実現するための重要な取り組みとして、上述の15年末開催の中央経済工作会议で「サプライサイド構造改革」が提起された。「三去一降一補」は、当時のサプライサイド構造改革における中核的な施策と位置付けることができる。

それでは、個々の取り組みはどのように進み、どのような成果をあげたのだろうか。具体的な展開は次項以下で示す通りだが、全体としてみれば、2019年頃までは一定の成果をあげたと評価できる。ただし、その後の展開は、対策の過程で生じた副作用や外部環境の変化を受け、より大きな問題が生じたり、方向転換を余儀なくされてしまったりと、構造改革の難しさを物語っている。

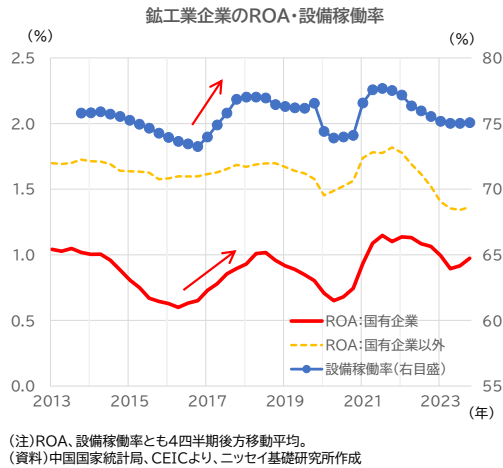
2 | 過剰生産能力の解消：行政的手段により進展するも、近年問題が再燃

過剰生産能力が深刻な製品として当時認識されていたのは、鉄鋼やセメント、ガラス、船舶等のほか、風力発電設備や多結晶シリコンなどであり、重厚長大型の産業から新興産業まで幅広い業種で過剰感が強まっていたようだ。このうち、重厚長大型の産業が、その後、過剰生産能力解消の重点対象となった。例えば、2013年に発表された「生産能力過剰の矛盾解消に関する指導意見」では、鉄鋼、セメント、電解アルミニウム、ガラス、船舶が政策の対象とされた。そして、15年末から対策が本格化した後の16年2月、鉄鋼業と石炭業を対象とする過剰生産能力解消の方針が公表され、それぞれ、5年間で累計1～1.5億トン（当時の生産能力の約8～13%）、3～5年で累計5億トン（同約9%）以上を削減するという具体的な数値目標が掲げられた。これをもとに、各地方や国有企業も個々に数値目標を掲げ、行政的な手段で過剰設備の淘汰が進められていった。なお、生産能力の過剰が深刻化していた他の産業（セメントやガラスなど）でも、鉄鋼・石炭ほどの強力な対策はとられなかったものの、淘汰が促された。17年12月の中央経済工作会议以降は、重点政策が「三去一降一補」から、「3つの堅塁攻略戦」（重大リスクの解消、脱貧困、環境汚染防止）へとシフトしていったが、過剰生産能力解消は環境汚染防止の文脈の中に位置づけられ、対策は継続した。

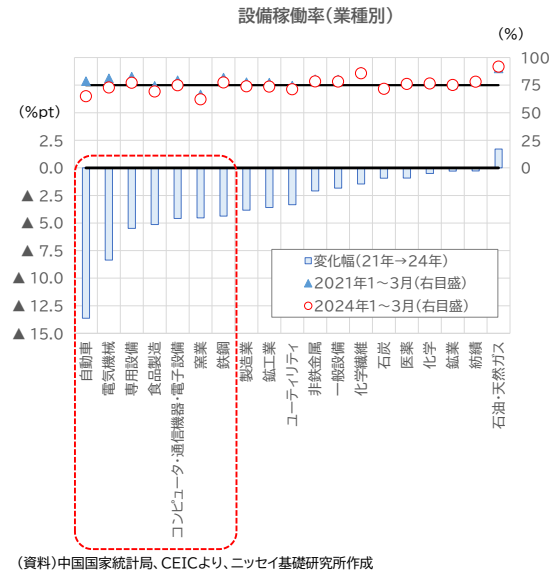
その後、鉄鋼、石炭ともに18年には前倒しで上述の淘汰目標を達成した。地条鋼と呼ばれる粗悪な鉄鋼の生産が根強く残るといった問題はみられたが、全体としてみれば、16年以降、国有企業を中心に工業企業のROAは改善し、設備稼働率も上昇した（図表2）。こうしてみると、過剰生産能力解消の対策は一定の成果をあげたと評価できる。

ただし、過剰生産能力については、最近も課題として再浮上している。例えば、23年12月に開催された中央経済工作会议では、目下の課題のひとつとして「一部の産業における過剰」が指摘されている。実際、設備稼働率は21年以降低下傾向にあり、24年1～3月期には、上述のサプライサイド構造改革が始まる

図表 2



図表 3



前の2015年中の水準まで低下している。具体的な業種については、ハイレベルの会議体における言及は無いものの、21年1～3月期から24年同期までの設備稼働率の変化幅をみると、広範な業種で過剰感が強まっているようだ（図表3）。例えば、ガソリン車のほか、近年欧米との間で貿易摩擦の火種となっている電気自動車（EV）やリチウムイオン電池も含む比較的付加価値の高い産業（自動車や電気機械）から、窯業や鉄鋼などこれまでも過剰生産能力が問題となっていた伝統的な産業まで多岐にわたる。EVへの転換加速によるガソリン車の販売不振や不動産不況などを受けた需要不足の影響も大きいとみられるが、中国特有の供給側の問題も引き続き作用していると考えられる。すなわち、経済や雇用の拡大などによる地方政府幹部の業績評価の仕組みを背景に、中央政府が産業振興の対象として指定した産業・製品に関する設備投資や生産が集中して過熱化する傾向がある。これは、長らく指摘されながらも十分に改善されていない根深い問題となっている¹。

3 | 過剰不動産在庫の解消：需要喚起に頼った処理が不動産バブルを誘引

不動産の過剰在庫について、住宅在庫面積（試算値）を当年の販売面積比でみると（図表4）、2009年の1.6倍から14年には3.7倍まで上昇しており、過剰感が強まっていたことが確認できる。この過剰感を解消するために打ち出された取り組みとしては、農民工の市民化やバラック地区の再開発の促進が主に挙げられる。このうち、農民工の市民化は、中国の戸籍制度特有の特徴であった農業戸籍と非農業戸籍の別をなくすことで、農村から都市に出稼ぎに出る労働者（農民工）の都市への定住を促すという施策である。また、バラック地区再開発は、都市部で古くに建てられた簡素な家屋が密集するエリアを再開発することで、住環境の改善や安全の向上を図るという施策だ。建て替えてから再入居させる方式と、補償金支給により別の住宅に転居させる方式の2種類があり、この時期には後者の方式を採用することが増えた。

¹ 24年5月23日に、習近平総書記と企業家・専門家との座談会が開催され、24年から産業高度化のスローガンとして新たに掲げられた「新質生産力の発展」についても話題とされた。その際、習総書記は「勢いだけで大雑把なまま、準備もなく盲目的に一斉に始めて、一斉に終わるのではだめで、各地の事情に応じ適切な策を打ち、各地がそれぞれの強みを有する必要がある」と述べており、旧来の地方政府の行動パターンを改める必要があるとの考えを示している。

図表 4



これら対策を経て、在庫の水準は、17年にかけて2.6倍まで低下しており、在庫解消という所期の目的は一定程度達成されたといえる。

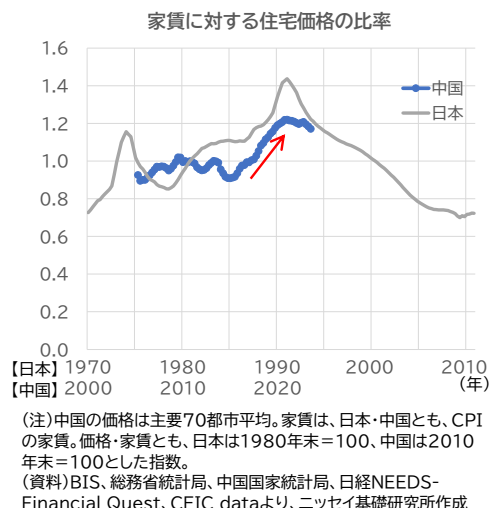
だが、バラック再開発に伴う転居促進という需要喚起策に頼った在庫解消という側面が強く、14年以降の金融政策や不動産政策の緩和により回復局面にあった不動産市場を一層過熱させるという副作用も生じてしまった（図表5）。そして、デベロッパーの不動産開発が積極姿勢に転じたことで、住宅在庫の水準は再び上昇した。なお、同じ比率を日本と比べると、上昇の勢いはバブル当時の日本ほどではない。

このときの不動産バブルは、地域により状況がやや異なるため、もう少し具体的にみてみよう。住宅販売価格の前年比伸び率の推移から不動産市場の好不況のサイクルをみると（図表6）、まず16年にかけて北京や上海などの1線都市を中心に過去を上回る勢いで価格が上昇した。これには、15年6月の株式バブル崩壊を受けた資金流入も影響したものと思われる。価格高騰を受け、16年12月の中央経済工作会议では不動産政策が見直され、その後も定着した「不動産は住むためのものであり投機するためのものではない」とするバブル抑制の基本方針が採用されたことで、17年に入り価格は低下に転じて調整局面に移った。ただ、過剰感が残る地方都市については住宅在庫解消が依然課題であったため、バラック再開発およびそれに伴う補助金支給など需要喚起策が続いたため、18年になると調整が不十分なまま、2線・3線都市を中心に価格は再び上昇に転じた。その後、18年中にバラック再開発政策が調整され、19年以降、不動産市場の過熱感はいよいよ沈静化していった。ただ、このときに進出した価格高騰やデベロッパーのレバレッジ拡大に対処するために20年に総量規制が実施され、それを契機に現在の不動産不況が発生し、長期化することになった。

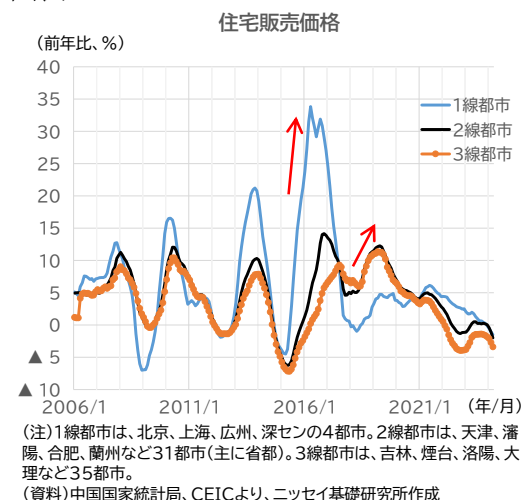
4 | 過剰債務の解消：部門により進展はまちまち

過剰債務解消（以下、デレバレッジ）の取り組みについては、地方政府と企業（とくに国有企業）が主な対象となった。地方政府については、2015年12月の時点で対

図表 5



図表 6

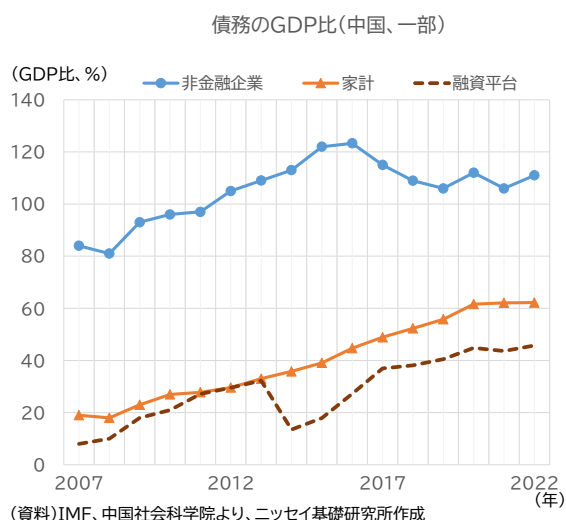


象として挙げられ、その後も継続的に言及されている。他方、国有企業は当初、対象として具体的に挙げられていなかったが、16年12月に「企業のレバレッジ率引き下げを重点中の重点とする」とされた後、18年4月には「構造的デレバレッジを基本的な考え方とし（中略）地方政府と企業、とくに国有企業のレバレッジ率を速やかに引き下げる」との表現に変わり、対象として明確化された。もっとも、地方政府債務問題の要である隠れ債務は、地方政府が資金調達のために設立した融資平台と呼ばれる国有企業の債務とほぼ同義であるため、地方政府と国有企業の債務問題には、少なからず重複が存在している（以下では、融資平台の債務を地方政府の隠れ債務としている）。

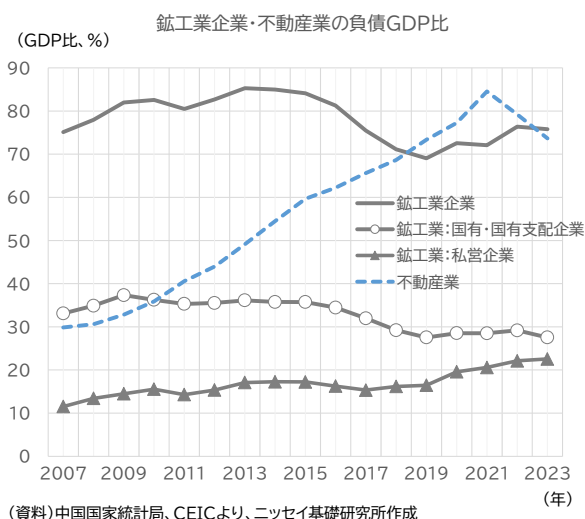
こうした基本方針に基づき、16年から18年にかけて様々な政策が打ち出された。代表的なものとしては、16年10月の「企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引き下げに関する意見」および「銀行による市場化されたデット・エクイティ・スワップ（DES）に関する指導意見」、18年の「地方政府の隠れ債務リスク防止に関する意見」、同年9月の「国有企業の資産負債制約の強化に関する指導意見」などが挙げられる。また、18年以降は「3つの堅塁攻略戦」（リスク解消、貧困解消、環境汚染防止）における金融リスク対策の一環として、シャドーバンキングなど金融システムにおけるレバレッジの問題への対処も強調され、18年4月にはシャドーバンキング規制ともいえる「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」が公表された。このほか、上述の過剰生産能力淘汰の一環としても債務の再編が進められた。

これらデレバレッジの対策も、19年頃までは成果がみられた。例えば、主な部門の債務残高のGDP比をみたものが図表7だ。融資平台の債務は、上述のような性質から分類上は企業の債務に含まれるため、ここでは主にIMFによる融資平台の債務の推定値に基づき、企業債務と融資平台の債務を分けている（10年までは中国社会科学院の推定値により補完）²。そのうえで各部門の水準の推移をみると、企業部門の債

図表 7



図表 8



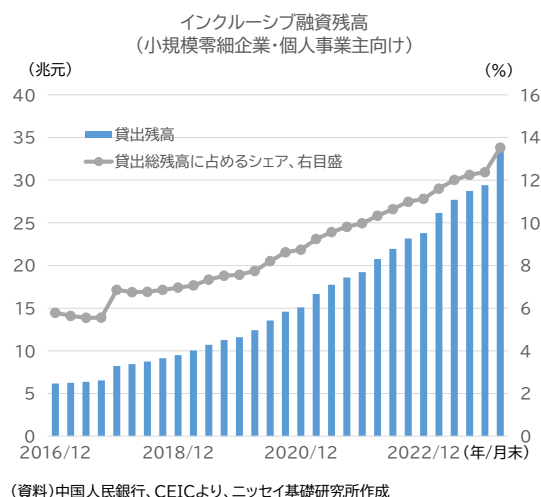
² IMF が広義の政府債務として試算しているのは、融資平台と政府引導基金（government-guided funds）の2種類で、ここでは後者は含めていない。融資平台の債務に関しては、正式な統計が存在しないため、推定する機関によって規模に幅がある。例えば、22年末時点の残高は、IMFの推定値ではGDP比45.7%（55兆元）となっているのに対して、中国社会科学院国家金融与発展実験室の推定値ではGDP比73%（88兆元）となっている。これは、融資平台と認定する具体的な基準や、親子関係にある融資平台の債務の重複を除外するか等、様々な前提の違いによるようだ。

務については、17年から18年にかけて頭打ちとなり、20年にかけて低下している。具体的にどのようなセクターでデレバレッジが進んだのかは、データの制約により全体像をつかむのが難しいが、鉱工業企業部門に関しては、15年以降、国有企業を中心に負債（買掛債務なども含む）のGDP比は低下しており（図表8）、過剰生産能力淘汰も含む対策の効果が表れていることが示唆される。他方、当初から重点に据えられていた融資平台の債務に関しては、17年以降、拡大の勢いが弱まり、歯止めがかかる兆しがみられるが、縮小には転じていない³（地方政府債務の問題を巡る動向の詳細は後述）。なお、デレバレッジの対象ではなかった不動産業の負債⁴や家計部門の債務は上述の不動産バブルの影響で、2010年代後半、増加の一途をたどった。

以上を総じて、デレバレッジの取り組みの成果が表れたのは一部にとどまったといえる。また、想定外の影響も生じた。1点目が、小規模零細企業を主とする民営企業への影響だ。中国の民営企業は、信用の面で国有企業に劣ることから銀行融資を受けづらく、シャドーバンキングに対する資金調達の依存度が高いとされる。そうした中でシャドーバンキング規制が強化されたことで資金調達コストが上昇し、利払い負担が高まってしまったのだ。加えて、18年から19年にかけて米国との貿易摩擦が徐々に激化して輸出が下押しされたことで、民営企業の景況感が悪化した。2点目が、融資平台の債務に対する規制強化の影響だ。米中摩擦による景気下押しに対して経済下支えの強化が必要とされたにもかかわらず、この規制の影響で、公共投資の伸びが低下した。

こうした変化を受け、19年に入ると、小規模零細企業向けの資金繰り支援強化を中心に金融政策は緩和姿勢に転じた。さらに20年には、これもまた想定外であったコロナショックが発生したほか、22年以降は不動産不況が長期化の様相を呈し、金融緩和の継続を余儀なくされている。この結果、家計の債務拡大には歯止めがかかり、不動産業の債務も調整に転じたものの、企業部門全体では債務が再び拡大する兆しがみられる。とくに、金融包摂強化の名目で融資が強化されている小規模零細企業の債務が増加している（図表9）。

図表 9



3——中国のバランスシート調整の特徴：日本との比較を踏まえた考察

前節でみた中国のバランスシート調整には、どのような特徴があるだろうか。以下では、デレバレッジに焦点をあて、日中両国の経緯を概観したうえで、中国の特徴を考察する。なお、上述の通り、中国の場合は地方政府融資平台の債務を地方政府として分類したことから、それと平仄を合わせる観点で、日本についても民間非金融企業と公的非金融企業を区別している。

³ 14年には、審計署（会計検査院）による地方政府の隠れ債務の再調査により確定した14年末時点の隠れ債務を対象に、地方政府が置換債を発行して公式な地方政府債務に付け替えたため、融資平台の債務が一時減少した。置換債の発行規模は、15～18年の4年間で累計12.2兆元に及んだ。

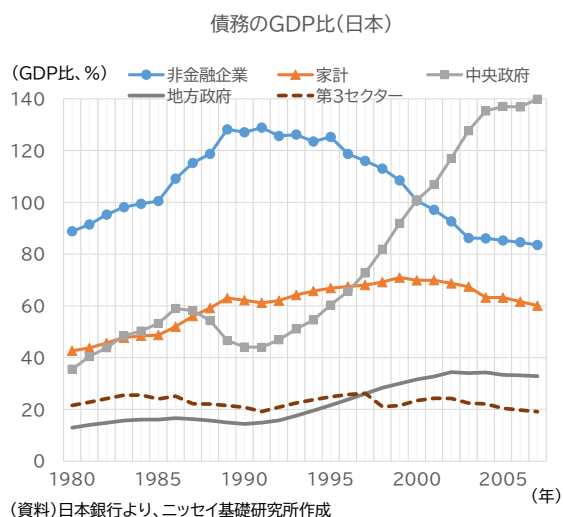
⁴ 不動産業の場合、融資や債券など外部資金は一部で、住宅購入者に対する契約負債や取引先に対する買掛債務が多くを占めており、鉱工業と一概に比較できない点には留意が必要である。

1 | 両国のバランスシート調整の経緯と経済的影響の概観

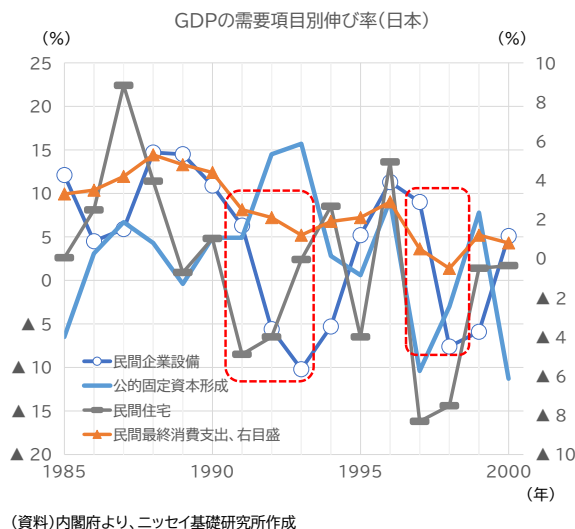
日本の場合、1980年代後半の不動産・株を中心とする資産バブル発生により景気が過熱する中で、非金融企業部門を中心に債務が増大した（図表10）。その後、90年に実施された不動産業融資総量規制などを引き金にバブルが崩壊し、民間企業設備が落ち込んで景気を下押しした（図表11）。これに対して財政出動と金融緩和が行われたことで、90年代後半に景気は一時回復したものの、増加する金融機関の不良債権処理が遅れたことで、97年には金融危機が発生した。その後、景気の悪化は労働市場にも及び、民間設備投資に加えて個人消費が経済を下押しすることで、経済の停滞が長引いた。

これに対して、中国における展開は前節で述べた通りだが、主な経緯を改めて時系列で示すと以下の通りだ。まず、2000年代後半から10年代前半にかけて生じた外的ショックによる下押しを受けた金融緩和の影響で、非金融企業部門を中心に民間の債務が増加したことに加え、景気下支えの役割を果たした地方政府の隠れ債務も増加した（図表12）。その後、非金融企業部門の債務は、2016年にGDP比123%の水準でピークに達した後、上述のサプライサイド構造改革の影響で低下を続け、その過程で企業の設備投資が減速した（図表13）。他方、公共投資が一定のペースで続けられたほか、不動産市場が過熱して不動産開発投

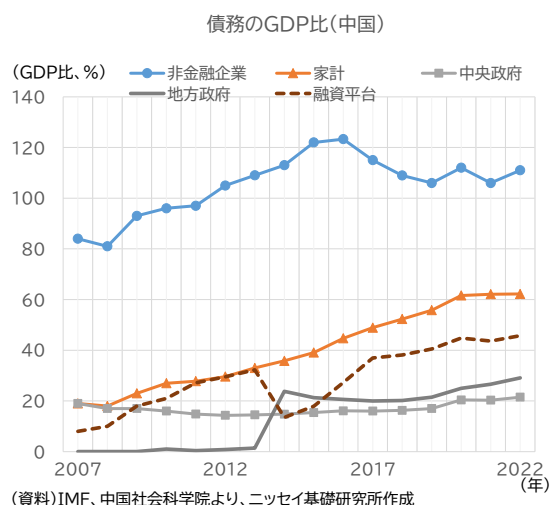
図表 10



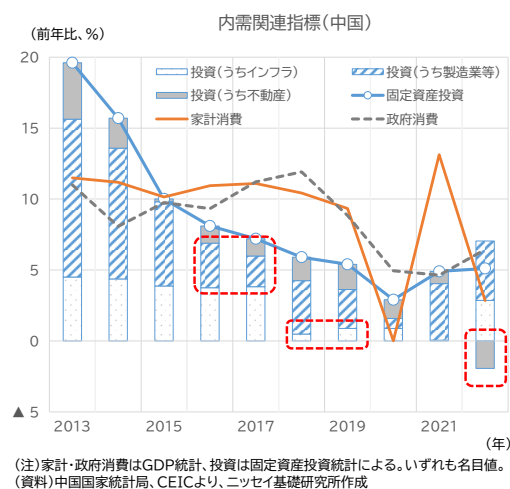
図表 11



図表 12



図表 13



資も改善した。これにより、投資全体の減速は緩やかなものにとどまったが、その分、地方政府や家計、不動産デベロッパーの債務は増加した。

18年以降は、シャドーバンキングや地方政府に対する隠れ債務の規制が強化されたことで、融資平台の債務の増勢が鈍化した一方、公共投資が減速した。この際には、不動産市場の過熱継続や、過剰設備淘汰の一巡、高度化・IT化の加速などから、不動産開発投資および製造業等企業の設備投資が下支えとなったが、その分、これら業種の企業で債務が増加した。

そして、20年以降は不動産市場が不況に陥ったことで、不動産デベロッパーの債務が調整に転じ、不動産開発投資が悪化した。また、家計については、デベロッパー倒産に対する不安から住宅を買い控えるようになり、債務の増勢に歯止めがかかった。これに対して、公共投資や企業の設備投資が下支えとなり、この局面でも投資の減速は限定的なものにとどまっているが、その分、企業や地方政府の債務は増加に転じつつある。なお、この間、中央政府の債務は、GDP比20%程度と低い水準を保っている。

2 | 両国のバランスシート調整の相違：影響が連鎖した日本と、連鎖していない中国

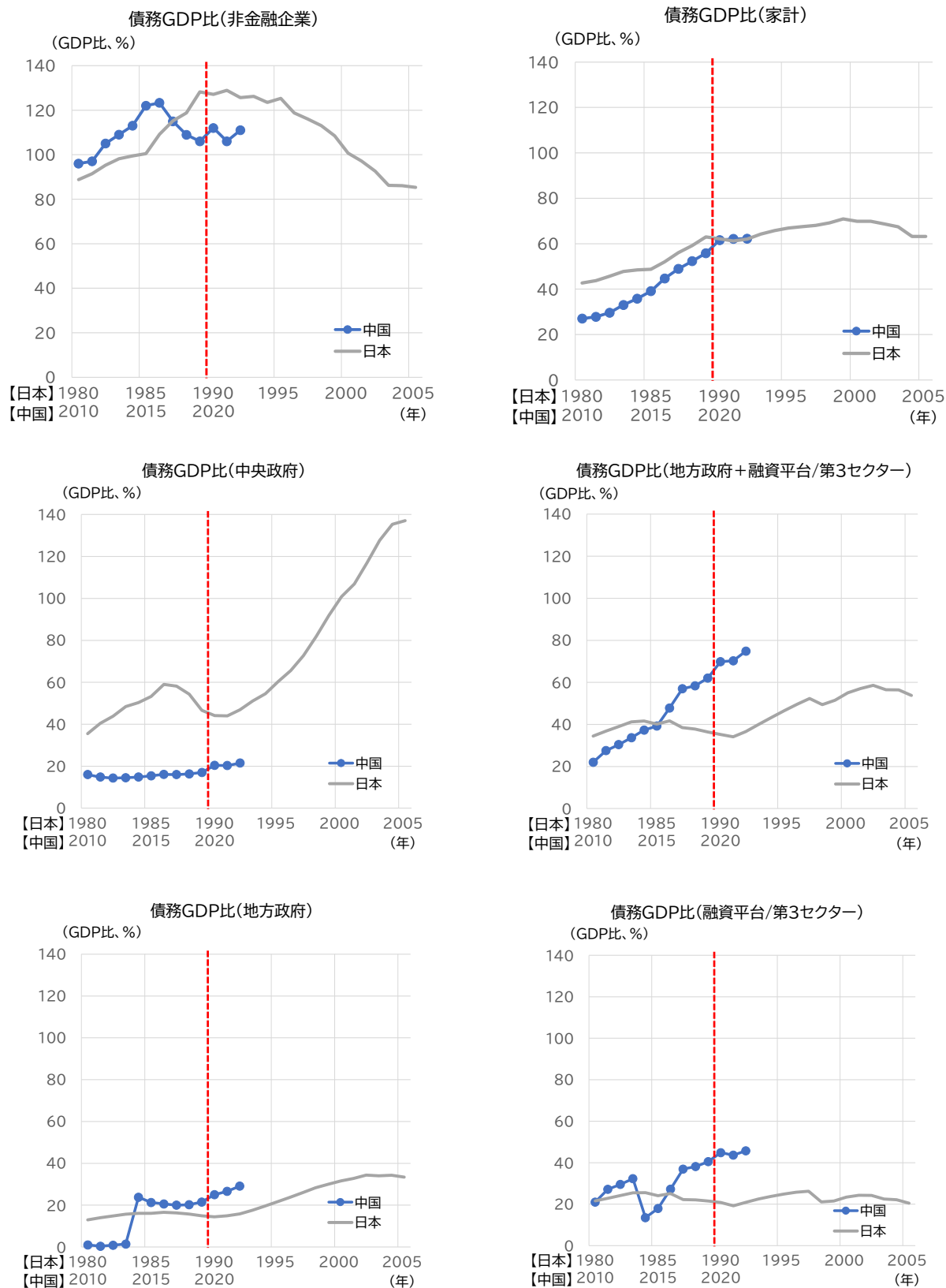
以上を踏まえ、不動産バブル崩壊時点（中国は2020年、日本は1990年とする）を基準として比較すると、日中間でどのような特徴があるだろうか。

まず、バランスシート調整の進み方については、部門によってピークや債務規模の水準が異なる点が指摘できる。図表14は、債務のGDP比を国別に示した図表10・12を部門別に示したものだ。これをみると、企業部門のレバレッジ拡大がバブル崩壊前にいったん峠を越えているほか、国（中央政府）にレバレッジの余地が残されていることが分かる。現在の中国におけるこれら2部門のバランスシート調整圧力は、当時の日本に比べて小さいといえる。また、家計部門の調整は、中国、日本ともにバブル崩壊後に発生しており、調整圧力の状況は概ね同等だろう。そして、地方政府および融資平台の債務については、既に当時の日本よりも高い水準にあり、今のところピークアウトしていないため、調整圧力は相対的に大きい。これらを総じて、不動産バブル崩壊後のバランスシート調整の状況を比べると、中国は日本に比べて既にある程度進んでおり、調整の圧力も小さいといえる。金融危機発生リスクという観点で、BIS（国際決済銀行）が早期警戒指標と位置付ける債務・GDPギャップの推移をみても、一時期はBISが警戒水準とする9%や日本のピーク時を上回る水準まで高まっていたが、17年以降は、コロナショック発生時の一時的な上昇を除き低下傾向にある⁵（図表15）。

次に、バランスシート調整による経済的影響の表れ方が、現在の不動産不況の局面も含めて異なっている。日本では、不動産バブル崩壊を契機として非金融企業部門から始まったバランスシート調整により景気が悪化した後、金融危機へと発展し、それがさらに家計のバランスシート調整へと波及することで景気が再び悪化した。このプロセスでは、不良債権処理の遅れや消費税率引き上げ、アジア通貨危機など、政策的要因、外的要因も重なったことは否めないが、企業と家計、そして金融部門のバランスシート調整が連鎖的に発生し、景気悪化の悪循環が長期停滞につながった。他方、中国の場合は、各部門の債務調整が連鎖していない。ある部門の調整に伴う下押し圧力が、奇しくも他部門によって緩和されてきたため、こ

⁵ なお、もうひとつの早期警戒指標と位置付けられているDSR（Debt Service Ratios、元利払い額に対する所得の比率）は、長期平均からの乖離が続いており、コロナショック後にかい離の度合いが強まっていることから、金融危機のリスクが十分に低いとまでは言えない。

図表 14



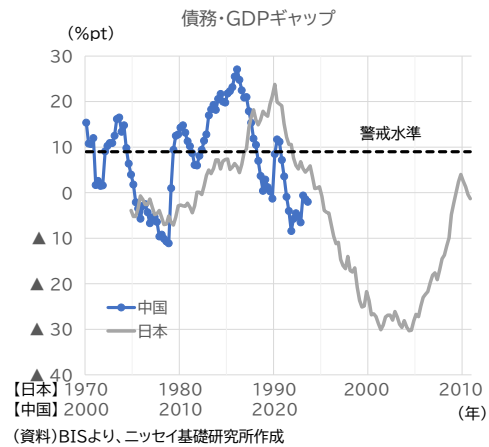
(資料)図表 10・12 に同じ。

れまでのところ実体経済が腰折れするという事態には至らず、金融危機も起きていない。

4——今後の展望

中国における実体経済のバランスシート調整の経緯や、日本との比較からみえる中国の特徴を踏まえると、今後の中国経済はどのように展望できるだろうか。

図表 15



1 | 地方政府債務のデレバレッジが残る最大の課題

バランスシート調整の主体という観点では、目下の不動産セクターの調整をうまく乗り越えられたとして、地方政府の債務、とくに融資平台の債務の処理が残る最大の課題である。

融資平台の債務は、銀行からの借り入れや債券発行のほか、中国におけるシャドーバンキングの代表格とされる信託スキームの活用など様々な形態で存在しており、2011年に実態が明らかにされて以来、度重なる対応がとられてきた（図表16）。14年に対策が始動した際には、同年末時点で隠れ債務の規模を一度確定したうえで、地方政府による置換債の発行（15～18年にかけて総額12.2兆元）を通じて政府債務に付け替えることで、隠れ債務の処理が試みられた。ところが、経済下支えのための公共投資など地方政府の資金需要に変わりはないため、その後も規制の抜け穴を通じて、再び隠れ債務が増大した。

こうした実情を受け、17年以降、追加の対策が講じられるようになり、現在に至る。これまでに打ち出された具体策は図表17の通りである。導入されたタイミングは策によりまちまちだが、(1) は金融リスク顕在化の回避、(2) はレバレッジ拡大の抑制、(3) はデレバレッジの実行、の3種類に大別できる。21年からは、北京市や広東省、上海市など財政的に余力のある地方が「隠れ債務ゼロ」達成のパイロットケー

図表 16

中国の地方政府債務に関する政策動向	
時期	政策
2011年	審計署(会計監査院)が地方政府債務の監査結果を公表 → 実態が明るみに
2014年	予算法改正、地方政府債務の管理強化に関する意見 → 暗黙の政府保証による融資平台の資金調達を禁止
2015年	地方政府による債券発行を制度化、置換債を限定的に発行
2017年	地方政府の借り入れによるファイナンス行為の更なる規範化に関する通知
2018年	地方政府隠れ債務リスクの防止に関する意見等 → 隠れ債務の定義を明確化。5～10年で解消するよう地方に通達
2021年	予算管理制度改革の更なる深化に関する意見 → 隠れ債務の禁止を再度強調
2023年	金融による融資平台の債務リスク解消支援に関する指導意見、地方政府債務リスクの防止・解消に関する長期メカニズムの構築(中央金融工作会議)

(資料)各種資料より、ニッセイ基礎研究所作成

図表 17

中国の地方政府債務に関する対策の具体例	
類型	主な具体策
(1)金融リスクの回避	●資金繰り支援 ・銀行借入のリスク ・債券の借り換え ・債券等の銀行借入への付け替え ・人民銀行による緊急時の流動性供給
(2)レバレッジの拡大抑制	●新たな債務発生の防止 ・資金調達の抜け道を塞ぐための各種規制強化 ・融資平台の「非」融資平台化(一般の国有企業への転換) ・新規の公共投資プロジェクトの禁止
(3)デレバレッジの実行	●既存債務の付け替えや処理 ・地方政府による置換債発行を通じて政府への付け替え(15～18年:12.2兆元、20～23年:2.5兆元) →分類上、隠れ債務から政府債務に転換 ・融資平台の「非」融資平台化 →分類上、隠れ債務から一般の国有企業債務に転換 ・地方政府財源による返済 ・他の融資平台や一般の国有企業による肩代わり返済 ・融資平台の再編・破たん、債券・信託等のデフォルト

(資料)各種資料、windより、ニッセイ基礎研究所作成

スと位置付けられ、このうち北京市と広東省については、その目標を達成したようだ。また、23年からは、債務リスクの高い12の省・市を重点対象とし、新規の公共投資を原則として禁じるなど、次々と新たな策が講じられている。

その進捗は、第2節で示した通りで、(2) はある程度の効果をあげているものの、完全な抑制にまでは至っていない。また、デレバレッジにおいて本質的に重要となる (3) はまだ道半ばだ。地方政府への付け替えや、地方政府の歳入等による返済は地道に続けられているものの、(1) が最重要と位置付けられており、金融リスクの引き金となり得る融資平台の破たんや債券のデフォルトといった踏み込んだ対策は、回避されている。

2 | これまでのように他部門の下支えにより経済的影響を緩和できるか

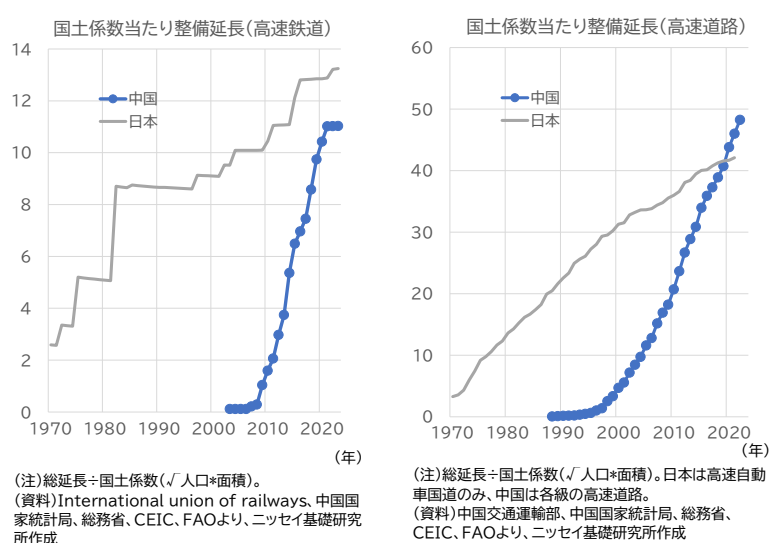
目下の不動産セクターに加えて、地方政府のバランスシート調整の影響が今後本格化するなか、経済の腰折れを回避することはできるだろうか。先にみた過去のパターンに基づけば、不動産開発投資の減少や、地方の財源制約による公共投資の下押しに対して、別の部門の投資が支えることで、引き続き緩やかな減速にとどめるという経済運営が目指されることになるだろう。実際、足もとではそうした動きがみられるが、これまでとは取り巻く環境が変わりつつある点には留意が必要だ。

今後の経済下支えで重要な役割を担うのは、まず中央政府だ。上述の通り、中央政府の財政にまだ余力があるため、今後は中央政府の財源に基づく公共投資などに軸足が移るだろう。実際、2023年10月の特別国債増発、24年3月の超長期特別国債増発など、その証左となる動きが本格化している。ただし、公共投資の余地は従来よりも狭まっている

とみられる。例えば、高速道路や高速鉄道といった伝統的なインフラの整備状況について、人口と国土面積により基準化して比較すると、既に今日の日本並みの水準に達している

(図表18)。このため、近年中国政府は、5G基地局やデータセンター、EV充電スタンドなど新型のインフラのほか、国家安全の強化に資する施設(資源備蓄など)整備のように、様々な名目で需要を創出しているが、投資押し上げの規模には限りがあるだろう⁶。

図表 18



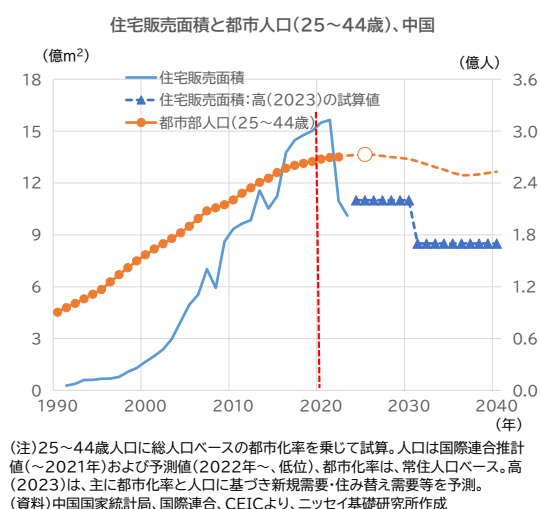
⁶ 政府系シンクタンクのある予測によれば、21～25年の5年間で見込まれる新型インフラの投資額は累計で20兆元(年平均で4兆元)とされている(国家发展改革委员会「“十四五”新型基础设施建设专家谈：新型基础设施建设呼唤新型投融资体系」、2021年12月21日)。これは、ここ数年の固定資産投資額(年間80兆元前後、試算値)に対して、5%程度にとどまる。

次に想定されるのが、非金融企業の設備投資だ。これも、産業高度化の加速に向けた政策支援を背景に、近年堅調が続いている。24年3月開催の全国人民代表大会では「生産力の発展加速」という目標が新たに掲げられ、今後も財政・金融による支援が続くことが予想される。ただ、経済安全保障の強化や不動産不況に対する景気の下支えを意識するあまり、投資効率を軽視した融資が拡大すれば、いずれはデレバレッジの圧力が再び高まることになる。また、既述の通り、小規模零細企業向けの融資も近年拡大が続いている。これは、雇用の安定など社会政策的な観点からの必要性は否めないものの、当初設定されていた融資残高に関する数値目標のように、行政的、一律的な支援を背景に債務の拡大が続けば、将来的に不良債権が増加して金融リスクが高まりかねない。

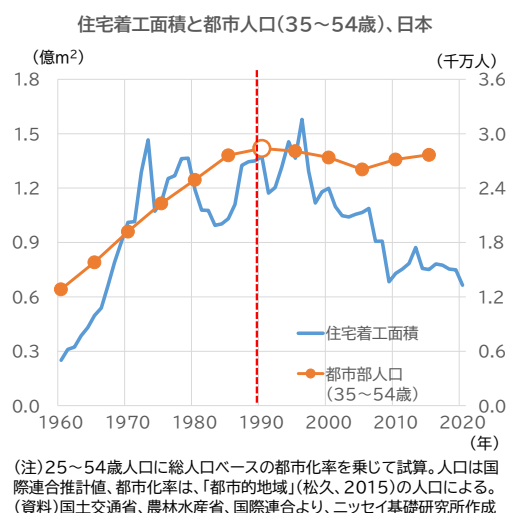
不動産開発投資に関しては、現在の不動産不況を無事に乗り越えることができたとしても、今後下支えの役割を期待することは難しそうだ。まだ都市化の余地は残っている一方で、人口の減少傾向が続く見込みで、不動産市場が構造的な転換点を迎えているためだ。例えば、住宅購入年齢層の都市部人口（試算値）と住宅販売面積について、過去の推移と現地シンクタンクによる今後の予測をみたものが図表19だ。これによれば、住宅需要は、21年の15.7億㎡をピークとして、今後は11億㎡から8.5億㎡へと段階的にシフトダウンしていく見通しだ。なお、日本についても、同様に過去の推移をみると（図表20）、着工面積は94年の1.5億㎡をピークとして、住宅市場の飽和と人口減少に伴い1.2億㎡から0.9億㎡へとシフトダウンしており、中国で予想される動きと概ね同じ傾向がみられる。

なお、これら実体経済面での下支えに加え、金融システムによる支援は強化される可能性が高い。例えば、23年に打ち出された隠れ債務対策においては、少なくとも25年までは融資平台の債券デフォルト発生を回避し、それをサポートするために緊急時には人民銀行による流動性供給を実施する考えが示されている。不動産市場悪化の結果、不動産デベロッパーに対する地方政府の土地使用権売却収入が減少しており、地方政府および融資平台の資金繰りが厳しくなりつつある。このため、不動産デベロッパーのデレバレッジが地方政府のデレバレッジ、ひいては金融機関の不良債権増加を招き、負の影響が連鎖することがリスクとなっているが、こうした流動性支援は連鎖防止の役割を果たすことが期待される。

図表 19

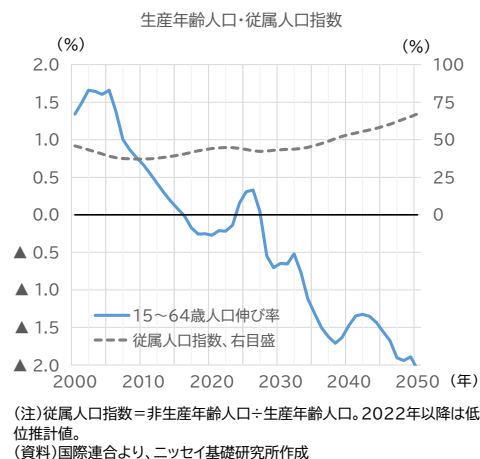


図表 20



今後残された期間としては、人口の変化を踏まえると約 10 年がひとつの目安となるだろう。生産年齢人口（15～64 歳）の減少は、中国経済に対する長期的な下押しする圧力としてじわじわと作用しつつあるが、国連の推計（22 年版の低位推計）によれば、そのペースは 32 年以降、加速する見込みであり、消費への下押しや貯蓄率低下による投資への下押しが強まる可能性が高い（図表 21）。23 年 10 月に開催された中央金融工作会议では、不動産や地方政府債務といった金融リスク対策を進めるうえで、「速さと安定の関係をよく理解し、安定した大局という前提のもと、タイミングと度合い、効果を見極める」必要があると述べられているが、今後は「速さ」も意識する必要に迫られつつあるといえよう。

図表 21



3 | 予想される動き：今後 10 年程度かけて融資平台のデレバレッジを段階的に推進

限られた時間のなかで、今後どのような時間軸で、どのような対応が進むだろうか。

時間軸として節目となるタイミングとしては、2つの政治日程が挙げられる。1つ目が、5年に1度の党大会が開催される2027年、2つ目が、35年だ。35年は、49年の「社会主義現代化強国の実現」に向けた折り返し地点として、「社会主義現代化の基本的な実現」を達成する年として設定されている。習政権は27年から4期目も続投するとの見方が強いが、仮に5期目まで続く場合、その任期（36年）の1年前ということにもなる。今後対策を進めていく中で、こうした政治日程は対策の期限として意識されやすいと思われる。18年に地方政府の隠れ債務対策が打ち出された際には、今後5～10年以内（すなわち22年～27年まで）に隠れ債務を解消するよう地方政府に指示が出されており、党大会日程が念頭におかれた可能性がある。

こうした時間軸のもと、地方政府の隠れ債務問題については、引き続き上述の（1）金融リスク回避、（2）レバレッジの拡大防止、（3）デレバレッジの実行の3つの柱で解消を図っていくだろう。23年以降の政策動向を踏まえると、（1）人民銀行や大手国有銀行等による金融支援強化を通じて融資平台の延命を図って処理を先延ばしにしつつ、（2）中央政府が地方政府にかかわって財政出動を強化するとともに、（3）地方政府への付け替えや、融資平台の「非」融資平台化（一般の国有企業への転換による地方政府からの切り離し）を中心に、隠れ債務の削減を図っていくことが予想される。

27年の段階では、その後にリスク再燃の芽を残さないという観点で、とくに（2）のレバレッジ拡大防止の達成が目指されると考えられる。他方、（3）のデレバレッジ実行に関しては、推定55兆元とされる隠れ債務残高⁷や1万社前後ともされる融資平台の数⁸を踏まえると、27年までの残り数年で完全な処理を実現することは非現実的だ。このため、優先順位をつけて処理が進められる可能性がある。27年に向け

⁷ 財政部の報告によれば、22年の時点で隠れ債務が3分の1以上減少したとされている。それ以上の詳細は不明であるが、政府が認定している隠れ債務の規模が推定値よりも小さい可能性もある。

⁸ 銀行業監督管理委員会（現・国家金融監督管理総局）の管理リストでは、18年末時点で11,737万社（うち2,710社はその後リストから除外）の融資平台が登録されていた。このほか、各地方政府から国務院に報告された融資平台が23年6月時点で1.8万社に及ぶとする現地メディアの報道もあるようだ。

で優先されやすいのは、(1) の金融リスク回避という観点を踏まえると、銀行借入と異なり、金融市場を通じて家計などにリスクが波及しやすい債券やシャドーバンキング関連の債務の処理だろう。このうち債券については、23 年末の残高 11 兆元のうち、大半が 24~27 年にかけて償還期限を迎える予定であり（図表 22）、その償還や付け替えを進めていくとみられる。仮に進捗が芳しくない場合には、14 年にとられた対応と同様、ある程度まとまった規模を地方政府の債務に置き換えることで幕引きを図る展開もあるだろう。なお、処理の過程で、これまでは回避されてきたデフォルトが発生するかは未知数だが、不動産不況や地政学リスクなど不安定な国内外環境が続くことを踏まえると、引き続き回避される可能性が高い。

ただし、27 年の時点で金融リスクの火種としての隠れ債務問題が一定の解決をみたとしても、銀行による融資平台向け債務は残存しているだろう。このため、次の節目である 35 年に向けては、ゾンビ化した融資平台の不良債権処理が本格的に進められるのではないだろうか。上述の通り、人口減少による下押しが一段と強まる 30 年代半ばからは、経済全体として生産性向上に取り組む必要性が従来以上に高まる。非効率なセクターに滞留した資金を成長の見込めるセクターに振り向けるためには、融資平台の処理は避けて通れない道となる。

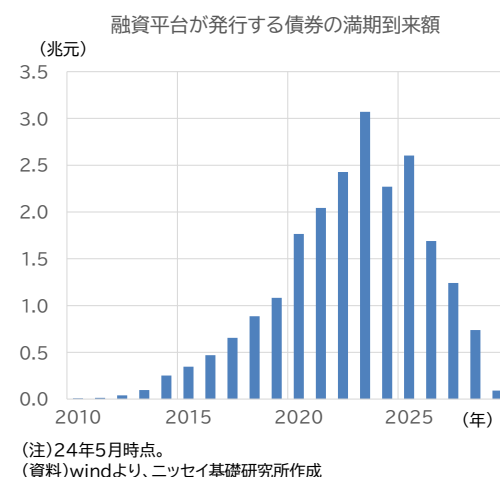
なお、不動産市場に関しては依然不安定な状況にあるが、政府の対策は徐々に拡大しており、一段の悪化は回避されている。今後、一進一退を続けながらも徐々に改善し、25 年から 26 年にかけて徐々に正常化に向かうことを主な展開として想定している。

5—おわりに

不良債権処理が一巡するまでをバランスシート調整の期間とした場合、2015 年末に始まった中国のバランスシート調整は、仮に上述のような時間軸で順調に進めば、20 年に及ぶ見込みだ。日本がバランスシート調整に要した期間は、1990 年のバブル崩壊をきっかけに始まってから 04 年に不良債権処理が一巡するまでのおよそ 15 年で、それよりも長期にわたることになる。それを早いとみるか遅いとみるかは一概に評価できないが、経済の減速を段階的なものととどめながら時間をかけて取り組んできた結果、これまでのところ日本のように長期停滞に陥ることを回避できている点は評価できよう。現在は不動産不況の長期化により、そして今後は地方政府の隠れ債務処理により、経済への影響は当面続くことが見込まれるが、中央政府の財源の余力を背景に、適時適切な対応がとられれば、今しばらくはその影響を緩和しながら調整を進めることができそうだ。

もっとも、不良債権処理まで順調に進んだとしても、ここ数年進められている不良債権処理の実態を踏まえると、完全に償却されるというよりも、AMC（資産管理会社）などへの売却を通じたオフバランス化が主となる可能性があり、どのように再生あるいは最終処理を図るかが課題として残るだろう。また、地

図表 22



方政府債務の規模は、現在以上に増加していることが予想され、地方政府の財政破たんリスクは高まっていくとみられる。これを抑制するためには、近年着手され始めた地方債務の状況を管理・モニタリングする仕組みの構築や、中央・地方の間での行財政の適切な分担の確立、地方の新たな財源の創出といった各種の行財政改革が必要とされる。これら改革の方針は、13年に開催された第18期三中全会（中央委員会第3回全体会議）で提起されたものの、約10年を経ていまだ道半ばにある。行財政改革は、24年7月に開催予定の第20期三中全会の後、再び加速すると考えられる。本質的な解決に資する改革がなされるか、今後の動向に注視が必要だ。

【参考文献】

- 殷劍峰、張暘（2023）「經濟復蘇幾何—2023Q3 中国宏觀金融」国家金融与發展實驗室『NIFD 季报』、<http://www.nifd.cn/Uploads/SeriesReport/a578c5ce-ba24-4d3e-a4b3-9ee47fb01d42.pdf>
- 經濟企画庁（1994）『平成6年度年次經濟報告（經濟白書）』
- （1995）『平成7年度年次經濟報告（經濟白書）』
- （1996）『平成8年度年次經濟報告（經濟白書）』
- （1997）『平成9年度年次經濟報告（經濟白書）』
- （1998）『平成10年度年次經濟報告（經濟白書）』
- （1999）『平成11年度年次經濟報告（經濟白書）』
- 公益社団法人土木学会（2021）「日本のインフラ体力診断 ～道路・河川・港湾～」、<https://committees.sce.or.jp/kikaku/system/files/InfraCheckUP202109.pdf>
- （2023）「日本のインフラ体力診断 ～公園緑地・水インフラ・新幹線～」、<https://committees.sce.or.jp/kikaku/system/files/InfraCheckUP202306.pdf>
- 高瑞東（2023）「從人口視角看未来20年房地產需給演變」新浪財經、<https://finance.sina.cn/china/gnc/j/2023-04-07/zl-imypphun8380133.d.html>
- 調査統計局（1998）「最近の住宅投資動向について」日本銀行『日本銀行調査月報』1998年10月号、http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_1998/data/ron9810a.pdf
- 福本智之（2023）「中国の金融システムのリスクを如何に捉えるか」東京財団、<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4373>
- 松久勉（2015）「農業地域類型別市町村人口の将来推計—旧市町村を中心に—」『農村の再生・活性化に向けた新たな取組の現状と課題—平成24～26年度「農村集落の維持・再生に関する研究」報告書—』農林水産政策研究所、https://www.maff.go.jp/primaff/kanko/project/attach/pdf/211029_R03syuraku_01.pdf
- 丸川知雄（2023）「中国の現在地は日本の1974年か、それとも1993年か」中国学.com、<https://sinology-initiative.com/economy/350/>
- 三浦祐介（2019）「中国の民営・小規模零細企業動向」みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mhri/research/pdf/insight/as190425.pdf>

三尾幸吉郎 (2024)「不動産バブルの日中比較と中国経済の展望」ニッセイ基礎研究所『基礎研レポート』、
https://www.nli-research.co.jp/files/topics/77492_ext_18_0.pdf?site=nli

羅志恒、牛琴 (2023a)「如何化解地方政府隱性債務？過去兩輪化債的利弊与未来可能」界面新聞、<https://m.jiemian.com/article/9963397.html>

—— (2023b)「城投轉型的實質与隱性債務測算」金融界、<https://m.jrj.com.cn/madapter/stock/2023/09/25073537903131.shtml>

劉安林、熊園 (2024)「2024 年去產能：行業、路徑与影響」華爾街見聞、<https://wallstreetcn.com/articles/3709033>

梁冰梅 (2024)「中国式產能過剩：歷史考察及对新發展階段治理的啓示」中国社会科学院工業經濟研究所、
http://g.js.cssn.cn/kydt/kydt_kycg/202403/t20240305_5736876.shtml

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。