

# 中国不動産市場と地方債務問題 ～中国経済はなぜ崩壊しないのか？～

2024年4月4日(木)

(株)地域経済活性化支援機構 常務取締役  
金融庁研究参事 (中国金融)  
広島大学客員教授

柴田 聡

※本資料及びプレゼンテーションは全て個人的見解であって、金融庁又は日本国政府の公式見解ではありません

# (自己紹介)

しばた さとる

**柴田 聡**

**地域経済活性化支援機構 (REVIC)  
常務取締役 (財務省から出向中)**

**金融庁研究参事 (中国金融)  
広島大学客員教授 (大学院・経済学部)**



1969年 岩手県岩手郡葛巻町生まれ(54歳)

1988年 岩手県立盛岡第一高校 卒

1992年 東京大学経済学部 卒

1996年 米スタンフォード大学大学院修士(国際開発政策)

(著書)

「チャイナインパクト」(2010年、単行本、中央公論新社)

「中国共産党の経済政策」(2012年、共著、講談社現代新書)

「中国衝撃力」(2014年、北京・世界知識出版社、中国語翻訳版)

「中国金融の実力と日本の戦略」(2019年、PHP新書)

《主な略歴》

1992年 旧大蔵省(現財務省)入省(大臣官房文書課)

2000年 金融庁 課長補佐(副大臣秘書官、協金室総括、銀行第二課総括)  
※ 不良債権問題、金融再生プログラム、足利銀行国有化 等

2004年 財務省主計局 主査(総務1係、調整係、経済産業1・2係)  
※ 郵政民営化、三位一体改革、特殊法人改革、特別会計改革 等

2008年 在中華人民共和国日本国大使館 経済部参事官(北京4年駐在)  
※ 日中財務対話、野田総理訪中、日中金融協力の首脳合意 等

2014年 内閣官房副長官補室 参事官 (内政・金融、官邸スタッフ)  
※ 消費税率引上げ(国際金融経済分析会合)、新国立競技場の計画見直し 等

2016年 金融庁監督局 銀行第二課長  
※ 地銀監督 (長崎・三重・新潟の経営統合等)  
業務範囲の規制緩和 (地銀の不動産業務、有料人材仲介業)

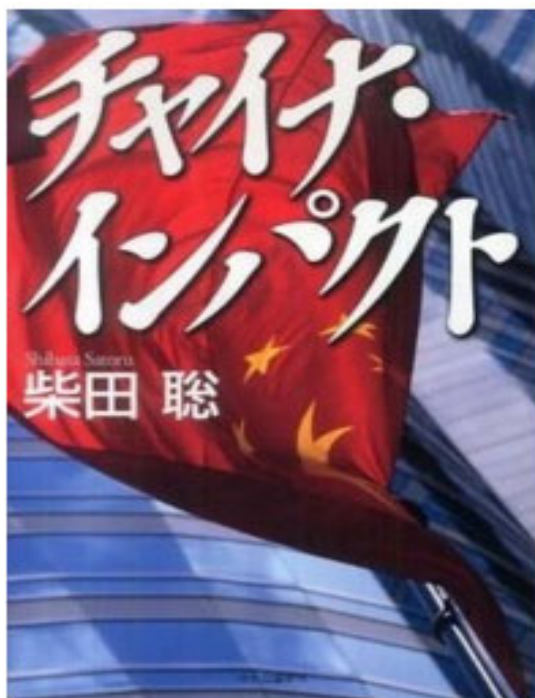
2017年 金融庁総合政策局 参事官(国際担当)  
※ 日中証券市場協力 (ETF相互上場等) の首脳合意、日系金融機関の中国参入等

2019年 金融庁総合政策局 総務課長  
※ 国会・党対応、庁内総合調整、地方調整 等

2021年 財務省中国財務局長  
※ 呉支援プロジェクト、中国地方サステナブルファイナンス協議会  
金融庁国際政策監理官 (中国カントリーマネージャー)  
広島大学客員教授(大学院・経済学部)

2022年6月から現職  
※ ファンド、事業再生、地域企業経営人材確保事業 (レビキャリ) 等

## (著書の紹介)



「チャイナ・インパクト」  
(2010年、単行本、中央公論新社)



「中国共産党の経済政策」  
(2012年、共著、講談社現代新書)



「中国金融の実力と日本の戦略」  
(2019年、PHP新書)

2014年 中国で翻訳版が出版される  
「中国冲击力」(北京・世界知識出版社)

## 最近（コロナ後）の講演・寄稿等の実績

時期	講演先・寄稿先等	テーマ
2022年5月	中国経済連合会（広島）	「中国経済の現状と課題」
2022年9月	第3回日中資本市場フォーラム（スピーチ）	「日中金融協力」
2022年12月	広島大学大学院	「中国経済、日中金融協力」
2023年7月	日中金融円卓会合 ※野村総合研究所=中国金融論壇（CF40）主催	「日中金融協力の取組みと課題」
2023年8月	週刊金融財政事情（寄稿）	「金融分野で中国といかに向き合うか」
2023年11月	慶應義塾大学東アジアサロン	「中国不動産市場と地方債務問題」
2023年11月	中国人民大学との学術交流会（上海）	「中国経済の課題と日本の経験と教訓」
2023年12月	日本記者クラブ ※同クラブHPでYouTube動画公開中	「中国で何が起きているか」
2023年12月	広島大学大学院	「中国不動産市場と地方債務問題」
2024年1月	財務省中国研究会 ※みずほR&T中尾理事長プレゼンへのコメント	「グローバル経済の課題と中国」 ～中国の日本化はあるのか？～
2024年2月	金融庁ランチョン	「中国不動産市場と地方債務問題」
2024年4月4日	財務省財務総合研究所ランチミーティング	「中国不動産市場と地方債務問題」
2024年4月19日（予定）	金融財政事情「金曜例会」	「中国不動産市場と地方債務問題」 ～中国の金融システムは大丈夫か～

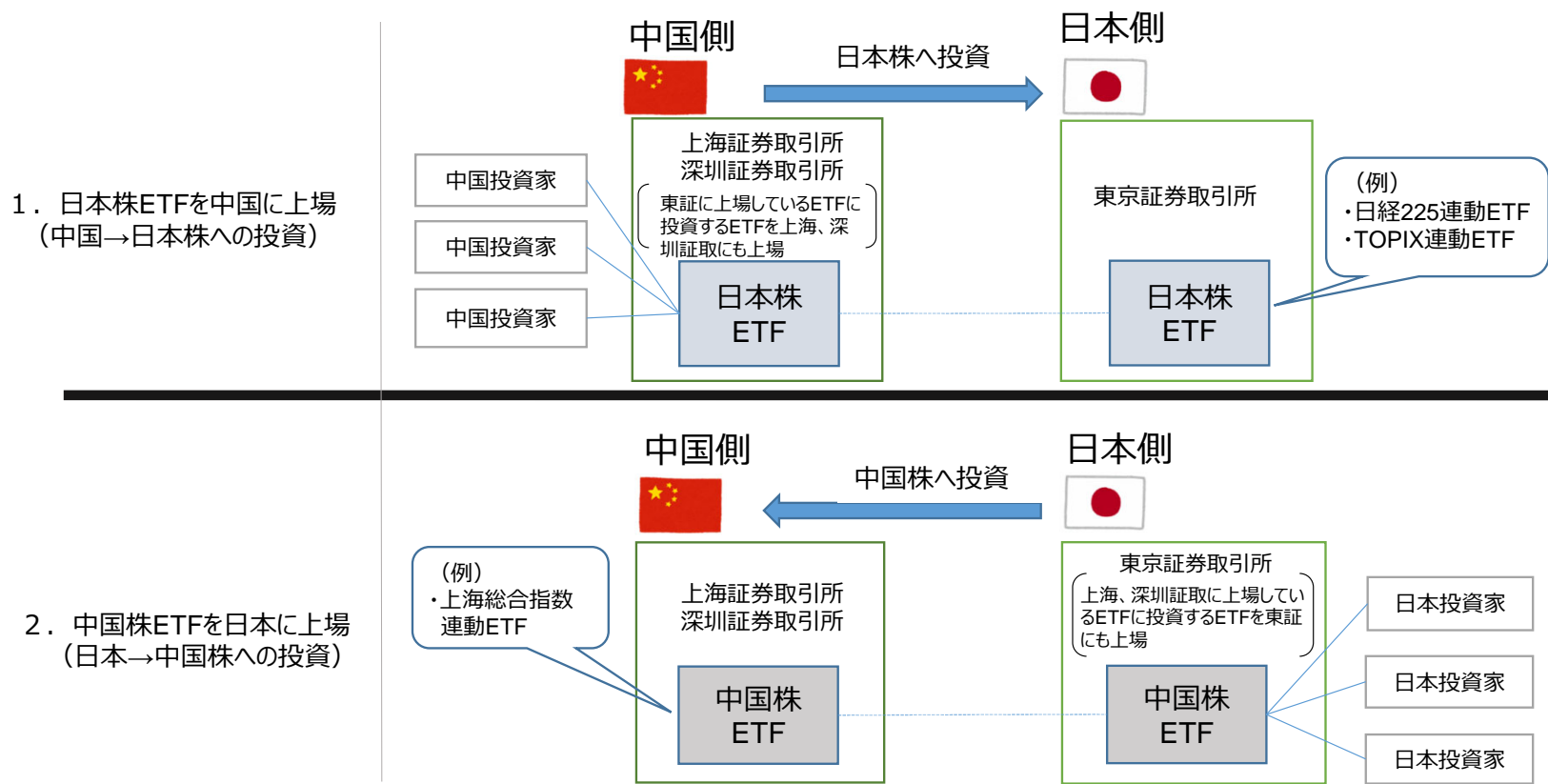
## 日中金融協力



日中ETFコネクティビティセレモニー

2019年6月

# 上場投資信託 (ETF)の相互上場



(参考) 日中で以下の4つのペアで相互上場が実現(2019/6/25) 新たに大和AMの科創板50、GBA100ETFが2021/4/8に東証に上場。

上海50ETF 華夏基金 ← 野村AM 日経225ETF	CSI300ETF 易方達基金 ← 日興AM 日経225ETF	SSE180ETF 華安基金 ← 三菱UFJ国際AM 日経225ETF	CSI500ETF 南方基金 ← アセットONE TOPIXETF	科創板50 ICBC CS ← 大和AM GBA100 日経225ETF
------------------------------------	---------------------------------------	---	---	---

# 中国不動産市場と地方債務問題 ～中国経済はなぜ崩壊しないのか？～

2024年4月 柴田聡

## 自己紹介・イントロ

### 第1章 不動産市場 ～「中国の不動産バブル崩壊」は本当か？～

#### 1-1 大手デベロッパーの経営危機 ～買った家が引渡しされない!?!～

- 大手デベロッパーの経営危機（恒大集団、碧桂園等）
- 「保交楼」政策（＝契約住宅の完成・引渡し義務）
- デベロッパー業界「国進民退」の進行

#### 1-2 低迷する中国不動産市場 ～日本のバブル崩壊との違い～

- 大都市と地方都市で異なる様相（日本のバブル崩壊との違い）
- リスクは経済脆弱地域に集中
- 不動産テコ入れ策と不十分な政策効果
- 住宅一次取得層の人口動向、雇用・所得環境の厳しさ

### 第2章 地方債務問題 ～抜本処理より資金繰りで時間を稼ぐ作戦～

- 不動産市場と地方財政の深いリンク構造
- 地方債務リスクは東北・内陸部に集中
- 地方融資平台（LGFV）の実態（「隠れ借金」問題）
- 地方債務のサステナビリティ（債務抜本処理より資金繰り）

### 第3章 不動産金融 ～不動産融資の不良債権化はどの程度か？～

- 不動産金融の担い手（住宅ローン、不動産企業向け融資）
- 不動産融資の不良債権化の状況
- 大手国有銀行の不良債権プール機能

### 第4章 金融システム ～全体では健全性維持。地方金融は個別解決～

- 巨額の不良債権と厚いリスクバッファー（全体では健全性確保）
- 積極的な不良債権処理（5年間で300兆円規模）
- 信用秩序維持に向けた制度整備（金融安定保障基金等）
- 地方金融の問題地域は個別解決（破綻処理、合併再編、資本注入等）

### 第5章 まとめ ～中国経済はなぜ崩壊しないのか？～

- 中国経済曼荼羅図～不動産市場と経済金融の全体構造を可視化～
- 中国の「最後の砦」～蓄積したリスクは最後どうする？～
  - ①国有資産管理会社（AMC） —巨大な不良債権ダムの実態—
  - ②外貨準備の活用 —「奥の手」が再び発動される日は来るのか？—
- 中国経済は復活するのか？ ～住宅需給調整と保障性住宅に注目～

# 第1章 不動産市場

## ～「中国の不動産バブル崩壊」は本当か？～

---



## 1-1 大手デベロッパーの経営危機 ～買った家が引渡しされない!?!～

- **大手デベロッパーの経営危機**（恒大集団、碧桂園等）
- **「保交楼」政策**（＝契約住宅の完成・引渡し義務）
- **デベロッパー業界「国進民退」の進行**

# 恒大集団 (Evergrande Group)

## 恒大集団の概要

設立年	1996年
本店所在地	広東省深圳市
創業者	許家印
事業	不動産、EV、飲料、IT・ネット（テンセントと共同出資）、テーマパーク、サッカークラブ・スクール、老人ホーム・介護
総資産	2.3億元
不動産販売額	7,000億元
社員数	20万人

## 恒大集団の沿革

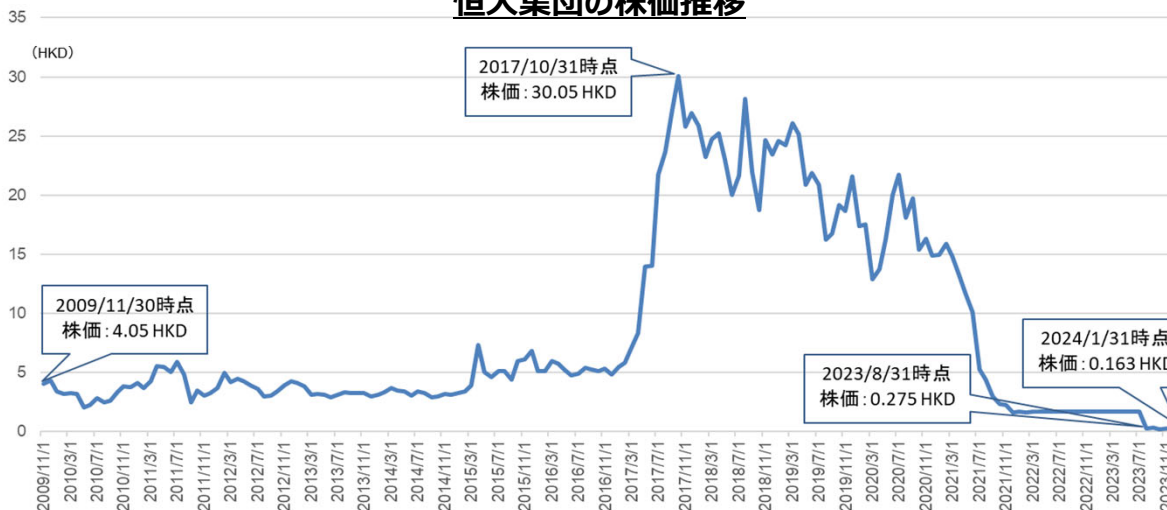
1996年	広州で会社を設立
1997年	初めての開発物件「金碧花園」を2時間で完売させ、販売額8,000万元を実現
2002年	1999年までに広州の2,000社ある不動産企業の中で、トップ10に入り、2002年までに広州で1位
2006年	不動産業を広州以外にも上海、天津、武漢、成都等全国20以上の主要都市に展開。プロジェクトも2つから50以上に増加。中国不動産業の20強に入る
2009年	香港証券取引所に上場。香港市場の上場不動産企業の中で時価総額が最も高い企業となった。全国120以上の都市で、200超の都市開発プロジェクトを担う
2013年	不動産販売額が1,000億元を突破
2015年	Fortune 500に入り、2016年には不動産販売で世界一の不動産企業
2020年	Fortune 500で152位

出典：恒大集団、各種報道より作成

## 恒大集団の直近の状況

- 2023年8月17日、恒大集団は米ニューヨークの連邦破産裁判所に連邦破産法15条（日本の民事再生法に相当）適用を申請した。同15条は、米国籍以外の企業が、米国内の資産を保護する目的で申請するもので、認められれば訴訟や債権者による資産の強制的な差し押さえの回避が可能。
- 2023年8月28日、恒大集団は香港証券取引所での株式売買を1年5ヵ月ぶりに再開した。決算情報が期日までに公表できず2022年3月に香港市場での取引が停止となり、9月下旬に上場廃止の可能性もあった。7月に21、22年の12月期、9月27日に23年1~6月期の決算を発表し、株式売買の再開が承認された。再開初日の終値は前日比78.79%安の0.35香港ドル（約6.5円）。時価総額はわずか約46億香港ドル（約850億円）。2017年の最高額4,390億香港ドル（約8兆1,400億円）から大幅に縮小した。
- 決算では、21、22年の12月期の最終損益は5,819億元、23年1~6月期は330億元、赤字額は6,149億元（約12.4兆円）。負債総額は2兆3,882億元（約48兆円）。
- 2024年1月29日、香港高等法院（高等裁判所）は経営再建中の中国恒大集団（恒大）に会社清算命令を出した。香港高裁による判決により、恒大の株価は最安値（0.163香港ドル）を付け、同日付で売買停止となった。
- 恒大の資産額は約2,400億米ドル（約35.6兆円）、負債額は不動産会社として世界最大の約3,000億米ドル（44.6兆円）。（1米ドル：148.53円（2月5日時点））
- 中国当局は恒大の中国本土プロジェクト（未完成物件の所有者への引き渡しである「保交楼」を優先させるため）を売却対象とすることは難色を示しているため、焦点は中国本土以外の資産となるが、90%以上の恒大資産は中国本土にある。
- 残りの資産は裁判所文書によると、恒大は海外に約224億香港ドル（約4,300億円）の資産を保有しており、その内70%にあたる約155億香港ドル（約3,000億円）が香港の不動産資産になる。（1香港ドル18.99円（2月5日時点））

## 恒大集団の株価推移



# 碧桂園 (Country Garden HD)

## 碧桂園の概要

設立年	1992年
本店所在地	広東省佛山市順徳区
創業者	楊国強
事業	不動産、「博智林」人型ロボット（人工知能、飲食、医療、農業、サービス等）、学校、（塾）
社員数	30万人

## 碧桂園の沿革

1992年	佛山で会社を設立
1994年	広東碧桂園学校を開校、「有名物件+有名校」の新たな発展モデルを形成
1995年	碧桂園のマンションにホテルと同様のサービスを導入し、5つ星ホテルの住宅を提供
1998年	広州に進出し、広州碧桂園プロジェクトを展開
2000年	華南碧桂園、2002年には鳳凰城（広州）の物件を販売
2004年	佛山・広州以外にも珠三角近くも開拓、2006年長沙から全国へと展開
2007年	香港証券取引所に上場。ハンセン指数に組み入れ
2008年	戦略として、本格的に全国展開
2011年	マレーシアに進出。初めての海外進出。
2013年	販売額がはじめて1,000億元を突破。2016年には3,000億元を突破
2022年	Fortune 500で138位にまで上昇

## 碧桂園の直近の状況

- 2023年8月6日、広東省の大手不動産開発会社である碧桂園は、2本のドル建て社債の利払い総額2,250万ドル（約32億円）が、保有者に対して利払いを期限内に履行できなかった。30日間の猶予までに支払いができなければ、デフォルトとなるが、9月5日に利払いが完了した。9月4日までに第三者割当増資（3.5億株）を発行し、約50億円を調達し、本利払いに充当した。
- 2023年8月11日、碧桂園の株価の終値は上場以来初の0.98香港ドルを記録した。
- 2023年9月2日、39億元の人民元建て債券の償還期限を迎えたが、債務再編交渉で償還を3年間延長することで合意した。また、年末までに126億元の中国国内債券の償還を迎える。
- 2023年8月30日、2023年1~6月期の決算では、純損益が489億元（約9,800億円）、22年末時点での負債総額は1兆4348億元となり、恒大に次ぐ規模の債務となった。債務総額のうち住宅の引き渡しが済んでいない顧客に対する「契約負債」が6,681億元と約47%を占めている。
- 2023年8月31日、Moody'sは碧桂園の信用格付けを「Caa1」から「Ca」の3段階引き下げを行い、デフォルトに近い状態の評価。
- 2023年3月に創業者の楊国強会長が退任し、次女の楊惠妍氏が会長に就任。その他にも現会長の夫や会長の妹が役員を務めており、同族経営の企業となっている。

## 碧桂園の株価推移



出典：碧桂園、各種報道より作成

## 恒大と碧桂園の債務構成(2022年末時点)

	恒大グループ		碧桂園(カントリー・ガーデン)	
	金額(億元)	シェア(%)	金額(億元)	シェア(%)
予約販売の前受金	7,210	29.6	6,682	46.6
銀行などからの借入金	6,124	25.1	2,713	18.9
取引先に対する未払い金	10,023	41.1	4,374	30.5
その他	1,017	4.2	581	4.0
合計	24,374	100.0	14,350	100.0

# 「保交楼」政策（＝契約住宅の完成・引渡し義務）

## 住宅販売と代金支払の日中比較（予約販売の場合）



●消費者保護の観点から、手付金の上限は20%（宅建39）。

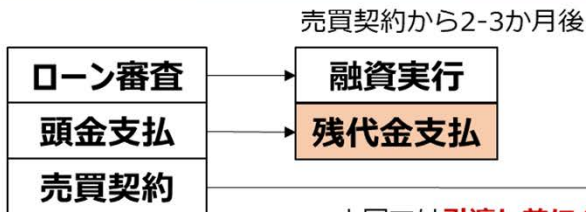
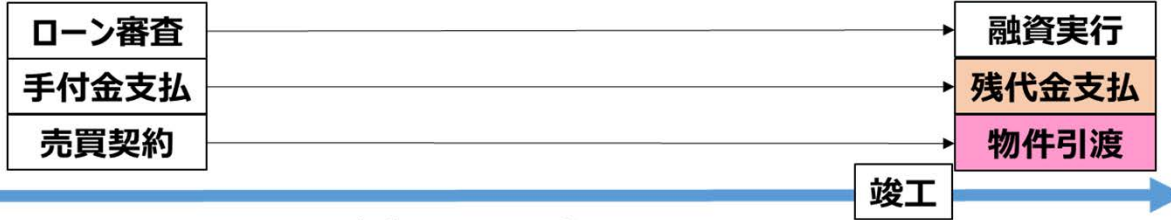
●消費者保護の観点から、手付金等が5%超又は1000万円超の場合、**保全措置**が必要（宅建41,41-2）。一般的には手付金保証会社との保証契約が用いられる。

●日本では**物件引渡と代金支払が同時履行**。

●開発許可・建築確認等の後でなければ販売開始できない（宅建36）。

販売開始

●地方政府による予約販売許可が必要。要件は地域により異なる（例：上海の場合、躯体上棟）。



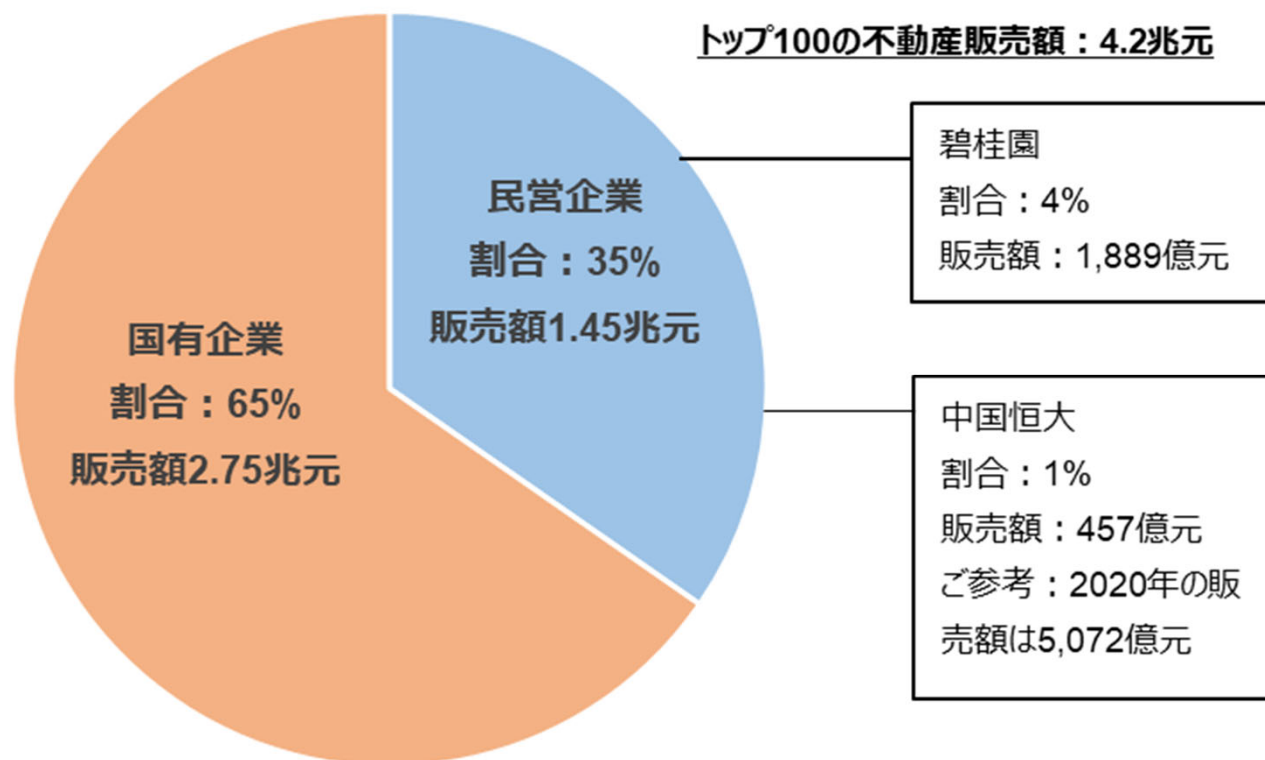
●**投機防止**の観点から、頭金の下限を定める地方がある（例：上海の場合、1戸目35%、2戸目70%）。

●中国では**引渡し前に全額入金**が一般的。この資金と銀行等からの事業融資を元手に、次のプロジェクトを回していく。

●消費者保護の観点から、地方によっては、頭金・残代金等の売上金を地方政府が指定する**管理監督口座で保管**する必要。

## 中国の住宅販売に占める国有企業と民営企業のシェア（2023年1-8月）

- 克而瑞研究中心（CRIC）によれば、中国の住宅販売市場において、2023年1-8月の販売ランキングトップ100社のうち、国有企業が49社（万科企業を含む）、民営企業が51社となっている。
- 中国政府発表の全国住宅販売総額は5.3兆元、CRIC販売ランキングトップ100社の全国販売総額は4.2兆元で、その内訳をみると、国有企業が65%、民営企業が35%となっており、中国の住宅供給において、民間デベロッパーが果たす役割が減少し、国有デベロッパーの役割が増加していることがわかる。



出典：克而瑞研究中心（CRIC）より作成

## **1-2 低迷する中国不動産市場 ～日本のバブル崩壊との違い～**

**○大都市と地方都市で異なる様相（日本のバブル崩壊との違い）**

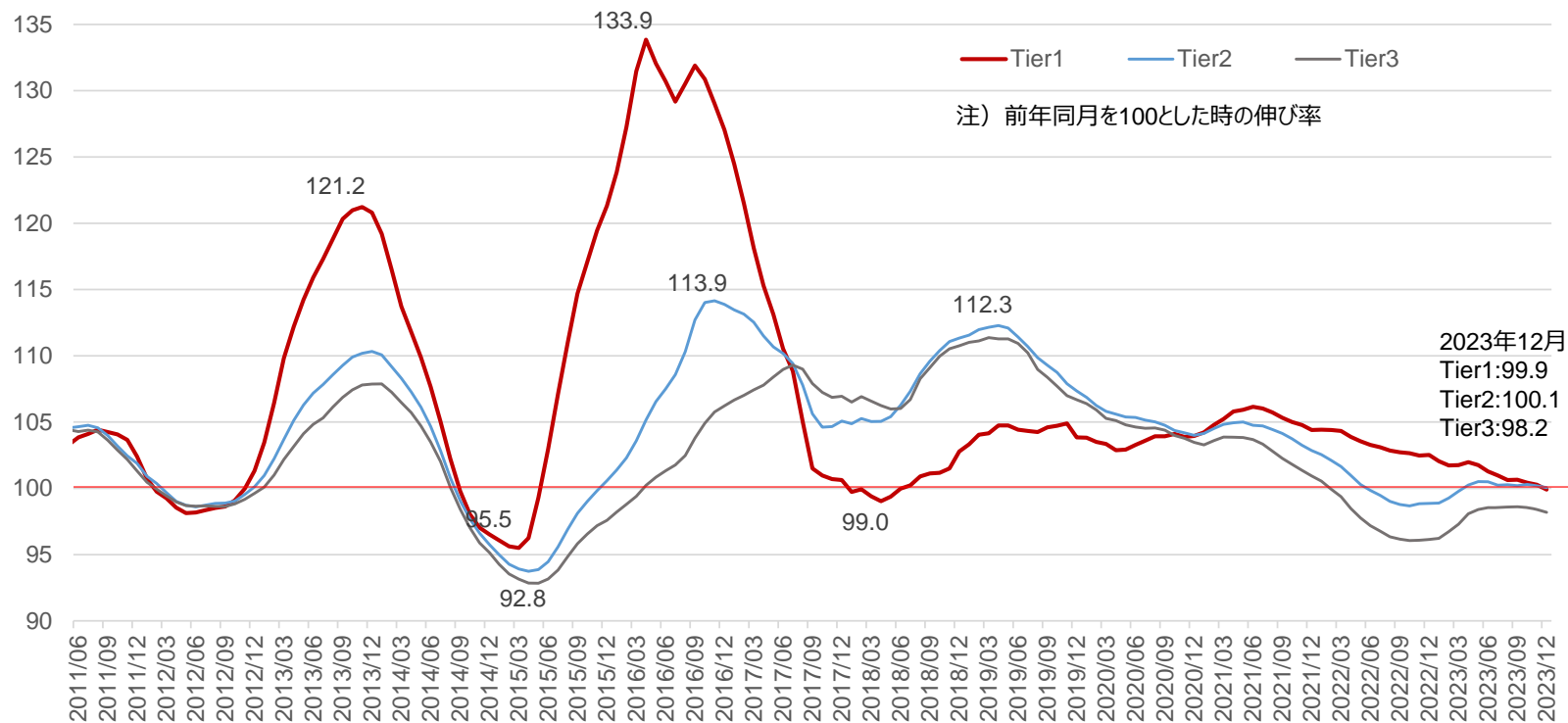
**○リスクは経済脆弱地域に集中**

**○不動産テコ入れ策と不十分な政策効果**

**○住宅一次取得層の人口動向、雇用・所得環境の厳しさ**

## 都市規模別（1～3線、Tier別）住宅不動産価格指数の長期推移

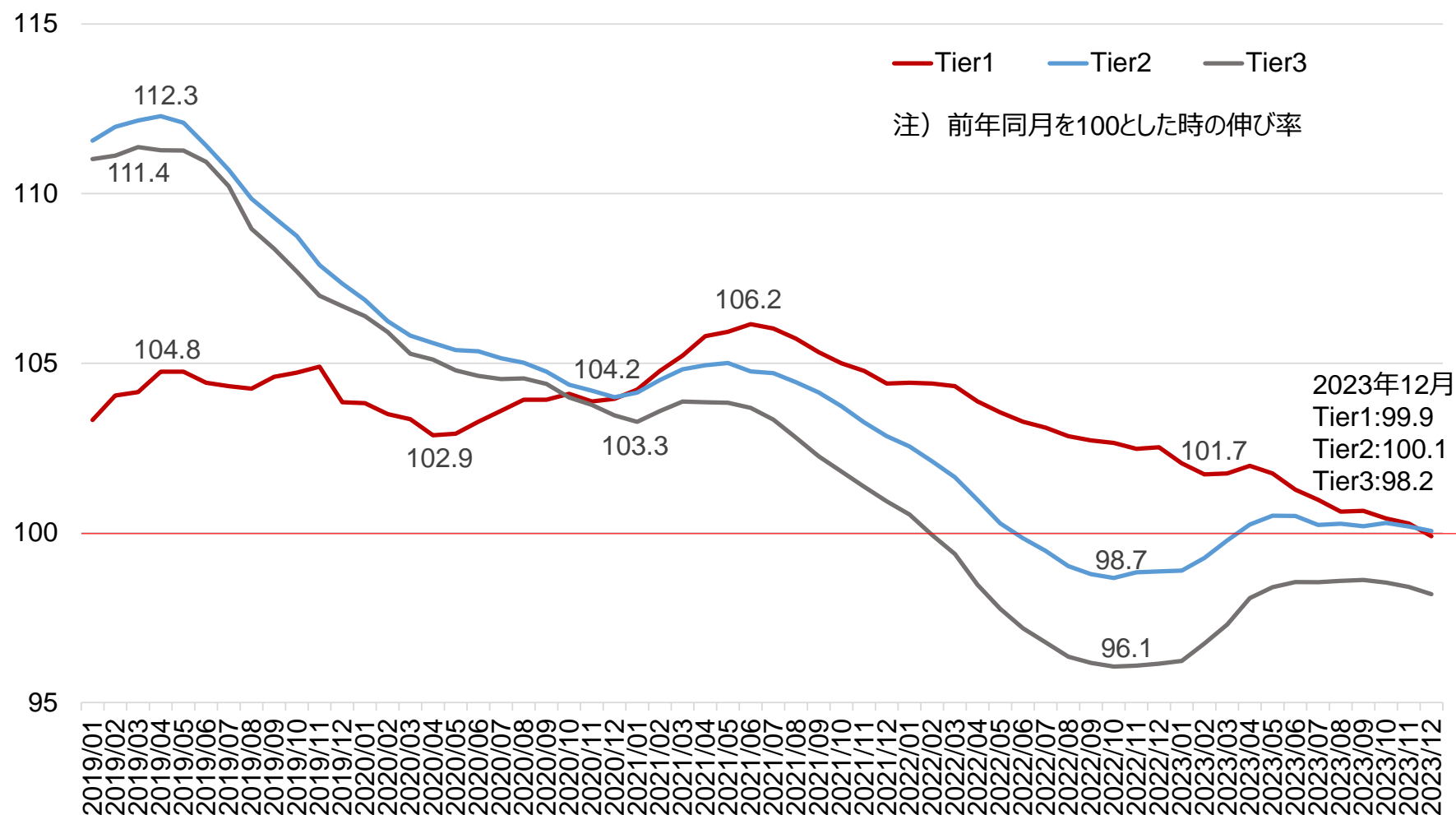
- 中国の不動産統計は、中国全土の主要70都市を第1～3線（Tier I～Ⅲ）に分類している。
- 国家統計局が定める不動産統計上の都市区分は以下のようになっている。
  - 1線（Tier I）：4都市（北京、上海、広州、深圳）
  - 2線（Tier II）：31都市（成都、重慶、天津、杭州、武漢、大連、ハルピン、ウルムチ、蘭州など）
  - 3線（Tier III）：35都市（丹東、徐州、無錫、温州、洛陽、桂林、三亜、南通、大理など）
- 2011年以降で見ても、4回のマイナス伸び率を経験している。
- ①2012年、②2014年後半～16年前半、③2018年前半（1線級都市のみ）、④2022年～



出典：CEIC Global Databaseより作成



## 住宅不動産価格指数の足元の動き（5年）



出典：CEIC Global Databaseより作成

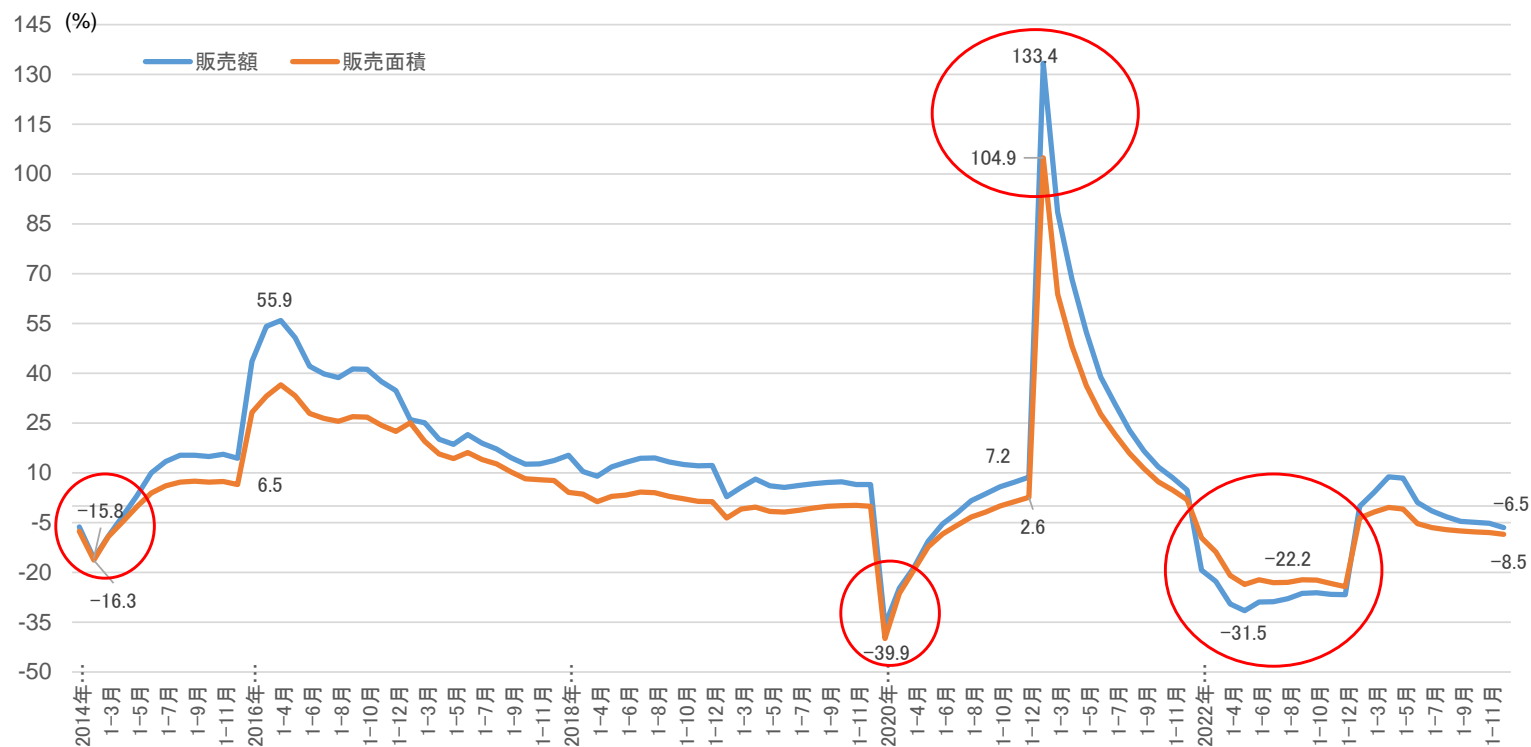
## (参考) 1線及び2線都市の住宅需要関連指標

地区	都市区分	商品住宅平均販売価格 (1平方メートルの単価)	商品住宅 販売面積	不動産開発 住宅投資額	GDP	戸籍人口	平均年収
		元	万平方メートル	億元	単位：億元	万人	元
		2021年時点	2021年時点	2021年時点	2021年時点	2019年時点	2021年時点
上海	一線都市	40,974	1,490	2,674	43,653	1,469	196,053
北京	一線都市	46,941	877	2,522	41,046	1,397	201,504
深圳	一線都市	61,601	623	1,603	30,665	551	155,563
広州	一線都市	30,580	1,371	2,539	28,232	954	144,288
重慶	二線都市	9,678	4,945	3,288	28,077	3,416	106,966
成都	二線都市	14,713	2,614	2,109	19,917	1,500	113,853
杭州	二線都市	29,781	1,954	2,300	18,109	795	151,121
武漢	二線都市	15,504	2,471	2,418	17,717	906	121,608
南京	二線都市	27,938	1,371	1,932	16,356	710	149,087
天津	二線都市	16,370	1,334	2,168	15,685	1,108	128,171
寧波	二線都市	21,152	1,281	1,400	14,595	608	127,011
青島	二線都市	14,365	1,420	1,481	14,136	831	127,228
長沙	二線都市	10,119	2,305	1,575	13,271	738	114,805
鄭州	二線都市	9,665	2,480	2,545	12,691	882	96,365
済南	二線都市	13,241	1,300	1,351	11,432	797	119,245
合肥	二線都市	14,443	1,563	1,193	11,413	770	111,672
福州	二線都市	15,286	1,686	1,638	11,324	710	108,133
西安	二線都市	15,221	1,239	1,427	10,688	957	115,574
大連	二線都市	14,080	627	547	7,826	599	107,390
瀋陽	二線都市	11,997	985	1,000	7,249	756	101,554
昆明	二線都市	12,353	965	1,546	7,223	578	111,460
長春	二線都市	8,506	930	736	7,103	754	100,463
廈門	二線都市	31,425	413	710	7,034	261	119,483
南昌	二線都市	10,576	1,562	721	6,651	536	102,084
石家荘	二線都市	10,517	678	763	6,490	1,052	89,621
ハルビン	二線都市	8,778	517	401	5,352	951	84,796
太原	二線都市	10,395	728	525	5,122	384	98,099
南寧	二線都市	8,960	1,126	975	5,121	782	103,013
貴陽	二線都市	9,015	1,186	864	4,711	428	106,188
ウルムチ	二線都市	8,013	703	381	3,692	227	111,044
蘭州	二線都市	7,795	762	444	3,231	332	96,793
フフホト	二線都市	11,314	264	202	3,121	249	98,467
銀川	二線都市	8,143	528	234	2,263	200	114,235
海口	二線都市	16,400	349	243	2,057	183	99,560
西寧	二線都市	10,025	177	211	1,549	209	113,154

出典：国家統計局より作成

## 全国商品住宅販売額と販売面積の推移

- コロナ行動制限のあった**2022年**は年間を通じ、**販売額も販売面積も対前年比▲20～30%の底這い**。
- 昨年12月にゼロコロナ政策が突如解除され、販売額も販売面積も一気に急回復するかと思われた。
- **販売面積はいまだに前年同期比マイナスのままだ**。(2023年1-9月 約8.4億㎡ ▲7.5%)
- つまり、コロナ前どころか、**行動制限時の2022年より低い水準での低迷**が続いている。
- **販売額**の方も、春先に一時的に**プラスに転じた**が、既に**息切れ感**は強い。
- 春頃には+8.8%まで回復したが、その後急減速し、2023年1-9月は**-4.6%**で終わった。



出典：国家統計局より作成

## 大手デベロッパーの契約負債と販売額の状況

総合順位	企業名	企業形態	販売額 (億元)	契約負債 (億元)
1位	保利发展	国有（中央）	4,408	4,569
2位	万科	混合所有制	4,172	4,871
3位	中海地産	国有（中央）	2,960	3,695
4位	華潤置地	国有（中央）	3,013	2,414
5位	碧桂園	民間	4,663	6,681
6位	招商蛇口	国有（中央）	2,926	1,736
7位	緑城中国	混合所有制	3,003	2,054
8位	龍湖集团	民間	2,033	1,560
9位	金地集团	混合所有制	2,218	909
10位	新城HD	民間	1,165	2,361
11位	中国金茂	国有（中央）	1,550	869
12位	華発	国有	1,202	990
13位	濱江集团	民間	1,539	1,312
14位	越秀地産	国有	1,264	2,212
15位	建発不動産	国有	1,700	1,776
16位	中国融通	国有	-	-
17位	遠洋集团	混合所有制	1,004	342
18位	中国鉄建	国有（中央）	1,283	1,641
19位	首開集团	国有（地方）	882	437
20位	中交不動産	国有（中央）	660	337

出典：CRIC、各種報道より作成

# 住宅テコ入れ政策編

## 「保交楼」政策

- 中国政府は、購入契約した住宅を完成させ、確実に購入者に引き渡す「保交楼」政策を実施している。
- 社会の混乱を回避する観点からも、「保交楼」政策の完遂は最優先事項となっている。

## 2022年11月 通称「金融16条」（人民銀行と銀保監会による連名通知）

- **需要対策**→ 住宅ローンの返済延期、貸出金利の引下げ（下限規制緩和）
- **供給対策**→ デベロッパー・建築会社向けの資金繰り対策（リスケ、リスク評価基準緩和、信用補完）

## 2023年8月 追加対策（住宅建設部や金融部門の連名通知）

- **既存住宅ローン金利の引下げ**（新規向け金利と同水準）
- **頭金比率の引下げ**（1回目の住宅購入30%→20%以上、2回目40%以上→30%以上など）
- **「認房不認貸」政策**（住宅購入地に自宅がなければ、1件目購入として住宅ローン条件を優遇）

（例）北京にしか家のない人が、上海に住宅購入する場合は1件目購入と同等の金利適用

## 保障性住宅(分譲・賃貸)

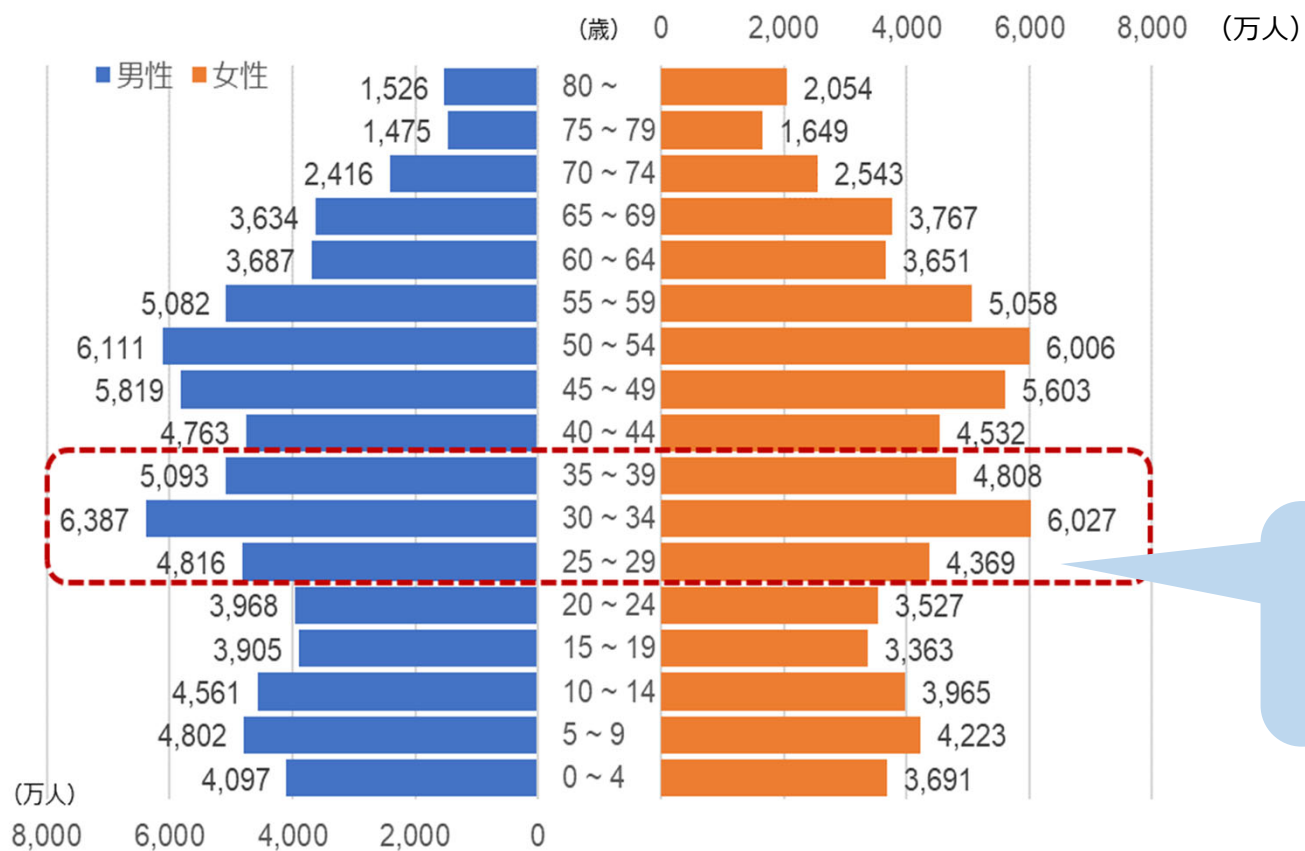
- 新市民（新たな居住者）及び若者等の住宅難を解決するもので、床面積70平方メートル以下の小規模世帯を対象に、通常の価格（同じ場所及び同じ品質の分譲・賃貸住宅の価格）より低い価格で提供する。

### ■ 主な「保障性住宅」の種類：

1. 人材向けの低価格住宅
2. 低所得世帯向けの低価格公営住宅

## 中国の人口構成（2020年）

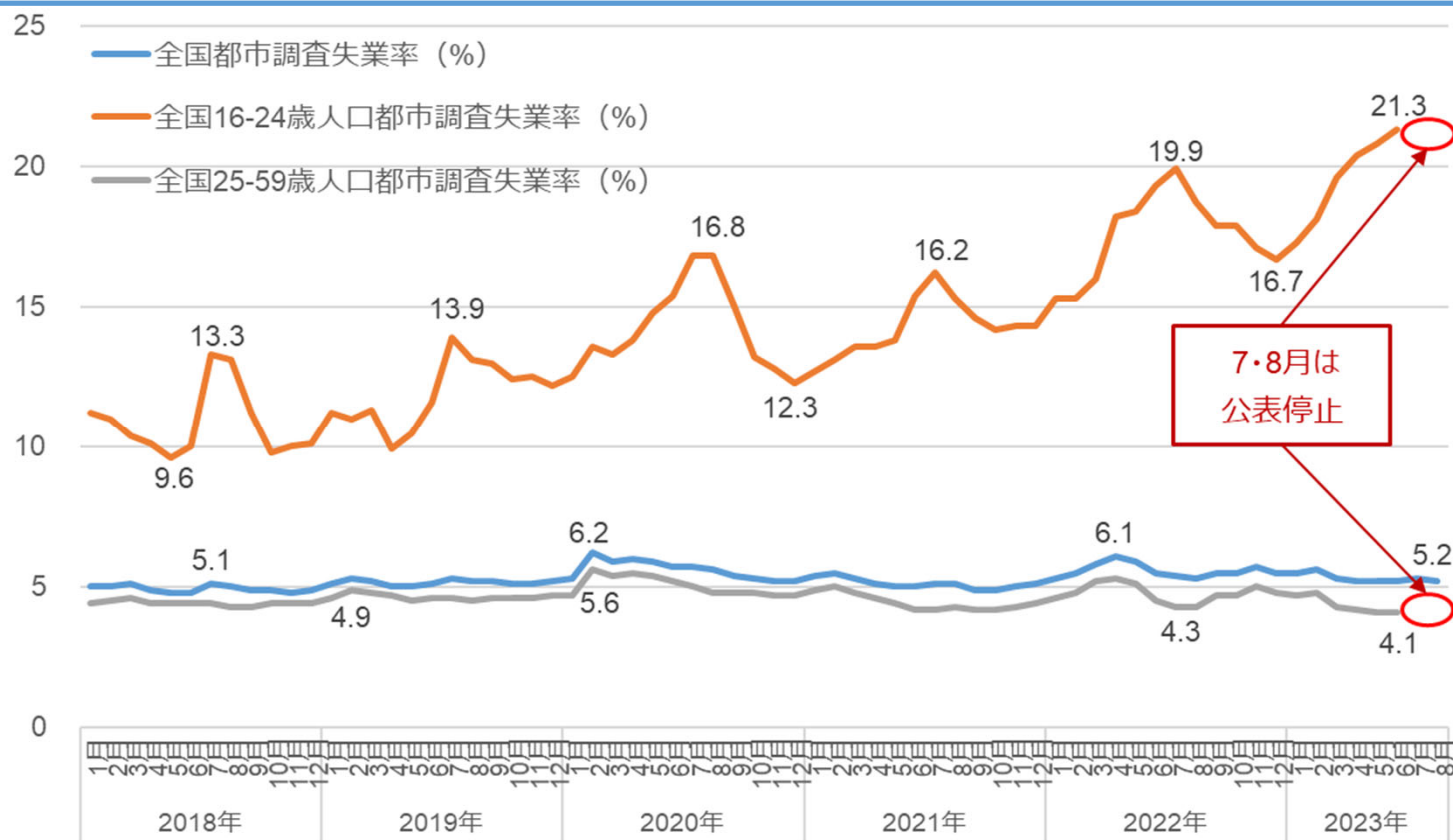
- 中国の不動産危機に関連して、総人口の減少、少子高齢化、一人っ子政策の弊害等がよく指摘される。
- 確かに、中国の総人口はピークアウトしており、年間出生人口も減少傾向にあるのは事実だ。
- しかし、以下の図表からも明らかのように、住宅取得適齢期とも言えるアラサー世代の人口は非常に多い。
- 実は、全世代を通じて見ても、20代後半～30代は、アラフィフ世代に匹敵する人口ボリューム層だ。



出典：国家統計局より作成

## 若年層失業率（都市部調査失業率、16～24歳、全体、25～59歳）

- 本年7月、「都市部調査失業率」の公表が急遽停止されたことは記憶に新しい。
- 都市部の若年層失業率（16～24歳）は、コロナ前は10%強で推移していたが、コロナ後に急激に上昇傾向となり、2023年に入ってから20%超にまで上昇した。
- 現在では、統計自体が公表されなくなったため、足元の数字はわからない。
- ただ、「実態はその倍（4～5割）」といった現地の声も聞こえてくる。厳しい状況は続いているのだろう。



出典：国家統計局より作成

## 2015年チャイナショック時と2023年の現在との比較

- 2015年の経済成長率は6.9%、当時は25年ぶりの低水準と言われたが、現在よりだいぶ高い。
- 特に、公共投資は2ケタの伸び、不動産開発投資もプラスを維持していた。
- 現在の状況は、金融システムは安定も、不動産市場とマクロ経済（特に投資）が非常に悪い。
- 過去との最大の違いは、不動産市場低迷が起点となって、投資や財政にも悪影響を及ぼしていることだ。公共投資の増額を、中国マクロ経済全体の悪循環からの脱却という文脈で考える必要がある。

		2015年		2023年
住宅不動産価格 (対前年同月比)	全体	94.0	<	99.43
	Tier 1	95.6	<	100.7
	Tier 3	93.5	<	98.6
経済成長率		6.9	>	4.9
消費		1.4	<	2.8
投資		10.0	>	3.1
うち公共投資		17.2	>	6.2
うち不動産開発投資		1.0	>	-9.1
純輸出		-1.8	<	0.8
鉱工業生産		5.9	>	4.5

出典：国家統計局より作成



# 第2章 地方債務問題

## ～抜本処理より資金繰りで時間を稼ぐ作戦～

- 不動産市場と地方財政の深いリンク構造
- 地方債務リスクは東北・内陸部に集中
- 地方融資平台（LGFV）の実態（「隠れ借金」問題）
- 地方債務のサステナビリティ（債務抜本処理より資金繰り）

## 中国の予算会計制度と予算規模（金額は2022年決算ベース）

- 中国の予算会計制度の大枠は、「4会計×中央・地方の2区分」のシンプルな構造だ。
- ①一般公共会計は、日本の「一般会計」同様、一般行政経費全般を扱う会計区分だ。
- ②**政府性基金会計**は、中国独特の制度で、いわば「**開発プロジェクト特別会計**」である。
- この**政府性基金会計**こそが、**中国の不動産市場と地方財政をリンクさせる重要な役割**を担っている。

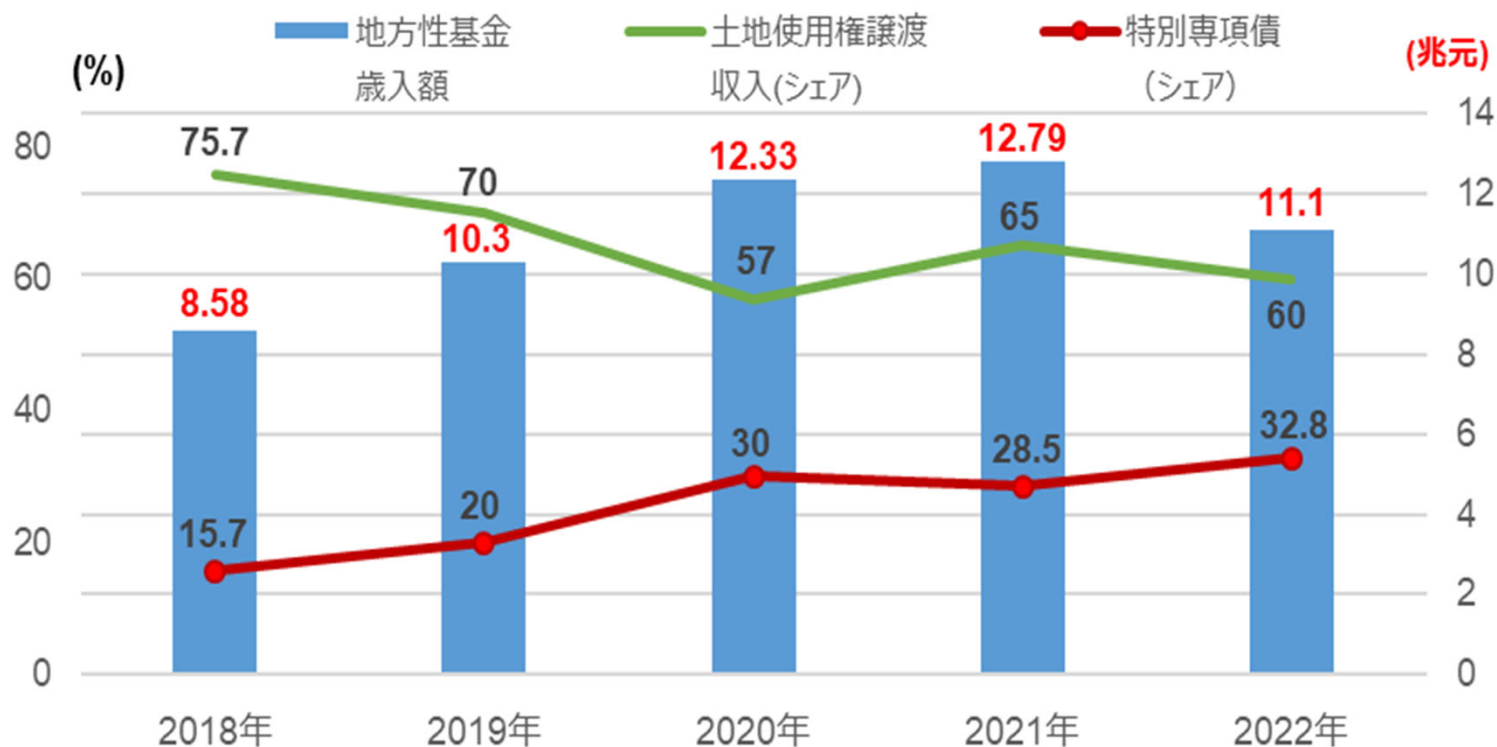
(単位：兆元)

会計名	中央政府	地方政府（合計）
①一般公共会計	歳入 10.8  歳出 13.4 うち地方移転 9.7	歳入 21.8 うち 税金 7.7 中央からの移転 9.7 地方政府一般債 0.6 (注：ネット発行額) 歳出 22.5
② <b>政府性基金会計</b>	歳入 2.3 歳出 1.5 うち地方移転 0.1	歳入 11.1 うち <b>中央からの移転 0.1</b> <b>土地使用権譲渡金収入 6.5 (▲23.1%)</b> <b>地方政府専項債 3.7 (+0%)</b> 歳出 10.5
③国有資本経営会計	歳入 0.3 歳出 0.3	歳入 0.3 歳出 0.3
④社会保険基金会計	歳入 0.3 歳出 0.3	歳入 10.5 歳出 9.3

出典：中国財政部「2022年度決算」等

## 地方政府系基金会計の推移（2018年～2022年）（決算ベース）

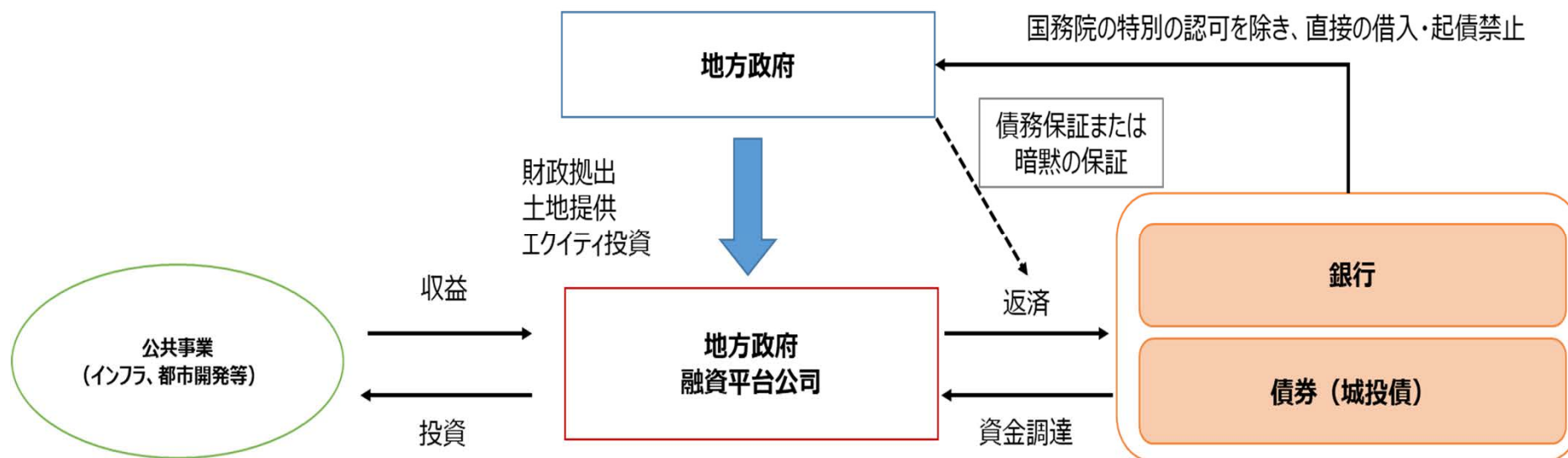
- 「地方政府性基金会計」の財源は、一般公共会計とは異なり、「**税金**」ではない。主な財源は2種類。
  - ① 「**土地**使用権譲渡金収入」 → 地方政府が主体となってプロジェクト開発した**不動産の売却収入**。
  - ② 「**地方**政府専項債」 → **インフラ建設のために地方政府が発行する債券**。基本的に、当該プロジェクトからの収入をその償還財源とする。日本風に言えば、「**地方財投債**」のイメージか。



出典：中国財政部「地方予算執行報告」より作成

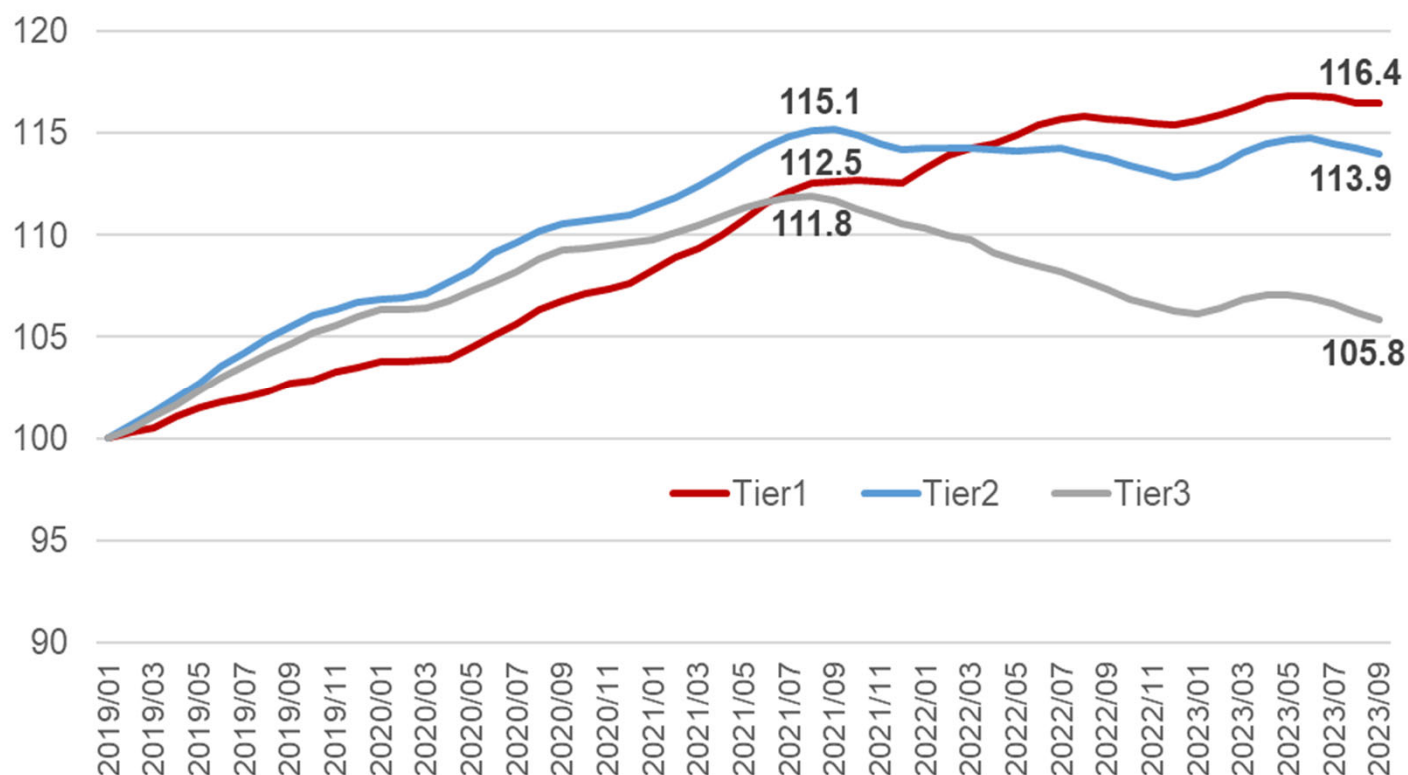
## 地方融資プラットフォームの資金調達スキーム

- 地方政府の投資会社、「**地方融資プラットフォーム（通称LGFV）**」の債務の中には、地方政府による暗黙の保証があるとされる「**隠れ債務**」が存在している。
- LGFVは、**地方政府が主体で設立した、官民による不動産開発ファンド企業**である。
- **形式上は企業形態**を採っているため、**予算会計上の「地方政府債務」には計上されない。**
- **地方政府**は、土地権利譲渡収入を活用して**自ら出資**を行うとともに、**傘下の国有企業や地元企業等**からも資金の拠出（いわゆるLP出資）を受け、**地域の建設プロジェクト**を実行する一種の**ファンド企業**である。
- 具体的な対象プロジェクトは、**住宅、ショッピングモール、工業団地**等が代表的だ。
- 日本風に言えば、「**第三セクター**」によく例えられる。



## 中国の70都市不動産価格の動向（前月比）（2019年1月 = 100）

- 都市規模別にみると、北京や上海などの1線都市（4都市）、省都レベルが多い2線都市（31都市）は底堅く、安定的に推移している。地方財政への影響も限定的だ。
- 問題は、省都以外の地方都市が多い3線都市（35都市）だ。
- 2021年半ば以降、不動産価格の下落傾向が続いており、地方財政への影響も深刻だ。
- エリア的には、比較的堅調な沿海部とは対照的に、やはり東北部や内陸部にリスクが集中している。
- これらの地域は、不動産市況も地方財政も極めて厳しい状況に直面している。



出典：CEICより作成

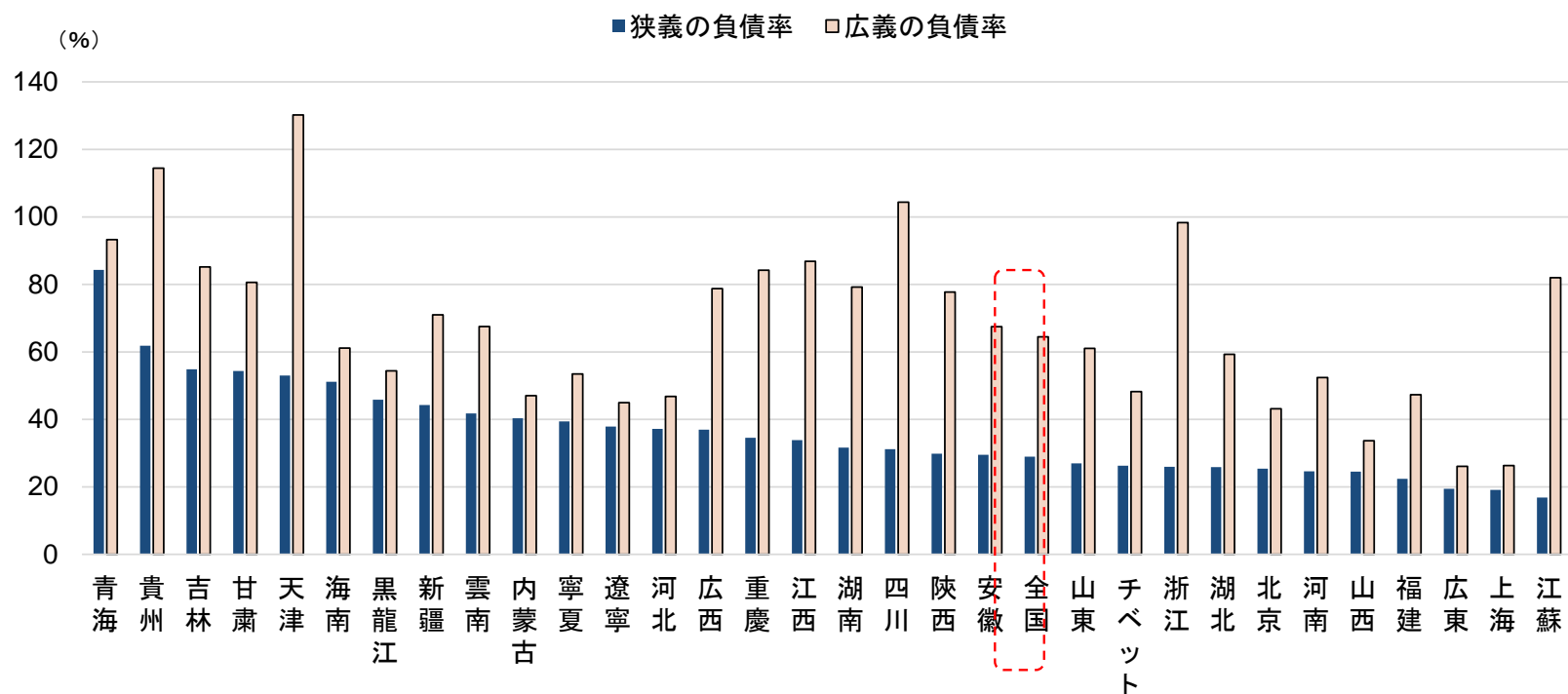
## 地方政府別の狭義・広義負債率の一覧

①「狭義の負債率」：予算制度内の債務額が地域経済規模の何倍か

⇒ 「狭義の負債率」= (地方政府一般債務残高+地方政府専項債残高) / GDP

②「広義の負債率」：更に、「隠れ債務」とされる地方融資平台（LGFV）の有利子負債も考慮した倍率

⇒ 「広義の負債率」= 上記算式の分子に、更に「LGFV有利子債務」を加えて算出



出典：中国財政部、国家統計局、wind、CEIC、MUFGバンク（中国）経済週報【第617号】（2023年10月18日）

[https://Reports.mufgsha.com/File/pdf\\_file/info001/info001\\_20231018\\_001.pdf](https://Reports.mufgsha.com/File/pdf_file/info001/info001_20231018_001.pdf)

## 地方政府別の狭義・広義負債率及び不動産販売額・減少率

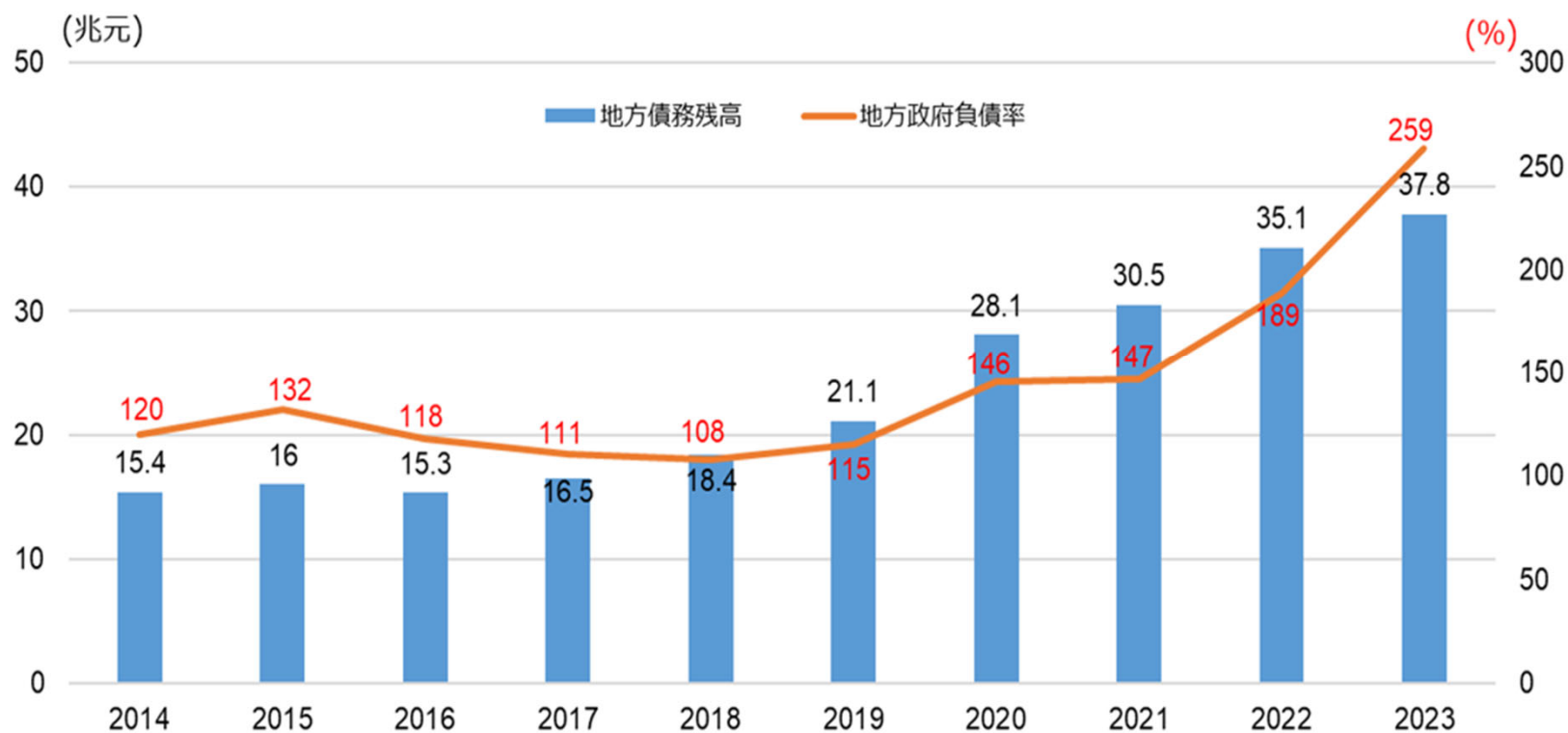
ワースト順位	狭義の負債率 (2022 年末)	不動産販売額 (前年比減少率)	広義の負債率 (2022 年末)	不動産販売額 (前年比減少率)
1 位	青海省 (84.3%)	144 億元 (-51%)	天津市 (130.2%)	1,516 億元 (-35%)
2 位	貴州省 (61.8%)	1,686 億元 (-48%)	貴州省 (114.4%)	1,686 億元 (-48%)
3 位	吉林省 (54.8%)	696 億元 (-46%)	四川省 (104.4%)	7,599 億元 (-30%)
4 位	甘肅省 (54.3%)	835 億元 (-38%)	浙江省 (98.3%)	12,660 億元 (-34%)
5 位	天津市 (53.0%)	1,516 億元 (-35%)	青海省 (93.3%)	144 億元 (-51%)
6 位	海南省 (51.1%)	1,098 億元 (-30%)	江西省 (86.8%)	4,905 億元 (-17%)
7 位	黒龍江省 (45.9%)	569 億元 (-34%)	吉林省 (85.2%)	696 億元 (-46%)
8 位	新疆ウイグル自治区 (44.3%)	883 億元 (-36%)	重慶市 (84.2%)	2,954 億元 (-45%)
9 位	雲南省 (41.8%)	1,999 億元 (-33%)	江蘇省 (82.0%)	14,811 億元 (-31%)
10 位	内モンゴル自治区 (40.3%)	868 億元 (-29%)	甘肅省 (80.6%)	835 億元 (-38%)
中国全国平均	29.0%	4,182 億元 (-32%)	64.5%	4,182 億元 (-32%)

出典：中国財政部、国家統計局、wind、CEIC、MUFGバンク（中国）経済週報【第617号】（2023年10月18日）

[https://Reports.mufgsha.com/File/pdf\\_file/info001/info001\\_20231018\\_001.pdf](https://Reports.mufgsha.com/File/pdf_file/info001/info001_20231018_001.pdf)

## 地方政府債務残高及び負債率（2014年～2023年6月末）

- **中国の地方債務残高**は、地方債発行の始まった**2014年**には**約15兆元**。地方政府の償還能力を示す「**負債率**」も**120%**（＝歳入1.2年分の借金）だった。
- しかし、**2022年**には債務残高は**約35兆元**の**2倍以上**に増加し、**負債率（地方政府債務 / 地方政府歳入）**も**189%**にまで急増している。



出典：中国財政部より作成



# 第3章 不動産金融

## ～不動産融資の不良債権化はどの程度か？～

- 不動産金融の担い手（住宅ローン、不動産企業向け融資）
- 不動産融資の不良債権化の状況
- 大手国有銀行の不良債権プール機能

## 中国の国内銀行（上場54行）の分類

- 中国の銀行は、全国を営業エリアとする「**全国性銀行**」と、地元中心の「**地方性銀行**」に大別される。
- ① **5大国有銀行**は、**中央政府出資の国有銀行**で、中国全体の**4割近いシェア**を持つ。  
日本の**メガバンク**に相当するイメージだが、同時に**政府系金融機関としての側面**も有する。
- ② **株式制銀行**は、民間ないし公有混合性の**株式会社形態**を採用する**全国性銀行**だ。
- ③ **都市商業銀行（城商銀行）**は、**日本の地銀のイメージ**に近い。
- ④ **農業商業銀行（農商銀行）**は、元々は**農商事業者向けの小規模金融機関**で**コミュニティバンク的な位置付け**。

カテゴリー	銀行数	具体例
<b>【全国性銀行】</b>	<b>16行</b>	
① 5大国有銀行	5行	中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、交通銀行
② 株式制銀行	11行	中国郵政貯蓄銀行、招商銀行、興業銀行、浦東発展銀行、中信銀行、民生銀行、光大銀行、平安銀行、華夏銀行、浙商銀行、渤海銀行など
<b>【地方性銀行】</b>	<b>38行</b>	
③ 都市商業銀行（城商銀行）	30行	北京銀行、江蘇銀行、上海銀行、寧波銀行、南京銀行、杭州銀行、杭州銀行、天津銀行、廈門銀行、貴州銀行（貴州省）、晋商銀行（山西省）、徽商銀行（安徽省）、成都銀行（四川省）、重慶銀行（重慶市）、盛京銀行（遼寧省）、甘肅銀行（甘肅省）など
④ 農業商業銀行（農商銀行）	8行	重慶農商銀行、上海農商銀行、広州農商銀行、青島農商銀行、無錫農商銀行など
<b>上場銀行全体</b>	<b>54行</b>	

出典：国家金融監督管理総局、中国現地経済メディア「**新浪財經**」

2023年9月12日ネット配信記事「**2023上半年上市銀行房地產類指標排行榜**」

（日本語訳「2023年上半期上場銀行不動産関連指標ランキング」）

## 上場銀行における業態別の貸出残高および不動産関連融資の割合（2023年6月）

- 中国の個人向け住宅ローン残高（2023年6月末）は、全商業銀行ベースで**38.6兆元**（約772兆円）、そのうち、**全体の9割以上**（35.9兆元）を上場54行で占めている。
- 中国の個人向け住宅ローンの資金供給者は、**5大国有銀行**を筆頭に、**上場大手銀行**が中心だ。
- 特に、**中国建設銀行**が**最大規模**を誇っており、**貸出総額の約1/3**が個人住宅ローンとなっている。
- 銀行にとって、住宅ローンはデフォルト率が低く、**長期安定的な収益源となる優良資産**だ。
- 過去の金利規制の名残もあり、現在でも**1.73%程度**の利ザヤが取れる中国ではなおさらだ。

カテゴリー	個人向け住宅ローン ／貸出全体	不動産業向け融資 ／貸出全体	不動産企業向け融資 ／法人融資
<b>【全国性銀行】</b>			
① 5大国有銀行	<b>25.3%</b>	4.2%	7.2%
② 株式制銀行	<b>17.9%</b>	<b>7.1%</b>	<b>13.6%</b>
<b>【地方性銀行】</b>			
③ 都市商業銀行 (城商銀行)	12.0%	<b>5.7%</b>	<b>8.9%</b>
④ 農業商業銀行 (農商銀行)	9.4%	3.1%	5.2%
<b>上場銀行全体</b>	<b>13.1%</b>	<b>5.4%</b>	<b>8.8%</b>

(注) 赤字は、上場銀行全体平均以上

出典：国家金融監督管理総局、中国現地経済メディア「**新浪財經**」  
 2023年9月12日ネット配信記事「**2023上半年上市銀行房地產類指標排行榜**」  
 （日本語訳「2023年上半期上場銀行不動産関連指標ランキング」）

## 不動産企業向け融資のエクスポージャーが大きい中国上場銀行（2023年6月）

- 突出した業態はないものの、**株式制銀行と都市商業銀行のエクスポージャーは高め**となっている。
- 個人向けローンでは**圧倒的存在の5大国有銀行は、上場行全体よりエクスポージャーは少ない**。
- 相対的に**リスク耐性の低い業態の方が、不動産業向け融資を多めに抱えている傾向**が読みとれる。
- **地方性銀行**の中にも、株式制銀行全体の水準（7.1%）より、**不動産業向け融資のエクスポージャーが高い銀行も一定数存在する。8%超の銀行は54行中17行、約1/3が該当する**。

不動産企業向け融資 エクスポージャー	銀行名
10%超（4行）	上海農商（15.0%、上海市）、盛京（12.1%、遼寧省瀋陽市） 泸州（11.1%、四川省泸州市）、浙商（10.5%、浙江省杭州市）
9%超（6行）	貴陽（9.9%、貴州省貴陽市）、ハルピン（9.5%、黒竜江省ハルピン市） 渤海（9.4%、天津市、全国性）、青島農商（9.3%、山東省青島市）、 蘭州（9.2%、甘肅省蘭州市）、上海（9.0%、上海市）
8%超（6行）	民生（9.9%、全国性） 鄭州（8.6、河南省鄭州市） 天津（8.6%、天津市）、九江（8.4%、江西省九江市） 寧波（8.2%、浙江省寧波市）、広州農商（8.1%、広東省広州市） 平安（8.0%、全国性）

出典：中国現地経済メディア「**新浪財經**」

2023年9月12日ネット配信記事「**2023上半年上市銀行房地產類指標排行榜**」

（日本語訳「2023年上半期上場銀行不動産関連指標ランキング」）

## 大口取引先に不動産企業が多い中国上場銀行（2023年6月）

- 大口取引先のうち不動産関連が大きい銀行は、上場行全体の1～2割となっている。
- それらの銘柄を見ると、上海や浙江省杭州市など、不動産市場が安定している地域の銀行も含まれる一方で、東北部や内陸部の地方債務が大きい地域の地域性銀行が多いのが特徴となっている。

カテゴリー	銀行名
大口取引 10 先中、不動産企業数が多い上場銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>■不動産企業が4先（3行） 中信（全国性）、浙商（浙江省杭州市）、盛京（遼寧省瀋陽市）</li> <li>■不動産企業が3先（3行） ハルピン（黒竜江省ハルピン市）、九江（四川省九江市） 東莞農商（広東省東莞市）</li> </ul>
大口取引 10 先中、不動産業向け融資額の規模が大きい銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>■全国性銀行（3行） 交通（5大国有銀行）、招商、光大</li> <li>■地方性銀行（7行） 天津（天津市）、鄭州（河南省鄭州市）、盛京（遼寧省瀋陽市）、 蘭州（甘肅省蘭州市）、貴州（貴州省貴陽市）、 威海（遼寧省威海市）、青島農商（山東省青島市）</li> </ul>

出典：中国現地経済メディア「新浪財經」

2023年9月12日ネット配信記事「2023上半年上市銀行房地產類指標排行榜」

（日本語訳「2023年上半期上場銀行不動産関連指標ランキング」）

## 中国上場行（44行）の不動産企業向け融資の不良債権比率（2023年6月末）

- 個人向け住宅ローンについては、足下のフローで延滞等が急増していることは事実であるが、全体で見れば、全国性銀行における不良債権比率が0.5%前後（2022年）の安定的な優良資産である。
- 中国の上場銀行54行中、不動産企業向け融資の不良債権比率を公表している銀行は44行。
- 上場行の約8割のデータが入手可能であり、中国の不動産金融の全貌がうかがい知れる。

カテゴリー	不良債権比率	個別行の状況（ワースト順）
<b>【全国性銀行】</b>	<b>3.9%</b> （注：全国性銀行全体）	
① 5大国有銀行	<b>5.1%</b>	中国工商 6.7%、中国農業 5.8%、中国 5.1%、 中国建設 4.8%、交通 3.4%
② 株式制銀行	<b>3.2%</b>	4%超（4行） → 招商、中信、民生、光大
<b>【地方性銀行】</b>	<b>3.8%</b> （注：地方性銀行全体）	
③ 都市商業銀行 （城商銀行）	<b>4.1%</b>	貴州（貴州省）19.1%、晋商（山西省）12.3% 徽商（安徽省）7.8%、重慶（重慶市）7.1% ※その他 4%超（6行） → 齊魯、中原、廈門、天津、九江、鄭州
④ 農業商業銀行 （農商銀行）	<b>3.4%</b>	重慶農商（重慶市）9.1% 【参考】広州農商、青島農商は3-4%台
<b>上場銀行全体 （44行）</b>	<b>0.2%~19.1%</b> 平均 <b>3.8%</b>	【参考】不良債権比率が低いベスト3 青島（山東省）0.2%、寧波（浙江省）0.3% 興業（株式制）0.8%

出典：中国現地経済メディア「新浪財経」

2023年9月12日ネット配信記事「2023上半年上市銀行房地产类指标排行榜」

（日本語訳「2023年上半期上場銀行不動産関連指標ランキング」）

## 5大銀行の不良債権比率（2023年6月時点）

- 直近では、資産規模最大の「中国工商銀行」（ICBC）が、5大国有銀行の中でワーストである。
- 上場銀行44行全体の中でも、ワースト7位の不良債権比率だ。
- また、不動産向け融資残高が、中国工商銀行よりも大きい中国銀行、中国農業銀行、中国建設銀行の3行も、不良債権比率は同様に高い水準にある。
- 足下（2023年6月）では、中国農業銀行が、中国銀行を抜き、不動産向け融資額が最大となった。
- 2022年末（8,396億元）から6%程度残高を伸ばし、8,925億元となっている。
- ちなみに、5大国有銀行全てが、最も不良債権比率の高い業種は「不動産」となっている。
- しかも、その比率は突出して高く、ワースト2位の業種と比べ、1.5倍～2倍超の高さとなっている。

銀行	貸出全体	不動産向け 〔 〕内は 2022 年末	不良債権比率 ワースト 2 位
<b>中国工商銀行</b>	3.2%	6.7%↑〔6.1%〕	卸小売 4.5%
中国農業銀行	0.3%	5.8%↑〔5.5%〕	卸小売 2.5%
<b>中国銀行</b>	1.28%	5.1%↓〔7.2%〕	製造業 1.7%
中国建設銀行	1.6%	5.8%↑〔4.3%〕	製造業 2.2%
交通銀行	2.3%	3.4%↑〔2.8%〕	卸小売 2.4%
<b>（参考）</b>			
全国性銀行 （株式制銀行含む）	2.1%	3.9%	—
地方性銀行	3.8%	3.8%	—

出典：中国現地経済メディア「新浪財経」

2023年9月12日ネット配信記事「2023上半年上市銀行房地产类指标排行榜」

（日本語訳「2023年上半期上場銀行不動産関連指標ランキング」）

## 5大銀行の各種統計等

5大銀行の不良債権比率（2023年6月時点）

銀行	貸出全体	不動産業向け 〔 〕内は2022年末	不良債権比率 ワースト2位
<b>中国工商銀行</b>	3.2%	6.7%↑〔6.1%〕	卸小売 4.5%
中国農業銀行	0.3%	5.8%↑〔5.5%〕	卸小売 2.5%
<b>中国銀行</b>	1.28%	5.1%↓〔7.2%〕	製造業 1.7%
中国建設銀行	1.6%	5.8%↑〔4.3%〕	製造業 2.2%
交通銀行	2.3%	3.4%↑〔2.8%〕	卸小売 2.4%
<b>(参考)</b>			
全国性銀行 (株式制銀行含む)	2.1%	3.9%	—
地方性銀行	3.8%	3.8%	—

5大国有銀行の地域別不良債権比率（単位%、2023年6月）

銀行	長江 デルタ	珠光 デルタ	東北	西部	中部	渤海湾
工商銀行	0.7	1.3	2.6	1.6	1.0	1.8
農業銀行	0.7	1.1	2.2	1.9	1.4	2.0
建設銀行	0.9	1.7	3.2	1.1	1.6	1.1
交通銀行	0.9	0.8	5.0	1.0	1.2	1.2
中国銀行	0.9	1.3	2.3	1.5	1.3	1.6

5大国有銀行の貸倒引当金及び貸倒引当率等（2023年6月）

	工商銀行	農業銀行	中国銀行	建設銀区	交通銀行
貸倒引当金	7,511億元	8,768億元	2,468億元	7,576億元	2,024億元
貸倒引当率	2.97%	4.13%	2.42%	3.35%	2.69%
貸倒引当金カバー率 (貸倒引当金/不良債権残高)	218.62%	304.67%	188.39%	244.48%	192.85%

中国5大国有銀行とグローバル金融機関の自己資本比率（2023年6月）

中国工商	中国建設	中国	中国農業	交通	3メガ平均 (連結ベース)	GSIBs平均 (大手23行)
18.45%	17.40%	17.13%	16.25%	14.57%	14.38%	10.1%

中国5大国有銀行の政府出資比率（2023年6月）※株主上位10名より算出

	工商	建設	中国	農業	交通
政府出資比率	65.85%	57.11%	64.02%	82.04%	39.42%

出典：各銀行の決算書、中国現地経済メディア「新浪財經」



## 第4章 金融システム

# ～全体では健全性維持。地方金融は個別解決～

- 巨額の不良債権と厚いリスクバッファー（全体では健全性確保）
- 積極的な不良債権処理（5年間で300兆円規模）
- 信用秩序維持に向けた制度整備（金融安定保障基金等）
- 地方金融の問題地域は個別解決（破綻処理、合併再編、資本注入等）

## 中国「全国商業銀行」の主要業態（2023年6月末）

- 中国の金融統計には、**銀行業全体の動向**を示す「**全国商業銀行**」というカテゴリーがある。
- 中央政府の金融当局である「**国家金融監督総局**」が、主要監督指標を定期的に公表している。
- 「**全国商業銀行**」は、**中国全土で4,561社**（2023年6月末）存在する。（図表1）
- **金融機関数**だけで言えば、**零細な「農村金融機関**」（注：農業商業銀行に加え、農村信用社や村鎮銀行等の多様な形態を含む）が**太宗**を占めている。
- 商業銀行の中で、マクロ的視点から**金融システムを評価する際に注目すべきは、以下の4主要業態**だろう。

カテゴリー	銀行数	具体例	総資産 シェア	純利益 シェア
<b>【全国性銀行】 ⇒ 全商業銀行の総資産の約6割、年間純利益の約7割のシェア</b>				
①大型国有銀行	6行 (全て上場)	工商、建設、農業、中国、交通（以上GSIBs指定）、郵政貯蓄	42%	52%
②全国性株式銀行	12行 (上場11行)	招商、興業、浦東発展、中信、民生、光大、平安など	17%	22%
<b>【地方性銀行】 ⇒ 営業エリア限定。各地方ごとに、都市商業銀行や農業商業銀行が存在</b>				
③都市商業銀行 (城商銀行)	125行 (上場30行)	北京、江蘇、上海、南京、杭州、天津、厦門、貴州、晋商、徽商、成都、重慶、盛京、甘肅など	13%	14%
④農業商業銀行 (农商銀行)	1,609行 (上場8行)	重慶農商、上海農商、広州農商、青島農商、無錫農商など	13%	12%

出典：国家金融監督総局公表データ等から筆者作成

## 「全国商業銀行」の資産内容とリスクバッファの全体像（2023年9月末）

- 中国の「全国商業銀行」ベースで、資産内容と財務上のリスクバッファに関する主要数値をピックアップしてみた。
- 資産内容だが、貸付金残高は約200兆元（＝約4,000兆円、2023年9月末）。
- ちなみに、日本の全国銀行協会が公表している「全国銀行」110行の総貸出残高は573兆円。
- ベースは異なるが、銀行貸出の規模感は日本の約7倍程度といった所か。

資産内容	
a 貸付金残高	約 200 兆元
不良債権額	
b 不良債権	約 3.2 兆元
c 要注意債権 ※中国語では「关注」	約 4.4 兆元
d 広義の不良債権 (= b + c)	約 7.6 兆元
不良債権比率	
e 不良債権比率 (= b/a)	1.6%
f 広義の不良債権比率 (= d/a)	3.8%

(参考) 円換算する場合は 1元 = 約 20円

リスクバッファ	
A 当期純利益 ※2022年実績	約 2.3 兆元
B 貸倒引当金 (カバー率 208%)	約 6.7 兆元
C 合計 (A + B)	約 9.0 兆元
自己資本	
D 自己資本	約 31.7 兆元
E 自己資本比率	14.8%

出典：国家金融監督総局公表データ等から筆者作成

## 中国「全国商業銀行」の不良債権処理の推移

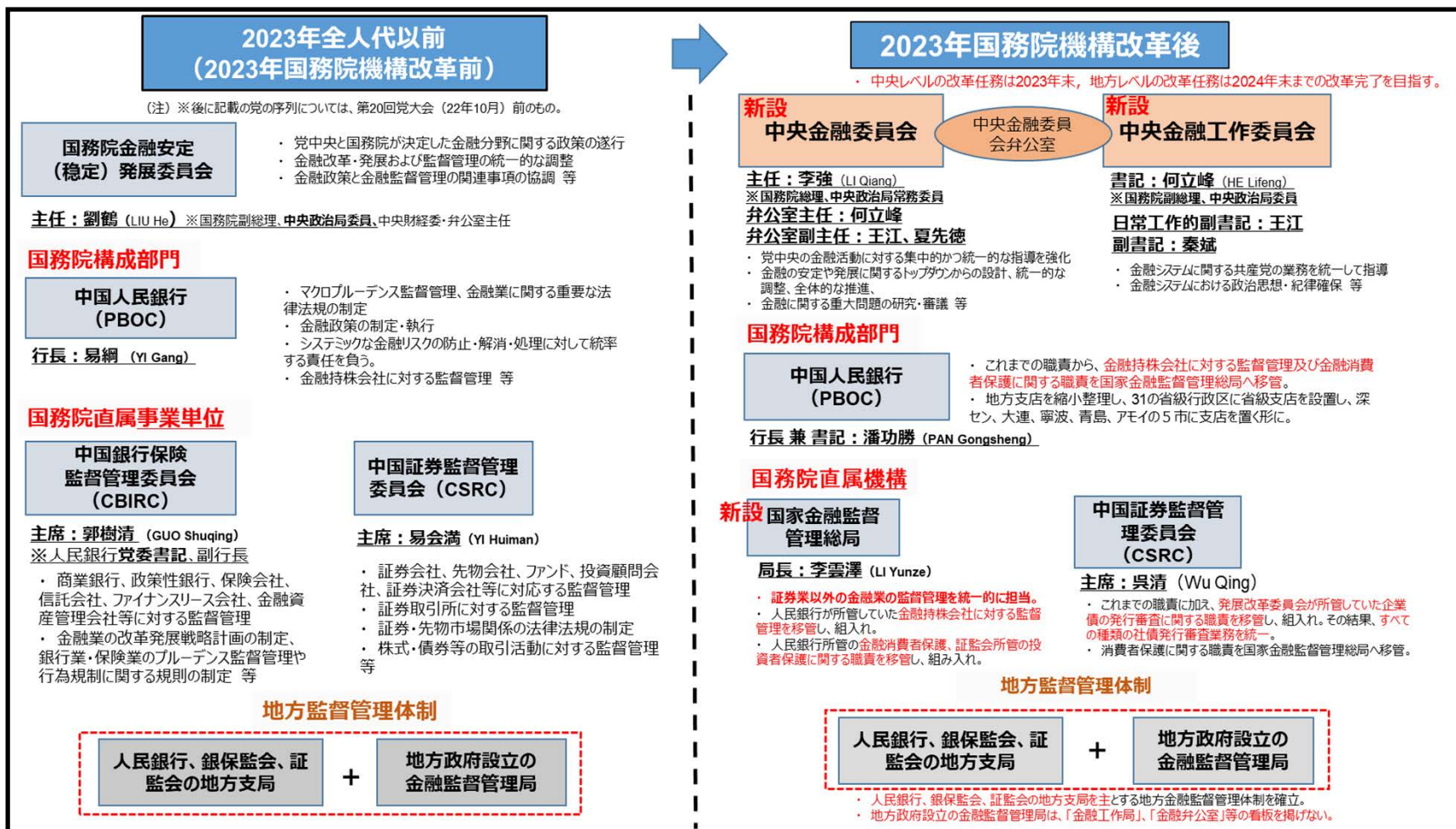
- **不良債権処理額（直接償却）**は、**直近5年間**（2019～23年）で、**累計約14.5兆元**に達している。日本円に換算すると**300兆円弱**。
- **日本の金融危機時の不良債権処理の累計額（約100兆円）**の約**3倍の規模**である。
- こうした対応により、**結果的に、不良債権比率も低位に抑制**されていることがわかる。

	自己資本比率	不良債権残高	不良債権処理額	不良債権比率	要注意債権残高	貸倒引当金カバー率
2012年	13.3%	0.5兆元	-	0.95%	-	295%
2013年	12.2%	0.6兆元	-	1.00%	-	283%
2014年	13.2%	0.8兆元	-	1.25%	2.1兆元	232%
2015年	13.5%	1.3兆元	-	1.67%	2.9兆元	181%
2016年	13.2%	1.5兆元	-	1.74%	3.4兆元	176%
2017年	13.6%	1.7兆元	1.4兆元	1.74%	3.4兆元	181%
2018年	14.2%	2.0兆元	1.9兆元	1.83%	3.5兆元	186%
<b>2019年</b>	<b>14.6%</b>	<b>2.4兆元</b>	<b>2.3兆元</b>	<b>1.86%</b>	<b>3.8兆元</b>	<b>186%</b>
<b>2020年</b>	<b>14.7%</b>	<b>2.7兆元</b>	<b>3.0兆元</b>	<b>1.84%</b>	<b>3.7兆元</b>	<b>184%</b>
<b>2021年</b>	<b>15.1%</b>	<b>2.8兆元</b>	<b>3.1兆元</b>	<b>1.73%</b>	<b>3.8兆元</b>	<b>197%</b>
<b>2022年</b>	<b>15.2%</b>	<b>3.0兆元</b>	<b>3.1兆元</b>	<b>1.63%</b>	<b>4.1兆元</b>	<b>206%</b>
<b>2023年</b>	<b>14.8%</b> <b>(9月末)</b>	<b>3.2兆元</b> <b>(9月末)</b>	<b>3.0兆元</b>	<b>1.61%</b> <b>(9月末)</b>	<b>4.4兆元</b> <b>(9月末)</b>	<b>207%</b> <b>(9月末)</b>

出典：国家金融監督総局公表データ等から筆者作成

# 監督機構再編 ～「中央金融工作會議」20年ぶりの復活が意味する歴史の教訓～

- 昨年2023年3月、全人代において、**金融監督機構の大規模な改編が承認された。**
- この機構改革は大規模かつ複雑な内容だが、「**地方金融を含む金融監督の強化**」がポイントだ。



(出典) 新華社及び在北京日本大使館、各種報道より作成

# 問題が生じた地方銀行の個別処理

## 不正経営による事案・破綻処理

日時	省・市・自治区	銀行名	概要、状況と対応
2019年5月24日	内モンゴル自治区	包商銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 巨額の資金流用による経営危機が発覚。2019年5月、人民銀行及び銀保監会は、包商銀行を1年間の公的管理に置くことを発表。全額保護の対象とならない5千万円を超える法人預金については、債権者と協議する方針を発表。その後、破産処理申請を経て、2021年2月裁判所が破産を宣告。</li> </ul>
2022年7月11日	河南省	河南村鎮銀行4行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 地方銀行4行（禹州新民生村鎮銀行、上蔡惠民村鎮銀行、柘城黄淮村鎮銀行、開封新東方村鎮銀行）による「河南村鎮銀行事件」が発生。4月に突然現金引出しと送金ができなくなり、7月に預金者による大きな抗議活動が発生した。被害総額は400億元以上。</li> <li>● 中国政府は収束を図るため、金融犯罪に関わった関係者234人を逮捕し、預金者への被害額の一部補償を行った。</li> <li>● 他にも安徽省の固鎮新淮河村鎮銀行も取り付け騒ぎが起き、遼寧省の遼陽農村商業銀行及び遼寧太子河村鎮銀行は経営破綻した。</li> </ul>

## 資本注入による救済

日時	省・市・自治区	銀行名	概要、状況と対応
2019年6月10日	遼寧省	錦州銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 不正融資や不良債権膨張で経営破綻した。2018年の財務諸表を開示できず、19年に中国工商銀行が全額出資するファンドのほか、国有資産管理会社2社が出資する旨が発表され、救済した。</li> </ul>
2019年6月17日	吉林省	吉林銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 吉林省政府等を引受先として105億元の増資を決定。</li> </ul>
2019年8月9日	山東省	恒豊銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2017、18年と2年連続で財務諸表を開示できず、19年末に国有投資ファンドである中央匯金公司、山東省金融資産管理公司、シンガポールUOB銀行の共同出資、300億元を注入し救済した。</li> </ul>
2021年11月17日	北京市	華融集団	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 傘下に地方銀行・ノンバンクを有し、地方の財政金融に関わる。2020年の財務諸表発表を遅延（8月29日に大規模赤字の決算を発表）。</li> <li>● 元董事長の頼小民が汚職等で2021年死刑に処せられる。2021年に中信集団より救済を受け、2023年に資金の返済を終える。社名を「中国中信金融資産管理」に変更。</li> </ul>

## 虚偽情報による預金取り付け騒ぎ

日時	省・市・自治区	銀行名	概要、状況と対応
2019年10月29日	河南省	伊川農村商業銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 元会長の汚職の疑い及び銀行の破綻が差し迫っていると「虚偽の情報」が拡散し、預金引き出し騒ぎが発生。</li> </ul>
2023年10月14日	河北省	滄州銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ネット上で出回った恒大向けの銀行融資に関する「詳細リスト」に滄州銀行は34億元（約700億円）の融資残高があるとの記載があり、経営再建中の中国不動産大手恒大に多額の融資をしているとの不確定情報がネットで広がり、取り付け騒ぎが発生。窓口に札束を積んで沈静化を図った支店もあった。</li> <li>● 同行は火消しのため7日に声明を出し、実際の恒大への融資額は3億4600万円に過ぎず、リストは「非常に不正確だ」と発表。「十分な土地などの担保を確保している」とし、回収にも問題はないと強調した。</li> </ul>

出典：各種報道より作成

## 中国地方銀行の再編・統合の動き

- 国家金融監督管理総局（NFRA、旧銀保監会）のデータによると、2023年6月末までに全国の村鎮銀行の数は1,642行に達し、全国の銀行金融機関総数の約36%を占めている。
- 中国人民銀行の金融機関格付け結果によると、村鎮銀行はリスクの高い金融機関のひとつでもあり、2022年末時点で、リスクの高い金融機関数は118行、前年比15行増。高リスクの村鎮銀行は、金融機関全体の31.4%を占めている。

### 過去の地銀再編の動向

日時	省名	再編の内容
2020年11月	四川省	攀枝花市商業銀行及び凉山州商業銀行が合併し、都市商業銀行の四川銀行が誕生。資本金は300億元（約6,000億円）と当時の地銀では最大規模となった。
2021年1月	遼寧省	遼寧省は省全体をカバーする大型地銀の創設を検討し、省内にある地銀15行のうち12行を統合する計画を国務院（政府）金融安定発展委員会に提出した。12行を合併し、省級都市商業銀行の遼瀋銀行が誕生した。
2021年4月	陝西省	西安市の秦農農商銀行が、市内の2行（鄠邑農銀行、長安区農村信用組合）との吸収合併を実施。 ※農商銀行（農村商業銀行）とは、日本の農業協同組合に類似した農業系金融機関。
2021年4月	山西省	省内5行が合併し、山西銀行が誕生。山西省政府は20年12月、インフラ債券（専項債）を発行して153億元を調達し、山西銀行に注入する公的資金に転用。

### 直近の村鎮銀行の統合再編の動き

日時	省・市・自治区	村鎮銀行名	形態	内容
2022年4月	寧夏回族自治区	平羅沙湖村鎮銀行	解散	寧夏平羅農商銀行による吸収合併（統合）
2022年7月	河北省	武強家銀村鎮銀行	解散	張家口銀行による合併
2022年7月	河北省	阜城家銀村鎮銀行	解散	
2022年12月	雲南省	禄富竜城富滇村鎮銀行	再編	富滇銀行による吸収合併（統合）
2023年1月	黒竜江省	黒竜江巴彥融興村鎮銀行	解散	ハルビン銀行による吸収合併（統合）
2023年1月	黒竜江省	延寿融興村鎮銀行	解散	
2023年4月	雲南省	雲南昭通昭陽富滇村鎮銀行	解散	富滇銀行による吸収合併（統合）
2023年4月	遼寧省	遼寧千山泉村鎮銀行	解散	鞍山銀行による吸収合併（統合）
2023年7月	重慶市	重慶梁平澳新村鎮銀行	解散	オーストラリア・ニュージーランド銀行（ANZ）が出資する外国法人の独資銀行。完全撤退。
2023年7月	山西省	堯都惠都村鎮銀行	未定	山西堯都農商銀行による吸収合併予定
2023年7月	山西省	太原信都村鎮銀行	未定	
2023年8月	河北省	石家庄新華恒升村鎮銀行	持分変更	浙江温州甌海農商銀行による持株比率の変更
2023年8月	河北省	承德県恒升村鎮銀行		
2023年8月	河北省	平泉恒升村鎮銀行		
2023年8月	河北省	固安恒升村鎮銀行		
2023年11月	広西チワン族自治区	広西融水柳銀村鎮銀行	解散	柳州銀行による吸収合併（統合）
2023年11月	内モンゴル自治区	霍林郭勒蒙銀村鎮銀行	解散	内モンゴル銀行による吸収合併（統合）
2023年12月	北京市	北京大興華夏村鎮銀行	解散	華夏銀行による吸収合併（統合）

## 地方中小銀行への資本注入

- 2020年5月、全国人民代表大会の中で、財政部は地方政府專項債発行額3.75兆元を計上し、前年より1.6兆元増加したことを発表した。
- 2020年7月、国務院常務会議は地方政府專項債、地方政府が調達した資金の一部で中小銀行の発行する轉換社債等を購入し、地方銀行の資本を注入することを決定した。規模は3.75兆元の内、2,000億元（当時のレートで約3兆1,000億円）。地方銀行数行が、地方政府專項債資金を利用した資本注入が行われた。
- 2020年7月に地方政府專項債を地方銀行の資本注入に充てることができるという方針が決まって以降、2020年には約2,000億元、2021年には約1,000億元、2022年には約3,000億元の資本注入を実施した。



## 中央政府から派遣された金融系地方幹部

所在地	名前	現職	前職 (金融副省长就任前)
北京市	殷勇 (殷勇)	市委副書記	中国人民銀行副行長
上海市	吳清 (吴清)	市委常委、常務副市長	上海証券取引所理事長
天津市	劉桂平 (刘桂平)	市委常委、常務副市長	中国人民銀行副行長
重慶市	蔡允革 (蔡允革)	市委常委、組織部長	中国交通銀行監事長
河北省	葛海倬 (葛海蛟)	省委常委、常務副省长	中国光大銀行行長
吉林省	蔡東 (蔡东)	省委常委、常務副省长	中国農業銀行銀行長
内モンゴル自治区	黄志強 (黄志强)	自治区常委、常務副主席	中信集團副總經理
四川省	李雲沢 (李云泽)	省委常委、副省长	中国工商銀行副行長
福建省	郭寧寧 (郭宁宁)	省委常委、副省长	中国農業銀行副行長
遼寧省	張立林 (张立林)	省委常委、副省长	中国建設銀行副行長
河南省	陳舜 (陈舜)	省委常委、組織部長	証券監督管理委員会
安徽省	丁向群 (丁向群)	省委常委、組織部長	国家開発銀行副行長
貴州省	譚炯 (谭炯)	省委常委、統戰部長	中国工商銀行副行長
湖北省	寧咏 (宁咏)	省委常委、統戰部長	中国輸出入銀行副行長
山西省	吳偉 (吴伟)	省委常委、宣伝部長	交通銀行副行長
山東省	劉強 (刘强)	省委常委、済南市委員書記	中国銀行副行長

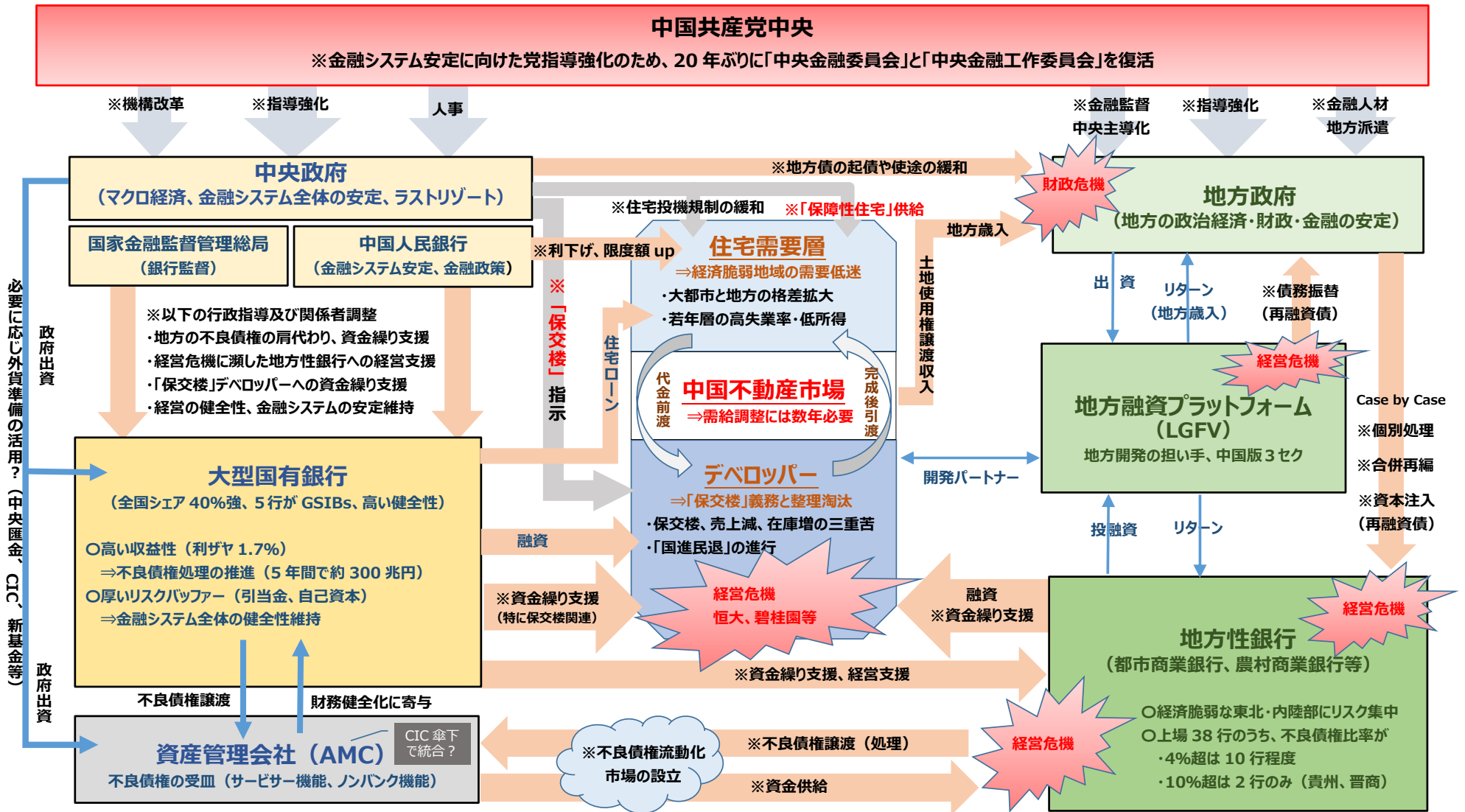
出典：中国共産党新聞網（人民網）、新金融連盟NFA、衆議財経

# 第5章 まとめ

## ～中国経済はなぜ崩壊しないのか？～

- 中国経済曼荼羅図～不動産市場と経済金融の全体構造を可視化～
- 中国の「最後の砦」～蓄積したリスクは最後どうする？～
  - ①国有資産管理会社（AMC） —巨大な不良債権ダムの実態—
  - ②外貨準備の活用 —「奥の手」が再び発動される日は来るのか？—
- 中国経済は復活するのか？ ～住宅需給調整と保障性住宅に注目～

## 中国不動産市場を巡る経済金融マンドラ図（全体構造）



出典：筆者作成（※印は、不動産市場低迷や地方債務問題に関連して、金融システム安定のために実施されている措置）

## 中国の「最後の砦」 ～蓄積したリスクは最後どうする？～

国有資産管理会社（AMC） —巨大な不良債権ダムの実態—

- AMCは、1997年のアジア金融危機後、中国が巨額の不良債権問題に苦しんだ時に設立された。
- 当時の4大国有銀行の不良債権比率（1997年末）は、公表ベースで25%超という深刻な状況だった。
- 当時の中国政府は、特別国債まで発行して国有銀行に資本注入し、銀行の営業税率の引き下げまで行ったが、不良債権問題は結局解決しなかった。

### 中国の国有資産管理会社（AMC）の概要

会社名	成立	上場状況	資本金 (億元)	総資産規模 (兆元)	関連性のある 商業銀行等	主管部署	株主構成	財務諸表
信達資産	1999年4月19日	香港上場 2013.12.12	381.65	1.62	建設銀行 国家開発銀行	財政部	財政部55.09%	あり (2023年6月)
華融資産 (※現在は中信資産)	1999年11月1日	香港上場 2015.10.30	390.70	0.95	工商銀行	財政部	中信集団26.46% 財政部24.76%	あり (2023年6月)
東方資産	1999年10月27日	未上場	682.43	0.64	中国銀行	財政部	財政部71.6%	あり (2023年6月)
長城資産	1999年11月2日	未上場	431.50	1.25	農業銀行	財政部	財政部73.52%	あり (2021年度)
銀河資産 (建投中信資産より変更)	2020年3月5日	未上場	109.86	-	華夏証券	国資委	財政部29.05%	なし

## 外貨準備の活用 —「奥の手」が再び発動される日は来るのか？—

### 外貨準備を活用した国有銀行への資本注入の流れ

2003年12月	<b>国務院</b> （中央政府）が <b>「中央滙金投資有限公司」</b> を設立	財政部、人民銀行、国家外貨管理局（上記2行の 大株主）が共同出資。 英語名は Central Huijin Investment Ltd
----------	--	--

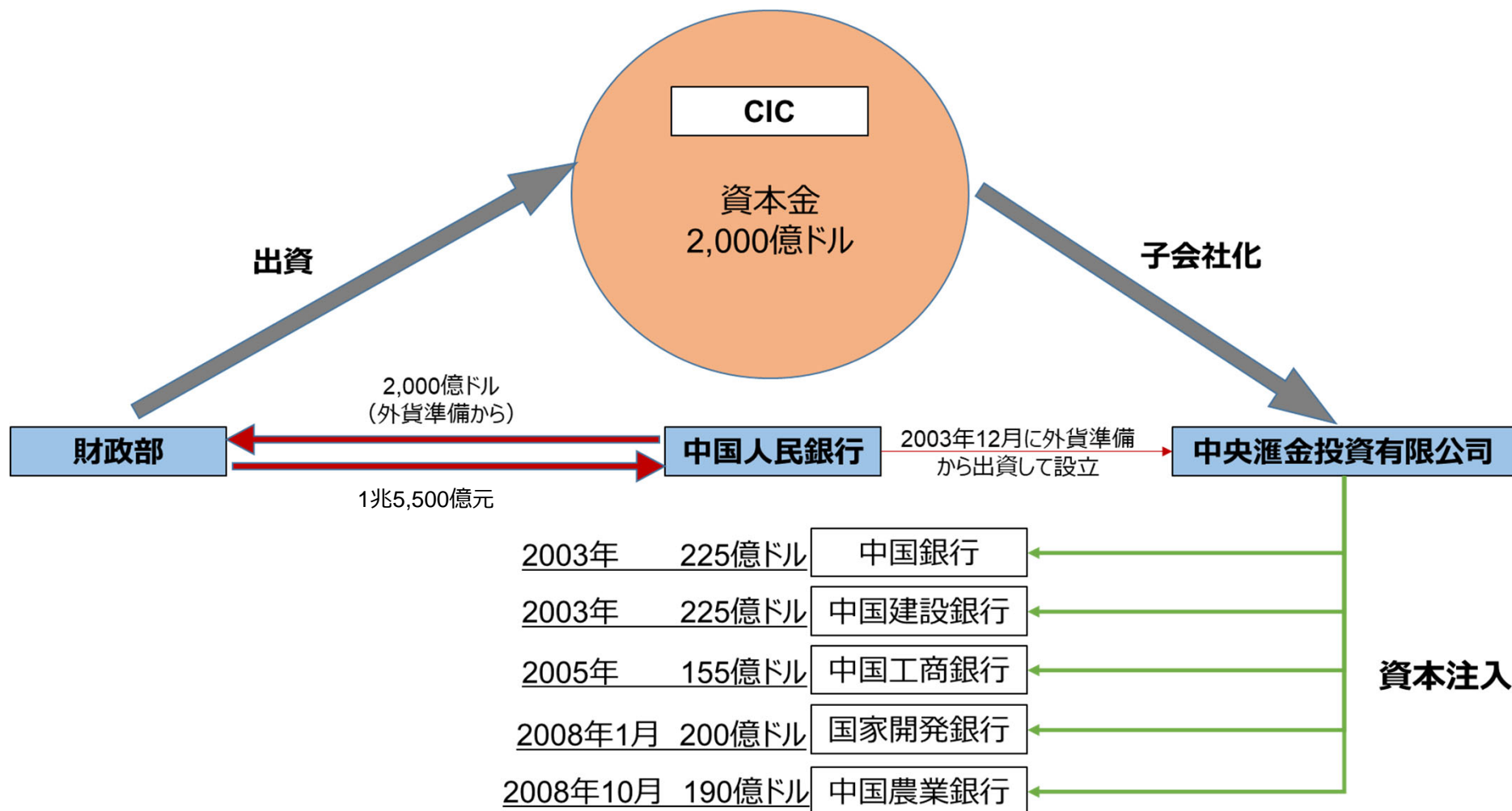


時期	対象銀行	措置の内容	主体	財源
2003年12月	<b>中国銀行</b>	資本注入 225 億ドル	中央滙金	外貨準備
同上	<b>建設銀行</b>	資本注入 225 億ドル	中央滙金	外貨準備
2005年4月	<b>工商銀行</b>	資本注入 150 億ドル	中央滙金	外貨準備
2008年11月	<b>農業銀行</b>	資本注入 190 億ドル	中央滙金	外貨準備

（注1）上記以外に同様の方式で、2004年6月に交通銀行（30億元）、2007年12月に政策性銀行である国家開発銀行（200億ドル）に資本注入が実施されている。

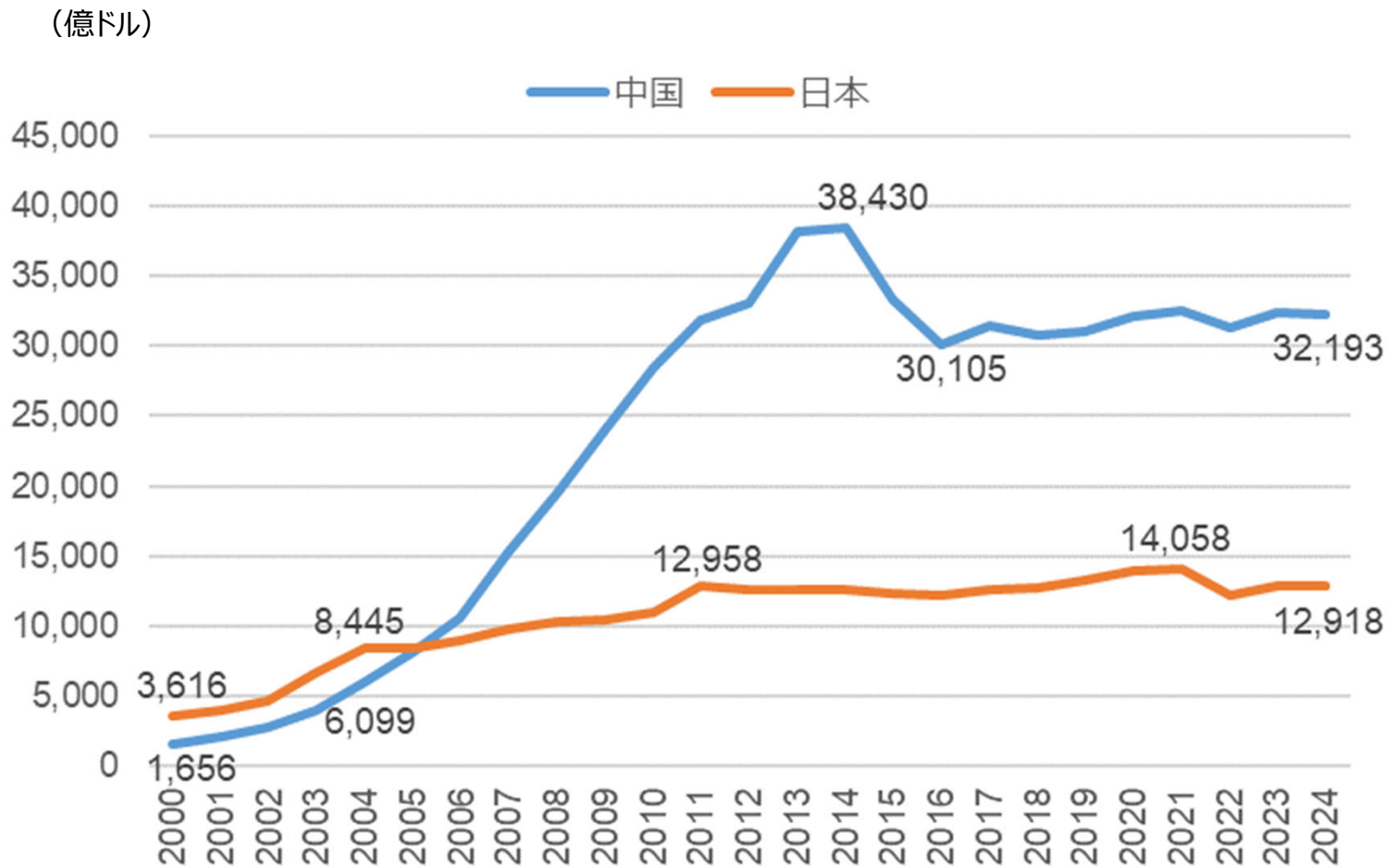
（注2）各銀行では、劣後債発行による更なる自己資本増強が実施されている。

# 外貨準備を活用した中国のソブリンファンドCIC（2008年設立）



出典：著書「チャイナ・インパクト」（柴田聡）より作成

## 中国の外貨準備の推移



出典：中国人民銀行

## 中国経済は復活するのか？ ～住宅需給調整と保障性住宅に注目～

IMF レポート「中国の不動産部門：中期的な成長鈍化を管理する」（本年 2 月）

○マクロデータに基づくモデル推計により、今後の長期見通しを示している。

○「平均シナリオ」でも、2021 年 = 100 として、2022 年が 80 程度、**2026～27 年に 50 近辺で底打ちし、2034 年でも 60 程度の回復**との見立てで、「**長期低迷が続く**」と結論づけている。

（参考）IMF レポート全文

<https://www.imf.org/ja/News/Articles/2024/02/02/cf-chinas-real-estate-sector-managing-the-medium-term-slowdown>

日経新聞「中国 住宅在庫消化 10 年も」（本年 2 月 20 日）

○中国・易居研究院による「消化月数」（= 住宅在庫面積/足元の成約住宅面積）を紹介

○北京や上海の **1 級都市は約 17 か月**、3・4 級の**地方中小都市では約 30 か月**

○全土ワーストの**広東省韶関市は 131 か月**（約 10 年 11 か月）

高善文氏（中国の著名エコノミスト、中国金融 40 人論壇（CF40）メンバー）

○日本や米国の過去の経験では、**不動産バブル崩壊から経済が回復するには通常 5 年以上**かかる

○中国の場合、2022 年から起算して、**経済正常化には少なくとも 2027 年まではかかる**だろう



## 大手国有銀行 5 行の財務状態 ～現在とアジア金融危機後の比較～

項目	現在※ <sup>1</sup> (2023 年末)	アジア金融危機後※ <sup>2</sup> (1998～2000 年前半)
自己資本比率	17.35 %	4.6 % (1998 年)
不良債権比率	1.27 %	39 % (1999 年)
国際金融規制 (バーゼルルール)	5 行全てが GSIB に指定 グローバル金融機関として規制	なし (注) バーゼル I 導入は 2004 年

※<sup>1</sup> 2023年末の自己資本・不良債権比率は中国郵政儲蓄銀行を含む6行の数値。

※<sup>2</sup> アジア金融危機後の自己資本・不良債権比率は交通銀行を除く4行の数値。

## 主な住宅テコ入れ政策

### ○政策金利（最優遇貸出金利、LPR）の利下げ（本年2月20日公表）

住宅ローン金利の目安となる5年物金利： 4.2% → 3.95%（▲0.25%）

⇒ 様子見層を含む潜在的な住宅需要の喚起

### ○低所得者向け「**保障性住宅**」の整備推進

住宅難問題を解決するため、低所得の都市移住者や若者等を対象に、小規模住宅（70㎡以下）を低廉な家賃で提供する「保障性住宅」の整備を強化

⇒ 保障性住宅への転用等による住宅在庫の解消促進、新規着工の拡大

### ○**保障性賃貸住宅REIT**の導入

民間資金による保障性賃貸住宅の整備促進

⇒ 財源難に苦しむ地方政府に代わり、民間資金による保障性住宅の整備を促進

### ○「**城中村**」改造、平時・緊急時両用の公共インフラ整備

都市の中で立ち遅れた地域の再開発、災害拠点にも転用できる公共施設の整備

⇒ 公共需要による不動産市場やデベロッパー業界の下支え

### ○「**不動産販売預り金保険機構**」構想（易綱・前人民銀行行長が全国政協会議で提案）

不動産企業に住宅販売預り金の一定割合を強制預託させ、その一部を財源に、住宅購入者への賠償金支払い時に、不動産企業に対して保険金が支払われる仕組みの基金設立を提案。

## 保障性住宅政策

**保障性住宅政策**は2011年から本格的にスタートしたが、当初は**地方政府が財政資金**で対応してきた。**当初は民生政策**の性格が強かったが、**現在は不動産市場対策**の政策手段に**位置付けが変化**してきた。

現在では、**財政資金だけではインパクト不足**ということで、**銀行融資**や**インフラ公募REITスキーム**の活用など、**国内資金を最大限活用**する方針が打ち出されている。

**銀行融資残高**も伸びており、**足元では6～7兆元規模（120～140兆円相当）**に達している。  
また、**REITスキーム**を通じ、**保険会社や証券会社等**から調達した資金も**1,000億元（2兆円相当）**近くに達している。

まさに、**国内金融機関を総動員**して、**保障性住宅への投資を推進**し、**不動産市場を下支え**している構図だ。  
**保障性住宅の政策的インパクト**については、**評価が分かれる**が、**一定の効果は期待できる**と考えている。

なぜなら、分譲型の「保障性住宅」が**新築住宅成約に占める割合**は、昨年時点で既に**主要25都市で2割近い割合**、人気エリアである**上海市**や**徐州市**など**沿海部5都市**では**4割前後**に達しているからだ  
これらの地域では**新築販売の押上効果**も実際に認められており、**現地では、2025年には中国全土で2割を突破**するとの見方もある。

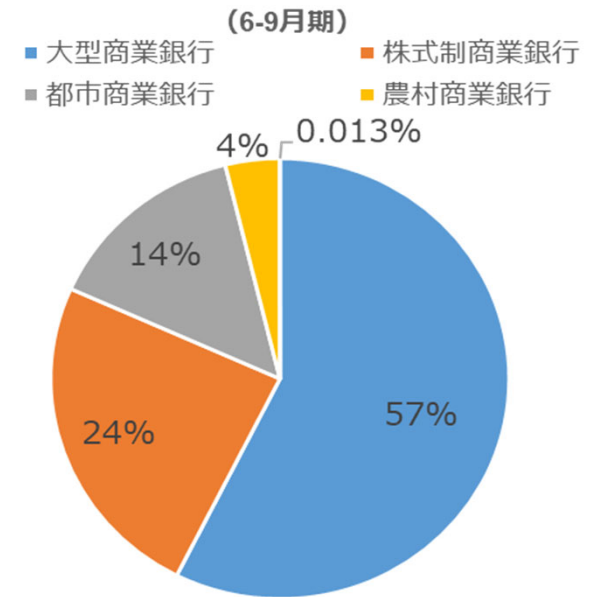
# 銀行業金融機関の保障性住宅融資残高

(単位：兆円)

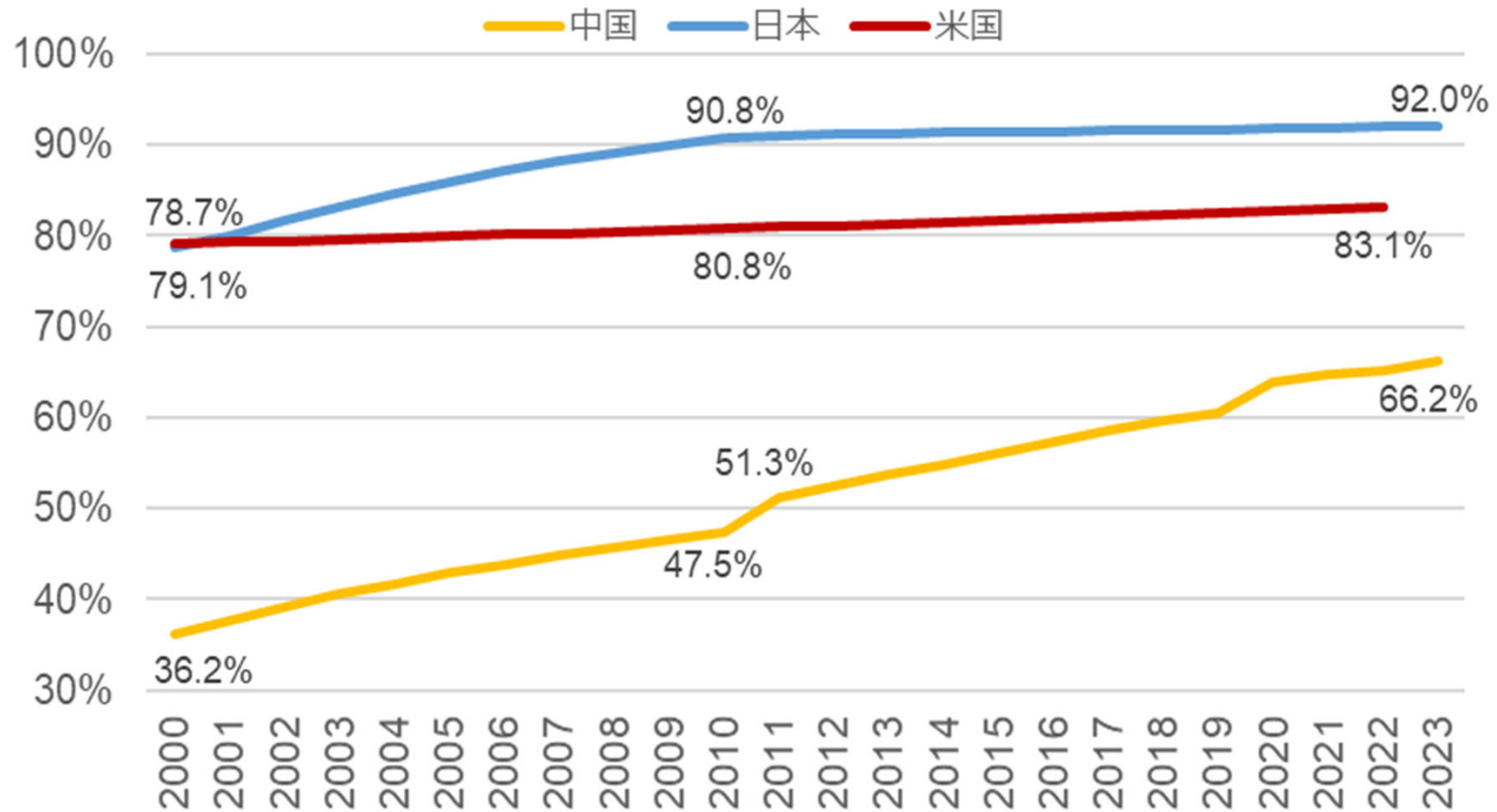
		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 (6-9月期)
商業銀行	大型商業銀行	0.27	0.44	0.77	1.07	1.1	1.07	1.11	<b>1.35</b>
	株式制商業銀行	0.19	0.28	0.43	0.47	0.51	0.53	0.56	<b>0.57</b>
	都市商業銀行	0.1	0.15	0.25	0.29	0.3	0.3	0.33	<b>0.34</b>
	農村商業銀行	0.04	0.04	0.06	0.07	0.07	0.08	0.09	<b>0.09</b>
	外資銀行	0.0013	0.0016	0.0017	0.0022	0.0015	0.0008	0.0004	<b>0.0003</b>
商業銀行合計		<b>0.61</b>	<b>0.92</b>	<b>1.51</b>	<b>1.91</b>	<b>1.98</b>	<b>1.98</b>	<b>2.09</b>	<b>2.35</b>
銀行業金融機関合計		3.15	4.48	5.95	6.45	6.52	6.3	6.25	6.63

注)  
 1. 保障住宅事業融資残高 = 公共賃貸住宅・低廉賃貸住宅・老朽化区域再開発・定住安置住宅融資残高 + 低価格住宅開発融資残高 + 限定価格分譲住宅開発融資残高 + 農村老朽化住宅再建融資残高 + 遊牧民定住安置・促進事業融資残高  
 2. 2019年以降、郵貯銀行は「商業銀行全体」と「大商業銀行」の集計に含まれている。2019年以降、郵貯銀行は「商業銀行全体」と「大商業銀行」の集計に含まれる。

2023年の銀行業金融機関の保障住宅事業融資残高

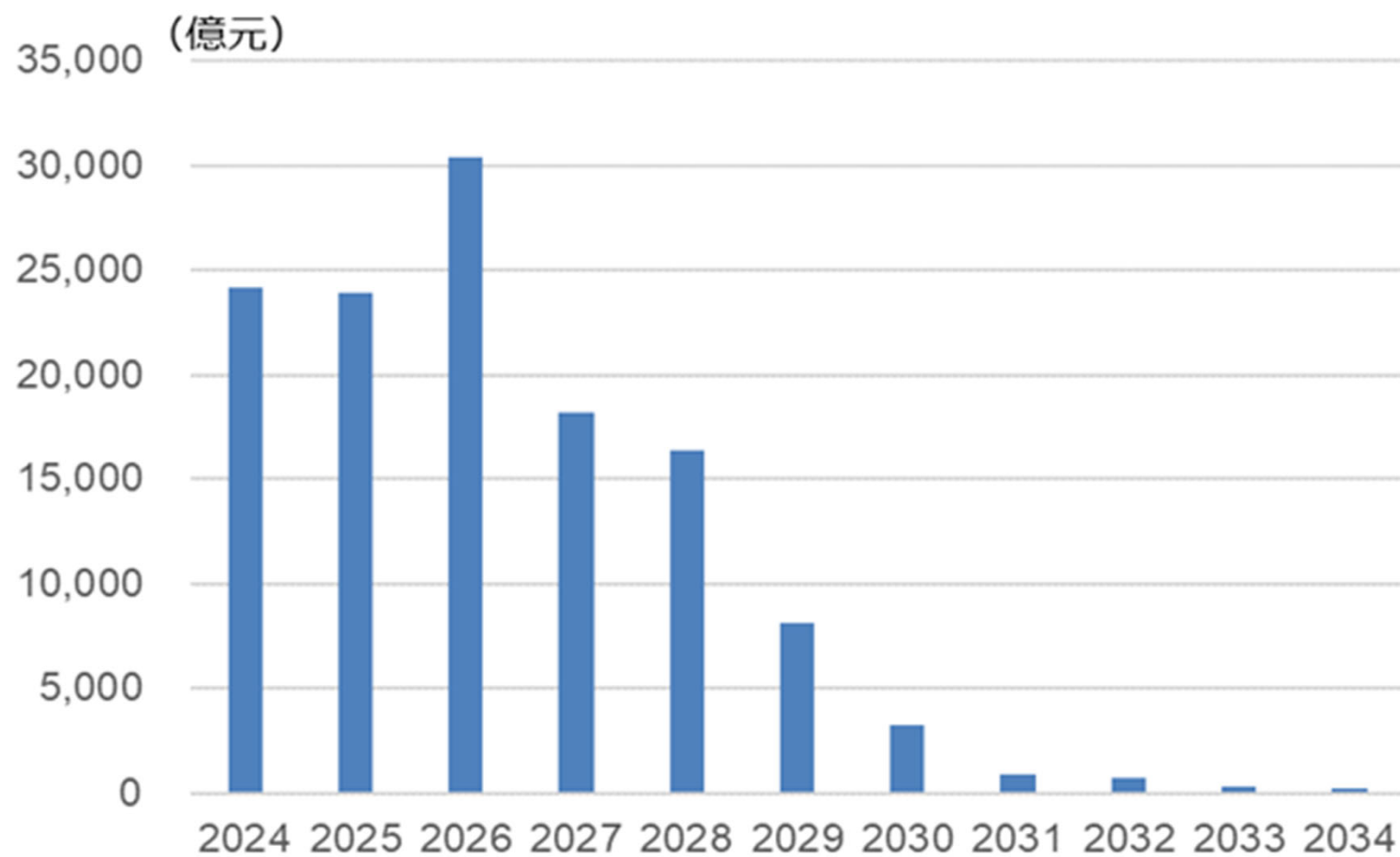


## 中国の都市化率（国際比較）



出典：世界銀行

## 城投債残高（満期ベース）



出典：中国财政部