

本日のKey Message

～中国経済をバイアスなく客観的に見る～

2024年1月25日

金融庁研究参事 柴田聡

中国は、「不動産バブル崩壊⇒地方債務危機⇒金融危機⇒経済長期低迷」になるのか？

① 中国の不動産市場の低迷 ～「不動産バブル崩壊」は本当か？～

⇒ 本質は「大都市と地方の格差拡大」と「世代格差」。リスクは脆弱地域に集中。

※東京も含めて、日本全国で地価が急落した「日本のバブル崩壊」とは性質が異なる。

② 中国の地方債務のサステナビリティ ～リスクと流動性供給で凌ぐ作戦～

⇒ 不動産市場と地方財政は深いリンク。経済・財政基盤の弱い地域にリスク集中

⇒ 中国は、債務の抜本的処理ではなく、リスクと流動性供給により時間を稼ぐ戦略

③ 中国の金融システムの安定性 ～全体としては健全性を維持～

⇒ 不良債権リスクは巨額だが、厚い備え（リスクバッファー）と積極的な償却処理

⇒ 地方金融システムの問題地域は、ミクロで個別解決（問題行処理、合併再編、資本注入等）

④ 中国経済は長期低迷するのか？～中国のマクロ経済運営は政策変数～

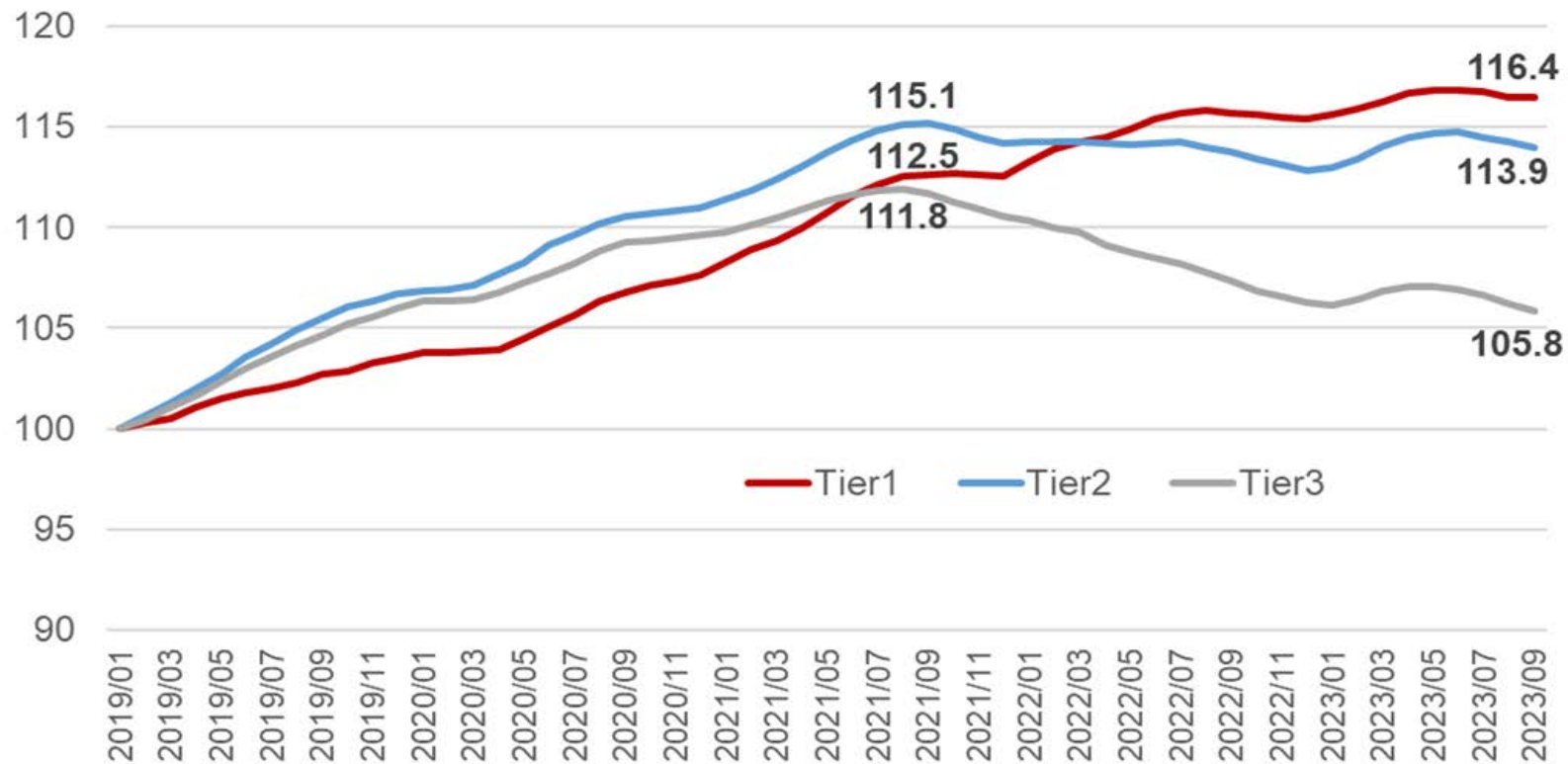
⇒ 不動産市場は調整に一定の期間。民生インフラ投資（公共住宅等）がカギ

※ 現在の経済情勢は、2015年「チャイナショック」時ほど追い込まれてはいない。

①中国の不動産市場の低迷 ～全国的な現象ではない～

○不動産市場が低迷する東北・内陸部など脆弱地域にリスク集中

中国の70都市不動産価格の動向（前月比）（2019年1月=100）

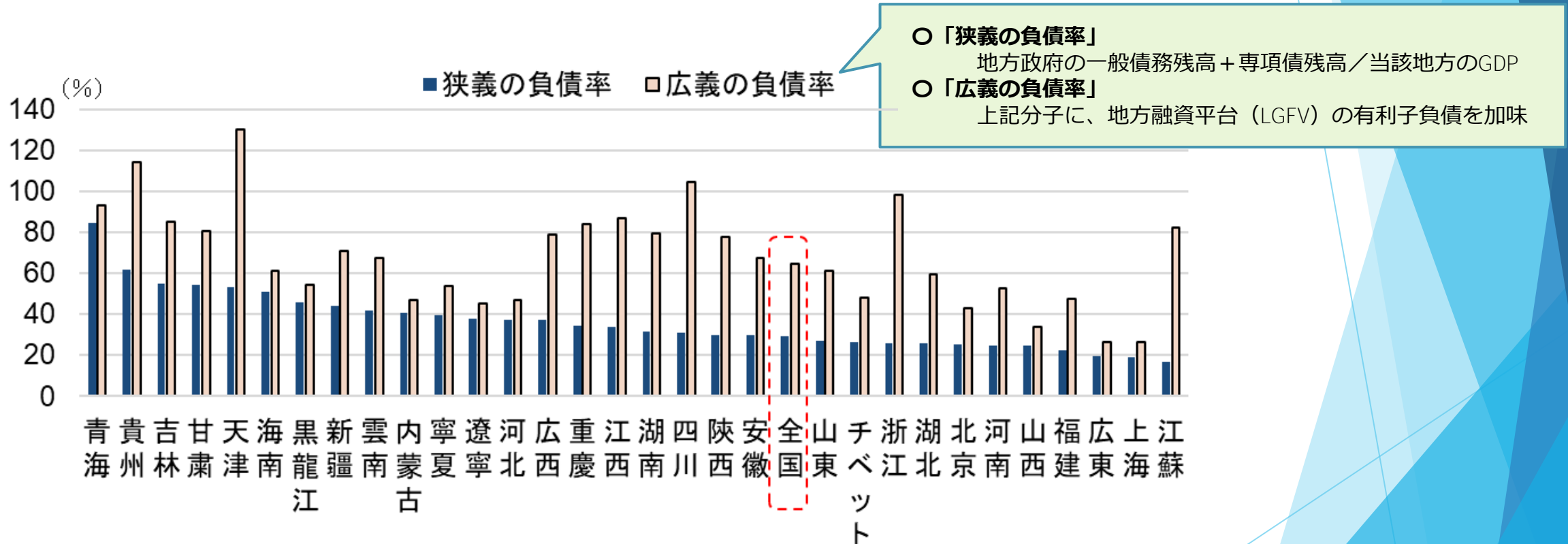


〔参考〕「70都市」の区分

- Tier 1（1線都市） 4都市
北京、上海、広州、深圳
- Tier 2（2線都市） 31都市
天津、重慶、成都、杭州、武漢、瀋陽、大連、ハルビン、西安、貴陽、蘭州、ウルムチなど
- Tier 3（3線都市） 35都市
丹東、徐州、無錫、温州、洛陽、桂林、三亜、南通、大理など

②中国の地方債務 ～リスクは東北・内陸など脆弱地域に集中～

- 不動産低迷 ↘ ⇒ 土地使用権譲渡収入 ↘ ⇒ 地方財政歳入 ↘
- 債務の抜本処理ではなく、リスクと流動性供給で時間を稼ぐ戦略



(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

③中国の金融システム ～全体としては健全性を維持～

- 不良債権リスクは巨大だが、厚い備え（リスクバッファー）
- 処理額は5年間で約300兆円規模（日本金融危機時の約3倍）

「全国商業銀行」の資産内容とリスクバッファーの全体像（主要数値まとめ、2023年9月末）

GDP(2022)比
約165%

※日本は全国銀行
ベースで約101%

資産内容	
a 貸付金残高	約 200 兆円
不良債権額	
b 不良債権	約 3.2 兆円
c 要注意債権 ※中国語では「关注」	約 4.4 兆円
d 広義の不良債権 (= b + c)	約 7.6 兆円
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

リスクバッファー	
A 当期純利益 ※2022年実績	約 2.3 兆円
B 貸倒引当金	約 6.7 兆円 (カバー率 208%)
C 合計 (A + B)	約 9.0 兆円
自己資本	
D 自己資本	約 31.7 兆円
E 自己資本比率	14.8%

(出典) 中国・国家金融監督総局公表データ等から筆者作成

④ 中国経済は長期低迷するのか？～マクロ経済運営は政策変数～

- 不動産市場や地方債務の問題解消には、今後数年程度の期間が必要。
- 現在の経済情勢は、2015年「チャイナショック」時ほど追い込まれていない。
- 中央政府の政策余力は未だに大きい。

⇒ 不動産市場回復と民生インフラ投資（公共住宅等）の両立がポイントか

2015年チャイナショック時と2023年（9月末）時点との比較

		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

【参考】チャイナショック（2015年）

高成長を続けてきた中国経済は、2014年～15年にかけて急速に減速。（人口構成や成長ステージの変化、産業のサービス化、景気循環等が背景か）

2014年の経済成長率（7.4%）は、アジア金融危機時（1998年）以来、初めて政府の成長率目標（7.5%前後）を下回った。翌2015年の経済成長率（6.9%）は7%割れとなり、25年ぶりの低成長となった。

中国の不動産市場も全国的に低迷、景気後退が鮮明となった。当時は、「鬼城」（ゴーストタウン）や「L字景気」突入がよく話題となった。

2015年に入り、利下げや政策期待を背景に株価が急騰。6月には年初来高値（5178ポイント）をつけたが、7月末には3500ポイント割れの急落。

その直後に人民元切下げも発表され、中国の景気底割れ懸念や資本流出が強まり、株価は更に急落。8月末には3000ポイントも割込み、世界的な株安に発展し、国際金融市場は混乱（チャイナショック）した。この時には、当局による強力な株価維持政策（IPO停止や株式売却制限等）も実施された。

その後、中国政府から追加金融緩和や公共投資拡大などが次々と発表され、株安にも歯止めがかかり、中国の景気底割れ懸念も徐々に緩和された。