

経済情報

[中国]

中国型成長モデルの現状と展望 ～不動産市場を中心とした中国経済の構造を紐解く～

【要旨】

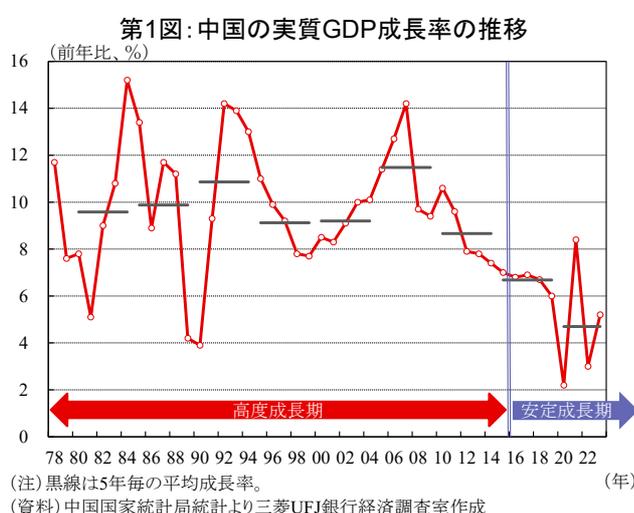
- ◇ 中国経済はコロナ禍以降の不動産市況の悪化を受け、これまでの成長モデルの中で蓄積してきた、構造的課題が表面化している。
- ◇ 振り返ると、リーマンショック以降の中国経済は、“不動産”中心のマネーフロー拡大を軸とした「投資主導型」の成長モデルを実現してきたが、その背後では債務リスク等のマクロ的な歪みも蓄積させてきた。
- ◇ そうした中、2020年に政府が実施した規制強化をきっかけに、不動産開発企業は資金繰りの急激な悪化に見舞われた。マネーフローの循環構造の一部が目詰まりを起こしたことで、不動産業だけでなく、広く企業・家計・金融・地方政府に影響が波及し、従来から積み上がってきていたマクロ的な歪みが一気に顕在化する現下の状況に至った。
- ◇ 事態の改善に向け、政府は緩和的な金融政策による不動産市場の下支えや、「保交楼」政策による住宅供給の安定化等、各種支援策を進めている。今後、政府は、システミックリスクの回避を第一目的として、波及リスクの大きさや、社会の安定維持にどの程度影響があるのかを見極めながら政策対応を進めていくとみられる。
- ◇ この先、不動産を軸に拡大してきたマネーフローがコロナ禍前の好循環に回帰することは難しく、投資・消費両面での下押しが続くとみられるが、政府の統制能力と財政余力を踏まえれば、当面経済全体の急失速は回避されるだろう。
- ◇ 他方、中国経済はマクロ的な歪みの表出により、「投資主導型」の成長継続も「消費主導型」等の新しい成長モデルに転換していくことも容易ではない。当局では「当面の急激な調整回避」と「中長期的に緩やかな成長スピードの減速」をメインシナリオとしているが、これは底堅い成長を維持することと引き換えにリスクの先送りが続くことでもある。
- ◇ 不動産バブルの調整や地方財政リスクへの対処は長期戦となり、急激な調整へのリスクは今後も熾り続けよう。中国経済は、中長期的に底堅い成長を維持し得る潜在力を備えていると思われるが、その実現に向けて、成長モデルの転換を安定的に進めていけるか注目される。

1. 中国経済のこれまで ～コロナ禍以降に成長ペース鈍化が鮮明化～

これまでの中国経済を振り返ると、1978年の改革開放以降、2001年のWTO加盟、2008年の北京五輪、2010年の上海万博の開催などを追い風とした高度成長期を経て、2016年頃からは安定成長期へと移行してきた。既にコロナ禍前から経済成長率には低下傾向が見られていたが、コロナ禍以降、成長率の鈍化が一段と鮮明になっている（第1図）。

近年の中国経済の成長ペース鈍化の背景には、政策や人口動態、海外情勢の変化なども含め、内外に様々な要因があると考えられるが、特にコロナ禍以降は不動産不況による下押しの影響が強く表れている。中国の住宅市場をみると、2021年後半から各種指標は軒並み大幅な前年割れが続き、足元ではピーク時の半分程度の水準にまで落ち込んでいる（第2図）。不動産不況の長期化は、不動産開発企業のデフォルトといった直接的な影響に止まらず、未完工物件の増加・物件引き渡しの遅延による住宅ローン返済拒否といった社会的な問題や、信託商品を始めとする金融商品のデフォルト、地方政府や地方融資平台（LGFV）の債務返済懸念の高まり等、金融面でのリスクにも発展している。

本稿では、こうした状況を中国経済が長年積み上げてきた成長モデルの構造的な課題が表れたものと捉え、特にリーマンショック以降の中国経済の成長の源泉となってきた不動産市場を中心としたマネーフローに着目している。今次局面におけるマネーフローの変化と企業・家計・金融・政府部門への影響、今後のリスクを明らかにし、それらを踏まえた中国経済の中長期的な成長についても展望する。



2. 中国経済のマネーフロー ～従来局面と今次局面の状況の整理～

(1) 従来中国経済のマネーフローの状況

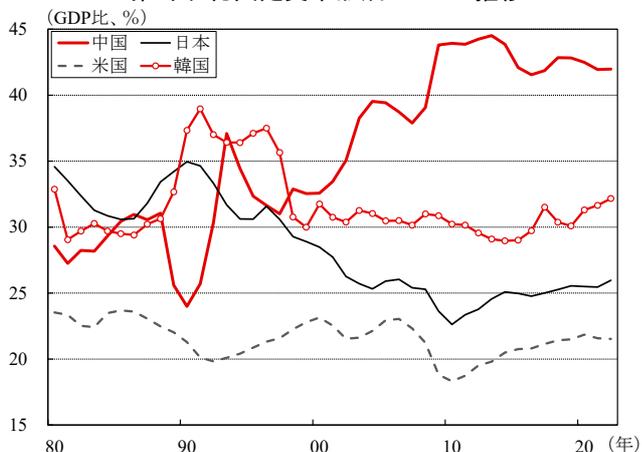
中国経済は改革開放によって市場化が進められると、その後のWTO加盟も追い風となり、海外からの投資が活発化、輸出が急速に拡大したことで「世界の工場」と称されるまでに至った。さらに1990年代からは不動産の個人所有が認められるようになり、不動産開発が急拡大したことに加え、高い経済成長目標を課された地方政府が成長エンジンとし

てインフラ投資に注力したこともあり、投資も経済の重要な牽引役となっていた。こうして中国経済は輸出と投資を両輪とする発展が続いたが、2008年のリーマンショックで外需環境の急激な悪化に見舞われたことをきっかけに、より投資中心の経済成長が促されるようになった。この点は、人件費の上昇等が徐々に「世界の工場」としての中国の向かい風となってきたことや、当時中国だけでなく世界経済全体の回復にも大きく貢献した、所謂「4兆元対策」^(注1)が実施されたことが背景として指摘できる。中国のGDPに占める総固定資本形成の割合をみると、日本やその他先進国に比べ著しく高い状況が10年以上に亘り続いてきており、中国のリーマンショック以降の高い成長率が、「投資主導型」の経済成長モデルによって実現してきたことが伺える(第3図)。

そして、「投資主導型」経済を支えていた一つの重要な要素は、不動産価格が必ず上昇するという共通認識、所謂「不動産神話」であったと言えよう。1990年代以降、政府が景気の調整弁として不動産政策を積極的に活用してきた中で、国民の間では、「不動産価格は一時的に下落することはあっても、最終的には政府の介入等により右肩上がりに上昇していくに違いない」という期待感が醸成されていったとみられる(第4図)。

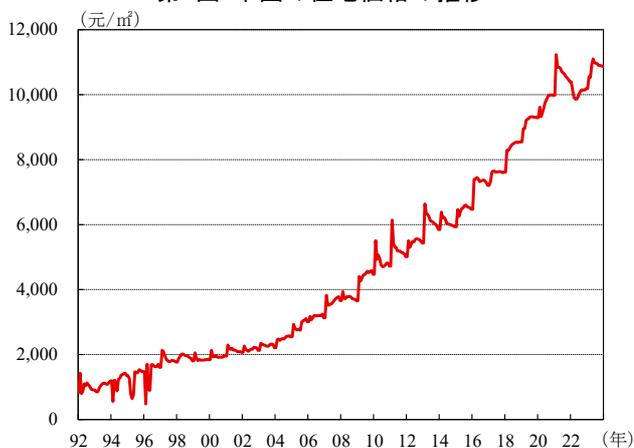
(注1) 2008年11月～2010年頃に行われた公共投資を柱とする4兆元(当時の為替相場で約57兆円)規模の大規模経済対策。中所得者向けの住宅建設やインフラ投資等に利用された。もっとも、中央政府の拠出は1.18兆元に止まり、その多くは地方政府や企業主体で行うことを促すものであった。

第3図: 総固定資本形成/GDPの推移



(資料) 中国国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 中国の住宅価格の推移

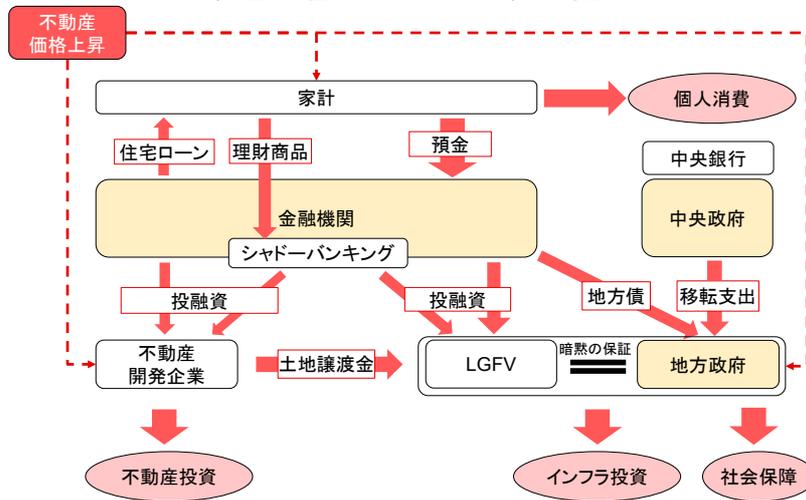


(資料) 中国国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

かかる環境下、不動産開発企業は積極的に開発を行い、金融機関はこれに対し資金供給を拡大していった。特に、住宅市場では、人口増加及び都市化が急速に進展する局面にあったことから、実需が拡大したことは勿論、住宅が投機対象としての性格を帯び、一人で複数の物件を所有することが珍しくなくなったことも、価格の持続的な上昇を手伝った。また、不動産開発企業は開発用地の使用権を地方政府から購入していたため、地方政府への資金流入も大幅に拡大することとなった。結果として、不動産開発企業は負債の拡大を梃子に不動産投資を急拡大させ、他方で土地の所有権を持つ地方政府はその使用権の販売で財政的に潤い、その資金をインフラ投資へ積極的に投じていくという流れが生まれた。

家計においても、所有する不動産の価格上昇は、資産効果を通じて消費の拡大に一定程度寄与したとみられる。“不動産”を中心としたマネーフローの拡大は経済全体に大きな押し上げ効果を生むこととなった（第5図）。

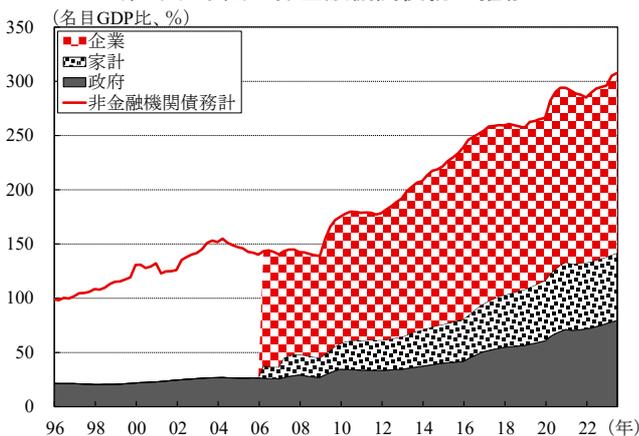
第5図：中国のマネーフロー（従来局面）



(資料)各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

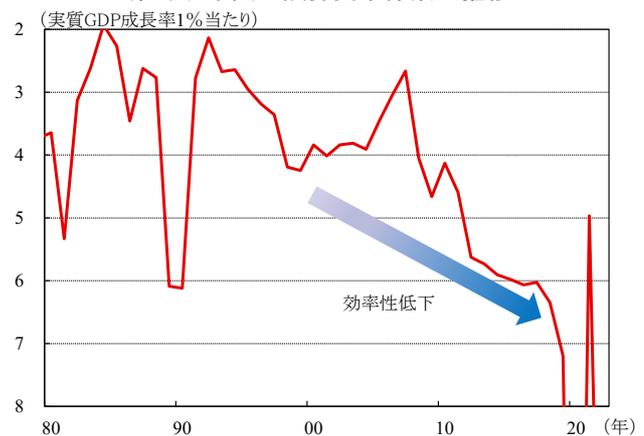
こうしたマネーフローの拡大は、特にリーマンショック以降の15年間、中国経済の高成長を支えてきたが、その引き換えとして、マクロ的な歪みを蓄積させてきた面もある。例えば、政府・家計・企業部門の何れも債務が急増したほか（第6図）、銀行貸出以外の資金供給の拡大（所謂シャドーバンキング）や一般市民の投機（住宅、高利回り金融商品等）の増加を通じて、金融リスクを高めることにも繋がった。また、過大な資金流入に伴い投資も過剰気味となり、投資効率の低下が顕著に表れるようになった（第7図）。

第6図：中国の非金融機関債務の推移



(注)2005年以前は民間部門の内訳が公表されていない。
(資料) BIS統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7図：中国の限界資本係数の推移



(注)1単位当たりの成長に必要な総固定資本形成の単位を算出。
(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(注 3) 銀行規模に応じて不動産貸出残高と住宅ローン貸出残高の全貸出に占める上限比率を規制。中国四大銀行を含む大型銀行では不動産貸出残高の上限が 40%、住宅ローン貸出残高の上限が 32.5%に制限された。

第1表: 今次局面における政府の対応と不動産開発企業の動向

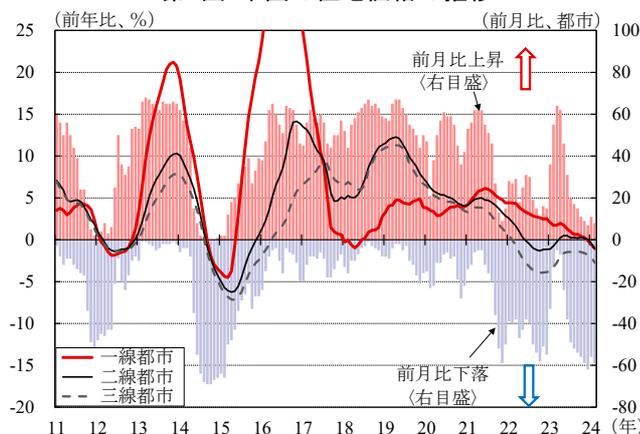
不動産市場を巡る政府当局の動き			中国の不動産開発企業の動向		
2016年	12月	「房住不炒(住宅は住むためのもので投機対象ではない)」 →不動産投機を徹底して封じ込める方針を示した	2021年	9月	恒大集団の資金繰り悪化に関する報道が過熱
2019年	7月	「不動産を短期の景気刺激手段として用いない」と明言		12月	恒大集団が格付け会社から「部分的債務不履行」と認定 ⇒広東省政府が介入し経営再建へ
2020年	8月	「三条紅線」の導入 ⇒不動産開発会社へ3つの定量審査基準を設定 ①前受け金除きの資産負債比率、②純負債自己資本比率、 ③現預金対短期有利子負債比率 ⇒基準への抵触状況で銀行借入の拡大を制限	2022年以降	多くの不動産開発企業において資金繰りの悪化が顕著に	
			12月	「金融機関の不動産向け貸付の集中度管理制度」の導入 ⇒銀行の資産規模に応じ不動産貸出の割合を制限	2023年
2022年以降		不動産市況の大幅な悪化を受けて不動産業への規制を緩和		8月	恒大集団が米連邦破産法15条の適用を申請
				10月	健全性が高いとされていた碧桂园でも資金繰りが悪化 ⇒一部債権について債務不履行と認定
			2024年	1月	香港高裁より恒大集団へ清算命令 ⇒中国本土の裁判所がどのように判断するかは不透明

(資料) 各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

販売面積等の落ち込み度合いに比して、不動産価格の下落幅はこれまで限定的なものに止まってきたが、70都市の平均価格で見ると、前年割れが2年に亘り続いており、前月比で価格が下落した都市は昨年12月には70都市中62都市にまで拡大している(第9図)。特に地方都市(三線都市)での市況悪化が顕著だが、足元では、北京や上海などの大都市(一線都市)でも不動産価格が前年割れとなっている。

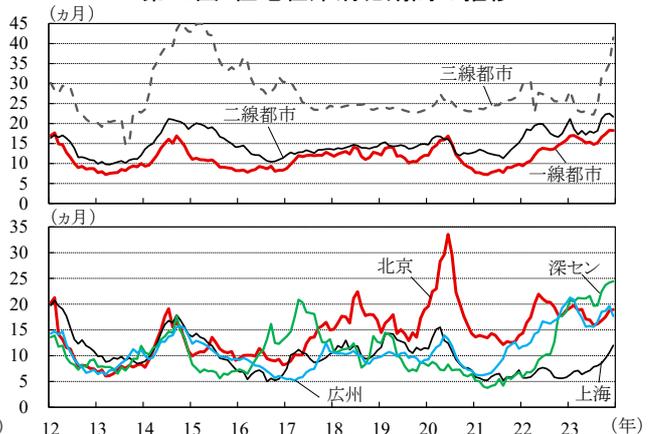
住宅の在庫消化期間をみても、一線都市では他の都市に比べれば依然として短いものの、水準は過去最高となっており、深センや上海などでも長期化傾向が見られるなど、住宅需給の悪化による価格下落圧力が広がりを見せていることを示唆している(第10図)。

第9図: 中国の住宅価格の推移



(注) 棒グラフは前月から上昇した都市をプラス、下落した都市をマイナスで表示。
(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第10図: 住宅在庫消化期間の推移



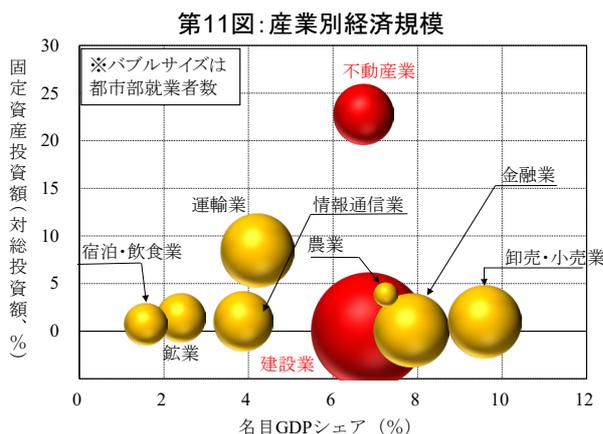
(注) 住宅在庫消化期間=現在の住宅在庫量/直近6カ月の月平均成約量。
(資料) SouFun-CREIS統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

② 企業部門の動向

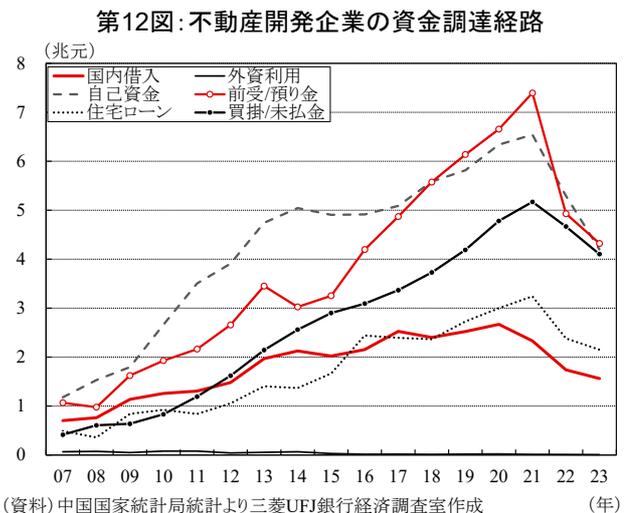
不動産業以外の企業部門においても影響は大きい。不動産関連産業（不動産業＋建設業）の規模は名目 GDP の約 15%、固定資産投資額の約 25%を占めた（2021 年時点）が、鉄鋼、セメント、建材、家具・家電など周辺産業の裾野は広く、ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授らの試算^(注4)では、広義でみた不動産関連産業の経済規模は GDP の約 3 割に上る（第 11 図）。足元では、家具・家電といった住宅関連財の需要が減少しているほか、特に従来から設備能力が過剰とみられてきた上流部門のセメントやガラス産業への影響が大きくなっている。例えば、セメントの生産量はピークであった 2020 年から顕著に減少しているほか、ガラスも右肩上がりの生産から減少に転じている。

また、不動産開発企業の資金調達をみると、銀行借入以上に大きな部分を占めるのが下請け企業向けの買掛金などの契約債務である（第 12 図）。その多くが中小企業宛てとみられており、実態としてはサプライチェーンを含め相当数の企業に影響が出ているだろう。

(注4) Kenneth S. Rogoff and Yuanchen Yang (2020) “Peak China Housing.” NBER Working Papers 27697.



(注) 1. データは2021年。鉱業の名目GDPのみ2019年のシェア。
2. 表中から製造業は除いている。
(資料) 中国国家统计局統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成



(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成 (年)

③ 家計部門の動向

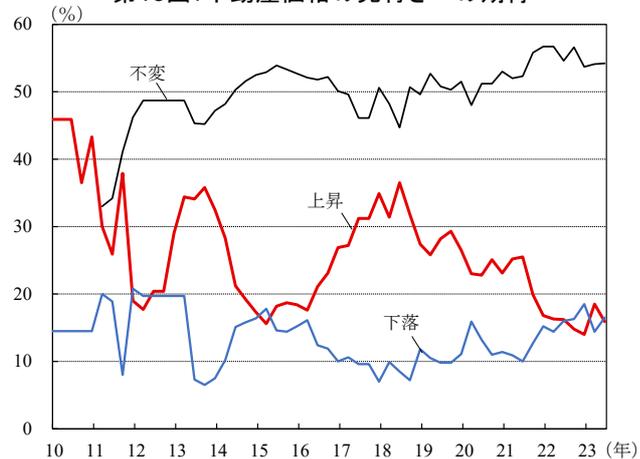
家計部門にも主に「雇用」と「逆資産効果」を通じて影響を与えている。雇用面では、2021 年の都市部就業者の内、不動産業の割合は全体の 3.3%程度に止まるが、建設業は 11.6%と、産業別では製造業（22.5%）に次ぐ規模となっている（第 11 図、前掲）。雇用に関しては、大卒者の急増に伴う就業ミスマッチの増加という別の大きな課題も抱えているが、不動産市況の悪化による影響も相応に大きいと考えられる。

また、2019 年の中国人民銀行の都市部家計資産調査によれば、住宅資産は家計資産の約 6 割を占め、持ち家比率は 96%に達している。消費者の住宅価格上昇への期待が大きく低下していることを踏まえると、従来消費を支えてきた資産効果が剥落してきていると考えられる（=逆資産効果）（次頁第 13 図）。

雇用環境の悪化や逆資産効果の影響は消費者マインドの低迷として表れており、コロナ

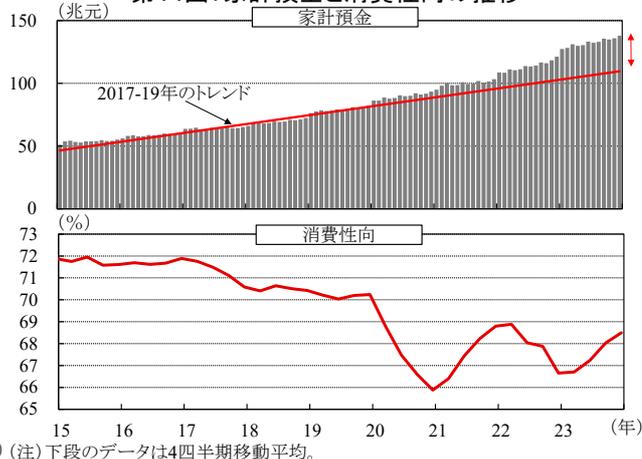
禍が明けた現在でも国内の消費が盛り上がりや欠く要因となっている。実際に、家計預金はコロナ禍以降に過去のトレンドを大きく上回って伸びており、足元で家計が相応の超過貯蓄を有していることが確認できる一方、消費性向はコロナ禍前と比べ切り下がった水準での推移が続いている（第14図）。

第13図：不動産価格の先行きへの期待



(資料) 中国人民銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第14図：家計預金と消費性向の推移



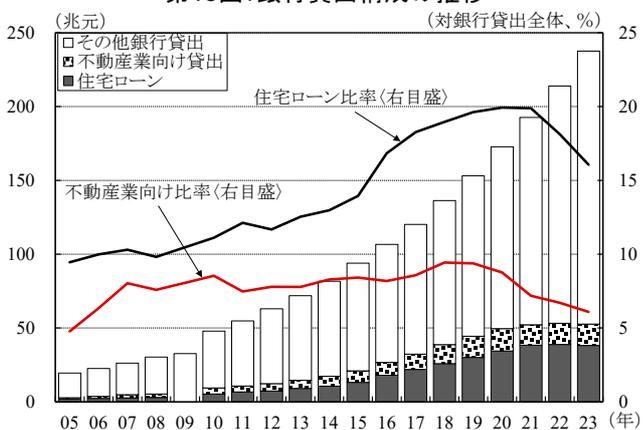
(資料) 中国人民銀行統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

④ 金融部門の動向

金融部門ではマネーフローの縮小によって、不動産やインフラ関連の投融资、それらを多く抱える LGFV 向けの投融资を中心に、債務返済への懸念が高まっている。

こうした中でも、銀行部門における動揺は、現時点では比較的抑えられている。背景としては、中国国内の不動産価格の下落幅が抑えられており担保価値の面では影響がまだ限られていることがあろう。加えて、銀行貸出に占める『不動産業向け』の割合が約 6%と然程高くないことや、約 20%のウェイトを占める『住宅ローン』についても相応の頭金を徴求するなど保守的な融資保全策が取られていることも挙げられる（第15図）。銀行部門は総じて自己資本比率が高く不良債権比率も低位であり、全体としての健全性は保たれていると言えよう（第16図）。

第15図：銀行貸出構成の推移



(注) 2009年の住宅ローン等のデータは欠落。
(資料) 中国人民銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

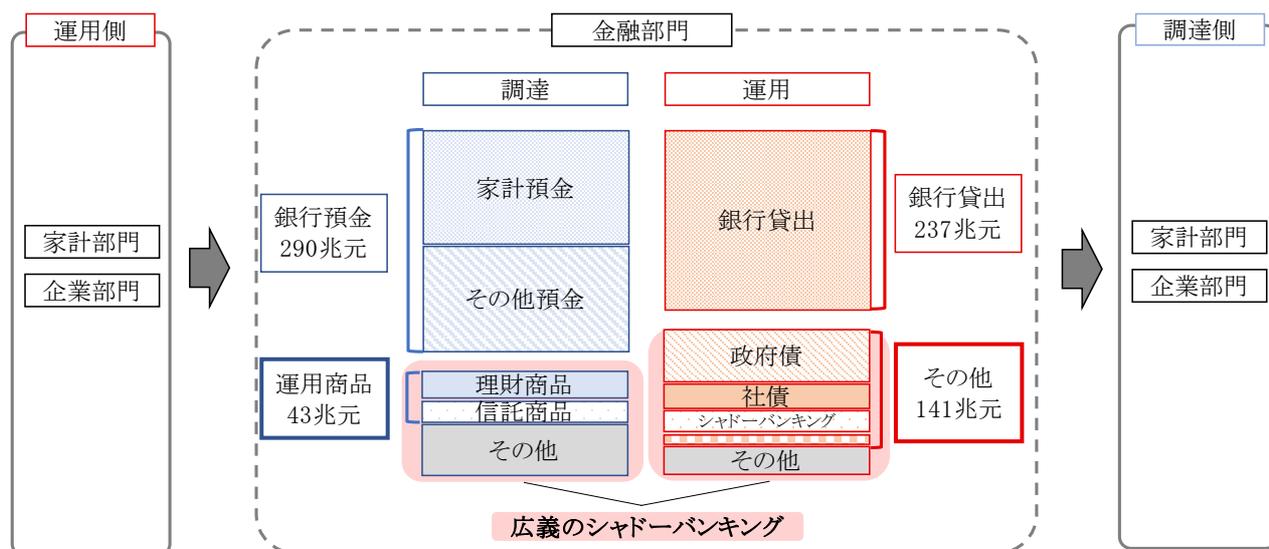
第16図：中国の銀行健全性の推移



(注) 關注類は不良債権には分類されないが懸念の高い債権(≒要注意債権)
(資料) 中国人民銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

他方で、銀行システム以外の所謂シャドーバンキングの分野では、直近でも信託会社の破綻が発生するなど動揺が見られている。中国では一般的な資金供給に関する統計として、銀行貸出残高の他に社会融資総量（銀行貸出以外の調達方法を含んだもの）を発表している。その中では銀行貸出以外が4割程度を占め、資金の出し手としては、銀行預金以外に理財商品や信託商品といった運用商品がある。銀行貸出と預金以外を広義のシャドーバンキングと捉えると、その存在感は大きい（第17図）。

第17図: 中国の金融部門の概観図



(注) 信託商品のデータは2023年は7-9月期のデータ。それ以外は2023年末のデータ。
 (資料) 中国人民銀行、中国信託業協会統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

シャドーバンキングの主要な調達手段に挙げた理財商品や信託商品は、個人投資家を中心に資金を調達し、社債や株、不動産やインフラなど様々な対象に投融資を行う仕組みを取るものが多い。こうした手法が発達した背景には、需要側と供給側双方のニーズが合致したことがある。需要側では、従来から銀行融資が返済懸念の小さい国有企業や大企業に集中しやすい環境下で、特に民間の中小企業等は銀行融資以外の資金調達方法を探る必要があり、他方、供給側では、預金金利が低い中で高い利回りが大きな誘因となった。

商品の特徴としては、①残高規模が大きい（次頁第18図）、②運用期間が短期、③リスクが高い投融資に繋がる（次頁第19図）、またはリスクの所在が不明確（不動産やインフラ投資が相応にある、資金のプール管理）等が挙げられる。個人を中心に資金を集め、投融資を行うという点では投資信託のようなものであるが、2018年の規制強化（「金融機関の資産管理業務の規範に関する指導意見」^(次頁注5)）以前は元本保証を謳っていた場合も多く、銀行預金の代わりに利用されることが多かったと言われている。特に信託商品は、理財商品の一種ではあるが、不動産やインフラ等への投資の比重の高さや一般的な理財商品に比べると期間が長いことなどから相対的にリスクが高いとされていた。従来から投資対象の不透明性や投資対象の収益性が懸念されていたが、投資先の業績悪化等の影響を受けやすく、本局面では複数のデフォルトに繋がったとみられる^(次頁注6)。

(注 5) 元本と利益保証、前述のプール管理の禁止を含む包括的なシャドーバンキング規制。2010 年頃から当局によるシャドーバンキング規制は進められていたが、規制回避のスキームとのイタチごっことなり効果は薄かった。本規制以降は急速にシャドーバンキング抑制効果が表れ、委託貸付等のリスクの高い貸出が減少した。

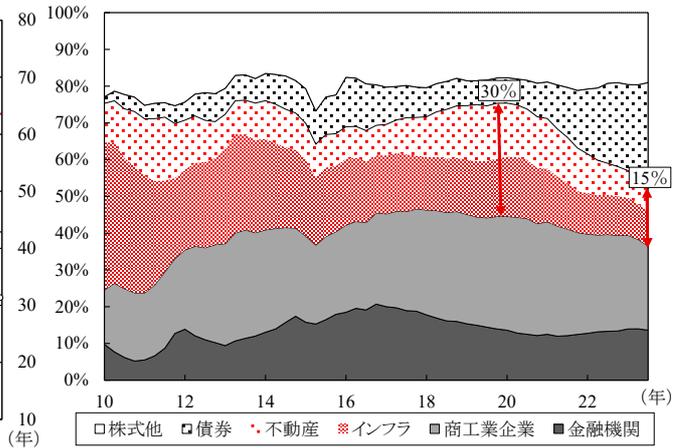
(注 6) 2023 年 5 月に既に公的管理下に置かれていた新華信託が破綻すると、同年 8 月には資産運用大手の中植企業集団傘下、中融国際信託の複数の商品でデフォルトが発生。翌年 1 月には中植企業集団が破産を申請した。

第18図: 理財、信託商品残高の推移



(資料) 中国人民銀行統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第19図: 中国の信託商品の投資先の推移



(資料) 中国信託業協会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

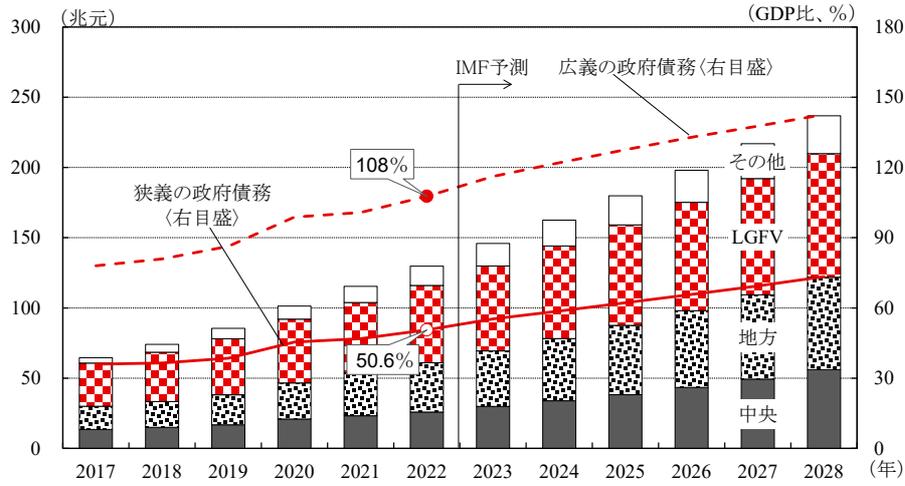
⑤ 地方政府の動向

地方政府への影響も大きい。地方政府は不動産市場の大元となる土地所有権の販売権を有しており、その販売収入に財源の多くを依存する仕組みは「土地財政」とも呼ばれている(⇒次頁コラムご参照)。地方政府は、この「土地財政」を積極的に活用しインフラ投資を拡大してきたが、その際に重要な役割を果たしてきたのが地方融資平台(LGFV)である。自由な借入れが制限されている地方政府に代わり、LGFVは、資金調達とインフラ投資の実施主体となってきた。LGFVには、地方政府による「暗黙の政府保証」が付与されていると考えられており、実態的には地方政府と同一のものとみなされてきたことで資金流入が続き債務が拡大してきた。IMFの推計では、LGFV債務を除いた『狭義の政府債務』はGDP比50%程度と世界的には依然低水準を維持しており、LGFV債務を含めた『広義の政府債務』でも米国と同程度と極端に高いわけではないが、近年の上昇ペースはかなり急激である(次頁第20図)。

本局面で地方政府は、「ゼロコロナ」政策の長期化による支出増加や景気対策としての減税措置の実施などにより只でさえ厳しい財政状況の中、不動産不況に伴う土地販売収入の大幅な減少にも見舞われてきた。足元、景気下支えに向けたインフラ投資の拡大が期待される局面であるが、財源の減少が投資を下押ししている。

これまで地方債や城投債(LGFVが発行する社債)がテクニカルな要因以外でデフォルトに陥ったことはなく、「暗黙の政府保証」が崩れていないことから大きな混乱は生じていないが、公務員給料の削減・遅配等が発生しているとの報道もあるなど、地方財政の厳しさが増していることは間違いないだろう。

第20図：中国の政府債務の内訳



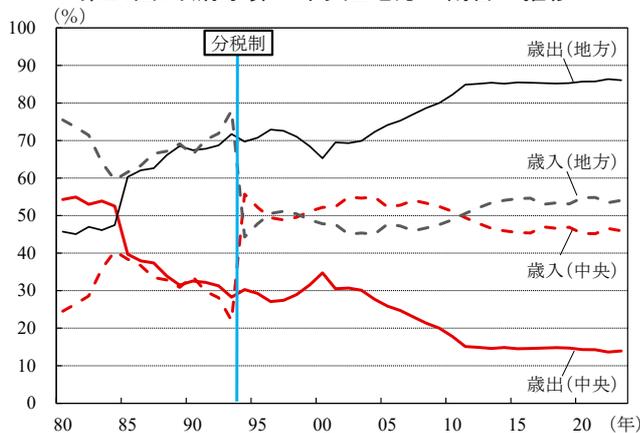
(資料) IMFより三菱UFJ銀行経済調査室作成

～コラム：分税制と地方財政～

中国で1994年に実施された分税制は、現在の地方財政構造に大きな影響を与えた。同制度は国・地方其々に税務機構を設置して別々に歳入を得る制度である。以前の中国では、徴税を地方政府が担っており、一定額を中央政府に納めれば、残りは地方政府が自由に利用することができた。中央政府としてはマクロコントロールが効きづらい等の弊害が大きかったことから分税制の導入に至ったが、以降の一般公共予算（日本での一般会計予算）は、中央と地方の歳入の取り分が3：7から一気に5：5となった一方、歳出負担の割合はほぼ不変となったことから、地方政府は大幅な歳出超過となり、赤字分は中央政府からの移転支出によって補われる形となった（第21図）。結果として地方政府の財政における裁量は極めて限定的となったが、同時に地方政府には所有している土地の使用権を自由に販売することが認められるようになった為、地方政府は財源を自由度の高い土地使用権の販売収入に強く依存するようになった（第22図）。

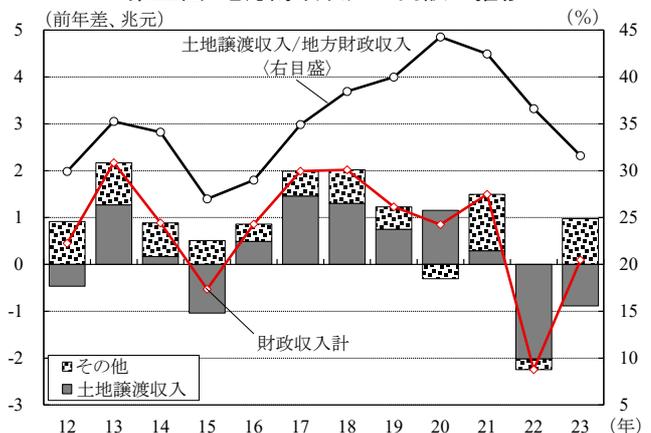
こうしたシステムは「土地財政」とも称される。また、財源確保の為に土地を高値で販売したいという地方政府の思惑は住宅バブルの要因の一つにもなったと言われている。

第21図：政府予算の中央と地方の割合の推移



(注) 一般公共予算のみの内訳。
(資料) 中国財政部統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第22図：地方財政収入の内訳の推移



(注) ここでは一般公共予算収入と政府性基金収入の合計。
(資料) 中国財政部統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

3. 中国政府の対応

(1) 足元までの政府対応 ～金融と社会の安定維持を主眼に広範な政策を展開～

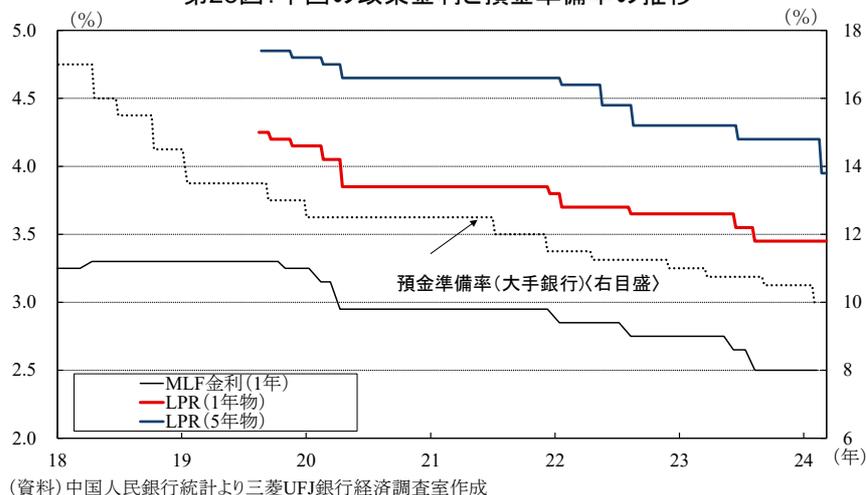
不動産不況が鮮明化して以降、政府当局は事態の改善に向けた各種支援策を実施してきた。これらの政策には、「金融リスク（大規模なシステミックリスクへの発展）の回避」、「社会の安定維持」を最優先とする姿勢が見られる。昨年10月末に6年ぶりに開催された中央金融工作会議では、金融業界に対して共産党の指導を強化し、地方債務リスクを抑制する取り組みを強化することが決定されたほか、同年12月に行われた中央経済工作会議でも「重点領域のリスク防止と解消」が、今年重点活動の一つに挙げられた。

コロナ禍の中国では、長らく「ゼロコロナ」政策を続けた影響で景気の低迷が長期化し、インフレが然程進まなかった。この為、物価高騰の中で世界各国が急激な金融引き締めに向かう間も、一貫して緩和的な金融政策を継続することができた。今年も1月に預金準備率、2月には住宅ローン金利の参照金利であるLPR5年物を引き下げており（第23図）、構造的金融政策^(注7)や金融機関への窓口指導を通じた的を絞った支援も行っている。

金融機関には中央金融工作会議において「不動産企業の合理的な資金ニーズ」を満たすことが求められたほか、政府も不動産開発企業のホワイトリストを作成するなど、不動産市場の資金需要への重点的な支援を促している。

(注7) 政策金利や預金準備率操作とは異なり、より特定のターゲットに絞って資金供給する方法。担保付き補完貸出(PSL)や再貸出し、再割引等を活用して人民銀行が資金供給の方向性を定める。

第23図: 中国の政策金利と預金準備率の推移



地方政府やLGFVの債務リスクへの対応も積極的に行われている。これまで、地方政府債や城投債(LGFVが発行している債券)のデフォルトは例がない(テクニカルなものを除く)が、土地譲渡収入の減少などから地方政府及びLGFVの債務返済懸念が高まってきている。中央政府はLGFVの債務を地方政府債務に付け替えるため、地方政府に特別再融資債の発行を指示し、債務者の明確化(隠れ債務の解消)と利払い費用の低減を図っているほか、金融機関に対し金利の引き下げや貸出期間の延長を求める窓口指導も行っている。

社会の安定維持という側面では、2022年8月頃からの「保交楼」政策^(注8)の徹底が挙げられる。従来から中国の住宅市場は、8割以上が予約販売方式^(注9)となっていたため、住宅購入者の多くは住宅が完成する前にローンの返済を開始しなければならなかった。こうした中、2022年頃から不動産開発企業の資金繰りひっ迫により未完工物件が増加すると、引き渡しの目途が立たないにも関わらず返済を続けなければならない購入者による住宅ローンの返済拒否の動きが各地で活発化、社会問題に発展した。こうした状況を受けて政府は「保交楼」政策を打ち出し、住宅の引き渡しを最優先に支援していく姿勢を示した。実際、住宅の販売や着工が前年割れを続ける中でも、完工面積は昨年を通じて持ち直しており、政策の効果は徐々に表れていると言えよう。

政府は、住宅供給の安定化を通じたリスク回避に主眼を置きつつも、需要の喚起へ向けた政策も実施している。住宅ローン金利の引き下げや頭金規制の緩和を断続的に行っているほか、「認房不認貸」^(注10)による住み替え需要の喚起など、金融的な支援を中心に実施している。また、政府主導の三大プロジェクト^(注11)の中では保障性住宅の建設推進なども掲げており、投資の拡大としても一定程度下支えしている。もっとも、現時点では足元の販売不振のトレンドを反転させるには至っていない。

(注8) 未完工物件増加による住宅ローン返済拒否が社会問題化したことで開始。政策性銀行による特別貸出の実施等を通じて地方政府に資金供給し、地方政府の責任で未完工のプロジェクトの引き渡しを促す政策。

(注9) 不動産開発業者がマンション等の住宅建設の際、予め購入者から資金を受け取り、その資金を基に建設を進める方法。

(注10) 過去に住宅ローンを組んでいた場合でも、2軒目以降の住宅購入時に当人名義の不動産を保有していなければ、1軒目の住宅ローン頭金比率や優遇金利が適用される。住み替え時の住宅ローンの条件を緩和することで、住宅の改善需要を喚起することを目的としているとみられる。

(注11) 保障性住宅（低所得者向け）、城中村（都市部の老朽化した宅地等）再開発、平時災害両用の公共インフラ建設を推進する政府の政策。

(2) 政府当局の対応の方向性 ～システミックリスク回避と社会の安定維持を最優先～

今後も、政府は、システミックリスクの回避を第一目的として、波及リスクの大きさや社会の安定維持にどの程度影響があるかを見極めながら政策対応を進めていくとみられる。例えば、不動産開発企業の債権者は、住宅購入者や契約債権を持つ下請け企業、納入業者など当事者が非常に多く、処理を誤れば経済社会的なインパクトが大きい為、影響を極小化するような対応を継続するだろう。また、地方政府への信頼が揺らぎ、「暗黙の政府保証」の前提が崩壊すれば、中国市場全体のシステミックリスクに繋がる可能性があることから、地方政府債務及びLGFV債務のデフォルト回避は優先度がかなり高いはずである。地方政府債務への借り換えや金融機関に対する窓口指導の継続、強化によってLGFVについても破綻を回避する方向となるだろう。

一方で、不動産開発企業に対しては、政府は従来から無秩序な開発に否定的な見解を示し、幾度となく警告を行ってきたことを踏まえれば、無制限の救済というわけにはいかないだろう。実際に前述の不動産開発企業向けの金融支援では、優先支援先のホワイトリス

トが作成されているほか、政府高官の発言の中でも「破産」が選択肢にあるとの言及がみられている。今後は国有企業による買収等、業界再編も進められていくことになるだろう。

また、これらのシステミックリスク回避の対応は、差し当たっては資金供給を担う銀行部門に負担の多くが齎寄せされる形になるとみられる。不動産開発企業への追加融資や地方政府関連債務の期限延長、金利引き下げ等の対応は、当面の安定と引き換えに銀行部門の資産が劣化するリスクを高めるが、こうした可能性は既に足元の上場企業の財務データからも伺える。EBITDA（利払い前、税引き前、償却前利益）が支払利息を下回っている企業を潜在的に返済リスクが高い先として考えると、これらの企業の債務が上場企業の債務全体に占める割合はコロナ禍以降急激に高まっている。勿論これら全てが不良債権化するわけではなく、一時的な業績悪化によるものもあると思われるが、債務全般に返済懸念が強まっているのは確かであり、注意を要しよう（第2表）。

第2表：今次局面における政府の対応

	不動産開発企業		個人・企業		地方政府(LGFV)		金融機関	
目的	デレバレッジの推進 共同富裕(バブル回避)		社会安定 景気安定		地方政府に対する信認 地方政府=LGFVの前提		システミックリスク回避 国有大手銀行の余力	
政策対応	○地方政府主導の再建指導 ○マクロ的な金融緩和 ○金融機関への窓口指導 ○「認房不認貸」等需要刺激		○「保交楼」政策の徹底 ○契約負債の解消優先 ○マクロ的な金融緩和 ○構造的金融政策の活用		○LGFVの借り換え支援 ○置換債の発行枠設定 ○金融機関への窓口指導 ○中央政府赤字の拡大		○預金準備率の引き下げ ○構造的金融政策 ⇒銀行への齎寄せが強まる ○信託会社の破綻は容認	
政策先行き	目的を絞った対応		実需層への支援重視		「暗黙の政府保証」維持		金融機関への齎寄せ続く	
	優良先	不良先	実需層	投機層	地方政府	LGFV	銀行	その他(信託会社等)
	融資支援により経営維持	破綻企業が出てくる可能性も	住宅の完工、引き渡しが最優先	投機的な不動産購入は保護劣後	上級政府の支援による破綻回避	地方政府への債権の置き換え	中小銀行でのリスクが高まる	信託会社のデフォルト、破綻も
業界再編、国有企業による買収	未完工物件は他社に引き継ぐ	契約負債解消進むも、倒産企業も	金融商品購入者の保証は期待薄	最終的には中央政府の資金拠出	金融機関からのサポート継続	システミックリスクは回避へ支援	シャドープランニングの規制が進む	
優先度	○	△	◎	△	◎	○	◎	△

(注) 優先度は筆者の主観に基づき、◎>○>△の順でランク付けしたもの。
(資料) 各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

4. 中国経済の当面の見通しについて

(1) 政府の対応について

中国政府の統制能力と財政余力を踏まえれば、政府当局が各所で再三に亘って強調しているように、大規模な金融システミックリスクは当面においては回避できるだろう。つまり、不動産市場の無秩序な崩壊（住宅価格の急落等）、大規模な地方政府の債務デフォルト等の発生（「暗黙の政府保証」の崩壊）、信用不安による銀行の連鎖的な破綻といった、バブル崩壊型の急激な調整による経済及び社会システムの不安定化には至らないとみる。

① 政府の統制能力

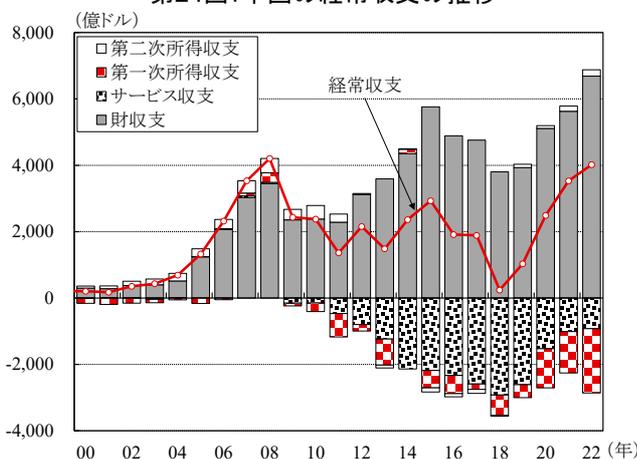
「政府の統制能力」を定量化することは難しいが、一昨年まで続いた「ゼロコロナ」政策の例を見ても分かるように、中国政府が経済、社会に対する強い統制力を持つことは明らかである。これは同政策が景気を大幅に抑制するという副作用を生んだように、「効き過ぎ」によるリスクを持つ諸刃の剣でもあるが、危機時には迅速な意思決定の下で強力な政策対応が行えると言えるだろう。また、大型商業銀行を含めた国有企業を活用することができるなど、取り得る手段が多いことや、中国では政府が不動産市場の大元である土地を保有し、土地所有権の許認可を通じて供給及び価格を統制できることも大きい。

② 政府の財政余力

統制力に加え、国家としての財政的な余力も重要なポイントである。政府は不動産開発企業や資金繰りの厳しい中小企業、地方政府や LGFV に対して低利融資の実施や返済期間の延長、債務の借り換えを通じた支援を打ち出しているが、何れも実施主体である銀行の負担増に繋がる。現状の銀行部門は、相応にリスクを吸収できる財務体力を有しているとみられるが、地方財政の厳しい現状も踏まえれば、最終的には中央政府及び中銀の財政・金融サポートが最後のバックストップとなる。

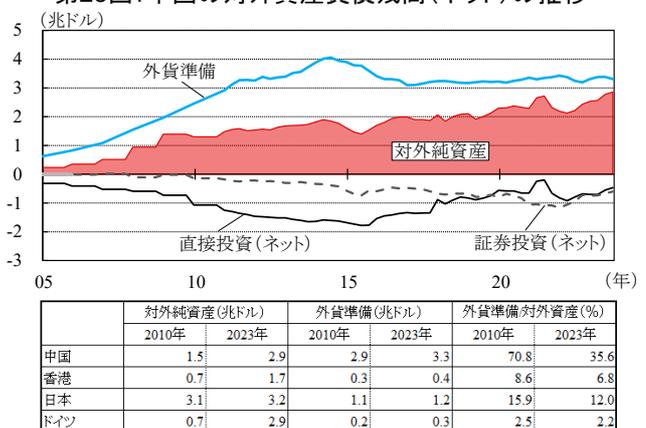
国家としての財政余力を測る上で一つの示唆になるのが、中国の対外純資産、そして外貨準備の状況である。中国は 2001 年の WTO 加入後、世界の工場として貿易黒字を積み上げてきた（第 24 図）結果、直近の外貨準備は 3.3 兆ドルで世界最大、対外純資産も 2.9 兆ドルと香港（1.7 兆ドル）との合計ではこちらでも世界最大となっている（第 25 図）。非金融機関債務の規模が世界的にみてもかなり大きい（GDP 比 308%）状況ではあるが、こうした資産背景や、そもそも中央政府の債務の海外保有比率は 10%に満たず、世界的に見ても海外マネーへの依存度は特に高くはない中で、経常収支も足元でも黒字を維持していることなどから、資金の海外流出や海外からショックがもたらされるリスクは高くないだろう。政府の統制力の強さだけでなく、財政的な側面からみても、中国が金融システムリスク及び急激な調整を回避するだけの対応力を有していると考えられる。

第24図: 中国の経常収支の推移



(資料) 中国国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第25図: 中国の対外資産負債残高(ネット)の推移



(注) 下表の2023年は7-9月期のデータ。

(資料) 中国国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) 当面の見通し～各部門の見通し～

前段の政府の方針や対応力を踏まえた各部門の当面の見通しについて考察する。

① 不動産開発企業の先行きについて

不動産市場においては、政府による「保交楼」政策や資金供給の強化などによる主に供給サイドへの支援が一定の効果を示している。そうした供給側の安定化策が継続されつつ、従来過剰であった販売面が実需相応の水準に近づいてくることで、徐々に不調の底が見えてくるのが想定される。但し、人口減少の中で今後実需も伸びにくいことを踏まえると、政策支援が継続するという前提の下でも需要を大きく回復させることは困難であると考えられる。

② 企業部門の先行きについて

不動産業以外の企業部門に対する下押し圧力も続くだろう。不動産を取り巻くサプライチェーンの規模が大きい点や、政府が経営難にある不動産開発企業への対処に時間を要する中で、契約債務の解消が順調に進んでいるとは言い難いことが背景にある。また、不動産開発企業や地方政府関連向けの債権を相応に抱えている銀行の融資意欲低下や、シャドールバンキングの倒産等が企業の資金調達に影響を及ぼすことで、従来から銀行融資を受けにくい民間セクター、特に中小企業などの資金繰り悪化が懸念される。

昨年低迷が続いた輸出が足元で反転していることは企業部門改善の一定の下支えとなるだろうが、これらの点を踏まえれば、改善ペースは緩やかなものに止まろう。

③ 家計部門の先行きについて

家計部門は、資産・所得の減少と、消費者マインドの低迷が引き続き消費の下押し要因となろう。不動産関連企業その他、地方政府でも財政難により給料の遅配等が報じられるなど雇用環境の悪化が見られており、所得の改善を抑制するだろう。また、住宅価格の停滞が続くという見通しが定着すれば、逆資産効果による消費の抑制効果が長く尾を引くことも見込まれる。他にも、懸念が強まっている信託商品は、主に富裕層を対象としており、個人資産の毀損による消費への影響は現時点では限定的とみられるが、今後デフォルトが40兆元に上る高利回り商品全体に広がれば、消費の抑制に繋がることも懸念される。

今年の春節はコロナ禍後初めて行動規制が無かったこともあり、旅行等のサービス消費が活発化した。政府の需要喚起策も継続的に打ち出されていくことが期待され、消費は常態化・巡航速度への回復を続けるとみられるが、こちらもコロナ禍前に比べるとやや勢いを欠くものになるだろう。

④ 金融部門の先行きについて

銀行部門の財務体力、国全体としての方針及び財政余力を踏まえれば、現時点において、

金融システミックリスクは然程大きくないと言えるだろう。

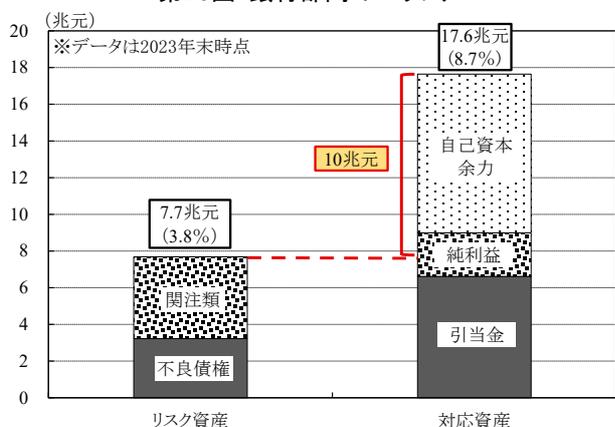
銀行部門の健全性をみると、現在の不良債権残高と関注類（要注意債権）の合計額（7.7兆元）は、引当金と年間純利益の合計額（8.5兆元）でカバーできる範囲に収まっている。加えて、現在の自己資本比率は15.1%と比較的高く、必要最低限の自己資本比率からみて4%程度（約8.7兆元）^{（注12）}の余力がある（第26図）。

但し、銀行によって余力に差がある点には注意が必要であり、小規模な農村銀行などは自己資本比率や引当金比率（貸倒引当金/不良債権）で見た際の健全性は大型商業銀行と比べてかなり劣っている（第27図）。不動産企業や地方政府などの資金繰りが厳しくなる中で、政府当局は銀行に支援を求める政策を取っていることに加え、銀行財務の健全性を支えてきた厚い利鞘も金融緩和を進める中で急速に縮小してきている。

今後、銀行の資産劣化が想定以上に進めば、中小銀行において散発的な経営不安が発生する可能性はあろう。また、不動産など主要な投資対象の収益性が低下する中、理財商品や信託商品のデフォルトやシャドバンキングの破綻などが続くこともリスクとして想定されよう。

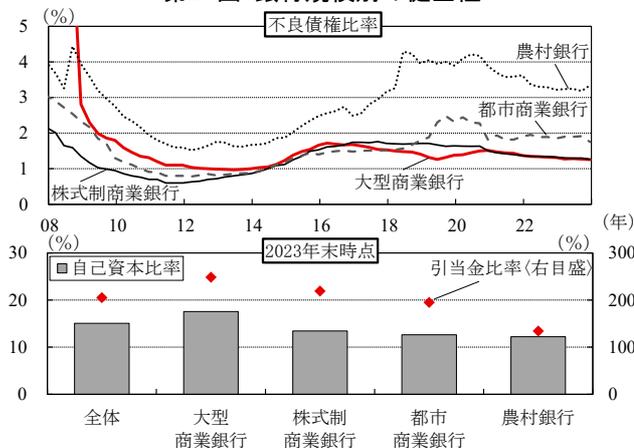
（注12）中国の銀行の自己資本比率規制は8%以上であるが、資本バッファー2.5%を加えて10.5%を最低ラインとして設定した上で試算。中国人民銀行の金融安定報告（2023）におけるストレステストでも10.5%以上を合格としていることも踏まえている。

第26図：銀行部門のバッファー



（注）自己資本の取り崩し分は、4%分として試算。括弧内は総貸出に対する比率。
（資料）中国金融保険監督管理委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第27図：銀行規模別の健全性



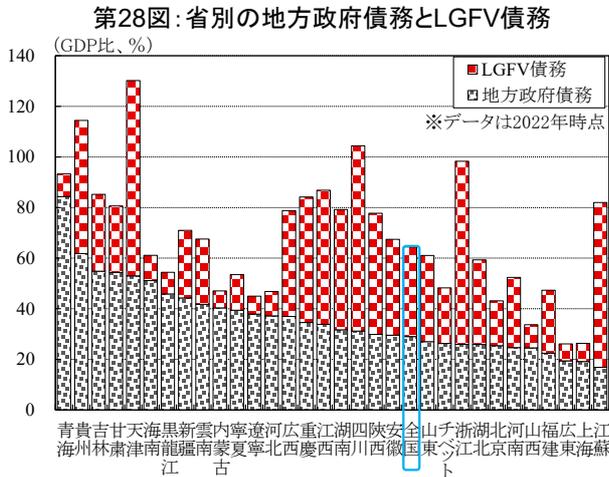
（資料）中国金融保険監督管理委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

⑤ 地方政府の先行きについて

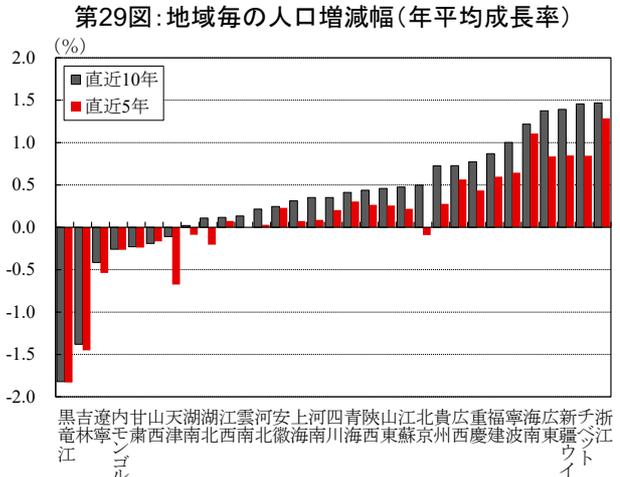
地方政府及びLGFVについても中央政府は支援を重視していく姿勢を取っている。2021年末には黒竜江省の鶴崗市が実質的に破綻したと報じられるなど、今後、市レベルなどで破綻が起こる可能性は否定できないが、これによりLGFVや地方政府の債務問題全体が即座にコントロール不能になる可能性は高くないとみられる。

もともと、財政余力の低下に加え、中央政府方針の重心が経済成長率の追求から適切な債務リスク管理へとシフトする中で、地方政府によるインフラ投資が先細りになることが想定される。さらに、地域によって債務負担の状況は異なっており、深刻度も異なる

(第 28 図)。政府の支援スタンスが揺るがない限り、経済社会に著しい影響をあたえるような信用不安の連鎖は想定されないが、今後人口流出が見込まれる地域等では、益々土地販売が不調になり収入が減少していく一方、高齢化などから社会保障費が上昇することで財政の悪化リスクが高い点には留意を要する (第 29 図)。



(資料) WIND統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

このように部門毎に見た場合、今回の不動産市場を巡るマネーフローの縮小は其々にリスクを抱えており、短期的には特に個人消費の抑制や企業投資の減少を通じた景気の下押しが続くとみられる (第 3 表)。

第3表: 各部門への影響のまとめ

	過去の経緯	今次局面	見通し
不動産 開発企業	<ul style="list-style-type: none"> ○不動産市場化に伴い勃興 ○実需と投機需要拡大により急成長 ○高いレバレッジにより負債拡大 ○シャドーバンキングも活用 ○地方政府のインセンティブも後押し 	<ul style="list-style-type: none"> ○2020年の規制強化で資金繰り悪化 ○大手から中小まで苦境が続く ○政府当局により供給側と需要側の両面からの支援が実施 ⇒特に需要側の回復が進まず、不動産開発投資が大幅減少 	<ul style="list-style-type: none"> ○企業再編等は伴うが、政府の支援継続による供給側の安定化は進捗 ○バブル抑制の面から調整自体は続く ○「不動産神話」崩壊が進む中、需要側の回復のハードルは高い ⇒不動産業界は厳しい状況が続く
企業	<ul style="list-style-type: none"> ○不動産業関連の経済規模が拡大 ○不動産関連企業への債権が大きい 	<ul style="list-style-type: none"> ○不動産関連業の生産量減少 ○不動産関連企業からの支払い停滞 ⇒中小企業などの経営状況の悪化 	<ul style="list-style-type: none"> ○政府による金融支援が継続も ⇒引き続き資金繰り難による不動産関連企業の破綻が続く可能性も
家計	<ul style="list-style-type: none"> ○不動産業関連の雇用が拡大 ○都市部の人口増加の受け皿にも ○「不動産神話」の下、資産効果 	<ul style="list-style-type: none"> ○雇用・所得環境の悪化 ○価格下落による逆資産効果の発現 ⇒消費回復の下押し要因に 	<ul style="list-style-type: none"> ○消費マインドの低迷が続く ○一層貯蓄志向が高まるリスクが多い ⇒消費回復を抑制、貯蓄率の上昇
地方政府 (LGFV)	<ul style="list-style-type: none"> ○自由な土地所有権の販売が可能に ○「土地財政」の定着 ○積極的なインフラ投資の実施 ○LGFV債務の急拡大 ○インフラ投資の採算性の低下 	<ul style="list-style-type: none"> ○土地所有権の販売が低調となり、地方財政の悪化が進む ○LGFV債務の返済懸念が高まる中、政府当局による金融支援強化 ⇒「暗黙の政府保証」は保たれているが、地方財政は厳しい状況に 	<ul style="list-style-type: none"> ○政府支援でデフォルト連鎖は回避 (=「暗黙の政府保証」を維持) ○地方財政の悪化、債務拡大、投資の効率性の低下が継続 ⇒インフラ投資などを下押し、先送りされたリスクは時間を経て高まる
金融機関	<ul style="list-style-type: none"> ○銀行部門の不動産向け、LGFV向け貸出が増加 (住宅ローン向け貸出も) ○銀行部門の健全性向上 ○シャドーバンキングの存在感が拡大 ○高利回り商品市場の拡大 	<ul style="list-style-type: none"> ○不動産・インフラ向け貸出のリスク ○銀行部門の動揺は抑えられている ○農村銀行などではリスクが高まる ○シャドーバンキングの倒産 ⇒銀行部門によるリスク吸収によって金融部門の混乱を抑制 	<ul style="list-style-type: none"> ○銀行のバッファーは相応にある ○潜在的な不良債権の増加、地方政府や不動産企業の支援による負担増 ○シャドーバンキング関連のデフォルト ⇒システミックリスクは当面回避も、中小銀行や社会安定の面でのリスク有

(資料) 各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

5. 中国経済の中長期的な見通しについて

(1) 財政余力の持続可能性

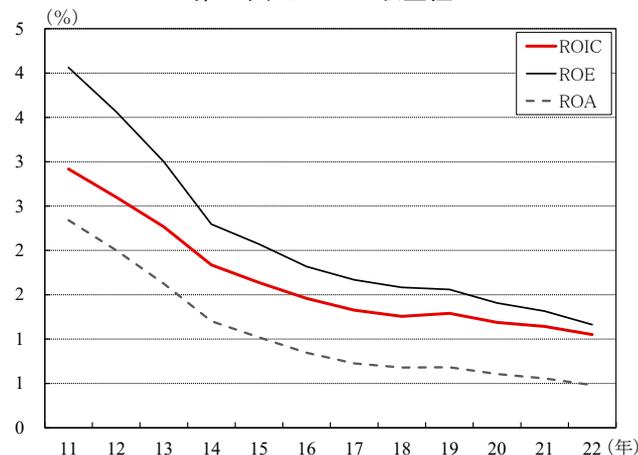
中国の財政余力は、長期的には不確実性を抱える。

第一に、政府債務は今後も急速に増加していくことが想定される。足元、明確な牽引役が不在の中国経済では政府によるインフラ投資の役割が一段と高まっており、GDP比3%を上限としてきた財政赤字幅も、昨年は期中の追加歳出により3.8%にまで拡大している。前述したIMFの予測によれば、足元GDP比108%である広義の政府債務は2028年には150%近くまで拡大するほか、LGFV債務などの所謂「隠れ債務」については、実態の把握が難しいが故の不透明感も存在する。

更には利払い負担の膨張も財政を圧迫する。日本の政府債務の対GDP比は260%と中国を大きく上回るが、例えば、現在の10年国債の金利は、日本が約0.7%であるのに対して、中国は、低下してきているとはいえ2.5%程度の水準にあり、そこに大きな差がある。

また、政府主導のインフラ投資は、これまでの対応で整備が進んできたこともあり、追加的なインフラ整備にかかる投資効率が低下してきている。実際、LGFVの投資収益性の指標としてROICを見ると年々低下が続いており、足元では1%台と、LGFVの主要調達手段である城投債の利回り（3%程度）を大きく下回る水準にまで落ち込んでいる（第30、31図）。

第30図:LGFVの収益性



(資料)WIND統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第31図:債券利回りの推移



(注)各債券は5年物。城投債はAAA債の利回り。
(資料)WIND統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第二に、豊富な対外資産の源泉となってきた経常収支黒字は今後縮小していく可能性が高い。国際収支の発展段階説に則れば、中国の経常収支黒字の中心は貿易収支黒字から徐々に所得収支黒字に転換していくことになるはずである。この点、貿易収支については国内労働者の賃金上昇や米中対立等が黒字の縮小方向に作用するとみられるが、他方、所得収支の黒字転換へのハードルは決して低くない。その一つの理由が、中国の対外資産の中身である。対外資産が増加すれば、投資収益に当たる第一次所得の収支は改善していくはずだが、中国は対外資産に占める外貨準備の割合が高く、一般的に外貨準備より収益性

が高いとされる直接投資の割合が低い。近年では「一帯一路」の推進に関連した投資の積極化により、対外資産における外貨準備の割合が 30%程度まで低下しているが（2010 年は 70%超）、主要国と比べると依然高い水準である。為替政策の柔軟性を維持する上で外貨準備を相応に置く必要があるとみられることや、米国への投資規制の強化等経済安全保障の観点などが、対外資産の収益性改善、所得収支の黒字化を難しくしている。

こうしたことから、財政余力を前提とした中長期的な見通しはより幅を持って捉える必要があるだろう。

(2) 中国経済の先行きをどのように解釈するか

ここまで、今次局面の不動産市場の変調が各方面にどのような影響を与えうるかを考察し、それに合わせて政府当局の対応についても論じた。これらを踏まえ、最後に中国経済が中長期的に成長を続けていく上でどのような課題に直面しているのかを整理し、先行きを展望する。

① これまでの中国の成長モデル

まず、不動産を中心としたマネーフロー拡大による「投資主導型」の成長モデルの継続は益々難しくなっていると言えよう。不動産市場は、政府の各種支援策により不動産開発企業ら供給側の整理が進み最悪期を脱せたとしても、従来牽引力を取り戻すまでには至らないだろう。これまでの不動産市場の伸びは実需を超えた投機にも一定程度支えられていたとみられるが、政府方針を見ても住宅バブルの再燃に繋がりにかねない投機需要が再度盛り上がることは、今後は想定しにくい^(注 13)。また、中国では長年続いた「一人っ子政策」の影響で 2022 年からは人口減少局面に突入し実需も減少している。更に、不動産価格が右肩上がりの上昇を続けるとの前提が崩れ、不動産を起点とする拡張型の資金循環が逆回転をはじめたことで、地方財政や金融リスクへの懸念が高まり、例えばインフラ投資など従来型の成長を支えてきた不動産以外の分野への向かい風も強まっている。

(注 13) 詳細については、三菱 UFJ 銀行経済調査室（2023 年 6 月 8 日）『[経済情報：中国不動産市場の展望～中国の固有事情を踏まえた 3 つのシナリオ～](#)』参照。

② 新たな成長モデルへの転換へ向けて

これまで膨張してきたリスクへの対処が経済を下押ししていることで、中国政府が目指す「成長モデルの転換」も困難なものとなっている。中国は従来から GDP に占める個人消費の割合が先進国等に比べ低く、政府も「投資依存型」の成長からの脱却、「消費主導型」の成長モデルへの転換を模索してきた。しかし、不動産の所有状況による資産格差が広がっていったことや、社会保障の整備の遅れなどから所得配分の不均衡も強まっていたことなどが、その進展を妨げてきた。また、足元では不動産価格の値上がり期待が大きく低下したことや、地方政府の財政悪化による将来の社会保障への不安などから、家計防衛的な貯蓄マインドが一層高まっていることも消費拡大の制約となっている。

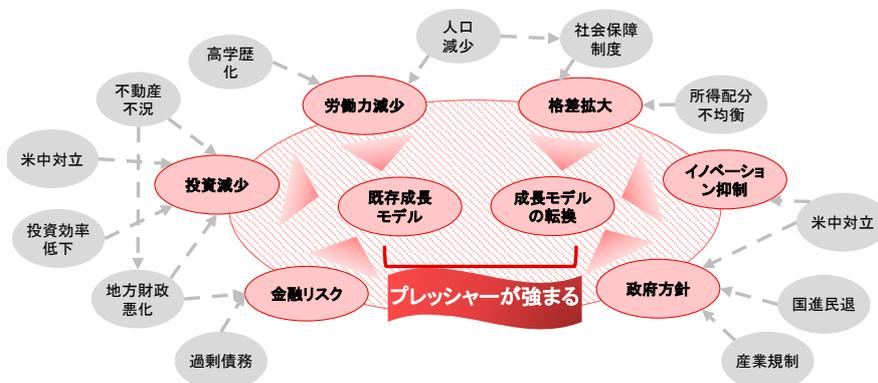
他方で、近年の中国は EV や太陽光パネルなどのグリーン関連産業や、半導体分野などで技術的に著しい発展を遂げ、独自の技術を蓄積してきたことにより、これまでの「世界の工場」という立場から、最先端分野において米国と共に世界をリードする立場になってきている。こうした面は中国が今後の成長ポテンシャルを有していることの一つの根拠と言えよう。但し、このような「先端技術主導型」とも言うべき成長モデルへの転換においても課題はある。こうしたポテンシャルを十分に発揮するには民間企業の力が肝要であるが、これまで LGFV の積極的な活用等も含めて国有企業中心の発展を進めてきたこと（所謂「国進民退」^(注 14)）や、昨今の特定業界への規制強化（IT 産業規制、不動産規制、教育産業規制等）が民間企業にとっての重石となってきている。さらに、米中対立が激化する懸念があることや世界的なデリスキングの潮流等、中国を取り巻く外的環境が複雑になっていることもイノベーションの抑制に繋がる可能性がある。

(注 14) 政府による政策の恩恵が国有企業に集中してしまう形になり、民間企業が恩恵を受けられない若しくは民間企業の発展が阻害されてしまう状況を表したものの。

③ 中国経済が抱えるジレンマと中長期的な成長への展望

中国経済は、投資主導型の成長モデルの維持も、消費主導型等の新たな成長モデルへの転換も簡単ではないという状況に置かれている。成長モデルの急激な転換を図れば経済へのショックが大きくなるリスクがある一方、抜本的な対処を先送りすればリスクを抱えながら低成長が続かぬというジレンマに直面していると言えよう（第 32 図）。

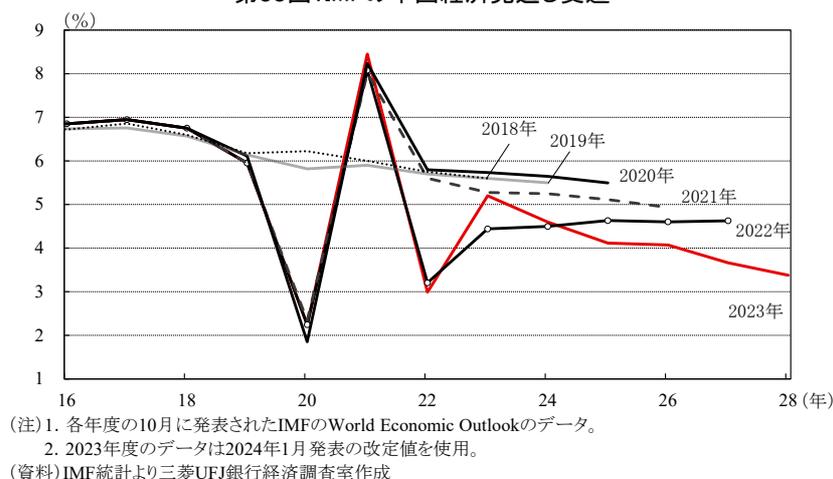
第32図：中国の抱えるジレンマ



(資料) 各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

実際、不動産不況に端を発した近年の中国経済の混乱を受けて、中国の今後の成長力に慎重な見方をする機関が増えてきている。IMF による中国の中期的な経済見通しの変遷をみると、過去 3 年、成長率の予測が大きく切り下げられており、直近 2023 年の予測では 2028 年の実質 GDP 成長率は 3% 台まで低下するとしている（次頁第 33 図）。他の機関でも、従来は 2030 年前後での実現が既定路線とみられていた米国と中国の GDP の逆転時期を遅らせる、乃至は将来に亘って逆転は起こらないとする予測も出てきている。

第33図:IMFの中国経済見通し変遷



当室としても、中国経済は、構造的なマネーフローの変化に伴う経済の下押し圧力は避けられないと考えているが、政府の統制能力と財政余力を踏まえれば金融システムリスクの発生等により経済全体が失速することの回避は可能で、当面は一定の経済成長を維持できるとみている。より具体的には、政府当局が経済・社会の「安定」を優先した政策対応を続けることを前提に、今後3年程度の成長率は、投資の寄与度が縮小し、消費も抑制気味となることで前年比+4%台に減速し、その後は緩やかな低下基調を辿る形を想定している。

もともと、不動産バブルの調整や地方財政の健全化などリスクへの根源的な対処は長期戦となっていくと考える。その間、中央政府の姿勢が維持されても、必ずしも最適な財政支援策が適時適切に採られるとは限らず、先に確認した通り政府の財政余力も無限ではない。構造改革が遅れ、マクロレバレッジが高まり続ければ、その先にリスクが顕在化したときのマグニチュードが更に大きくなることも考えられる。中央政府の対応姿勢が変化することへの不安感もあり、市場では、急激な調整への懸念が燻り続けるだろう。

引き続き中所得国に位置づけられ、且つ技術力等の成長著しい中国経済は、中長期的に底堅い成長を維持し得る潜在力を備えていると思われるが、その実現に向けて成長モデルの転換を安定的に進めていけるか注目される。

以上

(令和6年4月1日 野瀬 陽平 youhei_nose@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱UFJ銀行 経済調査室
 〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。