

## 中国の不動産バブル収縮の先にあるのは lost decade(s) か

ー成長鈍化の回避に向け着実なデレバレッジが不可欠ー

### 視 点

不動産バブルが収縮ステージに入って以降、中国では、かつてバブルの形成と崩壊を経て長く経済停滞に苦しんだ日本を念頭に、「中国経済の“日本化” (Japanification)」や「バランスシート不況」が議論に上ることも少なくないという。

不動産バブルの形成・収縮という大調整を経て、中国経済は今後どのようなステージに入るのだろうか。この先、過剰債務経済から抜け出し成長軌道に移ることは可能なのだろうか。

このような視点から、本稿では、まず中国における不動産バブルの形成と収縮に至った構造要因を概観した後、バブル崩壊の影響を大きく受けた巨大デベロッパー・中国恒大グループのバランスシートを点検し、中国の大手デベロッパーが現在置かれている財務状況と問題の所在を確認する。続いて、銀行の不良債権の状況（貸出先の収益力低下やバランスシートの劣化が投影された定量情報と位置づけられる）と趨勢を把握し、最後に中国における現実的なデレバレッジ（資産価値に見合った水準まで債務を圧縮すること）の形を展望する。

### 要 旨

- 中国経済は固定資産形成の拡大によって牽引されてきた。その起点となったのが、2008年の世界金融危機（リーマンショック）直後に中国政府が掲げた「4兆元の景気刺激策」である。そこでは社会基盤や生産設備への重点的な資金配分が図られた。
- 高水準の投資はGDPの拡大に直結した反面、投資原資の多くが借入で賄われたことから、特に企業部門に債務の増大をもたらし、生産性の創出につながらない債務の存在は成長の重石となった。
- 「投資牽引型の経済政策」は、投資対象の重点を「鉄鋼」「セメント」などの素材から「不動産」等に移しながら継続したが、不動産バブルの形成と収縮という大調整を経て、大手デベロッパーの“ゾンビ化”が進んだ。
- 過剰に積み上がった企業債務は資本効率面で限界に差し掛かっており、中国経済にとってデレバレッジの実施は不可欠である。

### キーワード

過剰債務、不動産バブル、恒大集団、デベロッパー、ゾンビ企業、ゾンビ化、経済減速、限界資本係数、デレバレッジ

**目次**

はじめに

1. 中国経済の発展構造と不動産バブルの形成・収縮過程の振り返り

2. 大手デベロッパーの財務状況

＜BOX＞ 恒大集団はなぜ米国連邦倒産法（第15章）の適用を申し立てたのか

3. 非効率の温存・蓄積と経済減速

4. 国有4大銀行の貸出債権の概観

おわりに：求められるデレバレッジの早期実施

**はじめに**

集合住宅（分譲マンション）を舞台に形成されてきた中国の不動産バブルが収縮ステージに入る契機となったのは、2020年後半の不動産関連規制<sup>1</sup>によって多くのデベロッパーの資金調達に制限がかかったことであった。

より具体的には、予約販売方式を慣行とする住宅市場にあって、一部デベロッパーの資金繰りが悪化し物件開発・供給に遅れが生じたことから、「物件が引き渡されないリスク」や「（納入済みの）購入代金が返還されないリスク」が買い手側に意識されることとなり、消費者に買い控えが始まったとされる。

物件の販売は急速に落ち込み、デベロッパーはこぞって業績を悪化させた。

これに伴い、住宅価格も2022年半ばごろから「二線都市」「三線都市」<sup>2</sup>を中心に下降に転じるなど、市場の冷込みが進んだ。

近時、中国では、かつてバブルの形成と崩壊を経て長く経済停滞に苦しんだ日本を念頭に、「中国経済の“日本化”（Japanification）」や「バランスシート不況」<sup>3</sup>が議論に上ることも少なくないという。

では、不動産バブルの形成・収縮という大調整を経て、中国経済は今後どのようなステージに入るのだろうか。この先、過剰債務経済から抜け出し成長軌道に移ることは可能なのだろうか。

本稿では、まず中国における不動産バブルの形成と収縮に至った構造要因を概観した後、バブル崩壊の影響を大きく受けた巨大デベロッパー・中国恒大グループ（以下「恒大集団」という）のバランスシートを点検し、中国の大手デベロッパーが現在置かれている財務状況と問題の所在を確認する。続いて、銀行の不良債権の状況（貸出先の収益力低下やバランスシートの劣化が投影された定量情報と位置づけられる）と趨勢を把握し、最後に中国における現実的な債務デレバレッジの形を展望する。

<sup>1</sup> ①財務健全性に係る3要件（借り手（デベロッパー）に対して適用。2020年8月発表）ならびに②不動産関連融資の総量規制（貸し手（商業銀行）に対し適用。2020年12月発表）。

<sup>2</sup> 中国における都市の分類区分は一樣ではないが、代表的なものとして、住宅統計に係る中国国家统计局の区分（主要70都市を次の3カテゴリーに分類）が挙げられる。■「一線都市」（北京、上海、広州、深圳の4都市）、■「二線都市」（天津、重慶、大連、南京、武漢など31都市）、■「三線都市」（吉林、無錫、揚州、温州など35都市）

<sup>3</sup> リチャード・クー氏の説く「バランスシート不況」論は、バブル崩壊後に経済停滞がもたらされるメカニズムとして、資産価値の目減りに直面した企業が利益や投資の拡大よりもバランスシートの修復（負債の削減）を指向するようになることを挙げる。

## 1. 中国経済の発展構造と不動産バブルの形成・収縮過程の振り返り

“不動産バブル”後の中国経済を見るに当たり、これまでの中国経済の発展過程を簡単に振り返っておきたい。過去15年にわたる中国経済の発展構造の延長線上に不動産開発投資があるとも言えるからである。

### (1) 「4兆元の景気刺激策」に始まる「投資牽引型の経済政策」

中国経済は固定資産形成の拡大によって牽引されてきた。その起点となったのが、2008年の世界金融危機（リーマンショック）直後に中国政府が掲げた「4兆元の景気刺激策」<sup>4</sup>である。そこでは社会基盤や生産設備への重点的な資金配分が図られた。

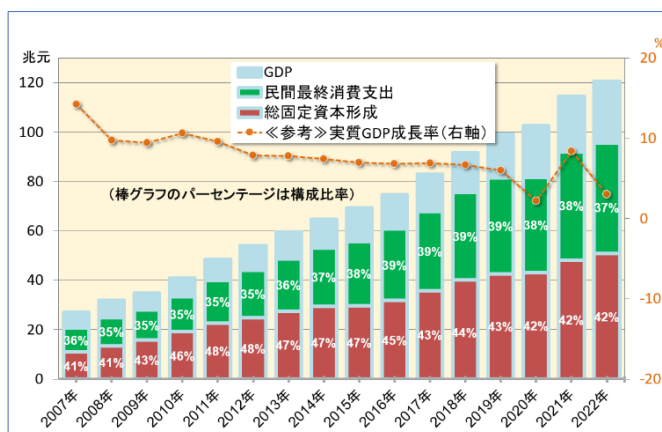
高水準の投資はGDPの拡大に直結した（図表1）反面、投資という“特需”の恩恵に与るところが大きかった大型国有企業等において非効率な収益構造が温存されるという副作用を生んだ。その結果、「投資けん引型の経済政策」を続けるうちに、特に製造業において過剰設備や過剰生産を生み、製品価格の下落が収益を圧迫するという悪循環となって現れたのである。

「投資牽引型の経済政策」はまた、特に企業部門に債務の増大をもたらした（図表2）。投資原資の多くが借入で賄われたからである。生産性の創出につながらない債務の存在は成長の重石となった<sup>5</sup>。

「投資牽引型の経済政策」は、投資対象の重点を「鉄鋼」「セメント」などの素材から「不動産」等に移しながら継続した。中国の不動産・建設業（関連業界を含めた広義の不動産業）が中国の経済活動に占める割合は約29%と他国の水準を大幅に上回っており<sup>6</sup>、それだけにGDPの拡大にも寄与したが、将来の成長エンジンを形づくるものではなかった。

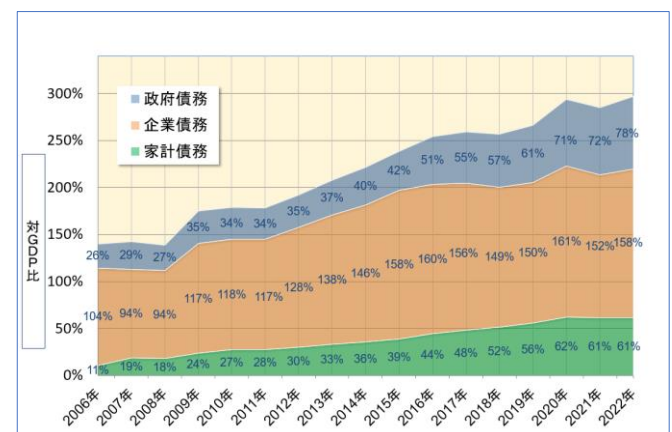
2021年以降は不動産開発投資の急減もあり、トータルの固定資産投資は減速に向かった（図表3）。

図表1 名目GDPと投資・消費の推移



(備考) 中国 国家統計局資料より作成

図表2 債務規模（対GDP比）の推移



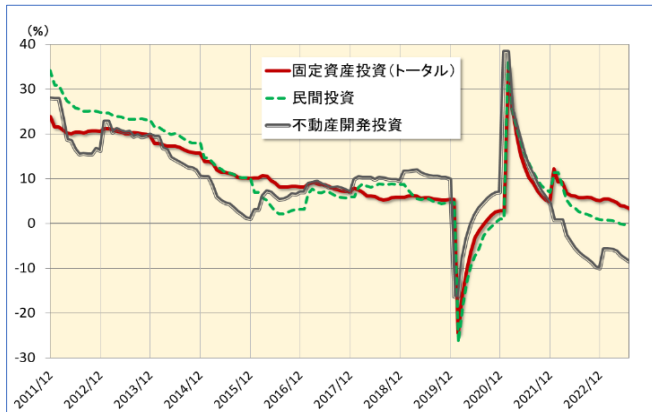
(備考) BISデータより作成

<sup>4</sup> 4兆元は当時の為替レートで約57兆円に相当。

<sup>5</sup> 因みに、企業債務は対GDP比率が90%を超えると経済成長の足かせになるとのスタディがある。(Cecchetti, S.G. & Mohanty, M. S. & Zampolli, F. [2011])

<sup>6</sup> 2016年データに基づく計測値。(Rogoff, K.S. & Yang, Y. [2020]) なお、国別の主な計測値は以下のとおり。  
 <英国>約20%、<日本>約19%、<米国>約18%、<ドイツ>約16%

図表3 固定資産投資の伸び率（前年同期比）



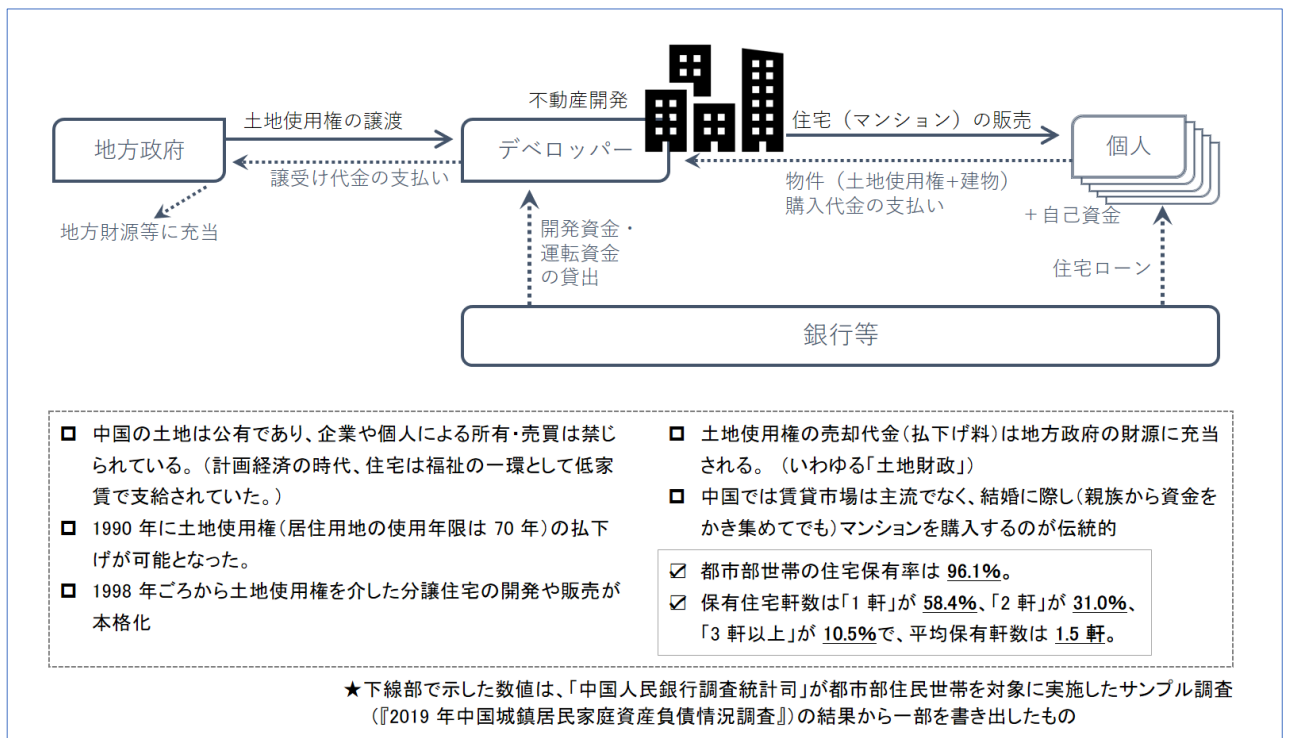
（備考）中国 国家統計局資料より作成

（2）不動産バブル形成の主な舞台となった住宅市場

中国の住宅市場を構成しているのは主に集合住宅（分譲マンション）である（図表4）。個人の「資産形成」や「（値上がり期待の）投資対象」としての位置づけもあり、住宅の住宅開発と住宅購入を通じ、企業と個人に資金が流れ込んだ。

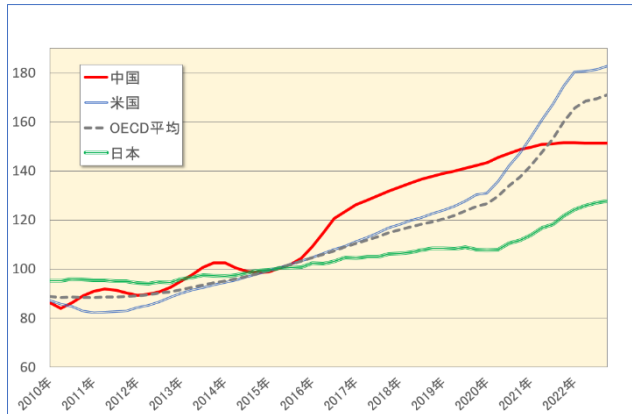
銀行等は、デベロッパーに対する開発資金・運転資金の貸出という供給サイドと、個人に対する物件購入資金の貸出という需要サイドの両面から取引の成立を支える役割を果たした。2020年後半の不動産関連規制を契機に、不動産バブルは収縮ステージ入り、住宅価格も「二線都市」「三線都市」を中心に2022年半ばごろから下降に転じた。（図表5、図表6）

図表4 中国住宅販売の模式図



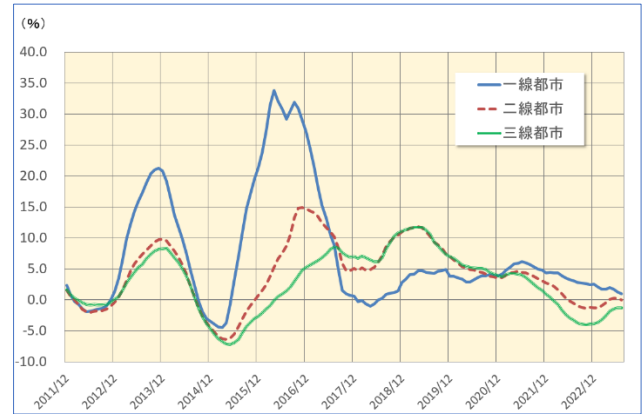
（備考）信金中金 地域・中小企業研究所 作成

図表5 住宅価格の推移（2015年=100）



（備考）OECDデータベースより作成

図表6 中国 住宅価格の推移（前年同期比の伸び）



（備考）Bloomberg、中国国家統計局資料より作成

## 2. 大手デベロッパーの財務状況

中国において、不動産セクターはGDP全体の7.2%を占めている（2020年実績）。

日本経済新聞（2023年9月1日付朝刊）によると、2022年の販売上位10社に恒大集団を加えた11社の資産総額は約12兆3,300億元（約252兆円）、負債総額は約10兆3,400億元（約211兆円）に及ぶ。なお、中国の大手デベロッパー12社のうち、何らかの金融債務に債務不履行（デフォルト）を生じている先が3社あり、社債の市場価格（ビッドベース）が10%を割り込んでいる先が6社存在する<sup>7</sup>。

ここでは、中国のデベロッパーの中で負債額が最も大きく、不動産バブルの崩壊で大きく影響を受けた恒大集団のバランスシートを点検し、中国の大手デベロッパーが置かれている現状の端的な把握につなげたい。

### （1）恒大集団のバランスシートの概略

次ページの図表7は、恒大集団のバランスシート（2023年6月）である。

同グループは、高レバレッジ経営の下、業種特性でもある資金回収期間の長さを物件の先行販売や支払期間の長期化等で補うという、いわば中国のデベロッパーに共通する自転車操業的なビジネスモデルで事業を拡大してきたが、不動産開発収入が激減し債務超過に陥っている。

恒大集団のビジネスモデルは上述のとおりシンプルなものであり<sup>8</sup>、バランスシートの建付けも中国の不動産市場をそのまま切り取ったような構成となっている。

負債中、(c)の「契約債務」（603,979百万元、約12兆円）は、予約販売で払込を受けた販売代金である。一方、資産サイドには、完成に至っていない物件が(a)の「開発中物件」（1,085,988百万元、約22兆円）として計上されている。

<sup>7</sup> シンガポールの金融情報提供会社 iFAST Corporation Ltd が中国のデベロッパー30社について行っている定点観測レポート(11月7日時点)による。なお、(金融債務の)デフォルトと企業破綻が混同されることがあるが、デフォルトの発生のみをもって破綻(倒産)とは限らない点には注意が必要である。

<sup>8</sup> 例えば、事業ラインも単線的であり、賃貸物件が好まれてこなかったという中国住宅市場の特性もあって、賃貸事業といったセグメントは有していない。

図表 7 恒大集団のバランスシート（2023年6月時点（概略））

		(百万元)	
固定資産	165,533	固定負債	96,634
うち有形固定資産・工場・設備等	55,428	うち長期借入金	42,954
うち投資不動産	58,812		
流動資産	1,578,464	流動負債	2,291,566
うち開発中物件	1,085,988 (a)	うち営業債務・その他債務	1,056,574 (b)
うち営業債権・その他債権	224,930	うち契約債務	603,979 (c)
うち前払金	118,325	うち短期借入金	581,811
		ドル建てシニアノート	144,982 (d)
		人民元建て社債	53,534
		香港ドル建て社債	75
		人民元建て借入	335,692
資産総額	1,743,997	負債総額	2,388,200
債務超過	▲ 644,203		

(備考) 中国恒大集団 2023 中期報告 (2023 年 6 月) より作成

物件の引渡しを受けられていない消費者への引渡し推進策（“保交楼”）は、昨年より中央政府が導入したデベロッパーへの資金繰り支援等の取組みである。住宅ローンの返済ボイコット等の動きを受けて導入されたこともあり、社会の安定確保の観点から政府も注力していると言われている。恒大集団にとっても物件の引渡しは、資金繰りが楽でない中でも最優先すべき取組みになっていると推察される。

さて、負債サイドに戻って(b)の「営業債務・その他債務」（1,056,574百万元、約22兆円）を見ていく。この部分はサプライヤーや下請業者への買掛金債務等に当たり、金額的には前年度からさほど変わっていない(2022年6月は926,463百万元)。変動があったのは、第三者向けの支払債務のうち「1年以内」が減少し(321,150→116,910百万元)一方で「1年超」が増加した(244,752→485,051百万元)ことである。このことから考えて、「営業債務・その他債務」は、支払猶予による底溜まり的な債務になっていると想像される。

借入金のうち(d)の「ドル建てシニアノート」（144,982百万元、約3兆円）は、後記「恒大集団はなぜ米国連邦倒産法（第15章）の適用を申し立てたのか」でも触れるとおり、債務繰延べ交渉の対象となっている。金額的には、それだけで「開発中物件」を完工させる水準にはとても及ばないものの、恒大集団としては、上述の「営業債務・その他債務」や、融通の利きやすい人民元建て借入と合わせた繰延べによって生まれる流動性を、優先的に物件の開発に充てることを企図していると考えられる。

## (2) 恒大集団のゾンビ化 (zombification)

いわゆる企業の「ゾンビ化」の定義は一通りではないが、恒大集団のバランスシートは実質的に破綻企業のそれであり、恒大集団は「ゾンビ企業」(zombie firm) —実質的に経営がほぼ破綻しているにもかかわらず政府や金融機関等の支援により市場にとどまっている企業—に該当するといえよう。

通常の世界経済であれば、企業自身による申立てや債権者申立を通じ、法的手続き等を経て市場から退出するのが自然な流れであるが、恒大集団は現在まで市場にとどまっている。市場からの退出を押しとどめているのは、恒大集団の自己保存的な動機もさることながら、法的手続き等に踏み込むことで恒大集団の取引先や消費者(未引渡しの物件購入者)の損失が実現し、連鎖倒産や社会不安が発生することを良しとしない中国当局の意向があるものとみられる。

そのような制約のなか、恒大集団としては相対的に融通の利く営業債務や人民元建て金融債務について事実上の支払猶予や返済猶予を受けることで資金繰りをつなげているものと考えられる。

### <BOX> 恒大集団はなぜ米国連邦倒産法(第15章)の適用を申し立てたのか

#### ■米国連邦倒産法(第15章)の適用申立とプレスの反応

恒大集団がニューヨークの裁判所に米国連邦倒産法(第15章)の適用を申立てたのは米国時間8月17日のことである。

申立直後の報道では、「中国不動産『ゾンビ化』進む 恒大集団、米国で破産申請」(8/18日本経済新聞)、「経営再建中の不動産大手、中国恒大集団がニューヨークで破産を申請した」(8/20日経ヴェリタス)といったように、恒大集団の“破産申請”を報じる報道が目立ったが、「倒産(bankruptcy)ではない」ことに言及した声明(リリース文)を恒大集団が公表したことを受けて、その後は総じて事案の個別性にフォーカスしたトーンに修正されている。

例えば、AP通信8/18記事の見出しは「中国恒大は債務整理計画の承認を米国裁判所に申請中と説明—中国不動産デベロッパー大手、倒産(bankruptcy)報道を否定」とされ、共同通信の8/18記事は、米国連邦倒産法(第15章)が「経営再建中の外国企業が債権者の差し押さえなどから米国内の資産を保護するために申請する」手続きであると紹介している。

この「債権者の差し押さえなどから米国内の資産を保護するため」という説明は、その後多くの媒体で言及されるようになったが、一般論としてはともかく、米国内に多くの資産を有しているとは思えない恒大集団に関する限り、そこにポイントを置いた解釈にはやや疑問が残る。

では、実際のところ申立ての狙いはどのあたりにあるのだろうか。倒産法制の仕組みと併せて明らかにすることで恒大集団が置かれている状況の理解にもつながるので、やや長くなるが整理してみたい。

## ■米国連邦倒産法の構成と第 15 章

米国連邦倒産法 (US Bankruptcy Code) は、9つの章で構成されている<sup>9</sup>。(章立てが中抜きになっているのは、改正時の挿入に備えたもの。)

第 1・3・5 章は、原則として第 9 章以降に共通に適用される総則的な規定、第 9 章以下は倒産類型ごとの手続である<sup>10</sup>。

このうち第 15 章<sup>11</sup> は、1997 年に国連国際貿易法委員会 (UNCITRAL) が発表した国際倒産モデル法が 2005 年に米国連邦倒産法に採り入れられたもの<sup>12</sup> で、その目的は「クロスボーダーの倒産事件等において実効性ある手続体系を提供すること」<sup>13</sup> とされ、要するに、国際並行倒産 (複数国にまたがって倒産が申立てられること) についての調整ルール等を定めた章である。

第 15 章は、米国外の法域で申立てられて裁判所の管理下にある倒産手続 (「外国手続」<sup>14</sup>) に関し、その承認を求める申立てを受けた場合、当該「外国手続」が一定の要件を満たす場合に承認することを規定している。承認により、裁判所は、外国手続代理人の請求により、救済を与えることができる。救済には「自動的停止」 (automatic stay)<sup>15</sup> や、外国手続に基づく債権者の請求権の縮減 (または消滅) が含まれる。

## ■第 15 章適用申立の狙い

本件において恒大集団と子会社 2 社 (3 社ともケイマン法人) が承認を求めている外国判決は、香港と英領バージン諸島の裁判所に係属中の債務再編計画である。再編計画の対象となっている主要な債務は、ドル建てのシニア社債 (人民元換算で約 1,400 億元、円換算で約 3 兆円) である<sup>16</sup>。

- <sup>9</sup> 第 1 章 (Chapter 1) 総則規定 (定義規定など)  
 第 3 章 (Chapter 3) 申立手続・管財人・手続運営に関する規定  
 第 5 章 (Chapter 5) 債権者・債務者・財団に関する規定  
 第 7 章 (Chapter 7) 破産手続 (Liquidation)  
 第 9 章 (Chapter 9) 地方自治体の再建手続  
 第 11 章 (Chapter 11) 再建手続 (Reorganization)  
 第 12 章 (Chapter 12) 農業従事者・漁業従事者の再生手続  
 第 13 章 (Chapter 13) 個人再生手続  
 第 15 章 (Chapter 15) 国際倒産 (Ancillary and Other Cross-Border Cases)

<sup>10</sup> 第 7 章が「チャプターセブン」として知られる清算型の手続、第 11 章が「チャプターイレブン」として知られる再建型の手続。

<sup>11</sup> “Section” (条) ではなく “Chapter” (章) なので、正しくは (米国連邦倒産法) 「第 15 章」となる。

<sup>12</sup> 同モデル法は日本でも採用され、2000 年に「外国倒産処理手続の承認援助に関する法律」が制定された。

<sup>13</sup> 連邦倒産法 1501 条

<sup>14</sup> 「外国手続」 (foreign proceeding) とは、支払不能や債務調整に関わる法律に基づき外国で行われる総合的な司法または行政上の手続 (暫定的なものを含む) であって、事業再編もしくは清算のため債務者の資産や諸活動を、当該国の裁判所による管理または監視下に置くものをいう。(連邦倒産法 101 条(23))

<sup>15</sup> 「自動的停止」 (automatic stay) とは、(個別の債権者による“抜け駆け”的な債権回収を防ぐため) 債権者による一切の債権回収行為を禁止することである。例えばチャプターイレブンにあっては、債務者による適用申立と同時に「自動的停止」の効力が発生する。英語で “to file for Chapter 11 protection” (チャプターイレブンによる保護を求めて申立てる) という表現がよく使われる所以である。なお、日本の場合には、倒産開始決定前に債権者の追及を止めるためには、保全処分や中止命令等を得なければならない。

<sup>16</sup> 報道ベースの情報に基づく。なお、債務再編計画自体が修正中であり (直近の報道)、裁判所の承認も下りていない。



香港には“Scheme of Arrangement”（スキーム・オブ・アレンジメント）という整理計画に当たる制度が存在し、Scheme of Arrangement が成立するためには、整理計画の内容につき、計画会議で議決権行使をした債権者の過半数、かつ、債権額の 75%以上を占める債権者が賛成し、裁判所の承認を得ることが必要になる（整理計画が裁判所により承認されると、反対した債権者を含む全関係者が当該計画に拘束され、債権回収に係る法律行為や清算手続申立等ができなくなる<sup>17)</sup>）。同様の制度は英領バージン諸島にも存在する<sup>18)</sup>。

両者に共通するのは、一部の債務を対象とした債務整理ということである。

再建型であれ清算型であれ、通常の法的整理の場合には（知れたる）全債権者を対象に、公平を旨として請求権の縮減（または消滅）等が図られるが、香港や英領バージン諸島には一部債務を対象とした債務整理が、裁判所も関与した法的手続として存在する。

恒大集団による香港・英領バージン諸島での整理手続の申立て、ならびに米国での承認申立ては、恒大集団がこの点に着目して“オフショア債務”を標的に、オフショア債務の債権者を香港・英領バージン諸島での整理手続に服せしめることを狙って行ったものと推察され、その点こそがニューヨークにおける“連邦倒産法（第 15 章）の適用申立”の狙いであったと考えられる。

なお、香港・英領バージン諸島における債務整理スキームは、新たな債券（①期間 10～12 年、クーポンレート 2～4% の新債券、もしくは ②恒大集団の子会社（不動産会社・自動車会社）株式との連動債、期間 5～9 年）への交換（いずれも当初 3 年間利払いなし）という、債権者にとって極めて厳しい内容だと言われている<sup>19)</sup>。

もっとも、元の債務整理スキーム自体が修正中との情報もあり、また、米国手続に係るヒアリングも数度にわたって延期されるなど、本件スキームの帰趨は予断を許さない。

### 3. 非効率の温存・蓄積と経済減速

#### (1) ゾンビ企業が増えることの意味合い

ある企業が“ゾンビ企業”となって市場にとどまったとき、主に投資効率の観点からどのような結果を生むことになるのかを確認しておきたい。

まず、ゾンビ企業が債務返済を免れることで、本来は他の当事者（取引の相手方等）が享受するはずだった経済的利益をゾンビ企業が享受してしまうという、不合理な富の移転が発生する。この点は、ゾンビ企業でなくとも、国営企業など生産性が低いとされる企業についても同じことが言える。

なお、“ゾンビ企業”についての調査をまとめた IMF のワーキングペーパー<sup>20)</sup>は、例えば次のような調査結果を紹介している。

<sup>17)</sup> アンダーソン・毛利・友常法律事務所 [2020] を参照した。

<sup>18)</sup> Harneys 法律事務所 [2022]

<sup>19)</sup> 報道情報（本稿脱稿時点の確認ベース）による。

<sup>20)</sup> Albuquerque, B. & Iyer, R [2023]

- ゾンビ企業数を多く抱える産業においては、非ゾンビ企業の全要素生産性（TFP）、投資、雇用成長率が低下する傾向にあること
- 規制資本バッファが厚い国や、不良債権比率が低い国、マクロプルーデンス政策が厳格な国等にあつては、ゾンビ企業の割合が低下する傾向にあること

## （２）限界資本係数の推移

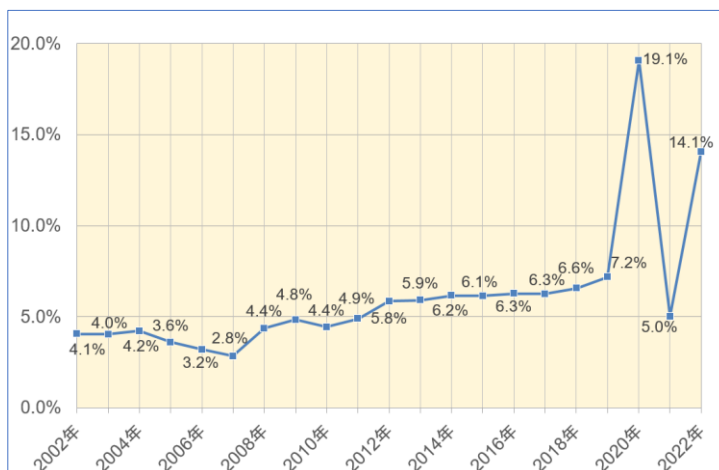
図表 8 は、中国の「限界資本係数」<sup>21</sup>（1%の成長を遂げるために、GDPに占める総固定資本形成の割合をどの程度引き上げる必要があるかを見る係数）の推移を示したものである。

計算値は、「4兆元の景気刺激策」直後（2009年）の4.8%が2019年には7.2%へと上昇しており、資本効率が逡減傾向にあることが見てとれる。

その要因としては、まず資金の多くが生産性の低い素材産業や、成長エンジンの形成が期待しづらい不動産・建設業等へと投じられてきたことに加え、先に見た恒大集団のケースのように企業破綻を回避（または延命）するための資金融通や、国有企業に対する有形無形の資金サポートなどが資本効率の低下に拍車をかけた結果と理解される。

図表 8 のとおり、コロナ禍の2020年以降、限界資本係数は乱高下しており傾向が掴みづらいが、全体として計算値は上がって（資本効率が下がって）おり、不動産バブル収縮の影響もアドオンされ始めていることが窺える。

図表 8 限界資本係数の推移



（備考）中国国家统计局資料より作成

## （３）実現に移されなかった「改革の深化と構造調整」

資本効率の低下を招く過剰債務の圧縮について、これまで計画等が示されたことはなかったのだろうか。振り返れば、2013年の後半から2015年の前半にかけて方針転換の兆しはあった。

<sup>21</sup> 「名目 GDP に占める総固定資本形成の割合」/「実質 GDP 成長率」により算出。

2013年11月の重要会議<sup>22</sup>で採択された「改革の全面深化における若干の重大な問題に関する決定」の中で「資源配置における決定的役割を市場に果たさせる」ことが謳われ、2015年3月全人代の「政府活動報告」（施政方針演説）では当時の李克強首相が、経済の発展段階自体が「新常态<sup>23</sup>に入っている」と指摘し、「改革の深化と構造調整を行わなければ、安定した健全な発展は達成し難い」ことを強調したところのことである。

経済運営の看板を“新常态”に掛け変えることを中国政府に決断させた背景事情の1つに、積み上がった企業債務があったことは間違いない。

ところが、三中全会から半年後の2015年9月に国务院が発表した「国有企業改革の深化に関する指導意見」では、「国有企業に対する党の指導堅持」や「国際競争力のある国有中核企業の育成」といった方針が掲げられるなど、規模のメリットによる売上と利益の拡大を指向した方向性が示された。

結局、デレバレッジや事業効率の向上といった抜本策には殆ど踏み込むことのないまま、いつしか“一带一路”構想などを睨んだ外需の取り込みによって成長の下支えを図る方向に舵が切られていった。

#### 4. 国有4大銀行の貸出債権の概観

図表9～11は、2012年以降の国有4大銀行の不良債権に関するデータ<sup>24</sup>を示したものである。

不良債権比率は近時では低位安定で推移しており、中国の開示ルールで「不良債権」にカウントされない「関注」（要注意先に相当）を加えた比率は逡減している（図表9）<sup>25</sup>。しかしながら実額ベースでは、「不良債権＋関注」は2022年6月から増加しており（図表10）、しかも「関注」（要注意先）から「次級・可疑」（破綻懸念先に相当）「損失」（実質破綻先・破綻先に相当）へと、次第に信用状況の低い方へ降りてきている様子も見てとれる。

不良債権比率の数年来の落ち着きを演出しているのは、分母となる貸出金残高（特に企業向け融資等）の増加であり（図表11）、不良債権自体には増加圧力が存在しているものと理解される。

<sup>22</sup> 中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（“三中全会”）。

<sup>23</sup> 「新常态」とは、習近平指導部が2014年の夏ごろから公の席で多用し始めた惹句で、要するに「成長鈍化を容認するステージ」を前向きに言い換えたものである。

<sup>24</sup> 不良債権の状況は、貸出先の収益力低下やバランスシートの劣化等が投影された定量情報と位置づけられる。

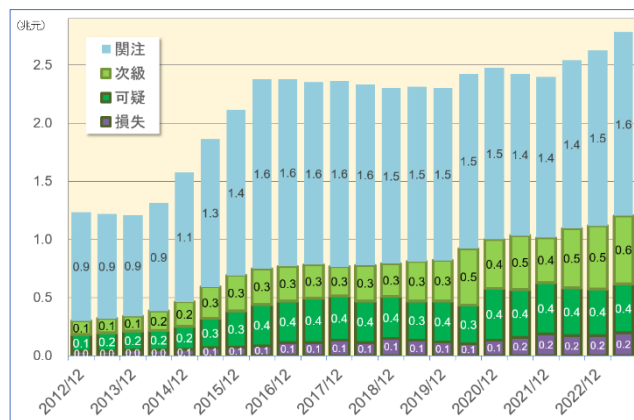
<sup>25</sup> もっとも、2014年から2015年にかけて「改革の深化と構造調整」の気運の高まりと比例するかのようには上昇カーブを描いた「不良債権＋関注」の割合が、不良債権処理のペースが低調だったにも拘わらず2016年以降逡減していることから、もともと認定ルールが緩やかな「関注」において実態的な認定が緩くなっている疑念もなしとしない。

図表9 不良債権比率等の推移 (国有4大銀行 合算ベース)



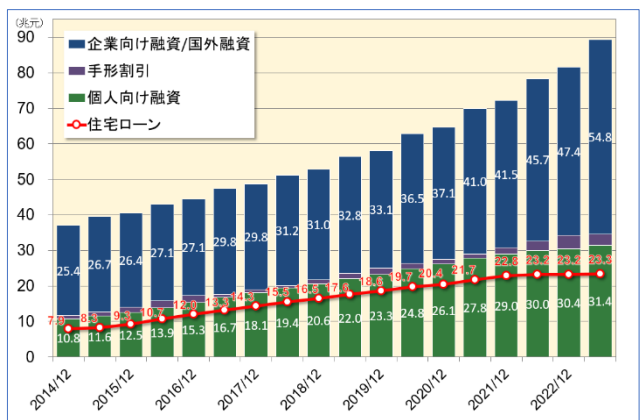
(備考) 各行の決算開示書類を基に作成

図表10 要注意先以下の分類債権 実額 (4行合算ベース)



(備考) 各行の決算開示書類を基に作成

図表11 貸出金残高の推移 (4行合算ベース)



(備考) 各行の決算開示書類を基に作成

### おわりに：求められるデレバレッジの早期実施

本稿においては、大きく傷んだ中国の大手デベロッパーの財務状況を確認した上で、ゾンビ化したデベロッパーが、他企業への連鎖リスクを孕んだまま市場から退出できないでいる状況も把握した。さらに、過剰に積み上がった企業債務が資本効率面で限界に差し掛かっている様子についても確認した。

このような現状を踏まえると、中国経済にとってデレバレッジ（資産価値に見合った水準まで債務水準を圧縮すること）の実施は不可欠と言えよう。

市場経済下で標準的にみられるデレバレッジの方式は、絶対的な信用に裏付けられた公的機関が全体の信用を裏付けることを通じてシステムの安定性を確保した上で、厳正なルールの下、価値の裏付けを欠いた債権を切り離して償却する仕組みである。

日本のバブル崩壊時には、信用供与が銀行を中心に行われていたため、銀行の貸出資産を対象とした処理が中心となった。

これに対し、中国のケースでは、(本稿では触れなかったが) いわゆるシャドバンキング等にあっては信用供与者が多岐に亘っていたり、デレバレッジの対象債務に種々の権

利が付着している（住宅物件のケースでは個人など）といった状況がある。このことを考えれば、短兵急なデレバレッジには消費者の不安心理の惹起といったリスクが伴う。業績に問題のある企業をまずは国有セクターが支援し（実質国有化）、時間をかけて処理・償却に持ち込む<sup>26</sup> といった工夫が必要になろう。

様々な過剰の払拭と正常化に向けて、全体としての成長鈍化は甘受せざるを得ないものとする。

以上

---

<sup>26</sup> 国有銀行が多額の不良債権を抱えていた 20 世紀末、中央政府の肝煎りで銀行別に設立された「資産管理会社」(バッドバンク)4社が銀行から買い取った価格は、資産の簿価であったとされる。モラルハザードの抑止と資本効率向上の観点から、来たるデレバレッジに際して公正価値による買取りは絶対条件となろう。

本レポートのうち、意見にわたる部分は、執筆者個人の見解です。また、本レポート中の掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データ等に基づいて作成・加工したものです。その正確性・確実性を保証するものではありません。

<参考文献等>

アンダーソン・毛利・友常法律事務所 [2020] 「アジア新興国 12 法域—倒産制度Q & A—」 (*ASIA & EMERGING COUNTRIES UPDATE*)

平岡芳博 [2013] 「中国経済：急がれる産業構造の変革と金融セーフティネットの構築」 『CIPPS Report』 Vol.28.国際公共政策研究センター

平岡芳博 [2014a] 「中国の金融動態をどう読むか」 『CIPPS Information』 第71号. 国際公共政策研究センター

平岡芳博 [2014b] 「中国：上昇傾向を示す国有4大銀行の不良債権比率～急がれる構造調整」 『CIPPS Report』 Vol.34. 国際公共政策研究センター

平岡芳博 [2015a] 「中国経済：積み上がった企業債務の質と重さ—日本のlost decadesからの示唆」 『CIPPS Information』 第86号. 国際公共政策研究センター

平岡芳博 [2015b] 「構造問題の克服と市場の狭間で苦悩する中国経済」 『CIPPS Report』 Vol.39. 国際公共政策研究センター

平岡芳博 [2022] 「灰色のサイ—不動産バブルの持続的拡大と中国債務の現在—」 金融調査情報 2022 - 1. 信金中金 地域・中小企業研究所

Albuquerque, B. & Iyer, R [2023] "The Rise of the Walking Dead: Zombie Firms Around the World," (*IMF WP/23/125*)

Cecchetti, S.G. & Mohanty, M.S. & Zampolli, F. [2011]. "The real effects of debt" (*BIS Working papers No.352*)

HARNEYS 法律事務所 [2022]. "Debt restructuring in the BVI and Cayman Islands" (*ASIA BUSINESS LAW JOURNAL*)

Rogoff, K.S. & Yang, Y. [2020]. "PEAK CHINA HOUSING" (*NBER Working paper 27697*)