

# 中国の金融面の課題と挑戦

## ～新たな経済発展モデルの構築を目指して～



野村総合研究所 金融デジタルビジネスリサーチ部 シニアチーフ研究員

神宮 健

中国の不動産市場の低迷長期化は、土地・不動産・インフラ開発に依存し労働・資本を大量に投入する従来の経済発展モデルが限界を迎えたことを示している。今後の経済発展のために、中国は第一に従来の経済発展の負の遺産を処理しなければならない。実物面では、不動産市場の安定化と不動産在庫処理であり、金融面では地方政府の隠れ債務や金融機関の不良債権問題への対応である。第二は、新たな経済発展への挑戦で、技術革新と生産性向上による経済発展モデルへの転換である。第2次トランプ政権下で予想される米中技術摩擦も科学技術面の「自立自強」を迫っている。以下では、主に金融面から、中国における負の遺産の処理と経済発展モデル転換への挑戦をみる。

### 〈目次〉

1. 負の遺産の処理
2. 経済発展モデル転換への挑戦

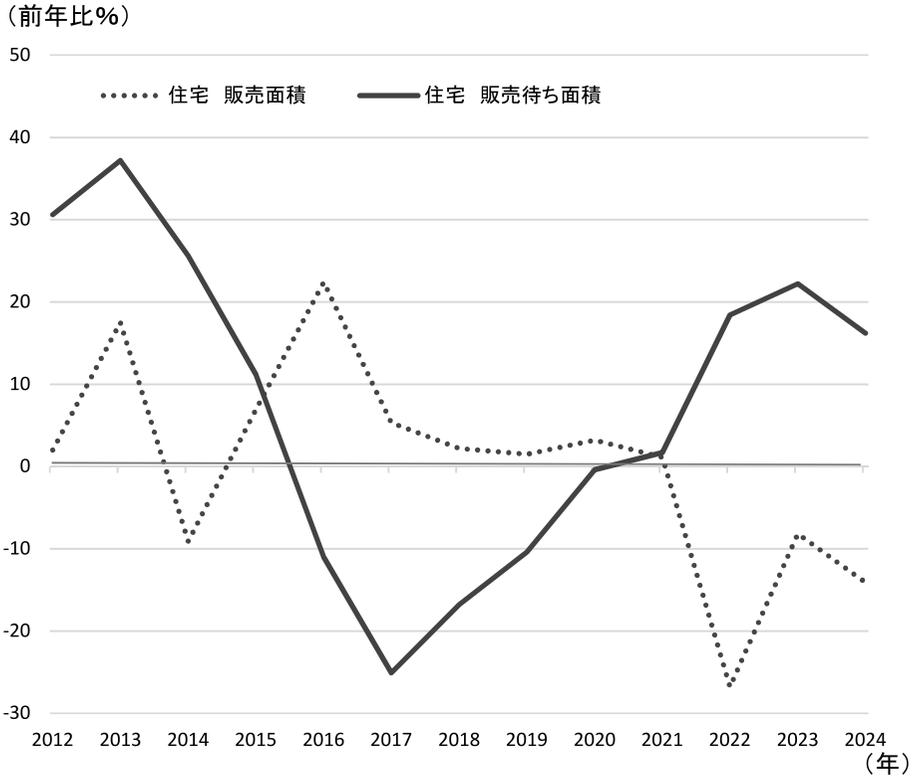
## ■ 1. 負の遺産の処理

### (1) 不動産市場

足元の中国の不動産（住宅）市場をみると、住宅販売面積は、22年が前年比26.8%減、23年同8.2%減、24年同14.1%減、新規住宅着工面積は22年が同39.8%減、23年同20.9%減、24年同23.0%減と販売・新規着工がスパイラル的に減少している。販売待ち面積は増加しており、在庫圧力はこれまでになく強い(図1)。

中国政府はこれまで、需要面の対策として▽住宅ローン金利の引下げ（住宅ローン金利の下限規制撤廃、既存の住宅ローン金利の引下げ等）、▽最低頭金比率の引下げ（1軒目、2軒目で統一、現状15%）、▽住宅購入制限措置（住宅投資過熱期の措置）の撤廃、▽住宅積立金ローンの利用拡大、▽戸籍付与、▽住宅借り換え促進策、▽住宅関連の減税策等の措置を採ってきた。これらの措置の効果も

(図1) 住宅販売・在庫面積



(出所) 中国国家统计局統計、CEICより作成

あり住宅販売面積（月次、年初来累積）の前年同期比の減少幅は24年3月以降徐々に縮小している。

不動産の供給側（不動産開発業者）の対策には、第一に「販売済み未完成」住宅の購入者への引渡し（「保交楼」）の促進がある。開発業者が資金難に陥った結果、予約販売（従来は普通の販売方法）した物件を完成させられず、購入者が住宅もなく住宅ローンを抱えるケースが増え社会問題化しただけでなく、また住宅需要にマイナス影響を及ぼしてい

た。

22年に政策性銀行（国家開発銀行等の政策金融機関）からの特別貸出による開発業者向け貸出策（3,500億元）が打たれ（8月）、また、人民銀行は開発業者に貸出する商業銀行に対して無利子で2,000億元の貸出枠を設定した（11月発表）。3,500億元はほぼ利用されて23年までの引渡し戸数は300万を超えた。

24年になると、住宅・都市農村建設省と国家金融監督管理総局が「都市不動産資金調達協調メカニズム」を発表した（1月）。地方

---

政府が資金調達支援できる不動産プロジェクトのホワイトリストを作成し金融機関に送付、金融機関がこれらのプロジェクトに貸し出す。これは健全な不動産プロジェクトの支援が目的で不動産開発会社の救済ではなく、また、保交楼にも利用されている。24年9月段階で、ホワイトリスト・プロジェクト数は5,700超、認可された貸出額は3.6兆元（11月時点）、338万戸（12月時点）の引渡しがなされた。住宅購入予定者の心理にプラスに働いたとみられる。

第二は、過剰在庫の処理促進である。地方政府が地方の国有企業を組織して住宅在庫の一部を不動産開発業者から購入し、保障性住宅（中低所得層の住宅難家庭向けの低価格・家賃の住宅）に転用することで、住宅の在庫消化を図る。人民銀行が金融機関（全国展開の21銀行）に低金利で資金（資金枠3,000億元）を提供し、銀行は地方政府が選んだ地方国有企業向けに貸し出す（24年5月）。

不動産開発会社は資金を早く回収でき、地方政府も短期間で保障性住宅の供給増加が図れるというアイデアは良いものの、住宅在庫水準を適正なレベルに戻すのに必要な額は5～7兆元程度とみられ（各機関の試算によりばらつきがある）、金額不足の感は否めない。また、保障性住宅需要の大きい都市部で住宅在庫が少ないといったミスマッチ、保障性住宅の投資リターンが低いことによる企業側の慎重姿勢も指摘される。投資リターンの引上げには住宅価格のこれまで以上の下落が必要

ということになる。

このように、住宅需要は減少幅が縮小している段階、住宅供給は在庫解消にはほど遠い段階にある。住宅価格に需給面、投資リターンの面で下落圧力があるとするれば、今後、経営不振の不動産開発業者や不良プロジェクトの処理を不動産価格下落の中で進めねばならなくなる。不動産価格が大幅に下落すると一部の住宅保有者が住宅ローン返済をあきらめる現象もあり、住宅ローンの不良債権化の一因になる。

## （2）地方政府債務

地方政府は従来の経済発展モデルで中心的な役割を果たしており、このいわゆる「都市土地経営」モデルが行き詰まった現在、地方政府の隠れ債務問題の顕在化は当然と言える。

地方政府の隠れ債務問題の根源には、現行（94年の分税制以来）の税制度の歪みがある（注1）。慢性的な財政難にある地方政府、特に下級地方政府は、自身がコントロールできる土地を利用し、土地使用権を開発業者等に譲渡して財政収入を得ながら、経済開発区、インフラ設備、不動産プロジェクト建設を推進することで経済発展と雇用も確保した（注2）。これらの事業を行う際の資金調達のために地方政府はいわゆる地方政府融資プラットフォーム（なお融資は資金調達の意）と言われる地方国有企業を設立した。融資プラットフォームの金融機関からの借入等や債券での資

金調達のうち、簡単に言えば地方政府が陰で実質的に元本保証しているもの（担保提供を含む）が隠れ債務である。特に2014年までは法律上、地方政府は均衡財政を義務付けられており、地方債を発行できず、隠れ債務でしか資金調達できなかった。

地方政府の隠れ債務の規模については、審計署（会計監査院に相当）の調査により13年6月末で約10.9兆元（当時の名目GDPは40兆元強）存在することが明らかになってからも拡大し、足元では、市場推計の30~50兆元、IMF推計の61.38兆元（21年）等がある（注<sup>3</sup>）。なお、地方政府の正規の債務規模は約46.5兆元（24年11月末）である。

中央政府は上述の審計署発表の翌14年に地方政府債務の管理に本格的に乗り出した。地方政府が地方債を発行できるようにし、地方債を地方予算に組み入れて透明化を図る一方、融資平台による新たな地方政府のための借入を禁止した。

しかし、16年頃までは、融資平台に対する借入規制は景気への配慮から、厳格化と緩和を繰り返し徹底しなかった。また、隠れ債務防止のために導入したPPP（Public Private Partnership、政府と社会資本（注<sup>4</sup>）の協力）モデルでは社会資本側の持分出資に地方政府が事実上の元本保証を付けるといった隠れ債務の形態も編み出された。

17年には、これらの新手の隠れ債務を取り締まる他、7月の第5次全国金融工作会议（ほぼ5年に一度開催。長期的な金融政策方針を

決定）を境に、▽それ以前の借入を既存の隠れ債務として5~10年以内に各地方が徐々に解消する、▽新たな隠れ債務を増加させてはならないとの方針が示された（18年「中共中央国务院 地方政府の隠れ債務リスクの防止解消に関する意見」、未公表。内容は報道に基づく）。

18年以降、この路線に沿って地方政府の隠れ債務は実際に減少したが、20年のコロナ禍対策の減税策や地方政府支出増により地方財政が悪化、さらに、不動産不況で地方政府の主要財源である土地（使用権）譲渡収入も減少し、再び、隠れ債務は増加した。

そこで、23年7月に中央政府は、地方債務リスクの予防・解消のために、包括的債務解消案を制定・実施することを決めた。

包括的債務解消案としては、▽地方財源の投入、▽債務の置換、▽債務再編が考えられる。このうち地方財源を投入できる地方は限られ、また、できる地方は既に実施しているはずなので現実的な案は残り二つである。

債務の置換については、地方債の一種である「特殊再融資債券」発行による債務置換が23年に進んだ。同債券は、調達した資金を地方の「既存債務の返済」にも利用できる、つまり隠れ債務の返済にも利用できるもので（20年導入）、23年に約1.4兆元超発行された。

24年は同債券に加えて「地方専項債（一般公共会計でなく地方政府性基金に計上、本来はプロジェクト収入から返済）」を発行して置換を進めている。また、中国政府は、24年

---

11月に▽既存隠れ債務置換のために専項債を24年から3年間、毎年2兆元ずつ余分に発行する、▽これとは別に24年から5年間、毎年、新たに発行される専項債のうち8,000億元を地方政府債務の解消に充てるという、その他の措置と合わせて計12兆元規模の対策を発表した。債務の透明化として評価できるが、規模は十分ではない。

債務再編については、23年9月に債務負担の大きい重点12省において<sup>(注5)</sup>、金融機関の支援によって融資平台が23、24年に既存債務を解消するとの意見が出た(未公表、報道に基づく)。支援とは貸出期間延長や金利引下げである。12省以外の地域でも貸出期間延長、金利引下げを金融機関と融資平台が協議する<sup>(注6)</sup>。

このように債務置換の規模が必ずしも十分ではなく、債務再編も地方政府債務のデフォルト回避のための当面の時間稼ぎに過ぎないことから、中国政府は地方政府の隠れ債務問題にかなりの長期戦で臨んでいることがわかる。

地方政府の隠れ債務は、その発生の原因が税制の歪みにあり、本来、予算内政府債務で行うべきプロジェクトの資金調達であったものが少なくないことを考えれば、地方債発行による債務置換は理にかなっている。一方、新たな隠れ債務発生抑制には、当面は中央政府から地方政府への移転支出の増加、中長期的には地方財源の拡大・付与、中央地方間の事業・財源配分の抜本的な見直しが必要で

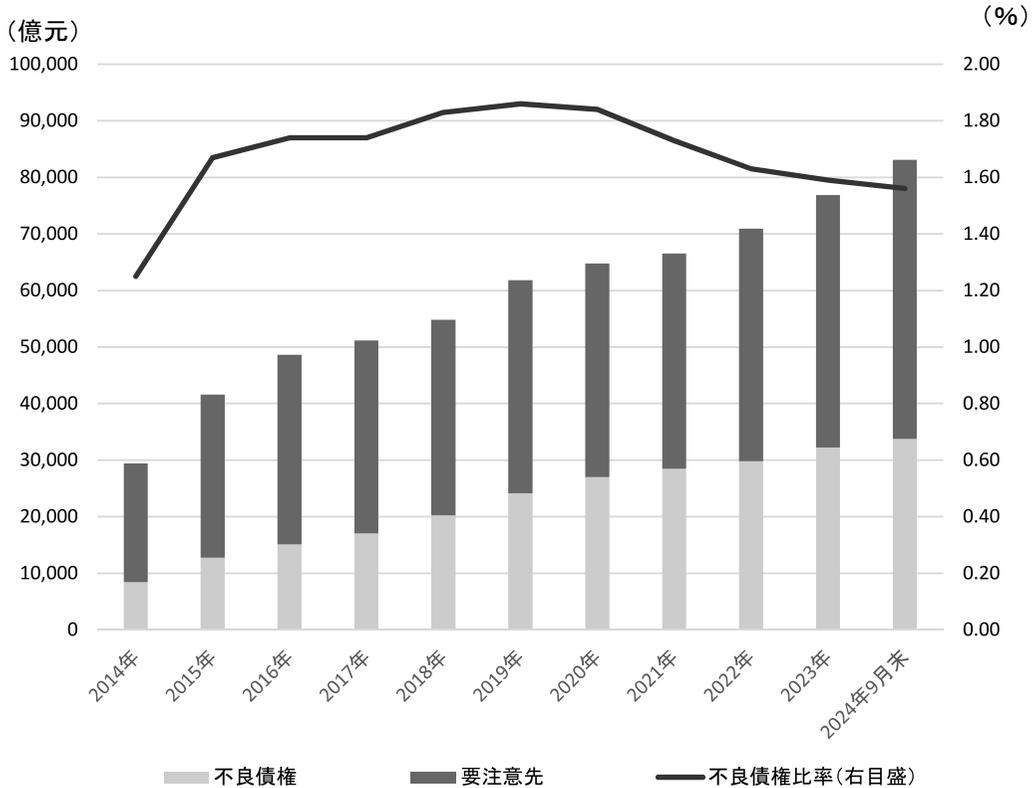
あろう。

一方、金融機関は今後長期間にわたって、不良債権化する不動産関連貸出、融資平台への貸出、融資平台発行の債券を債務再編や償却により処理しなければならない。これに上述した不動産関連の不良債権(不動産開発業者・住宅購入者向け)が加わる。

足元でも既に不良債権と要注意債権の合計は8兆元以上あり(24年9月末、図2)、銀行利益は約2.4兆元(23年)である。中国では少なくとも形式的には金利自由化が完了しており、実際、預貸利鞘は徐々に縮小している。今後、銀行利益のみでの不良債権処理が難しく自己資本に減少圧力がかかる可能性がある。クレジットクランチが生じれば経済発展モデル転換も困難になりかねないため、銀行の自己資本への公的資金投入も必要になろう。この点で、24年に国有大型商業銀行のTier 1資本への公的資金注入に財政省が動いている点は評価できる。

ここまでみてきた不動産市場安定化、不動産貸出・地方政府債務にかかわる不良債権処理等は、どのようなルートを取るにしても最終的な問題解決には公的資金(財政、人民銀行)の導入が必要になるとみられる。そして、財政等の健全性を保つには新たなエンジンを見つけて経済成長を続けねばならない。

(図2) 中国の不良債権と要注意先債権



(出所) 国家金融監督管理総局統計より野村総合研究所作成

## 2. 経済発展モデル転換への挑戦

経済発展モデルの転換には、新たな経済の牽引役が必要である。この点、中国はデジタル技術の応用、EV自動車、太陽光発電等の分野で既に世界でも頭角を現している。

しかし、米国との技術摩擦がさらに強まるのが予想される中、科学技術面での自立が必要であり、中国政府自身も「自立自強」を

謳っている。ここでは中国の科学技術に基づく新たな経済発展モデルへの転換に関する金融面での取り組みをみる。

今後の経済発展については、24年7月の三中全会（中国共産党第20期中央委員会第3回全体会議）で示されているように「新たな質の生産力の発展」が重要である。新たな質の生産力とは、新興産業や未来産業等を含む現代化産業システムの核心部分とされる。新興産業には、自動運転可能な新エネルギー自動車、水素エネルギー、新素材、創薬、バイオ

---

製造、商業宇宙飛行、低空経済（低空域での人・物輸送に関連する経済活動）など、未来産業には量子技術や生命科学がある。

金融面では、23年10月開催の金融工作会議で金融強国構築が打ち出され、その五大領域の筆頭に科技（科学技術）金融が挙げられている（他はグリーン金融、包摂金融、養老金融、デジタル金融）。

24年12月の経済工作会議では科学技術による新たな質の生産力の発展と現代化産業体系の構築の文脈で「多層的な金融サービス体系を整備し、忍耐強い資本を強化し、ベンチャーキャピタルに参加する社会資本を引き入れ、段階的に革新的な企業を育成する」とあり、金融部門を挙げて新たな質の生産力の発展を支援する方針が伺える。

現状をみると、第一に銀行部門では、科学技術向け貸出の伸びが高い。24年9月末のハイテク企業（約526万社）への貸出残高は16.03兆元、前年同期比9%増で全体の伸びを1.4ポイント上回った（人民銀行）。

政策面をみると、人民銀行は24年4月に科技創新・技術改造再貸出の枠5,000億元を設けている。再貸出とは、特定目的（この場合、科学技術イノベーションと技術改良）のための銀行貸出を支援するために人民銀行が商業銀行へ低利（この場合、1.75%）で融資するもので、11月時点で4,000億元分の貸出契約が結ばれている（報道による）。

また、伝統的な銀行貸出で求められる担保物件等が不足する科学技術型企業に対して、

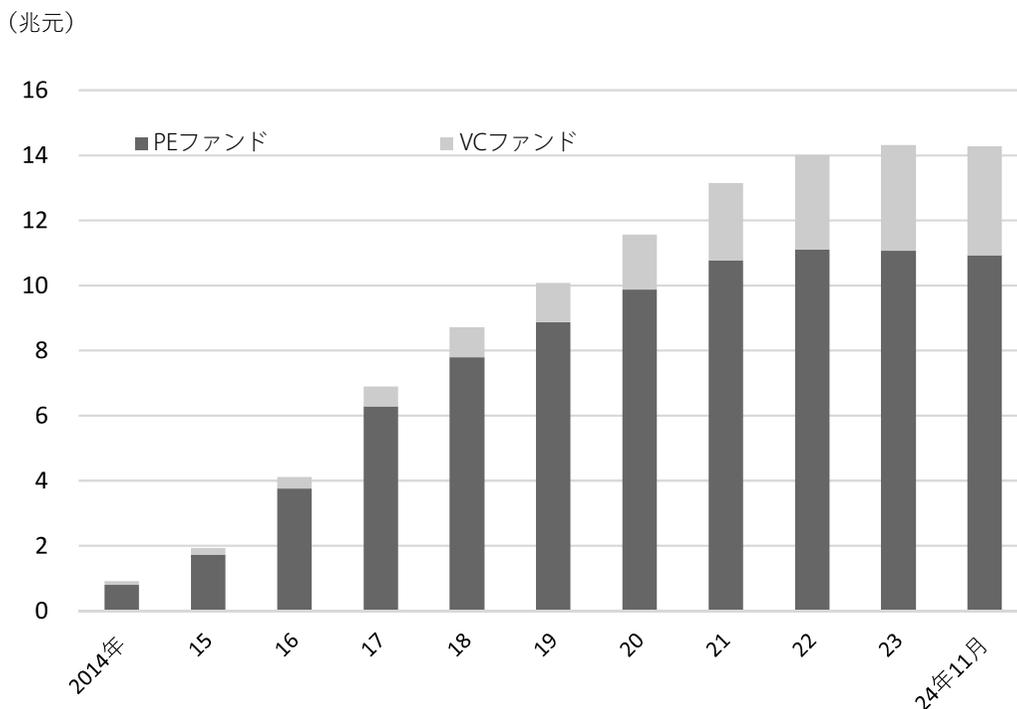
これまでアントフィナンシャル等のフィンテック企業が行ってきたビッグデータを利用した貸出手法を政府も使用するようになっていく。

科学技術省は、各地のハイテク工業団地において、地方政府の科学技術、税務、市場管理等の部門のデータを基に「創新（イノベーション）点数評価制度」を構築した。2020年に試行が始まり、23年末で133のハイテク工業団地、10万社が対象になっている。同制度を利用した銀行の対象企業への貸出額は22～23年に2,000億元に上った（報道による）。

知的財産権の抵当貸出も増えている。2023年に特許・商標抵当の貸出は前年比75.4%増加した（人民銀行）。中国政府は19年からデータを土地、労働力、資本、技術とならぶ第5の生産要素と位置づけ、データ要素市場の育成を加速している。データ資源の会計処理について規定した「企業データ資源関連会計処理暫定規定」（財政省）が24年1月に実施され、既に一部の上場企業がデータ資産を無形資産や在庫等として計上した。今後、データ資産を担保にした銀行貸出も進むとみられる。

第二に直接金融をみると、科学技術革新企業用の債券として、22年に銀行間市場で手形（科創票據）、証券取引所で債券（科創債）が導入された。優遇策もあり両者を合わせた発行額は、24年1月～12月初で約1.12兆元、前年同期比で45%増と大きく増加している（報道による）。

(図3) VC・PEファンドの規模



(出所) 中国証券投資基金業協会

エクイティでは、やはりベンチャーキャピタル (VC) ファンドとプライベートエクイティ (PE) ファンドが重要である。23年11月末のVCファンドとPEファンドの規模はそれぞれ3.35兆元、10.93兆元である (図3)。米中摩擦等を受けて海外から資金募集する米ドルのファンドが縮小し、現在の主力は国内資本のファンド、特に国有資本が増えている。

国策ファンドで半導体企業に投資した国家集積回路産業投資基金や新エネルギー車等の分野へ投資した合肥市の地方政府誘導ファンド等の成功例もあるが、地方政府誘導ファンドには、企業誘致、就業増等の地方経済振興

の思惑があるため、政府誘導ファンド等が出資するVCファンドの投資姿勢とは必ずしも一致しない。また、国有資産の価値の保持・増加の点から短期間でVCファンドの業績を評価するため、小規模・早期段階の企業への投資に資金が向かない弊害も指摘されている。

このため、長期間の投資に耐えられる「忍耐強い資本」の強化をにらんだ政策措置が打ち出された。24年6月「創業投資の質の高い発展促進の若干の政策措置」は、政府誘導ファンド等が出資するVCファンドの管理の改善、具体的には審査方法や失敗に寛容な免責

メカニズムの改善方針を示した。

長期資金の多様化も図る。保険資金をみると、中国人寿等の保険会社が試行的に他の会社と共同で私募証券投資基金を設立し、保険資金を募集して資本市場に投資している。上海では21年より大型商業銀行傘下の金融資産投資会社（AIC）<sup>(注7)</sup>によるエクイティ投資の試行なされており、他の大中型都市へも拡大予定である（24年9月時点）。

VCのエグジットについては、科学技術革新企業向けの科創ボード（18年設立）に次いで21年に北京証券取引所（店頭市場の上位銘柄を中心に設立）が設立され、23年に証券取引所全体で新規株式公開が認可制から登録制へ移行する等、科技企业が上場しやすくなっている。24年末の科創ボードの上場企業は581社、時価総額約6.34兆元、北京証券取引所は262社、約5386億元である。エグジットとしてM&A（合併・買収）も重視されており、24年9月には、高い技術を持つ科技企业のM&A審査のスピード引上げ等を含む上場企業M&A市場の改革意見も発表された。

中国は科学技術革新をエンジンとする経済発展モデルの構築に舵を切っている。金融面の整備の進展は上述した通りであり、技術（特許数等）や人材（シリコンバレー等との人的交流の厚さ等）の面も見逃せない。米中技術摩擦により中国の科学技術レベルの上昇が却って加速することも考えられる。中国経済は当面、不動産バブル処理や米中摩擦で苦境にあるが、長期的な発展の力にはあなどれない

ものがある。

(注1) 神宮・李「中国財政の現状と課題」『季刊中国資本市場研究』2007 Summer 公益財団法人 野村財団

(注2) 都市・土地経営モデルについては、神宮「中国の過剰債務問題と従来の経済発展モデルについて」『CICTEC journal』No.197 2022.1一般財団法人 安全保障貿易情報センター

(注3) 中国政府は23年末に14.3兆元としている（24年11月 全人代常務委員会）。

(注4) Private側に国有企業も含まれるため社会資本と呼ばれていると思われる。

(注5) 12の省（及び省レベル地域）。天津市、内モンゴル自治区、遼寧、吉林、黒竜江、広西、重慶、貴州、雲南、甘肅、青海、寧夏。

(注6) 融資プラットフォームの発行した債券にも同様の措置を求めている。融資プラットフォームが返済難の場合の人民銀行による流動性支援もある。なお、これら一連の措置は24年に他の19省にも拡大、期間も27年6月まで延長されたと報じられている。

(注7) Asset Investment Companies. 主に商業銀行の貸出を買い取ってデットエクイティスワップ業務を行う。

