

〈4〉 10の「サブ・データ」でみる中国経済の窮状 —債務、不動産、消費と産業力を分析軸に—

日本経済新聞社 シニアライター 張 勇祥

はじめに

2024年も後半に差し掛かり、中国経済を巡る楽観と悲観がこれまで以上に目まぐるしく入れ替わるようになった。観察者が身を置く産業や、共産党・政府との距離によっても見える風景は異なってくる。習近平指導部が掲げる「5%前後の経済成長」が達成圏であることを評価する見方があれば、過剰債務や不動産不況の影響をより重視する論者も存在する。

少子高齢化が想定以上に進むなか、実質経済成長率は2%台に向かって徐々に低下していく。企業の生産性をどこまで高められるか、社会保障の充実などを通じ家計の消費余力を引き出せるかが変数となる。米中対立と台湾問題、積み上がる地方政府債務がブラックスワンになり得る。このあたりが中国経済を見通す最大公約数だろう。

本稿では債務と不動産、消費、企業の動向について、正面から取り上げられることがさほど多くない10の「サブ・データ」を提示する。取材の過程で見聞きしたエピソードも盛り込んでいく。これらを通じて、「経済見通しの最大公約数」に付け加えるいくつかの材料を提供する。

1. 債務問題の断片

①地方融資平台の「隠れ債務不履行」、250件超

不動産大手の中国恒大集団が資金繰りに窮し、債務不履行（デフォルト）を起こし始めたのは2021年に遡る。公募社債のデフォルトが1500億元（約3兆1000億円）とピークに達したのもこの頃だ。その後、習指導部は金融機関に資金面の下支えを指示し、信用不安は表向き下火になりつつある。

代わりに増えているのが返済計画の見直し、いわゆるリスケだ。中国の情報会社DZHのデータでは2022年に2150億元を超え、デフォルト額を大きく上回るようになった。危機の暴発を防ぐ意味では一定の意味を持つが、経済全体の成長率が鈍化する中では問題先送りの色彩が濃い。加えて、ここに来て目立ち始めたのが私募の金融商品の返済遅延、いわば「隠れた債務不履行」だ。

雲南省の省都・昆明市の地方融資平台「昆明交投城市投資発展集団」が資金不足に苦しんでいる。主に個人富裕層が投資するファンド（信託商品）から約2億6000万元の借入れをしていたが、期日までに元本を返済できなかった。

同社は旧市街地の再開発などを手掛ける。2020年以降の不動産不況を受け、資金繰りが急激に悪化した。入手できる最新の財務諸表では、2021年末時点の現預金2億8000万元に対し、1年以内に返済期限を迎える債務は10億9500万元にのぼった。

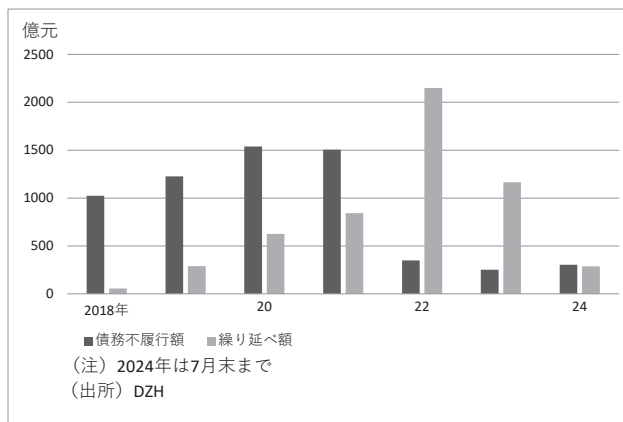
地方融資平台は地方政府が直接、間接に100%近い株式を保有することが多い。別動隊としてインフラ投資を担い、巨額の債務を積み上げてきた。国際通貨基金（IMF）によれば融資平台の債務は2023年末で60兆元を超える。40兆元弱となる地方政府「本体」を大幅に上回る。

地方融資平台は資金調達手段として公募社債や銀行融資に加え、信託商品などシャドーバンク（影の銀行）を多用してきた。これらは社債など「標準化

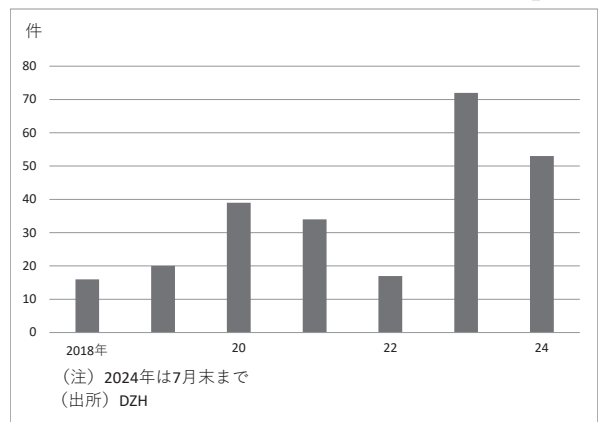
債権類資産」に対し「非標準化債権類資産」と定義される。

情報会社DZHによると、地方融資平台が関わる非標準化債権類資産で、2024年7月末までに返済遅延を起こした事例は251件に達した（遅延後に償還した事例を含む）。うち過半の126件が2023年以降に集中する。

図表1 債務不履行、繰り延べは高水準



図表2 地方融資平台の「隠れ債務不履行」



信託商品の購入者は個人富裕層や企業が中心となる。情報開示は少なく、返済遅延額も1件当たり数億元にとどまる。数十億元規模にもなる公募社債に比べ、社会への影響や注目度は低い。信託商品への返済が水面下で後回しにされやすいゆえんだ。

だが、規模が小さいとはいえ「隠れ債務不履行」は社債の借り換えに影響を及ぼす。昆明市の融資平台は2024年初め、社債発行の断念に追い込まれていた。

公募の社債市場において、地方融資平台の実質的な債務不履行は起きていないとされる。返済遅延が報道されることはあったが、その後ほどなくして償還に至るか、債権者の合意のもとにリスクが成立している。

一方、仮に不履行が表面化すれば「暗黙の保証」の前提が崩壊し、マネー流出や連鎖的な資金繰り難を招きかねない。地方政府の支援なしに融資平台が立ちゆかないのは明らかだ。2023年秋からは地方政府が地方債を発行し、地方融資平台の債務との置き換えも始めた。もっとも地方政府に財政余力がなければ、地方融資平台を支援し続けることは難しい。

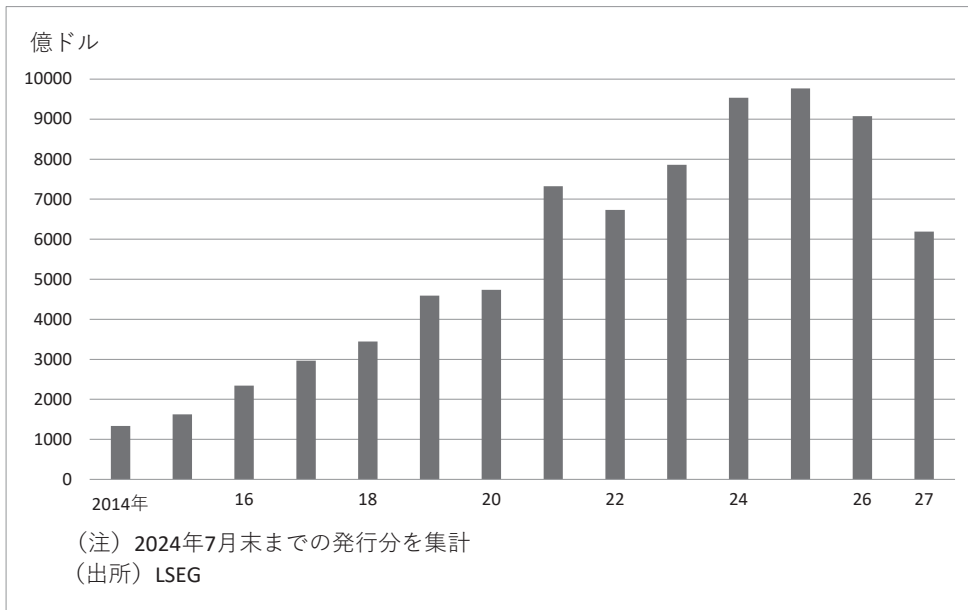
後に見るように、土地売却を使った錬金術は力を失いつつある。

②社債償還、2024～26年で2.8兆ドル

中国企業の債務膨張は繰り返し伝えられている。では具体的な返済額はどれくらいだろうか。断片的なデータではあるが、2024年に満期を迎える公募社債は9500億ドル超と前年より2割増え、過去最高を更新する。地方融資平台の増加が目立ち、野放図な調達の手付けが回っている。政府の支援による問題先送りを続けるほど金融システムにリスクは蓄積し、経済の停滞を長引かせる要因になる。

LSEGに収録されている約6万本の発行・償還データを集計した。2024年の中国企業の社債償還額は10年前となる2014年の7倍に膨らむ。10年で2倍になった国内総生産（GDP）を増加率で大きく上回る。償還額は2024～26年までの3年間では2兆8000億ドル、円換算では400兆円に達する。データは24年7月末までの発行分を対象としており、今後の新規発行で一段と増加するのは確実だ。

図表3 社債償還額



償還額を押し上げるのは社債発行残高の3割以上を占める地方融資平台だ。LSEGの業種分類で、融資平台を多く含む「土木・建設業」の償還額をみると、24年は2900億ドルと前年比で45%増えている。

金融市場は不動産会社に続き、融資平台の債務返済能力にも警戒を強めている。米格付け大手ムーディーズ・レーティングスは2023年12月、融資平台26社を一斉に格下げ方向で見直すを発表した。中国の格付け見直しを「安定的」から「ネガティブ」に変更したのに続く措置だ。

一部の地方融資平台は資金繰りに追われる。期間3年の社債で8%台の金利が必要になるなど、財務悪化で以前より利率が高く、満期までの期間は短く設定せざるを得ないケースが出ている。公共事業のための新規財源も必要で、雪だるま式に毎年の償還額が増えている。

銀行が抱える不良債権と要注意先債権は増加が続く。2024年3月末では計7兆9000億元を超え、2014年3月末(2兆2000億元)の3.6倍に膨らんだ。地方融資平台の財務が悪化すれば、しわ寄せは不良債権の増加という形で銀行に向かう。経済の成長力が徐々に低下するなか、問題の先送りは慢性疾患のように中国をむしばむ。過剰債務の解消を急いでデフォルトが連鎖すれば、金融システム不安を引き起こしかねない。債務問題の解決策は容易には見つからない。

③総債務7000兆円の「バブルリレー」

前項では地方融資平台や企業の社債データをもとに、債務返済のほころびや償還額の推移を見てきた。では経済全体の債務はどれほどだろう。国際決済銀行(BIS)によると中国の2023年末における非金融部門の債務残高は357兆元に達した。円換算では7000兆円にのぼる。

中国経済の債務依存体質の根源を1つに求めることは難しい。だが契機と目されるのが2008年のリーマン危機を受け、同年11月末に中国が打ち出した4兆元規模の経済対策だ。

当時のGDPの1割を優に上回る経済対策に世界はざわついた。ただ、実際には中央政府が受け持った支出は半分に満たず、資金の過半を地方政府が拠出した。財源の乏しい地方政府は地方融資平台の債券発行や借り入れ、またシャドーバンキングを通じた資金調達でしのぐしかなかった。これは「4兆元対策」が発表された翌2009年に、2000社もの融資平台が新規に設立されたことから見て取れる。

地方融資平台は地方政府の「暗黙の保証」をよりどころにしている。その地方政府はピーク時には年8兆元に膨らんだ土地売却を財政の支えにしてきた。土地は値下がりしないとの神話は、個人や企業による投機や需要の先食いが背景だった。

融資平台、影の銀行、土地売却。バブルリレーは10年以上も続いた。だが不動産の値上がり、過剰開発は永続しない。早くも2015~16年ごろには社債の