

2022年8月31日 全8頁

中国：不動産に依存した経済発展の終焉

住宅需要・供給の抑制、デベロッパーの国有化でソフトランディング？

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国版総量規制の導入に、新型コロナウイルス感染症の再拡大に伴う厳格な移動・行動制限が加わり、中国の不動産市場はかつてない落ち込みを経験している。住宅ローン金利引き下げなどのテコ入れ策にもかかわらず、住宅需要が刺激されないのは、住宅を完成前に購入し、銀行への住宅ローンの返済が始まって、工事中断により、その物件が手に入らない懸念があるためである。デベロッパーへの資金サポートなどにより、工事を再開させることが、不動産市場の不振脱出の第一歩となる。
- より長期的な観点で、今後の中国の不動産市場はどのようなのであろうか。中国政府としては、銀行の担保割れを引き起こすような住宅価格の暴落、あるいは調整の長期化は、避けたいところであろう。しかし、その懸念は燻ぶり続ける。中国版総量規制は、住宅に対する需要と供給をともに抑制することで、価格のソフトランディングを目指す意図がある。しかし、この政策によって、不動産の開発と販売に依存した経済発展パターンは立ち行かなくなる。これが経済成長鈍化の一因となる。
- 今後の中国の不動産デベロッパーの勢力図は、国有企業を主体に、健全性の高い（当局の政策・意図に従順な）民営企業がそれを補完する、という形になる可能性が高い。足元で、国有デベロッパーのデフォルトが極めて少ないこと、資金繰りが厳しくなった民営デベロッパーのプロジェクトは地方政府や国有デベロッパーが買収していることを考えると、不動産市場の国有化が始まっているようにも見える。中国政府としては、政府の関与を一段と強めることで、ソフトランディングの可能性を高めたいところであろうが、人口減少が予想される中で、それが相当なナローパスであることは間違いあるまい。

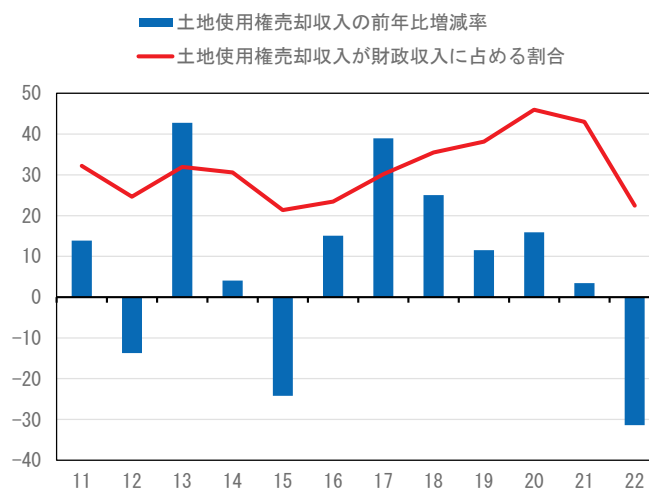
中国の不動産市場が抱える様々な問題点

中国の不動産市場は様々な問題を抱えている。主なものは、①地方財政の土地使用権売却収入への依存度は高く、地方政府にとって売却価格は高い方が望ましいこと、②このため、住宅価格は上昇傾向が強く、居住目的以外の投資・投機目的の住宅所有も多いこと、③家計にとって、特に大都市圏で居住用の住宅は高額の花となり、過度な住宅ローン負担が消費の抑制要因となっていること、④金融機関の不動産関連のエクスポージャーが大きく拡大し、住宅価格の暴落や長期低迷、デベロッパーの倒産増加などの場合は、不良債権の急増が懸念されることなどがある。①～④について、以下でデータを確認したい。

中国の土地は国有であり、その使用権売却収入は地方政府の収入となる。①の土地使用権売却収入は、2016年から2020年にかけて2桁の増加が続き、財政収入に占める割合は2015年の21.4%をボトムに2020年には46.0%に高まった。2021年は前年比3.5%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）、財政収入に占める割合は43.0%であった。しかし、土地使用権売却収入は変動が大きく、過去10年では、2012年と2015年に2桁の減少となった。こうした年は、財政収入が抑制され、景気の下振れ圧力がかかりやすくなる。足元で、中国の不動産市場はかつてない落ち込みを見せており、2022年上半期の土地使用権売却収入は31.4%減（財政収入に占める割合は22.4%）となった。

②の住宅所有状況について、中国人民銀行の「2019年の都市農村住民の家計資産負債の状況調査」によると、家計の住宅所有率は96.0%であり、住宅を所有する家計を100%とした場合、1軒の所有は58.4%、2軒の所有は31.0%、3軒以上の所有は10.5%となり、平均では1.5軒を所有しているとしている。中国政府は「住宅は住むためのものであり、投資・投機商品ではない」旨を繰り返し表明しているが、中でもレバレッジを利かせて住宅を複数所有する行動については、価格が反転した際のマイナスの影響が増幅されるとして、警戒感を強めている。

（図表1）土地使用権売却収入（前年比）と財政収入に占める割合（単位：％）



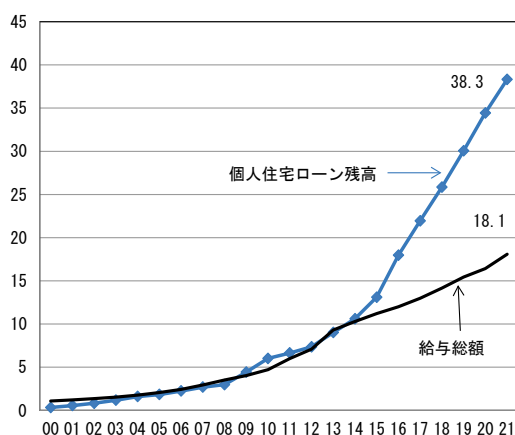
（注）2022年は1月～6月

（出所）中国財政部より大和総研作成

③に関連して、給与総額と個人住宅ローン残高の推移を見ると、2015年以降は前者の伸びが抑制される一方で、住宅ローン残高は急増しており、ローン負担が家計に重くのしかかっていることを示している（図表2）。90㎡（共有スペースを含む。専有面積は70㎡程度）の平均的な価格のマンションを購入する際の家計年収倍率は、2021年の全国平均では6.9倍となっている。一方、北京市では18.5倍（北京市の住宅価格と同市の家計平均年収で計算）、上海市は15.1倍（同様に上海市のそれで計算）と、一般市民にとってはまさに高嶺の花となっている（図表3）。高すぎる住宅コストが消費の抑制要因となっている可能性は極めて高い¹。

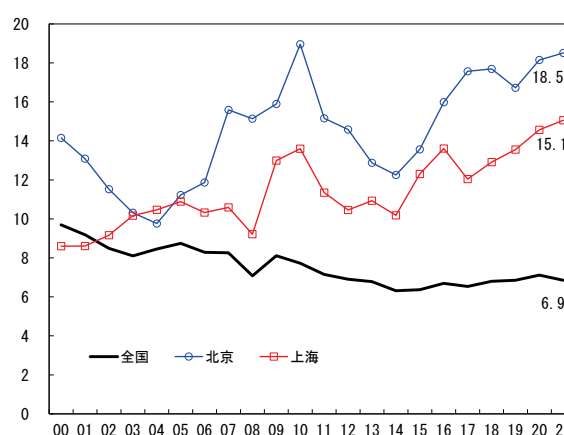
④の不動産関連貸出残高が銀行貸出残高全体に占める割合は、2012年9月末の19.1%（住宅ローンなどが全体の12.9%、デベロッパー向けが同6.2%）を直近のボトムに上昇を続け、2019年末には29.0%（同21.7%、7.3%）を記録した（図表4）。その後は後述する貸出規制強化などにより、2022年6月末には25.7%（同19.7%、6.1%）に低下した。

（図表2）急増する住宅ローン残高（兆円）



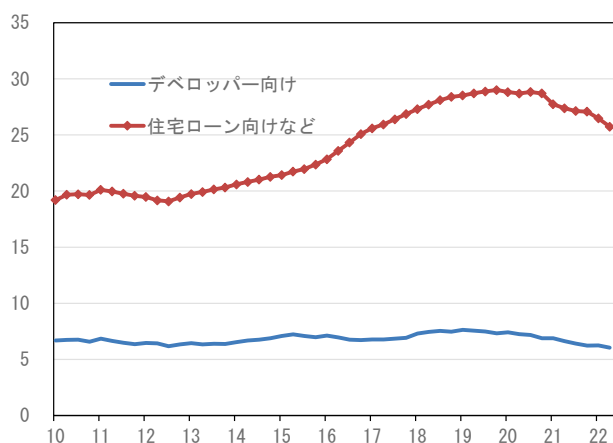
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

（図表3）90㎡の住宅購入の家計年収倍率（倍）



（出所）中国不動産統計年鑑各年版、中国国家统计局より大和総研作成

（図表4）銀行貸出残高に占める不動産関連貸出の割合（単位：％）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

¹ このほか、高すぎる住宅コストは出生率低下の主因のひとつとされている。

中国版総量規制の導入

こうした状況に対して、2020年半ば以降、中国政府は不動産市場が抱える諸問題の是正・改善に本格的に取り組み始めた。中国版総量規制を導入したのである。

まず、2020年8月に、中国人民銀行と住宅・都市農村建設部は、デベロッパーの負債状況に対して、「3つのレッドライン」を設けた。「3つのレッドライン」では、①前受金控除後の総負債比率（総負債÷総資産×100）が70%以上、②純負債資本比率（有利子負債から現・預金を控除したもの÷資本×100）が100%以上、③現金短期負債比率（現・預金÷短期負債×100）が100%以下、であることを問題視し、これら基準に抵触した数と貸出管理とを結び付ける厳格な規制を開始した。3つとも抵触した高リスク企業は「赤」に分類され、以後は新たに有利子負債を増やすことはできないとされた（図表5）。

（図表5）不動産開発業者の負債関連の3つのレッドライン抵触状況と貸出規制

レッドライン抵触数	表示	リスク	年間の有利子負債増加率
ゼロ	緑	リスク小 ↑ ↓ リスク大	15%以内
1	黄		10%以内
2	橙		5%以内
3	赤		0%以内

（注）3つのレッドラインでは、①前受金控除後の総負債比率（総負債÷総資産×100）が70%以上、②純負債資本比率（有利子負債から現・預金を控除したもの÷資本×100）が100%以上、③現金短期負債比率（現・預金÷短期負債×100）が100%以下、であることを問題視している

（出所）各種報道より大和総研作成

次に、中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会は2020年12月31日に「銀行の不動産貸出集中度管理制度の構築に関する通知」を発出し、銀行による過度な不動産貸出を抑制するとした（2021年1月1日に発効）。同通知によると、銀行は資産規模などによって5分類され、大型銀行の不動産貸出残高が貸出残高全体に占める割合は最大で40%（うち個人住宅ローンは32.5%、デベロッパー向け貸出は7.5%が上限）、最も同比率が低く設定された農村銀行は同12.5%（うち個人住宅ローンは7.5%、デベロッパー向け貸し出しは5.0%が上限）とされた。

このように中国版総量規制はふたつの柱からなり、前者はデベロッパー（供給側）に対する貸出規制強化であるのに対して、後者は住宅ローン（需要側）とデベロッパーの双方に対する貸出規制強化である。ただし、後者について、デベロッパー向け貸出比率はピークの2019年3月末時点では7.6%に達していた。貸出規制強化により、最も高い比率が容認される大手行でも上限は7.5%に設定されたことを考えると、規制強化の主眼はデベロッパーにあったことが分かる。

大手デベロッパー恒大問題にとどまらない経営危機。続出するデフォルト

こうした中で、過重債務問題を抱えるデベロッパーは、負債の圧縮を余儀なくされた。中でも、当時、中国第2位の手不動産開発業者であった中国恒大集団（チャイナ・エバーグランデ・グループ。以下、恒大）が経営危機に陥ったことは、その経営トップの放漫経営ぶりや負債規模の大きさゆえに注目された。

しかし、問題は恒大にとどまらず、住宅販売の不振と資金調達難から資金繰りに困窮するデベロッパーが続出し、債務不履行（デフォルト）を余儀なくされる業者が急増した。図表6は中国国内外で上場するデベロッパーの2021年決算を基に、3つのレッドラインの抵触状況を見たものであり、デフォルトを起こした会社は赤字で示した。これによると、3つのレッドラインにいずれも抵触しない、リスクの低い上場会社は55社中24社であった。逆に、3つとも抵触した、リスクの高い上場会社は3社にとどまったが、何らかの問題を抱え、期限内に決算を発表できなかった上場会社が8社を数える異常事態となった。

デフォルトを起こした上場会社は55社中、20社に上った。その特徴は民営企業が19社と圧倒的に多く、国有企業は1社のみであったことである。国有企業については、地方政府や銀行などにより何らかのサポートが提供されている可能性が高い。

また、デフォルトを起こした上場企業と、3つのレッドラインの関係をみると、決算を期限内に発表できなかった8社がすべてデフォルトを起こしている一方で、健全性が高いとされる上場企業でもデフォルトが発生しているなど、3つのレッドラインとデフォルトの関係は必ずしも明確ではない。

（図表6）上場デベロッパーの3つのレッドライン抵触状況（2021年末）とデフォルトの有無

レッドライン 抵触数	表示	リスク	年間の有利子 負債増加率	社名
ゼロ	緑	リスク小	15%以内	中国海外発展（中央企業）、華潤置地（中央企業）、招商蛇口（中央企業）、合生創展集團（民営企業）、中国金茂（中央企業）、濱江集團（民営企業）、仁恒置地集團（民営企業）、雅居樂集團（民営企業）、華發株式（国有企業）、中駿集團ホールディング（民営企業）、龍湖集團（民営企業）、建發國際集團（国有企業）、金地集團（国有企業）、遠洋集團（国有企業）、弘陽不動産（民営企業）、万科企業（国有企業）、華僑城集團（中央企業）、越秀不動産（国有企業）、禹州不動産（民営企業）、保利發展（中央企業）、德信中国（民営企業）、旭輝ホールディング集團（民営企業）、新城ホールディング（民営企業）、金輝集團（民営企業）
1	黄	↑ ↓	10%以内	融信中国（民営企業）、金科株式（民営企業）、绿城中国（国有企業）、大悦城不動産（国有企業）、龍光集團（民営企業）、合景泰富集團（民営企業）、美的置業（民営企業）、碧桂园（民営企業）、時代中国ホールディング（民営企業）、中梁ホールディング（民営企業）、大唐不動産（民営企業）、力高集團（民営企業）、建業不動産（民営企業）
2	橙		5%以内	首開株式（国有企業）、保利置業集團（中央企業）、宝龙不動産（民営企業）、正栄不動産（民営企業）、荣盛發展（民営企業）、中南建設（民営企業）、綠地ホールディング（国有企業）
3	赤		リスク大	0%以内
期限内に決算が未発表				融創中国（民営企業）、中国恒大（民営企業）、世茂集團（民営企業）、中国奥園（民営企業）、祥生ホールディング集團（民営企業）、佳兆業集團（民営企業）、新力ホールディング集團（民営企業）、花樣年ホールディング（民営企業）

（注1）3つのレッドラインでは、①前受金控除後の総負債比率（総負債÷総資産×100）が70%以上、②総負債資本比率（有利子負債から現・預金を控除したもの÷資本×100）が100%以上、③現金短期負債比率（現・預金÷短期負債×100）が100%以下、であることを問題視している

（注2）赤い字は債務不履行（デフォルト）が報道されている企業

（出所）中国民間不動産シンクタンク「克而瑞不動産研究院」より大和総研作成

購入済みマンションの工事中断が社会問題に。銀行の不良債権増加懸念

中国版総量規制の導入や不動産販売の落ち込みなどにより、資金繰りに苦しむデベロッパーは、工期通りにマンション建設ができなかったり、工事中断を余儀なくされたりするところが続出し、社会問題となっている。中国では住宅購入者全体の約 9 割が物件の完成前に購入し、金融機関への住宅ローンの返済が始まるが、建設工事が中断・延期となった物件の住宅ローンの返済を拒否する動きが相次いでいるのである。

日本の最高裁判所に相当する中国最高人民法院によると、住宅（マンション）の工事が途中でストップした場合、購入者は契約を解除することができ、デベロッパーは購入者が支払った代金を返済しなければならない。銀行は、デベロッパーが破産するなどして、代金を返済できない場合に備えて、購入者が代金を負担するように、ローン契約を締結する。しかし、最高人民法院の判例では、この契約は不合理であり、購入者に返済義務はないとしている。結局のところ、工事の中断による損失は一義的にはデベロッパーが負うが、それができない場合は銀行の不良債権が増加することになる。

それでは、工事中断などの問題を抱える物件に関連する不良債権はどのくらいになるのだろうか。2022 年 7 月末の住宅施工面積はおよそ 60 億㎡で、1 ㎡当たりの平均販売金額は約 1 万元（約 20 万円）である。施工面積の 10%が問題物件と仮定すると、6 兆元（約 120 兆円）分、頭金が 3 割として関連する住宅ローンは 4.2 兆元（約 84 兆円）となり、銀行貸出全体の 2%程度を占める計算である。全て不良債権化しても 2022 年 3 月末の銀行全体の貸倒引当金 5.8 兆元で処理することはできる。ただし、ひとつの項目としては決して小さくない金額である。

こうした状況を回避するため、今後は、①政府主導で銀行貸出や起債など資金サポートを強化し、デベロッパーに工期通りの建設を促す、②資金繰りに苦しむデベロッパーのプロジェクトを例えば国有デベロッパーなどに売却し、完成を促す、といった政策が強化されよう。既に、国有デベロッパーだけでなく、健全性の高い（当局の政策・意図に従順な）民営デベロッパーを選定して社債の発行をサポートする支援策が動き出している。このほか、中国政府肝いりで、デベロッパーを支援するための 3,000 億元（約 6 兆円）の不動産基金を設立するとの報道がある。

兎にも角にも、デベロッパーへの資金サポートなどにより、工事中断問題を改善させることが、不動産市場の不振脱出の第一歩となる。

住宅販売はかつてない落ち込みだが、価格下落は限定的

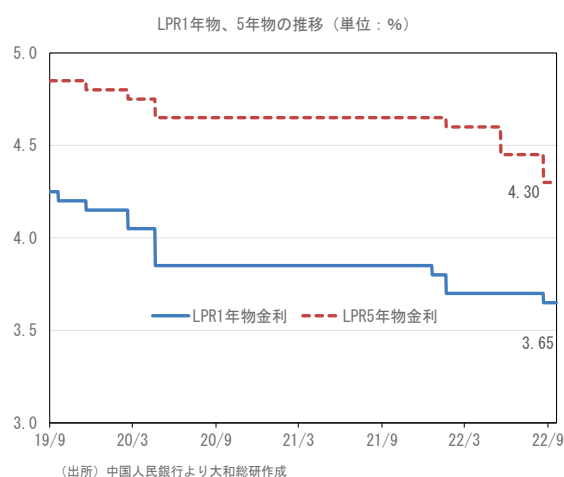
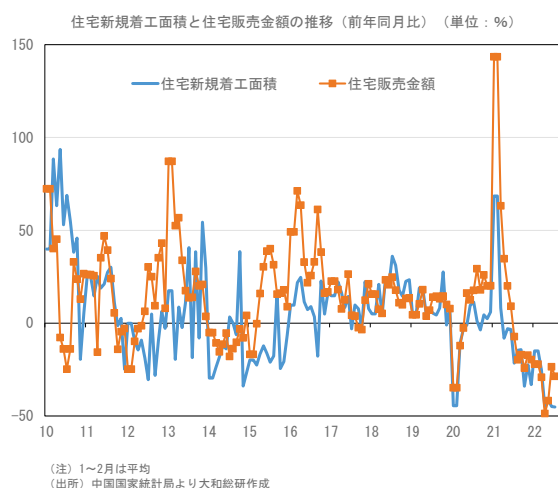
中国版総量規制の導入に、新型コロナウイルス感染症の再拡大に伴う上海市などのロックダウンや厳格な移動・行動制限が加わり、中国の不動産市場はかつてない落ち込みを経験している。2022 年 7 月の住宅新規着工面積は 45.1%減、住宅販売金額は 28.6%減となり、他の主要経済指標が多かれ少なかれ改善する中で、低迷ぶりが際立っている（図表 7）。

こうした中、中国人民銀行は 2022 年 1 月 20 日、住宅ローン金利の参照レートである LPR5 年

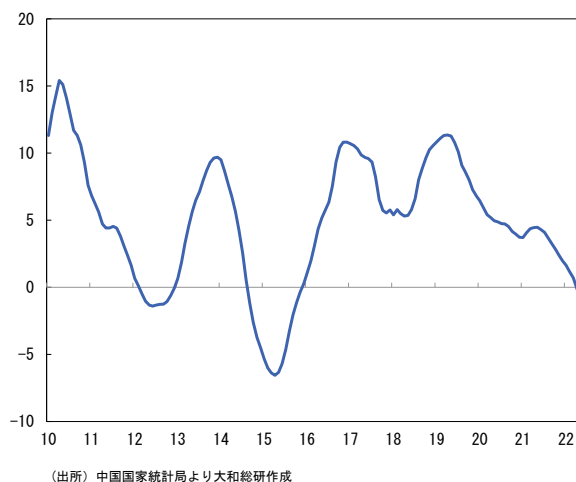
物金利を 4.65% から 4.6% に引き下げた。これにより、政府の不動産市場に対する姿勢が「引き締め」から「緩和」に 180 度転換した。5 月 15 日には、中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会が、1 軒目の住宅ローン金利の下限を「LPR5 年物金利 - 0.2%」まで下げてよいとする旨の通達を発出し、5 月 20 日には LPR5 年物金利を 0.15% 引き下げ 4.45% とした（下限は 4.25%）。さらに、LPR5 年物は 8 月 22 日にも 0.15% 引き下げられて、4.30% となり、下限は 4.10% に設定されている（図表 8）。一連の利下げにより、住宅ローン金利が下げられたほか、各地方政府は、頭金の割合の引き下げ、戸籍制限の緩和・撤廃、補助金の支給など、あの手この手で住宅需要の喚起に努めている。8 月 22 日の利下げの効果はこれからであるが、一連のテコ入れ策にもかかわらず住宅需要が刺激されなかったのは、既述した通りである。

かつてない不動産不況にもかかわらず、住宅価格はさほど大きく下がっていない。まだボトムを付けたわけではないであろうが、2022 年 7 月の全国 70 都市の新築住宅価格は▲1.7% にとどまっている（図表 9）。これは、①中国版総量規制は、デベロッパーの開発意欲（供給）と、

（図表 7）住宅新規着工面積と住宅販売金額 （図表 8）政策金利の推移



（図表 9）全国 70 都市新築住宅価格の推移（前年同月比）（単位：%）



消費者の購入意欲（需要）をとともに減退させるものであり、需給のバランスが大きく崩れていない可能性がある、②大都市圏では価格上昇が続いている一方で、価格が下落する地方都市では、価格に下限を設けるなど、人為的に価格下落に歯止めをかけている、ことなどが背景にあらう。ここでは、本来は、地方の不動産市場の調整圧力が大きいことを指摘しておきたい（地方の不動産市場が抱える問題については後述する）。

中国の不動産市場長期展望

より長期的な観点で、今後の中国の不動産市場はどのようなのであろうか。中国政府としては、銀行の担保割れを引き起こすような住宅価格の暴落、あるいは調整の長期化は、避けたいところであらう。しかし、その懸念は燻ぶり続ける。

今後、中国の住宅実需は減少する。国連の“World Population Prospects 2022”によると、中国最大の実需層を形成する 30 歳～34 歳人口は過去 10 年間で 29.5%増加し、2021 年は 1 億 2,280 万人となった。しかし、同推計はこの人口層は今後の 10 年間で 34.7%減少し、8,021 万人に減るといふ。供給調整がうまくいかなければ価格暴落の可能性があるとことだ。住宅は家計と企業が投資目的で保有しており、価格暴落となれば負債圧縮を目的に、家計は消費を、企業は投資を抑制する。銀行も不良債権増大により貸出余力が低下することになる。地方政府は主要な歳入である土地使用権売却収入が減少して、地方政府の財政難が深刻化することで、インフラなどへの投資余力が低下することになる。上記は住宅価格の暴落を例にしたが、価格調整の長期化でも同様のリスクがある。

この点で、既述した 2 つの中国版総量規制は、住宅に対する需要と供給をとともに抑制することで、価格のソフトランディングを目指す意図がある。しかし、この政策によって、不動産の開発と販売に依存した経済発展パターンは立ち行かなくなる。これが経済成長鈍化の一因とならう。また、ソフトランディングの成否は、人口流入が続くであらう大都市（圏）と、人口減少が続く地方とで明暗が分かれる可能性が高い。全体としては不動産に依存した経済成長の鈍化傾向が強まる中で、市場の二極化が進むということである。

さらにいえば、中国の不動産デベロッパーの勢力図は、国有企業を主体に、健全性の高い（当局の政策・意図に従順な）民営企業がそれを補完する、という形になる可能性が高いとみている。足元で、国有デベロッパーのデフォルトが極めて少ないこと、資金繰りが厳しくなった民営デベロッパーのプロジェクトは地方政府や国有デベロッパーが買収していることを考えると、不動産市場の国有化が始まっているようにも見える。中国政府としては、政府の関与を一段と強めることで、ソフトランディングの可能性を高めたいところであらうが、それが相当なナローパスであることは間違いあるまい。住宅価格の暴落も長期的な調整も避け、価格はある程度上昇することが望ましいが、長期的には所得増加率を下回っていなければならない。それを人口が増える大都市圏はともかく、人口が減る地方で実現するのは極めて難しいと思われる。住宅価格の動向については、これまで以上に注視する必要がある。