

2023年8月22日 全10頁

# 中国：最悪ケースは金融危機のトリガーに

「不動産不況」が深刻化、軟着陸の鍵は健全な民営デベロッパーの救済

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

## [要約]

- 中国で「不動産不況」が一段と深刻化しているが、これは構造的な問題である。ソフトランディングのためには、少なくとも2020年8月の中国版総量規制の導入時に財務の健全性が高いと判断されたものの、その後の銀行の貸し渋りなどでデフォルトを余儀なくされた民営デベロッパーについては、金融面でのサポートをしっかりとすべきであろう。それが不動産購入者に浸透すれば、少なくとも民営デベロッパー＝倒産リスクが高い、という連想が断ち切れ、過去2年分の「実需」のリベンジ購入が期待されることになろう。
- 一方のハードランディングの可能性も中長期的には否定できない。現在は利下げ局面（2023年8月21日に、中国人民銀行は1年物LPRを0.1%引き下げ）であり、差し迫った危機ではないが、今後、金利が大きく上昇するような局面では住宅需要は一段と落ち込み、企業や家計の負債圧縮意欲は一段と高まり、投資や消費を抑制するだろう。最悪のケースとして、景気失速下で住宅価格が暴落し、価格低迷が長期化するようなことがあれば、銀行の不良債権は激増し、中国発の金融危機が発生してもおかしくはない。今後の「不動産不況」の行方には細心の注意を払う必要がある。

## 「不動産不況」が深刻化、最悪ケースでは金融危機のトリガーに

### 中国恒大集団が米国で破産法の適用を申請

かつて中国第2位の不動産デベロッパーであった中国恒大集団（以下、恒大）は2023年8月17日、米ニューヨークで連邦破産法第15条の適用を申請した。これにより、恒大は米国内での訴訟や強制的な差し押さえなどを回避することが可能となり、外貨建て債務の再編に向けた債権者との協議を加速させる狙いがあるとされる。日本や中国では破産＝倒産のイメージが強いかもしれないが、今回の破産申請は経営再建を目的としている。

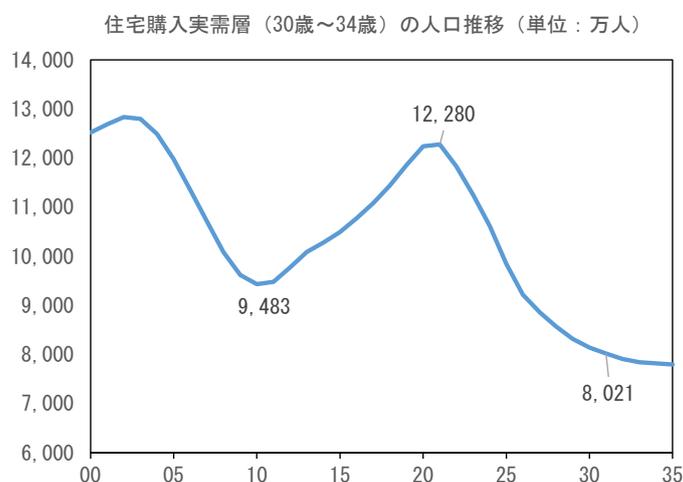
だからといって、恒大が経営再建に大きく近づいたわけではない。恒大の2022年末の負債総額はおよそ2.4兆円（約48兆円）、うち有利子負債は6,000億元超、そのうち外貨建ては27%を占める。外貨建ての有利子負債は負債総額の7%程度であり、さらにその一部が今回の債務再編のターゲットということになる。恒大の経営不振が明らかになった2021年夏以降、2年が経過しても恒大の債務再編問題は遅々として進んでいない。中国政府は抜本的な解決策を講じず、問題を先送りしている。

### 住宅実需は減少

このところ、筆者のもとに中国の「不動産不況」の行方について、多くのお問い合わせを頂いている。それに応えるべく、いくつかのポイントについて、解説をしたい。

まず、中国の住宅実需は2021年が直近のピークであり、2022年以降は減少する。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、8,021万人に減るとしている。

### 住宅実需層（30歳～34歳人口）は既にピークアウト、今後10年で大幅に減少



（注）2022年以降は国連の推計による  
（出所）国連“World Population Prospects 2022”より大和総研作成

実需が大幅に減少するという事は、供給調整がうまくいかなければ住宅価格暴落の可能性があるということだ。住宅は居住目的だけでなく、家計と企業が投資目的で保有することも多く、先行きの不透明感が強まれば、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。地方政府は主要な収入源である土地権利売却収入が減少して、財政難が深刻化することで、成長のための投資余力が低下することになる。これが、今まさに起きていることなのかもしれない。

## 不動産不況のきっかけとなった中国版総量規制の本当の狙い

2022年以降、中国は「不動産不況」に苦しんでいるが、事態はますます悪化している。

きっかけは2020年8月の中国版総量規制の導入であった。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、3つとも抵触した高リスク企業は、以後は新たに有利子負債を増やすことはできないとする厳格な融資管理を実施した。一方で、3つとも抵触していない低リスクのデベロッパーは、15%増以内であれば有利子負債の増加が認められるとした。

財務の健全性の高いデベロッパーを中心に優勝劣敗が進むと期待されたのだが、実際はそうではなかった。下図は中国内外で上場するデベロッパー55社の3つレッドライン抵触状況(2021年決算時点)を見たものであり、債務不履行(デフォルト)が報道された企業を赤字で記した。これによると、財務の健全性とデフォルトの発生状況とはあまり関係はない。特徴的なのは、デフォルトを起こした32社のうち、民営デベロッパーが実に29社を数えた一方で、国有デベロッパーはわずか3社にとどまったことである。中国版総量規制は、デベロッパーの財務の健全性向上が目的ではなく、民営デベロッパーの淘汰が目的とされる所以である。ここにも「国進民退」(政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業は蚊帳の外に置かれる)問題が発露している。多くの民営デベロッパーで資金繰りが悪化し、工事中断問題が社会問題化したのである。

### 上場デベロッパーの3つのレッドライン抵触状況と融資規制 (2023年8月20日時点。2021年度決算)

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)、萬州不動産(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)、綠城中国(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)、碧桂園(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)、宝龍不動産(民営企業)、正栄不動産(民営企業)、采盛發展(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現預金短期負債比率(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

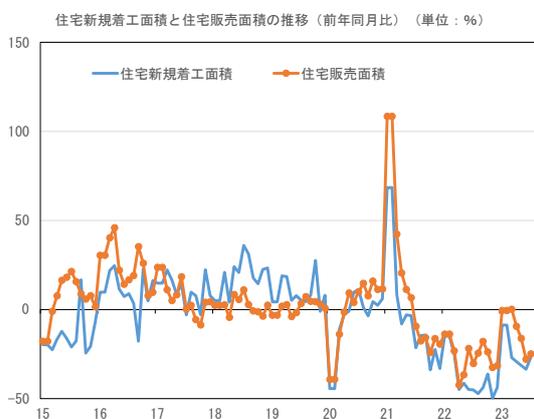
さらに、この問題には負の連鎖がある。中国では、建設中に物件を購入し、住宅ローンの返済が始まるケースが多いが、引き渡し不能リスクを懸念する市民は、民営デベロッパーの建設というだけで、購入をためらう。本来なら財務的に健全なデベロッパーであっても、売上減少→利益減少（もしくは赤字）→財務体質悪化→資金調達困難化→債務返済懸念、という経路で容易にデフォルト組に転落していく。最近新聞紙上を賑わせている大手デベロッパーの碧桂園（カントリー・ガーデン）ホールディングスは、この典型だ。碧桂園は2021年度決算では3つのレッドラインのうち1つしか抵触していない比較的健全なデベロッパーに位置付けられていたが、2023年1月～6月には500億元（約1兆円）前後の赤字になった模様であり、資金繰りの悪化が表面化した。

### 「不動産不況」は一段と深刻化

2023年1月～7月の固定資産投資は前年同期比3.4%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）にとどまったが、中でも不動産開発投資は8.5%減に落ち込んだ。不動産開発投資は2022年も10.0%減と前年割れとなっており、状況は一段と悪化している。

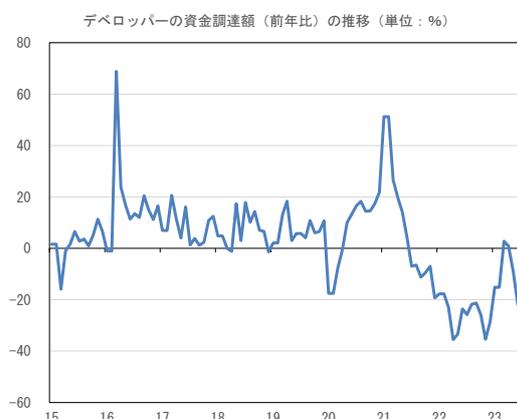
こうした状況下、昨年11月以降、一部デベロッパーへの資金サポートが行われ、住宅を契約通りの品質と納期で購入者に引き渡す「保交楼」が推進された。これによって、工事が再開された物件が出始めた結果、2023年に入ると住宅竣工面積が増加するようになっている。ただし、恐らくこれも国有デベロッパーのプロジェクトが中心になっていよう。さらに「保交楼」の息切れも懸念される。デベロッパーの資金調達状況（月次）を見ると、2023年3月に21カ月ぶりに増加に転じたものの、5月には再び前年割れとなり、6月と7月は20%以上の減少となった。前年同月がそれぞれ20%以上のマイナスであったことを踏まえると、デベロッパーの資金調達は極端に悪化している。こうした中で、住宅新規着工面積は大幅な減少が続いているのである。

住宅新規着工面積・販売面積の推移（左）



(注) 1～2月は平均  
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

デベロッパーの資金調達額（右）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

なお、「保交楼」はあくまでも工事再開と物件の購入者への受け渡しが目的であり、新規の住宅購入を刺激するわけではない。2023年に入り住宅販売面積は持ち直しの兆候があったのだが、4月以降はマイナス幅を広げ、6月、7月は一気に20%以上の減少となった。住宅竣工面積が増加し、住宅販売面積が減少すれば、住宅在庫は大きく増加することになる。2023年7月末の住宅在庫は19.7%増となり、1軒100㎡（専有面積80㎡）として、中国全土で312万戸の住宅在庫を抱えている計算だ。

## 政策は迷走

住宅市場の安定化・不動産不況からの脱却について、政策は打ち出されてはいる。しかし、その効果には大きな疑問符が付く。

2023年7月27日の国営通信新華社の報道によると、住宅都市農村建設部の倪虹部長（大臣）は、①1軒目の住宅購入については、頭金の割合や住宅ローン金利を一段と下げる、②住み替え物件の購入については、税金や費用の減免などの政策を講じる、などの不動産市場活性化策を発表した。

中国では、1軒目を実需と見なす一方、2軒目以降の住宅購入については、頭金の割合や住宅ローン金利を引き上げるなどして、投資・投機的な需要を抑制している。北京市の場合、1軒目の住宅の頭金の割合は価格の35%、住宅ローン金利は4.75%、2軒目の頭金は60%（高級物件は80%）、住宅ローン金利は5.25%となっている（2023年7月末時点）。従来は、住み替えの場合、住宅ローンの記録があれば2軒目と見なされていた。しかし、今後は住宅ローンの記録があっても現有物件を売却するなどすれば、買い替え物件は1軒目とカウントされ、頭金の割合と住宅ローン金利が引き下げられる。

これは住み替え需要を刺激する可能性が高いが、それ以上に住宅市場の供給が増えることになろう。政策を享受するには、住宅所有を一旦ゼロにする必要があり、2軒所有している者は、2軒とも売却して新たに1軒を購入することになる。住み替え促進策は、中国の住宅市場の「買い手市場」化を一段と加速させる可能性があるだろう。現地では、住宅の流動性が高まるとのポジティブな評価が多いが、その実、価格下落が加速するリスクを内包している。住宅市場の安定化や不動産不況からの脱出に対する効果は限定的だと思われる。

付言すると、中国の住宅政策は都市に委ねられている部分も多く、一部都市（福建省福州市・廈門市、四川省成都市、遼寧省瀋陽市など）では2軒目の頭金比率を大きく下げたり、住宅ローン金利を1軒目並みとするなど、投資・投機を促進する政策を発表したところもある。これは地方の都市に多いのだが、これから先、実需層が減少していくことを考えると、一時的に販売が増加しても、その後、中長期的には一段と大きな売り圧力にさらされる懸念が高まることになろう。

## 中国経済への影響

いずれにしても長期的に住宅実需が減少するのであれば、それに見合いで供給も圧縮していく必要がある。「縮小均衡」によって価格のソフトランディングを目指す意図があるのだが、「縮小均衡」によって、住宅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。これも既に 2022 年から始まっている可能性が高い。2020 年の第 1 次コロナショック時の中国の実質 GDP 成長率は 2.2%、2021 年はその反動もあり 8.4%成長を遂げ、2 年間の平均は 5.3%であった。一方で、第 2 次コロナショック時の 2022 年の実質成長率は 3.0%となり、2023 年が大和総研の想定通りの 5.4%成長となった場合、2 年間の平均は 4.2%にとどまることになる。両者で 1%pt 以上の差が生じるが、その多くは「不動産不況」によって説明することが可能だ。

これまで見てきたように、「不動産不況」は構造的な問題である。ソフトランディングのためには、少なくとも 2020 年 8 月の中国版総量規制の導入時に財務の健全性が高いと判断されたものの、その後の銀行の貸し渋りなどでデフォルトを余儀なくされた民営デベロッパーについては、金融面でのサポートをしっかりとすべきであろう。それが不動産購入者に浸透すれば、少なくとも民営デベロッパー＝倒産リスクが高い、という連想が断ち切れ、過去 2 年分の「実需」のリベンジ購入が期待されることになる。

一方のハードランディングの可能性も中長期的には否定できない。現在は利下げ局面（2023 年 8 月 21 日に、中国人民銀行は 1 年物 LPR を 0.1%引き下げ）であり、差し迫った危機ではないが、今後、金利が大きく上昇するような局面では住宅需要は一段と落ち込み、企業や家計の負債圧縮意欲は一段と高まり、投資や消費を抑制するだろう。最悪のケースとして、景気失速下で住宅価格が暴落し、価格低迷が長期化するようなことがあれば、銀行の不良債権は激増し、中国発の金融危機が発生してもおかしくはない。

今後の「不動産不況」の行方には細心の注意を払う必要がある。

## リベンジ消費は息切れ

2023 年 7 月の小売売上は 2.5%増となり、6 月の 3.1%増から一段と減速した。

接触型消費の代表格である外出（レストラン収入）は、2023 年 6 月は 16.1%増、7 月は 15.8%増と高い伸び率となったが、これは前年同月が前年割れだった反動によるところが大きい。ただし、2022 年と 2023 年の伸び率の平均を見ても、6 月は 5.6%増、7 月は 6.8%増となり、比較的堅調な推移となっている。

2023 年 7 月の自動車販売金額は 1.5%減（6 月は 1.1%減）となったが、これは 2022 年 6 月～12 月に実施されたガソリン車の車輛購入税率の半減措置（価格の 10%→5%）によって、前年同期の販売が大きく増加した反動による。2022 年と 2023 年の伸び率の平均は、6 月は 8.2%増、7 月は 7.3%増となり、こちらも比較的堅調に推移している。

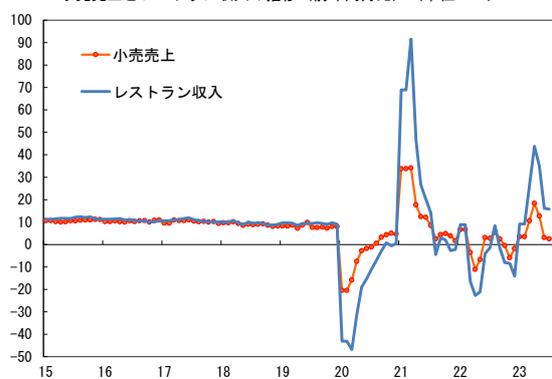
一方で、消費の足を引っ張ったのは、「不動産不況」に関連した建築・内装関連や家電な

ど、そして裁量的消費の金・銀・宝石や化粧品などであった。

一般的に冴えない消費の要因のひとつは、若年層（16歳～24歳）の高失業率であるが、国家統計局は2023年7月以降、年齢別失業率の発表を取り止めた。若年層の失業率は、2023年6月に21.3%に達したが、この統計は毎年人数が大きく増加してきた大学生が労働市場に参入する7月に上振れする特徴があった。当然、今年の7月も過去最高を更新すると懸念されたのだが、統計自体を発表しないという愚挙に出たのである。ちなみに、7月の全体の失業率は5.3%となり、6月の5.2%からわずかに上昇した。

### 小売売上とレストラン収入（左）

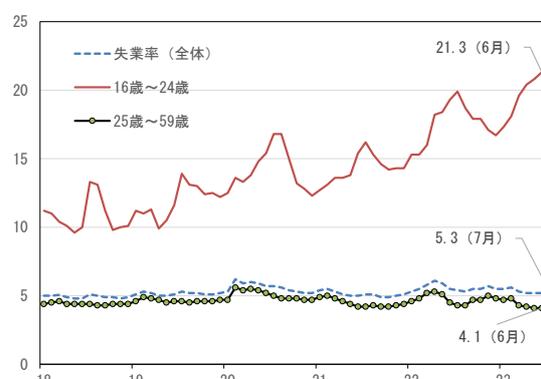
小売売上とレストラン収入の推移（前年同月比）（単位：％）



(注) 1-2月は平均  
(出所) 中国国家統計局より大和総研作成

### 失業率の推移（右）

過去最高を更新していた若年層の失業率（単位：％）



(注) 2023年7月より、年齢別失業率は非公表  
(出所) 中国国家統計局より大和総研作成

## 1月～7月の固定資産投資は3.4%増に減速

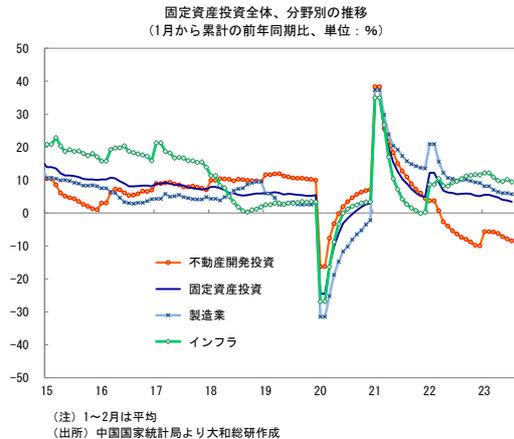
固定資産投資は2023年1月～6月の3.8%増から、1月～7月は3.4%増に減速した。

2023年1月～7月の分野別内訳は、製造業投資は5.7%増（1月～6月は6.0%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が9.4%増（同10.1%増）、不動産開発投資が8.5%減（同7.9%減）であった。

また、2023年1月～7月の固定資産投資を国有部門と民営部門に分けると、国有は7.6%増（1月～6月は8.1%増）であったのに対して、民営は0.5%減（同0.2%減）と明暗が分かれた。2022年春以降、「国進民退」の状況が続いている。

## 固定資産投資全体、分野別の推移（左）

## 固定資産投資全体、民営・国有別の推移（右）



## 7月の輸出入はマイナス幅が拡大

2023年7月の輸出は14.5%減（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）と、6月の12.4%減からマイナス幅が拡大した。7月の輸入は12.4%減となり、6月の6.9%減からこちらもマイナス幅を広げた。輸入は2022年8月から前年割れが続いている。内需の回復が鈍いことは確かであるが、消費も固定資産投資も増加を維持している。製品や部品の国内調達率（国産化率）の高まりが、輸入を減退させている可能性がある。

2023年7月の貿易黒字は19.4%減の806億ドルであった。貿易黒字が2桁の減少となるのは5月以降、3カ月連続であり、純輸出の低迷を示唆している。

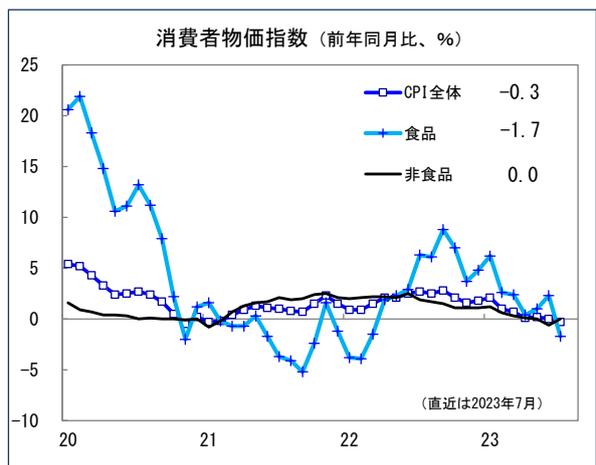
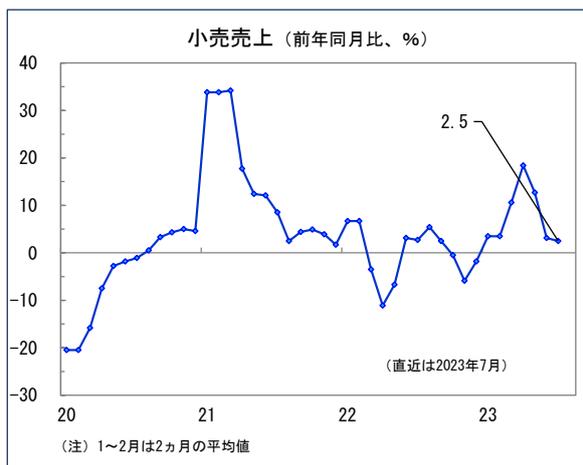
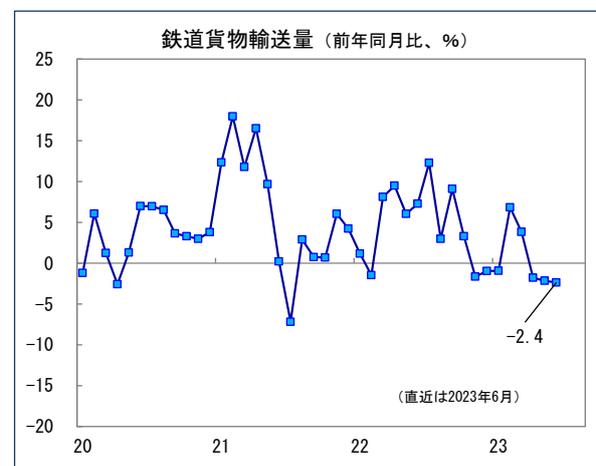
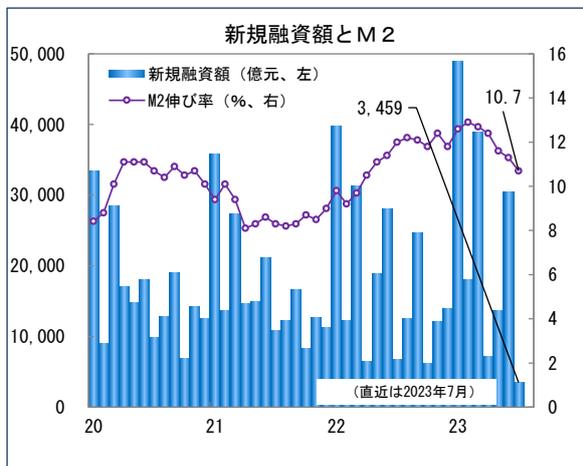
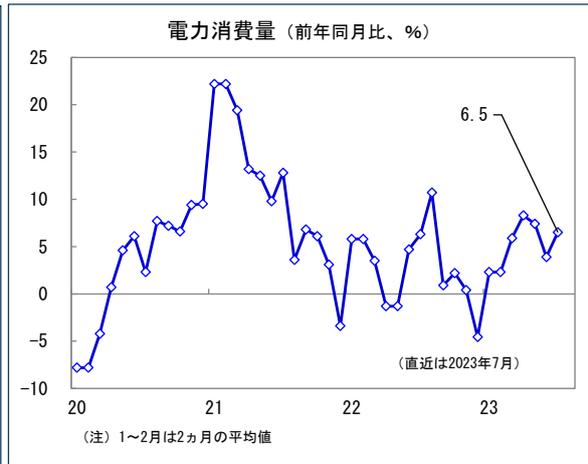
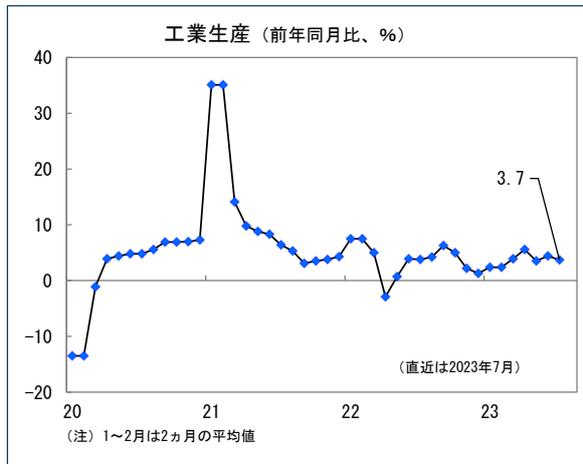
最後に、中国と西側先進国とのデカップリングやデリスキングは、輸出・輸入両面の阻害要因となる。今後の動向に引き続き注視が必要である。

## 主要経済指標一覧

	2022年7月	8月	9月	10月	11月	12月	2023年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	3.9	-	-	2.9	-	-	4.5	-	-	6.3	-
工業生産（前年同月比、%）	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	
電力消費量（前年同月比、%）	6.3	10.7	0.9	2.2	0.4	-4.6	2.3	5.9	8.3	7.4	3.9	6.5	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	12.3	3.0	9.1	3.3	-1.6	-0.9	-0.9	6.8	3.8	-1.8	-2.2	-2.4	
固定資産投資（前年累計比、%）	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3	5.1	5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	
不動産開発投資（前年累計比、%）	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	
小売売上（前年同月比、%）	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3
食品（前年同月比、%）	6.3	6.1	8.8	7.0	3.7	4.8	6.2	2.6	2.4	0.4	1.0	2.3	-1.7
非食品（前年同月比、%）	1.9	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0	-0.6	0.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	6.5	4.2	2.6	0.3	-0.6	0.3	0.1	-0.5	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1
新規融資額（億元）	6,790	12,500	24,700	6,152	12,100	14,000	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600	30,512	3,459
M2伸び率（%）	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7
輸出（前年同月比、%）	17.2	6.5	4.9	-1.0	-9.7	-11.4	-8.1	11.4	7.3	-7.1	-12.4	-14.5	
輸入（前年同月比、%）	1.4	-0.5	-0.1	-1.0	-10.7	-7.1	-9.7	-1.7	-8.1	-4.6	-6.9	-12.4	
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	1000.2	786.5	827.2	837.9	669.7	719.8	532.5	783.9	869.7	663.9	707.2	806.0	
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.5	5.8	6.1	5.9	5.7	5.8	5.2	4.7	4.6	4.5	4.3	3.5	3.5
上海（前年同月比、%）	3.5	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	3.9	4.1	4.6	4.9	4.8	4.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-36.1	-37.2	-38.0	-37.8	-38.9	-39.4	-9.4	-19.2	-21.4	-23.1	-24.9	-25.1	
竣工面積（前年累計比、%）	-23.3	-21.1	-19.9	-18.7	-19.0	-15.0	8.0	14.7	18.2	19.1	18.4	19.9	
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3	-24.3	-3.6	-3.5	-5.4	-8.5	-13.7	-14.9	
金額（前年累計比、%）	-28.8	-27.9	-26.3	-26.1	-26.6	-26.7	-0.1	3.0	5.2	3.0	-4.5	-7.0	

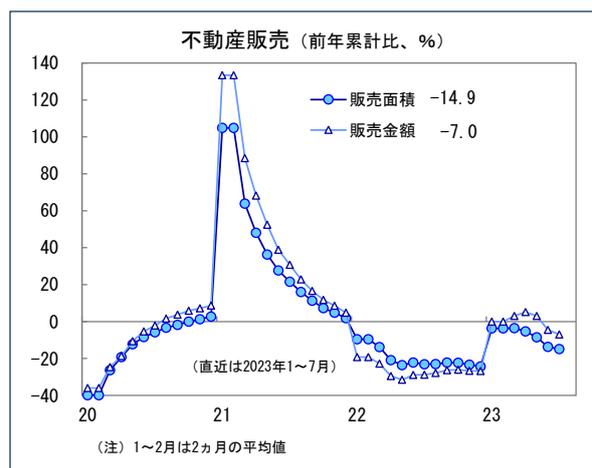
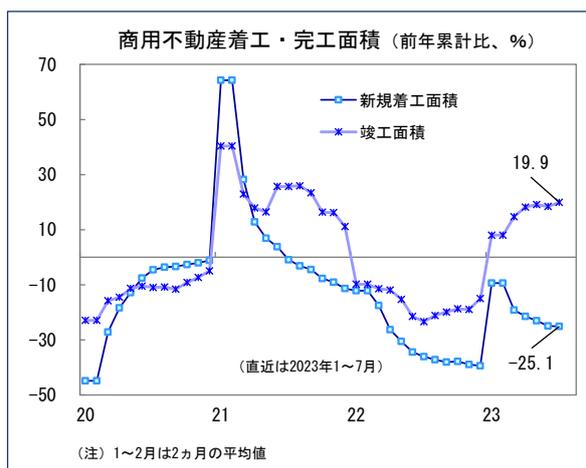
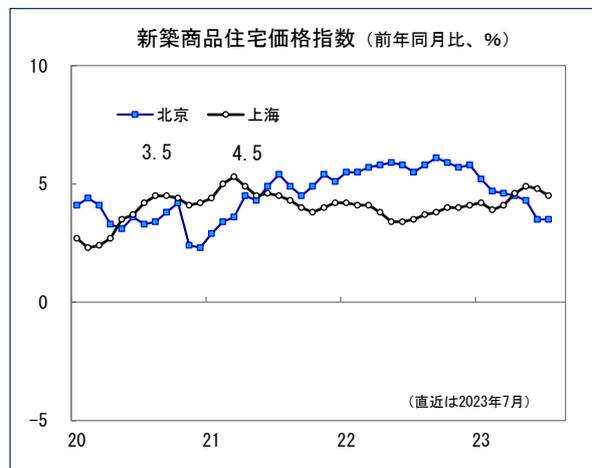
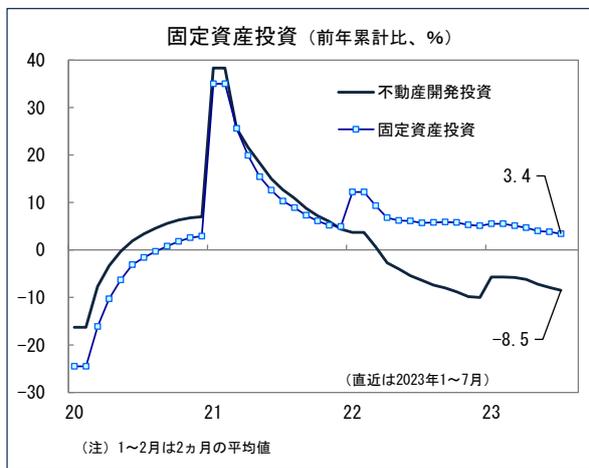
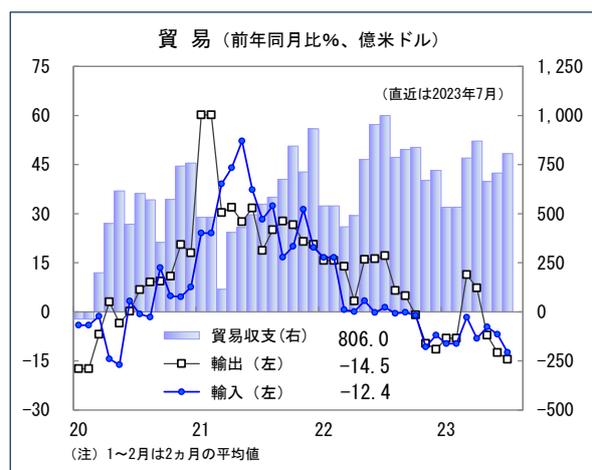
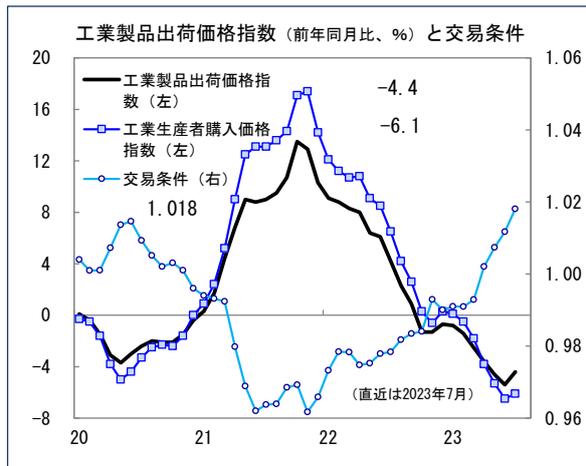
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成