

調整が続く中国不動産市場と経済への影響

経済調査室 合津 智裕、岳 梁

要旨

- 中国不動産市場では、恒大集団が2023年8月に米国破産法を適用申請するなど、信用不安が広がっている。背景には、政府主導の企業の過剰債務削減や投資依存の成長からの脱却などの構造改革がある。
- 構造改革は鉱工業が先行し、不動産業の債務削減は21年に本格化したばかりである。しかし、レバレッジ率や銀行貸出残高をみると、負債圧縮は難航している可能性がある。
- 不動産業の業績は、規制強化により住宅販売が急減したことなどから悪化した。もともと、財政・政策の余地や、産業全体の不良債権比率の観点から、調整の軟着陸は可能との見方が優勢である。
- ただし、人口減などバブル後の日本と類似する点がある中、投資に代わる成長の柱と期待される消費は弱く、デフレ化や潜在成長率の低下などの「日本化」への懸念は、当面続くと考えられる。

中国では不動産市場の調整が続いており、恒大集団をはじめとする不動産業の信用不安などの問題が顕在化している。本稿では、中国の不動産市場、企業収益、銀行の不良債権、政策などの側面から、調整の現状や今後の展望をまとめる。また、日本のバブル崩壊後および米国リーマン危機後の企業や家計のバランスシート調整と比較し、不動産市場の調整が中国経済に与える中長期的な影響について考察する。

1. 恒大問題は「灰色のサイ」の解決に伴う痛み

中国不動産業界では、近年信用不安が広がっ

ている(図表1-1)。背景には、政府が日本のバブル崩壊を教訓に、バブルを早い段階でつぶし軟着陸を図っていることがある。政府は2010年代半ばより、企業の過剰債務や不動産依存の成長などの構造問題を、深刻な問題を招く可能性があるにも関わらず軽視されがちなりリスクを意味する「灰色のサイ」に位置づけ、解決に取り組んでいる。

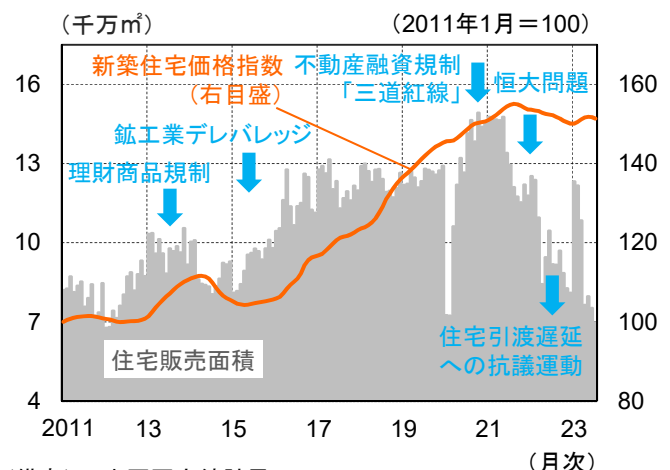
20年8月以降導入された、三道紅線(3つのレッドライン)や住宅ローン規制などの強力な引き締め政策の結果、恒大問題に代表される構造改革に伴う痛みと引き換えに、住宅販売面積が減少し価格は横ばいに抑えられるなど、住宅市況の過熱は

図表1-1 不動産業界で広がる信用不安

企業	負債規模	状況
恒大集団	2.4兆元	21年12月にドル建て債の元本償還ができず、政府支援下で再建中 8/17にオフショア債務再編のため米連邦破産法第15条の適用を申請 9月下旬に債権者会議を予定
碧桂園	1.4兆元	8/7期日のドル建て債2本の利払いを遅延(猶予期間内に利払い実施)
緑地控股集团	1.0兆元	ドル建て債の分割償還が不履行と7/14に受託会社HSBCが債権者に通知
遠洋集団	0.2兆元	8/2の社債期限に元本償還できず 8/28にリスクに向けた債権者協議入り

(備考) 各社財務諸表、報道により日本政策投資銀行作成

図表1-2 住宅市況の長期推移



(備考) 1. 中国国家統計局
2. 季節調整は日本政策投資銀行による

21年以降和らいでいる(図表1-2)。しかし、不動産市場の調整が想定以上に深く長引く場合、他の産業へ波及して中国経済全体への押し下げ圧力が強まる懸念がある。

2. 不動産業の負債圧縮はようやく始まった

政府主導による過剰債務の削減は、鉱工業からスタートした。鉄鋼や石炭などの重厚長大産業では、リーマン危機後の大規模経済対策などを受けて債務が増大していたが、15年頃から債務や過剰生産能力削減の本格化により、鉱工業の負債残高の伸びが鈍化し、レバレッジ率は低下した。一方、不動産業は主な対象ではなかったため、15年以降も負債の拡大が続いた(図表2-1、2-2)。

しかし、「住宅は住むためのもので投機の対象ではない」との方針のもと、不動産業でも規制強化が

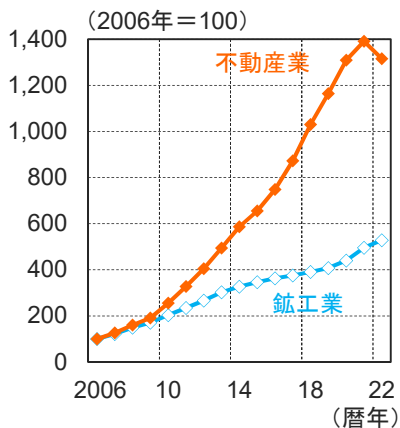
進められ、21年から不動産業向けの銀行貸出残高がおおむね横ばいとなるなど、負債圧縮がようやく始まった。また、シャドーバンキングの一つである信託会社の不動産業向け投融資残高は依然として1兆元(約20兆円)に上るが、規制強化や市況の悪化で19年半ば以降減少した(図表2-3)。

もともと、不動産業のレバレッジ率は、上昇が抑えられるにとどまるほか、銀行貸出残高も23年に入り再び増加しており、資金繰り支援によって負債圧縮が難航している可能性がある。

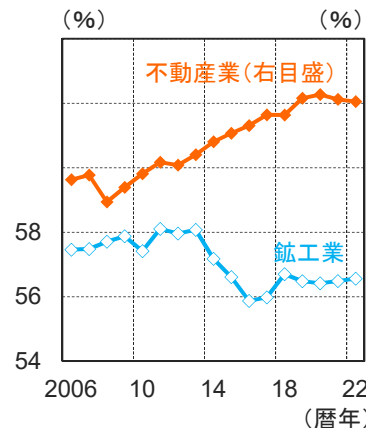
3. 不良債権の増加に留意は必要だが、調整の軟着陸は可能との見方が優勢

規制強化により住宅販売面積が急減し、価格も伸び悩む中、不動産業は20年以降、3年連続の減益となり、業績が悪化している(図表3-1)。業績の

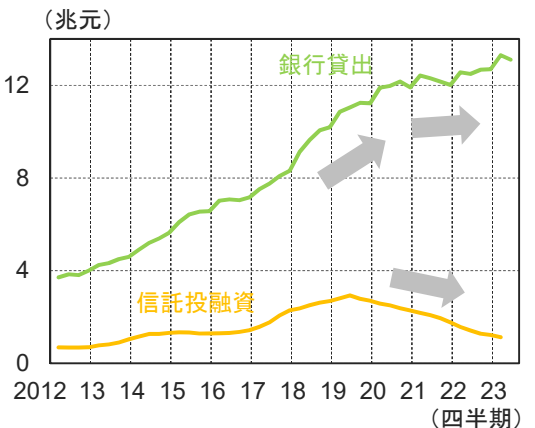
図表2-1 企業の負債残高



図表2-2 企業のレバレッジ率



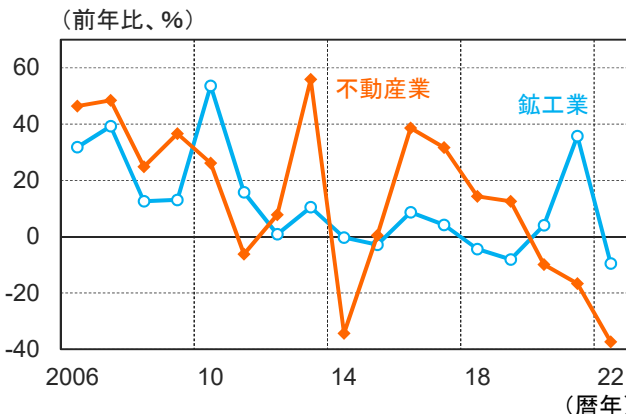
図表2-3 不動産業向け融資残高



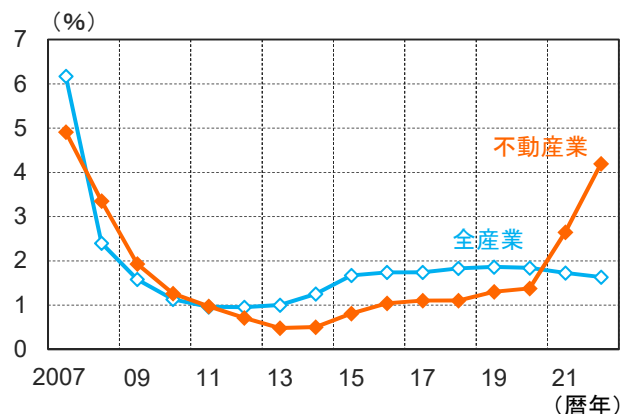
(備考) 1. 中国国家统计局、各種資料により日本政策投資銀行作成
2. 不動産業の22年は上場企業の数値 3. レバレッジ率=総負債/総資産

(備考) 中国人民銀行、Wind

図表3-1 企業利益



図表3-2 銀行不良債権比率



(備考) 1. 中国国家统计局、各種資料により日本政策投資銀行作成 (備考) 1. 中国国家金融管理監督総局、各種資料により日本政策投資銀行作成 2. 不動産業の20年以降は主要18銀行の数値

悪化により、不動産業の不良債権比率は21年以降大きく上昇し、4%台前半に達した(図表3-2)。また、支払利息がEBITDAを上回るといった、今後不良債権化するリスクの高い企業の債務も考慮した潜在不良債権比率は、より大きいと指摘されている。

他方で財政に目を転じると、不動産関連の収入源に依存してきた地方政府は、追加の財政出動が難しくなっている可能性がある。しかし、中央政府を含めた政府債務残高のGDP比は、G20の平均を下回っており、「隠れ債務」と呼ばれる地方政府傘下のインフラ投資会社である地方融資平台や政府系基金の債務を含めると、米国並みにとどまる(図表3-3)。また、対外純資産も政府部門を中心に世界第3位の残高を保有しており(図表3-4)、財政出動の余力は残っているとみられる。

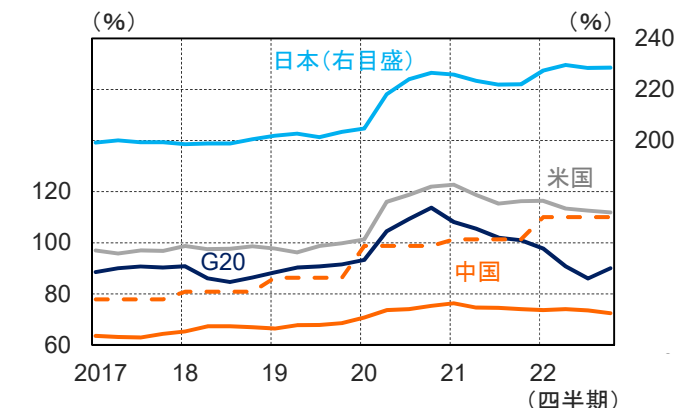
そもそも、土地公有制を採る中国では、土地供給量の操作や住宅購入規制の緩和といった市場コ

ントロールを図る政策の余地もあることから(図表3-5)、調整の軟着陸は可能との見方が優勢である。

また、2000年代初頭の銀行不良債権比率は、鉄鋼など事業拡大を急速に進めた国有企業の業績不振などから20%を超えていたが、国有資産管理会社(AMC)による処理が行われ1%台に低下した。現在も、公的資金や外貨準備には余力があり、不良債権が一層増加したとしても、AMCを通じた処理や銀行への資金注入などの政府による強力な管理により、金融システミックリスクは回避できるとの見方が多い。

足元では、政府・中銀は8月下旬より、大都市での住宅ローンの利下げや頭金比率の制限緩和などに乗り出した。緩和直後の北京・上海両市の住宅販売は大きく伸びたが、効果の持続性を疑問視する見方が早くも現れており、今後も状況を見極めながら、軟着陸に向けて政策を調整するとみられる。

図表3-3 政府債務残高(GDP比)



(備考) 1. 国際決済銀行(BIS)、国際通貨基金(IMF)
2. 中国の破線はIMF推計の「隠れ債務」を含めたもの

図表3-4 対外純資産残高

国	対外純資産残高 (兆ドル)
日本	3.2
ドイツ	3.0
中国	2.5
インド	▲0.3
ブラジル	▲0.8
米国	▲16.2

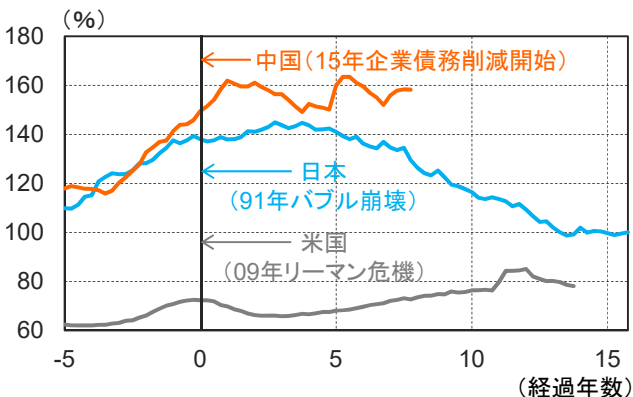
(備考) 1. IMF 2. 2022年末時点

図表3-5 想定される規制緩和策

分野	緩和策
土地供給	地方政府による供給量の緩和
開発	デベロッパー向け貸出規制の緩和
購入	複数物件購入者に対する頭金比率や住宅ローン金利の制限緩和

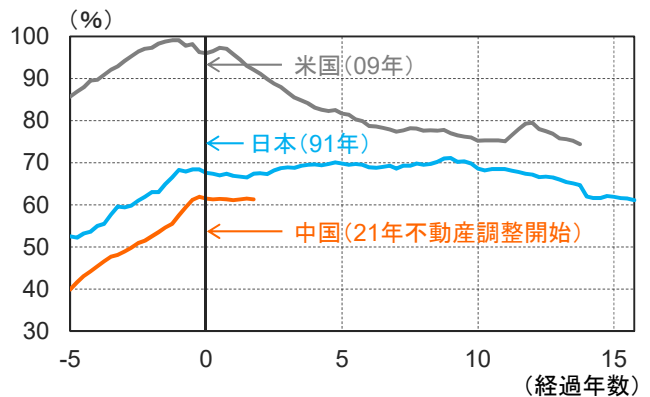
(備考) 各種資料により日本政策投資銀行作成

図表4-1 企業債務残高(GDP比)



(備考) 1. BISにより日本政策投資銀行作成、四半期データ
2. ()内は各国のゼロ時点

図表4-2 家計債務残高(GDP比)



(備考) 1. BISにより日本政策投資銀行作成、四半期データ
2. ()内は各国のゼロ時点

4. バランスシート調整による影響や、経済の「日本化」が懸念

不動産市場のハードランディングを回避できたとしても、企業や家計のバランスシート調整は成長の停滞につながるおそれがある。投資や消費が抑えられるほか、収益の高い新事業への投資が慎重化し、生産性、ひいては所得水準の上昇ペースが鈍る。また、デフレにより債務の実質的な負担が増加し、経済活動がさらにシュリンクする悪循環に陥るといった懸念がある。

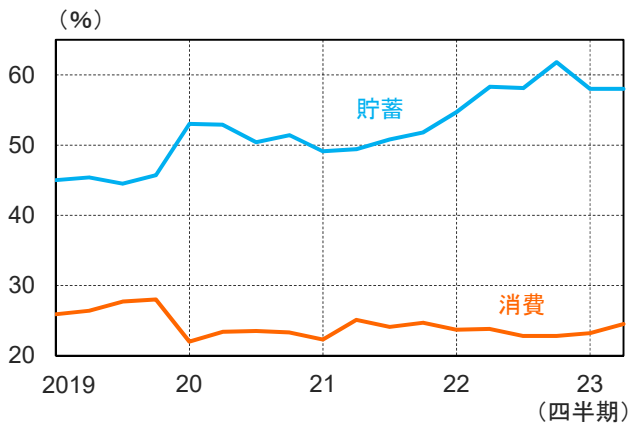
日本ではバブル崩壊後、過剰債務の中心であった企業は長期間債務調整を強いられ、米国ではリーマン危機後、多額の住宅ローンを抱えた家計の債務調整も長引いた。中国では15年頃から鉱工業、21年頃から不動産業のバランスシート調整が始まっている。今後、政府の管理下で調整が進むが、調整の深刻化や長期化が生じれば、経済に影響

が及ぶ懸念がある(図表4-1、4-2)。

また、構造改革は、投資依存の経済成長から脱却し、消費を新たな成長の柱とする想定である。しかし21年以降、家計では貯蓄意欲が高まる一方、消費意欲は横ばいのままだった(図表4-3)。収入を消費ではなく貯蓄へ回す傾向が示されており、コロナ禍を経て景気減速などによる将来不安が生じたものとみられる。

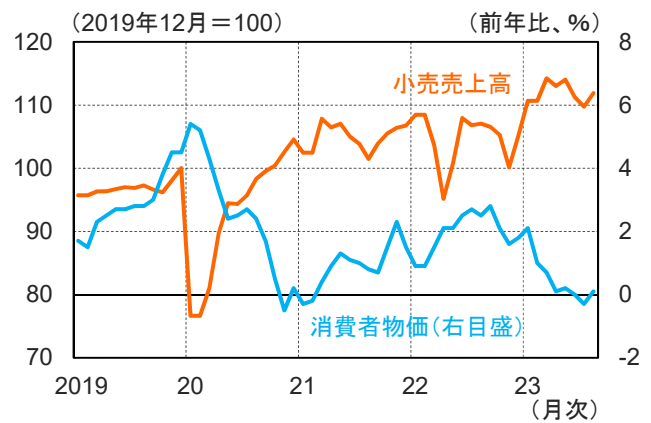
直近の経済指標で消費の弱さやデスインフレ傾向が示された中(図表4-4)、政府は消費拡大をはじめ諸政策を打ち出したが(図表4-5)、大規模な財政出動はなく景気刺激効果は限定的とみられる。人口減などバブル後の日本と類似する点がある中、内需の弱さによるデフレ化や潜在成長率の低下などのいわゆる「日本化」への懸念は、当面続くと考えられる。

図表4-3 家計の消費・貯蓄意向



(備考)1. 中国人民銀行 2. 全国50都市の預金者2万人を対象としたアンケート調査で、所得の用途について、より消費する/貯蓄する/投資するの3択で意向を尋ねたもの

図表4-4 小売売上高、消費者物価



(備考)1. 中国国家統計局 2. 季節調整は日本政策投資銀行による

図表4-5 持続的な成長に向けた諸政策

分野	内容の一例
消費拡大	<ul style="list-style-type: none"> 自動車減税や家電補助金 国内観光地の整備
格差是正	<ul style="list-style-type: none"> 低所得者向け住宅整備 農村都市化 「共同富裕」による分配
産業高度化	<ul style="list-style-type: none"> 国内自給に向けた半導体製造能力強化 産業用ロボットやEV産業の振興など

(備考)各種報道により日本政策投資銀行作成

©Development Bank of Japan Inc.2023

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部
Tel: 03-3244-1840
e-mail(産業調査部): report@dbj.jp