

中国、実需に支えられた 住宅ブームは終焉

～住宅価格急落回避のための需給の縮小均衡が成長抑制要因に～



大和総研 経済調査部 主席研究員

齋藤 尚登

1. 実需に支えられた住宅ブームの終焉と中国版総量規制の導入

中国では実需に支えられた住宅ブームは終焉を迎えた可能性が高い。国連の“World

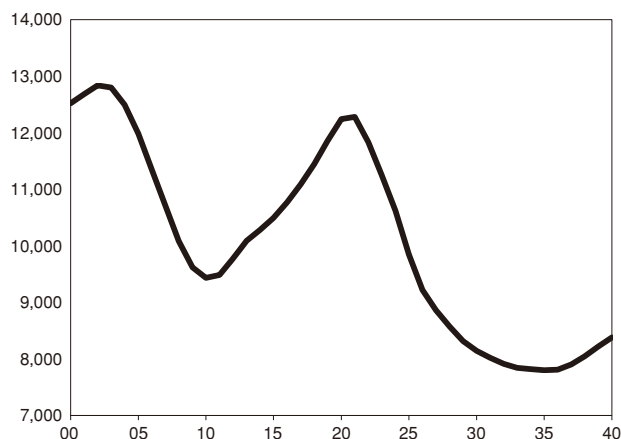
〈目 次〉

1. 実需に支えられた住宅ブームの終焉と中国版総量規制の導入
2. 中国版総量規制の概要。デフォルト（債務不履行）は当局の匙加減次第
3. 矢継ぎ早の緩和策の発動にもかかわらず、住宅市場は大きく落ち込む
4. 購入済みマンションの工事中断が社会問題化。金融リスクの問題に
5. 今回は住宅価格の急落を回避
6. まとめに代えて。中国の住宅市場の若干の長期展望

Population Prospects 2022”によると、中国で最大の住宅実需層を形成する30歳～34歳人口は過去10年間で29.5%増加し、2021年に1億2,280万人となり、直近のピークを迎えた。しかし、同予想はこの人口層はその後の10年間で34.7%減少し、8,021万人に減るという（図表1）。今後、住宅の供給調整がうまくいかなければ価格の大幅調整の可能性があることが示唆される。

住宅は居住目的の実需の他に、家計と企業が投資目的で保有している。価格が急落すると、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が懸念される。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。金融危機発生リスクが高まる他、金融危機的なものが発生しなくても中国の成長力は大きく低下する懸念があるの

(図表1) 住宅購入実需層(30歳~34歳)の人口推移(単位:万人)



(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

だ。

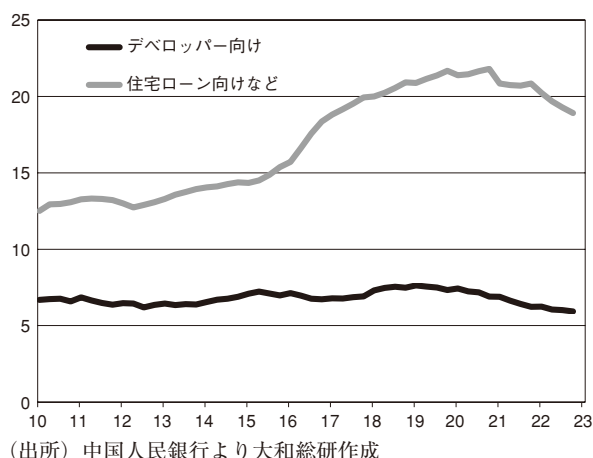
こうした中で、中国政府は2020年8月と2021年1月に「中国版総量規制」を導入した。これらは住宅に対する需要と供給をともに抑制することで、住宅開発と販売に依存した経済発展パターンからの脱却と、価格の急落回避を目指す意図があったと考えられる。しかし、これをきっかけに住宅販売や不動産開発投資が大きく落ち込むなど、2022年の中国経済の大幅減速の大きな要因のひとつとなった。ちなみに、2022年の実質GDP成長率は前年比3.0%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、2021年の8.4%から急減速し、政府成長率目標の5.5%前後をも大きく下回った。その2大要因が、「ゼロコロナ」政策への固執と住宅不況であった。

2. 中国版総量規制の概要。 デフォルト（債務不履行） は当局の匙加減次第

それでは、2つの中国版総量規制とはどのような内容だったのであるだろうか。

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、これらレッドライン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

(図表 2) 銀行貸出残高に占める不動産融資関連の割合 (単位: %)



た。分類は4分類であり、3つとも抵触していない低リスク企業の年間の有利子負債増加率は15.0%以内とされた。一方で、3つとも抵触した高リスク企業のそれはゼロ%以内に抑制される。後者はネットの貸出増加は認められないという厳しい規制であった。

次に、中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会（当時、以下同。2023年3月の国務院の機構改革により、現在は国家金融監督管理総局）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%（うち個人住宅口

ーンは7.5%、デベロッパー向け貸出は5.0%が上限）とされた。

このように中国版総量規制は2つの柱からなる。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。貸出規制により、最も高い比率が容認される大型銀行でも上限は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。

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位の大手不動産開発業者であった中国恒大集団（チャイナ・エバグランデ・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

(図表3) 不動産デベロッパー(上場会社)の負債関連の3つのレッドライン抵触状況と
融資規制(2023年4月2日時点)

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）、合生創展集団（民営企業）、中国金茂（中央企業）、濱江集団（民営企業）、仁恒置地集団（民営企業）、雅居樂集団（民営企業）、華發株式（国有企業）、中駿集団ホールディング（民営企業）、龍湖集団（民営企業）、建發国際集団（国有企業）、金地集団（国有企業）、遠洋集団（国有企業）、 <u>弘陽不動産（民営企業）</u> 、万科企業（国有企業）、華僑城集団（中央企業）、越秀不動産（国有企業）、 <u>禹州不動産（民営企業）</u> 、保利發展（中央企業）、 <u>德信中国（民営企業）</u> 、 <u>旭輝ホールディング集団（民営企業）</u> 、 <u>新城ホールディング（民営企業）</u> 、金輝集団（民営企業）
1	黄		10%以内	<u>融信中国（民営企業）</u> 、 <u>金科株式（民営企業）</u> 、 <u>緑城中国（国有企業）</u> 、大悦城不動産（国有企業）、 <u>龍光集団（民営企業）</u> 、 <u>合景泰富集団（民営企業）</u> 、美的置業（民営企業）、碧桂园（民営企業）、 <u>時代中国ホールディング（民営企業）</u> 、 <u>中梁ホールディング（民営企業）</u> 、 <u>大唐不動産（民営企業）</u> 、 <u>力高集団（民営企業）</u> 、 <u>建業不動産（民営企業）</u>
2	橙		5%以内	首開株式（国有企業）、保利置業集団（中央企業）、 <u>宝龍不動産（民営企業）</u> 、 <u>正栄不動産（民営企業）</u> 、 <u>荣盛發展（民営企業）</u> 、 <u>中南建設（民営企業）</u> 、 <u>緑地ホールディング（国有企業）</u>
3	赤		0%以内	<u>富力不動産（民営企業）</u> 、中交不動産（中央企業）、 <u>陽光城（民営企業）</u>
期限内に決算が未発表				<u>融創中国（民営企業）</u> 、 <u>中国恒大（民営企業）</u> 、 <u>世茂集団（民営企業）</u> 、 <u>中国奥園（民営企業）</u> 、 <u>祥生ホールディング集団（民営企業）</u> 、 <u>佳兆業集団（民営企業）</u> 、 <u>新力ホールディング集団（民営企業）</u> 、 <u>花樣年ホールディング（民営企業）</u>

(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) 斜体で強調したのは、子会社などを含めて債務不履行(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

経営ぶりや負債規模の大きさゆえに注目された。

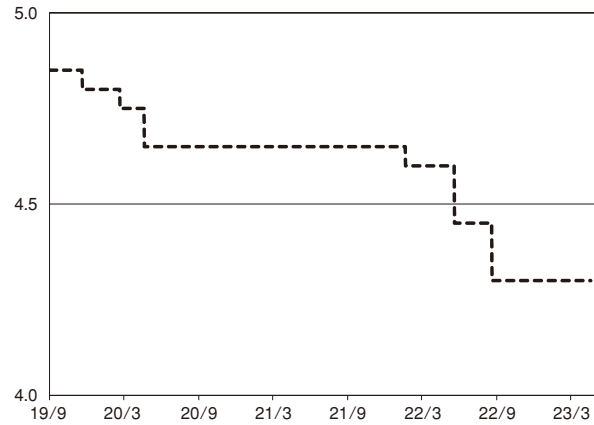
しかし、恒大にとどまらず、住宅販売の不振と資金調達難から資金繰りに困窮するデベロッパーが続出し、債務不履行(デフォルト)を余儀なくされる業者が急増した。図表3は中国国内外で上場するデベロッパーの2021年決算を基に、3つのレッドラインの抵触状況を見たものである。3つのレッドラインにいずれも抵触しない、リスクが低いとされる上場会社は55社中24社であった。逆に、3つとも抵触した、リスクが高いとみなされる上場会社は3社にとどまったが、問題を抱え、期限内に決算を発表できなかった上場会社が8

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、30社に上った(2023年4月2日時点)。その特徴は民営企業が28社と圧倒的に多く、国有企業は2社のみであったことである。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を見ると、決算を期限内に発表できなかった8社全てが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。明確なのは、民営デベロッパーのデフォルトが圧倒的に多いことである。

中国版総量規制の目的は表面的には、デベ

(図表 4) LPR 5 年物の推移 (単位: %)



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

ロッパーの財務の健全化であるが、実態は民営デベロッパーの淘汰が行われているとの見方が可能であろう。これは近い将来に住宅実需が大きく減少する中で、供給調整を容易にするために、デベロッパーの勢力図を国有中心（国有企業＋党・政府のことを聞く民営デベロッパー）に変えておきたいとの当局の思惑があるのではないだろうか。

■ 3. 矢継ぎ早の緩和策の発動にもかかわらず、住宅市場は大きく落ち込む

中国版総量規制の導入や、厳格な行動制限を伴う「ゼロコロナ」政策による景気的大幅減速、さらには後述する工事中断問題を反映して、中国の住宅市場は大きく落ち込んだ。2022年の住宅新規着工面積は39.8%減、住宅販売金額は28.3%減を記録した。

中国政府は2022年1月には住宅市場に対する態度を「引き締め」から「緩和」に転換し、その後は矢継ぎ早に政策を発動したが、2022年はそれがほとんど効かない状況となった。

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LPR 5 年物金利を4.65%から4.6%に引き下げた。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「LPR 5 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LPR 5 年物金利を0.15%引き下げ4.45%とした（下限は4.25%）。LPR 5 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%に設定された。さらに、9月29日には、6月～8月の住宅価格の前月比と前年同月比がともに連続して下落した都市については、1 軒目の住宅ローン金利の下限を一段と下げてよい旨の通達が出された（その後も四半期末に

措置を継続するか否かを判断)。2023年4月19日時点の住宅ローン金利の下限は4.1%であるが、3%台となっている都市も少なくな

い。

この他、地方政府の中には、頭金の割合の引き下げ、当該都市の戸籍の有無による住宅購入制限の緩和・撤廃、補助金の支給などを実施したところも多い。政府が住宅市場をテコ入れする際に打ち出す政策が全て出揃った格好だ。通常のパターンでは、当局の緩和姿勢への転換を敏感に感じ取る住宅購入者（投資・投機を含む）は、価格先高観から購入を急ぎ、住宅市場は活況に転じていくのだが、既述したように、2022年はそれが当てはまらない特殊なケースとなった。

■ 4. 購入済みマンションの工事中断が社会問題化。金融リスクの問題に

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、工事中断問題によるところが大きい。中国版総量規制の導入や住宅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るところが続出し、社会問題化した。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

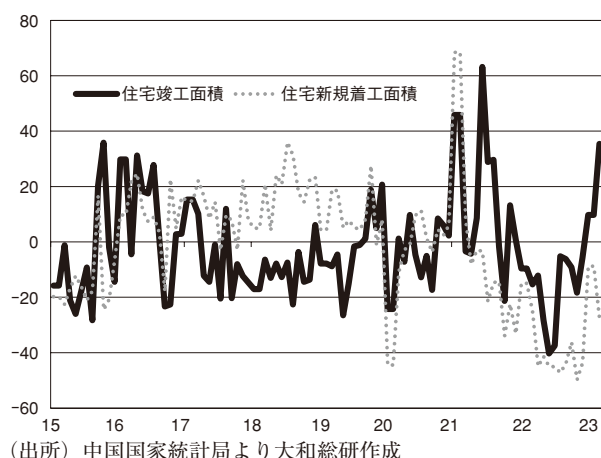
相次いだのである。

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金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。

工事中断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年末の住宅施工面積は64億㎡であり、平均的な販売価格は1㎡当たり1万元（約19万円）である。10%が工事中断問題を抱えると仮定すると、その販売金額は6.4兆元（約121.6兆円）であり、頭金を3割とすると、焦げ付く可能性のある住宅ローンは約4.5兆元（約85.5兆円）と計算される。これは、銀行全体の貸出残高（2022年末は219.1兆元、約4,163兆円）の2.1%であり、全て不良債権化しても、金融システムが揺らぐような話ではない。しかし、問題を抱える物件が全体の10%にとどまらず、急速な広がりを見れば、上記のような結論は成り立たなくなる。

こうした状況に中国共産党・政府は危機感を抱き、2022年7月末には政治局会議が「保

(図表 5) 住宅竣工面積・新規着工面積の推移 (前年同月比) (単位: %)



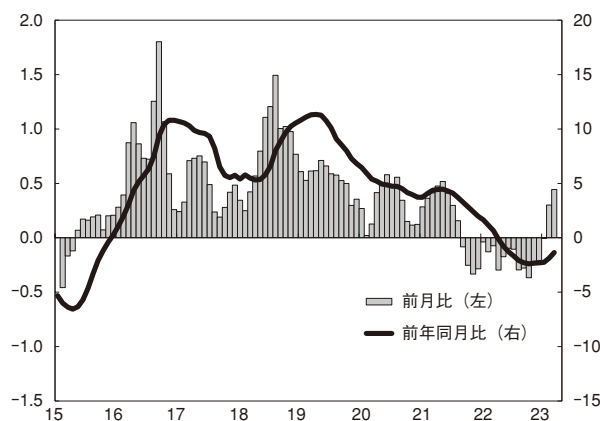
交楼」(物件を契約通りの数量、品質、納期で購入者に引き渡す)を重要課題として取り上げた。これを受けて政策銀行が「保交楼」のために2,000億元の特別貸出を実施するなどしたが、デベロッパーの資金調達へのテコ入れが本格的に始まったのは、11月11日に中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会が、不動産市場の安定・健全な発展のための16項目の金融サポート策を発表してからである。商業銀行は5兆元以上の貸出枠を設定したが、これは10%が工事中断問題を抱えると仮定した場合の焦げ付く可能性のある住宅ローン4.5兆元と見合いの金額であり、効果は大きいと見られる。さらに中国人民銀行は2023年3月末までに商業銀行6行に対して2,000億元の「保交楼」特別貸出を実施した他、優良デベロッパーへの資金サポートを強化する旨の窓口指導を繰り返し行っている模様である。

2023年1月～2月の住宅竣工面積は9.7%増となり、2021年12月以来のプラス転換を果たした。さらに、3月は35.4%増となるなど、「保交楼」の問題は大きく改善しているとの評価が可能だ。ただし、1月～2月の住宅新規着工面積は▲8.7%、3月は▲27.0%と冴えない動きとなっている。「保交楼」によって、住宅市場のセンチメントが改善している可能性はあるが、これはあくまでも建設中の物件が対象であり、新規需要を直接刺激するわけではないことに注意する必要がある。

5. 今回は住宅価格の急落を回避

住宅市場での取引量が大きく落ち込んだにもかかわらず、住宅価格はさほど大きく下がらなかった。全国70都市の新築住宅価格は2022年10月に▲2.4%のボトムを付けた後、

(図表 6) 70都市新築住宅価格の前月比、前年同月比の推移 (単位: %)



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

2023年に入るとマイナス幅を縮小させ、3月は▲1.4%となった。前月比については、2023年2月に18カ月ぶりにプラスに転じ、3月は+0.4%となった。これは、①中国版総量規制は、住宅の需要と供給をともに減退させるものであり、需給のバランスは大きく崩れていない、②大都市圏では価格上昇が続いた一方で、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た、③「保交楼」の進展により、住宅市場に対するセンチメントが改善した、ことなどが背景にあらう。

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もに抑制することで、価格の急落回避を目指す意図があった。この点は、今回は奏功しているように見える。一方で、需要と供給の縮小均衡的な政策によって、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り、これが経済成長

鈍化の一因となった。

6. まとめに代えて。中国の住宅市場の若干の長期展望

より長期的な観点で、今後の中国の住宅市場はどうなるのであろうか。中国政府としては、銀行融資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、その懸念は熾ぶり続ける。

また、ソフトランディングの成否は、人口流入が続くであろう大都市(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。全体としては住宅の開発と販売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。中国政府としては、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、それは相当なナローパスであろう。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だろう。

