

2024. 4. 30

需要ピークアウトで価格下落が続く中国不動産市場

～土地収入を失った地方政府の苦境は続く～



経済調査部 エコノミスト

木村 彩月

ポイント

- 中国の不動産市場が失速して約3年が経過したが、依然として住宅販売面積が落ち込む一方で、在庫面積は拡大傾向、不動産開発投資は前年割れが続いている
- 政府は今後も政策金利の引き下げをはじめ、各種の不動産市場のテコ入れ策を実施するとみるが、人口減少や「土地神話」の崩壊により、需要喚起効果は限定的なものにとどまる公算が大きい
- 不動産不況による土地所有権売却収入の急減で、地方政府は深刻な財政難に陥っているが、同収入に変わる財源を確保するのは容易ではない

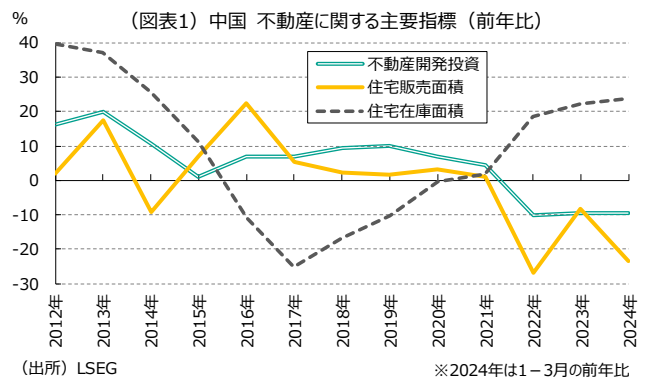
※ 当レポートは、週刊エコノミスト掲載の原稿に加筆、修正したものです

1. 長引く不動産不況

4月16日に公表された中国の2024年1-3月実質GDP成長率は前期比+1.6%、前年比+5.3%と、ともに市場予想(同+1.5%、同+4.8%)を上回った。前期比の年率換算ベースでは+6.6%と、「+5.0%前後」である政府の掲げる経済成長率目標を上回るペースの成長だったことを示した。2023年10-12月期の成長率が前期比+1.0%から同+1.2%へ上方修正された点も踏まえれば、比較的堅調な結果だったと言える。

もっとも、不動産市場に関する主要指標を確認すると、住宅販売面積が落ち込む一方で、在庫面積は拡大傾向、不動産開発投資は前年割れが続いている(図表1)。今年に入ってから不動産市場に改善の兆しはみられない。

2020年8月、「三条紅線」と呼ばれる不動産デベロッパーに対する融資規制が敷かれたことを契機に、恒大集団などのデベロッパーが経営難に陥った。すでに規制は緩められているものの、昨年も業界最大手の碧桂园が債務不履行を引き起こすなど、デベロッパーの資金繰りは厳しい状況が続いている。2020年の不動産開発企業の売上高上位20社のうち、債務不履行や返済猶予を余儀なくされている企業は民営中心に約半数に上っている(図表2)。



中国指数研究院の公表データで比較可能な 44 都市の在庫吸収期間（平均）は 2024 年 3 月時点で 37.1 ヶ月と、21 年末の 18.8 ヶ月から約 2 倍に長期化している。在庫の消化には相当の時間がかかるとみられる。

3 月の主要 70 都市の新築住宅価格は 2021 年のピーク時から 4.8%、中古住宅価格は 10.3% 下落した（図表 3）。都市階級別に見ると、人口減少が進む地方都市ほど不動産価格の下落幅が大きく、中小規模の 3 線都市以下の新築住宅価格は同▲6.9%、中古住宅価格は同▲11.3% 減価している。中国の家計保有資産の約 7 割を占めると言われる住宅価格の下落は、バランスシート悪化による逆資産効果を生じさせており、家計消費の減退にもつながっている。

2. 政府当局は支援を進めているが

政府当局は、主要都市における住宅ローン契約時の最低頭金比率の引き下げ、適用金利の引き下げなどの需要喚起策を相次いで講じているほか、今年 2 月には、住宅ローン貸出の基準金利となる 5 年物ローンプライムレート（LPR）を引き下げるなどの金融緩和を進めている。足元では、人民元安に伴う資金流出懸念から追加緩和に慎重な姿勢を見せているものの、米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ開始が年内に想定されているなか、今後さらなる金融緩和に踏み切る可能性が高い。

それでも、需要喚起効果は限定的なものにとどまる公算が大きい。住宅価格が値上がり続けるという「土地神話」が通用しなくなった今、値上がり益を狙った投機目的の住宅購入意欲は萎んでいる。中国人民銀行（中央銀行）が 2023 年第 4 四半期に実施した家計調査によれば、住宅価格が今後上昇すると予想する割合は 12.3% と、大きく低下している（図表 4）。実需にも期待はできない。国連の予測では、主要な住宅購入層である 25～34 歳の人口は 2024 年にピーク時（2017 年）対比▲15.9%、2030 年には同▲30.5% まで大幅に減少する見込みである。

3. 財政難にあえぐ地方政府

不動産不況の長期化により、地方政府は深刻な財政難に陥っている。地方政府の歳入は一般公共収入、政府性基金収入、国有資本経営収入、社会保障基金収入に大別されるが、日本の特別会計に相当する政府性基金収入は、地方政府主導で実施されるインフラ開発などの各種投資プロジェクトに重点的に利用される。

この政府性基金収入のうち、約 9 割を占めるのが土地使用権譲渡収入である。中国の土地は公有制のため、地方政府は土地使用権の売却という形態で莫大な収入を得てきた。投資主導で高成長を実現してきた中国経済にとって、同収入は成長率を押し上げる重要な財源だった。2023 年の同収入は 2021 年比で▲33.4%、すでに不動産不況だった 2022 年比でも▲13.2% と大きく落ち込んでいる。人口が流出し、住宅価格の下落幅の大きい地方都

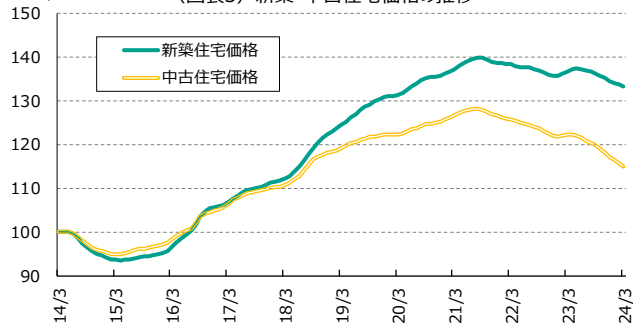
（図表 2）2020 年 中国不動産開発企業 売上高上位 20 社

順位	不動産開発企業	順位	不動産開発企業
1	碧桂园	11	金地集团
2	恒大集团	12	招商局蛇口
3	万科企业	13	龙湖集团
4	融创中国	14	中南建设
5	保利发展	15	旭辉控股
6	中国海外发展	16	中国金茂
7	绿地控股集团	17	新城发展
8	绿城中国	18	阳光城
9	华润置地	19	金科地产集团
10	世茂集团	20	广州富力地产

※太字は債務不履行、債務返済猶予などの報道があった企業

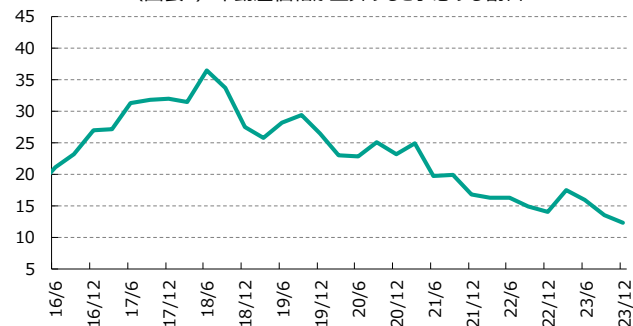
（出所）CRIC、各種報道資料より明治安田総研作成

（図表 3）新築・中古住宅価格の推移



（出所）中国国家統計局公表データより明治安田総研作成

（図表 4）不動産価格が上昇すると予想する割合



（出所）中国人民銀行

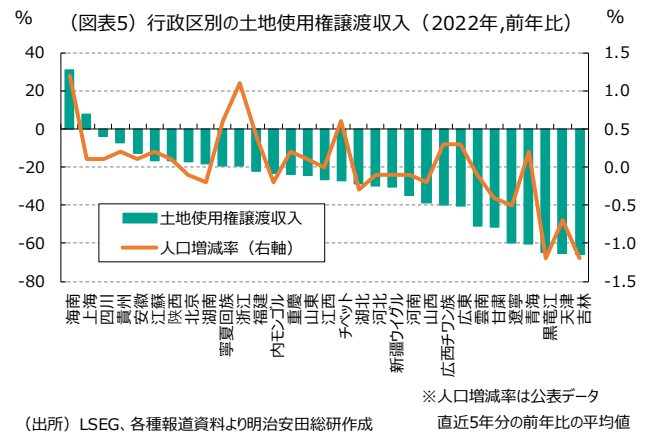
市ほど収入減の影響を受けている（図表 5）。

2023 年の地方政府の政府性基金収入は 6.63 兆元と、前年から 10.1%減少、支出は 9.65 兆元で 8.2%減少した。地方政府の政府性基金収支の赤字は主に地方政府が発行する特別債によって補填されるが、2023 年末時点の特別債の債務残高は 24.87 兆元と、5 年前の水準から約 3.4 倍に拡大した。それに伴い、一般債も含めた債務の利払い費も約 2.5 倍に膨らみ、地方政府の抱える負担は一層重くなっている。また、国際通貨基金（IMF）の推計では地方政府傘下の投資会社である融資平台が抱える「隠れ債務」は約 66 兆元に上っており、負担の実態は公式統計に表れている以上に重い。IMF は今後 5 年間で隠れ債務を含めた地方政府債務がさらに 1.5 倍に拡大するとの見通しを示している。

中央政府は、債務状況が悪化している地方政府への移転支出を拡大しているほか、金利負担軽減を目的とした融資平台債務の地方政府債務への借り換えなどを進め、利払い費の圧縮、債務リスク低減を図っている。もっとも、中央政府の債務比率は地方政府に比べ比較的 low 水準とはいえ、持続可能なレベルではない。急速に進む少子高齢化により、社会保障費などの財政負担増が確実視されるなか、財政支出の縮小を図るのも困難で、地方政府には土地財政からの抜本的改革が求められるが、これは容易ではない。

土地使用権譲渡収入に代わる財源として、2003 年頃から日本の固定資産税に相当する不動産税の導入が計画されたが、これまで一部都市で試験的に導入したものの、構想から 20 年以上を経ても全国への適用拡大には至っていない。不動産税の導入は、不動産市況のさらなる悪化を招くリスクをはらんでおり、政府としてもなかなか本格導入には踏み切れないものとみられる。

中国の不動産価格の下落幅とペースは、日本のバブル崩壊時に比べれば小幅かつ緩やかだが、不動産需要のピークアウト、地方政府の過剰債務など構造的な問題を抱えるなかで、中長期的な成長率鈍化が避けられない公算が大きくなっている。



※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411