2021.10.1

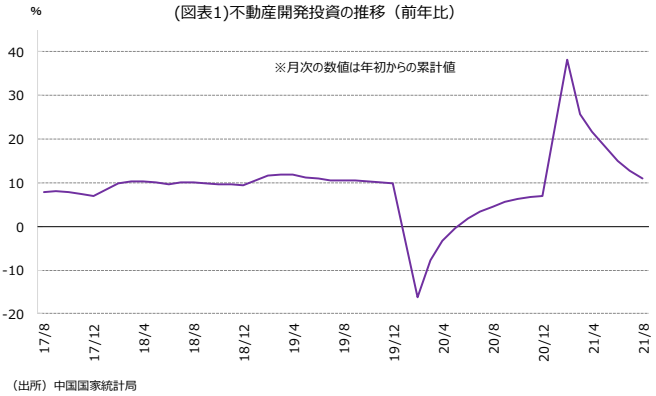
中国不動産市場の動向と恒大問題

フェロー チーフエコノミスト　小玉　祐一

１．不動産開発投資は減速しつつも底堅い

中国の 1－8 月の不動産開発投資額は、前年同期比＋10.9%の 9 兆 8,060 億人民元（約 166 兆 8,890 億円）となった（図表 1）。伸び率は 1－7 月の同＋12.7%から小幅縮小した。年初以来、鈍化傾向が鮮明だが、年初時点の高い伸びは前年の落ち込みの反動である。コロナの影響を受けない 2 年前同期比では＋15.9%となっている。グラフから、コロナ前の 2 年間はだいたい前年比で 10%前後の安定的な伸びを続けていたことが確認できるので、仮にこれを巡航速度とした場合、単純計算で 2 年前比では約 21%である（1.1×1.1）。したがって、足元のペースは巡航速度を若干下回っているということになる。概ね誤差の範囲といえ、少なくとも失速しているわけではない。8 月の房地産開発景気指数（不動産景気指数）は 100.85 で、前月から 0.14 ポイント低下（＝悪化）している。2 月の 101.44 をピークに、6 ヵ月連続の低下だが、同指数は 95 を下回れば「景気低迷」、105 を上回れば「景気過熱」、95～105 が適切な水準というのが目安である。8 月の数字は、足元の不動産市況がまずまずのレベルで推移している様子を示している。

(図表1)不動産開発投資の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

問題は秋以降である。中国景気は不動産との関わりが深い。しばしば「経済のへそくり」と称され、関連産業も含めれば GDP の 2－3 割を占めるとの分析もある。政府にとっては、財政出動を伴わずに景気を調節できるツールでもあり、これまで、景気悪化時には不動産取引規制を緩め、過熱時には強化するという手法がたびたび繰り返されてきた。また、「政府のへそくり」でもあり、過去には不動産売却益が地方政府の年間の歳入の 3 割以上を占めることもあった。

２．コロナ後に厳しさが増した不動産規制

昨年の人民銀行による金融緩和策を受け、不動産価格が急騰したことから、政府はここまで、段階的に不動産価格抑制策を強化してきた。2021 年 1 月には、銀行を規模別に「大型銀行」、「中型銀行」、「小型銀行・非県域農合機構」、「県域農合機構」、「村鎮銀行」の 5 つのランクに分け、不動産向け融資と個人向け住宅ローンの融資に上限を設定した。中国版「総量規制」である。大型銀行には、中国工商銀行、中国建設銀行等 4 大銀行を含む 7 行が分類されるが、このランクでは人民元建て貸出残高に占める不動産企業への融資上限が 40%、住宅ローン上限が 32.5%とされている。

5 月には、主要都市における固定資産税の試験実施の拡大を発表した。上海と重慶の 2 都市では 2011 年から導入されており、上海では、市の戸籍を持つ住民が 2 戸目以上の住宅を購入する場合、1 人当たりの住宅面積が 60 ㎡を超えた部分に対し 0.4%または 0.6%の税率が適用される。中国では土地はあくまで国有で、その使用権を

売買しているという形式をとっていることもあり、これまで購入に際しては、印紙税、登記費、契約税、修繕積立金等の諸雑費がかかるものの、固定資産税は課せられていなかった。

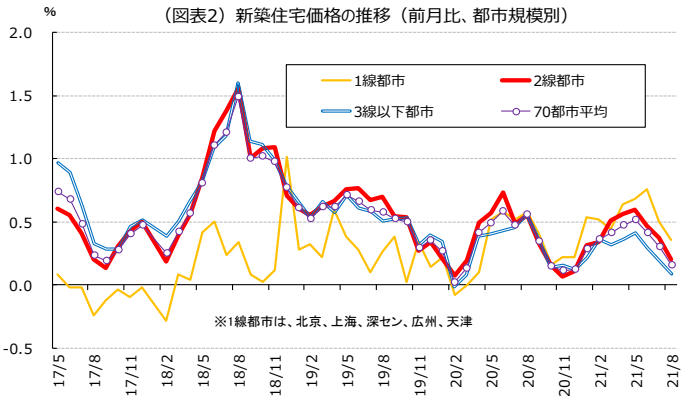
7 月には、不動産価格が高騰している都市における住宅ローンへの締め付けを強めた。「2 線都市」と呼ばれる省都を中心とした地方の大都市のうち、南京市、鄭州市、重慶市、武漢市、杭州市などで銀行が中古住宅ローン業務を制限、一部では新築住宅ローンの受け入れを停止した。

住宅購入に資格制を設ける都市もある。武漢市は購入前の事前申請を義務付け、認められた場合のみ 60 日以内の購入を認める。購入済不動産の登記後は資格を凍結し、追加的な購入を禁じる。

住宅価格に直接的な介入を行なうケースも増えている。深圳市等では、当局が中古マンションの「参考価格」を提示、仲介業者による高額な物件の紹介を防ぐ。また、政府の住宅都市農村建設部は 8 月 31 日、都市部の住宅賃貸価格を年間で 5%以上引き上げてはならないとする通知を出した。都市部の住宅賃貸市場の需給を安定させ、低所得層や若者の住宅難を解決するのが目的とのことである。

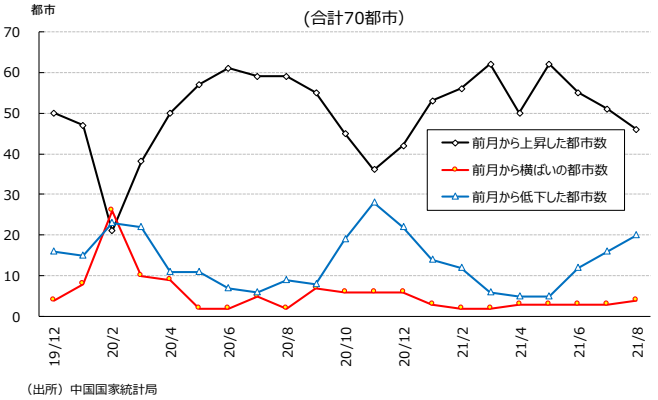
規制の抜け穴封じも一段と強化する方針である。中国では 2 軒目以降の住宅購入に対する規制が厳しいが、これまでは 1 軒目を偽装贈与する、偽装離婚で夫婦別々に購入するなどの抜け道が横行していた。

（図表2）新築住宅価格の推移（前月比、都市規模別）



（出所）中国国家統計局

（図表3）新築住宅価格（前月比）の変動状況別都市数の推移
（合計70都市）



（出所）中国国家統計局

こうした政策を受け、住宅価格は 6 月以降軟化している。新築住宅価格の前月比は、1 線都市が 6 月の前年比＋0.8%を既往ピークとして、8 月は同＋0.4%まで鈍化したほか、2 線都市では 5 月の同＋0.5%から 8 月の同＋0.2%へ、3 線以下都市は 5 月の同＋0.4%から 8 月は同＋0.1%へと鈍化している（図表 2）。3 線以下都市ではマイナス圏が近付いている。個別の都市では、地価下落を報告する都市も増えている。主要 70 都市中、前月から価格が低下したとする都市は、5 月の 5 都市から 8 月は 20 都市まで増加した。逆に、価格が上昇したとする都市は、5 月の 61 都市から 8 月は 46 都市へと減少した（図表 3）。

3．恒大危機をどうみるか

こうした中で、新たな危機が持ち上がった。業界 2 位の大手不動産開発会社、中国恒大集団の経営危機である。9 月中旬以降、主要国の株式市場は同社のニュースに一喜一憂する展開が続いている。ただ、ここまでの推移で徐々に明らかになってきたのは、すべては政府の厳格な管理のもとで進んでいるということである。それゆえ、世界的な金融危機の引き金を引くおそれがあるとの見方は減少しつつある。

恒大の総負債は約 33 兆円である。かつてのリーマン・ブラザーズの約半分で、規模的には十分大きいが、金融機関ではないため、破綻が金融システムの目詰まりに直結するわけではない。また、このうち有利子負債は 10 兆円程度で、うち対外債務は 2 兆円程度にとどまる。しかも対外債務のほとんどは通常のドル建て債務で、リーマン・ショック時のように、証券化商品の形で世界中の投資家にばらまかれているわけではない。

もし、無秩序なデフォルト（債務不履行）を許すようなことになれば、第 2、第 3 の恒大の出現への懸念が、

金融市場の混乱に拍車をかける可能性がある。したがって、政府が無秩序なデフォルトを座視することはないだろう。実際、9 月 27 日に、政府は恒大に対し広範な指示を出している。この中には、個人投資家向けの債務返済や、目先のドル建て社債のデフォルトの回避などが含まれる。すでに一部ドル建て社債の利払いが遅れているが、デフォルト認定には 30 日の猶予がある。今後は政府の管理のもと、元利減免や返済期限の猶予等のスキームを構築していくことになるだろう。

モラルハザードは避ける必要があるため、一定の投資家の負担は避けられない。すでに、国内の大手金融機関には一定の債権放棄を求めている模様である。最終的に政府の支援の下で再建を図るのがグローバル金融市場にとってベストシナリオとなるが、恒大問題は政府にとって、共同富裕路線を周知する上でのある意味象徴的な案件になっていることから、恒大、投資家双方にとってある程度厳しい措置になるのは避けられないかもしれない。

４．懸念される不動産市場への影響

政府にとって悩ましいのは、恒大のステークホルダーだけではなく、不動産市場の動向も横目で睨みながらの政策決定が必要になることである。中国政府は、日本の不動産バブル崩壊を反面教師としており、バブルのソフトランディングが容易ではないことも、失敗すれば「失われた何十年」に陥りかねないことも研究しつくしている。日本は主として商業用不動産の問題、中国は住宅市場の問題という違いはあるが、住宅価格が急落し、住宅ローンの価値を下回るようなことになれば、持ち家を売却して債務を返済することができず、加速度的に危機が進行するおそれがある。政府にとっては、不動産市場がたとえバブルだとしても、急落させてはならず、あくまで時間をかけて、ソフトランディングに向かわせるというのが至上命題になっている。

そのためには、微妙なさじ加減が要求される。さじ加減を間違えばバブル崩壊の可能性はあるわけだが、現時点ではリスクシナリオの範疇と見ておきたい。そもそも、中国の不動産市場がバブルと決まったわけではない。バブルは崩壊して初めてバブルだったと明らかになる。かつての不動産バブル時には経済が成熟していた日本と異なり、中国では開発案件はまだまだ残っており、都市化の流れも終わっていない。不動産価格が実需に支えられている割合は、1990 年当時の日本よりも高いだろう。もし、不動産市場が危ういということであれば、政府は恒大の全面救済も躊躇しないとみられる。その前に、不動産投資規制を緩和することもできる。これまで何度も取ってきた手段であり、緩和した瞬間、不動産市場に資金が流れ込むのが毎度のパターンだった。

この点、民主主義のコストを払う必要のない、中国政府の機動力は大きな武器になる。日本の場合は、政府の対応の遅さがバブル崩壊の傷口を広げた。銀行への資本注入の是非や、住専問題が国会でさんざん揉めたのは象徴的な事例だったが、中国の場合、「今日決めて明日からできる」強みがある。危機管理が問われる局面では、他国がまねできない機動力を発揮する展開が期待できる。

ただ、多くの人がそう考えるとしたら逆にそれがリスクとなる。不動産価格の「右肩上がり神話」が、今後も崩れない可能性を意味するためである。結局のところ、強いショックなしには神話は崩壊しないかもしれない。政府が目指すように、時間をかけて徐々にフェードアウトさせるのは至難の業と考えられる。したがって、政府が中長期的に、不動産価格のソフトランディングに成功するのかと問われれば自信がない。目先の危機は避けられたとしても、いずれかの時点で、一度は崩壊を経験しないことには、いつまで経っても同じことの繰り返しとなるリスクがある。

５．財政・金融政策は緩和的なスタンス

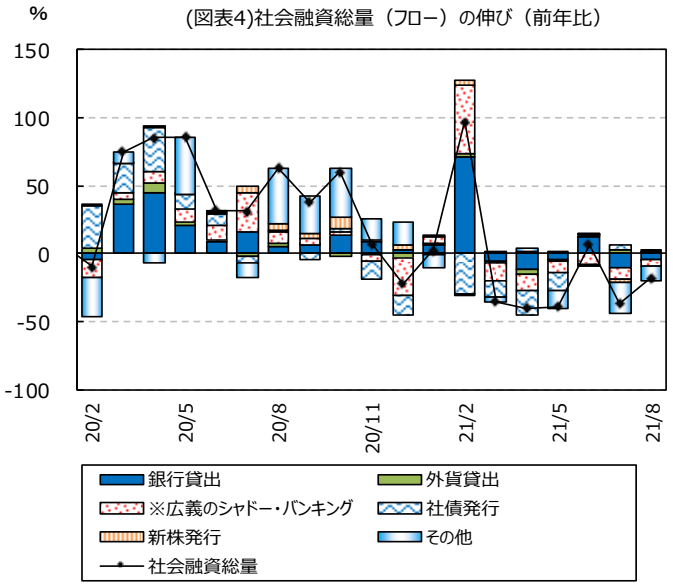
財政・金融政策に関しては、当面、緩和的な運営に軸足を置くと思われる。もともと政府は 3 月の全人代（全国人民代表大会）で、引き締め的な財政運営をしていく方針を示していた。第 14 次 5 ヵ年計画（2021－25 年）に基づく投資プロジェクトはすでに多くが承認されているものの、地方政府による 1－7 月期の特別債発行額は

年間発行枠の 35%にとどまっている。債務拡大をコントロールしてきたためだが、今後は進捗ペースを速めるだろう。債券を追加発行して財政政策を強化する可能性も考えられる。

人民銀行はこれを金融面から補佐する展開が予想される。上半期に関しては、債務リスク抑制のため、与信量を抑える政策スタンスをとっていた。こうした中、8 月の社会融資総量残高はフローベースで前年比▲17.6%と、前年を下回る水準となっている（図表 4）。

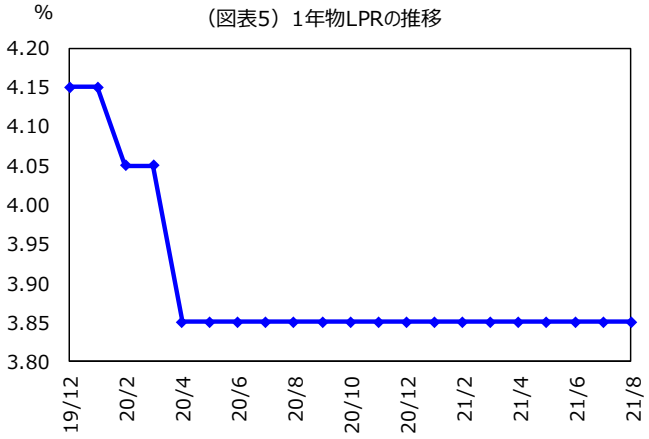
ただ、人民銀行の政策スタンスは変化しつつある。7 月 15 日には、約 1 年 2 ヵ月ぶりに預金準備率を引き下げた。預金準備率が 5%以上の金融機関を除き 0.5%引き下げるというもので、これにより長期流動性が 1 兆元程度拡大する計算になる。当時、政府は引き下げの理由について、原材料価格上昇が企業に与える影響に対応するためとする一方、あくまで一般的な流動性操作であり、金融緩和方向への政策シフトを意味するものではないとした。ただし、足元では恒大危機を受け、再び積極的な流動性供給を行なっている。9 月中旬まで、1 日当たりの資金供給額は 100 億元程度だったが、9 月 17 日には供給額を 10 倍の 1 千億元に拡大し、22 日以降は連日 1,200 億元を供給している。

(図表4)社会融資総量（フロー）の伸び（前年比）



（出所）中国人民銀行 ※広義のシャドーバンキングは委託貸付、信託貸付、銀行の未割引手形の合計

（図表5）1年物LPRの推移



（出所）中国人民銀行

預金準備率については、10－12 月期に追加の引き下げを行なう可能性が高い。ただ、これが 1 年物ローンプライムレート（LPR）の引き下げ等、本格的な利下げにまで広がるかは微妙である（図表 5）。景気回復が続く米国で、FRB が引き締め方向への動きを早める可能性が浮上しているためで、こうした中での利下げは、資本流出の加速を招くリスクがある。為替相場の安定を重視する中国は、金融政策については FRB を横目で見ながらのかじ取りにならざるを得ない。利下げについては実施されない可能性が高いとみるが、ここはバランス次第である。国内景気の減速が予想外に長引き、かつ米国が早期の金融引き締めに慎重なスタンスに転じれば、政府は躊躇せず利下げに踏み切るだろう。

６．共同富裕路線への不透明感が燻る

政府は 7 月に、「不動産市場秩序の継続的な整理・規範化に関する通知」を発表、多様な手段を総合的に運用し、3 年前後で不動産市場の秩序を改善するとの方針を示している。政府の統制経済的手法の強化は、不動産市場にとどまらない。不動産価格の上昇や教育費の高騰に伴う社会の二極分化は、結婚や仕事をせず消費意欲もない「寝そべり族」の台頭を招いた。こうした層の拡大は、将来的な経済の活力、成長力の低下を招きかねない。

教育費の高騰は少子化の一因でもあり、兼ねてより問題意識を持っていた政府は、7 月 24 日に、民間の学習塾に対する規制を打ち出した。習い事に忙殺される若年世代へのストレス緩和のため、「小中学生を対象に営利目的で主要教科を教えることを禁じる」という極めて厳しいものである。ここまで発展を続けてきた教育産業が大幅な縮小を余儀なくされることになる。株式市場では一時教育関連のみならず、広汎なセクターに大幅な下落を

もたらした。

また、8 月 30 日には、18 歳未満の未成年者に対するオンラインゲームの提供を週末の金曜日、土曜日、日曜日および祝日のみ、かつ午後 8 時から 9 時までの 1 時間に限るとの規制を打ち出した。理由について、国営・新華社系のメディアは「オンラインゲームは精神的アヘン」と説明している。子どもへの罰則はなく、事業者の義務で、ゲーム会社に対しては、ユーザー登録時の本人確認を徹底するよう求める。例えば、実在する有効な身分証明書の情報を入力しなければユーザー登録やログインもできなくなる。上に政策あれば下に対策ありで、親が登録した親の機器で遊ぶという抜け道がすぐに思い浮かぶが、ゲーム時間が大きく減少するのは間違いない。ゲーム業界の中でも、特にオンラインゲームは成長分野であり、業界の損失は大きい。

また、大きな政策転換にはしばしば大義名分とは違う目的が隠されていることが多い。恒大集団がターゲットにされた背景には、習近平氏の対立派閥である共青団と関係が深いことがあると囁かれているが（習近平氏は太子党）、オンラインゲームの規制は、IT 大手テンセントへの圧力と受け止められている。アリババに続き、大手 IT 企業への締め付けを一段と強化した形である。これまで中国経済の発展に貢献してきた花形企業であっても容赦しない習近平政権の姿勢が、ますます明らかとなっている。

習近平政権は、今後も格差の象徴である不動産市場や大企業をターゲットとし、ある程度の経済成長を犠牲にしてでも「共同富裕」を実現、国家の安定を目指す考えのようだ。問題は、こうした強権的な手法が今後どれだけの規模と広がりを見せるのか、予想が困難であることである。今後も中国の潜在成長率の押し下げ要因として、中長期的にくすぶり続けることとなろう。

※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