2021.10.22

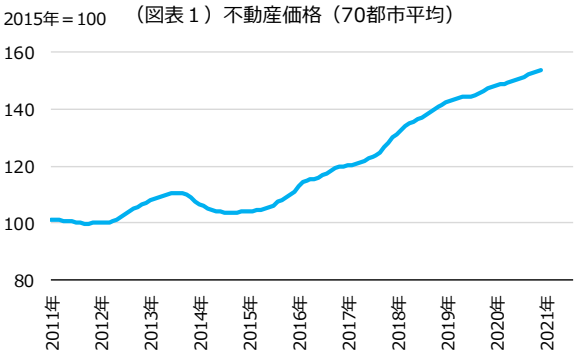
揺れる中国不動産市場

政策・経済研究部　エコノミスト　伊藤　基

１．人気を集める不動産投資

中国の不動産市場は、1990 年代に土地の使用権が認められたことを契機に動き出し、その後は経済成長も相まって、均してみると堅調に推移してきた。直近 10 年間の主要 70 都市における不動産価格は約 1.5 倍の水準まで上昇している（図表 1）。背景としては、人々の不動産市場への高い投資欲がある。多くの中国人にとって不動産は単に住むためのものではなく、財産を得るための有効な手段の一つとなっている。また、人々の意識として、住宅を所有してこそ一人前という風潮が根強いことも不動産人気の要因の一つになっている。

（図表１）不動産価格（70都市平均）



（出所）中国国家統計局

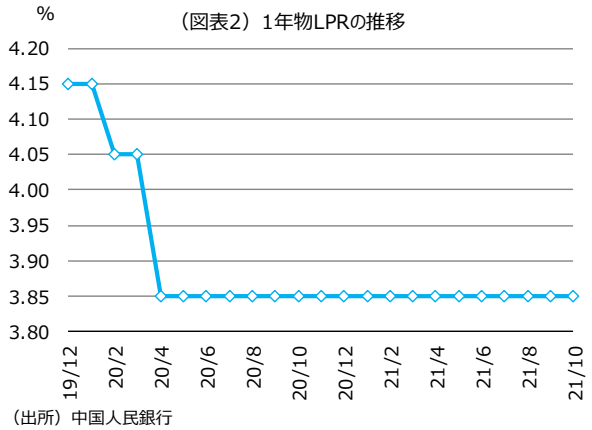
2020 年 5 月に中国人民銀行が発表したデータによると、都市部世帯住民の住宅保有率は 96%超となっており、そのうち 2 戸保有している割合は 31%、3 戸保有している割合は 10.5%に及んでいる。1 世帯当たりの所有物戸数は 1.5 戸と、不動産投資が幅広く行なわれている様子がうかがえる。

一方で、不動産市場は度々過熱気味の様相を呈し、その都度バブル崩壊が近いと囁かれてきた。ただ、これまでは政府が「住宅は住むためのものであり、投機のためのものではない」とのスローガンの下、各種の不動産取引規制を導入し、なんとか鎮静化を図ってきた。

２．顕在化した恒大問題

2020 年に入り、コロナショックにより景気が落ち込むなかで、中国人民銀行は政策金利にあたるローンプライムレート（LPR）を引き下げる等、積極的な金融緩和政策を実施した（図表 2）。これによりマネーが潤沢に供給され、経済を下支えした一方で、不動産開発企業による土地使用権の取得が急拡大し、一部地域では不動産価格が再び高騰する事態となった。銀行や保険を監督する中国銀行保険監督管理委員会の郭樹清主席は、中国の「灰色のサイ（高い確率で深刻な問題を引き起こすと考えられているにも関わらず、軽視されがちなリスクのたとえ）」は不動産バブルであるとの見方を示すなど、警戒感を強めてきた。

（図表2）1年物LPRの推移



（出所）中国人民銀行

こうした状況のなか、不動産市場抑制策の一つとして導入されたのが「3 つのレッドライン」と呼ばれる規制である。この規制は、①負債の総資産比率を 70%以下、②純負債の対自己資本比率を 100%以下、③短期負債を上回る現金の保有、の 3 項目を不動産開発企業に求めるものである。3 項目すべての基準をクリアできた企業は有利子負債の増加ペースを年＋15%以内、2 項目だけの企業は同＋10%以内、1 項目だけの企業は同＋5%以内と

なるよう規制され、いずれの基準も満たせない企業は有利子負債の増加は認められない（図表 3）。この措置は不動産開発企業への規制強化といった面に加え、乱開発の結果、不動産価格が大幅に値崩れする事態を未然に防ぐことを意図したものとみられる。

この「3 つのレッドライン」規制をきっかけとして、多くの不動産開発企業が財務体質の改善を迫られたが、影響を最も受けたと言われるのが恒大集団である。恒大集団は、積極的な資金調達によって事業を急拡大させてきており、規制が導入されたことで、債務に過度に依存した経営の見直しを余儀なくされた。財務状況を改善するために、売り出し物件の一律 30%の割引などにより在庫を圧縮したほか、出資先株式の売却などを実行したが、資金繰りの悪化は続いた。取引先への未払いや工事の中断なども次々と発覚し、収益の悪化により、銀行などの資金調達先から繰り上げ返済を求められ、現在の状況に陥った。

（図表3）不動産開発企業への融資規制概要

3つのレッドライン
①負債の総資産比率70%以下
②純負債の対自己資本比率100%以下
③短期負債を上回る現金保有

有利子負債の前年比増加率上限	
全て満たす	15%
2つの条件を満たす	10%
1つの条件を満たす	5%
全て満たさない	0%

（出所）各種報道資料から明治安田総研作成

3．短期的にはバブル崩壊の可能性は低い

恒大集団の債務危機は憂うべき事態であるが、不動産市場全体に与える影響はあまり大きくないとの見方が多い。中国の不動産市場は、細分化がかなり進んでおり、2020 年の住宅市場における恒大集団のシェアは 4%程度とされている。仮に破綻し、在庫として保有している不動産が投げ売られたとしても、中国の不動産市場全体の価格が大きく下落することは想定しづらい。また、債務に関しては、200 以上の銀行やノンバンクから借入を行なっているが、各金融機関の資産に占める恒大集団への貸出残高の大きさは限定的とみられている。中小銀行などには一定程度の影響が出るケースもみられると考えるが、銀行セクター全体に影響を与える可能性は低いだろう。

不動産セクターは中国経済の 15%程度を占めると言われており、万が一バブル崩壊のような事態に陥れば、幅広いセクターに大きなダメージを与える可能性が高い。同時に社会不安が台頭し、最終的には政府への反発につながることも考えられる。そのような事態を回避するため、中国政府は不動産市場のコントロールを試み続けるとみられる。中国政府は、日本の土地神話に伴ったバブルとその崩壊過程や、サブプライムローン問題が記憶に新しい米国での不動産バブルなどの先行事例を十分に研究しているとも言われている。不動産市場に危機が迫った場合には、民主主義のコストを払う必要がなく、「今日決めたことを明日実行できる」中国政府の機動力が大きな武器となり、危機対応策が迅速に実施される可能性が高い。

ただ、今回の問題は処理できたとしても、中長期的に不動産価格をソフトランディングさせるのは至難の業であり、中国政府は引き続き難しいかじ取りを迫られるだろう。中国の不動産市場がグローバル経済のリスク要因として意識される展開は今後も続くと予想する。

※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