

中国の不動産不況と金融リスクの行方

—金融危機・景気失速の蓋然性を高める

不動産不況の長期化・深刻化と「台湾有事」—

齋藤 尚登*¹

要 約

本稿執筆時点の2024年9月末で、中国版総量規制が導入されて丸4年、2021年夏に中国恒大集団の経営危機が発生してから丸3年以上が経過した。中国は日本の不動産バブル崩壊の経験を深く学んでいるはずであるが、最も肝心の「早期の不良債権の確定と抜本的処理」のタイミングを完全に逸してしまった。不動産不況からの脱却は容易ではなく、住宅需要が減少し供給を抑制する「縮小均衡」が今後のベストシナリオとなろう。経済成長率の低下は不可避であるということだ。不動産不況がさらに長期化・深刻化すれば、日本の失われた20(30)年の二の舞が懸念される。

中国の債務残高のGDP比は極めて高水準であるが、国有企業—国有銀行の関係は緊密であり、ロールオーバーや追い貸しなどによって、問題の先送りは可能である。この点で、通常であれば、金融リスクが暴発するリスクは限定的といえる。中国で金融危機的なことが発生する、もしくは景気が失速する蓋然性を高めるものとして、不動産不況の長期化・深刻化と「台湾有事」がある。特に「台湾有事」は国内の金利急騰と対外貿易のシュリンクによる景気失速をもたらすリスクがあり、要注意である。

キーワード：不動産不況、中国版総量規制、国進民退、地方政府融資平台、不良債権、金融リスク、金融危機、景気失速、台湾有事、政治リスク

JEL Classification：A10, E21, E22, E43, E44, E50, E51, E52, E58, F51, G21, G28, G32, G33, G51, R31, R38

I. はじめに

2023年夏、中国では「日本の失われた20(30)年」と中国経済の相違点に関するレポートの発表が相次いだ。2023年3月に開催された第14期全国人民代表大会(全人代)第1回会議では、李克強首相(当時)が任期最後の政府活動報告

を行い、政府成長率目標は前年比5%(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)前後に設定された。結局、同年の実質GDP成長率は5.2%となったが、相対的に高い成長率を実現する中国で、なぜ日本の失わ

*1 株式会社大和総研経済調査部長・主席研究員

れた20（30）年との比較がブームになったのであろうか？恐らくこれは、習近平氏の政策を継続していくと、中国経済は早晩長期低迷局面に突入していく、との改革派エコノミストからの警告なのであろう。中国共産党・政府の政策を正面切って批判することは憚られるため、日本を隠れ蓑に正論を吐いたのではないだろうか。

筆者は、中長期的に中国の成長率低下は不可避であり、いずれ長期低迷局面が訪れる可能性が高いとみている。これは、（1）少子高齢化

の急速な進展、（2）住宅需要の減退など総需要の減少、（3）過剰投資と投資効率の低下、（4）それと表裏一体の過剰債務問題、（5）「国進民退」（政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業にはマイナスの影響が出ることもある）とイノベーションの停滞、などの構造的な問題が中国の成長力を低下させるためである。

本稿では、（2）に関連した「不動産不況」と、（3）（4）の過剰投資と過剰債務問題に的を絞り、中国の「金融リスクの行方」について、論じることとする。

Ⅱ. 不動産不況の背景と政策に対する評価

Ⅱでは、かねて中国の不動産市場が抱えていた諸問題を解説し、政策対応としての中国版総量規制の導入とそれが契機となり「不動産不況」に陥った経緯、そして、「不動産不況」からの脱出のために打ち出された諸政策の評価などについて、詳述する。

Ⅱ-1. 中国の住宅市場が抱える（抱えていた）問題点

いわゆる「ブラックスワン」は事前の予測が困難で、発生した場合に甚大な影響をもたらす事象であり、「グレーリノ（灰色のサイ）」は深刻な影響をもたらす可能性が高いにもかかわらず、軽視されているリスクを指す。そして中国の「灰色のサイ」は不動産バブルであるとしたのが、当時、中国人民銀行党委員会書記・中国銀行保険監督管理委員会主席の職にあった郭樹清氏である。郭氏はかつて辣腕首相として名を馳せた朱鎔基氏を支えた四天王の一人で、高い改革意識を持つとされる。その人物が、「金融リスクの防止・解消という堅塁攻略戦に断固不動に取り組む」（中国人民銀行『政策研究』2020年第2期）と題する論文の中で、「中国の金融の安全に対する最大の灰色のサイは不動産

バブルである」と指摘したのである。これまでの金融改革の成果を列挙する中でのこの記述には、不動産市場が抱えるリスクに対する郭氏の強い警戒感が表れていた。郭氏は2023年3月の全国人民代表大会で経済・金融担当の副首相に昇格すると期待論があったが、2022年10月の第20回党大会後の人事では中央委員に選ばれず、引退した。

かねて中国の不動産市場を巡っては多くの問題が指摘されてきた。2021年までを念頭に、主なものは、①地方の財政収入の土地権利売却収入への依存度は高く、地方政府にとって同売却価格は高い方が望ましいこと、②このため、住宅価格は上昇傾向が強く、居住目的以外の投資・投機目的の住宅所有も多いこと、③居住目的の家計にとって、特に大都市圏では住宅は高嶺の花となり、過度な住宅ローン負担が消費の抑制要因となっていたこと、④住宅ローンに加え、デベロッパー向けの貸出など、金融機関の不動産関連のエクスポージャーが拡大し、仮に住宅価格が暴落したり、長期に低迷した場合は、不良債権の急増が懸念されることなどがあった。

上記①～④について、データを確認したい。

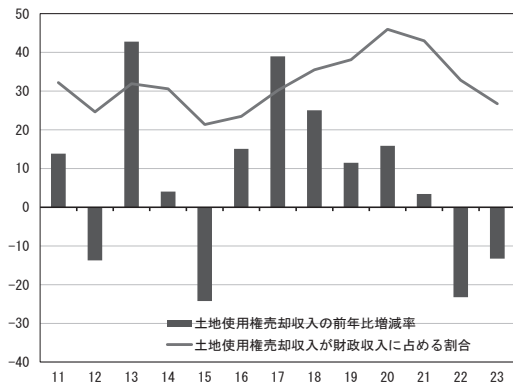
中国の農村の土地は集団所有制であり、その使用権売却収入は地方政府（政府性基金、日本の特別会計に相当）の収入となる。①の土地使用権売却収入は、2016年から2020年にかけて2桁の増加が続き、地方財政収入に占める割合は2015年の21.4%をボトムに2020年には46.0%に高まった（図1）。なお、2022年以降の中国の不動産市場はかつてない落ち込みを見せ、土地使用権売却収入は2022年が23.2%減、2023年は13.2%減となり、財政収入に占める割合は2023年には26.8%まで低下した。土地使用権売却収入は2012年と2015年に2桁の減少となったが、2年連続の減少は初めての経験だ。2024年も大幅な減少が続く可能性が高い。土地使用権売却収入の減少により、財政収入が抑制され、景気に下振れ圧力がかかりやすくなる。

上記②の住宅価格の上昇について、データを遡ることのできる2005年7月以降の全国70都市新築住宅価格の推移を見ると（前年同月比）、2015年12月以降2022年3月にかけて、上昇が続いた（図2）。ただし、不動産不況の中、2022年4月以降は前年割れが続いている（直近は2024年8月）。また、住宅所有状況につい

て、中国人民銀行の「2019年の都市農村住民の家計資産負債の状況調査」によると、家計の住宅所有率は96.0%であり、住宅を所有する家計を100%とした場合、1軒の所有は58.4%、2軒の所有は31.0%、3軒以上の所有は10.5%となり、平均では1.5軒を所有しているとしている。かつて中国政府は「住宅は住むためのものであり、投資・投機商品ではない」旨を繰り返し表明したが、中でもレバレッジを利かせて住宅を複数所有する行動については、価格が反転した際のマイナスの影響が増幅されるとして、警戒感を強めていた。

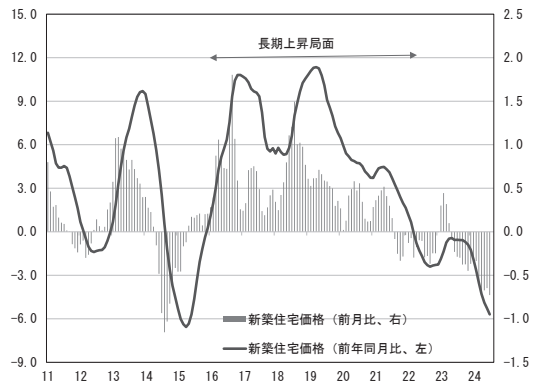
上記③の過度な住宅ローン負担に関連して、給与総額と個人住宅ローン残高の推移を見ると、2015年以降は前者の伸びが抑制される一方で、住宅ローン残高は急増しており、ローン負担が家計に重くのしかかっている可能性が高い（図3）。中国国家統計局のデータを基に計算すると、例えば、北京市で100㎡（専有面積は80㎡ほど）の平均的な住宅を購入する場合の家計年収倍率は2023年で21.7年分、上海市では21.4年分に達し、正に高嶺の花というしかない（全国平均では7.6年分。図4）。

図1 土地使用権売却収入への依存度を高めた
地方政府財政（単位：%）



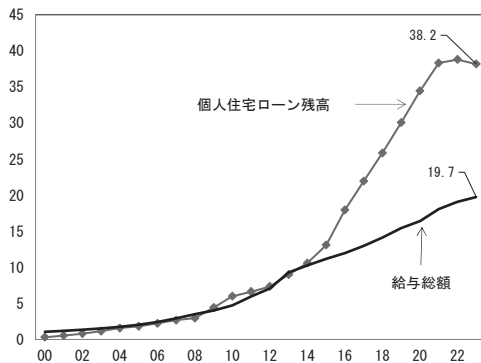
(出所) 中国財政部より大和総研作成

図2 全国70都市新築住宅価格（前年同月比、前月比）
の推移（単位：%）



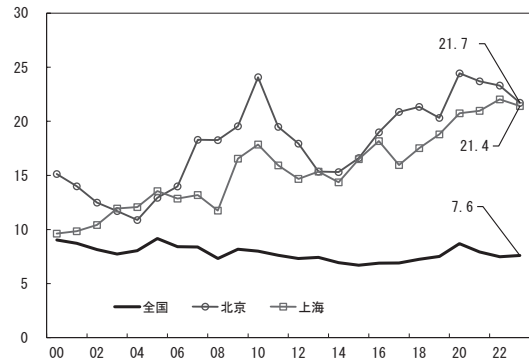
(出所) 中国国家統計局より大和総研作成

図3 急増する住宅ローン残高（単位：兆元）



（出所）中国財政部より大和総研作成

図4 100㎡の平均的な価格の住宅の家計年収倍率（単位：倍）



（出所）中国不動産統計年鑑各年版，中国国家統計局より大和総研作成

II-2. 住宅コストの負担増は出生率低下の主因のひとつ

重い住宅ローン負担など住宅コストの増加は、出生率低下の大きな要因にもなっている。2021年5月11日に、10年ぶりに実施された国勢調査である第7回人口センサスの概要が発表された。中国政府によると、中国の合計特殊出生率は1992年に人口置換水準（人口が減りもしなければ増えもしない水準）である2.1を下回り、その後も低下を続け、2010年は1.6、そして2020年には1.3に低下した。国連によると、2023年は1.00に低下した。これは少子化で40年先に行く日本の1.20よりも低い。

なぜ中国の合計特殊出生率はこれほどまで低下したのか？主因が長期にわたり維持された一人っ子政策にあることは間違いあるまい。ただし、同政策は2015年末に撤廃され、それ以降は二人っ子政策が導入された（2021年5月以降は三人目を容認）。それにも拘わらず出生率の低下が続くのはなぜか。国家統計局が2019年に実施したアンケート調査「全国人口・家庭動態監測統計調査」（対外非公開）の結果を国家衛生健康委員会が引用したところによると、二人っ子政策導入後も敢えて第二子を望まない（望めない）理由（複数回答）としては、（1）経済負担が重い（75.1%）、（2）子どもの面倒

を見る人がいない（51.3%）、（3）女性の産休・育休後の給与等の待遇低下（34.3%）などが上位となっている。（1）について、高い住宅コストと教育コストが、少子化を助長する2大経済コストであり、その低減が喫緊の課題となっていたのである。

住宅コストの抑制については、2021年7月に住宅・都市農村建設部、国家發展改革委員会、公安部など8部門が「不動産市場秩序の継続的な整理・規範化に関する通知」を发出するなど、国務院は様々な政策を打ち出している。具体的には、①不動産市場のコントロールに不備がある都市、価格が過度に上昇した都市については、地方政府の責任を厳しく問う、②不動産企業について、負債率などのレッドラインを設けて借入を規制する、③商業銀行の不動産融資規制を厳格に実施する、④借入目的に反して不動産購入に流用することなどを厳しく調査・処分する、⑤一部都市では土地使用権価格・住宅価格のコントロール（価格の上限設定など）を実施する、などであった。基本的にはかねて実施されている政策であるが、当局による政策実現の本気度は大きく強まったのである。

II-3. 中国版総量規制の導入によって民営デベロッパーのデフォルトが急増

このように、2021年夏場まで、政策の力点は住宅価格の抑制に置かれていたが、その後状況は一変した。

不動産不況のきっかけは2020年8月からの中国版総量規制の導入にさかのぼる。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、①前受金控除後の総負債比率が70%以上、②純負債資本比率が100%以上、③現預金短期負債比率が100%以下、という「3つのレッドライン」を設けた(表1)。3つとも抵触した高リスクのデベロッパーは、以後は新たに有利子負債を増やすことはできないとする厳格な融資管理を実施したのである。一方で、1つも抵触していない低リスクのデベロッパーは、年間で15%増以内であれば有利子負債の増加が認められるとした。

次に、中国人民銀行、中国銀行保険監督管理

委員会(当時)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、銀行は資産規模等によって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%、残りはデベロッパー向け貸出)、最も同比率が低く設定された農村銀行は同12.5%(うち個人住宅ローンは7.5%)とされた(表2)。

規制が導入される直前の2020年末の銀行貸出残高に占める個人住宅ローン残高の割合は21.8%、デベロッパー向けは6.9%、合計は28.7%であった。一部銀行は貸出の調整を余儀なくされた可能性が高い。ちなみに上限を2%pt以内で上回っている銀行は2年以内に、2%pt超上回っている銀行は4年以内に上限を下回るように調整するとされた。

表1 不動産開発業者の負債関連の3つのレッドライン抵触状況と融資規制

レッドライン抵触数	リスク	年間の有利子負債増加率
ゼロ	リスク小 ↑ ↓ リスク大	15%以内
1		10%以内
2		5%以内
3		0%以内

(注) 3つのレッドラインとは、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

(出所) 各種報道より大和総研作成

表2 不動産貸出集中管理要求

銀行業金融機関の分類	貸出残高に占める個人住宅ローンの割合の上限	(参考) 貸出残高に占めるデベロッパー向け貸出の割合	貸出残高に占める不動産貸出の割合の上限
第1グループ：大型銀行 中国工商銀行，中国建設銀行，中国農業銀行，中国銀行，国家開発銀行，交通銀行，中国郵政貯蓄銀行	32.5%	7.5%	40.0%
第2グループ：中堅銀行 招商銀行，農業發展銀行，浦發銀行，中信銀行，興業銀行，中国民生銀行，中国光大銀行，華夏銀行，輸出入銀行，広發銀行，平安銀行，北京銀行，上海銀行，江蘇銀行，恒豊銀行，浙商銀行，渤海銀行	20.0%	7.5%	27.5%
第3グループ：小型銀行 第2グループ以外の都市商業銀行，民営銀行，都市に所在する農村商業銀行，農村合作銀行，農村信用合作社	17.5%	5.0%	22.5%
第4グループ：農村部に所在する農村商業銀行，農村合作銀行，農村信用合作社	12.5%	5.0%	17.5%
第5グループ：農村銀行	7.5%	5.0%	12.5%

(注1) 中国国内の中国資本の銀行が対象であり，外国銀行は対象外

(注2) (参考) の貸出残高に占めるデベロッパー向け貸出の割合の上限は規定されていない。

不動産貸出の割合から個人住宅ローンの割合を引いたものをデベロッパー向け割合とした

(出所) 中国人民銀行，中国銀行保險監督管理委員会（当時。現在の国家金融監督管理総局）「銀行の不動産貸出集中度管理制度の構築に関する通知」より大和総研作成

中国版総量規制導入の当初は，財務の健全性の高いデベロッパーが生き残り，そうではないところが淘汰される優勝劣敗が進むとの期待があった。「劣敗」の典型例が，かつて中国第2位のデベロッパーであった中国恒大集団（エバー・グランデ。以下，恒大）である。恒大は1996年に従業員数名で創業された民営企業であり，当初は低価格の小型マンションの開発を足掛かりに急成長し，やがて全国各地で不動産開発を展開した。経営の特徴はカリスマ経営者（許家印氏）による多角化であり，プロサッカークラブ広州FC（旧広州恒大）の運営や巨大スタジアムの建設，飲料水の生産，テーマパークの建設，電気自動車（EV）の生産などを手掛けた。しかし，不動産開発とのシナジー（相

乗）効果は小さく，その実は「ワンマン経営者による放漫経営」が行われていたのである。原資は過大な負債であり，恒大は2020年8月以降の3つのレッドラインに3つとも抵触し，年間の有利子負債増加率は「0%以内」とされた（2021年度決算は期日通りの発表ができなかった）。同社は物件の値引き販売や出資株式の売却などにより負債を圧縮したが，銀行による貸し渋りや貸し剥がしなどもあり，資金繰りが急速に悪化。工事中断や債務不履行（デフォルト）などの問題が噴出した。2023年度上期決算では，6,442億元（約13.2兆円）の債務超過に陥っていることが判明し，以降，債務超過の状況が続いている。

中国内外で上場するデベロッパー55社の

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（2024年8月末時点。2021年度決算）

レッドライン 抵触数	リスク	年間の有利子 負債増加率	社名
ゼロ	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）、弘陽不動産（民営企業）、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）、禹州不動産（民営企業）、保利發展（中央企業）、徳信中国（民営企業）、旭輝ホールディング集団（民営企業）、新城ホールディング（民営企業）、金輝集団（民営企業）
1		10%以内	融信中国（民営企業）、金科株式（民営企業）、緑城中国（国有企業）、大悦城不動産（国有企業）、龍光集団（民営企業）、合景泰富集団（民営企業）、美的置業（民営企業）、碧桂園（民営企業）、時代中国ホールディング（民営企業）、中梁ホールディング（民営企業）、大唐不動産（民営企業）、力高集団（民営企業）、建業不動産（民営企業）
2		5%以内	首開株式（国有企業）、保利置業集団（中央企業）、宝龍不動産（民営企業）、正栄不動産（民営企業）、栄盛發展（民営企業）、中南建設（民営企業）、緑地ホールディング（国有企業）
3		リスク大	0%以内
期限内に決算が未発表			融創中国（民営企業）、中国恒大（民営企業）、世茂集団（民営企業）、中国奥園（民営企業）、祥生ホールディング集団（民営企業）、佳兆業集団（民営企業）、新力ホールディング集団（民営企業）、花樣年ホールディング（民営企業）

（注1）3つのレッドラインとは、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

（注2）斜体に下線は債務不履行（デフォルト）や債務返済猶予が報道されている企業

（出所）克而瑞不動産研究院（中国民間不動産シンクタンク）より大和総研作成

レッドライン抵触状況（政策による悪影響を避けるため、2021年度決算で計測）と、デフォルト・債務返済猶予の状況を見ると、かつて財務の健全性が高かったデベロッパーも相次いでデフォルトやデフォルト寸前に追い込まれ、その数は35社に達した（2024年8月末現在。表3）。期待された優勝劣敗であったが、「優勝」とはならなかったのである。

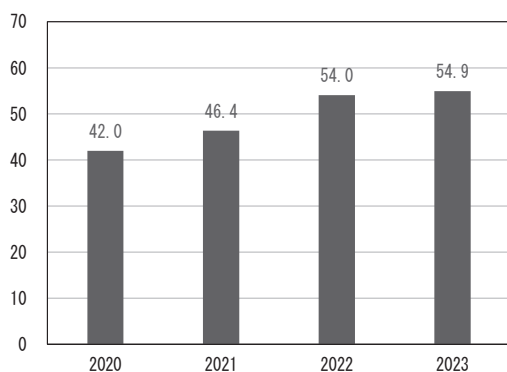
デフォルト（+債務返済猶予）したデベロッパーの特徴は、民営が32社を数えた一方で、国有はわずか3社にとどまっていることだ。中国では、建設中に物件を購入し、住宅ローンの返済が始まる予約販売が8割～9割を占めるが、引き渡し不能リスクを懸念する購入者は、民営デベロッパーの建設というだけで、購入をためらった。本来、財務的に健全なデベロッパーであっても、売上減少→利益減少（もしくは赤

字）→財務体質悪化→資金調達困難化→債務返済が困難、という経路で容易にデフォルト組に転落していったのである。

この典型例が大手デベロッパーの碧桂園（カントリー・ガーデン）である。碧桂園は、2021年度決算では3つのレッドラインのうち1つしか抵触していない比較的健全なデベロッパーであったが、2023年上期に赤字に転落し、デフォルトを余儀なくされた。

ちなみに、IMF（2023）によると、中国のデベロッパーの総資産ベースの54.9%でネットキャッシュがマイナス、53.7%で利払い前・税引き前利益が純利息費用を下回り、29.6%で自己資本がマイナスであるという（図5-1、図5-2）。半分以上がいわゆる「ゾンビ企業」ということになる。

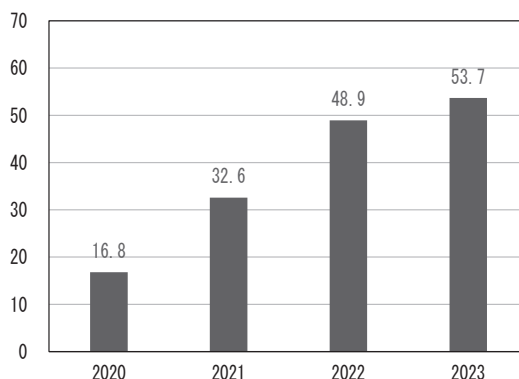
図5-1 ネットキャッシュがマイナス（単位：％）



（注）期限内に財務報告を発表できなかったデベロッパーを含む

（出所）IMF（2023）より大和総研作成

図5-2 利払い前・税引き前利益が純利息費用を下回る（単位：％）



（注）期限内に財務報告を発表できなかったデベロッパーを含む

（出所）IMF（2023）より大和総研作成

II-4. 工事中断問題と「保交楼」。不動産不況は改善せず

こうした中で社会・経済金融面の大きな問題として浮上したのが、工事中断問題であった。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（マンション）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済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、工事の中断による損失はデベロッパーが負うべきであるが、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。

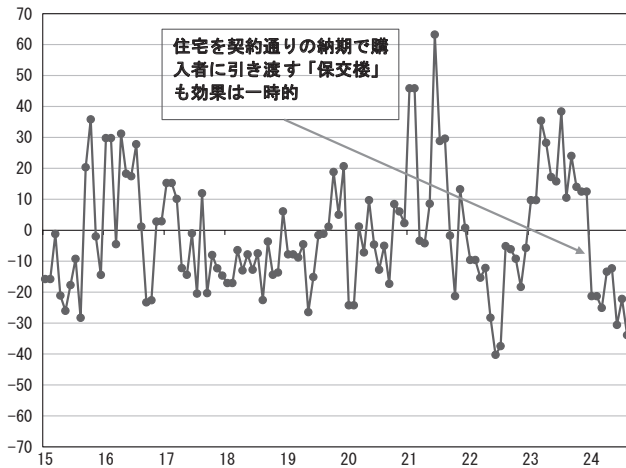
それでは、この問題がクローズアップされた2022年7月当時、工事中断などの問題を抱える物件に関連する不良債権はどのくらいと見積もられていたのであろうか。2022年7月末の住宅施工面積はおよそ60億㎡で、1㎡当たりの平均販売金額は約1万円であった。施工面積

の10%が問題物件と仮定すると、6兆元（約123.0兆円）分、頭金が3割として関連する住宅ローンは4.2兆元（約86.1兆円）となり、銀行貸出全体の2%程度を占める計算であった。全て不良債権化しても2022年6月末の銀行全体の貸倒引当金6.0兆元で処理することはできる。ただし、ひとつの項目としては決して小さくない金額である。もっといえば、問題物件が10%としたのは仮置きであり、実際のところはおそらくもっと多い可能性がある。

2022年夏以降の「保交楼」とは、デベロッパーへの銀行貸出の強化などによって、住宅を契約通りの品質と納期で購入者に引き渡す政策である。これは購入者の不満が爆発して社会不安に陥るのを回避すること、さらには銀行の不良債権の急増を回避することが主な目的であった。

「保交楼」は一時的にある程度奏功し、住宅竣工面積は2022年の14.3%減から2023年は17.2%増へと増加に転じた。しかし、2024年に入ると再び大幅な減少に転じ、1月～8月は23.2%減となった（図6）。「保交楼」の効果は一時的なものにとどまった。

図6 住宅竣工面積の推移（前年同月比）（単位：％）



（注）1～2月は平均

（出所）中国国家统计局より大和総研作成

II-5. 民営デベロッパー支援，方針発表も実行が伴わず。「ホワイトリスト」も不発

不動産市場の安定化には，もともとは財務の健全性は高かったが，政策の失敗により経営不振を余儀なくされている民営デベロッパーを支援・救済することが不可欠である。2023年11月以降，これに資する具体的な政策が発表されたが，2024年秋口までに成果を上げていないことは既述の通りだ。

2023年11月17日に中国人民銀行，国家金融監督管理総局，中国証券監督管理委員会が開催した金融機関座談会では，不動産金融と，債務が急増する地方政府融資プラットフォームの問題の重点的なリスク解消・減少に関する方針が確認された。このうち，不動産金融については，①デベロッパーの合理的な資金調達ニーズを国有・民営の差別なく満たすこと，②正常に運営されている不動産デベロッパーに対して貸し渋りや貸し剥がしをしないこと，③民営デベロッパーの債券発行などによる資金調達をサポートすること，④デベロッパーが資本市場を通じて合理的なエクイティ・ファイナンスを行うのを支援すること，⑤物件を契約通りの納期・品質で購入者に引き渡す「保

交楼」向けの金融支援に注力すること，⑥不動産業界のM&A（合併・買収）・再編を後押しすること，⑦保障性住宅（福祉型住宅）の建設を積極的にサポートすること，などが指示された。

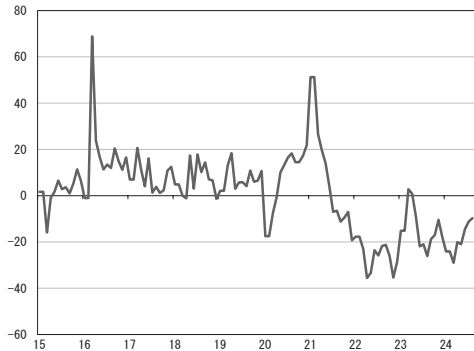
不動産金融については，住宅・都市農村建設部と国家金融監督管理総局が2024年1月12日付けで，「都市不動産金融調整制度の導入に関する通知」を发出している。この中では，金融支援を行うべき不動産プロジェクトのリスト（ホワイトリスト）を作成するとした。いわゆる「ホワイトリスト制度」とは，地方政府が「ホワイトリスト」を作成して，銀行に送付し，これを受けた銀行が貸出面でプロジェクトをサポートするというものである。

国家金融監督管理総局によると，2024年5月末時点でホワイトリストに掲載されたプロジェクトのうち，3,808プロジェクトが9,417億円の与信枠を獲得し，3,372億円の融資が実施されたという。5月末までに実行された3,372億元は，2024年1月～5月のデベロッパー全体の資金調達額（4兆2,571億元）の7.9%に相当する。

デベロッパーの資金調達額の推移を確認す

ると、2022年は25.9%減、2023年は13.6%減、そして2024年1月～8月は20.2%減と大幅な減少が続いている（図7）。うち、テコ入れされているはずの国内貸出はそれぞれ25.4%減、9.9%減、5.1%減であった。「保交楼」にせよ「ホワイトリスト」にせよ、その成果は全く不十分だ。

図7 デベロッパーの資金調達額（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

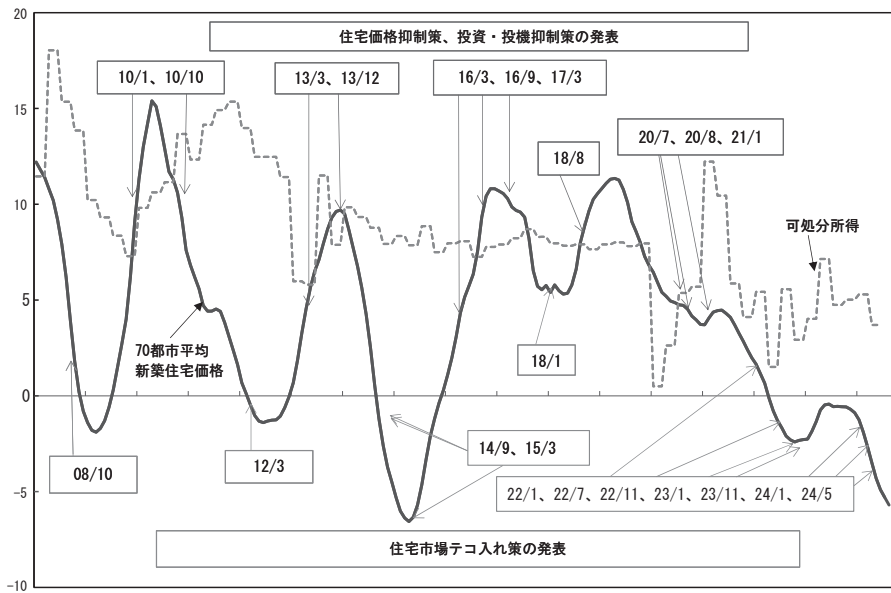
Ⅱ-6. 不動産の価格サイクルも崩壊か？

以上、不動産不況への対応として、供給面での政策を見てきたが、需要面でも政策が矢継ぎ早に発表されている。しかし、これも成果が上がっていないのが実情だ。

かねて中国政府は都市一人当たり可処分所得と新築住宅価格の関係性を重視し、可処分所得増加率 > 新築住宅価格上昇率 > 0% を適正な水準とみなして、住宅価格への介入・コントロールを行ってきた（図8）。新築住宅価格上昇率が可処分所得増加率を上回る局面では、市民による住宅価格への不満が高まり、社会不安が増大しかねない。このため、住宅ローンの頭金の割合や住宅ローン金利の引き上げのほか、購入における戸籍制限の強化（当該都市に戸籍がなければ住宅購入ができない）を通じて、住宅需要を抑制し、価格上昇を抑制した。

逆に、住宅価格が下落すると、地方政府の重要な財政収入である土地使用権売却収入が減少し、インフラなどへの投資余力が低下するなどの悪影響が懸念されるようになる。このため、

図8 住宅価格（前年同月比）、都市一人当たり可処分所得（前年同期比）と住宅政策（単位：%）

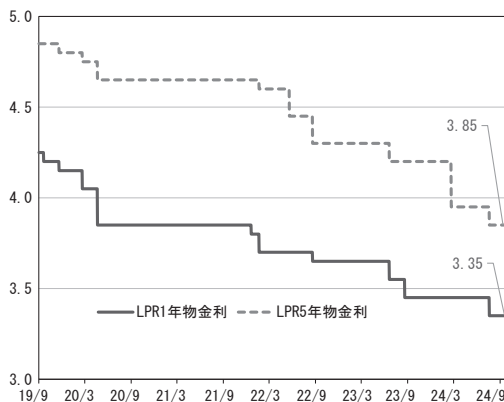


（出所）中国国家统计局より大和総研作成

住宅価格が前年割れとなる前後のタイミングでは、1軒目だけでなく2軒目の頭金の割合や住宅ローン金利を引き下げ、戸籍制限を緩和するなど、需要テコ入れ策を発動した。こうした政策変更により、政府は住宅価格に強い影響を与えてきたのである。少なくとも今回の不動産不況以前は、上昇バイアスの方が強いながらも政府によるコントロールが奏功していたようにみえる。

しかし、2022年以降、中国政府は住宅市場のテコ入れに転換し、矢継ぎ早に政策を発動したが、住宅価格は下落が続いている。テコ入れ策について、利下げを例にとると、中国人民銀行は2022年1月から2024年7月にかけて、住宅ローン金利の参照レートであるLPR（Loan Prime Rate）5年物を当初の4.65%から都合6回の利下げを行い、2024年7月に3.85%に引き下げた（図9）。それでも住宅需要は刺激されていない。中国の住宅価格はこれまでも下落を経験したことはあったが、政府のテコ入れ策を契機に、住宅の先高観が台頭し、調整（下落）は1年程度で終わるのが常であった。しかし、今回は2024年8月までで新築住宅価格は29カ月連続の下落となり、こうした経験則も崩れている。

図9 LPR1年物、LPR5年物の推移（単位：%）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

II-7. 2024年5月、「前例のない」住宅市場テコ入れ策を発表

こうした中、2024年5月17日に、中国政府はより強力な住宅市場テコ入れ策を発表した。具体的には、①住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の下限撤廃、②地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換、である。以下では、それぞれについて解説をし、「前例のない」（中国メディア）と称される住宅テコ入れ策が奏功するか否かについて、考察をしたい。結論を先にいえば、住宅市場が短期的に安定化する期待はあるが、不動産不況からの脱却は容易ではない。

①住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の下限撤廃

まず、住宅ローンの頭金の割合は、2015年10月以降、1軒目は25%以上、2軒目は40%以上とされていたが、不動産不況が深刻化する中、2023年8月にそれぞれ、20%以上、30%以上に引き下げられた。そして、2024年5月の今回の措置により、1軒目は価格の15%以上、2軒目は25%以上に引き下げられている（9月24日の政策については後述）。

また、1軒目の住宅ローン金利の下限は、従来、LPR5年物と同じとされていた。これが、2022年9月に、同年6月～8月の当該都市の新築住宅価格の前月比・前年比がともに3カ月連続で下落した場合は、住宅ローン金利の下限をLPR5年物-20BPまで引き下げてよいとされた。さらに、2023年1月には、前月比・前年比が3カ月連続で下落した都市は、住宅ローン金利の下限を撤廃してよいとされている。今回の措置では、「3カ月基準」は問われず、1軒目のみならず、2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃してもよいとされた。

2軒目の住宅ローン金利の下限については、2023年8月にLPR5年物+20BPに引き下げられた。1軒目との差別化が行われており、少なくともこの時点では、「住宅は住むためのものであり、投資・投機のためのものではない」という中国政府の姿勢は維持されていたとみられる。今

回の2軒目の住宅ローン金利の下限撤廃には、投資や投機でもよいから住宅需要を刺激せざるを得ない中国政府の焦燥感が表れている。

これを受けて、頭金の割合と住宅ローン金利の大幅引き下げを行う地方政府が相次いだ。例えば、広東省広州市は、2024年5月29日付で、住宅ローン頭金の割合を国の定める最低ラインに設定し、1軒目は従来の20%→15%以上、2軒目は30%→25%以上に引き下げた。さらに、1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃したうえで、1軒目は従来のLPR5年物（住宅ローン金利の参照レート）-10BPの3.85%からLPR5年物-55BPの3.40%に、2軒目はLPR5年物+30BPの4.25%からLPR5年物-15BPの3.80%に引き下げた。中国人民銀行は7月22日に政策金利のLPR5年物を10BP引き下げ、3.85%としたので、住宅ローン金利も同様にそれぞれ10BP引き下げられた。

住宅実需が大きく刺激されるには、住宅価格の先安観が払しょくされることが必要だが、2024年8月の全国70都市平均の新築住宅価格は▲5.7%、中古住宅価格は▲8.6%と下落幅が拡大している（図10-1、図10-2）。新築住宅は29カ月、中古住宅は31カ月連続の価格下落だ。少なくとも価格反転の兆しが確認できるまでは、実需筋も住宅の購入を急がないであろうし、投資・投機商品としての住宅も人気離散が続く可能性がある。

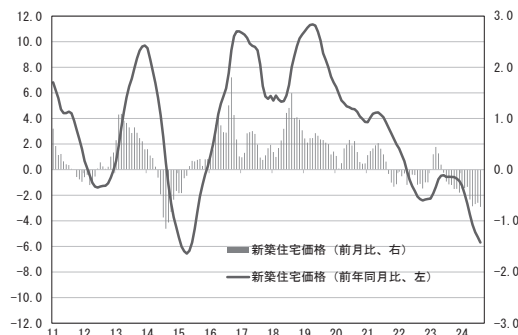
②地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換

地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買い取りと安価な保障性住宅への転換については、問題点が多い。

住宅在庫の買い取りのため、中国人民銀行は3,000億元（約6.2兆円）の再貸出枠を設定した。再貸出は1.75%の低利、期間1年で4回のロールオーバーが可能とされ、対象は国家開発銀行、国有商業銀行、郵政貯蓄銀行、株式制商業銀行など全国展開をする21行である。銀行貸出の60%に対して再貸出を行うとしており、全国で5,000億元の貸出が実施されることになる（9月24日の政策については後述）。これによって、100㎡（居住面積は80㎡程度、2024年1月～8月の全国平均は1㎡＝約1万円）の住宅を50万戸ほど、2024年8月末時点の住宅在庫（同様の計算で381万戸）の13.1%を購入できる計算だ（実際はより安価により多くの住宅の買い取りが可能だと思われる）。購入された住宅は、保障性住宅に転換し、低所得者に販売、もしくは賃貸に出される。

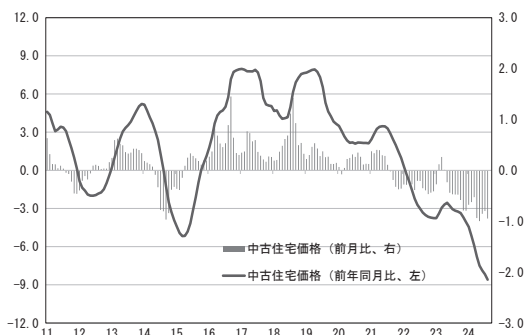
住宅在庫圧縮に具体的な政策が打ち出された点はプラスに評価すべきであろう。しかし、問題も多い。例えば、①対象となる物件は国有・民営デベロッパーを差別なく扱う、としているが、買い取り主体は国有企業、資金の出し手は国有銀行であり、デフォルトが相次ぐ民営デベ

図10-1 全国70都市新築住宅価格
（前年同月比、前月比）の推移（単位：%）



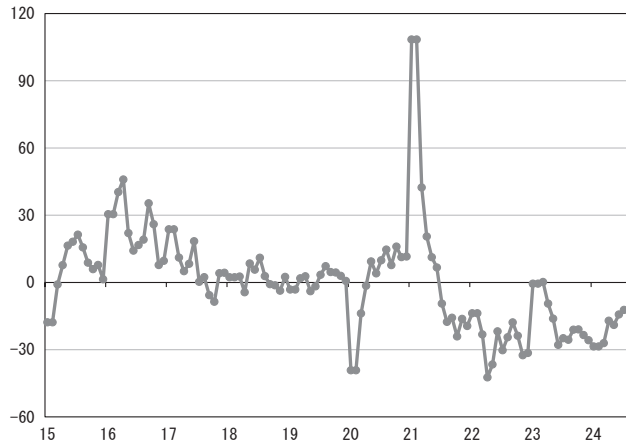
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

図10-2 全国70都市中古住宅価格
（前年同月比、前月比）の推移（単位：%）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

図 11 住宅販売面積の推移（前年同月比）（単位：％）



(注) 1～2月は平均

(出所) 中国国家統計局より大和総研作成

ロッパーの救済につながるかは不透明である、②政策を大々的に長期的に推進した場合、デベロッパーのモラルハザードと銀行収益悪化の問題が深刻化する一方で、小粒なものにとどまれば、住宅市場のセンチメントを変えるのは難しい、③同レベルの品質の物件が安価に購入、もしくは賃貸できるかもしれないとの期待が高まると、それ以外の住宅への需要を一段と押し下げる懸念がある、といった問題である。

特に、①と③はただでさえ、資金繰り難と販売不振にあえぐ、民営デベロッパーをさらなる苦境に陥らせかねないだけに、今度の動向を注視する必要がある。上記②について、買い取られる住宅在庫が少ないことを批判する声があるが、そもそもこうした政策自体が市場を歪めるのである。

この節の最後に、住宅販売の指標を確認すると、住宅販売面積は2022年が26.8%減、2023年は17.3%減、2024年1月～8月は20.4%減と、大幅な減少が続いている（図11）。

不動産不況からの脱却は極めて困難だといわざるを得ない。

II-8. 改革方針を決定する3中全会、不動産不況からの脱却に抜本的な改革を示さず

2024年7月15日～18日に中国共産党第20期中央委員会第3回全体会議（3中全会）が開催され、「改革を一段と全面的に深化させ、中国式現代化を推進することに関する党中央の決定」（以下、「決定」）が採決された。今後5年もしくはより長期的な改革の方針を決定する重要会議だけに、不動産不況からの脱却に向けた政策が大いに注目されたが、こちらは肩透かしに終わった。

「決定」は15章60項目で構成されており、不動産問題については、44項目「社会保障システムの健全化」の一部という扱いであった。該当する部分を抜き出すと、「賃貸・購入とともに奨励する住宅制度の確立を急ぎ、不動産業界の新しいビジネスモデルの構築を加速する。保障性住宅の建設と供給を拡大し、給与生活者層の住宅需要を満たす。都市・農村住民の多様な住み替え需要をサポートする。不動産市場に対するコントロール自主権を各都市政府に十分に付与し、各地の実情に合わせた政策を実施し、各都市による住宅購入制限の撤廃もしくは緩和、住宅の区分基準の廃止を認める。不動産開発の資金調達方法と住宅の予約販売制度を改革

する。不動産関連税制を整備する」としている。

上記の中で、注目されるのは「住宅の予約販売制度を改革する」の部分であろう。中国では予約販売が大多数のため、建設中に物件を購入し、居住する前から住宅ローンの返済が始まるケースが多い。工事中断問題は購入者に物件が引き渡されない可能性を高め、社会不安や貸出の不良債権化のリスクを高める。予約販売の割合が大きく低下すれば、工事中断問題が購入者を巻き込む蓋然性は低下することになる。

このように中国は打てる手を打ってはいるが、抜本的な改革とはいえない。例えば、今回の不動産不況では、もともと健全な財務体質であったところでも売上が激減し、業績悪化・資金繰り悪化から民営デベロッパーのデフォルトが続出した。放漫経営が祟った一部デベロッパーをどう市場から退場させ、政策の悪影響によりデフォルトを余儀なくされたデベロッパーをどう支援するのか、道筋は見えない。

II-9. 2024年9月、中国人民銀行総裁が一段の金融緩和と住宅市場テコ入れ策などを発表

こうした中、2024年9月24日に、中国人民銀行の潘功勝総裁がさらなる金融緩和や住宅市場テコ入れ策など追加景気刺激策の実施を「予告」して、注目された。中国人民銀行総裁が政策を事前に「予告」するのは極めて異例だ。内容は以下の通りであった。

- (1) 市中銀行が中国人民銀行に強制的に預け入れる資金の預金に対する比率である、預金準備率を0.5% pt引き下げる。さらに流動性の状況により、年内にさらに0.25% pt ~ 0.5% pt引き下げる可能性がある、
- (2) 主要短期金利の7日物リバースレポ金利を0.2% pt引き下げ、1.5%とする、
- (3) 融資済みの住宅ローン金利を新規住宅ローン金利と同程度に引き下げる、
- (4) 住宅ローンの頭金の割合は1軒目15%以上、2軒目25%以上となっているものを

2軒目も15%以上とする、

- (5) 2024年5月に国有企業による住宅在庫買い入れ促進（買い入れ後は安価な保障性住宅として販売もしくは賃貸）を目的に、中国人民銀行が設定した3,000億元の低利の再貸出について、従来は銀行貸出の60%としていたものを100%に引き上げる、
- (6) デベロッパーが購入したものの未開発となっている土地を別の企業が買収するのを支援する、
- (7) 2024年末に期限がくる各種不動産関連貸出に関する特別措置を2026年末まで延長する、
- (8) 証券会社、ファンド会社、保険会社のスワップ・ファシリティを導入し、条件に合致する会社の有担保貸出をサポートし、各社は中国人民銀行から流動性を獲得し、資金調達能力と株式保有能力を増強する。さらに中国人民銀行は自社株買いを行う上場会社への低利の再貸出枠を設定する、などとした。

(1) の0.5% ptの預金準備率引き下げは、2024年9月27日に実施された。2024年2月以来の引き下げであり、これによって、約1兆元の預金が「解凍」され、銀行の貸出余力が増加した。

(2) の7日物リバースレポ金利の0.2% pt引き下げも2024年9月27日に実施された。中国の政策金利であるLPR1年物とLPR5年物は、7月22日に0.1% pt引き下げられたが、10月以降一段の引き下げが期待される。米国の連邦準備制度理事会（FRB）が9月の決定会合で0.5% ptの大幅利下げに踏み切ったことが、中国の利下げ余地を広げている面もあろう。

(3) の融資済みの住宅ローン金利の引き下げについて、潘総裁は、「平均金利は0.5%程度下がり、恩恵を受けるのは5,000万世帯、1.5億人に達し、家計にとって1,500億元の利払い負担軽減となる」旨を発言している。もちろん、

これは家計（消費）にとってプラスの効果が期待できる一方で、銀行の利益減少要因になることは留意すべきであろう。

（４）の住宅ローンの頭金の割合は、2024年5月に1軒目はそれまでの20%以上から15%以上に、2軒目は同様に30%以上から25%以上に引き下げられた経緯がある。今回は2軒目の割合を1軒目と同じ15%以上に引き下げるようになった。実需だけでなく、投資・投機需要をも刺激しようとしているのであろう。銀行にしてみれば、貸出増加による利益増加を期待したいところだが、①住宅ローン金利は今後一段の低下が予想される、②住宅価格に底入れ感はなく、住宅需要がどれほど刺激されるかは不透明である、③頭金の割合の引き下げは、住宅ローン担保割れのハードルが下がることを意味し、銀行貸出の不良債権化のリスクが高まる、などの懸念がある。

（５）の中国人民銀行の再貸出（枠は3,000億元）による、国有企業による住宅在庫買い取り支援について、従来は銀行貸出の60%を再貸出の対象としていた。国有企業は買い入れた住宅在庫を安価な保障性住宅として販売するか、賃貸に出すとされている。このため、国有企業にとっての収益性に大きな難点があると想定され、この政策は進捗が芳しくなかった可能性が高い。銀行貸出の100%を再貸出の対象とした場合、銀行は貸出を行いやすくなり、買い取り主体の国有企業の金利コストの低減も期待されよう。ただし、住宅在庫の買い取りに充当される貸出は、従来の最大5,000億元（3,000億元の再貸出枠が全て利用された場合）から3,000億元に縮小することになる。政策の実効性が高まる一方で、買い取りの対象は減少するということだ。

（６）のデベロッパーが取得した土地所有権の転売について、具体的には、地方政府特別債券の一部を土地備蓄に使用することを基盤に、条件を満たす企業がデベロッパーの土地を取得

するために、政策銀行や商業銀行が融資を行うのを許可することを検討する、としている。これによって、開発ができなくなっていた土地を活用し、土地の売却によりデベロッパーの資金繰りを改善させることが期待される。

（７）の各種不動産関連貸出に関する特別措置について、2022年11月11日付の「金融による不動産市場の安定的で健全な発展のサポートを徹底する通知」（中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会¹⁾）では、通知の発表日から6カ月以内に返済期限を迎える不動産開発企業向けの銀行貸出や信託貸出につき、期限を1年間延長することを可能とする、などとした。その後、期限は2024年末まで、そして今回の政策により2026年末まで延長されることになった。この間デベロッパー向けの貸出は返済が遅れても不良債権としてみなされない。不良債権の抜本的処理がさらに先延ばしにされている。

（８）は、株式のいわゆるPKO（Price Keeping Operation）に中国人民銀行が資金面で関与することを意味する。潘総裁は中国証券監督管理委員会の呉清主席とも意思疎通をしたとしたり、スワップ・ファシリティの規模は当初5,000億元、自社株買いなどへの再貸出は当初3,000億元とし、将来的にはその2倍～3倍になる可能性にも言及した。一連の政策が発表された2024年9月24日以降、中国の株価は急騰し、9月30日の上海総合指数は3,336ptと1年5カ月ぶりの高値で引けた。9月24日からの5営業日の上昇率は21.4%を記録した。

それでは、一連の政策によって、中国経済は不動産不況から脱却し、景気は回復に向かうのであろうか？中国政府は、少なくとも過去3年、購入を手控えていた実需が回復して行くことを期待しているが、それには、①工事中断問題に決着が付くこと、②住宅価格が下げ止まりから反転上昇に向かうこと、が必要だと思われる。預金準備率引き下げ後に、貸出増強などによっ

1) 当時。現在の国家金融監督管理総局

て、デベロッパーの資金繰りが改善するのか、そして何よりも住宅購入者のセンチメントが改善していくのかが、当面の注目点となる

う。筆者は、一連の政策は株価対策を除いて、目新しいものではなく、効果は限定的だとみているが、どうであろうか。

Ⅲ. 不動産不況の中国経済への影響、金融リスクの行方

Ⅲ-1. 不動産不況による部分的バランスシート調整が景気の下押し要因に

2023年の中国の実質GDP成長率は5.2%となり、政府成長率目標の5%前後を達成した。しかし、本来であれば7%~8%の成長となってもおかしくなかったはずである。

中国は新型コロナウイルス感染症の流行によって、第1次コロナショックと第2次コロナショックを経験した。第1次コロナショック下の2020年の実質成長率は2.2%となったが、翌2021年はその反動+ α で8.4%成長を遂げ、2年間の平均は5.3%であった。第2次コロナショック下の2022年は3.0%の低成長となり、2023年は年初より「ウイズコロナ」政策に転換したことで、急回復が期待されたものの、結局5.2%成長と、期待は泡と消えた。2年間の平均は4.1%にとどまった。2020年~2021年と2022年~2023年とで何が変わったのか？最大の変化は、2022年以降の「不動産不況」の悪影響である。

中国経済には、不動産不況による部分的バランスシート調整の影響が色濃く出始めている。2024年1月~8月の固定資産投資は3.4%増となり、2023年の3.0%増から伸びが若干加速した(図12)。2024年1月~8月の分野別内訳は、製造業投資が9.1%増(2023年は6.5%増)、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は7.9%増(同8.2%増)、不動産開発投資は10.2%減(同9.6%減)だった。なお、1月~8月の不動産開発投資を除く固定資産投資は7.7%増と発表されており、企業のバランスシート調整の影響は今のところデベロッパーに集中して表れていること

が示唆される。

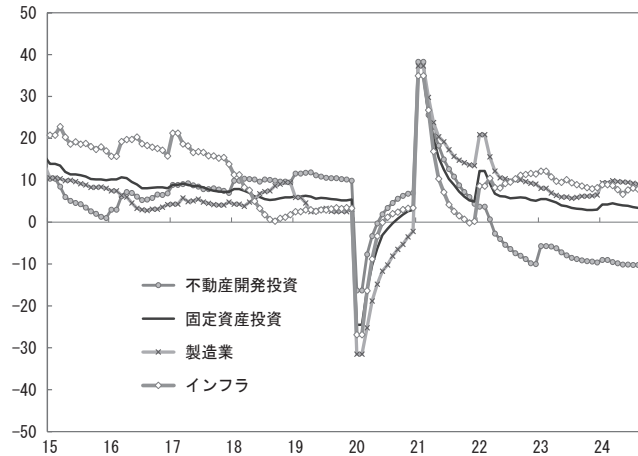
不動産開発投資は2022年以降大幅なマイナスが続き、足元でも減少に歯止めが掛からない状況だ。2020年8月に中国版総量規制が導入され、特に2021年に恒大が経営危機に陥ってからは、デベロッパーは負債の圧縮を最優先させた。販売減少も相まって、新規の投資需要は大きく減退したままである。

消費も冴えない。小売売上は、第1次コロナショック下の2020年(3.9%減)とその反動下の2021年(12.5%増)の平均4.0%増から、第2次コロナショック下の2022年(0.2%減)と2023年(7.2%増)の平均は3.4%増へと伸び率が低下した。2024年1月~8月は3.4%増と低空飛行が続いた。

不動産不況に伴うバランスシート調整の影響は家計にも及んでいる。個人向け住宅ローン残高の前期差を見ると、2022年4月~6月以降に急減し、足元では純減(返済超過)となるのが度々生じている(図13)。主因は、住宅需要が大きく減少したことであり、現地報道によれば、繰り上げ返済も急増しているという。家計にしてみれば、住宅価格の上昇期待が住宅ローン金利など購入コストを上回れば、購入意欲は高まるが、不動産不況によって全く逆のことが起きている。居住目的で住宅を購入した家計が、住宅ローンの繰り上げ返済のために、資産運用を減らしたり、消費を抑制したりしている可能性がある。

国家統計局が発表する消費者信頼感指数(楽観と悲観の境目=100)は上海市でロックダウンが実施された2022年4月に急低下した(図

図 12 固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：%）

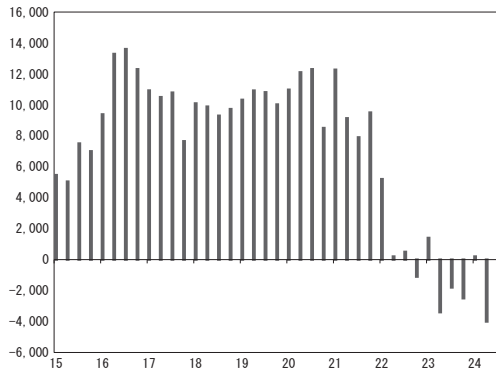


(注) 1～2月は平均

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

図 13 個人向け住宅ローン残高の前期差の推移

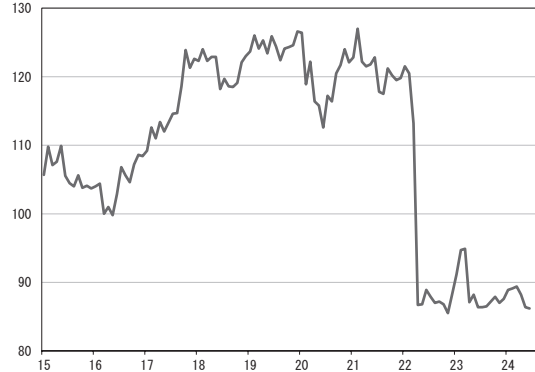
(単位：億元)



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

図 14 消費者信頼感指数（楽観と悲観の境目 = 100）

(単位：ポイント)



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

14)。2023年1月の「ウイズコロナ」政策への転換後は、消費者信頼感指数も回復すると思われたが、一時的かつ小幅な改善にとどまり、その後は低空飛行が続いている。2022年4月は新築住宅価格が下落に転じた時期と一致しており、上記家計のバランスシート調整が、消費者信頼感指数の低迷に影響している可能性は極めて高い。

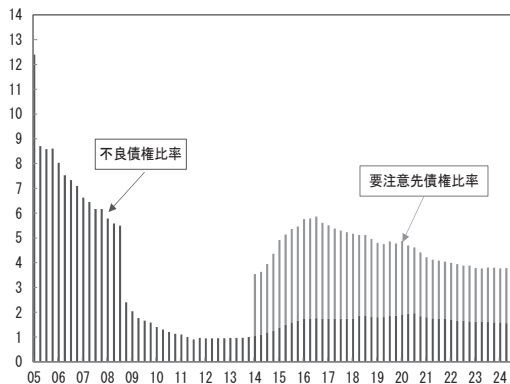
Ⅲ-2. 足元の不動産不況は「金融危機」に直結はしない

こうなると、不動産不況は金融危機（的なこと）につながるのか？との懸念が台頭しようが、筆者は少なくとも当面はその可能性は極めて低いとみている。

まず、中国の金融システムは全体として健全性を維持している。2024年6月末の銀行の不良債権は3.3兆元、不良債権比率は1.6%、要注意先債権は4.8兆元、比率は2.2%であり、

合計では8.1兆元、3.8%となる（図15）。

図15 中国の不良債権比率と要注意先債権比率
（単位：%）



（出所）中国国家金融監督管理総局より大和総研作成

ただし、2022年11月11日付の「金融による不動産市場の安定的で健全な発展のサポートを徹底する通知」（中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会）では、通知の発表日から6カ月以内に返済期限を迎える不動産開発企業向けの銀行貸出や信託貸出につき、期限を1年間延長することを可能とする、などとした。その後、期限は2026年末まで延長されており、この間デベロッパー向けの貸出は返済が遅れても不良債権としてみなされない。よって、中国の実際の不良債権は公表された数字よりも多いはずである。それでも、ロールオーバーを繰り返すことで問題の出現を先延ばしにすることが可能となっている。

一方で、2024年6月末の貸倒引当金は7.0兆元、2023年の銀行業界の純利益は2.4兆元であり、合計9.4兆元がリスクバッファだ。恒大のように債務超過に陥ったデベロッパーが相当数出現しても処理が可能な計算である（恒大は2023年6月末時点で6,442億円の債務超過に陥ったが、うち銀行に関わる部分は全体の4分の1程度とみられている）。

中国の銀行の不動産関連へのエクスポージャーはピークアウトをしている。銀行貸出全体に占めるデベロッパー向け貸出は2024年

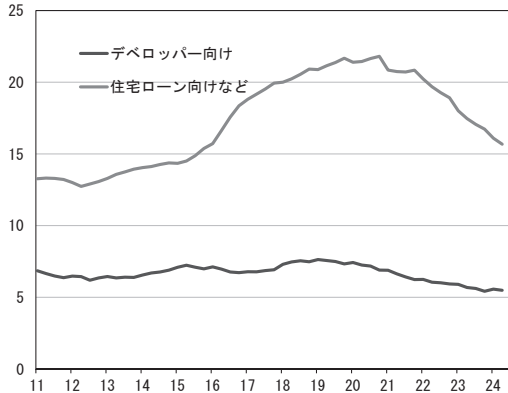
6月末時点で5.5%（最大ウエイトは2019年3月末の7.6%）、住宅ローン向けの割合は15.7%（最大ウエイトは2020年12月末の21.8%）で、合計は21.2%である（図16）。最大ウエイトであった2019年12月末の29.0%からは7.8%pt低下した。不動産不況が3年目に突入する中、デベロッパーの開発意欲や個人の住宅購入意欲は大きく減退している。

また、2024年1月～8月のデベロッパーの資金調達金額の構成比は、自己資金36.0%、予約金・前受金30.1%、国内貸出14.6%、個人住宅ローン14.2%などとなっており、銀行が過度のリスクを負っていないことが特徴のひとつである（図17）。ただし、前受金には、建材などサプライヤーへの買掛金などが含まれており、不動産不況（デベロッパーの経営不振）は、幅広い分野に悪影響を与え、景気の下押し要因になることは留意すべきである。

それではどのような場合に、貸出ウエイトが比較的大きく、銀行にとってより重要な住宅ローンが不良債権化するリスクが高まるのであろうか。中国政府は従前より、1軒目の住宅を実需とみなし、頭金の割合を低く抑えて購入を促進する一方、2軒目は投資・投機需要とみなして、頭金の割合を高くして、住宅ローンの不良債権化リスクを低減してきた。例えば、上海市の場合、2024年5月の住宅市場テコ入れ策が発動される以前は、1軒目の住宅ローン頭金の割合は30%以上、2軒目は郊外で40%以上、それ以外は50%とされていたが、テコ入れ策発動後は、それぞれ20%以上、30%以上、35%以上に引き下げられた。さらに、9月の追加緩和策により、それぞれ15%以上、20%以上、25%以上に引き下げられている。銀行は残りの部分について住宅を担保にローンを提供するので、物件の価格が頭金の割合以上に下落し、購入者が住宅ローンの返済ができなくなった時に、不良債権化のリスクが大きく高まることになる。

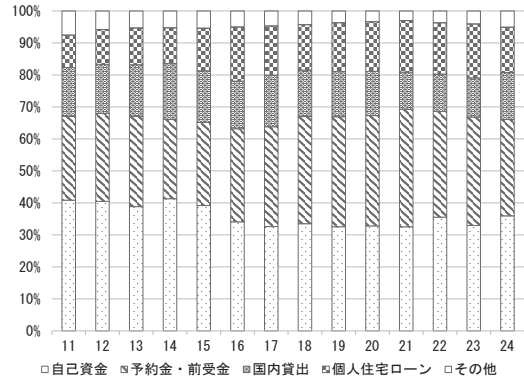
2024年8月の70都市の中古住宅価格は8.6%の下落となり、2015年の下落局面より谷が深

図16 銀行貸出残高に占める不動産関連の割合(単位:%)



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

図17 デベロッパーの資金調達金額 (構成比)



(注) 2024年は1月～8月

(出所) 中国国家統計局より大和総研作成

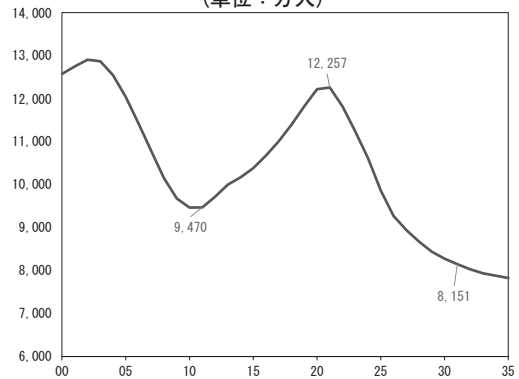
くなっているが、20%～30%以上の下落にはまだ余裕がある。しかし、日本のバブル崩壊の経験に鑑みれば、だから安心とはいえない。頭金の割合の引き下げは住宅需要を刺激する可能性がある一方で、銀行貸出の不良債権化リスクを高める側面があることに注意が必要であろう。

Ⅲ-3. 住宅市場は中長期的にも厳しい状況が続く

中国の住宅市場は中長期的にも厳しい状況が想定される。より長期的な観点で、今後の中国の不動産市場はどうなるのであろうか。中国政府としては、銀行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ろう。しかし、その懸念は熾ぶり続ける。

今後、中国の住宅実需は大きく減少する(図18)。UN(2024)によると、中国最大の実需層を形成する30歳～34歳の人口は2021年に直近のピークである1億2,257万人となった。その前の10年間で29.4%増加し、住宅実需を支えた。しかし、同推計はこの人口層はその後の10年間で33.5%減少し、2031年には8,151万人に減るといふ。供給調整がうまくいかなければ価格急落の可能性があるとことだ。

図18 住宅購入実需層(30歳～34歳)の人口推移 (単位:万人)



(注) 2024年以降は国連の推計による

(出所) UN(2024)より大和総研作成

住宅は家計と企業が投資目的で保有しており、価格急落となれば負債圧縮を目的に、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になる。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。上記は住宅価格の急落を例にしたが、価格調整の長期化でも同様のリスクがある。2022年以降はこの「ミニ版」が起きたとの整理が可能であろう。不動産価格が大き

く下落すれば、日本の「失われた20（30）年」のように、中国経済は長期低迷局面を迎える可能性がある。

最後にソフトランディングの可能性はどうか。長期的に住宅実需が減少する中、中国政府にはデベロッパーの勢力圏を国有中心にして、供給をコントロールすることで、住宅価格

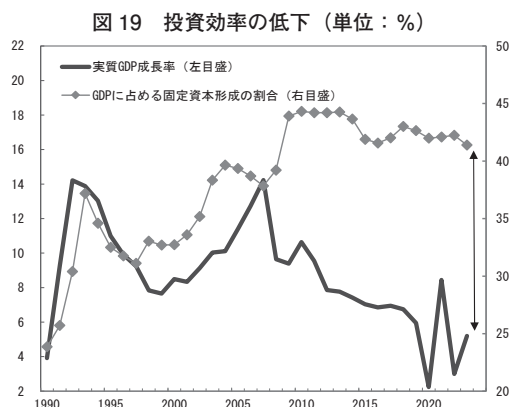
のソフトランディングを目指す意図があるのではないか。今のところ価格暴落は避けられているが、政府主導で需要と供給の「縮小均衡」を維持し続けることは相当高いハードルとなる。少なくともいえるのは、「縮小均衡」によって、ソフトランディングに成功しても中国は成長力低下を免れないということだ。

IV. 過剰投資・債務問題。金融危機のトリガーとなりうる金利急騰と台湾有事

IVでは不動産問題に限らず、中国の過剰投資と債務残高の膨張について論じていく。

IV-1. 過剰投資問題

まず、過剰投資問題についてである。GDPに占める固定資本形成の割合（投資比率）と、実質GDP成長率の関係をみると、2008年以前は連動性が高く、ある程度有効な投資が行われていた可能性が高い（図19）。しかし、2009年以降、投資比率は大きく上昇しその後高止まりした一方で、GDP成長率は概ね低下が続いている。中国の投資比率は、2010年～2013年に44%台を記録し、2023年でも41.4%と高水準であった。日本の経験では高度成長期終盤の1973年の36.4%がピークであったが、中国では2009年以降15年間にわたり40%以上という、本来なら持続不可能と思われる水準が続いている。成長率と投資比率のギャップ拡大の契機は2008年11月発動の4兆元（当時のGDP比は12.5%）の景気対策であり、それ以降、いかに巨額かつ低効率の投資が行われたかを物語っている。



（出所）中国国家統計局「中国統計摘要2024年版」より大和総研作成

一体どの程度の過剰な投資が行われたのであろうか。1978年からリーマン・ショックまでの中国の投資比率は平均で32.1%であり、それを上回る部分を過剰投資とみなすと、2009年～2023年の累計では124.2兆元、2023年のGDP比では98.7%、円換算では2,546兆円に達する。実に日本のGDPの4年以上に相当する金額である。

中国では「投資主導から消費主導」への経済発展パターンへの転換が叫ばれてから久しいが、経済構造の転換は遅々として進んでいないことが示されている。過剰投資が行われる中、投資効率は著しく低下し、少なくとも従来型産

業の投資需要は減退していく可能性が高い。

こうした状況下でも、中国はなお製造業投資を増強しようとしている。キーワードは「新質生産力」である。2024年7月に開催された中国共産党第20期中央委員会第3回全体会議（3中全会）が採決した「改革を一段と全面的に深化させ、中国式現代化を推進することに関する党中央の決定」では、技術のブレークスルーや生産要素の革新的配分、産業構造の転換・アップグレードの深化などによって、新産業、新モデル、新しい原動力を生み出し、高技術・高効率・高い質の生産力を発展させるとしている。中でも、新世代情報技術、人工知能、航空宇宙、新エネルギー、新素材、ハイエンド設備、バイオ医薬、量子科学技術などの戦略的産業や新興産業が重点とされた。

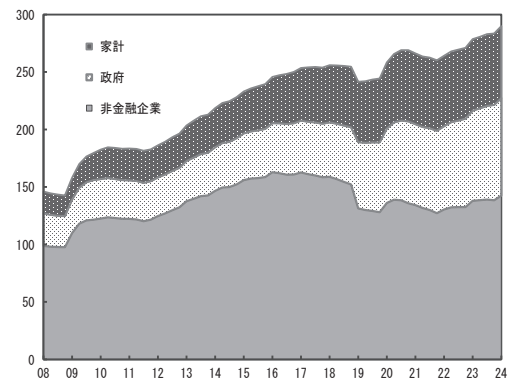
中国ではこうした党・政府のお墨付きの重点産業への投資が急増することが多い。2024年5月には、資本金3,440億円の半導体産業向け投資ファンド「国家集積回路産業投資基金第三期株式会社」が設立された。それがうまくいくかどうかは別問題とはいえ、こうした巨額の資金投入がトップダウンで機動的に決められることは中国経済の強みのひとつであろう。ただし、それ故にその産業が過剰生産に陥りやすいことも認識する必要がある。

さらにいえば、産業構造の転換・アップグレードの深化には、伝統産業の改造も含まれ、中国政府は工業分野全体の大規模設備更新を推進している。2024年4月には工業情報化部など7省庁が「工業分野の設備更新実施推進計画」を発表した。同計画では2027年までに工業分野の設備投資が2023年比で25%（年平均5.7%）以上増加するとしている。これを受けて2024年7月には国有資産監督管理委員会が、今後5年間で中央企業の設備更新・改造投資額は3兆元を超える見込みである旨を発表している。製造業全体でも過剰生産能力問題が一段と深刻化する懸念があるということだ。

IV-2. 中国が抱える過剰債務問題

過剰投資と表裏一体なのが、過剰債務問題である。国際決済銀行（BIS）の統計によると、中国の債務残高のGDP比はリーマン・ショック後の2008年11月の4兆元の景気対策以降、急拡大した（図20）。全体では2008年末の142.6%から直近の2024年3月末には289.9%に達している。主体別には、非金融企業は2008年末の97.6%から2024年3月末には142.5%に、同様に政府（中央・地方）は27.1%→84.8%、家計は17.9%→62.6%となった。ここからは、最も規模が大きいのは非金融企業の債務であるが、増加分でいうと政府（中央・地方）が最も多くなっていることが指摘できる。

図20 中国の部門別債務残高のGDP比（単位：%）



（出所）国際決済銀行（BIS）統計より大和総研作成

非金融企業については、国有企業、民営企業ともに大きな問題を抱えている。習近平政権が誕生してから「国進民退」の問題が深刻化している。銀行貸出を例にとると、国有企業は金利面のみならず、ロールオーバーや追加融資の容易さなどで優遇されるため、不良債権化はしにくい。国有企業への貸出を担うのは国有銀行であり、この関係が維持される限り、銀行による貸し渋りや貸し剥がしも考えにくい。ただし、国有企業の経営効率は相対的に低く、資源配分がゆがめられていることになる。一方、民営企業には全く逆のことが起きている。

次に政府（中央・地方）債務に関連して、大きな問題を抱えているのが、地方政府融資平台である。地方政府融資平台の債務残高については、中国当局による公式な統計が発表されているわけではないが、IMF（2022）は、2023年末時点の債務残高を66兆元、GDP比は53%と推計している。それぞれ、2018年時点の35兆元、38%から大きく増加している。

さらに問題なのは、その収益性の低さや（潜在的）不良債権比率の高さである。銀行は地方政府融資平台に対して、地方政府の「暗黙の保証」が付いているとの前提で、自らのリスクテイクによる与信をためらうような産業・企業向けに貸出を実施してきた。企業債券の発行やノンバンクによる貸出にも「暗黙の保証」が付いているとの思惑がある。こうした中で、地方政府融資平台はその資金の大半を土地開発やインフラ投資などの長期投資に充てている。3年にわたる不動産不況に加え、インフラ投資の収益率は長期低迷にあえいでいる可能性が高い。自ずと（潜在的）不良債権比率も高いはずだ。

IMF（2023）は、地方政府融資平台の債務総額の34.9%分について、直近3年間のインタレスト・カバレッジ・レシオが1を下回るとしている。要は営業収入では利払いを賄いきれない状態であり、本来なら持続不可能なはずだ。実際には、地方政府融資平台の破綻の話はあまり聞かず、結局のところは地方政府が支援をしていることになる。IMFは同様に、地方政府融資平台の資金調達コストが3%を超える場合、債務総額の半分以上が現在の収益では返済が不可能になるとしている。地方政府融資平台の収益性向上、資金調達コストの低減が急務となっている。

いずれにせよ、中国経済は金利上昇に対して極めて脆弱だ。2024年3月末の債務残高のGDP比は289.9%（既述のBIS統計）であり、仮に金利などの資金調達コストが10%pt上昇すると、年間でGDP比28.3%のコストが増加する計算となる。

Ⅳ-3. 中国経済最大のリスクは金融リスク

筆者は中国経済最大のリスクは金融リスクであるとみている。景気失速などにより企業経営が悪化し、銀行の不良債権が急増し、その処理のために銀行の自己資本が毀損すれば、銀行は貸出を減らさざるを得ず、企業が一段の経営難に陥る、という連鎖が発生する可能性は否定できない。

しかし、国有企業と国有銀行の関係は密接であり、銀行貸出は国有企業に集中する傾向が強い。この国有企業には地方政府融資平台が含まれる。通常であれば、国有銀行が突然、国有企業に対する与信を厳格化したり、貸し剥がしなどを行う可能性は考えにくい。銀行は不良債権の処理を行いつつ、問題のある債権をロールオーバーすることも可能だ。既述した「国進民退」は、資源配分の観点からは好ましくないことは明白である。その一方で、「国進民退」が意味するもうひとつの側面は、政府の意を受けて政策を実行するのは国有銀行と国有企業であり、その恩恵を真っ先に受けるのは国有銀行と国有企業だということである。少なくとも2000年以降は多くの国有企業が経営危機に陥り、不良債権が急増する事態は避けられており、今後もしばらくの間はそれが維持されよう。よほどのことがない限り、中国の金融リスクが暴発する可能性は低いといえそうだ。

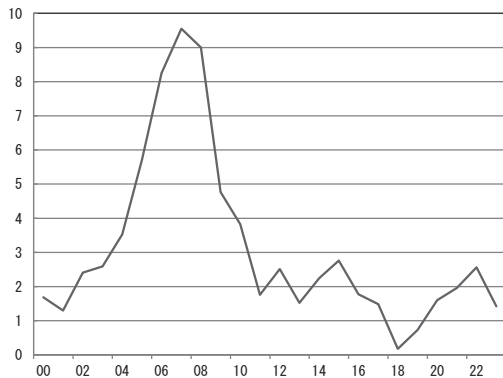
Ⅳ-4. 金融危機、あるいは景気失速のトリガーとなりうるキャピタルフライトを伴うスパイラル的な元安、金利急騰

しかし、中長期的には何らかのイベントが引き金となって金融危機的なもの、あるいは景気の失速を招く可能性は否定できない。そのトリガーとなり得るものとして、①キャピタルフライトを伴うスパイラル的な元安、金利急騰、②住宅価格の暴落、あるいは長期低迷などを想定している（②については、本稿の前半で詳細に分析したので、ここでは繰り返さない）。

まずは、キャピタルフライトを伴うスパイラル的な元安のリスクについてである。經常収支

と直接投資収支は比較的安定した外貨準備の増減要因である。中国の経常収支黒字の GDP 比は 2007 年の 9.6%（金額は 3,532 億ドル）から 2018 年には 0.2%（同 241 億ドル）へ低下した（図 21）。2018 年は米トランプ大統領（当時）が対中制裁関税を発動し、米中で関税引き上げ合戦が始まった年であり、中国がいずれ経常収支赤字国に転落するとの見方が広がった。しかし、中国は ASEAN などを通じた米国への迂回輸出や発展途上国向け輸出の増加などによって貿易黒字を維持し、2022 年にかけて経常収支の黒字は大きく増加した。2023 年の経常収支黒字の GDP 比は 1.4%（金額は 2,530 億ドル）となっている。

図 21 経常収支の GDP 比（単位：%）



（出所）国家外貨管理局，国家統計局より大和総研作成

一方、2023 年の直接投資収支は大幅な赤字（1,426 億ドル）を計上した。国際収支統計（国家外為管理局）によると、2023 年の中国へのネットの対内直接投資（流入から撤退などの流出を差し引いたもの）は 77.5% 減の 427 億ドルとなった（図 22）。2000 年以来の低水準であり、ピークの 2021 年からは 8 分の 1 の規模となった。商務部によると、2023 年の外資導入金額は 1,609 億ドルであった。単純な引き算はできないが、「撤退」を含む資金の引き揚げが大規模に行われたことになる。背景は、①米国による追加関税や経済制裁などを契機とした、西側諸国による中国とのデカップリングやデリスキ

ングの動き、②改正反スパイ法の施行など国家安全保障を理由とした中国の規制強化、③中国の経済成長力の低下、などであろう。投資先としての中国の魅力は大きく低下している。

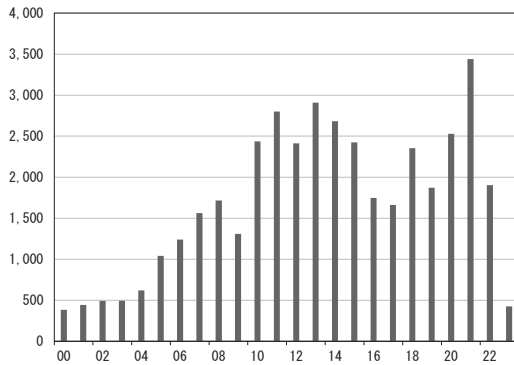
一方、中国からのネットの対外直接投資は 11.8% 減の 1,853 億ドルとなった。対内直接投資から対外直接投資を引いた直接投資収支は 1,426 億ドルの赤字である（図 23）。赤字額は人民元（チャイナ）ショックと呼ばれた 2016 年（417 億ドル）を大幅に上回り、金額は過去最大となった。こうした状況が続けば、産業の空洞化が懸念され、経常収支赤字転落の可能性を高めることになる。

このような中、何らかのショックで資本流出が起きて、元安が加速し、これを人民元の買い支えで対応することで外貨準備は減少するというスパイラルが起きれば、金利は上昇せざるを得ず、急激なバランスシート調整のきっかけとなり得るのではないかと。

あるいは、キャピタルフライトが深刻化する中、外貨準備が急減し、中国政府がそれを止めるために、資本取引規制を強化したらどうなるのか？ 当局が念頭に置くのは資本流出の規制であろうが、出口が塞がれる国への資本流入は細る可能性が高い。こうした中でも資金流入を維持しようとするれば、金利を大幅に引き上げる必要がある。需要抑制的な政策の採用によって、投資が減少し、景気は大きく減速することになる。そうなれば、高水準の債務残高が不良債権化して金融危機が発生するリスクを高める恐れも出てこよう。

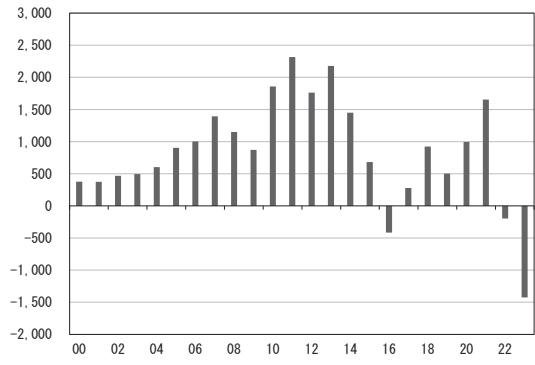
それでは何らかのショックとは何を想定するのであろうか？ 筆者は「台湾有事」がひとつのきっかけになりうると考えている。以下では、ロシアのウクライナ侵攻で西側諸国がどのような経済制裁を発動したのか、それを「台湾有事」に当てはめたら何が起りうるかを考察している。

図22 国際収支ベースのネットの対内直接投資額
(単位：億ドル)



(出所) 国家外為管理局より大和総研作成

図23 国際収支ベースの直接投資収支 (単位：億ドル)



(出所) 国家外為管理局より大和総研作成

IV-5. 中国発の金融危機の蓋然性を高める 「台湾有事」

2022年2月24日、ロシアがウクライナに侵攻し、西側諸国はロシアに対する経済制裁を発動した。主なものには、(1)ロシアにとって重要な個人(政治家、新興財閥)および国営・軍需企業に対する経済制裁(資産凍結・渡航禁止など)、(2)ハイテク製品・技術(米国は同国の技術が使用されている外国のハイテク製品についても輸出規制の対象とした)、石油・ガス掘削に関する技術、航空機・同部品などのロシアへの輸出停止、(3)ロシア航空機の領空通過禁止、(4)SWIFT(国際銀行間通信協会)からのロシアの銀行の排除、(5)ロシア中央銀行・政府系ファンド・財務省に対する取引制限・資産凍結などの措置、(6)ロシアからの原油・石炭・天然ガスなどの輸入禁止(欧州は段階的に実施)、(7)企業の判断によるロシア国内での事業停止・撤退、などがある。

中国は、西側諸国がロシアに対してどのような経済制裁を発動し、その影響はどうか、自国に置き換えてシミュレーションをしている可能性が高い。中国が武力による台湾統一に踏み切ろうとした場合、西側諸国はどのような制裁を発動し得るのか、その影響はどうか。当然、中国からすれば、台湾は中国の領土の一部であり、ロシア・ウクライナ問題とは全く本

質が異なると主張する。しかし、ロシアによるウクライナ侵攻によって、「台湾有事」を連想した向きも少なくはあまい。

シミュレーションの例として、世界の銀行決済網であるSWIFTからの排除が想定されれば、中国はデジタル人民元を含めた人民元の国際化や、クロスボーダー人民元決済システムCIPS(RMB Cross-Border Interbank Payment System)の活用・機能強化を推進する。CIPSはモノ・サービス貿易、直接投資、融資などのクロスボーダー人民元決済を促す金融インフラとして中国人民銀行が2015年10月に稼働を開始した。

例えば、食料・エネルギーの安全保障が懸念されれば、中国は自給率を高めると同時に、調達先の多様化を図ることになろう。ハイテク規制の強化が想定されるのであれば、半導体など重要なものについては、研究開発費の投入と設備投資を増やし、国産化率の引き上げをさらに急ぐことになろう。

こうした中で、中国にとって、最も衝撃的だったのは、ループル防衛のためにロシア中央銀行が、一時的にせよ、政策金利の大幅引き上げを余儀なくされたことであろう。欧州、米国、日本が、ロシア中央銀行・政府系ファンド・財務省に対する取引制限・資産凍結などの制裁を行った結果、ロシアは国外に分散していた外

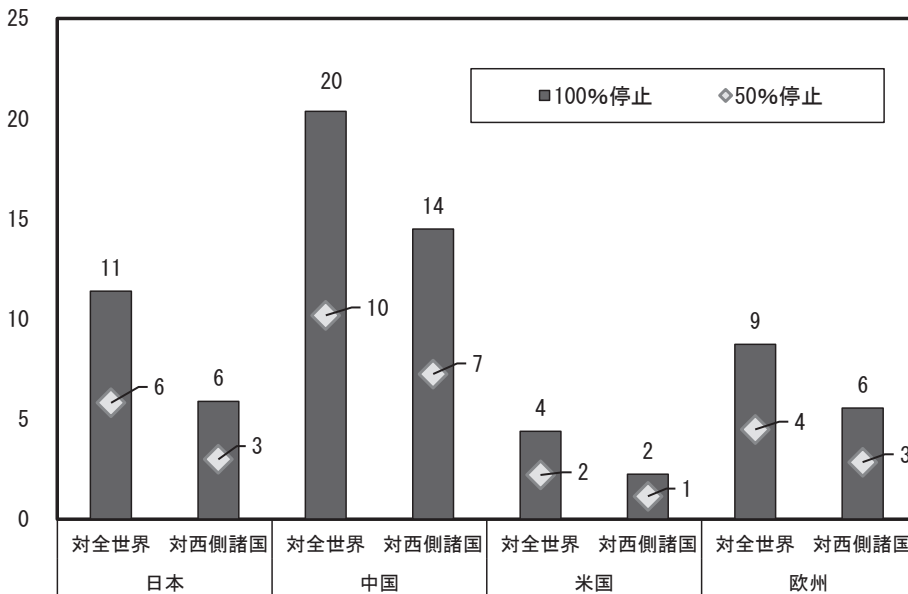
貨準備にアクセスすることができなくなり、為替介入ができないために、ルーブルは2022年3月上旬にかけて急落した。ロシア中央銀行はルーブル防衛のために、政策金利を9.5%から一気に20.0%へ引き上げることを余儀なくされた（その後、政策金利は段階的に引き下げられ、2022年9月には7.5%に下げられた。しかし、2023年7月以降は利上げ局面に入り、2024年9月末時点は19.0%となっている）。

ここでの中国にとってのポイントは、中央銀行の資産凍結という制裁は、主要先進国の間で意思の疎通を迅速に行うことが可能で、しかも実効性が極めて高いことが証明されたことである。中国で金利が高騰すれば、金融危機のトリガーが引かれかねない。既述したように、中国の債務残高のGDP比は2024年3月末で289.9%であり、資金調達コストの5%pt上昇でGDP比14.2%、10%pt上昇でGDP比28.3%、コストが増大する計算だ。

もうひとつ特筆されるべきは、貿易面での制裁は、ロシアよりも中国の方が断然効きやすいことである。ロシアが金利の大幅引き上げ後にいったんは利下げに転じることができたのは、ロシアが資源大国であり、西側諸国は経済制裁発動後もしばらくは資源の輸入を続けざるを得なかったためである。

一方、中国の輸出の多くは消費財が占める。基本的に供給過剰の状態にある消費財は、多少価格が高くなって他国からの代替購入が可能だ。図24は、極端な前提ではあるが、西側諸国が中国との貿易を完全にストップした場合の各国の実質GDPへの影響を推計したものである。同推計では、中国の実質GDPは14%減少し、日本と欧州はそれぞれ6%減少、米国は2%減少するとしている。より現実的に西側諸国が中国との貿易を半分にした場合、中国の実質GDPは7%減少する。「台湾有事」はまさに「中国有事」であり、筆者は、少なくとも近い将来

図24 全世界、西側諸国が中国との貿易を停止した場合の実質GDPへの影響（単位：%）



(注) マクロモデルによる推計。中国との貿易停止は2023年を想定し、2023年の1年間での実質GDPの減少幅を、ベースライン（貿易が停止しないケース）との対比で示した。西側諸国は、日本、米国、欧州、その他先進国（IMFによる地域分類）とした

(出所) IMF, 内閣府, Haver Analytics より大和総研作成

にこれが現実になることは想定していない。

しかし、習近平政権が永続化し、経済が低迷するような場合、習近平（もしくは共産党）政権を維持するために、一か八かの賭けに出る可

能性は否定できない。こうなってくると、中国経済最大のリスク要因は、「金融リスク」ではなく、「政治リスク」ということになるだろう。

V. おわりに

本稿では「中国の不動産不況と金融リスクの行方」について論じたが、中国経済最大のリスク要因は、「金融リスク」であり、「政治リスク」であると結論付けた。習体制の2期日後半以降、「改革開放」は曲がりなりにも維持されているが、「集団指導体制」は打ち壊され、習近平一強体制が確立・強化された。3期目政権の経済ブレーンの不在は、腹心の部下だけで周りを固めた習近平一強体制の弊害のひとつである。こうした中で、構造改革への意欲は低下し、対症療法的な（短絡的な）政策が増えているのが現状だ。

トップダウンで政策を決定・実行できるのが、一党独裁の中国の強みとされてきたが、その強みは、こと不動産不況への対応には発揮されていない。「3つのレッドライン」に則り、少数の「劣敗」の処理を迅速に実施していたら様相は大きく異なっていたであろう。

2024年5月、そして9月の住宅需要刺激策が奏功すれば、短期的な小康状態が訪れるかもしれない。この間に抜本的な改革方針を決めることができるかどうか、中国経済のソフトランディングとハードランディングの行く末のカギを握ることになるだろう。

参 考 文 献

- 郭樹清（2020）「金融リスクの防止・解消という堅塁攻略戦に断固不動に取り組む」中国人民銀行『政策研究』2020年第2期
齋藤尚登（2019）「中国の金融リスク—ソフトランディングの鍵を握る国有企業改革とデレバレッジ—」『フィナンシャル・レビュー』2019年第3号（通巻第138号），pp. 56-79
福本智之（2022）『中国減速の深層』日本経済

- 新聞出版
IMF（2022）“People’s Republic of China Staff Report for the 2022 Article IV Consultation”
IMF（2023）“Global Financial Stability Report, October 2023: Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era”
UN（2024）“World Population Prospects 2024”