# 中国不動産市場の現状と金融面の施策

塩島　晋


## 要　約

1. 日本では、中国経済の先行きに対する懸念の声も聞かれるが、その中心にあるのが、不動産市場の不調である。民間の不動産開発業者が経営危機に陥るなど、回復の兆しが見いだせておらず、政策面で複数の支援策を打ち出してきているが、好転には至っていない。
2. 中国の不動産市場の需要側をみると、2011 年以降、住宅不動産価格は 5 回のマイナス伸び率を記録している。供給側では、民営の恒大集団と碧桂園が経営危機に陥っている一方、国有業者の存在感は高まっており、不動産市場においても「国進民退」が加速している。
3. 中国の金融当局は、低中所得者向けの保障性賃貸住宅を対象とする REIT など、様々な不動産市場のテコ入れ策を行なってきたが、効果は必ずしも十分とは言えないものであった。今後は、銀行の不良債権処理にも用いられた外貨準備を活用した救済スキームも考えられる。
4. 中国不動産市場の調整と低迷は今後も数年間は続き、引き続き、中国経済の足かせになっていくものと予想される。中国は不動産バブルの崩壊に伴う混乱を避けるために、日本の経験を長年研究してきたが、その教訓が生かされるか、注目される。



野村資本市場研究所　関連論文等

・関志雄「中国における住宅バブルの崩壊－景気回復の重荷に－」『中国経済新論』独立行政法人経済産業研究所、2023 年 11 月 2 日。
・関根栄一「不動産業界の過剰債務問題への中国当局の本格的介入の行方－中国恒大集団の流動性問題は長期化も－」『野村資本市場クォータリー』2022 年冬号。
・関志雄「低迷する 2022 年の中国経済－注目される住宅市場とコロナ対策の行方－」『中国経済新論』独立行政法人経済産業研究所、2022 年 2 月 3 日。

# Ⅰ はじめに

近年、中国の不動産市場は低調な動きを見せている。日本においては、鬼城問題[1]や恒大集団のデフォルト等が取り沙汰される中、中国の不動産バブル崩壊や中国経済の「日本化」などを指摘する論調が目立ち、市場関係者の間で、中国経済の先行きが懸念されている。

中国の GDP に占める不動産の割合は 3 割に上るなど、中国経済は不動産に大きく依存しており、不動産市場の低迷は中国経済全体の低迷につながっている。2023 年 11 月、中国人民銀行の藩功勝行長は解決すべき経済的な課題として、①不動産の金融リスク、②地方政府の債務リスク、③中小金融機関のリスク、を挙げていた。同年 12 月の中央政治局会議及び中央経済工作会議において決定された経済政策大綱においても、不動産、地方債務、中小金融機関の合併再編等が政策課題として盛り込まれた。また、2024 年 4 月 30 日の中央政治局会議では、新たに「在庫消化のための具体的な措置」を検討していることが発表され、同年 5 月 17 日に新たな不動産市場のテコ入れ策として、住宅在庫買い取りスキーム及び保障性住宅の促進策が発表された。

中国経済全体の状況が停滞する中、恒大集団や碧桂園といった民営不動産開発業者が経営危機に陥るなど、不動産市場の不調は他のセクターと比べて際立っており、回復の兆しが見いだせていない状況にある。政策面に関しても、2022 年の保交楼政策（詳細は後述）以降、複数回にわたる支援策を打ち出してきているが、これまで好転には至っていない。

本稿では、中国不動産市場について、中国不動産市場の需要・供給側から考察し、政府による不動産市場のテコ入れ策について説明する。

# Ⅱ 中国不動産市場の需要・供給側からの考察

## １．中国住宅市場における需要側の低迷

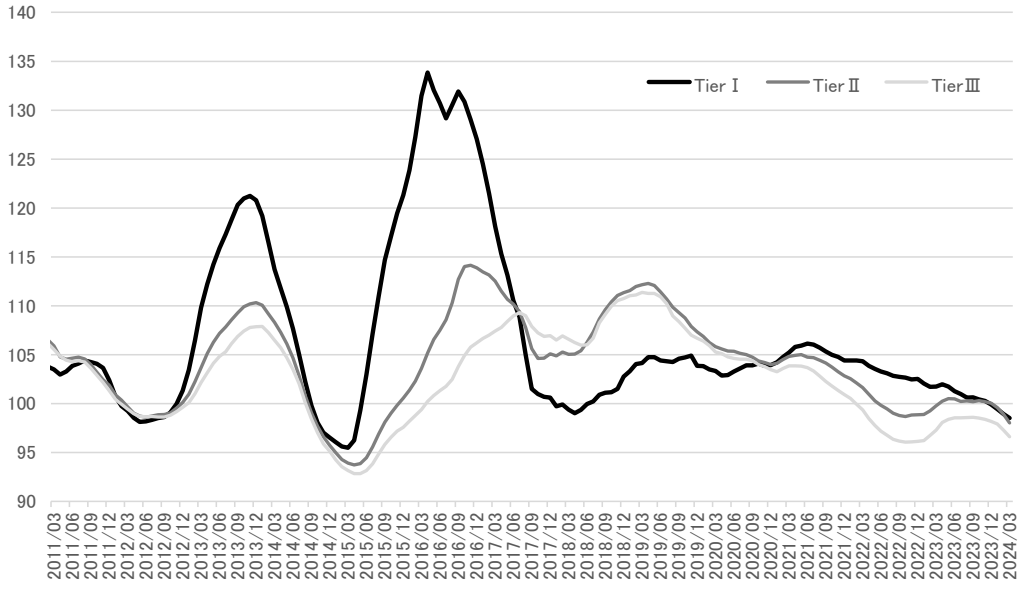
中国における住宅不動産市場をみると、過去には高成長を遂げてきたものの、2011 年以降では、住宅不動産価格は 5 回のマイナス伸び率を記録している（図表 1）。2014 年から 2015 年にかけては、所謂チャイナショックが発生し、Tier Ⅰ（1 線）・Tier Ⅱ（2 線）・Tier Ⅲ（3 線）のいずれの都市においても前年同月比 5%前後のマイナスを記録した[2]。2022 年はコロナ対策による行動制限もあり、年間を通じて販売額及び販売面積は対前年同月比 20～30%のマイナスを記録している（図表 2）。2022 年 12 月にはゼロコロナ政策が解除され、販売額及び販売面積も V 字回復を期待されていたが、後述する三条紅線、不動産向け貸出の総量規制といった政策要因に加え、コロナ対策による行動制限（需要の喪

[1] マンション群の建設がストップして未完成のまま放置されるゴーストタウンのような現象を指す。

[2] 国家統計局が定める不動産統計上の都市区分は 3 つに分かれている。1 線（Tier Ⅰ）：4 都市（北京、上海、広州、深圳）。2 線（Tier Ⅱ）：31 都市（成都、重慶、天津、杭州、武漢、大連、ハルピン、ウルムチ、蘭州など）。3 線（Tier Ⅲ）：35 都市（丹東、徐州、無錫、温州、洛陽、桂林、三亜、南通、大理など）。

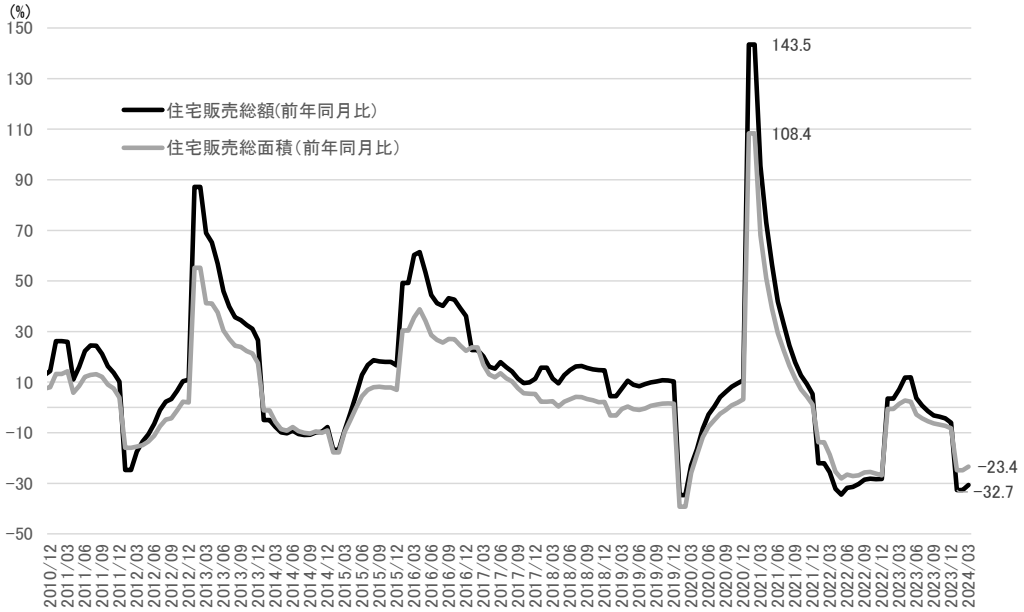
失）が拍車をかけたため、直近の 2024 年 3 月時点ではマイナスに転じている。結果的に 2019 年 12 月のコロナ禍以前及び 2022 年の行動制限時と同水準での低迷が続いていることになる。特に直近のマイナスは、追加のテコ入れ策を講じたにも関わらず生じたものであることから、市場関係者の懸念を高める結果となっている。

図表 1　都市規模別の住宅不動産価格指数の推移




（注）　前年同月を 100 とした時の伸び率。
（出所）CEIC、国家統計局より野村資本市場研究所作成

図表 2　全国住宅販売額と販売面積の推移




（出所）CEIC、国家統計局より野村資本市場研究所作成

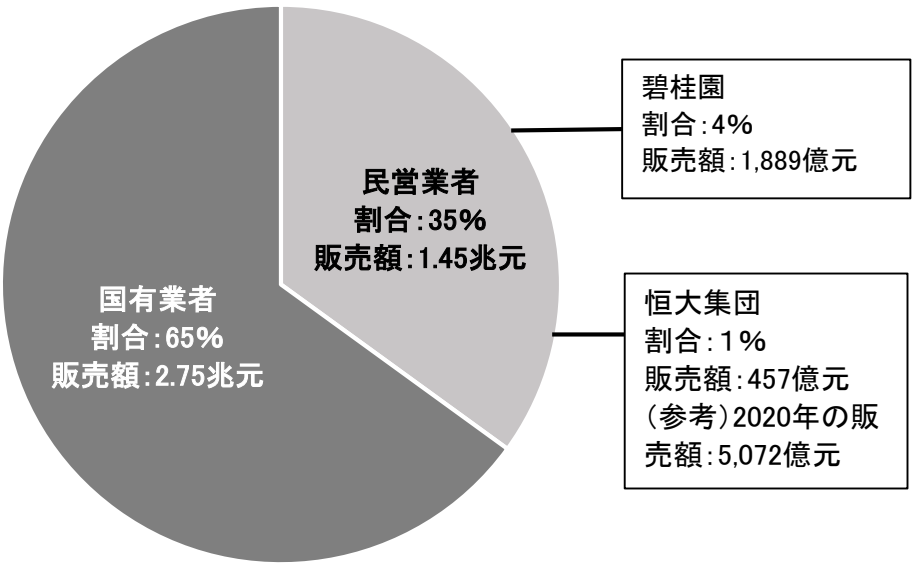
## ２．住宅の供給側である不動産開発業者の現状

### １）存在感を増してきた国有不動産開発業者

中国の主要な不動産開発企業は、国有不動産開発業者 （以下、国有業者）と民営不動産開発業者（以下、民営業者）に分類される。国有業者は、不動産市場低迷の影響を受けつつも、引き続き安定的な経営が維持されている。最近では、土地使用権の取得においても中心的な役割を果たし、政府系金融機関からの資金調達でも優位な立場を享受している。他方、民営業者は、日本でも注目されている恒大集団と碧桂園が代表的な存在であり、いずれも過去には Fortune500 にランクインした実績を持つ。現在でも、資産規模トップ 3 に入る、中国を代表する不動産開発業者である。上位 2 社が経営危機に陥っているところに、中国不動産市場の苦境が象徴されている。他にも、融創中国（米破産法申請）、旭輝集団（株式売買停止中）、世茂集団（株式売買停止後に再開）、万達集団等の民営業者が存在する。

不動産統計情報を提供する克而瑞研究中心（CRIC）によれば、中国の住宅販売市場において、2023 年 8 月末時点の販売ランキングトップ 100 社のうち、国有業者が 49 社、民営業者が 51 社となっている。また、CRIC 販売ランキングトップ 100 社の全国販売総額は 4.2 兆元で、内訳は国有業者が 65%、民営業者が 35%となっている。2015 年 12 月末時点では、全国販売総額 3.5 兆元のうち、国有業者が 47%、民営業者が 53%であったことから、中国の住宅供給において、民営業者が果たす役割が減少し、国有業者の役割が増加していることがわかる（図表 3）。

図表 3　中国の住宅販売に占める国有業者と民営業者のシェア（2023 年 8 月末時点）




（出所）克而瑞研究中心（CRIC）より野村資本市場研究所作成

### ２）恒大集団及び碧桂園の状況

中国では、民営業者がドル建て債でデフォルトするなど経営危機に陥ったことで、中国不動産バブルの深刻な状態の象徴的存在となった。恒大集団を皮切りに、碧桂園、融創中国（サナック・チャイナ）、嘉園（香港で清算命令）、佳兆業等が経営危機に陥っている。

恒大集団は、デフォルト前の 2020 年 12 月時点のバランスシートでは、資産も負債も 1.9～2.3 兆元[3]規模に達する巨大企業だった。総資産は 2020 年のピーク時に約 2.3 兆元に達する一方、負債も 2 兆元近くあった。2021 年以降は大幅な赤字等により債務超過に陥り、一時は負債が約 2.6 兆元にまで拡大した。2023 年 6 月末時点では、6,442 億元の債務超過に陥り、同年 8 月には米国内の資産保護を目的に、米国で連邦破産法第 15 条（日本の民事再生法に相当）の適用を申請した。現在でも、債権者との債務整理交渉の行方は不透明なままであり、同年 9 月末には元 CEO や元 CFO が拘束されるなど、責任追及の動きも続いている。

碧桂園は、経営危機に陥った恒大集団を抜き、2022 年の不動産販売額トップで民営業者の最大手だったが、2023 年 8 月に米ドル建て社債の利払い不履行に陥った。利払い額はわずか 2,250 万ドル（約 32 億円）だったが、資金繰りに窮している実態が明らかとなった。資産規模は、2020 年のピーク時で約 2.0 兆元、負債も約 1.75 兆元と、業界トップの恒大集団に準じるバランスシートであった。碧桂園は、2023 年上半期に 489 億元の大幅な赤字を計上したが、純資産額は 2,544 億元を維持しており、恒大集団とは大きく異なっていた。碧桂園の問題は、住宅の引き渡しが済んでいない顧客への「契約負債」の大きさであり、債務総額のうち約 47%（6,681 億元）を占めていた[4]。碧桂園は、保交楼政策に特に積極的に対応していると言われており、2022 年に恒大集団の 2 倍以上となる 70 万軒もの住宅引き渡しを達成した。利払いができなかった背景の一つには、建設資金を優先したこともあったと言われている。

今後の展開として、住宅購入者への引き渡しを確保するべく、保交楼政策の遂行が優先されるものと思われる。そのため、債務超過に陥った民営業者であっても、破産はさせずに延命していく方針が継続されるであろう。恒大集団についても、債務規模が大きいため、時間をかけて事業継続を図りつつ、保交楼の完遂を目指していくものと考えられる。中国不動産業者による債務不履行は今後も一定程度発生する可能性があるが、国内債務の場合は、当局も関与したリスケ等の債務調整が行われることが想定される。他方、対外債務の場合は、資金調達支援や海外破産法制の活用も組み合わせた総合的な対応により、債権者の混乱を最小化しつつ、保交楼政策を優先して対応していくものと考えられる。

---

[3] 2024 年 6 月 6 日時点の為替レートは 1 元＝21.99 円。

[4] なお、恒大集団の契約負債は、約 30.37%（7,210 億元）。

### ３）不動産業界でも「国進民退」が更に加速

昨今、中国においては様々な分野で、民営業者の後退と国有業者の拡大、即ち「国進民退」が進行しているが、不動産市場においても「国進民退」が更に進行するとみられる。中国の不動産市況が低迷する中で、国有業者は、住宅引き渡しの確実性（住宅購入者からの信頼）、政府の信用を背景とした経営や財務の安定性、有利な資金繰りや低廉な資金調達コスト等の優位性があるため、経営環境の厳しい民営業者に対して強い競争力を持つ。結果的に国有業者に対する、中央政府による不動産市場活性化策や景気刺激策、財政難に苦しむ地方政府や地方融資平台（LGFV）等による開発推進等への協力要請は一層強まることが想定される。

1980 年代以降の中国の高度経済成長期の不動産開発は、中国経済にとって成長エンジンであった。コロナ禍を乗り越えて本格的な経済活動が始まると思われた矢先、不動産市場の低迷が中国経済成長の最大の障害になっている。中国政府は保交楼政策の期限を来年 2024 年までとしているが、膨大な在庫量と引き渡しペースを考えると、保交楼政策の期限をさらに延長する可能性もある。今後、住宅需要の劇的な回復がない限り、現在の不動産市場の構造は続くと見られ、不動産開発業者の「国進民退」は更に進んでいくと見られる。

# Ⅲ 中国不動産市場に関連する金融規制・監督

## １．不動産市場テコ入れ策の経緯

中国不動産市場の問題は、金融行政の観点から、従来より重要な政策課題とされてきた。中国の住宅需要側に係る伝統的かつ代表的な政策手法としては、住宅ローン金利、最低頭金比率の調整、購入物件数制限の 3 つが挙げられる。これらは、2014 年の不動産市場の低迷時にも活用されていた政策手法である。他方、住宅供給側に対する代表的手法は、2020 年 8 月の「3 つのレッドライン（三条紅線）[5]」と 2021 年 1 月の不動産向け貸出の総量規制[6]である。すなわち、不動産業者のレバレッジ規制と金融機関の融資抑制であり、住宅投機の抑制を目的として導入された政策手法である。旺盛な住宅需要や住宅の過剰供給の抑制を図ると同時に、不動産業者の過剰債務の解消、不良債権リスクの低減を図り、金融システムの安定化を目指した。

より直近では、中国政府は更なるテコ入れ策が必要として、下記の政策を相次いで打ち出してきた。

[5] 不動産開発業者について、①総資産に対する負債（前受け金を除く）の比率が 70%以下であること、②自己資本に対する負債比率が 100%以下であること、③短期負債を上回る現金を保有していること。

[6] 銀行の住宅ローンや不動産開発企業への融資の総量に規制を設け、銀行の資産規模に応じて総融資残高に占める住宅ローンなどの残高の上限比率を定めた。

① 2022 年 8 月：「保交楼政策」（住宅建設部の通知）
- 不動産救済基金を通じた不動産開発業者のプロジェクトに対する資金の注入
- 地方政府が主導して救済基金を設立し、問題が生じている不動産プロジェクトに資金支援を行うことで、住宅の購入者への引き渡しを確保

② 2022 年 11 月：通称「金融 16 条」（人民銀行と銀保監会による連名通知）
- 需要対策：住宅ローンの返済延期、貸出金利の引下げ（下限規制緩和）
- 供給対策：不動産開発業者・建築会社向けの資金繰り対策（リスケ、リスク評価基準緩和、信用補完）

③ 2023 年 8 月：需要喚起策（住宅建設部や金融部門の連名通知）
- 既存住宅ローン金利の引下げ（新規向け金利と同水準へ）
- 頭金比率の引下げ（1 回目の住宅購入 30%→20%以上、2 回目 40%以上→30%以上など）
- 「認房不認貸」政策[7]（住宅購入地に自宅がなければ、1 件目購入として住宅ローン条件を優遇）
- 地方都市における住宅購入制限の緩和[8]

④ 2024 年 1 月：不動産会社の流動性支援（住宅建設部の通知）
- ホワイトリストの作成（地方政府などが金融支援を行う不動産プロジェクトをリストにまとめて銀行に提示し、建設資金を調達）

⑤ 2024 年 5 月：住宅在庫買い取りスキーム（国務院、住宅建設部の発表）
- 住宅在庫の買い取り及び低中所得者向けの「保障性住宅」の販売と賃貸の促進

保交楼政策は、物件受け渡しを保証し、不安心理の払しょくを目的とする。住宅建設部によると、2023 年末時点で、初期に設定した目標の 350 万戸のうち 300 万戸（全体の 86%以上）が引き渡された。その結果、中国全土に広がった住宅ローンの返済ボイコット運動も落ち着きつつあり、保交楼政策の物件引き渡しについては、一定程度の成果は出ていると言えよう。他方、「金融 16 条」は、回復する中国経済にとって加速装置としての効果を発揮することが期待されたが、不動産販売のデータでは軟調傾向が継続しており、住宅需要は喚起されなかった。「認房不認貸」政策も、実際に政策を実施した後の最初の週末には、1 線都市（北京、上海、広州、深圳）では「住宅見学ブーム」が起き、資産価値が高く、全国的に人気の高い 1 線都市については効果が期待されたが、2～3 線都市については効果が限定的との見方が強く、不動産関連データを見ても、新築住宅価格は横ばい、中古住宅に至っては下落となっており、効果は必ずしも十分とは言えない。

このように、保交楼政策は一定程度の効果があったものの、さらなる政策効果を追求するべく、2024 年のホワイトリストの作成、住宅在庫買い取りスキーム及び保障性住宅の

[7] 北京のみに家を所有する人が上海で住宅購入する場合、1 件目購入と同等の金利適用。
[8] 山東省青島市は購入物件数制限を撤廃。大連市や瀋陽市の大半の地域で制限撤廃。

促進策につながったと言える。特に保障性住宅の促進策は、住宅在庫の転用等による在庫解消促進、新規着工の拡大を企図したものであり、今後の政策効果が期待されている。

## ２．政府肝いりの住宅支援策である保障性住宅の証券化

中国の住宅不動産市場のカギを握る保障性住宅であるが、財政資金だけでは十分な保障性住宅を長期に渡って建設できないため、銀行融資を含め、国内資金を最大限活用する方針が打ち出されている。その一環に位置づけられるのが、保障性賃貸住宅を対象とする不動産投資信託（REIT）である。2022 年 5 月、中国証券監督管理委員会（CSRC）及び国家発展改革委員会（NDRC）は、保障性賃貸住宅 REIT の標準化と秩序ある発展を促進するため、「保障性賃貸住宅を対象とするインフラ分野の REIT の試験的発行に係る業務の標準化に関する通知」を発表し、保障性賃貸住宅 REIT の試験的な運用を開始した。そして 2023 年 3 月には、NDRC は「インフラ分野における REIT プロジェクトの報告・推薦の標準化・効率化に関する通達」を公布し、保障性賃貸住宅 REIT の発行に関する規定を定めた。更に 2024 年 2 月 5 日には、中国人民銀行及び国家金融監督管理総局により、「賃貸住宅市場の発展における金融支援に関する意見」が発表され、賃貸住宅市場に関連する金融商品について、保障性賃貸住宅 REIT 商品と賃貸住宅を供給する企業が発行する企業債や債権担保付き社債（カバードボンド）を拡充していくことを明確にした。

中国保障性賃貸住宅 REIT 商品は、2024 年 1 月までに 5 本発行され、社会資本を活用した長期的な保障性住宅建設に貢献している（図表 4）。これまで発行された 5 本の REIT 商品の原資産はいずれも人口流入が多い 1 線・2 線都市の中心地にあり、賃貸価格も相対的に安く、近隣地域と比べ高い競争力を持っている。2030 年までに中国保障性賃貸住宅における住人は 2 億 6,000 万人に達し、住宅賃貸市場は 10 兆元近くになると予想されている[9]。

**図表 4　中国保障性賃貸住宅 REIT 商品**

| | 国泰君安城投資寛庭 | 華夏華潤有巣 | 中金厦門安居 | 華夏北京保障房 | 紅土創新深圳安居 |
|---|---|---|---|---|---|
| 銘柄コード | 508031 | 508077 | 508058 | 508068 | 180501 |
| 上場日 | 2024年1月12日 | 2022年12月9日 | 2022年8月31日 | 2022年8月31日 | 2022年8月31日 |
| 発行額 | 30.5億元 | 12億元 | 13億元 | 12.55億元 | 11.58億元 |
| 純資産価格 | N/A | 2.43元<br>（2023/6/30） | 2.62元<br>（2023/6/30） | 2,52元<br>（2023/6/30） | 2.49元<br>（2023/6/30） |
| 発起人 | 上海城投（集団）有限公司 | 有巣賃貸住宅有限公司 | 厦門安居集団有限公司 | 北京保障房中心有限公司 | 深圳人材安居集団 |
| オリジネーター | 上海城投住宅賃貸有限公司 | 有巣賃貸住宅有限公司 | 厦門安居集団有限公司 | 北京保障房中心有限公司 | 深圳人材安居集団 |
| 基金管理人 | 上海国泰君安城証券資産管理有限公司 | 華夏基金管理有限公司 | 中金基金管理有限公司 | 華夏基金管理有限公司 | 紅土創新基金管理有限公司 |
| カストディアン | 中国銀行 | 上海浦東発展銀行 | 興行銀行 | 中国建設銀行 | 招商銀行 |

（出所）上海証券取引所、上海市人民政府、深圳証券取引所、各募集説明書より野村資本市場研究所作成

[9] 新華網「2021 年中国都市賃貸住宅生活青書」（2021 年 11 月 16 日）を参照。

### ３．外貨準備を活用したスキームの可能性

中国は、1997 年のアジア通貨危機以降、不良債権問題に苦しんできた。当時は特に大手国有銀行の不良債権問題が深刻で、マクロ金融システム自体が危機に瀕していた。中央政府は 1998～1999 年にかけて、特別国債発行による資本注入や銀行に対する営業税率の引下げ、資産管理会社（AMC）の設立と不良債権買取り等で金融システムを守ろうとしたが、不良債権問題は解消せず、2002 年末時点の不良債権比率は 25%に達していた。一方で、2001 年の世界貿易機関（WTO）加盟により、5 年以内の銀行分野の外資開放も迫っていた。

国有銀行の経営再建は急務であったため、異例の措置として、外貨準備を活用した国有銀行への資本注入が行われた[10]。注入額は、6 大国有銀行を合わせると 1,120 億ドルに及び、不良債権処理と財務の健全化が図られた。その後は戦略的投資家として、外資の HSBC やバンク・オブ・アメリカ、テマセク等も出資し、国有銀行は相次いで上場を実現していった。2005 年以降、これらの銀行は香港や上海に上場し、グローバルでみて当時の史上最大の IPO 調達金額である約 700 億ドルを実現した。その結果、銀行の世界時価総額ランキングで、中国の国有銀行が上位を独占するまでになった。

不動産市場の問題についても同様に、外貨準備を活用した救済スキームが考えられる。その根拠として、2022 年 4 月 6 日に人民銀行が 6 部門と共同で制定した「中華人民共和国金融安定化法（パブリックコメント）」における金融安定保障基金の設立がある。そこでは、同基金について、国家の重大な金融リスクの処理に備える資金と記されている。今後、外貨準備を用いた新たな不良債権処理スキームが構築されることも考えられよう。

## Ⅳ　おわりに

中国不動産市場の調整と低迷は今後も数年間は続き、引き続き、中国経済の足かせになっていくものと予想される。そうした中、現状では、中国特有の国家経済運営の仕組みにより、幾重にもリスクバッファーを用意しながら、相対的にリスク耐性のある政府・金融部門にリスクを移転・蓄積させて、リスクを制御しているものと言える。

現在の状況を過去のアジア金融危機後（1998～2000 年代前半）やチャイナショック（2014～2015 年）に匹敵する危機と評する向きもある。しかし、それらの危機との最大の違いは、大手国有銀行が健全性を維持していることである。大手国有銀行の財務状態を見ると、自己資本比率・不良債権比率は 2023 年末時点で 17.4%・1.3%となっており、アジア金融危機時の 4.6%・39.0%から大幅に改善しており、資金供給機能と債務リスクをプールする機能を維持することが期待される。

このように、中国不動産市場では、ハードランディング・シナリオを避けるべく取り組

[10] 2023 年末時点の中国の外貨準備高は 3.3 兆ドルと世界最大規模である（同時点の日本の外貨準備は約 1.3 兆ドル）。

みが進められているものの、需要・供給側ともに、当面は回復を見込めない状況にある。また、中国の金融システムは、目下のところ大きな混乱を呈している状況にはないが、銀行の利ザヤの低下や不動産開発業者の破綻による貸し倒れリスクなどの懸念もある。中国は不動産バブルの崩壊に伴う混乱を避けるために、日本の経験を長年研究してきたが、その教訓が生かされるか、今後が注目される。