

研究員 の眼

長期化する中国の不動産不況 政策対応の経緯を踏まえた当面の見通し

経済研究部 主任研究員 三浦 祐介
(03) 3512-1787 y-miura@nli-research.co.jp

1——長期化する不動産不況、拡大する経済への影響

中国の不動産不況が長期化している。経緯を簡単に振り返ると、契機となったのは、2020年に導入された不動産デベロッパーに対する債務管理の強化や、22年の上海ロックダウンなどのゼロコロナ政策を受けた住宅販売の減少だ。その影響によってデベロッパーの資金繰りが顕著に悪化し、物件の引き渡しリスクを恐れた消費者の買い控えが広がり、不動産価格のさらなる値下がり期待の高まりも、買い控えに拍車をかけた。こうして不動産市場が急速に悪化し、代表的な指標である不動産販売床面積は、22年から23年にかけて前年割れとなった。24年に入り減少幅は徐々に縮小傾向にあるが、先行きは依然予断を許さない状況にあり（図1）、3年連続で前年割れとなる可能性が高い。また、新築住宅販売価格（70都市平均、24年9月時点）も30カ月連続で、前年同月比で下落している。

不動産不況の影響は、経済全体および内需の低迷を招いている。まず、直接的な影響として、不動産開発投資が前年比で減少を続けており、経済の強い下押し圧力となっている（図2）。また、不動産価格下落

による逆資産効果や先行きに対するマインドの悪化により、家計の消費は減速を続けている。さらに、影響は政府部門にも及んでいる。税収を主とする一般公共予算および土地使用権売却収入を主とする政府性基金の歳入（中央・地方の合計）は、24年1～9月の累計で前年同期比マイナス5.6%

図1

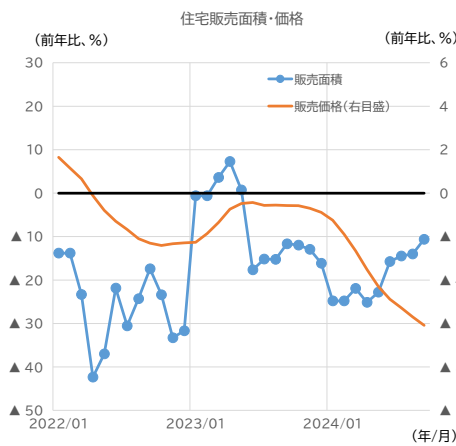
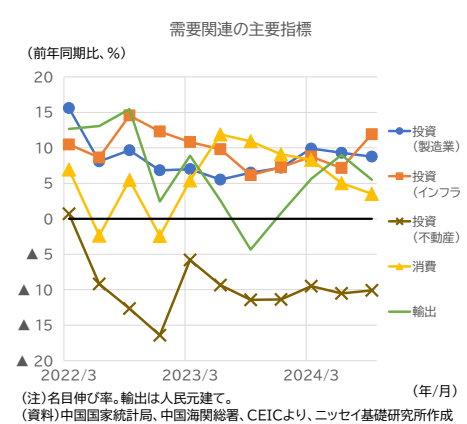


図2



(注) 一般財団法人日中経済協会『日中経協ジャーナル』2024年12月号寄稿からの転載（データ等は寄稿時点）。

と、年初の予算で計画したプラス 2.5%から大きく乖離しており、末端の地方政府では、政府支出や公務員給与、政府調達に対する支払いに支障が生じているようだ。こうした要因から需要不足が深刻化し、企業収益の悪化が雇用・家計所得の先行き不安、政府の歳入悪化を招くという負の循環に陥っている。これに対して、中国政府は 24 年に入り設備更新の支援や公共投資などの景気下支え策を実施しているほか、外需が改善していることで、辛うじて景気の安定が保たれている状況にあるが、経済の減速に歯止めはかかっていない。

2——小出しに展開される中国政府の対策

不動産市場の悪化に対して、これまで中国政府は党の重要会議を節目として、段階的に対策を強化してきた（表）。

第 1 の節目となったのは、22 年 7 月末に打ち出された「保交楼」（現在は「保交房」）政策だ。これは、地方政府主導で開発に必要な資金を調達し、資金不足により建設が中断されている物件の引き渡しを安定的に進めるといったものだ。また、同年 11 月には、23 年 6 月末までの時限付きで金融機関によるデベロッパーなどへの資金繰り支援を強化する措置（「金融 16 条」）を公表した。

第 2 の節目は、23 年 7 月 24 日に開催された中央政治局会議だ。同会議では、下半期の経済政策運営にあたり、リスクの解消が必要な重点領域の筆頭として不動産市場を挙げ、「我が国不動産市場の需給関係に重大な変化が起こったという新たな状況に適応し、適時に不動産政策を調整・最適化し、都市に応じた政策ツールを適切に用いる」との方針を示した。習近平政権下で頻繁に用いられてきた「不動産は住むためのもので投機するためのものではない」とのフレーズが用いられず、不動産政策を緩和する考えが示唆された。実際にその後、地方政府を中心に緩和の動きが相次いだ。例えば、住宅買い替え時の頭金比率などの借り入れ条件の緩和（「認房不認貸」）や、1 軒目購入時の頭金比率引き下げ、住宅購入の前提となる自地

（表）

不動産政策の推移

時期	会議	前後に発表された主な具体策	
		需要喚起	供給サイド支援
22年7月	中央政治局会議		・未完成住宅の竣工・引き渡し促進策（保交楼） ・デベロッパー向け融資期限延長などの金融支援（金融16条、適用期限23年6月まで）
23年7月	中央政治局会議	・各地方での住宅購入規制緩和 ・購入時の頭金比率の引き下げ	・金融16条の適用期限延長（24年末まで）
23年10月	中央金融工作会議		・融資可能案件リスト（「ホワイトリスト」）の導入による未完成住宅建設向けの融資支援 ・地方政府によるデベロッパー向け資金支援
24年4月	中央政治局会議	・各地方での住宅購入規制緩和の拡大 ・購入時の頭金比率の引き下げ ・補助金支給による買い替え促進	・地方国有企業による在庫住宅の買い取り促進（人民銀行等が資金支援） ・地方政府による遊閑地の買い戻し
24年9月	中央政治局会議	・「城中村」や危険な老朽住宅地の改造に伴う転居促進 ・各地方での住宅購入規制緩和の拡大 ・購入時の頭金比率の引き下げ ・住宅売買時に係る税負担の軽減	・在庫住宅買い取り支援策の強化 ・「ホワイトリスト」に基づく融資支援の拡大 ・金融16条延長の適用期限延長（26年末まで）

（資料）各種資料より、ニッセイ基礎研究所作成

域への戸籍転入に関する制限（住宅購入制限）を緩和・撤廃する地方が増えた。また、同会議に先行し、上述の「金融 16 条」の一部につき適用期限を 23 年末まで延長している。

第 3 の節目は、23 年 10 月 30 日から開催された中央金融工作会議だ。同会議では、金融リスク防止・解消に関する文脈の中で、「様々な所有制の不動産企業の合理的な資金需要を満たす」とされ、業績不振が目立つ民間デベロッパーを念頭に、資金繰りをしっかりモニタリングし、必要な資金繰り支援を行う考えが示された。その後、各地方の当局関係者が協議のうえ、融資支援に問題がないと認定した未完成の住宅建設プロジェクトを「ホワイトリスト」化し、そのリストに基づき金融機関が融資し、資金繰り支援を進める動きが始まった。

第 4 の節目は、24 年 4 月 30 日に開催された中央政治局会議だ。この会議では、「在庫消化・新規供給最適化の政策を統合して検討」する方針が新たに示された。その後の 5 月 17 日に、人民銀行が国有銀行を通じて地方国有企業に融資を行い、在庫住宅の買い取りと保障性住宅と呼ばれる公共住宅への転用を進める策が発表された。また、地方政府による住宅購入規制を緩和する都市が一段と広がったほか、補助金支給などを通じた買い替え促進策を採用する都市も現れた。

第 5 の節目は、24 年 9 月 26 日に開催された中央政治局会議だ。この会議では、「不動産市場悪化への歯止めと回復を促す」考えが示され、不動産市場の支援に対するトーンが一段と強まった。年間の中央政治局会議の運営において経済政策が議題となるのは、例年 4 月、7 月、10 月、12 月で¹、9 月の会議で経済がテーマになるのは異例である。中国指導部が経済の先行きに対する懸念を強めたことが示唆され、その姿勢が、経済低迷の元凶である不動産不況対策のトーンにも表れているといえよう。

この会議と前後して、金融・財政などの当局から、不動産関連の追加対策が発表された。例えば、住宅在庫の買い取りに関して、人民銀行による融資条件を緩和したほか、地方政府が債券発行により調達した資金を用いることも認めた。また、「城中村」と呼ばれる都市の拡張開発から取り残された地域などの再開発を拡大し、立ち退いた住民に補助金を支給して半強制的に転居を促すことで、住宅在庫解消を加速させる方針も示された。加えて、「金融 16 条」の適用期限を再延長し、「ホワイトリスト」に基づく融資も 24 年末までに 4 兆元に拡大させるなど、資金繰り支援も強化する構えだ。住宅購入制限についても、23 年 7 月以降に撤廃が相次いだ後、北京や上海など一部の大都市で依然として制限が残っていたが、会議開催後、これら都市でも一部で制限が撤廃、または緩和された。



北京市中心部にかつてあった「城中村」。中国政府は、こうしたエリアの再開発を拡大させる構えだ（2018 年撮影、筆者提供）

¹ 10 月は、経済政策が議題とならなかった年もある。

3—中央財政による支援には慎重姿勢を崩さず

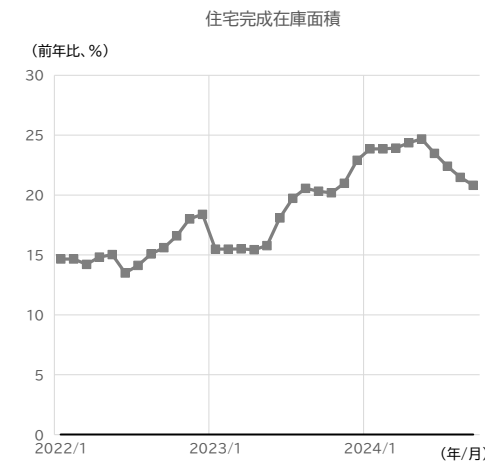
このように不動産支援策は段階的に強化されてきており、徐々に進展しているとみられる。例えば、「保交房」に関しては、24年度までの引き渡し目標である396万軒に対して、10月中旬時点で246万軒の引き渡しが完了している。また、住宅在庫の買い取りについても、住宅完成在庫面積は依然増加しているものの、5月をピークに増勢には歯止めがかかっている(図3)。もっとも、「保交房」による対応が必要な規模の全体像ははっきりしておらず、引き渡し済みの物件はごく一部にとどまる可能性がある。また、在庫買い取りに関しても、準備された中国人民銀行の融資枠3000億元のうち、実際に実行された分は24年6月末時点で121億元にとどまっており、進展のペースは遅い。政策による後押しはあるものの、金融機関の不動産業向けの融資に対する慎重姿勢は依然として根強いことがうかがえる。このため、冒頭でも紹介したように、不動産市場の抜本的な改善には至っていない。

不動産不況からの脱却に向けた打開策として、中国内外で提言されているのは、中央政府による財政の投入だ。例えば、IMFが24年8月に発表した最新の4条協議報告書では、市場メカニズムに則り、債務不履行に陥ったデベロッパーの清算措置を行うこととセットで、中央政府が一度限りの財政支援を行い、建設が中断された物件の引き渡しや購入者への補償、在庫買い取りによる公共住宅への転用など適切な対策に充当することが提言された。必要な財源の規模としては、GDPの約5.5%(7兆元相当)が目安として示されている。

中央政府の債務残高は、23年末時点でGDP比23.9%と比較的低水準にあり、対策をとる余力はまだ十分にあるが、中央政府の介入に対して、中国政府は慎重な姿勢を崩していない。中国代表のIMF理事である張正鑫氏は、中央政府による将来の救済期待を高め、モラルハザードを招くことに対する懸念を背景に、IMFの提言に対して否定的な見解を示している。実際の政策の展開をみても、政策の実施主体あるいは資金の出し手は、あくまで地方政府や金融セクターとされている。「不動産市場悪化への歯止めと回復を促す」との意気込みが示された24年9月の中央政治局会議を経てもなお、中央政府の財源を充てる方針は示されておらず、住宅都市農村建設部の倪虹部長も、今後の「保交房」推進にあたり、「地方政府、不動産企業、金融機関など各自の責任をしっかりと果たさせ、市場化・法治化の原則に則り、一棟ごとの対策をとる」考えを強調している。

こうしたスタンスの背景には、習政権が長年かけて取り組んでいる過剰債務処理(デレバレッジ)に係る懸念があると考えられる。中国では、かつて実施された4兆元の景気対策をはじめとする経済政策の代償として、製造業、不動産業、地方政府という3つのセクターで債務が膨れ上がり、それが金融リスクの火種となった。このため、習政権は15年頃からその債務処理を進めてきた。製造業を皮切りにスタートし、20年以降は不動産が対象となり、23年からは不動産と並行して地方政府の隠れ債務対策にも本腰を入れ始めているが、進捗は依然道半ばにある。例えば、不動産業の企業負債のGDP比は、20年をピーク

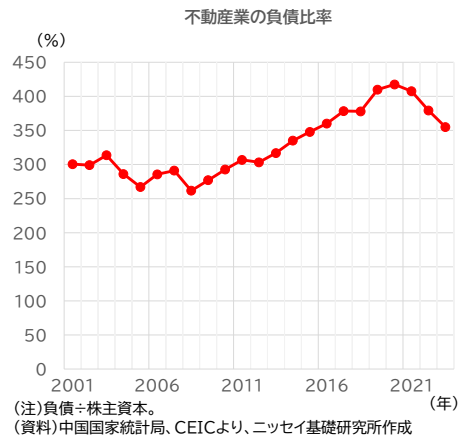
(図3)



(資料)中国国家统计局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成

に低下しており、不動産不況という代償を伴いながらも、デレバレッジが着実に進んでいることが分かるが、不動産業の負債比率の推移をみると、2000年代に比べて依然高水準にあり、デレバレッジの取り組みは今しばらく継続が必要な状況にあると考えられる(図4)。地方政府の隠れ債務対策についても同様だ。11月8日に閉幕した全国人民代表大会常務委員会で10兆元規模の地方債への借り換えが承認されたことで、時間的な猶予は生まれたが、完了のメドとされる20年代後半まで、対策の手を緩めることはできないだろう。そうした中、中央政府が救済の手を差し伸べることで、民営デベロッパーや地方政府による債務処理の規律が緩み、デレバレッジが遅延、後退してしまうことを危惧している可能性がある。

(図4)



4—不動産市場の正常化に向けた足取りは、今後も緩慢かつ不安定なものに

住宅都市農村建設部の発表によれば、24年10月、それまで前年減が続いていた住宅売買契約件数が前年比で増加に転じており、対策強化の効果発現の兆しもみられる。今後は、効果の持続性をみながら必要に応じて追加対策を講じることが予想されるが、中国政府のスタンスを踏まえると、従来の延長線上での政策対応となるだろう。引き続き地方政府および金融セクターによる資金供給に頼り、住宅の引き渡し支援などを進めていくと考えられるが、進展には時間を要することが見込まれる。例えば、上述の通り「ホワイトリスト」融資枠は4兆元までの拡大が目指されているが、不動産開発向けの融資残高は24年6月末時点で13.8兆元であり、短期間で一度に実行できる規模ではない。まさに「一棟ごと」の地道な対策となり、不動産市場の正常化に向けた足取りは緩慢なものとなるだろう。

不動産市場の正常化に向けた展望としては、政治日程の観点からは、次回の中国共産党全国代表大会が開催される27年がひとつのメドになると思われるが、そう悠長に構えていられる状況ではなくなりつつある。24年11月に米国で実施された大統領選挙では、トランプ氏が再選を果たした。同氏は、公約として対中輸入に対する一律60%の追加関税の実施を公約に掲げており、25年の政権発足後、それが現実のものとなれば、対米輸出の減少を中心に、中国経済には無視できない影響が及ぶ恐れがある。財政・金融による経済下支え策が実施されれば、外需への打撃は幾分緩和されることが見込まれるが、不動産不況が改善しない限りは、内需、外需ともに不安定なままとなる。外需悪化によって企業の景況感が一段と悪化し、それが家計のマインド冷え込みを通じて不動産不況へと波及し、景気が腰折れするという最悪の事態に陥る可能性もゼロではない。その場合、最後の手段として中央政府が直接、不動産対策に乗り出すことも予想されるが、適時適切な対応がとられるか、不確実性は残る。対米関係という「外患」が強まると見込まれるなか、不動産不況という「内憂」が早期に解消されるか、中国の不動産市場や政策の動向について、今しばらく気を揉む状況が続くそう。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。