

中国経済と「灰色のサイ」

～不動産企業の債務問題に関する一考察～

キャノングローバル戦略研究所 研究主幹

岡寄 久実子



はじめに

2014年、習近平・李克強政権は「新常态への適合」という表現で、高度経済成長期が終わった中国の経済政策の軸を「量」から「質」に移す方針を示した。その翌年、同政権は「中高速度」での成長に安定して移行するために、「供給サイドの構造改革」の推進を宣言した。

当該改革の重点は、①過剰生産能力の解消、②企業負担の軽減、③不動産在庫の解消、④供給の拡大、⑤金融リスクの解消・防止に置

かれたが、中国国内では、前政権の時代に経済制度改革が十分に進展しなかったとの見方が強かったこともあり（魏・王等、2015）、新たな改革への取り組みに大きな期待が寄せられた。ただし、改革の副作用として、経済の減速や余剰人員の整理が社会不安をもたらすことが懸念された一方、政府による激変緩和策の採用が企業のモチベーションを低下させる恐れや、補助金支給や景気下支えのための財政支出によって財政赤字が野放図に拡大するリスクなども懸念されていた（佐野、2016）。

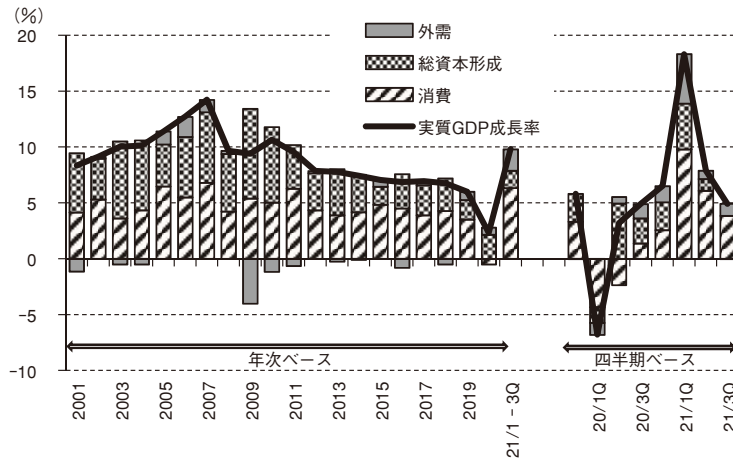
実際、2016年と2017年は「三去（過剰生産能力、過剰不動産在庫、過剰債務の削減）、一降（企業コストの引下げ）、一補（弱点分野の補強）」が経済政策の重点課題とされたが、次第に副作用が表面化し始めた。さらに、2018年には米中経済摩擦の深刻化というマイナス要因も加わった。習近平・李克強政権は、改革の堅持を唱えつつも、安定を強く意識せ

目次

はじめに

1. 2021年の中国経済と「灰色のサイ」
 2. 不動産企業の債務問題
 3. 住宅需要の将来
 4. 地方政府財政の土地への依存
- まとめにかえて

(図1) 中国の実質GDP成長率と需要項目別寄与度の推移



(出所) CEIC China Premium Databaseより筆者作成

ざるを得なくなり、2018年7月には、「6つの安定」、すなわち、雇用、金融、対外貿易、外資、投資、期待を安定させる方針を決定した。

2020年の中国経済は、年明け直後から新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の蔓延で大打撃を受けたが、同年4月の共産党中央政治局会議では、上記「6つの安定」に加え、「6つの維持（雇用、民生、市場主体、食糧・エネルギーの安全、産業チェーン・サプライチェーンの安定、末端組織運営の維持）」を経済政策の重点とすることが決まり、「復工復産（職場復帰・生産再開）」のための政策支援が実行に移された。COVID-19の抑え込みと経済政策が奏功し、中国経済は2020年第2四半期にはプラス成長に戻り、通年では実質+2.3%の成長となった（図1）。

一方、ここ数年、中国では部分的な動きで

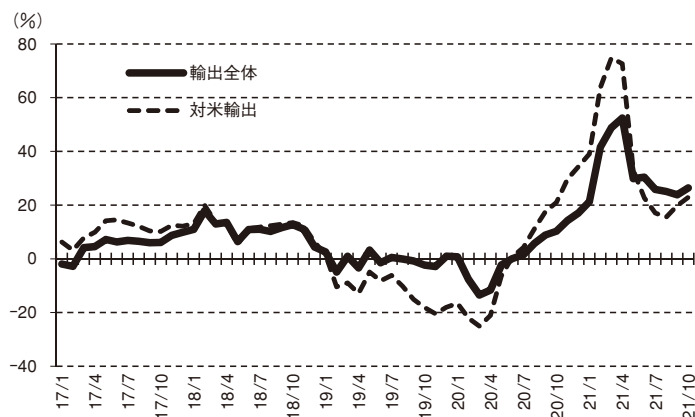
はあるが、社債のデフォルト、不良債権の増加、シャドーバンキングの混乱、中小銀行の経営危機、不動産企業の債務不履行など、金融リスクが顕現化する兆しが現れている。今後、中国経済が社会の安定を確保しながら、「中高速度」の成長軌道に順調にシフトするためには、金融のリスク管理を適切に行える体制の整備が欠かせない。

本稿では、金融リスクを巡る諸問題のうち、2021年央以降、深刻さを増しつつある不動産企業の債務問題について、その背景を整理し、先行きを展望する。

1. 2021年の中国経済と「灰色のサイ」

2021年入り後の中国の実質GDP成長率の推移をみると（前掲図1）、前年の落ち込み

(図2) 中国の輸出金額(ドル建て3か月移動平均・前年比)の推移



(出所) CEIC China Premium Databaseより筆者作成

が大きかった第1四半期に高い伸びを示した(+18.3%)後、減速し、第3四半期には前年比+4.9%と事前の市場予想を若干下回る伸び率となった。第3四半期の減速の要因について、国家統計局スポークスマンは、①COVID-19の影響を受け、世界経済の回復ペースが鈍化したこと、②国際商品価格が上昇したこと、③中国内の一部地域がCOVID-19の感染拡大や洪水等自然災害の影響を受けたこと、④経済構造転換のための調整圧力の影響を受けたこと、を指摘している(国家統計局、2021)。

要因①と③は、中国の輸出にも影響を及ぼしたが、これまでのところ同国の輸出は米国向けを含め、前年比2桁の伸びを維持し、健闘しているようにみえる(図2)。

要因④の内容としては、財源の確保が必ずしも順調でなかったインフラ投資の減速、一部不動産企業の債務問題に端を発した不動産

開発の停滞、原料価格の高騰とカーボンニュートラル政策方針の伝達のズレに起因した電力供給不足などが考えられる。このうち、不動産関連の債務問題については、中国の金融監督当局は「灰色のサイ(誰の目にも見えていて、大きな問題を引き起こす可能性があるにも関わらず、軽視されがちな潜在的リスク)」と呼んで、警戒感を強めている。

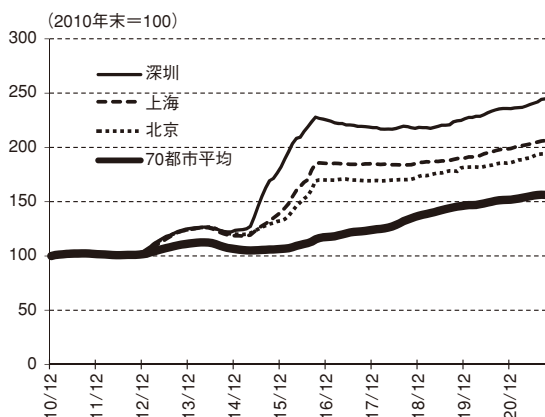
2021年半ばには、同国大手不動産企業である中国恒大グループ(2020年の売り上げ、2021年6月末総資産残高ともに中国最大)の資金繰りひっ迫が深刻化したのを機に、バブル崩壊懸念が広まり、中国の不動産市場及び同国内外の金融市場に動揺をもたらした。

2. 不動産企業の債務問題

「3つのレッドライン」

中国の不動産市場は、1998年の住宅改革と

(図3) 主要都市の住宅価格指数の推移



(出所) CEIC China Premium Databaseより筆者作成

ともにスタートした未成熟な市場であり、同国内に個人の資産形成に適した投資商品が少ないこともあって、しばしば過剰な投資ブームを引き起こしている。同国では2010年頃から不動産投資ブームの悪影響が表面化し始め、多くの中規模都市において乱開発後に売れ残る住宅が増える一方、一部の大都市では売買価格の高騰が続く現象もみられていた。

中国の金融当局は早い段階から不動産市場の過熱に警鐘を鳴らし、金融機関に対し、不動産関連融資の提供を慎重に行うよう呼び掛けていた。また、地方政府が住宅購入制限を発動した際には、関連融資の抑制を厳しく指導した。しかし、不動産企業の債務増加に歯止めがかからない一方で、一部都市の不動産価格が高止まり、あるいは再び上昇する様相を示したため(図3)、2020年8月、中国人民銀行(中央銀行。以下、人民銀行)と銀行保険監督管理委員会(以下、銀保監会)は住

宅都市建設部とともに、不動産企業の資金調達に関する厳しいルールを制定した。具体的には、不動産企業の財務データについて、「3つのレッドライン」を定め、その抵触状況によって、銀行借入や社債発行などの有利子負債の増加を制限した。「3つのレッドライン」とは、

- ① 負債(ただし、建設販売物件に関する前受金を除く)の対資産比率の上限(70%)、
- ② 純負債(有利子負債から手元キャッシュを控除した額)の対自己資本比率の上限(100%)
- ③ 手元キャッシュの対短期負債比率の下限(100%)

の3点で、債務の返済能力を測る目安と考えられる。

また、2020年末には銀行業金融機関に対し、企業向け不動産関連貸出と個人向け住宅ローン残高の上限(人民元貸出残高に占める

(表1) 中国恒大グループの負債構成

(単位：億元、〈 〉内は%)

	2008年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末
①有利子負債	104	6,731	7,999	7,165	5,718 (29.1)
固定負債(長期)	42	3,549	4,277	3,811	3,317 (16.9)
銀行借入等	42	2,451	2,804	2,339	1,940 (9.9)
社債・転換社債	0	299	334	219	350 (1.8)
シニア債	0	799	1,140	1,252	1,027 (5.2)
流動負債(短期)	62	3,183	3,722	3,355	2,400 (12.2)
銀行借入等	62	2,918	3,243	2,728	1,999 (10.2)
社債・転換社債	0	265	253	366	159 (0.8)
シニア債	0	0	226	260	242 (1.2)
②買掛金・未払い金	45	5,543	7,176	8,292	9,511 (48.4)
③契約負債(前受金)	35	1,856	1,297	1,857	2,158 (11.0)
④その他	15	1,584	2,008	2,193	2,278 (11.6)
負債総額(①+②+③+④)	199	15,714	18,480	19,507	19,665 (100)

(注1) 2021年6月末の列の〈 〉内は負債総額に占める比率(%)。

(注2) 「銀行借入等」は、信託借入や委託借入(銀行が管理する企業間信用)等を含む。

(出所) 中国恒大グループ財務報告より筆者作成

割合)が設定された。さらに、2021年3月には、事業用貸出を不動産投資などに流用することを戒める通達が出され、不動産関連の金融は引き締め色が一段と強まった。

不動産ディベロッパーの資金繰り難

総じて外部資金依存度が高い中国の不動産ディベロッパー(とくに民営企業)にとって、金融機関が参加する市場から資金を調達する道が狭まることは深刻な問題であり、2021年入り後は国内や香港で発行した債券の利払いに支障を来す例が目立つようになった。中でも事態の深刻さを際立たせたのが、業界最大手・恒大グループの資金繰り難であった。

同グループは、2021年8月以降、グループ保有資産の売却や創業者による担保差し入れ

を条件とした銀行貸出など、様々な手段を動員して発行債券の利払いや下請け業者への買掛金等の清算に追われている。さらに、恒大グループと前後して、他のディベロッパーの債務不履行が報じられることも増えており、「灰色のサイ」が暴れだすことを懸念する声が強まっている。

金融当局としては、長年に亘って不動産バブルのリスクについて注意喚起を行ってきただけに、不動産企業に対する支援には厳しいスタンスで臨みたいところであろう。しかし、不動産開発は関連企業が多岐にわたり(しかも多くは民営中小企業)、連鎖倒産や失業の増加は社会の混乱につながる恐れがある。そうした嵐の到来を避けるために、金融当局は不動産関連債務の実態把握に努めながら、銀

行等に対し、流動性の適切な供給を促しているようにみえる。

銀行への影響

なお、恒大グループの負債構成をみると、長期の安定的な資金を調達できていないことが明らかである。2021年6月末の負債残高のうち、長期債務は社債発行を合わせても3.3千億元と負債の約17%を占めているに過ぎない。銀行等からの借入は長期・短期合わせても3.9千億元で、負債に占める比率（20%）は、近年、低下傾向にある（表1）。

銀行からの借入や社債の発行が少ないのは、同グループに限ったことではなく、他の大手不動産企業も似たような状況にある。このため、不動産ディベロッパーが仮に破綻したとしても、銀行が直接被る打撃は限定的と考えられる。

しかし、間接的な影響がないわけではない。中国の不動産ディベロッパーの多くは、建設する住宅の購入者から前受金（販売価格の全額相当が一般的）を預かり、それを建設資金に回している。アグレッシブな業者の場合、前受金を当該開発物件の建設に使用せず、次の開発物件の土地取得などに流用しているとみられている。前受金の相当部分は、銀行の個人向け住宅ローンであり、仮に物件の完成前に当該ディベロッパーが倒産した場合には、銀行の関連住宅ローンが不良債権と化すリスクがある（このため、最近では、資金繰りに懸念が生じた不動産ディベロッパーの前

受金を専用銀行口座に預託させ、その引き出しには地元政府の許可を必要とする管理体制をとっている地域が現れている）。

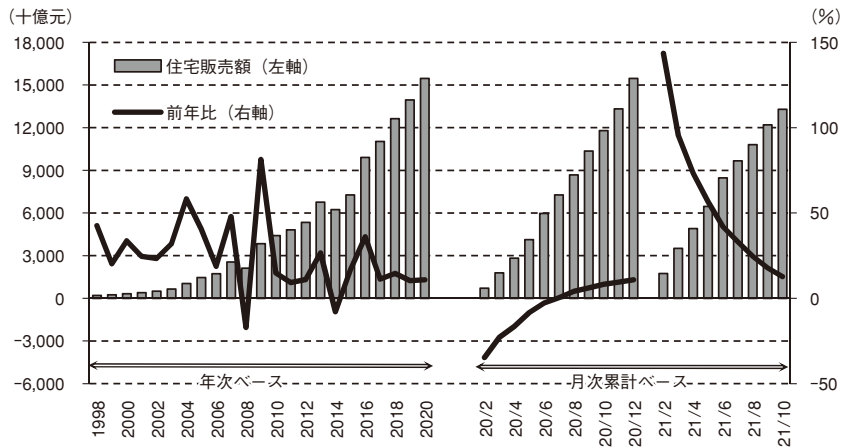
恒大グループの負債の特徴は、買掛金・未払金の大きさにある。他の大手ディベロッパーも、買掛金・未払金が負債総額の3割程度と決して少額ではなく、これも中国の業界に共通したビジネス慣行と考えられる。しかし、恒大グループはその比率が近年急速に増え、直近では5割近くに達している（2018年末35.3%→2019年末38.8%→2020年末42.5%→2021年6月末48.4%）。銀行借入や社債発行による調達が絞られたために、業者間信用への依存度が高まっているのだろう。

恒大グループに限らず、不動産業界における業者間信用の大きさに鑑みると、ディベロッパーの支払い不履行は、下請け業者や資材納入業者等の連鎖倒産を引き起こすリスクが高い。それが銀行の不良債権増につながり、銀行危機にまで至る可能性については、金融当局は現在のところ限定的とみなしている模様であるが、強い警戒感をもってモニタリングを強化している。

3. 住宅需要の将来

中国の不動産市場は過去20数年の間に何度か激しい過熱状態となり、その都度、政府は購入制限や融資規制の強化等の措置を発動し、また、開発許可を先送りするなどの手段を動員して、投機熱を冷まそうとしてきた。

(図4) 中国の住宅販売額の推移



(出所) CEIC China Premium Databaseより筆者作成

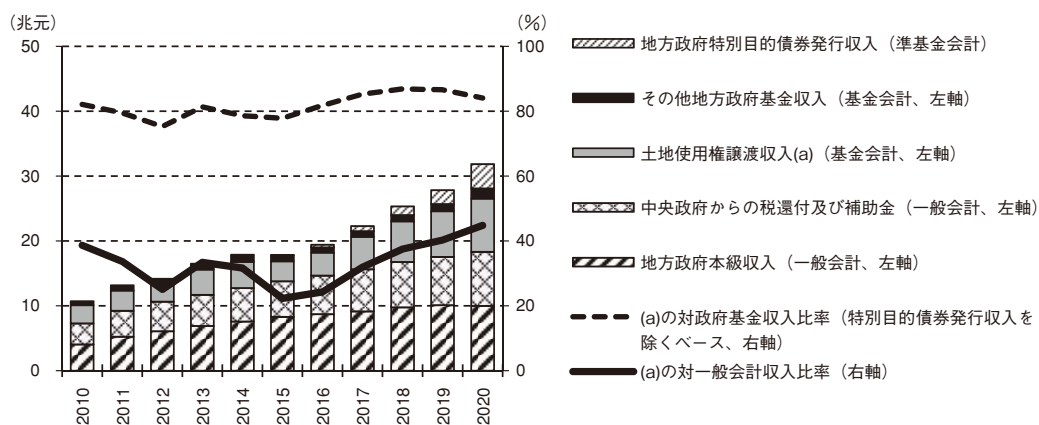
一方で、中国政府は市場が強く収縮し、景気や雇用にネガティブな影響を及ぼすことも警戒しており、引き締め局面が長く続くことはなかった。

結果として、住宅販売はかなり振れを伴いながら、市場規模を拡大してきた。1998年には2,000億元（当時のGDPの2.4%）程度だった販売総額は、2020年には約15兆元（同15.2%）へと成長した（図4）。こうした状況を受けて、银保监会の郭樹清主席は、2020年夏に公表した論文で、「不動産バブルは、金融の安全を脅かす最大の“灰色のサイ”である」と述べ、「住宅は住むものであり、投機対象ではない」という意識と、「一都市一政策」のスタンスを堅持して、各地の実情に合ったバブル抑制策を運営していくことが重要であると主張した（郭、2020）。

なお、2010年代の後半には住宅販売の伸び

が鈍化しており、住宅需要の減退とバブル崩壊の可能性が話題に上るようになった。福本（2021）は、人口動態が不動産需要に及ぼす影響に注目し、今後、中国でも住宅需要に大きな変化が生じる可能性を指摘している。すなわち、日本では1軒目の住宅購入の平均年齢は40歳前後と推計され、その年齢層（35～44歳）の人口は1988年にピークをつけ、90年代は一貫して減少を続けたが、その変化を受けた需給バランスの不均衡が、住宅バブルの形成と崩壊に一定の影響を及ぼしたと考えられる。これに対し、中国の1軒目の住宅購入の平均年齢は27歳で、その年齢層（25～34歳）の人口は、2010年代に急増し、2017年にピークに達し、2020年代には大幅に減少すると予想されている。福本は、中国当局は来るべき住宅需要の減少に備えて、住宅供給を柔軟に調整することが、大規模な住宅価格調整を回

(図5) 中国の地方政府財政収入の構造



(出所) CEIC China Premium Database及び財政部統計サイトより筆者作成

避するために重要であると指摘している。

また、中国の持ち家比率は比較的高いと言われており、この点でも今後需要が無尽蔵に増大するとは考えにくい。このため、今後の住宅需要は質の向上によって喚起することが効果的であろう。人々の生活面のニーズの変化に合わせた質の高い住宅を供給できるなら、住宅の実需が小さく萎んでしまうことはなく、むしろ大きく増えるのではないかと。

4. 地方政府財政の土地への依存

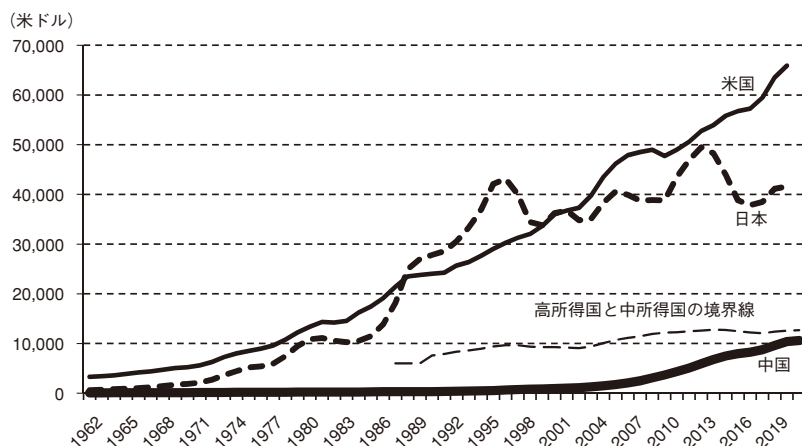
人々の住宅に対する実需とは別に、中国には不動産開発を促す独特の要因もある。中国では、土地の私有は認められておらず、都市部の土地は国有、農村部の土地は集団（村民委員会などが代表者となることが多い）の所有となっている。住宅を建築する際には、土

地の使用権（住宅の場合は、原則として70年。更新可）を地方政府から購入することになる。そして、土地使用権の譲渡収入は、地方政府の重要な財源となっている。

2020年の中国の地方政府全体の財政収入は、一般会計収入が18.3兆元（うち、地方自身の収入〈本級収入〉が10兆元、中央政府からの税還付及び補助金が8.3兆元）、このほかに、日本の特別会計に相当する地方政府基金会計があり、そちらの収入は9.8兆元と中央政府からの移転分を上回っている。注目されるのは、政府基金会計収入の8割以上を土地使用権譲渡収入に頼っている点で、その規模は一般会計収入の45%に相当している（図5）。

1990年代の税制改革で、地方政府が直接徴収できる税収はかなり抑え込まれたため（正当な不足分は、中央政府から地方政府に還付・補填）、地方政府は独自の財源確保に走り

(図6) 中国、米国、日本の一人当たりGNI (アトラスベース) の推移



(出所) 世界銀行National Accounts Dataより筆者作成

がちであった。そうした状況下、土地の開発規模にもよるが（一定規模以上の開発は、中央政府の許可が必要）、土地使用権の譲渡は、地方政府の判断で比較的柔軟に実行できることから、当該収入は地方政府にとって格好の財源となった。

不合理な土地開発計画が乱発される状況を問題視した、共産党中央委員会と中央政府は、経済過熱期には土地使用権の譲渡を抑え込もうとしたほか、2015年施行の改正財政法では、全国人民代表大会が認める範囲で、地方政府が債券を発行することが可能となった。しかし、その後も土地使用権譲渡収入が減少する気配は感じられない。

■まとめにかえて

中国経済は、2010年代後半以降、高度成長

モデルから「中高速度」成長モデルへの道を模索している段階にあり、もともと様々な難しい課題に直面していた。ここ数年、そこに安全保障の問題も絡んだ対外経済摩擦の深刻化や、COVID-19の蔓延による大打撃も加わり、同国内ではいくつかの金融リスクが顕現化し始めている。とくに不動産市場の過熱とその沈静化に向けた各種取り組みは、一部不動産企業の債務不履行をきっかけに、金融リスクの連鎖をもたらす恐れを呼び起こしている。

中国の不動産バブルの深刻さは、「灰色のサイ」と呼ばれるように、誰もが気づいてはいたものの、債権債務関係が複雑で、引き締めと緩和の匙加減が難しく、抜本的な対応は先送りされてきた。今に至るも、問題解決の手法は依然として模索中であるようにみえる。

現在、一部地方では、銀行の協力を得なが

ら、不動産企業の事業再編が進められようとしているが、対象企業の多くが民営企業であることもあって、債務リストラの面で強力なリーダーシップを発揮する関係者が現れにくいように見える。当事者である企業が問題解決に向けて真剣に努力しなければならないのは当然であるが、市場が大きく動揺している場合には、政府による適度な誘導も必要であろう。

また、不動産企業の経営陣や地方政府の幹部等が改革のモチベーションを失わずに前進していくためには、理想とする不動産市場の将来像を示したうえで、中央政府が新たなインセンティブを提供することも求められるのではないか。

中国は、GDP総額では世界第2位の大国であり、米国を猛追しているが、一人当たりGDPは、ようやく1万ドルに届いたレベルにある(図6)。同国では、中国共産党建党百年を迎えた2021年に、「小康社会(いくらかゆりのある社会)を全面的に建設する」という第一の百年目標がほぼ達成されたと考えられているが、社会保障の整備は十分に進んでおらず、政府は「安定」の維持に細心の注意を払う政策運営を余儀なくされている。

不動産市場の先行き展望については、都市部の持ち家比率が既にかなり高いことや、人口動態の予測などに鑑み、実需が後退していると懸念する声は小さくない。ただし、一人当たりGDPが1万ドルということは、なお大きな需要を喚起できる可能性を秘めている

ということでもあり、「量」から「質」への転換をうまく誘導できれば、新たな需要が湧き上がってくる可能性も大きいのではないか。構造改革に伴う痛みを緩和するための措置を実施することと、問題先送りを容認することは違うという点を幅広い関係者がしっかりと認識し、対応していくことが重要であろう。

中国の第二の百年目標は、建国百周年の2049年までに、「富強・民主・文明・調和をかなえた社会主義現代国家の建設を達成し、中等先進国の水準に到達する」と設定されている。この目標を実現するために、「全人民が共に豊かになる」ことが重視されている。この関連でも、人々が安心して暮らせる住宅の適正価格での供給は重要であり、健全な不動産市場の構築と監督体制の整備が切に求められている。

〔参考文献〕

- ・郭樹清(2020)「堅定不移打好防範化解金融風險攻堅戰(金融リスクを防止し、解消する堅塁攻略戦にしっかりと臨もう)『求是』2020年第16期
- ・魏加寧・王瑩瑩等(2015)『改革方法論与推進方式研究』中国發展出版社(邦訳:関志雄監訳(2020)『中国の経済改革:歴史と外国に学ぶ方法論』日本経済出版社)
- ・佐野淳也(2016)「供給サイドの構造改革に乗り出した中国・習近平政権」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』2016 Vol.16 No.61
- ・福本智之(2021)「中国の2035年までのGDP倍増を巡る論点」拓殖大学海外事情研究所『海外事情』2021年7・8月号

