

2021年10月12日  
No.2021-015

## 恒大集団が示す中国成長パターンの行き詰まり —不動産税と相続税の本格導入が鍵に—

調査部 上席主任研究員 三浦有史

### 《要 点》

- ◆ 恒大集団の社債に対するデフォルト懸念が再燃し、中国および世界経済の先行きに対する不安が高まっている。同集団は売上と販売面積で中国の不動産開発業界2位の大企業であり、債務残高もGDPの2.0%に達している。
- ◆ 政府は、①不動産開発業の過剰債務体質が深刻であること、②中国経済に占める同業の割合が高いこと、③同業の債務返済能力の低下は金融システムに影響を及ぼしかねないこと、④住宅需要は投機によって支えられており、不動産市場は価格変動に対して脆弱であること、⑤住宅の開発・販売が円滑に進むか否かが国民生活に大きな影響を与えることから、恒大集団の経営破たんを傍観しない見込みである。
- ◆ ただし、過剰債務に対する中国政府の介入はデフォルトを回避するための事前介入ではなく、経営責任を明確にしたうえで、破たんの影響が広い範囲に及ばないようにするデフォルト後の事後介入になると思われる。
- ◆ すでに、政府は想定を上回る不動産市場の過熱に危機感を高め、流入資金を抑制している。銀行に対する規制として導入されたのが不動産関連融資の総量規制、大手不動産開発企業に債務削減を促す目的で導入されたのが「三道紅線」で、それぞれ一定の成果を上げている。住宅価格も2021年後半に入り、落ち着きをみせ始めた。
- ◆ 中国ではこれまで、住宅価格の高騰が経済成長の足枷になることはなかった。しかし、近時の中国はこの経験則が当てはまらない状況にある。住宅価格のさらなる上昇を見込むのは非現実的であること、また、都市化のペースダウンが見込まれることから、不動産をドライバーとする従来の成長パターンに回帰することは難しい。
- ◆ 中国が長期停滞に陥らないためには、投機目的の需要を排除することで住宅価格を抑制する必要がある。政府が検討している不動産税や相続税の導入は市場の健全化はもちろん、資産格差の是正、さらには、格差の世代間継承を防ぐ効果があり、習近平政権が強調する「共同富裕」に寄与するはずであるが、先行きは不透明である。

## 目次

はじめに

- 1.不動産開発業の過剰債務
  - (1)恒大集団の位置づけ
  - (2)市場介入の可能性
  - (3)政府は傍観者でいられるか
  
- 2.住宅価格抑制に向けた規制強化により債務削減
  - (1)収まらない市場過熱に危機感
  - (2)総量規制と「三道紅線」
  - (3)規制強化は一定の成果
  
- 3.不動産市場が抱える構造的問題－住宅価格の高騰は続かない
  - (1)住宅価格の高騰は持続不可能
  - (2)都市化のペースダウンによる需要の後退
  - (3)課題は不動産税と相続税の導入

おわりに－政府と富裕層は共犯関係

**本件に関するご照会は、調査部・上席主任研究員・三浦有史宛にお願いいたします。**

**Tel: 070-3291-3287**

**Mail: hiraiwa.yuji@jri.co.jp**

**日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。**

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

## はじめに

2021年9月末、中国の不動産開発大手、恒大集団の社債に対する債務不履行（デフォルト）懸念が再燃し、世界同時株安を招来する一因となった。同集団がデフォルトを連発し、破産手続きに入るのか、あるいは、政府がなんらかのかたちで介入するのかが注目されている。恒大集団の負債総額は2021年6月時点で1兆9,665億元と、2020年のGDPの2.0%に及ぶ。デフォルトに陥った場合の中国および世界経済に対する影響を懸念する見方が強まるのは当然のことといえる。

しかし、債務返済能力の低下は中国の不動産開発業に共通した問題であり、政府介入の有無を恒大集団単体の問題として論じるのは適当とはいえない。いつ、どのような方法で介入するか。政府は、不動産開発業の財務体質や、経済や金融システムに与える影響を精査しながら決定するはずである。また、同集団の債務危機を不動産バブルの崩壊に結び付けて論じるのも短絡的といえる。不動産市場の先行きは、市場過熱に対する抑制策の効果や不動産市場の構造を踏まえて展望する必要がある。

本稿は、こうした問題意識に基づき、まず、恒大集団の債務支払い能力の低下と政府の介入の有無をどのようにみるかについて筆者の見方を紹介する(1.)。次に、住宅価格抑制に向けた取り組みが成果を挙げつつあるものの(2.)、中国は不動産開発業が成長をけん引する従来の成長パターンには戻れないことを指摘する(3.)。不動産税や相続税の導入は不動産市場の健全化だけでなく、「共同富裕」にも寄与するはずであるが、実現の可能性は期待されるほど高くない。

## 1. 不動産開発業の過剰債務

### (1) 恒大集団の位置づけ

恒大集団の2020年の売上と販売面積は業界2位で、中国不動産協会による総合力評価でも2位<sup>1)</sup>にランクインする大企業である(図表1)。中国の不動産開発業は、IT産業と同様に民営企業が優勢であり、同集団も民営企業である。中国では、国有企業については「暗黙の政府保証」により政府が救済に乗り出すことが多いが、同集団は「暗黙の政府保証」の対象にはならない。

恒大集団の負債資産比率は2017年の86.2%をピークに低下しているものの(図表2)、トップ10社のなかではかなり高い方である。また、同集団は純負債比率が99.8%と高い一方で、保有現金の短期債務比率が67%と低く、他の大手に比べ債務返済能力が低い。トップ10社の純負債比率と現金短期債務比率の平均

図表1 中国の不動産開発企業売上と販売面積トップ10 (2020年)

順位	企業名	属性	販売額 億元	順位	企業名	属性	販売面積 万㎡
1	碧桂園	民営	7,888	1	碧桂園	民営	8,421
2	恒大集団	民営	7,038	2	恒大集団	民営	7,834
3	万科	国有	7,011	3	万科	国有	4,328
4	融創中国	民営	5,750	4	融創中国	民営	4,148
5	保利發展	国有	5,028	5	保利發展	国有	3,405
6	中海地産	国有	3,603	6	緑地控股	混合	2,800
7	緑地控股	混合	3,567	7	新城控股	民営	2,353
8	世茂集団	民営	3,003	8	金科集団	民営	2,230
9	華潤置地	国有	2,900	9	中海地産	国有	1,925
10	緑城中国	民営	2,892	10	世茂集団	民営	1,713

(資料)現地報道資料より日本総合研究所作成

(注)「2020胡潤中国500強民営企業」(胡潤研究院)に含まれる企業は民営とした。混合は政府と民間がともに出資する混合所有制。

<sup>1)</sup> 「重磅！万科、恒大、碧桂園位列前三！2020中国房地產上市公司TOP10出炉！」2020年5月28日 搜狐網。( [https://www.sohu.com/a/398320477\\_558215](https://www.sohu.com/a/398320477_558215) )



値はそれぞれ 55.0%と 208%であることから、同集団は資金繰りの悪化が鮮明である。

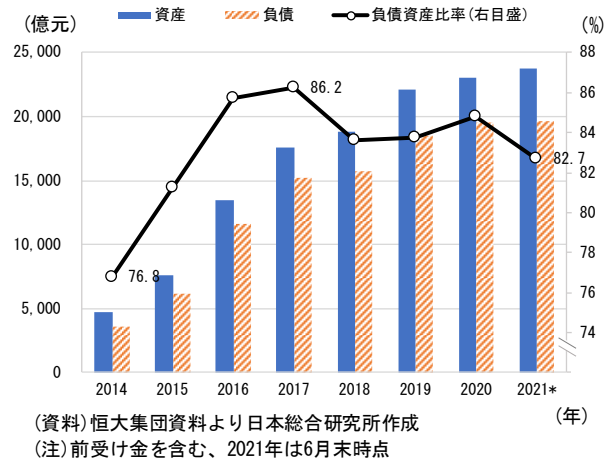
同集団は、2021年9月初旬から1カ月間におたり、全ての物件を3割引とする販売促進キャンペーンを打ち出した<sup>2</sup>。在庫の叩き売りによって、短期債務返済に充てる資金を確保することでデフォルトを回避する窮余の策といえる。しかし、これによりデフォルトを回避できたとしても、住宅価格の下落により資産が減価すれば、同集団のバランスシートはさらに悪化する危険性がある。

恒大集団を巡っては、GDPの2.0%に及ぶ負債総額の大きさが注目されているが、金融システムに与える影響が必ずしも大きいといえない。

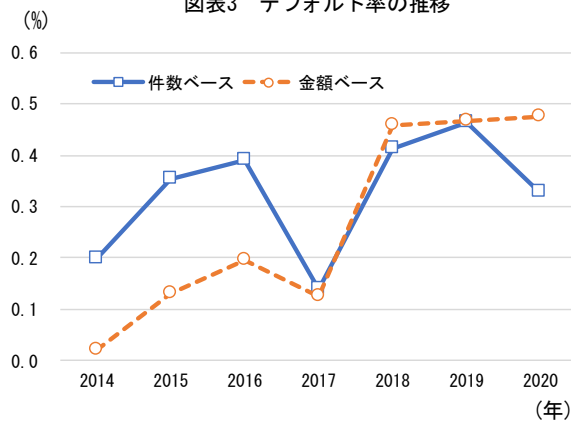
2021年に返済期限を迎える同集団の債務は3,355億元であるが<sup>3</sup>、これは中国全体の社債償還額の4.2%を占めるに過ぎない。

中国における社債のデフォルト率は2020年でも件数ベースで0.3%、金額ベースで0.5%にとどまり<sup>4</sup>、社債の国際的なデフォルト率2.7%を大幅に下回る<sup>5</sup>（図表3）。社債償還のピークが2021年であることからみても（図表4）、恒大集団がデフォルトに陥っても、社債市場がパニックに陥る可能性は低い。

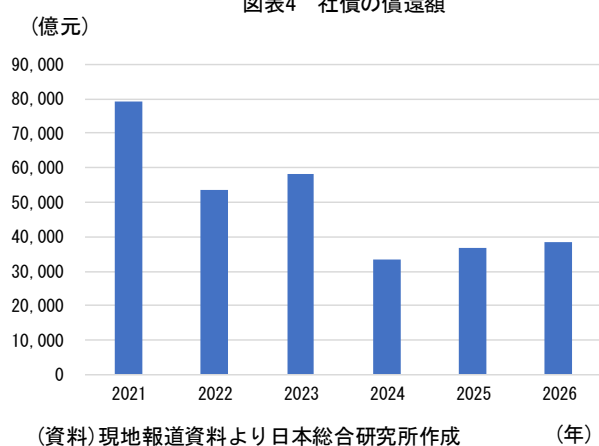
図表2 恒大集団の負債資本比率の推移



図表3 デフォルト率の推移



図表4 社債の償還額



<sup>2</sup> 「中国恒大地産所有房地產均提供 30%的折扣」 2021年9月8日 新浪财经網。

(<https://finance.sina.com.cn/stock/relnews/hk/2020-09-08/doc-iivhvpwy5589753.shtml>)

<sup>3</sup> 「恒大年内还有 2400 亿债务到期，下游供应商何时才能拿回钱？」 2021年9月27日 網易。  
(<https://www.163.com/dy/article/GK3U8P800552IB15.html>)

<sup>4</sup> 「申万宏源債券：2020年信用債違約率有多高？」 2021年1月11日 金融界。

(<http://bond.jrj.com.cn/2021/01/11093831668299.shtml>)。なお、図表7の2017年におけるデフォルト率の低下は、図表5で示したように企業業績が改善した結果とみられる。

<sup>5</sup> "China's bad debts China's dodgy-debt double act", 4<sup>th</sup> September 2021, The Economist. (<https://www.economist.com/leaders/2021/09/04/chinas-dodgy-debt-double-act>)

銀行を通じた資金調達に与える影響も限定的である。2021年6月の同集団の銀行借入残高は2,400億人と、人民元建て融資残高(184.5兆元)のわずか0.2%にすぎない。中国人民銀行によれば、銀行部門全体の不良債権比率は2021年6月末時点で1.75%と低く、2020年9月末の1.96%から低下している。その一方、不良債権に備える貸倒引当金カバー率は193%と高く、同じ期間で13%ポイント上昇した。

2019年から中小規模の不動産開発企業の倒産が相次いだことを受け、不動産関連融資の不良債権比率が上昇している銀行が少なくない。しかし、不動産関連融資を抑制したこと、また、不動産関連以外の分野で不良債権が減少したことから、ほとんどの銀行で全体の不良債権比率は低下している(図表5)。

図表5 大中規模銀行の不良債権比率

(%、%ポイント)

規模	銀行名	全体			うち不動産関連		
		20年末	21年6月	増加幅	20年末	21年6月	増加幅
大規模	工商銀行	1.58	1.54	▲ 0.04	2.32	4.29	1.97
	建設銀行	1.56	1.53	▲ 0.03	1.31	1.56	0.25
	交通銀行	1.67	1.60	▲ 0.07	1.35	1.69	0.34
	農業銀行	1.57	1.50	▲ 0.07	1.81	1.54	▲ 0.27
	郵便銀行	0.88	0.83	▲ 0.05	0.09	0.06	▲ 0.03
	中国銀行	1.46	1.30	▲ 0.16	-	-	-
中規模	招商銀行	1.07	1.01	▲ 0.06	0.30	1.07	0.77
	浦发銀行	1.73	1.64	▲ 0.09	2.07	3.03	0.96
	民生銀行	1.82	1.80	▲ 0.02	0.69	1.04	0.35
	華夏銀行	1.80	1.78	▲ 0.02	0.01	0.02	0.01
	平安銀行	1.18	1.08	▲ 0.10	0.21	0.57	0.36
	浙商銀行	1.42	1.50	0.08	0.09	0.61	0.52
	興行銀行	1.25	1.15	▲ 0.10	0.92	0.66	▲ 0.26
	中信銀行	1.64	1.50	▲ 0.14	3.35	3.11	▲ 0.24
光大銀行	1.38	1.36	▲ 0.02	3.91	3.10	▲ 0.81	

(資料)現地報道資料より日本総合研究所作成

(注)網掛け部分は、不良債権比率が上昇

## (2) 市場介入の可能性

恒大集団は、9月23日の人民元建て社債の利払いを実施すると発表したものの、直後のドル建て社債については利払いの可否を明らかにしなかった。正式にデフォルトを宣言するか否かは30日の猶予期間を経て明らかになるが、同集団が保証した関連会社(鉅祥企業有限公司)の社債がデフォルトに陥れば、それより前に実質的なデフォルトと認定される可能性がある<sup>6</sup>。

恒大集団はデフォルトを連発し、経営破たんするのか。あるいは、政府がなんらかのかたちで介入するのか。どのような結末を迎えるか、世界が注目している。「Too big to fail (大きすぎてつぶせない)」ことから、政府は国有化を模索するだろうという見方がある一方(柯[2021])、同集団の債務危機はレバレッジを効かせた不動産業の急激な拡大や、収益性の低い事業多角化に起因するものであるため、国有化の対象にならないとする見方もあり(丸川[2021])、専門家の間でも見解が分かれる。

企業の過剰債務に対するこれまでの中国政府の公式見解を踏まえれば、恒大集団の問題に政府が積極的に介入する可能性は低い。中国人民銀行は、2020年11月に発表した「中国金融安定化報告」において、「ゾンビ企業は法律に従って清算すべきであり、企業の存続を『信仰』に依拠する時代は終わり、秩序ある市場ベースのデフォルトが新たな標準となる債券市場の再建が始まる」とした(中国人民銀行[2020])。「信仰」とは、国有企業はデフォルトを起こさないという「国企信仰」、あるいは、債券は必ず償還されるという「剛性兑付」を指す。恒大集団に対しても厳しい措置が採られるであろうことは、銀保監会の郭樹清主席が、2021年6月、上海市政府主催の金融フォーラムで「住宅価格が決して下落しないと賭けている人は最終的に重い代償を払う」<sup>7</sup>と警告したことからも予想

<sup>6</sup> 「中国恒大、10月3日期限の合弁会社社債に保証—債権者が支払い要求へ」2021年9月28日 ブルームバーグ(<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2021-09-28/R051K7DWX2Q001>)

<sup>7</sup> 「郭樹清：押注房价永远不会下跌的人最终会付出沉重代价」2021年6月10日視察者。

できる。

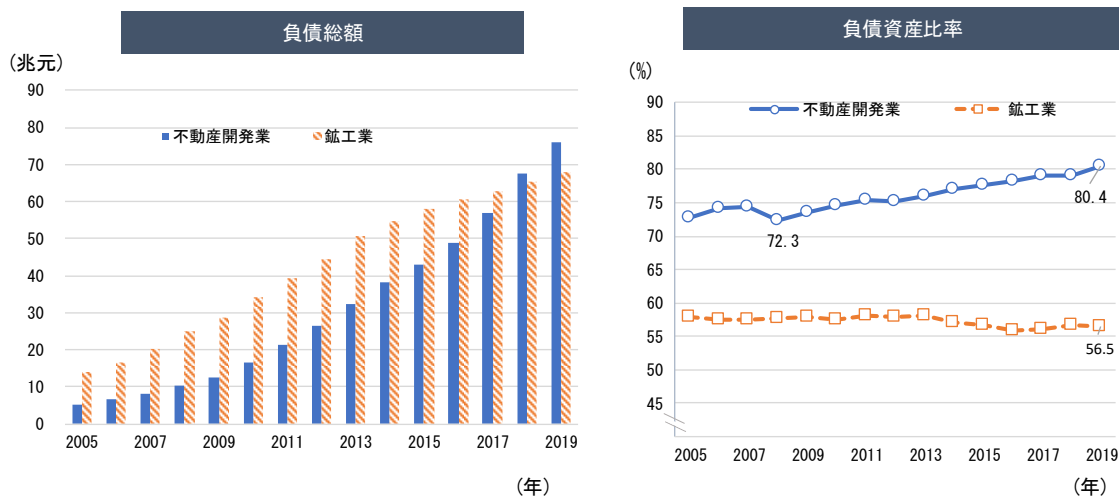
### (3) 政府は傍観者でいられるか

しかしながら、政府は、次に指摘する5点から、“国有企業ではない”、あるいは、“放漫経営が原因”という理由で、恒大集団の経営破たんを傍観することは難しいとみられる。

第1に挙げられるのは、不動産開発業の過剰債務体質が深刻なことである。不動産開発業の負債総額は2018年に67.4兆元に達し、鉱工業の65.4兆元を上回った(図表6左)。不動産開発業は事業の性格上、負債が膨らみやすいとはいえ、GDPに占める割合が鉱工業の5分の1に過ぎない不動産開発業の負債総額が鉱工業より大きいことは、不動産開発業がいかにレバレッジを効かせた経営を行っているかを雄弁に物語る。

しかも、不動産開発業の負債資産比率は約10年間で8.1ポイント上昇し、一定水準を維持する鉱工業と対照的な動きをみせた(図表6右)。債務返済能力は企業によって異なるものの、仮に恒大集団がデフォルトを連発し、債権額の割合に応じて按分弁済を行う「清算」という結末を迎えることになれば、信用不安は他の業界大手に及ぶ危険性がある。

図表6 不動産開発業の負債総額と負債資産比率



(資料) 国家統計局 (NSB) 資料より日本総合研究所作成  
 (注) 負債資産比率 = 負債総額 / 資産総額 × 100

第2は、中国経済に占める不動産開発業の割合が高いことである。不動産開発業が生み出す付加価値は、2018年で6.5兆元とGDPの7.1%を占める。2000年はGDPの5.6%であったことから、不動産開発業は中国経済をけん引する有力産業のひとつといえる。また、恒大集団の負債総額1兆9,665億元の約半分の9,511億元が建設会社などへの買掛金であるように(図表7)、不動産開発業は他産業に与える影響が大きい。不動産開発業と関係の深い建設業を加えるとGDPの14.3%を占め、その規模は鉱工業の30.3%に次ぐ。

第3は、銀行融資に占める不動産関連融資の割合が高く、不動産開発業の債務返済能力の低下が金融システムの安定性を揺るがしかねないことである。不動産関連融資は企業向けの「開発」と家計向けの「住宅ローン」に分けることができる。2005年時点で15%に満たなかった融資残高に占める両者の割合は、住宅ローンの拡大を受け、2019年に30%近くまで上昇した(図表8)。不動産開発業のGDPに占める割合が5.6%であることを踏まえれば、銀行の不動産依存は深刻である。

第4は、中国の住宅需要は居住を目的とした実需だけではなく、投機、つまり、利殖を目的とした投資によってかなりの部分が支えられており、価格変動に対して脆弱なことである。中国人民銀行が2019年に実施した家計の資産調査<sup>8</sup>によれば、都市部の持ち家比率は96%に達する。市場の混乱が収まらず、住宅価格が長期にわたって低下する事態に陥れば、住宅を担保に住宅ローンを組んでいる家計の返済能力が低下し、銀行の不良債権比率を押し上げる危険性がある。

第5は、住宅の開発・販売が円滑に進むか否かが国民生活に大きな影響を与えることである。中国では、相次ぐ不動産開発企業の倒産により、頭金を払ったにもかかわらず住宅が完成せず、住むところがない人が増え、社会問題に発展している。背景には、事前販売制度が普及しているため、不動産開発企業が住宅完成前に頭金を手にできることがある。企業はそれを別の新規投資案件に振り向けてきたものの、2019年以降、多くの企業でそうした自転車操業的な資金繰りが行き詰まるようになった。海南省ではこの問題が広がるのを防ぐため、完成後の物件しか販売を認めないことになった<sup>9</sup>。

以上の5点から、政府は恒大集団の問題が不動産開発業全体に飛び火することは回避すると思われる。ただし、国有企業と同じ、というわけにはいかない。今後予想される政府の介入は、デフォルトを回避するための事前介入ではなく、経営責任を明確にしたうえで、破たんの影響が広い範囲に及ばないようにするデフォルト後の事後介入になると見込まれる。

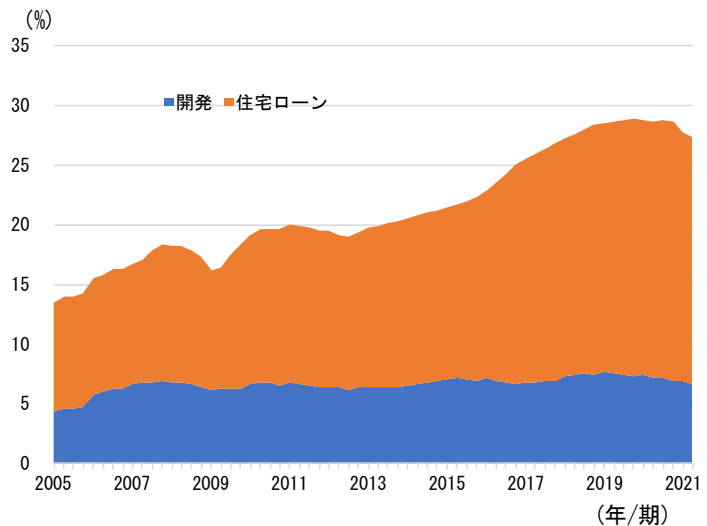
以上の5点から、政府は恒大集団の問題が不動産開発業全体に飛び火することは回避すると思われる。ただし、国有企業と同じ、というわけにはいかない。今後予想される政府の介入は、デフォルトを回避するための事前介入ではなく、経営責任を明確にしたうえで、破たんの影響が広い範囲に及ばないようにするデフォルト後の事後介入になると見込まれる。

図表7 恒大集団の負債内訳(2021年6月末時点)

負債項目	金額(億元)	構成比(%)
負債総額	19,665	100.0
非流動負債	3,938	20.0
銀行借入	3,317	16.9
デリバティブ金融商品	1	0.0
繰延所得税金負債	502	2.6
その他	118	0.6
流動負債	15,728	80.0
デリバティブ金融商品	3	0.0
銀行借入	2,400	12.2
買掛金	9,511	48.4
契約債務	2,158	11.0
当期税金負債	1,655	8.4

(資料)恒大集団資料より日本総合研究所作成

図表8 銀行融資残高に占める不動産関連融資の割合



(資料)CEICより日本総合研究所作成(原典は中国人民銀行)

(注)2021年は6月まで

<sup>8</sup> 「住房擁有率96% 中國家庭資產負債大起底」2020年5月7日 搜狐網([https://www.sohu.com/a/393470253\\_120341284](https://www.sohu.com/a/393470253_120341284))

<sup>9</sup> 「央媒已經發出通知，2021年樓市大風險已出現」2021年5月3日 搜狐網([https://www.sohu.com/a/464345557\\_121070636](https://www.sohu.com/a/464345557_121070636))

## 2. 住宅価格抑制に向けた規制強化により債務削減

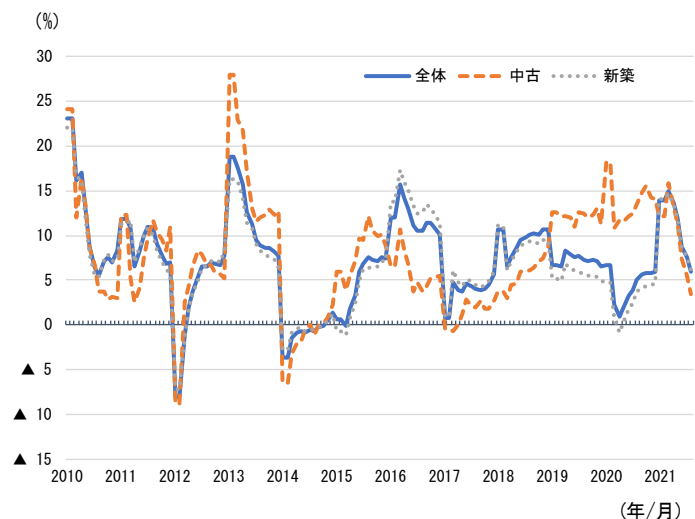
### (1) 収まらない市場過熱に危機感

習近平政権は、2019年7月、中国共産党中央委員会政治局会議において、「不動産を短期的な経済刺激の手段とは考えない」<sup>10</sup>とするなど、市場過熱を警戒してきた。同年4～6月期のGDP成長率は対米貿易摩擦の激化により投資と輸出が振るわず、前年同期比6.7%と27年ぶりの低さとなったが、住宅価格の上昇を懸念し、従来のような不動産市場を使った景気浮揚策を断念したのである。

不動産市場過熱の問題は党人事にまで影響した。2021年5月、市場過熱を放置した責任により、深圳市長を含む幹部が更迭された<sup>11</sup>。深圳市の住宅価格は、2021年1月時点で前年同月比37.7%上昇し、1平方メートル当たり90,049元となり、伸び率、水準ともに北京（同2.3%上昇、同66,493元）、上海（同10.8%上昇、同61,923元）を大幅に上回った<sup>12</sup>。「深圳統計年鑑2020」（深圳市統計局）によれば、同市の世帯当たりの平均住宅面積は57.6平方メートルであるので、住宅価格は単純計算で518万元となる、これは同市の平均可処分所得（年62,522元）の83倍に相当する。

国家統計局が発表する全国平均値をみると、中古住宅の価格が断続的に上昇したことは確認できるものの、新築住宅を含む全体の価格が過去に例をみないほど上昇したとはいえない（図表9）。にもかかわらず、政府が不動産市場の過熱を警戒するのは、政府の想定以上に過熱が続くことに対する危機感が高まったためと思われる。

図表9 住宅価格（前年同月比）



（資料）CEICより日本総合研究所作成（原典はNSB）

### (2) 総量規制と「三道紅線」

不動産市場が過熱した理由としては、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて打ち出された景気対策の主体が、個人の所得補償ではなく、企業の資金繰り支援に置かれたため、その一部が不動産市場に流入したことや<sup>13</sup>、人民元の減価による資産の目減りを回避しようと、安全資産と見做されている住宅に資金が流れ込んだことがあるとされる<sup>14</sup>。

<sup>10</sup> 「将房地產作為短期刺激經濟的手段——從中央政治局會議透視房地產市場發展」2019年7月31日 中国政府網。  
 ([http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/31/content\\_5417630.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/31/content_5417630.htm))

<sup>11</sup> 「中国・深圳市幹部が大量交代 不動産高騰で引責か」2021年5月31日 日本経済新聞。  
 (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM1221P0S1A510C2000000/>)、「中国、不動産で『闇取引』当局の規制と実勢合わず止まらぬ価格高騰、混乱続く」2021年6月14日 日本経済新聞  
 (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM2640X0W1A520C2000000/>)

<sup>12</sup> 「2021年01月全国城市住宅房價排行榜 TOP50」2021年2月5日 搜狐網  
 ([https://www.sohu.com/a/448870495\\_120979477](https://www.sohu.com/a/448870495_120979477))

<sup>13</sup> 「アングル：中国で投機筋の融資不正利用、不動産過熱の温床に」2021年4月19日 ロイター。  
 (<https://jp.reuters.com/article/china-money-idJPKBN2C60G4>)

<sup>14</sup> 「52兆ドルの中国不動産バブル、コロナでも止まらず」2020年7月12日 The Wallstreet Journal.  
 (<https://jp.wsj.com/articles/SB12483854508233054477504586511840638514056>)



このため、政府は銀行と不動産開発企業に対する規制を強化することで、不動産市場に流入する資金を抑制しようと試みた。

銀行に対する規制として導入されたのが不動産関連融資の総量規制である。中国人民銀行は、2020年末、不動産関連融資と個人の住宅ローンに上限を設けた。具体的には、①中国工商銀行などの大手銀行は不動産関連融資を融資全体の40%以下、うち住宅ローンを同32.5%以下に、②招商銀行などの中規模銀行はそれぞれ27.5%以下、20%以下、③小規模銀行は同じく22.5%以下、17.5%以下に抑制するよう指示した<sup>15</sup>。

一方、大手不動産開発企業の債務削減を促す目的で2020年9月に導入されたのが、「三道紅線」である<sup>16</sup>。「三道紅線」は3つのレッドラインを意味し、①前受金を除く負債資産比率70%以下、②純負債比率100%以下、③保有現金の短期債務比率100%以上という達成目標を設け、その達成度によって有利子負債をどこまで増やせるかが決まるという仕組みである。3つの目標を達成していない企業は有利子負債を増やすことが認められない一方、目標を達成すればその度合いに応じて最大で前年比115%まで増やすことができる<sup>17</sup>。

### (3) 規制強化は一定の成果

不動産関連融資と個人の住宅ローンの上限については、ほとんどの銀行が基準をクリアしている(図表10)。2020年末と2021年6月末時点の状況を比較すると、大規模銀行のなかで基準をクリア

図表10 大規模銀行に対する不動産融資総量規制の成果

(%、%ポイント、億元)

規模	銀行名	2020年末時点				2021年6月末時点					
		不動産関連融資		うち住宅ローン		不動産関連融資		うち住宅ローン		不動産関連不良債権	
		%	超過	%	超過	%	超過	%	超過	億元	増加額*
大規模	工商銀行	35.09	▲ 4.91	30.80	▲ 1.70	33.92	▲ 6.08	30.20	▲ 2.30	319.11	156.73
	建設銀行	39.40	▲ 0.60	34.73	2.23	37.83	▲ 2.17	33.72	1.22	115.64	25.53
	交通銀行	28.07	▲ 11.93	22.12	▲ 10.38	27.88	▲ 12.12	21.86	▲ 10.64	64.61	17.50
	農業銀行	36.08	▲ 3.92	30.80	▲ 1.70	35.03	▲ 4.97	29.82	▲ 2.68	132.70	▲ 9.39
	中国銀行	39.17	▲ 0.83	31.15	▲ 1.35	37.83	▲ 2.17	29.94	▲ 2.56	-	-
	郵儲銀行	35.24	▲ 4.76	33.61	1.11	35.08	▲ 4.92	32.97	0.47	0.12	▲ 0.05
中規模	招商銀行	33.12	5.62	25.35	5.35	32.22	4.72	24.71	4.71	43.28	31.38
	浦发銀行	36.73	9.23	18.00	▲ 2.00	26.17	▲ 1.33	18.89	▲ 1.11	104.64	32.92
	民生銀行	24.76	▲ 2.74	13.37	▲ 6.63	24.09	▲ 3.41	13.75	▲ 6.25	43.49	13.09
	華夏銀行	20.14	▲ 7.36	12.88	▲ 7.12	20.86	▲ 6.64	13.94	▲ 6.06	2.56	2.42
	平安銀行	19.28	▲ 8.22	8.98	▲ 11.02	20.45	▲ 7.05	9.65	▲ 10.35	16.61	10.90
	浙商銀行	20.11	▲ 7.39	6.32	▲ 13.68	22.59	▲ 4.91	9.05	▲ 10.95	10.42	8.96
	興行銀行	34.56	7.06	26.55	6.55	34.62	7.12	25.95	5.95	24.06	▲ 5.15
	中信銀行	26.51	▲ 0.99	20.88	0.88	25.96	▲ 1.54	19.66	▲ 0.34	92.35	▲ 3.98
光大銀行	23.82	▲ 3.68	16.36	▲ 3.64	23.47	▲ 4.03	16.52	▲ 3.48	13.66	▲ 2.68	

(資料)現地報道資料より日本総合研究所作成

(注)増加額は2020年末比、中規模銀行は一部抜粋。網掛け部分は不良債権額が増加、不良債権比率が上昇。

<sup>15</sup> 「中国人民銀行 中国銀行保険監督管理委員会關於 建立銀行業金融機構房地產貸款集中度管理制度的通知」 銀發〔2020〕322号 2020年12月28日。(http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-01/01/content\_5576085.htm)

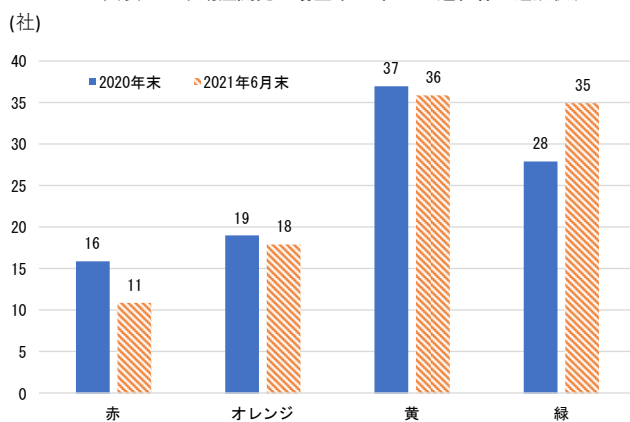
<sup>16</sup> 「“三道紅線”之下 地産股估值邏輯生變」2020年9月5日 東方財富網。(http://finance.eastmoney.com/a/202009051621625284.html)

<sup>17</sup> 「三道紅線預示地産行業進入高質量發展的新階段」2020年9月28日 雪球網。(https://xueqiu.com/9819712720/160094625)

していないのは建設銀行と郵儲銀行の住宅ローン部分に限られる。中規模銀行については、招商銀行と興行銀行が不動産関連融資と住宅ローンの2つをクリアしていない。融資に占める不動産関連融資の割合が高い銀行は、基準をクリアすることは容易でない。

「三道紅線」についても、一定の成果がみられる。不動産開発上場企業トップ100社のなかで、①3つのラインをひとつも達成していない「赤」に該当する企業、②2つを達成した「オレンジ」に該当する企業、③1つを達成した「黄」に該当する企業が減少する一方で、④3つのラインを全て達成した「緑」に該当する企業は増加した（図表11）。このことは同トップ10社にも当てはまる（図表12）。2020年6月末時点では、恒大集団と緑地控股の2社が「赤」に該当したが、2021年6月には両社ともに「オレンジ」に移行した。

図表11 不動産開発上場企業100社の三道紅線の達成状況



(資料)現地報道資料より日本総合研究所作成

図表12 不動産開発トップ10社の三道紅線の達成状況

順位	企業名	属性	2020年6月			2021年6月		
			負債資産比率	純負債比率	短期現金債務比率	負債資産比率	純負債比率	短期現金債務比率
1	碧桂园	民営	81.6	58.1	194	78.5	49.7	215
2	恒大集団	民営	85.3	219.5	52	81.0	99.8	67
3	万科	国有	75.5	27.0	201	69.8	20.2	232
4	融創中国	民営	82.2	149.0	86	76.0	86.6	111
5	保利発展	国有	67.4	72.1	196	67.6	59.0	259
6	中海地産	国有	53.8	31.6	333	53.4	33.8	260
7	緑地控股	混合	82.7	180.3	72	82.8	120.0	134
8	世茂集団	民営	70.8	57.8	177	68.0	50.9	119
9	華潤置地	国有	59.7	45.9	147	60.9	37.4	227
10	緑城中国	民営	74.2	66.1	140	72.5	75.2	201
中央値			74.9	62.1	162	71.2	55.0	208

(資料)現地報道資料より日本総合研究所作成

(注)負債資産比率は前受け金を除いたもの、現金短期債務比率の小数点はN.A.

住宅価格についても低下傾向がみられる。70都市の住宅価格の変化をみると、2021年6月をピークに低下する都市が増え、中古住宅については低下が上昇を上回っている（図表13）。これは、資金繰りに窮した不動産開発企業が資産の投げ売りに打って出たことも影響しているとみられるが<sup>18</sup>、総量規制や「三道紅線」により需要が抑制された結果とみるのが妥当であろう。

住宅価格の抑制に向けた取り組みは、地方政府でも中古住宅の販売価格に対する上限設定<sup>19</sup>や「三道紅線」未達企業に対する土地使用権譲渡の入札参加資格はく奪<sup>20</sup>といったかたちで展開されており、2021年後半は住宅の供給量と価格が低下すると同時に、不動産開発企業の債務削減が進むと見込まれる。

中国では、これまでも何度か不動産バブル崩壊の危険性が指摘されてきたが、その都度、家計、

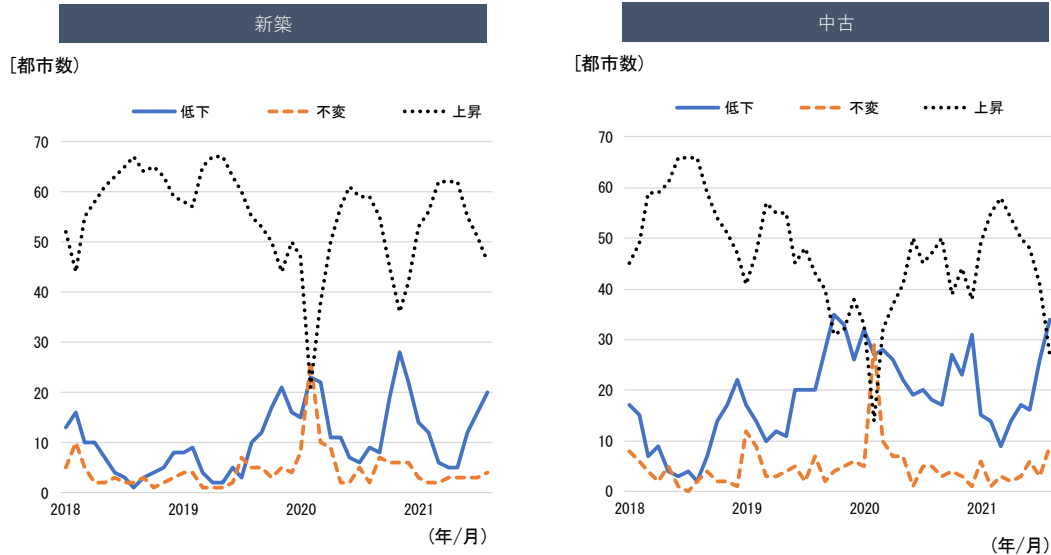
<sup>18</sup> 「中国、売れ残りマンション投げ売り 含み損に抗議も 不動産低迷、19年GDP29年ぶり低水準」2020年1月7日 日本経済新聞。(https://www.nikkei.com/article/DGXMZO54506690X10C20A1FF8000/)

<sup>19</sup> 「二手房限価政策、已在全国多箇/个城市大範圍普及」2021年8月2日 騰訊網。(https://new.qq.com/omn/20210802/20210802A0CK0600.html)

<sup>20</sup> “Chinese developers to focus on debt reduction until 2023 to meet ‘three red lines’ deadline”, 30 August 2021, South China Morning Post.( https://www.scmp.com/business/article/3146791/chinese-developers-focus-debt-reduction-until-2023-meet-three-red-lines?)

銀行、不動産開発企業に対する規制を強化することで、不動産市場の過熱を回避するなど、政府がコントロールしてきた。政府は今回もバブル崩壊を回避できると考えているように見える。

図表13 70都市における住宅価格の変動[前月比]



(資料)CEICより日本総合研究所作成 (原典はNSB)

### 3. 不動産市場が抱える構造的問題—住宅価格の高騰は続かない

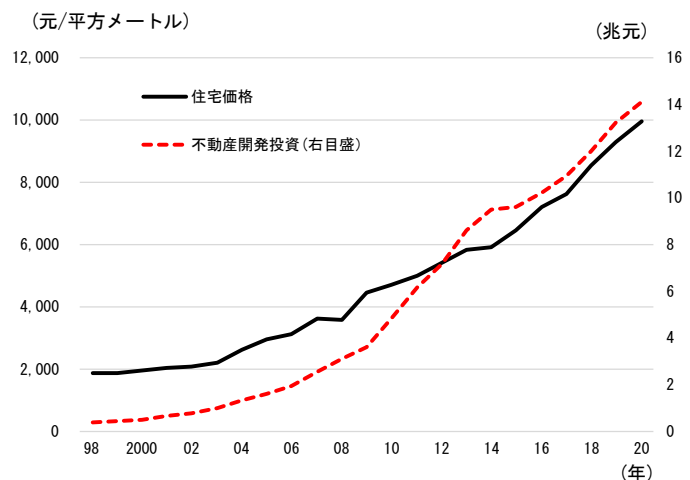
#### (1) 住宅価格の高騰は持続不可能

これまで住宅価格の高騰が中国の経済成長の足枷になることはなかった。しかし、近時の中国はこの経験則が当てはまらない状況にある。住宅価格の過熱抑制に成功したとしても、従来の成長パターンに回帰することは難しいと考えられる。

その理由としては、不動産投資と住宅価格が右肩上がり で推移する好循環が期待しにくいことが挙げられる。中国における不動産投資と住宅価格は年単位の全国平均値でみれば着実な上昇を続けてきた (図表 14)。中国の経済成長は、住宅が家計にとって安全かつ高リターンが期待できる資産とみなされること、そして、住宅価格の上昇を前提にした積極的な不動産投資により支えられてきたといえる。

しかし、図表 14 の両曲線をそのまま上昇方向に延長できると期待するのは早計である。住宅価格高騰の問題は深刻で、過去 20 年と同様の上昇を見込むのは非現実的とい

図表14 住宅価格と不動産開発投資



(資料)国家統計局 (NSB) 資料ほかより日本総合研究所作成

えるからである。世界の主要都市の生活関連情報を整備している NUMBEO が、2021 年 6 月時点で 504 都市を対象に住宅価格が年収の何倍かを示す住宅所得倍率を調査したところ、中国の都市 6 つがいずれも上位にランクインしている（図表 15）。

図表 15 中国の主要都市の住宅所得倍率と調査対象都市における順位

(倍、順位)

都市名	2009年		2012年		2015年		2018年		2021年	
	倍率	順位	倍率	順位	倍率	順位	倍率	順位	倍率	順位
北京	22.3	6	28.6	17	33.1	6	48.1	1	41.7	5
上海	18.1	12	30.4	10	26.7	15	42.8	2	36.0	7
深圳	—	—	41.2	3	20.8	34	40.3	4	46.3	2
広州	—	—	28.1	18	25.4	20	20.9	12	30.5	12
成都	—	—	19.6	30	—	—	—	—	18.2	44
杭州	—	—	—	—	—	—	—	—	26.1	16
大連	—	—	—	—	28.8	12	—	—	—	—
西安	—	—	—	—	10.1	118	—	—	—	—
武漢	—	—	—	—	—	—	—	—	22.4	26
東京	10.5	31	19.0	35	8.7	238	13.8	63	15.4	77
ニューヨーク	7.9	41	10.7	134	8.9	232	12.3	79	10.1	206
ロンドン	14.7	23	14.9	59	16.6	63	22.2	8	15.7	74
平均/対象都市	12.0	65	10.0	383	9.8	488	10.0	275	10.3	502

(資料) NUMBEO 資料より日本総研研究所作成

(注) 2021 年は 6 月値、「—」はデータなし。

この調査は、中国の主要都市の全てを対象にしているわけではないため、その他の都市の住宅価格が安いというわけではない。中国の民間シンクタンクが調査した主要 50 都市を対象にした住宅所得倍率をみると、38 都市で同倍率が 10 を上回る<sup>21</sup>。これは、NUMBEO の 504 の調査対象都市のなかで 200 位以上にランクインする水準である。中国都市部において、住宅は富裕層にしか手が届かないものになってしまったのである。

## (2) 都市化のペースダウンによる需要の後退

長期的な住宅価格の上昇が見込めないもうひとつの理由として、都市化のペースダウンが挙げられる。1980 年代から加速した農村から都市への人口流入は、住宅需要が旺盛で、住宅は値下がりしないという「信仰」を支える役割を果たしてきた。中国の都市人口比率（常住人口ベース）は 2020 年に 63.9%と 1980 年の 19.4%から実に 44.5%ポイントも上昇した。2020 年の都市人口は 9 億 200 万人と、前年から 1,800 万人の増加となり、当面はこれに近い規模の増加が続くと見込まれる。

しかし、これまでと同様のペースで都市化が進むとは考えにくい。中国において、食糧自給率の維持が不変の重要課題である一方で、人口減少が想定を上回るペースで進むと考えれば、都市化のペースダウンは避けられない。発展段階を示す 1 人当たり GNI(国民総所得)と都市人口比率の関係をみても、中国の都市人口比率は上昇余地が限られる（図表 16）。

事実、1,800 万人という 2020 年における都市人口の増加は、2011 年の 2,900 万人の 6 割の規模でしかない。就労目的で農村から都市に流入しているいわゆる「農民工」は、2020 年に前年比 1.8%

<sup>21</sup>「空前警告！不動産泡沫大、很危険」2021 年 4 月 1 日 金融界。(http://opinion.jrj.com.cn/2021/04/01180932264155.shtml)



減の2億8,560万人と統計を取り始めて初めて減少した<sup>22</sup>。新型コロナウイルスの感染拡大の影響があったことは間違いないが、中国は農村の余剰労働力が枯渇する「ルイス転換点」を通過しており（三浦[2011]）、農民工は減少に向かうとみるのが妥当である。

さらに、住宅価格の高騰をもたらすマイナスの経済効果も無視できない。IMFは、経済発展の初期段階では家計債務の増加は経済成長を押し上げる効果があるものの、発展段階が上がるとともにその効果は弱まり、経済の安定性を損なう変動が起きやすくなるとする。中国は2014年に後者の段階に移行している（三浦[2019]）。住宅ローンは、際限なく増える教育費や医療費とともに家計を圧迫し、個人消費を抑制する要因になっている。

住宅価格の高騰に付随する政治・社会的な問題も深刻である。住宅所得倍率が20倍を超える状況では、価格上昇のメリットを享受するのは富裕層に限られ、中間層は無理を押しして住宅ローンを組むしかない。中国では、住宅ローンにより生活に余裕がなくなる人は、住宅の奴隷という意味で「房奴」と称される（三浦[2019]）。「房奴」は、豊かになったようにみえて実際には生活の質が低下した庶民の生活実感を象徴する言葉であり、「横たわり族」（中国語「躺平族」）と呼ばれる物欲が乏しく、競争、勤労、結婚、出産に消極的な若者を生み出す一因にもなっている。

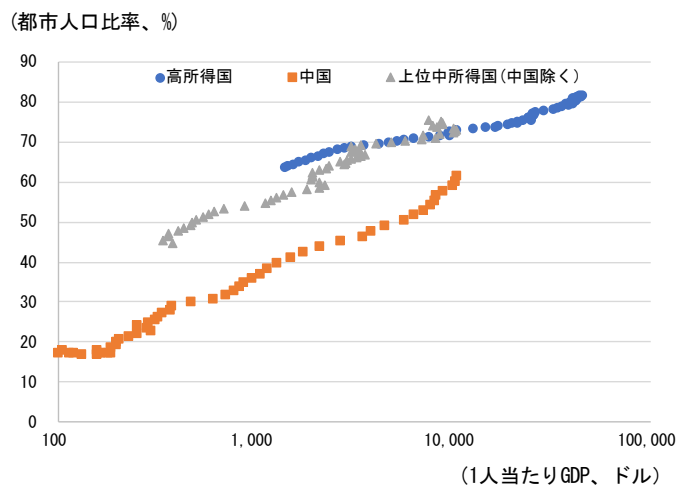
これが、政府、ひいては共産党の求心力に悪影響を与えることは明白である。習近平政権が繰り返し「房子是用来住的，不是用来炒的」（住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない）とするのは、この問題を憂慮しているからにほかならない。第14次5カ年計画に、「国民の幸福感和安心感を絶えず高めるために、最善を尽くし、努力する」（第14編）という文言を盛り込んだのは決して建前ではない。

### (3) 課題は不動産税と相続税の導入

住宅価格の高騰に起因する長期の停滞や社会的不安の高まりに対処するためには、投機目的の住宅需要を削ぎ落すことで住宅価格を抑制するという、これまで避けてきた政策課題に本腰で取り組む必要がある。住宅価格を抑制するには、わが国の固定資産税に相当する不動産税や相続税の導入が効果的である。

前述した高い持ち家比率から判断すると、中国の住宅需要は居住ではなく投機、つまり利殖を目的とする投資によって押し上げられており、銀行や不動産開発企業に対する直接的な介入で価格を抑

図表16 1人当たりGDPと都市人口比率の関係（1960～2020年）



（資料）World Bank 資料より日本総合研究所作成

（注）上位中所得国は、年の1人当たりGNIが4,046～1万2,535ドルの国、高所得国は1万2,535ドル超の国。中国は上位中所得国に属すが、ここでは上位中所得国に中国は含まない。

<sup>22</sup> 「2020年農民工監測調査報告」2021年4月30日 中国政府網。  
 ([http://www.gov.cn/xinwen/2021-04/30/content\\_5604232.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2021-04/30/content_5604232.htm))



制することが難しくなっている。不動産税や相続税の本格的な導入により投機を排除することは、市場の健全化はもちろん、資産格差の是正、さらには、格差の世代間継承を防ぐ効果があり、習近平政権が強調する「共同富裕」にも寄与するはずである。

不動産税はすでに上海と重慶で導入されているものの、税率が低く、市の歳入のそれぞれ3.4%と5.0%を占めるに過ぎず<sup>23</sup>、課税範囲と対象地域の拡大が課題となっている。同税の本格的導入は第14次5カ年計画でその推進が明記され、財政部も前向きな姿勢を示していることから<sup>24</sup>、実現可能性が高いとわが国でも報道されている<sup>25</sup>。しかし、2021年の立法スケジュールに不動産税にかかわる法律は含まれておらず、本当に導入されるかは不透明である。不動産税は2017年10月に起草準備が整ったと報じられたが、立法化されることなくすでに5年が経過している<sup>26</sup>。

不動産税が導入されれば、複数の不動産を保有する富裕層の税負担が大幅に増加し、不動産開発業の成長けん引力は大幅に低下する。導入に際してはこうした副作用をどこまで受け入れるかについての議論が欠かせないが、現在までのところ中国国内でそうした議論がなされている様子はない。「火中の栗」を拾う指導者がいなかったため、導入が先延ばしされてきたというのが実情である。不動産税が導入されるとしても、課税対象が限られ、税率も低いなど、骨抜きにされる可能性があるともみておく必要がある。

### おわりに—政府と富裕層は共犯関係

類をみない水準に上昇した住宅価格にどのように対処するか。不動産市場の健全化を促し、住宅価格の断続的の下落を容認するか。あるいは、大幅な下落に伴う混乱を恐れ、価格が一定程度下落した後に調整に乗り出すのか。習近平政権はどちらを選択しても茨の道を歩むことになる。

高い持ち家率が示すように、中国の住宅需要は投機によって底上げされているため、価格が下落するリスクを絶えず内包している。それでも、住宅価格の上昇が続いてきたのは、住宅価格は上昇するという「信仰」が根強いためである。中国人民銀行の都市家計調査によれば、住宅価格が「下がる」と予想する人は2021年6月時点でもわずか10.0%に過ぎず<sup>27</sup>、その割合は長期的にみると低下している。

政府は繰り返し「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない」としてきたが、実際に住宅が最もリターンの高い安定的な投資対象である限り、その言葉を現実のものとするのは容易ではない。不動産税・相続税の導入はこうした状況を一変させるインパクトを有するが、中国経済に甚大な影響を与える。中国が不動産バブルを回避できるか否かは、つまるところ、“住宅価格は下らない”という「信仰」、そして、それによって底上げされてきた経済の成長メカニズムと決別できるかという、指導部の覚悟にかかっている。

<sup>23</sup> 「這一次，房地產稅真來了！這些城市首當其衝」2021年7月16日 網易。

(<https://www.163.com/dy/article/GF1PL8CT0528OPR8.html>)

<sup>24</sup> 「房地產稅 2021 年開征最新消息：具體什麼時候實施？怎麼徵收？」2021年5月21日 土流網。

(<https://www.tuliu.com/read-132287.html>)

<sup>25</sup> 「中国『固定資産税』一部都市で試行へ 投機抑制狙う」2021年7月17日 日本経済新聞。

(<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM200DN0Q1A620C2000000/>)

<sup>26</sup> 「財政部重磅發聲！又提到了房地產稅，這次真的要來了嗎？」2021年8月19日 騰訊網。

(<https://new.qq.com/omn/20210819/20210819A003C700.html>)

<sup>27</sup> 「2021年第二季度城鎮儲戶問卷調查報告」2021年7月5日 中国人民銀行。

(<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116227/4282868/2021070514353693786.pdf>)

習近平政権がジレンマに直面していることは、恒大集団に対する対応にも現われている。政府が本気で「住宅価格が決して下落しないと賭けている人は最終的に重い代償を払う」（郭樹清銀保監会主席）と考えているならば、恒大集団はもちろん、投機目的で同集団が販売する住宅や投資商品を購入した人を救済する必要はなく、むしろ、格好のみせしめの対象といえる。

しかし、2021年9月最終週に入り、政府は恒大集団に関する報道および閲覧を規制し始めた。背景には、内外の市場の動揺を抑える、あるいは、他の不動産開発企業へ問題が波及することを防ぐという経済的な理由だけでなく、恒大集団の問題が銀行と不動産開発企業に対する規制を強化した政府の責任、あるいは、同集団に救済の手を差し伸べなかった政府の責任ととられかねない、という政治的な理由もあると思われる。

中国人民銀行は、9月27日、金融政策委員会後の声明で、「不動産市場の健全な発展と住宅購入者の合法的な権益を守る」<sup>28</sup>とした。これは、住宅価格の値崩れを防ぐと同時に、住宅購入者を見捨てることはないというメッセージといえるが、投機の排除なしに「不動産市場の健全な発展」は実現しない。政府は、恒大集団の債務危機に端を発する一連の問題を、同集団を悪役に設定し、罰を与えることで終わりとするのではなく、「不動産市場の健全な発展」とは何かを出発点に、改めて政策メニューを考える機会と捉える必要がある。

住宅価格の上昇の恩恵を享受してきたという点において、政府と富裕層は共犯関係にあり、本当に「不動産市場の健全な発展」を望んでいるかは疑わしい。中国人民銀行の家計の資産調査によれば、上位20%の世帯が保有する資産は資産全体の63.0%を占め、下位20%の24倍に達する。中国の資産格差は非常に大きく、所得格差の6倍を大幅に上回る（三浦[2021]）。その資産の7割が住宅である。習近平政権が不動産税の本格的導入に踏み込むか否かは、不動産市場の健全化はもちろん、「共同富裕」の実現に向けた本気度を測るという点でも重要である。

<sup>28</sup> 「中国人民銀行貨幣政策委員会召開 2021 年第三季度例会」2021 年 9 月 27 日 中国人民銀行。  
(<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4350647/index.html>)



## 参考文献

(日本語)

柯隆[2021].「恒大危機：社会主義の中国で不動産バブル、破綻回避し国有化模索か」2021年10月4日 nippon.com. (<https://www.nippon.com/ja/in-depth/d00760/>)

丸川智雄[2021].「恒大集団の危機は中国バブル崩壊の引き金になるか」2021年9月28日 Newsweek 日本語版.( [https://www.newsweekjapan.jp/marukawa/2021/09/post-75\\_1.php](https://www.newsweekjapan.jp/marukawa/2021/09/post-75_1.php))

三浦有史[2011].「中国の余剰労働力と都市労働市場のインフォーマル化—『第二次農業センサス』からみた農民工の実態」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』Vol.11 No.41. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/5461.pdf>)

三浦有史[2019].「中国が直面する家計債務増加のリスクとジレンマ」日本総合研究所『JRI レビュー』2019 Vol.4, No.6. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10925.pdf>)

三浦有史[2021].「『』」日本総合研究所『アジアマンスリー』2021年10月号. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/asia/pdf/12903.pdf>)

(中国語)

中国人民銀行[2020].「中国金融稳定报告（2020）」. (<http://www.gov.cn/xinwen/2020-11/07/5558567/files/d7ba5445e5204c83b37e3f5e07140638.pdf>)

