

灰色のサイ

－ 不動産バブルの持続的拡大と中国債務の現在 －

信金中央金庫 地域・中小企業研究所主席研究員

平岡 芳博

(キーワード) 中国経済、灰色のサイ、不動産バブル、住宅用不動産、デベロッパー、
三道紅線、総量規制、恒大、住宅ローン、デレバレッジ

(視 点)

中国の不動産バブルが言われて久しい。

中国の金融当局者が発表した論文で「灰色のサイ」(通常の状態の延長線上で予測可能であるにもかかわらず直視されることがなく、ひとたび発現すると大きな問題となり得るリスク)とも名指しされたこのバブルに対し、中国政府は2020年後半に不動産関連融資の総量規制を含む政策を発表するなど、リスク対応に舵を切った。

これが契機となって表面化した恒大集団の経営危機等は、日本版バブルの崩壊(地価の下落が企業のバランスシートを直撃することとなった)を一面で想起させるが、中国“不動産バブル”の方は主なリスクの所在が住宅物件であるなど、日本のケースとは様相を異にしている。

本稿では、中国の住宅用不動産を取り巻く環境や、不動産バブルの形成に至った構造的要因を示すとともに、リスクの質や重さを推定し、健全化に向けた方向性についても展望する。

(要 旨)

- 中国の住宅市場を構成しているのは主に集合住宅(分譲マンション)である。
- 歴史的・社会背景的な要因が、住宅物件を取り巻く権利関係や、ひいては中国の不動産バブルそのものを特徴づける構造要因ともなっている。
- 銀行等は、デベロッパーに対する開発資金・運転資金の貸出という供給サイドと、個人に対する物件購入資金の貸出という需要サイドの両面から、取引の成立を支える役割を果たしている。
- 個人向けの住宅ローンについては、不良債権比率が極めて低い現状にあるものの、現下の不動産マーケットの状況からは、不良債権比率の上昇圧力が存在しているとみられ、今後は家計の債務負担も高まることが予想される。
- 積み上がった不動産バブルの縮小に向け、デレバレッジの途を用意しておくことが重要。また、地方政府の新たな財源創出や、税体系の整備等、実需に見合った住宅マーケットの創出の観点からの環境整備も求められる。

はじめに

2020年8月、中国の金融当局者が発表した論文で「金融安全に対する最大の灰色のサイ」と名指しされたのは、不動産バブルであった。

「灰色のサイ」とは、「ブラックスワン」（黒い白鳥。ハクチョウは白いものという常識を覆して“発見”されたオーストラリア固有種のように、既存の知識や経験からは予測不可能かつ極端な事象で、実際に起きると甚大な影響を及ぼすリスク）との対比で、「（普段はおとなしいが、暴れだすと手が付けられないサイのように）通常の状態の延長線上で予測可能であるにもかかわらず直視されることがなく、ひとたび発現すると大きな問題となり得るリスク」のことである^(注1)。

中国経済で「灰色のサイ」の例えが登場したことは、それ以前にもあった。積み上がった債務（特に企業部門）を念頭に構造改革派の立場から「灰色のサイへの備え」を説いた周小川・中国人民銀行総裁（当時）の論考（2017年1月）はその一例である。経済関連のシンポジウムで楼繼偉・元財政相が「中国で金融システムリスクが発生する確率は、2008年に起きた世界金融危機前の米国の金融リスクより高い」と警鐘を鳴らしたのもその頃（2018年1月）のことである。

企業債務と金融システムリスクに関する

周・前総裁や楼・元財政相の指摘は、その後の経済運営が比較的早期に景気対策重視に転じたこともあって、構造改革としての推進力を得るには至らなかった。

現下の「灰色のサイ」である不動産バブルに関しては、債務関連規制の導入を契機とした大手デベロッパーの経営危機が日本でも盛んに報じられた。土地バブルの崩壊が企業のバランスシートを直撃した日本版バブルからの連想もあって、崩壊時の波及先は企業と捉えがちであるが、そもそも中国“不動産バブル”の方は所在が住宅物件であるなど、日本のケースとは様相を異にしており、波及先は企業だけとは限らない。

本稿では、中国の不動産市場を取り巻く構造等も踏まえながら、不動産バブルの所在と形成に至った構造要因を探り、付随するリスクの質や重さを推定するとともに、健全化に向けた方向性を展望する。

1. 中国経済の拡大・減速と構造要因の振り返り

不動産バブルの検討を始める前に、これまでの中国経済の発展過程を振り返っておきたい。目新しい情報ではないが、不動産バブルを生みだした下地が中国経済の発展構造自体にあるとも言えることから、改めて概観するものである。

中国経済は、過去10年以上にわたって異

(注)1. 「灰色のサイ」の名付け親であるミシェル・ワッカー（Michele M. Wucker）氏は、その著書“*The Gray Rhino*”（2016年）の中で「灰色のサイ」につき「目視すべきだが往々にして見ていない脅威、あるいは見ていたとしても故意に受け流している脅威」、「高い蓋然性と甚大な影響を伴う脅威」、「自分たちの方向を目標けて2トンのサイが角を向けチャージを掛けようとするときのように、到来しつつあることを直視すべき事象」と表現している。

例の高速成長を遂げてきた。足下では2022年のGDP実質成長率目標が「5.5%前後」に設定されるなど相応の減速を見せているが、それでも5%台の年成長率といえれば7～8年で実額が1.5倍に拡大するペースである。

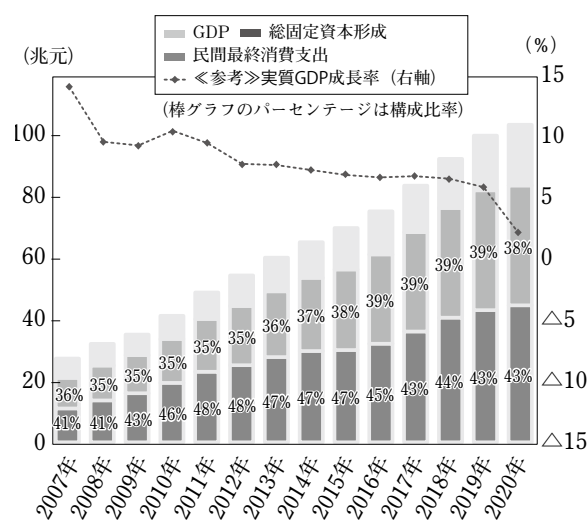
よく知られているように、2008年の世界金融危機（リーマンショック）直後に中国政府が掲げた経済政策が、いわゆる「4兆元^{（注2）}の景気刺激策」であった。社会基盤や生産設備への重点的な資金配分を通じてGDPの拡大を図る「投資けん引型の経済政策」である。高水準の投資はGDPの拡大に直結した反面、投資という「特需」の恩恵に与るところが大きかった大型国有企業等において非効率な収益構造が温存されるという副作用を生んだ。その結果、「投資けん引型の経済政策」を続けるうちに、特に製造業において過剰設備や過剰生産を生み、製品価格の下落が収益を圧迫するという悪循環となって現れたのである。

「投資けん引型の経済政策」はまた、特に企業部門に債務の増大をもたらした。投資原資の多くが借入で賄われたからである。生産性の創出につながらない債務の存在は成長の重石となる。

中国の名目GDPの推移（図表1）を見ると、まず中国のGDP拡大がいかにもハイペースであったかが実感される。もう一つ目を引くのが、「総固定資本形成」の大きさである。名目GDPに占める割合は、世界金融危機後の2010年から一貫して40%台半ばという異例の高水準で推移している。「投資けん引型の経済政策」は今に至るまで継続していると言えよう。

一方で、中国国家統計局が別途開示している「固定資産投資」関連の数値をたどると、2016年ごろから、民間投資の伸びの鈍化を補うように、不動産開発投資が水準を上げてきていたことが分かる（図表2）。すなわち、

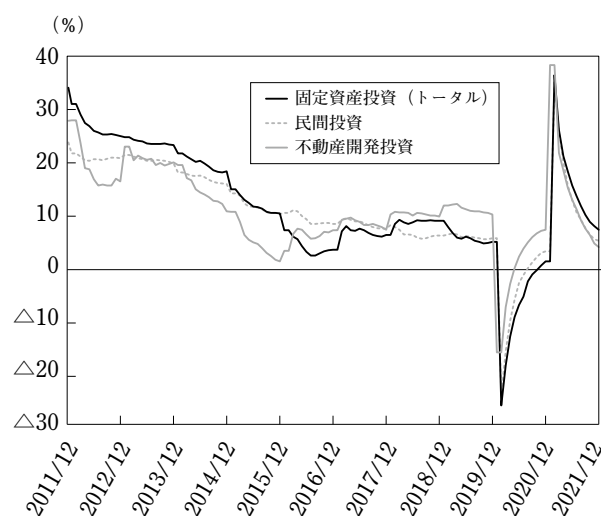
図表1 中国 名目GDPと投資・消費の推移



（備考）中国 国家統計局資料より作成。図表2も同じ。

（注）2. 当時のレートで約57兆円に相当。

図表2 固定資産投資の伸び率（前年同期比）



ここ5～6年の経済成長は、同じ「投資けん引型」ながら、不動産部門による下支えがあったことが窺える。ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授の指摘によれば、中国の不動産・建設業（関連業界を含めた広義の不動産業）が中国の経済活動に占める割合は約29%と他国の水準を大幅に上回っている^(注3)。不動産投資によるGDP拡大効果は大きいが、経済的には将来の成長エンジンを形づくるとは考えづらい。

2. 中国不動産市場の概観

中国の不動産バブルの主な舞台となっているのは住宅市場である^(注4)。同じ“不動産”バブルでも、かつての日本においては、地価の高騰が企業の資金調達力を拡大し、資金が企業のバランスシートに流れ込んだが、中国の不動産バブルにあっては、住宅開発と住宅購入を通じ企業と個人に資金が流入した。

中国の住宅市場を構成しているのは主に集合住宅（分譲マンション）である。歴史的・社会背景的な要因が、マンションを取り巻く権利関係や、ひいては中国の不動産バブルそのものを特徴づける構造要因ともなっており、以下、それらを列挙する。なお、☒で示した数値は、「中国人民銀行調査統計司」が都市部住民世帯を対象に実施したサンプル調査（『2019年中国城鎮居民家庭資産負債情況

調査』）の結果から一部を書き出したものである。

- ☐ 中国の土地は公有であり、企業や個人による所有・売買は禁じられている。（計画経済の時代、住宅は福祉の一環として低家賃で支給されていた。）
- ☐ 1990年に土地使用权（居住用地の使用年限は70年）の払下げが可能となった。
- ☐ 1998年ごろから土地使用权を介した分譲住宅の開発や販売が本格化^(注5)
- ☐ 土地使用权の売却代金（払下げ料）は地方政府の財源に充当される。（いわゆる「土地財政」）
- ☐ 中国では賃貸市場は主流でなく、結婚に際し（親族から資金をかき集めてでも）マンションを購入するのが伝統的
- ☒ 都市部世帯の住宅保有率は96.1%。
- ☒ 保有住宅軒数は「1軒」が58.4%、「2軒」が31.0%、「3軒以上」が10.5%で、平均保有軒数は1.5軒。

複数の住宅を保有している世帯が半数近くに上るという調査結果にも表れているように、中国において住宅用不動産は多分に「資産形成」あるいは「(値上がり目的の)投資対象」としての位置づけを有している。その背景としては、安心・安全性に長けた金融商品の少なさや、現物資産を指向する国民的な

(注)3. 2016年実績。Kenneth S. Rogoff, Yuanchen Yang (2020), *PEAK CHINA HOUSING*, NBER Working Paper 27697

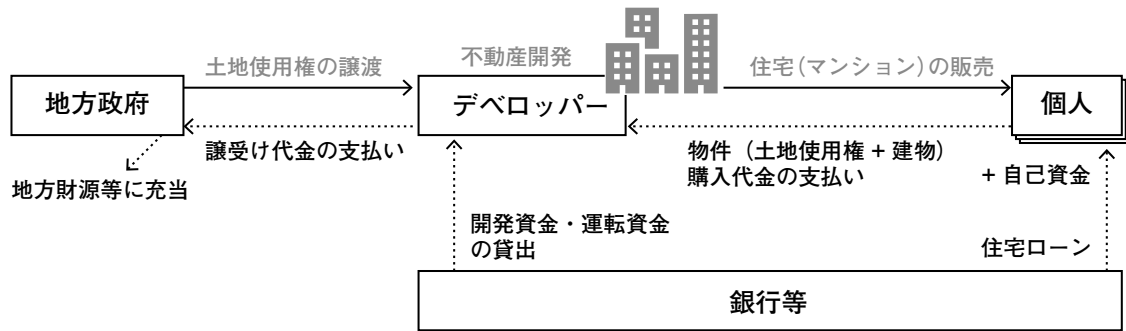
4. 国家統計局によれば、不動産販売総面積の推移は以下のとおり。

＜不動産販売総面積＞ ＜うち住宅＞

■2010年	10.5億㎡	9.3億㎡
■2020年	17.6億㎡	15.5億㎡

5. 土地使用权を介した住宅用不動産の“市場化”開始の動機として、1997年のアジア金融危機の影響に抗うための内需拡大があったとされる。（『北京週報日本語版』2019年9月17日）

図表3 中国住宅販売の模式図



（備考）信金中央金庫 地域・中小企業研究所 作成

どが指摘されている。

以上の整理を踏まえ、資金調達面も加えて住宅市場の概要を模式的に示せば図表3のようになる。

地方政府から土地使用権の譲渡を受け、街の開発や分譲マンション建設の役割を果たすのがデベロッパーであり、個人は物件（土地使用権＋建物）を購入する。銀行等は、デベロッパーに対する開発資金・運転資金の貸出という供給サイドと、個人に対する物件購入資金の貸出という需要サイドの両面から、取引の成立を支える役割を果たしている。

3. 中国住宅価格の動向と水準

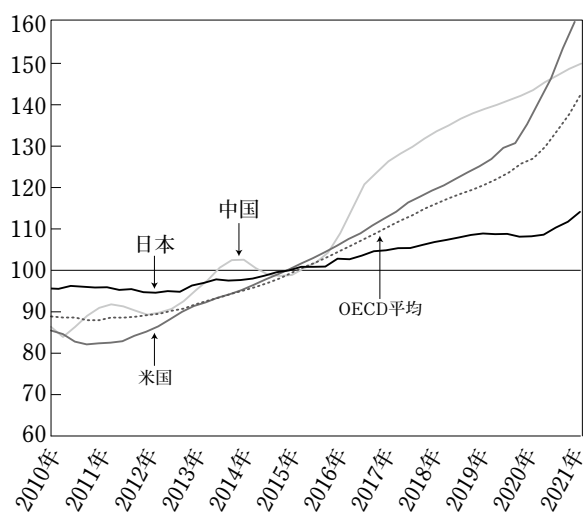
(1) 住宅価格の推移

ここで、中国の住宅価格のこれまでの動向を確認しておきたい。

図表4は、2010年以降の住宅価格指数の動きを、中国、米国、日本、OECD平均別に示したものである。量的緩和といった環境もあり、各国とも総じて緩やかな上昇を示す中、中国の上昇幅が相対的に大きかったことが見て取れる。

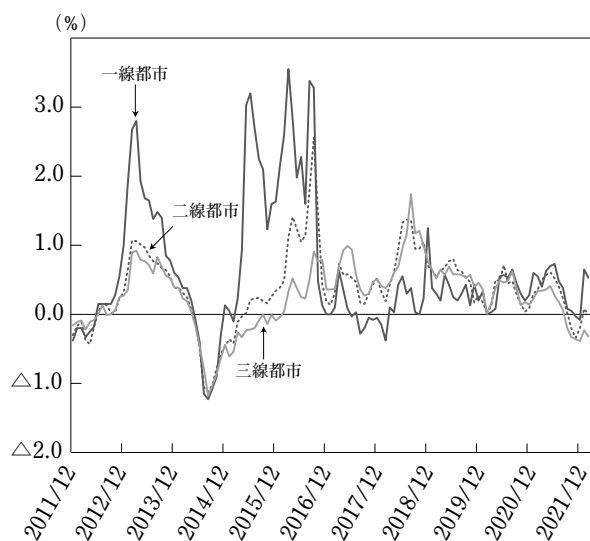
図表5は、中国住宅価格の推移（前月比）

図表4 住宅価格指数の推移（2015年＝100）



（備考）OECDデータベースより作成

図表5 中国住宅価格の推移（前月比）



（備考）Bloomberg、中国 国家統計局資料より作成

を、都市区分^(注6)別に示したものである。

中国の住宅価格は、時々の金融政策とも連動する形で、2016年ごろまで上下に振れていたが、2016年後半に不動産政策の転換があり、その後は変動幅が縮小している。

(2) 住宅価格の水準

不動産価格の高騰が“バブル”の域に達しているかを見るには、不動産価格のすう勢とともに「割高感」を測ることが必要である。なお、バブルの発生とは、経済的諸条件からは考えられないほどのレベルまで資産価格が上昇することであり、資産価格と本源的価値の乖離額が“バブル”に当たる。

中国住宅価格の割高感を測るため、「住宅価格／可処分所得比率^(注7)」を国や都市別に拾った結果は、図表6のとおりである。

中国の住宅価格の伸びは都市規模別にバラつきがあるが、「住宅価格／可処分所得比率」は北京、上海、深圳等の一線都市を中心に極めて高く、中国全体としても他国に水を空けた水準に達していることが見て取れる。

中国全土とは言えないまでも、“定期借地

権”付きの物件の価格が各地で可処分所得40年分の高値に達している状態は、“バブル”が存在することの証左と言えよう。バブルの継続は少なくとも10年にわたっているとみられ、持続性の点からも異例と言える^(注8)。

4. 2020年の不動産関連規制とその影響

(1) 「三道紅線」と“総量規制”

中国の金融当局者が論文の中で不動産バブルを「金融安全に対する最大の灰色のサイ」と論じた2020年8月から12月にかけて、不動産分野で2つの政策が発表された^(注9)。それぞれの骨子は以下のとおりである^(注10)。

① 「三道紅線（3つのレッドライン）」政策（2020年8月）

- デベロッパーの財務数値に関し3つの“レッドライン”を設定
- 3つのレッドラインは
 - A) 前受金等を除いた負債の対資産比率 > 70%
 - B) 純負債の対資本比率 > 100%
 - C) 現預金の対短期負債比率 < 100%

図表6 住宅価格／可処分所得 比率

	米国	日本	(東京)	中国	(北京)	(上海)	(深圳)
2010年	2.68	13.61	11.64	17.13	22.29	20.68	—
2015年	2.62	9.24	8.66	26.42	33.06	26.68	20.75
2020年	3.52	13.00	13.97	29.06	44.18	41.49	44.90

(備考) NUMBEO資料より作成

(注)6. 中国の経済メディア「第一財經」グループによる等級区分（337都市を6グループに分類）。「一線都市」が北京、上海、広州、深圳の4都市。「二線都市」が大連や珠海など30都市。「三線都市」は70都市。

7. NUMBEOデータ “Price to Income Ratio”。ウェブサイトによれば、サイズ90㎡のマンション価格(中央値)と世帯あたり可処分所得(中央値)による比率とされている。

8. 日本の土地バブルや米国の住宅バブルはほぼ5年で崩壊。

9. 実施は2021年の年初からとされるが、発表の時点で一定の“アナウンス効果”が生じたものと思われる。

10. 各種報道、レポート類に基づきまとめたもの。計算式の記載は省略している。

- 該当（抵触）するレッドライン数の多寡に応じて、当該デベロッパーに適用される有利子負債の年間増加率の上限が変動（「0%」から「15%」まで）

②不動産関連融資の総量規制(2020年12月)

- 商業銀行に対し、不動産関連融資残高の限度割合（不動産関連融資、個人向け住宅ローン）を設定
- 各限度割合は、融資銀行の類型（「大型国有銀行」「中型銀行」など）に応じて決定
- 限度割合を超過している銀行については、超過ポイントに応じた猶予期間内には是正

これら施策から直接の影響を受けて経営危機に直面した筆頭は、大手デベロッパー「恒大集団」であった。恒大集団は、高レバレッジ経営の下、業種特性でもある資金回収期間の長さを物件の先行販売や支払サイトの長期化等で補う、いわば自転車操業的なビジネスモデルで事業を拡大してきたが、「三道紅線（3つのレッドライン）」のすべてに抵触していることで新規借入が難しくなり、それが資金繰りに影響した。

置かれている状況については同業他社も大きくは変わらない。中国の大手デベロッパー上位30社のうち20社が「三道紅線」のいずれかに抵触しているとされ^(注11)、デベロッパーの多くは中期的に債務削減を余儀なくさ

れるものとみられる。

なお、恒大集団は、2021年12月に複数の格付機関から一部デフォルトの認定を受け^(注12)、前後して広州省政府からワーキングチームの派遣を受けたことが発表された。同ワーキングチームは資産査定等に当たっているものとみられるが、本稿脱稿時点において債務再編計画等は発表されていない。

(2) 規制強化の背景等

2020年後半に発表された施策は、不動産バブルの冷却に向け劇薬的な効き目も持ち得る“総量規制”だけでなく、デベロッパーを標的とした「三道紅線」が組み合わされた強い内容となっている。

これらのうち特に「三道紅線」については、中国政府が掲げている「共同富裕」推進の一環として、格差縮小や住宅コスト抑制に向け不動産業界、特に巨額の利益を上げてきた大手デベロッパーに警鐘を与えるシグナルと捉える見方がある。そのように考えれば中央政府が恒大集団を救う可能性は低いものとみられ、今後については、資産査定・債務交渉を経て、国有不動産会社や地方政府等による採算部門の引受けを通じ、仕掛物件の完成・供給を急ぎ社会の混乱を防ぐ、といった方向性も視野に入ってくる。

新築住宅価格は、ここに来て中小都市を中心に下げ傾向にある。これに対し地方政府はマンション販売の促進策を打ち出すなど微修

(注) 11. Bloomberg調べ（2021年10月29日現在）。(2021年10月31日 “Two Thirds of China’s Top Developers Breach a ‘Red Line’ on Debt”)

12. “Restricted default”（2021年12月9日 フィッチ・レーティングス）、“Selective default”（2021年12月17日 S&P Global Ratings）。

正に努めているが、中央政府サイドで“政策的に”繰り出される経済政策には想定を超えた効果を招きかねない（微修正も効きづらい）ものもあり、規制の導入に際しては、シグナル効果の見極めも含め慎重な取り扱いが求められる。

5. 住宅ローンへの波及可能性

図表3で見たとおり、商業銀行はデベロッパーに対する開発資金・運転資金の貸出という供給サイドと、個人に対する物件購入資金の貸出という需要サイドの両面から、取引の成立を（したがって、不動産バブルの形成を）支える役割を果たしてきた。

2020年に発表された2つの不動産関連規制（特に「三道紅線」）がデベロッパー業界に大きく影響したことが大きく報じられたこともあり、不動産関連規制の波及先が専ら供給サイドであるという印象を与えるが、不動産価格に下落があった場合には、商業銀行が同じく融資を出している需要サイドも構造的に影響を受けることになる。

ただ、早い時点で資金繰りに影響を受け一部デフォルトと認定された恒大集団と違って、住宅物件の実勢価格が多少下がったことにより住宅ローンに直ちにデフォルトが生じるわけではない。とはいえ、中国の住宅価格が下がれば担保価値も低下し、洗い替えのタ

イミングで追加担保を要求される可能性等もあり、住宅ローンの現状について把握しておくことは重要である。

住宅ローンに関する統計データ等が十分とは言えないことから、以下、国有4大銀行が有している貸出債権を集計・分析することを通じて住宅ローンの「質」を推定する^(注13)。

(1) 国有4大銀行の貸出債権の概観

図表7は、2012年以降の国有4大銀行の不良債権比率等の推移を示したものである。不良債権比率は近時では低位安定で推移しており、中国の開示データでは「不良債権」とカウントされない「関注」（要注意先に相当）を加えた比率は低下傾向にある。

他方、「不良債権＋関注」の実額を見ると、2015年以降、ほぼ高原状態にあることが分かる（図表8）。

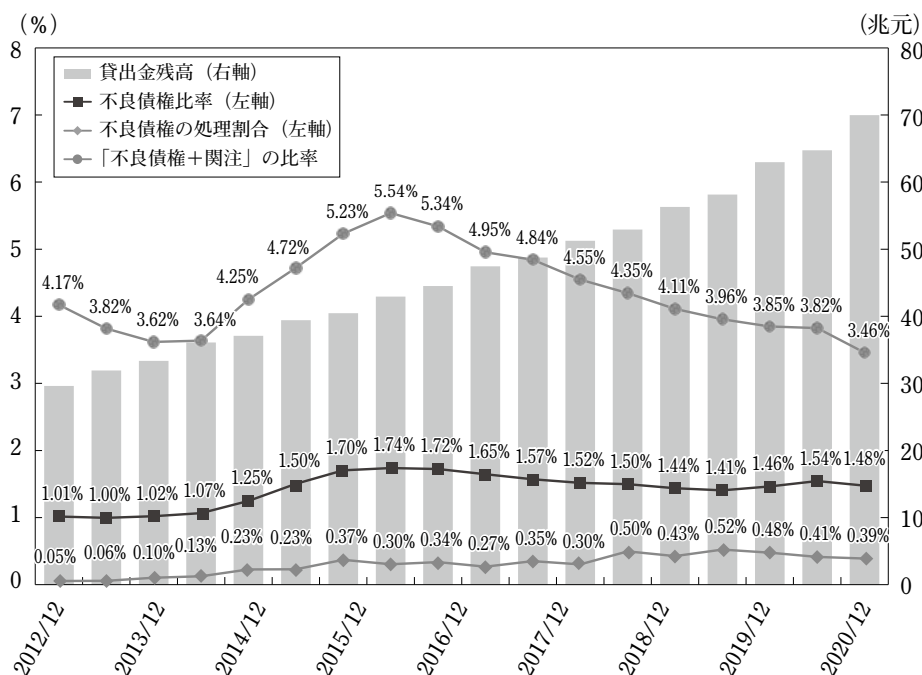
図表9は、貸出金残高等の推移を、大きく「企業向け」と「個人向け」に分けて示したグラフである。「企業向け」の残高が微増にとどまっているのに対し、残高を伸ばしているのが「個人向け」である。「個人向け」の8割方を住宅ローンが占めている。

これらを総合すると、トータルの貸出金における不良債権比率の着きを支えているのは、一つには貸出残高の拡大（特に「個人向け」）と推定される。

(注) 13. 中国の公表数値については、その信ぴょう性に疑念を表する向きもあるが、上場企業にあっては各株式市場のルールに基づいた業績開示がなされており、内容について一定の信頼が担保されている。特に大手企業や海外市場で資金調達を行っている企業などでは開示内容も詳細に亘り、情報の捕捉度も高い傾向が見られる。

中国の「国有4大銀行」（中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行）はこれらの条件に合致しており、しかも中国の銀行業界において高い市場シェア（約40%）を占めていることから、「国有4大銀行」の貸出債権を概観するとともに必要な補正と比較を行えば、中国債務の実態的な「質」をある程度推定することが可能になる。

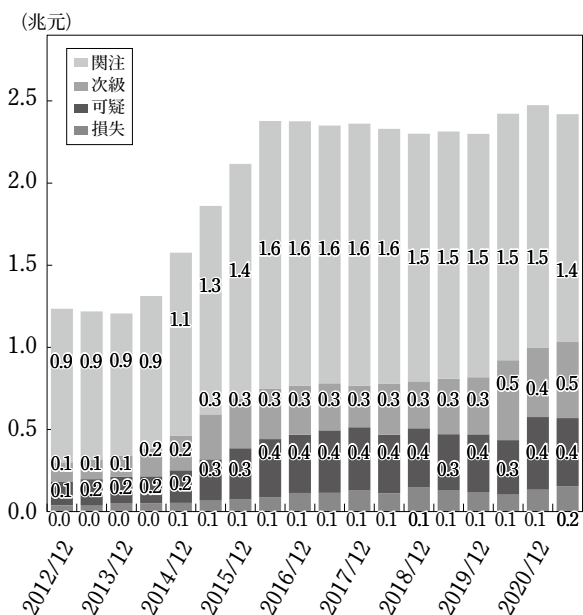
図表7 不良債権比率等の推移（国有4大銀行 合算ベース）



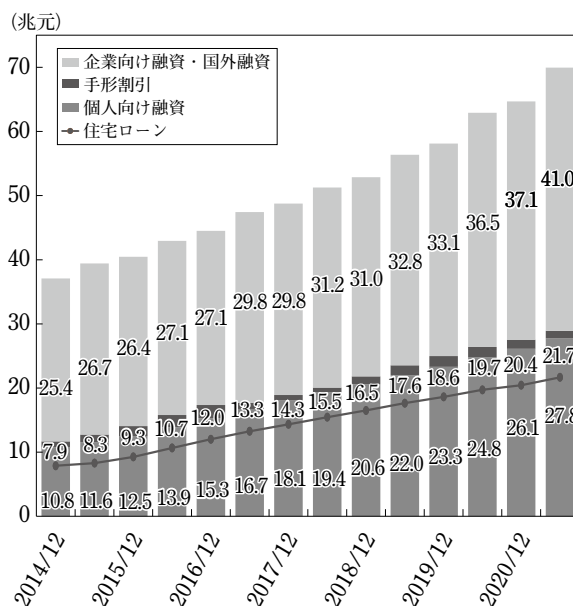
・不良債権比率：各期末の開示不良債権残高（4行計）÷ 各期末の貸出金残高（4行計）
 ・不良債権の処理割合：各期の償却額・譲渡損益（4行計）÷ 各期末の貸出金残高（4行計）
 なお、期中の償却額・譲渡損益は、6月分については中間期決算の数値。12月分については通期決算の数値から中間期の数値を差し引くことにより算出した。

（備考）各行の決算開示資料より作成

図表8 要注意先以下の分類債権 実額（国有4大銀行 合算ベース）



図表9 貸出金残高の推移（国有4大銀行 合算ベース）



（備考）各行の決算開示資料より作成。図表9も同じ。

(2) 住宅ローン債権の状況

図表10と図表11は、国有4大銀行の貸出金の業種分布と不良債権比率（「関注」は含まず）を、それぞれ2016年6月末時点と2021年6月末時点で示したものである。

「不動産業」向けの貸出金（シェアは5％で変わらず）の不良債権比率は1.54％から2.98％へと上昇しているのに対し、「個人」向けの貸出金はシェアを上げる（37％→43％）一方で不良債権比率は低位かつ下げている（0.97％→0.48％）。

平時、個人向けの住宅ローンに関しては、居住用物件で不動産価格の下落など特段の事象がない限りにおいて不良債権比率も低位にとどまるのが通常であり、国有4大銀行の個人向け貸出の低い不良債権比率（2021年6月末時点）は、そのような“平時モード”が反

映されたものと推察される。

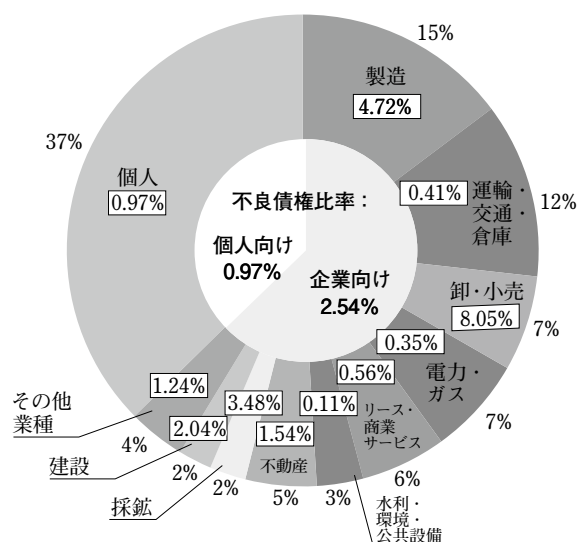
しかしながら、中国における現在の不動産マーケットの状況からは、住宅ローンについても不良債権比率の上昇圧力が存在しているとみられ、今後は家計の債務負担も高まることが予想される。

6. おわりに

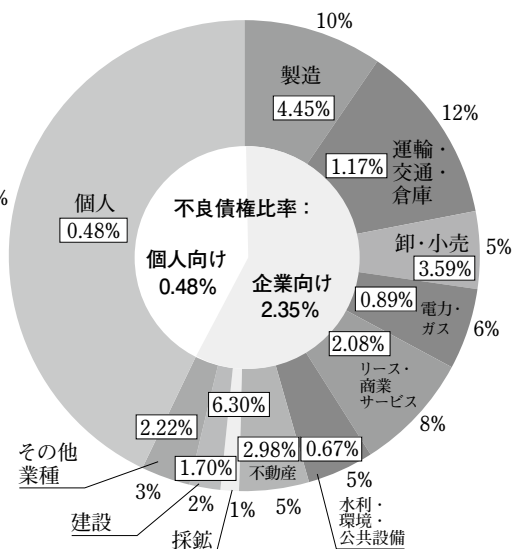
ここまで、中国の不動産バブルの概要につき、構造要因やリスクの内容も含めて点検してきたが、住宅価格の上昇トレンドを逃すまいとする個人の投資熱の高まりの下、経済的諸条件から乖離した価格実勢（バブル）が形成されていることが窺われた。

弾けないバブルはない。重要なことは、貸出の拡大でバブルを支えたり、経済規模の拡大によって希釈することではなく、バブルの

図表10 貸出金の業種分布と不良債権比率
2016年6月末（国有4大銀行 合算ベース）

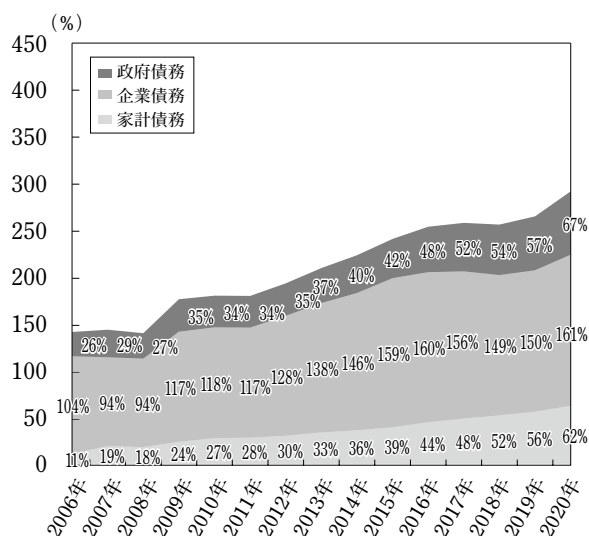


図表11 貸出金の業種分布と不良債権比率
2021年6月末（国有4大銀行 合算ベース）



・ドーナツチャートの外側に示した数値（パーセンテージ）は、貸出金全体に占める割合。
 ・ドーナツの中ほどに囲み線で示した数値（パーセンテージ）は、業種ごとの不良債権比率。
 （備考）各行の決算開示資料より作成

図表12 中国：債務規模(対GDP比)の推移



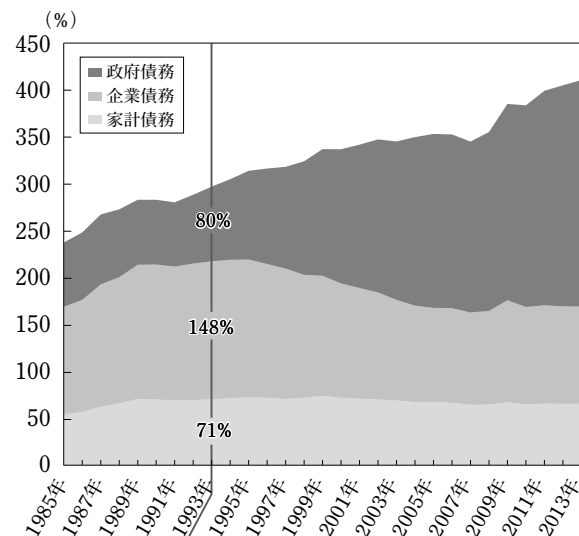
(備考) BISデータより作成。図表13も同じ。

縮小に向けたデレバレッジの途を準備しておくことである。

デレバレッジとは、つまるところ、額面を満たさない資産の損失を確定し、当該損失を関係者でどう分担するかの作業である。

図表12は、中国の政府債務・企業債務・家計債務の残高の推移である。「4兆元の景気刺激策」以降、かつての日本並みの水準まで積み上がった企業債務に加え、個人の不動産投資を反映して最近では家計債務の積み上がりが見られる。日本では、1990年過ぎの地価バブル崩壊で商業銀行に付け変わった含み

図表13 日本：債務規模(対GDP比)の推移



損が、数年をかけて政府サイドに寄せられ(図表13)、その後時間をかけて処理されるという経過をたどった。

中国の政府債務はGDPの6割強と比較的低い水準にとどまっており、その“余力”を活用してバブル残滓の置き所とする等の検討が必要である。

併せて、地方政府による過剰な不動産（使用権）の販売を防ぐため、地方政府の新たな財源創出や、税体系の整備等、実需に見合った住宅マーケットの創出の観点からの環境整備も重要になってこよう。