

今回のテーマ

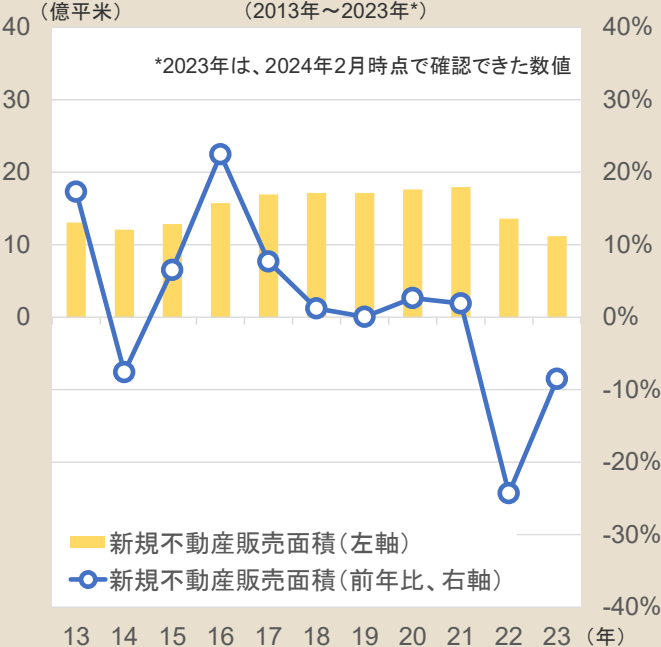
中国不動産： 市場は政府の更なる支援を期待

ポイント

- ・中国政府の不動産支援策は、過去に比べてなお非常に小出しにとどまっている。
- ・不動産支援を行わないことによるリスクは多々あり、市場も政府の更なる措置を期待している。

中国の不動産市場は不調が続いている。2024年はまだ始まったばかりだが、仮にこのままの状況が続くようであれば、2022年、2023年に続いて新規不動産販売額が前年比マイナスとなる可能性も十分にあり得る。

中国の新規不動産販売面積の推移
(2013年~2023年*)



(信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)

中国政府の介入姿勢は過去に比べると弱い

長引く不調を印象付けているのは、政府の介入の弱さだ。中国政府も「不動産を景気対策の手段にしない」とは言いつつ、全く支援策を行っていないわけではない。しかし過去の局面と比較すると、その手法はかなりマイルドだ。現状を、前回大規模な支援策が行われた2014年から2016年頃と比較してみたい。

2014年は、2008年以来初めて、通年で新規不動産販売がマイナス成長となる不況感の強い年だったが、中国人民銀行（中央銀行）は2014年10月から2016年3月の間に預金準備率（平均値）を計3.0%ポイント、最優遇貸出金利のうち、住宅ローン金利の目安となる期間5年超の金利（5年物LPR）を計1.65%ポイント引き下げたほか、2015年から3年間で地方の再開発資金として計2兆元の低利融資枠を提供した。これに対して、今回、2021年6月から2024年2月の間に預金準備率（平均値）は計2.4%ポイント、5年物LPRは計0.7%ポイントの引き下げにとどまる。同期間の低利融資枠の拡大も、2,656億元程度（2024年1月までの数字）だ。

※上記は過去のものであり、将来の市場環境などを保証するものではありません。

中国政府が不動産支援にここまで消極的なのは、一義的には経済面における不動産依存からの転換という政策的理由だが、同時に支援をしたくとも簡単ではないという側面もある。中央財政の健全性や地方財政の困窮を考えれば、安易に財政資金で救うことには慎重とならざるを得ないし、大幅な利下げは銀行の利ざや縮小に繋がる。つまり支援が難しい、というのが正直なところだ。

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

ただし、このまま中国政府の消極的な姿勢が続けば、中国の不動産危機はますます出口が見えないものとなるだろう。巨額の負債を抱える中国不動産大手を巡る対応をみても、中国投資への不安が高まることにも素知らぬ顔で、中国政府の管理姿勢にそもそもの疑問が湧く。現地のアナリストも首をかしげるところだ。

それでは、そんな中国政府が「さすがにここまでくると不動産市場の低迷を座視できない」と思うことがあるとすれば何だろうか。かつては、このトリガーは簡単だった。それは、端的に経済成長目標、そして、その裏にある雇用の確保だった。しかし、以前も触れたように、今日の中国では、経済成長目標というのは、はあまり顧みられなくなったように見える。となると、何か別の視点があり得るだろうか。

中国政府を動かし得る「トリガー」とは？

中国政府を動かし得るトリガーについて、市場でもコンセンサスと言えるものは見当たらないが、敢えて考えると、次の3つがあげられる。

第一に、銀行の経営状況。中国の銀行不良債権比率は昨年9月末時点で約1.6%であり、貸し倒れに対する引当率は200%を超える。これらの数値は2020年以降緩やかな改善傾向にある。しかしこれは全体の平均であって、地方の小規模銀行では不良債権比率は約3.2%と高いにもかかわらず引当率も150%を下回る。2018年以降、中国では問題を抱える中小銀行が当局主導で救済される事例が相次いでおり、足元では中小銀行の不良債権比率も全体と同様低下傾向にあるとはいえ、不動産不況が長期化する環境では、再度ここに問題が生じる恐れはあろう。金融システムの安定性は、習近平政権が一貫して極めて重視している点であることは言うまでもない。

第二に、不動産企業の経営。民営不動産については、ほとんど放任状態の習近平政権だが、2年にわたる不動産不況により、問題は国有企業にも及びつつある。昨年末に深センの大手国有不動産の米ドル建て社債が急落したとき、深セン市政府は間髪を入れず支援姿勢を明確にしており、政府の姿勢の差を印象付けた。国有不動産は政策ツールとしても重要で、ここが大規模に傾くことは避けようとするかもしれない。

第三に、地方財政。地方政府の主たる収入である土地売却収入は2022年に前年比23%減となっており、政府でも不動産低迷が直撃する部門だ。地方政府債務が問題視される中、地方財政は更に緊縮を余儀なくされている。金策に窮した地方政府では、公共事業が滞るのみならず、年金や住宅補助など社会の安定を担う支出にも支障が及ぶことは報道で伝えられる通りだ。このまま地方政府の財政危機が本格化すれば、経済問題を通り越して社会問題となりかねない。

以上3つは、不動産市場の低迷が長期化する場合に、発現すれば中国政府として看過できないリスクと考えられる例で、他にもあり得よう。こう考えると、やはり中国政府が不動産市場の長期低迷を放置するとはなかなか考えにくい。折しも、中国政府は株価対策に注力しており、これはこれで市場の材料ではあるものの、不動産市場への姿勢が変化すれば遥かにインパクトを持つ。政府の施策はマイルドと書いたが、先の5年物LPRを含む金利引き下げが発表された翌日となる2月21日の中国本土株式市場では、銀行株に牽引されて上海総合指数は一時大きく上昇した。市場では、貸出金利の低下よりも、不動産リスク減少が銀行にプラスに働くと解釈が聞かれた。市場が如何にこの問題を気にしているかの証左だろう。不動産は中国政府が認識するリスクの筆頭だ。海外投資家としても、予断を持たずに注目したい。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
www.nikkoam.com/products/column/china-insight