

中国経済

サマリー版

中国不動産市場に対する基本／楽観／悲観シナリオ

2022年8月12日

Chief Investment Office GWM

Eva Lee, CFA, Strategist; Summer Xia, CFA, Analyst; Yifan Hu, Regional CIO and Head Macroeconomics APAC; Kathy Li, CFA, Analyst; Philip Wyatt, Economist; Devinda Paranathanthri, Analyst; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Wayne Gordon, Strategist

- 中国の不動産開発会社は資金不足に陥っており、買い手の信認を失っている。しかし、銀行には十分な資金があり、政府は住宅購入者による住宅ローン返済拒否が他セクターへ波及するのを抑える取り組みを行っている。我々は、協調的な政策対応で不動産危機は収束し、新型コロナ危機後の中国経済の全般的な回復が頓挫することはないとの見方を基本シナリオとしている。
- とはいえ、不動産市場の問題はしばらく続きそうであるため、投資家は不動産関連資産の保有を避けるのが得策だろう。悲観シナリオでは、政策協調が不十分で債務不履行(デフォルト)が続出し、銀行の不良債権が急増するとの見方をしている。その場合、2022年の経済成長率は3%を下回る可能性がある。
- 最後に、中国不動産市場についての我々の基本／楽観／悲観シナリオについて表にまとめた。



出所: UBS Database

中国の住宅市場は周期性が高い

中国の不動産市場は周期性が非常に高く、しかも政府の政策に大きく左右される。従来、政府が建設業や経済成長を刺激すべく緩和政策に乗り出すと、不動産市場は活況を呈してきた。物件の供給量が増加し、債務水準が上昇し、それがある水準に達すると、今度は過熱した価格を抑制する施策に転じる。不動産業が吸収できる資本と債務の額、家計債務の増加、そして不動産市場の投機水準を懸念してのことだ。

21世紀に入って以降、中国の不動産市場はそのような下降サイクルを3度経験してきた。2010~11年、2014~15年、そして直近では2018年半ばから現在までの3度だ。世界金融危機後の2009年には、4兆人民元規模の刺激策の効果で住宅販売が急増した。しかしその後は数年間にわたり過熱抑制策が講じられた。現在のサイクルの前には、スラム街の再開発計画に数兆元が投じられ、需要と負債が持続不可能なレベルまで押し上げられた。この状況を受けて政府は不動産投機を管理しようと、とりわけ負債比率の抑制に積極的に動いた。

不動産は、中国経済にとって依然として非常に重要なセクターだ。住宅販売が経済成長に直接影響を与えるほか、川上から川下まで多種多様な産業に貢献している。不動産投資は国内総生産(GDP)のおよそ25~30%を占め、土地売却は地方政府

にとって最大の歳入源の1つ(財政収入の約30~40%)である。しかし、この状況は変化しつつある。

今回のサイクルの中心にある不動産融資規制「3つのレッドライン」

2014~2016年の上昇サイクルが一巡すると、政策当局は、市場の過熱を抑えて不動産セクターの財務の健全性を改善しようと、2018年に債務削減政策に乗り出した。これらの施策は新型コロナのパンデミック期間中にはある程度の後退を余儀なくされたものの、2020年には新たな政策が導入された。以前の過熱抑制戦略とは一線を画した不動産融資規制、「3つのレッドライン」政策だ。この規制は、最終的に我々が現在直面している状況につながることになる。

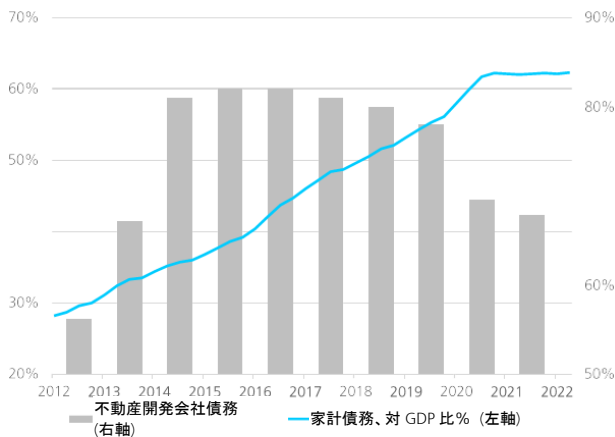
この政策は、銀行融資の条件として不動産開発会社の自己資本、資産、短期借入金に対する負債の比率に制限を設けるものだ。政府はこれまで、プロジェクト・ファイナンスの債務再編や資金不足の穴埋めに必要な資金を調達しようとする不動産開発会社の動きをうまく抑えてきた。当初は、非中核資産を売却するか、増資するか、債務の制約から逃れるために成長が不可欠な不動産開発会社が増えた。ところが、新型コロナのパンデミック発生により、事業環境は大幅に悪化した。

本稿は、UBS AG Hong Kong Branch および UBS AG Singapore Branch が作成した“Chinese economy: Base, bear, and bull cases for China property?”(2022年8月12日付)の一部を翻訳・編集した日本語版として2022年8月23日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

中国経済

不動産開発会社は過去 5 年間で債務圧縮を進めているが、家計債務は過去 10 年間増加が続く

不動産開発会社と家計の債務比率の推移



出所: 企業データ、Wind Financial、シティ・リサーチ

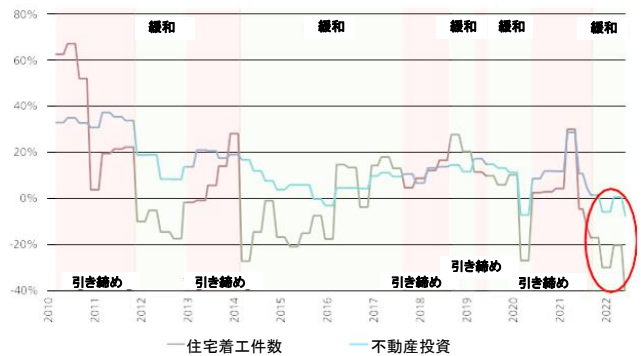
パンデミック下で人々の移動が激減し、中国経済全体の成長率が鈍化したことで、消費者信頼感が後退した。債券の満期到来、自社のオフショア債券への投資需要の低下、そしてキャッシュフローの減少に直面した不動産開発会社は債務不履行(デフォルト)に陥り始め、この傾向は 2021 年第 4 四半期(10-12 月期)以降加速している。その結果、中国の不動産開発会社が発行したハイイールド債の過去 12 カ月のデフォルト率は 64.8% と、記録的な高さに上っている。

特に、2021 年 12 月に起きた中国大手不動産開発会社のデフォルトは大きな転換点となった。このデフォルトを機に各社の事業環境は一変した。地方政府がエスクロー(第三者預託)勘定に関する厳格な管理規制を導入したために、不動産開発会社は物件のプレ販売で得た売上金を自由に使うことができなくなった(訳注:不動産開発会社はエスクロー勘定で完成前物件の売上資金を管理することが地方政府から義務づけられている)。

これにより事態はさらに悪化した。資金難で流動性を確保できなくなった不動産開発会社が、プレ販売済のプロジェクトの建設を中断したのだ。これを受け、住宅購入者が団結し、未完成物件への住宅ローン返済を「ボイコット」する動きが国内で広がった。ローン返済が中断したプロジェクトの数は、ピーク時には約 300 件に達した。

不動産投資は減少しており、経済成長率の更なる足かせとなっている

住宅着工件数と不動産投資、四半期ベースの前年同期比変化率と規制サイクル



出所: 中国国家统计局、地方統計局、中国不動産指数システム、UBS、2022 年 8 月現在

今回は違う

現在の政府の施策からは、中国経済を不動産セクターへの依存から脱却させ、融資と設備投資をもっと生産的な分野に振り向けようとの政府の意図が伺える。「3つのレッドライン」により、政策当局は現在、これまで数十年にわたって続いてきた引き締めと緩和を交互に繰り返す政策による不動産サイクルを打破し、ハイテクと高付加価値分野を中心とした経済の構築に取り組んでいる。したがって、今回の下降サイクルは、中長期にわたる構造的な減速の始まりであろうと我々はみている。

後退から回復の局面に入った今、今回のサイクルと過去のサイクルとの主な違いを 3 点指摘しておく。

第 1 に、住宅販売が回復するとの観測は、中国政府の「ゼロコロナ」政策で怪しくなっている。需給バランスも崩れている。需要よりも供給が多いために、完成物件と未完成物件の在庫が積み上がっており、この在庫は家計による購入(住宅ローンの回復)か、不動産セクターへの救済資金(地方政府の債券発行による可能性が最も高い)によって吸収される必要がある。

第 2 に、住宅購入者によるローン支払い拒否は、ただでさえ脆弱な不動産市場にさらなるリスクとなる。影響が銀行に波及すれば、金融システム全体が機能不全に陥るのではないかというシステムリスクへの警戒感が高まる。そうなれば、銀行はパンデミック後の回復を支えることはできない。

そして第 3 に、政策当局は「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない」という方針を継続する意志の下、以前よりも慎重な政策対応を進めている。具体的には、①銀行に対するプロジェクト・ファイナンス拡大の働きかけ、②エスクロー勘定に的を絞ったプレ販売の統制強化、③現地の資産管理会社(AMC)や国有企業によるプロジェクトの再編または買い上げ、などの方策をすでに導入している。

中国経済

とりわけ、中央政府は政策対応の多くを地方政府に委任している。地方政府は、①未完成物件のための新規資金調達、②不動産価格の安定化のための指導、③不動産開発会社の財務状況を持続可能な水準に戻すための M&A(合併・買収)による再編といった問題の解決に向け、さまざまな当事者と調整しながら住宅の完成と供給を確保する大きな責任を負う。問題は、地方政府が、中央政府からの一定の支援を受けながら、不動産市場の急騰・急落サイクルを繰り返すことなく不動産市場を安定させられるのか、そしてどういう時間軸でそれを実現できるのかということだ。

順調に進捗しているものの、さらなる手当が必要

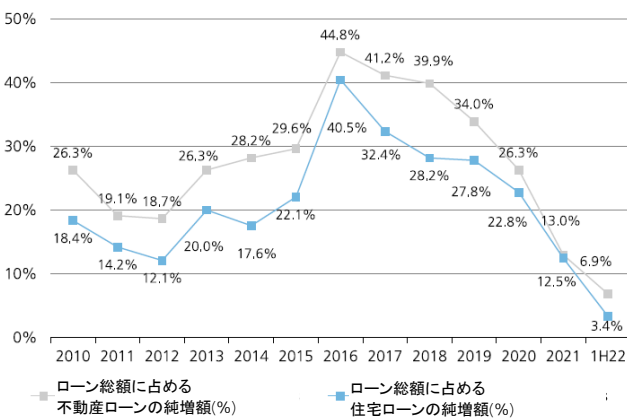
住宅ローンの支払い拒否を抑え、不払い問題を防ぐための当初の取り組みは成功しているように見える。また、問題を抱えたプロジェクトの一部には合併や資産管理会社が開与するケースが増えているようだ。だが、物件受け渡しへの信頼回復はまだ初期段階にある。さらに、バランスシートの修復作業も相当残っている。

我々は、不動産セクターと経済全般に向けた十分な政策支援が奏功し、住宅市場のセンチメントは今後数カ月で正常化し、下期には経済も回復すると考えている。しかし、政策対応が不十分で、住宅ローン支払い拒否問題が収拾せず、ついには不安感から不動産以外の分野からも資金が引き揚げられるリスクは相当残っている。この悲観シナリオでは、景気回復が遅れ、さまざまな資産クラスが大幅に下落すると想定している。

一方、楽観シナリオでは、中央政府と地方政府が協力して非常に強力な政策対応をすることでしている。しかし、その可能性は極めて低い。中央政府は地方市場への介入を抑える意向だからだ。

不動産ローンと住宅ローンは 10 年ぶりの水準に低下

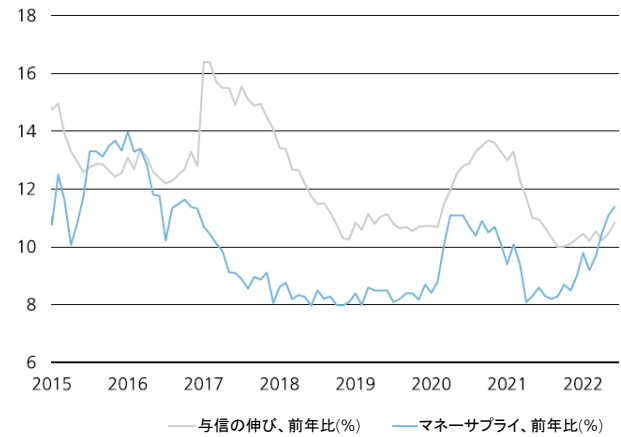
ローン総額に占める不動産ローンと住宅ローンの純増額(%)



出所: 中国国家统计局、中国人民銀行、中国信託業協会、Wind、シティ・リサーチによる推計

与信の伸びは年末までに 10.5%程度に落ち着く見通し

与信の伸び、前年比(%)



出所: CEIC、UBS、2022年8月現在

以下、我々の基本シナリオ、悲観シナリオ、楽観シナリオについて表にまとめた。

中国経済

シナリオ	楽観シナリオ 実現の確率: 10%	基本シナリオ 実現の確率: 60%	悲観シナリオ 実現の確率: 30%
	中央政府と地方政府の双方が市場の信頼維持に向けて強力な支援を行う。	地方政府が主体となって各プロジェクトの物件引き渡しを確保するが、全国レベルでの「バズーカ」級措置は行わない。	緩やかな政策対応により不動産市場のさらなる低迷を防げず、経済全体の回復も遅れる。
定義	中央政府が金融安定化保護基金を設立し、中国人民銀行は与信枠を拡大し、プロジェクト建設の再開、不良債権の買収、専用融資枠の拡大に向けて地方政府／銀行間の調整を図る。	全国レベルでの不動産セクターへの刺激策は限られるが、地方政府がプロジェクト建設の再開、不良債権の買収、専用融資枠の拡大に向けて銀行／国有企業との調整を図る。	全国レベルでも地方レベルでも協調的な政策救済措置が一切行われない。民間不動産開発会社の債務再編の可能性もない。
	住宅ローン支払い拒否問題がさらに広がることはなく、不動産市場のセンチメントは9月から10月にかけて2021年の水準まで回復する。	住宅ローン支払い拒否問題がさらに広がることはなく、不動産市場のセンチメントは9月から10月にかけて徐々に回復する。	住宅ローン支払い拒否問題を抱えるプロジェクトの数が(7月のおよそ300件から)再び増加する。
	中断していたプロジェクト(2020~21年にプレ販売された戸数のうち10%)は、今後6カ月で迅速に建設を再開できる。	中断していたプロジェクト(2020~21年にプレ販売された戸数のうち10%)は、今後6カ月で建設を徐々に一部再開できる。	中断したプロジェクトの大半が今後6カ月では建設を再開できず、流動性の逼迫で中断するプロジェクトが増える。
	銀行は2022年には住宅ローン不良債権の追加引当てをしない。	銀行は2022年には住宅ローン関連不良債権の追加引当てをしない。	銀行の2022年の予想年間利益の最大約20%を不良債権の追加引当てに充てる。
注目すべき指標	不動産市場のセンチメント: 平均販売率は65%程度に上昇(2020~21年は65%、2022年7月末時点は45%)。	不動産市場のセンチメント: 平均販売率は55%程度に上昇(2020~21年は65%、2022年7月末時点は45%)。	不動産市場のセンチメント: 平均販売率は現在の低水準(45%)を維持。
	不動産販売の減少率は、2022年上期の約30%から第4四半期には0~5%程度へと縮小する。	不動産販売の減少率は、2022年上期の約30%から第4四半期には10~15%程度へと縮小する。	2022年下期の不動産販売は、前年同期が低水準であったことによるベース効果にもかかわらず、減少率が約30~35%へと拡大する。
	中央政府による金融安定化保護基金や新たなスラム街再開発計画等の発表。	地方政府の支援策を受け、住宅ローン支払い拒否の影響が大きい主要都市における問題プロジェクトの建設が再開する。	建設中止と住宅ローン支払い拒否問題が増加する。
政策対応	<ul style="list-style-type: none"> 地方政府による強力な介入。 中央政府による本格的な支援: <ul style="list-style-type: none"> 不動産開発会社支援基金(2,000~3,000億人民元規模) スラム街再開発基金(3~5年で1兆人民元以上)。 低所得者向けに低価格住宅240万戸を供給。 	<ul style="list-style-type: none"> 地方政府による支援・介入: <ul style="list-style-type: none"> 銀行からのプロジェクト・ファイナンス資金をエスクロー勘定にも適用する。 地方の資産管理会社と国有企業による再編・買収の促進。 プレ販売勘定(エスクロー勘定)の監督を強化。 都市を特定した不動産の規制緩和。 低所得者向け低価格住宅240万戸供給の実現。 	<ul style="list-style-type: none"> 中央政府と地方政府の対応・介入が弱く、不動産市場に下げ圧力がかかる。
	<ul style="list-style-type: none"> 第4四半期までに、追加のインフラ投資または地方特別債の前倒し発行。 強力な消費振興策。 	<ul style="list-style-type: none"> 既存施策のフル活用。 第4四半期に特別地方債の前倒し発行の可能性。 的を絞った複数の消費支援策。 	<ul style="list-style-type: none"> 低調な政策執行。
	<ul style="list-style-type: none"> 公開市場操作による流動性の注入、的を絞った再融資。 	<ul style="list-style-type: none"> 預金準備率を1~2回引き下げ、再融資と与信基準の緩和を促す。 	<ul style="list-style-type: none"> 預金準備率を2~3回引き下げ、中期貸出ファシリティー(MLF)金利/7日レボ金利を10~20bp引き下げ、中小企業向けの再融資と与信基準の緩和を促す。

中国経済

シナリオ	楽観シナリオ 実現の確率:10% 中央政府と地方政府の双方が市場の信頼維持に向けて強力な支援を行う。	基本シナリオ 実現の確率:60% 地方政府が主体となって各プロジェクトの物件引き渡しを確保するが、全国レベルでの「バズーカ」級措置は行わない。	悲観シナリオ 実現の確率:30% 緩慢な政策対応により不動産市場のさらなる低迷を防げず、経済全体の回復も遅れる。
2022年GDP成長率(前年比)	4.5%超	3~4%	3%未満
2022年社会融資総量伸び率(前年比)	11%超	約10.5%	10%未満
2022年末時点住宅ローン不良債権比率(2021年度末:0.4%)	0.4%	0.4~0.8%	1%超
不動産市況	2022年後半の住宅価格(2022年前半は7%下落)	横ばい	横ばい~3%下落(年初来:7%下落)
	2022年後半の住宅販売(総床面積)(2022年前半は27%減)	16%~19%減	22%~24%減
	2022年後半の不動産投資額、前年同期比予想(2022年前半は5%減)	横ばい~4%減	5%~8%減
通貨	米ドル/人民元	6.2~6.5	6.6~6.9
	豪ドル/米ドル	0.76~0.80	0.71~0.74
株式	MSCI 中国指数	10%台後半の上昇	1桁台後半の上昇
債券	ハイイールド債予想リターン	3~4%	-1%~-3%
コモディティ	銅(米ドル/トン)	10,000~11,000	9,000~9,500

中国経済

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断いただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

中国経済

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があります。その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2022 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号