

No.177 (不定期配信)

東洋証券株式会社  
上海駐在員事務所 所長  
奥山 要一郎  
2007年入社、本社シニアストラテジ  
スト等を経て、2015年より現職

“Great Wall” Street Journal

# 長城街日報

～中国株の現場から～



## 「保交楼」と「認房不認貸」で見る中国不動産市場

2年前に訪れた河南省三門峽。黄河が流れるこの街で、建設途中で放置されたマンションを見かけた。

「デベロッパーが逃げたんだよ」。チャーターした車のドライバーがつぶやく。「我々の血と汗を返せ」などと書かれた抗議の垂れ幕が風になびいていた。「爛尾楼（ランウェイロウ）」と呼ばれる未完成ビル。その最前線はあまりにも寂れていた。恒大問題が大きく取り沙汰される直前のことである。

★ ★ ★ ★ ★

中国の不動産市場が曲がり角を迎えている。これまでの成長神話に陰りが見え、市民の購入マインドも低下中だ。まずは住宅市場の数字を見てみよう。

2023年1～7月期では、住宅開発投資額が前年同期比7.6%減、新規着工面積が同25.0%減、販売面積が同4.3%減といずれも不振。一方、販売額は同0.7%増とわずかながらプラス成長だった。竣工面積も同20.8%増と好調に見えるが、背景には「保交楼」という不動産の引き渡し保証政策がある。これは、デベロッパーの資金難で建設が中断していた物件について政府が完成と引き渡しを支援するもの。要は、「早く作りなさい」とハッパをかけられて再開したプロジェクト分が加算されている。一方、住宅在庫面積は同19.5%増と芳しくない状況だ。

この状況に対して、当局もただ手をこまねいているわけではない。論点は多いが、ポイントは大きく分けて、①保交楼政策の継続、②「認房不認貸」の導入、③市民の投資マインドの改善、になるだろう。

①の保交楼は、未完成物件の不動産ローンの返済停止運動が社会問題化したことを受け、22年8月に実質スタート。政策性銀行が2000億元規模の特別貸出を行い建設再開を後押ししてきた。住宅当局によると、同政策から1年が経ち、資金支援を受けたプロジェクトの再開率は100%近く、引き渡し物件数は165万戸超（全体の60%超）という。中国人民銀

行（中央銀行）は8月17日付の報告で、保交楼政策を24年5月末まで継続すると表明。来年前半までは建設再開・引き渡しが不動産市場の優先課題となる。

②の認房不認貸は、一種の住み替え促進策と言える。「過去に住宅ローンを組んでいた場合でも、現時点で自分名義の不動産を持っていないければ、1軒目の住宅ローン頭金比率や優遇金利が適用される」という建付け。中国では投機防止策として複数の物件購入時に金利負担などを重くするケースがあり、現状ではたとえ住み替えでも2軒目購入とカウントされコストが高く付いてしまう。それを今後は、住み替えならば初回購入とみなし、ハードルを下げましようというもの。より広く新しい物件への引っ越し需要を喚起するのが大きな狙いだ。

③の投資マインドは、景気改善や市況好転を待つしかないのが正直なところ。中国人民銀行による都市部預金者アンケート調査（23年4～6月期）では、不動産価格の見通しは「下落」が「上昇」を上回っている。「向こう3カ月間で支出を増やす項目」という設問（複数選択）に対して「不動産」と答えた者は16.2%に過ぎず、20年以降で2番目に低い水準。市民のマインド改善はやや時間を要しそうだ。

まとめると、保交楼政策を優先させて市民の不安を払しょくし、住み替え促進策で需要を喚起し、とにかく市況が好転するのを待つ——とでもなろう。今後の展開は読みにくいものの、各指標が揃ってプラスに転じるのは来年以降にずれ込みそうだ。

★ ★ ★ ★ ★

以上の見通しは、足元統計やマクロ的観点、政策動向から論じたただけだ。各企業の状況及び戦略は様々なので、今後も紆余曲折があり、突発的な事態が起きることもあるだろう。ただ、「不動産価格は常に右肩上がり」という一種の神話が一旦終了することは衆目の一致するところ。野蛮の成長から理性的発展へ。次なる発展ステージへの模索が続く。

文中の見解は全て筆者の個人的意見です。写真、グラフ、表なども全て筆者によるものです。

最終頁に重要なお知らせ「注意事項」がありますので必ずお読みください。

## ◆ 注意事項 ◆

### 外国証券等について

・外国証券等は、日本国内の取引所に上場されている銘柄や日本国内で募集または売出しがあった銘柄等の場合を除き、日本国の金融商品取引法に基づく企業内容等の開示が行われておりません。

### 手数料等およびリスクについて

#### ①国内株式等の手数料等およびリスクについて

・国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.2650%（税込み）の手数料をいただきます。約定代金の 1.2650%（税込み）に相当する額が 3,300 円（税込み）に満たない場合は 3,300 円（税込み）、売却約定代金が 3,300 円未満の場合は別途、当社が定めた方法により算出した金額をお支払いいただきます。国内株式等を募集、売出し等により取得いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただきます。国内株式等は、株価の変動により、元本の損失が生じるおそれがあります。

#### ②外国株式等の手数料等およびリスクについて

・委託取引については、売買金額（現地における約定代金に現地委託手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額）に対して 最大 1.1000%（税込み）の国内取次ぎ手数料をいただきます。外国の金融商品市場等における現地手数料や税金等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

・国内店頭取引については、お客様に提示する売り・買い店頭取引価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で基準価格を算出し、基準価格と売り・買い店頭取引価格との差がそれぞれ原則として 2.50%となるように設定したものです。

・外国株式等は、株価の変動および為替相場の変動等により、元本の損失が生じるおそれがあります。

### 利益相反情報について

この資料の作成後、掲載された銘柄を対象とした EB 等の仕組債等を東洋証券株式会社が販売する可能性があります。また、東洋証券株式会社またはその関連会社の役員またはその家族がこの資料に掲載された企業の証券を保有する可能性、取引する可能性があります。

### ご投資にあたっての留意点

取引や商品ごとに手数料等およびリスクが異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をご覧ください。

#### **【免責事項等】**

この資料は、東洋証券株式会社が信頼できるとされる各種のデータに基づき投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成したもので、投資勧誘を目的としたものではありません。また、この資料に記載された情報の正確性および完全性を保証するものでもありません。また、将来の運用成果等を保証するものでもありません。この資料に記載された意見や予測は、資料作成時点のものであり、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

この資料に基づき投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、東洋証券株式会社は、理由の如何を問わず、一切責任を負いません。株価の変動や、発行会社の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがありますので、投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

この資料の著作権は東洋証券株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

◇商号等：東洋証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 121 号

◇加入協会：日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

◇本社所在地：〒104-8678 東京都中央区八丁堀 4-7-1

TEL 03 (5117) 1040

<https://www.toyo-sec.co.jp/>

2023 年 8 月 30 日  
審査部審査済