

不動産市場の安定化を下支えするPSL

不動産市場の低迷、固定資産投資の不振を受けて、中国政府は担保付き補完貸出（PSL）を再開した。PSLはこれまで主に老朽住宅地区の立ち退きとインフラ分野への金融支援に使われてきた。24年以降、PSLの規模はさらに拡大し、不動産市場の改革と安定化を後押しするだろう。

人民銀行が不動産関連分野に PSLで資金供給

不動産市場の低迷が続く中、中国人民銀行は2023年12月に担保付き補完貸出（Pledged Supplemental Lending、PSL）を3,500億元実施した。規模は過去3番目に大きい。23年末時点で、PSLの残高は3兆2,522億元となり、資金供給先の大半は不動産分野関連だが、工業団地やインフラ建設への投資にも活用されている。

PSLは人民銀行が14年4月に創設した構造的金融政策ツール¹⁾の一つである。人民銀行が政策性銀行²⁾向けに担保付中長期貸出を提供し、政策性銀行は資金を特定分野にさらに貸し出す。期間は1年で、原則として最多で4回ロールオーバーできる。金利は足元で2.4%³⁾である。

PSL創設時当初の目的は、「棚改（老朽住宅地区の改善）」の立ち退き政策にともなう現金補償に対して、長期的かつ安定した資金源を提供することにあった。

具体的には、政策性銀行は高格付け債券などを担保に人民銀行からPSLを受け、地方政府に貸し出す。地方政

府は貸出金を老朽住宅の立ち退き補償金に充当し、住民から回収した土地を不動産開発会社に譲渡する。受け取った譲渡金はPSL返済に使われるという仕組みである（図表1）。こうして、不動産市場への資金流入と市場の活性化を実現した。

PSLの活用に伴い、PSLの実施対象や投資範囲の拡大が進み、15年10月、実施対象は当初の国家開発銀行から中国輸出入銀行と中国農業発展銀行に拡大され、投資分野に重大水利や海外進出支援プロジェクトが追加された。16年には軍需品や「一帯一路」関連貸出、18年には環境保護、先進製造業、対外貿易のモデル転換などへの使用も認可された。

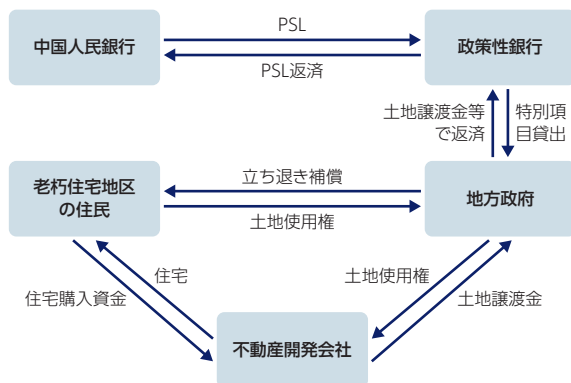
PSLの実施経緯

PSLは14年12月から20年2月にかけて累計3兆6,704億元供給された（図表2）。棚改への資金支援や住宅購入需要の拡大が主な目的である。実施の背景には、景気減速、不動産市場の販売・投資不振、外匯占款⁴⁾の減少への配慮があったものと考えられる。

この間、PSLの実施と棚改における現金補償の推進はほぼ同時進行で進められた。PSL実施以前は、立ち退きへの補償は主に実物（主に建て替え）で行われており、14年末時点の現金補償の割合は9%であった。しかし、住宅在庫の過剰や不動産市場の低迷に見舞われた15年、国務院は現金補償による立ち退き政策の実施を促進する方針を打ち出し、現金補償の割合の下限を50%と定めたことから、16年末時点には、PSLによる現金補償の割合は48.5%に上昇した。

棚改の推進を受け、鈍化していた不動産開発投資の伸

図表1 PSL供給の枠組み

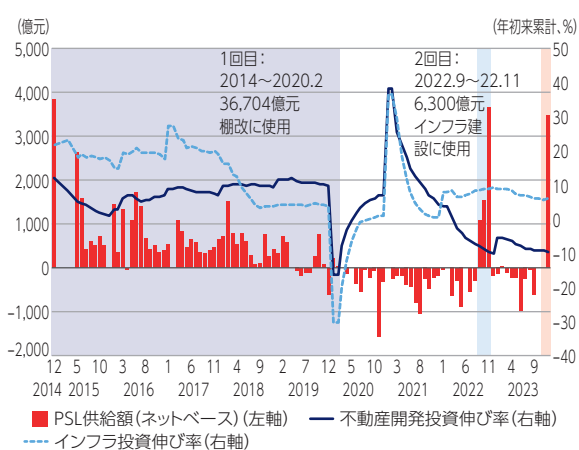


(出所) 各種報道を基に野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 構造的金融政策ツールとは、人民銀行が金融機関の貸出の方向を導き、資金的確な供給と資金誘導の役割を果たすためのツールである。PSLのほか、農業・農民・農村向け再貸出、小・零細企業・民営企業向け再貸出、再割引の3つの長期的ツールと、金融包摂小・零細企業向け貸出支援ツール、二酸化炭素排出削減支援ツール、石炭のクリーンかつ効率的利用を支援する専門項目再貸出、科学技術イノベーション再貸出、金融包摂養老（高齢者介護）を支援する専門項目再貸出、交通物流を支援する専門項目再貸出等の段階的ツールがある。
- 2) 政府により設立され、マクロ経済政策の実施に金融支援・サービスを提供する銀行である。国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行は中国の三大政策性銀行である。
- 3) 金利は創設時の4.5%から2.4%に引き下げられ、24年1月時点のMLF（中期貸出ファシリティ）の金利を10bp下回る。
- 4) 外国為替資金残高。14年までに、人民銀行は主に再貸出と外貨購入（ドル買い）に伴う人民元の市中への放出を通じて通貨を供給していたが、14年に外匯占款がピークアウトし、マネタリーベースを増やす手段は徐々に再貸出、再割引、MLF、SLF（常設貸出ファシリティ）、PSL等へ変わった。
- 5) 19年の棚改専項債の発行規模は7,044億元と前年比124%増。
- 6) インフラ投資は22年1-9月期の前年同期比8.6%増から22年末の同9.4%増に上昇。
- 7) 23年の不動産開発投資は前年比9.6%減。
- 8) 都市の中にあるインフラ未整備の村。
- 9) 16年～20年にPSLは2.59兆元供給され、棚改関連投資を7兆元誘発した。

図表2 PSL供給額と不動産・インフラ投資伸び率



(出所) CEICより野村総合研究所作成

びは下げ止まり、住宅購入が増加し、在庫問題も改善した。しかし、住宅価格が高騰し、住宅市場に過熱感が窺われたため、早くも17年後半には中国政府は補償方法の現金から建て替えへの変更動き出した。

18年のPSLは、棚改が継続され投資範囲も拡大される中で増加基調を維持した。15年～18年のPSLの年平均供給額はおよそ7,500億元にのぼった。しかし、19年には、棚改需要の減少や棚改専項債（レベニュー債）の発行加速⁵⁾を背景に、PSLの供給額は減少方向に転じた。

PSLが再開されたのは22年9月。コロナショックからの景気回復が遅れる中、11月までに人民銀行は主にインフラ分野への金融支援強化のためにPSLを6,300億元実施した。

このPSLの再開は企業向け貸出の増加につながり、企業向け中長期貸出の新規増加分は22年8月の前年同月比34.4%増から12月の同127.2%増へと加速した。ただ、インフラ投資の伸びは小幅な加速⁶⁾に留まり、景気モメンタムの改善につながらなかった。

24年、PSLは不動産改革の推進を後押し

景気減速、不動産投資不振⁷⁾など、14年に類似した情勢に直面している中国政府は23年に「不動産市場改革」を掲げ、突破口として「三大プロジェクト」（保障型住宅、城中村⁸⁾の再開、平時・緊急時併用の公共インフラ建設）を取り上げている。この三大プロジェクトには、多額の資金が必要なため、24年以降、長期・低コストの資金源であるPSLの供給額はさらに拡大する見込みだ。

冒頭の23年12月に再開されたPSLにより、すでに政策性銀行は三大プロジェクトへの支援に動き出している。国家開発銀行は福州市の保障型住宅プロジェクトに2.02億元の与信枠、長沙市の城中村再開プロジェクトに1,000万元の貸出を提供。また、同行は青島市の保障型賃貸住宅の購入に18.5億元を貸し出した。

PSLの当初の実施経験から、PSLは約2.7倍の投資誘発効果⁹⁾があるとみられている。不動産投資の減少分を補うだけでなく、住宅購入需要の喚起、市場マインドの回復、不動産市場の安定化につながるとみられている。地方債務問題の解消圧力が高くなり、地方財政の下支えが期待できない中、PSLは景気回復に一定の役割を果たさだろう。

Writer's Profile



楊 晶晶 Yang Jingjing

NRI北京 調査デスク
 研究員
 専門は中国マクロ経済、Fintech
 focus@nri.co.jp