

債務整理を加速する 中国不動産開発会社

債務の拡大、住宅販売の低迷、資金調達に苦しむ中国の不動産開発会社は債務整理に積極的に取り組み、2025年中に経営不振の21社は総額1.2兆元の債務を削減した。当局が推進するホワイトリストなどの一連の支援策が債務整理に大きく寄与したといえよう。

不動産開発会社の債務リスクが拡大

中国の不動産業界の債務整理が進んでいる。2021年以降債務不履行に陥った不動産開発会社は77社¹⁾あり、その半数以上が満期債務のロールオーバーにより問題を先送りしてきた。しかし、2025年に入り債務削減を加速させた。

25年に満期が到来する不動産開発会社の債務規模は5342億元にのぼり、前年比10.6%拡大した²⁾。このうち、満期到来分の3割が第三四半期に集中し、不動産開発会社は返済に苦心している。

また、長引く不動産不況により不動産開発会社の資金調達難をもたらしている。25年1～9月、上位100社の不動産開発会社の総売上高は前年同期比12.2%減となり、10月には16.3%減とさらに悪化した。販売の低迷に加え、土地所有権の取得にかかるコスト高や減損損失が重なり、25年6月期決算において上位100社のうち、

57社が赤字となり、当期純損失の総額は1731億元に達した。巨額の損失が不動産開発会社の債務整理の緊急性を高めている。

こうした経営不振を背景に、投資家の投資姿勢も保守的になり資金調達が難航している。CRIC³⁾によると、1～9月の不動産開発会社の資金調達額は前年同期比30%減の3072億元。資金調達は社債発行が最も多く、発行額は1553億元と50.6%となっている。

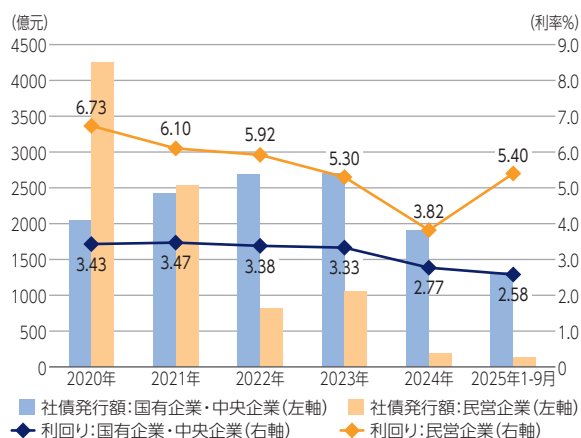
社債発行額を見ると、国有企業・中央企業の発行規模は前年同期比8%減の1313億元と、全体の85%を占める。一方、民営企業は13%減の134億元にとどまった。金利面では、民営企業が国有企業・中央企業より2.82ポイント高い5.40%と高水準となっており、資金調達コストの差が拡大している（図表）。民営不動産開発会社は後述の政策支援を背景に資金調達を継続したものの、流動性危機の根本的解消には至らず、債務リスクが依然として懸念されている。

政府の一連の取り組み

中国政府は不動産不況に対し、この間、一連の支援措置を打ち出してきた。まず、資金調達難問題については、24年1月に不動産プロジェクトの合理的資金需要を充足する目的で、「不動産資金調達協調メカニズム」を導入した⁴⁾。同メカニズムでは、地方政府が適格な不動産プロジェクトをホワイトリストとして選定し、金融機関へ優先融資対象として提示する。25年9月末時点までに、ホワイトリスト対象の約2000万軒の住宅に対し、実に合計7兆元もの融資が実行された。

また、人民銀行は24年末までの有効期限であったプ

図表 形態別不動産会社の社債発行



(注) 混合所有制企業のデータは含まれない
(出所) CRICの統計を基に野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 不動産調査会社の中指研究院より。2025年8月時点。
- 2) 不動産調査会社の克而瑞研究中心 (CRIC) より。
- 3) 注2) 参照。
- 4) 「都市不動産資金調達協調メカニズムの構築に関する通知」住宅都市農村建設部、金融監督管理総局。2024年1月5日。
- 5) 「プロパティマネジメント向けビジネスローンの管理に関する通知」中国人民銀行・金融監督管理総局。2024年1月24日。
- 6) 「不動産市場の安定的かつ健全な発展に向けた金融支援に関する通知」人民銀行、銀行保険監督管理委員会。
- 7) 健全な運営が続いている不動産会社に対して、銀行はプロパティマネジメント関連事業の運営、不動産の購入・建設のために発生した銀行借入や株主借入金の借り換えに必要なプロパティマネジメント向けビジネスローンを提供することが可能。また、不動産開発会社及びグループ持株会社の既存の不動産関連ローンの返済と公開市場の債券の償還に対して、銀行はプロパティマネジメント向けビジネスローンを提供することが可能。
- 8) 低所得者向け公的住宅。
- 9) 人民銀行から民間金融機関への低利融資で、金融機関は融資額を関連分野にさらに貸し出す。
- 10) 都市の中にあるインフラ未整備の村。
- 11) 債権者が保有債権と引き換えに株式を得て株主になる。
- 12) 不動産調査会社の中指研究院より。

ロパティマネジメント向けローン政策⁵⁾と不動産開発会社向け金融支援を強化する「金融16条」⁶⁾の実施を26年末まで延長した。プロパティマネジメント向けローン政策は既存債務の借り換えを認めるもので⁷⁾、これにより企業の資金繰りが改善される。

ただし、これらの措置は流動性危機の一時的緩和にとどまり、販売不振問題自体を解決するものではない。そこで販売低迷と資金繰り難の悪循環を断ち切るために、保障型住宅⁸⁾の供給拡大と販売促進措置が講じられた。具体的には24年5月、人民銀行は構造的金融政策ツール「保障型住宅再貸出」⁹⁾を3000億元で新設し、地方の国有企業が合理的な価格で売れ残り住宅を買取り、保障型住宅に充用することを支援した。また、地方政府による専門債発行で調達した資金を用いた遊休地や売れ残り住宅の買収も実施した。

また、住宅ローン金利の引き下げ、住宅購入制限の緩和・撤廃、頭金比率の引き下げ、「城中村」¹⁰⁾や老朽住宅の改造といった需要喚起策も打たれている。

この一連の措置は、住宅在庫解消のみならず、不動産開発会社の資金回収の促進と債務返済能力の強化を実現し、不動産開発会社の債務整理を後押ししたといえよう。

不動産開発会社は債務整理を加速

政府の対応に呼応したかたちで、不動産開発会社の債務整理も大幅に進んでいる。民営企業を中心に、デットエクイティスワップ (DES)¹¹⁾、ロールオーバー、資産売却、現金買い戻しなどの手法が進められている。特に、DESは民営不動産開発会社のキャッシュフローの悪化、資産価値の低下、資金調達コストの高止まりに対し

て有効であり、広く採用されている。

例えば融創中国控股 (Sunac China Holdings) は25年4月、DESを活用した95.5億ドルの海外債務の再編計画を公表し、11月に香港高等裁判所の認可を得た。これにより同社は海外債務をほぼゼロにした初の不動産開発会社となった。

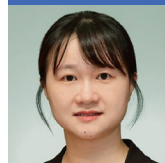
多くの不動産開発会社は、複数手法の組み合わせを採用している。碧桂园 (Country Garden) は債権者に、現金買い戻し、強制転換社債、置換債券などの選択肢を提示した。この債務整理案は約177億ドルの債務を対象とし、11月に承認された。龍光集団 (Logan Group) の国内債務整理では、現金買い戻し、DES、資産譲渡など、海外債務については、現金支払い、転換社債、資産信託、ロールオーバーを組み合わせた手法を採用している。

法的整理の局面に入った不動産開発会社もある。金科股份 (Jinke Property Group) は5月に会社更生手続きを開始し、霍煤龍興不動産開発会社と協信遠創の更生計画は、すでに裁判所の認可を得て履行段階に入っている。

25年10月末までに、経営不振に陥った不動産開発会社21社は総額約1.2兆元の債務の解消に成功した¹²⁾。一部の会社の債務削減率は50%以上にのぼっている。

このように債務整理は進んでいるが、政策支援を優先的に受けた大手・中堅不動産開発会社を中心である。今後は、依然として苦境にある中小不動産開発会社の債務リスクの軽減が焦点となる。

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