

家計所得・債務からみた中国住宅価格

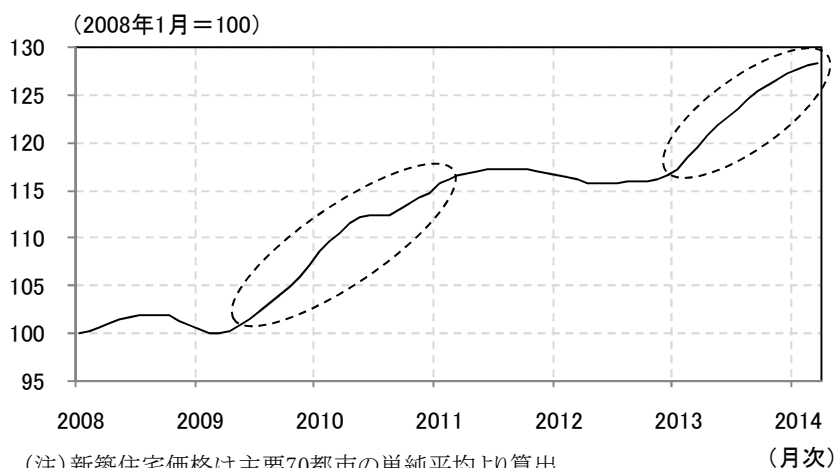
＜要旨＞

2013年以降、中国の新築住宅価格はリーマン・ショック以降2度目となる大幅な上昇局面に入っていたが、今年に入ってからそのペースが明らかに減速している。この動きは、政策当局による規制が効果を発揮し始めたと見ることができる一方、所得からみてなお住宅価格が高く住宅の買い手の裾野が狭いままであることや、家計可処分所得比で見た債務残高水準が上昇していること、そしてここ数年投機目的を主とした銀行以外の借入れが住宅価格を押し上げてきた可能性があるなど、価格の振れ幅を大きくする要因があり、政策当局が意図する以上に住宅価格に対する下押し圧力が強まる可能性がある。仮に住宅価格の下落幅が大きくなれば、銀行の担保価値下落や地方政府の土地利用権売却収入の減少など、複数のルートを通じて中国の経済金融環境に影響を及ぼすことも考えられるため、その行方にはしばらく注意を要しよう。

1. 足元で上昇ペース鈍化が明らかになった中国住宅価格

リーマン・ショック以降、中国住宅価格は2度大幅に上昇する局面があった。2008年以降の中国主要70都市における新築住宅の平均価格は、2009年半ばから2010年末にかけて急ピッチで上昇していることが分かる(図表1)。背景にはリーマン・ショック直後の世界的な景気減速に対応するため、中国政府が一連の景気刺激策の中で行った金融緩和が銀行貸出を急増させ、住宅価格を含む不動産価格を大幅に上昇させたことがある。その後、2011年に入り政府当局が金融引き締めに転じたことにより住宅価格上昇は一服したが、2013年から足元にかけて再び大幅に上昇している。2011年から2012年にかけての2年間はほぼ横ばいであったのに対し、2013年1月から足元までの1年間は10%近くも値上がりしている。

図表1 中国主要70都市の新築住宅価格



(注) 新築住宅価格は主要70都市の単純平均より算出。

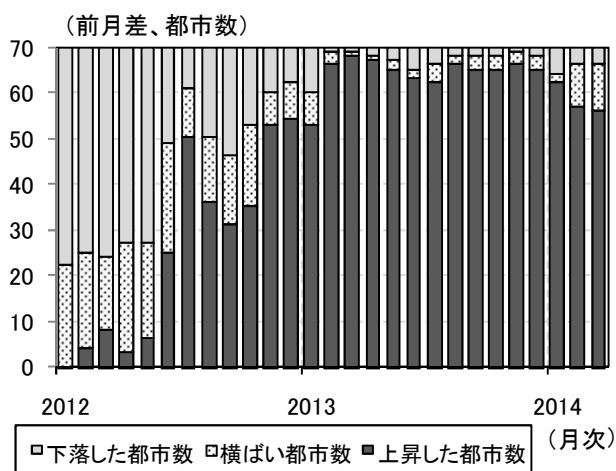
(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

(月次)

しかし2014年に入ってから、年明け以降の新築住宅価格の動きに変化が見られる。図表1は主要70都市の単純平均でみた価格推移であったが、主要70都市別に住宅価格を取り出し、前月からの変化を見ると、2013年には70都市のうち60都市以上で上昇していたのに対し、今年に入ってからでは上昇都市数が減少し、前月から横ばいの都市数が増えてきている(図表2)。

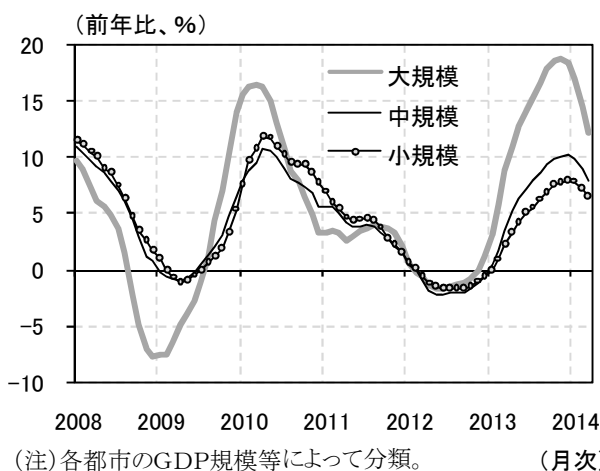
主要都市を規模別に分けて新築住宅価格の動きを見たのが図表3である。大規模都市では相対的に規模の小さい中規模、小規模の都市に比べて住宅価格の振れ幅が大きく、かつ1-2カ月先行して動いていることが分かる。直近を見ても、大規模都市は昨年よりいち早く伸び率の鈍化が始まっており、前年比で大きく上昇していた分だけ減速幅も大きくなっている。

図表2 主要70都市新築住宅価格(中国)



(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表3 主要70都市新築住宅価格(規模別)



(注) 各都市のGDP規模等によって分類。 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

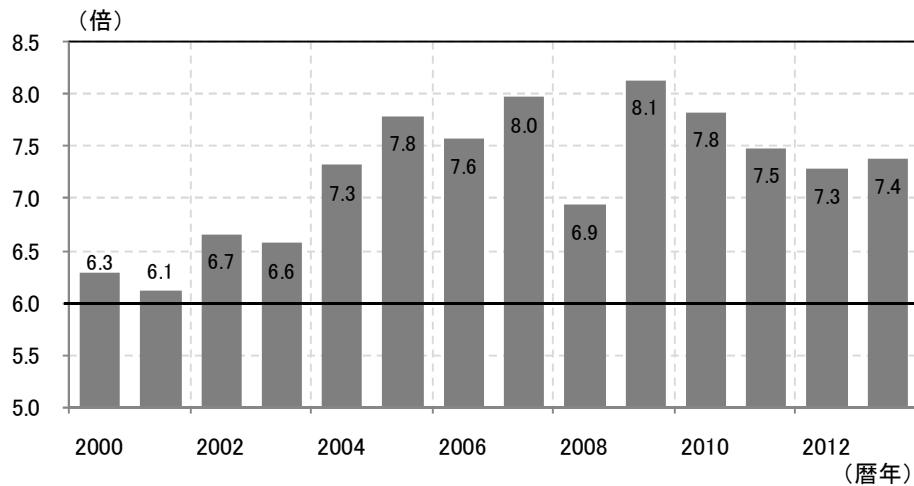
確かに、こうした中国住宅価格の減速は、リーマン・ショック以降2度目の住宅価格上昇ペース加速に対する当局の価格規制が効果を表し始めたともみられることも可能であろう。また、大都市での価格上昇ペース減速幅が大きくなっていることは、全国一律の価格統制から地域別の状況に合わせた価格コントロールに政策スタンスを移しつつある政策当局の姿勢を反映したものと読める。

2. 家計からみた中国住宅価格の水準

(1) 住宅価格と家計可処分所得の比率

ただし注目すべきは今回の中国住宅価格の下落が前回2009年時と比べて大きくなる要因があるのかどうかという点にある。まず、家計の側から見た住宅価格水準を比較してみたい。住宅価格がどの程度割高であるかを確認するために、住宅価格と可処分所得の比率を取り上げた。例えば図表4に示した都市部の同比率を見ると、2000年代初め頃に6倍台であった同比率が2007年までに8倍台まで上昇していた。その後リーマン・ショックが発生した2008年こそ住宅価格の伸び悩みで一時的に6倍台にまで低下したが、翌年2009年には再び8倍を超える水準にまで上昇している。2011年以降は価格上昇が一段落したこともあり、同比率は7倍台まで低下している。

図表4 住宅価格/可処分所得比率（都市部全体）



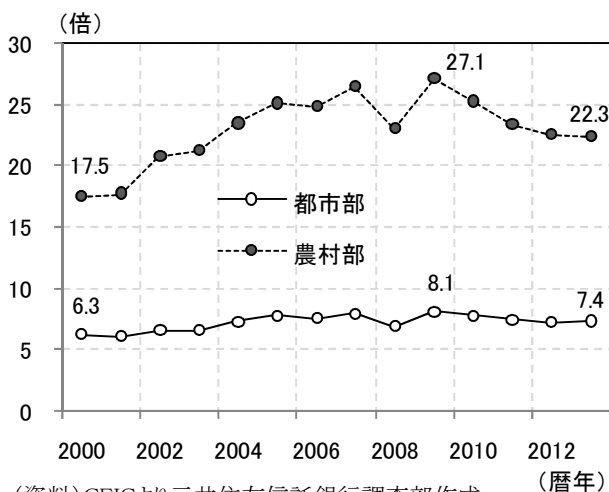
(注) 1. $(1\text{m}^2\text{あたり住宅価格} \times \text{一人あたり居住面積}) / \text{一人あたり可処分所得}$ で計算。
 2. 直近2013年の一人あたり居住面積はタイムトレンドによる単回帰により算出。
 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

こうしてみると2009年から2010年にかけての住宅価格上昇時と比べて、足元2013年は家計にとって住宅価格の割高感が緩和されているものの、長期の時系列推移をみると、2000年前半の水準に比べまだ相当高い水準にある。

(2) 住宅の買い手の裾野の広がり

次に、この「住宅価格/可処分所得比率」をさらに地域に分け、農村部について見てみたものが図表5である。農村部は都市部よりも一人あたり可処分所得（純収入）が少ないことから同比率は都市部よりも高い。そして農村部も都市部と同様に、2000年に17.5倍であったものが2009年に27.1倍にまで上昇、その後低下しているとはいえ2013年も22.3倍と高水準にある。さらに2000年と比べ農村部と都市部との開きが大きくなっており、この間農民の方がより都市部住民より住宅購入に対するハードルが上がってきたことも分かる。

図表5 住宅価格/可処分所得比率（都市農村別）



(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表6 住宅価格/可処分所得比率（都市部、階層別）

	下位層	中位層	上位層
2000年	10.9	6.7	4.2
2001年	10.9	6.6	4.0
2002年	14.0	7.7	4.4
2003年	14.0	7.6	4.2
2004年	15.5	8.4	4.6
2005年	16.7	8.9	4.7
2006年	16.0	8.7	4.7
2007年	16.9	9.1	4.9
2008年	14.9	7.8	4.2
2009年	17.1	9.1	4.9
2010年	16.1	8.7	4.8
2011年	15.3	8.3	4.6
2012年	14.3	8.0	4.5

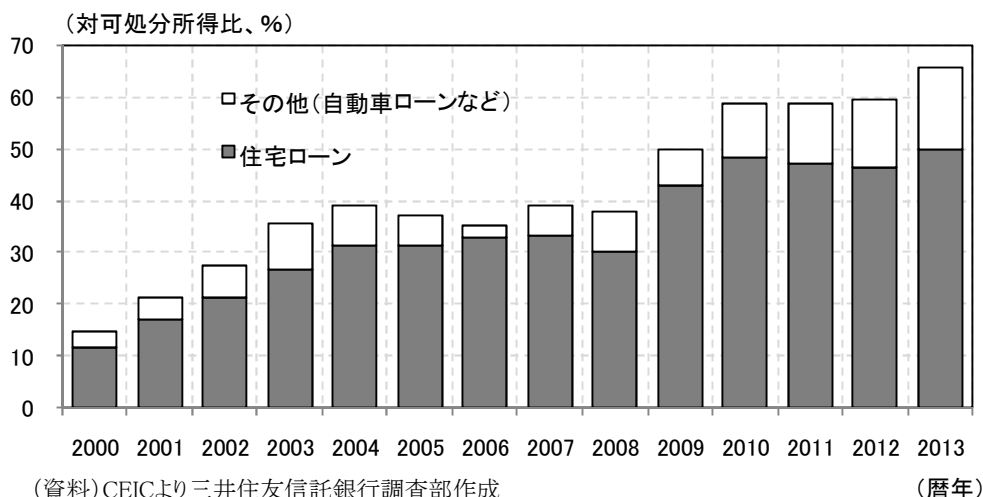
(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

また同比率を都市部の所得階層別に分けたのが図表6である。これをみると、どの所得階層においても前回上昇時の2009年と比べ、直近2012年は同比率が低下していることが分かる。しかしこれら都市部の中位層や下位層における同比率はそれぞれ直近8.0倍、14.3倍と過去に比べて高い水準にあり、上位層との差は縮小していない。これらの所得層にとって住宅価格が依然割高であることに変わりはなく、中国の住宅市場の裾野は狭いままであることが示唆される。言い換えれば、住宅市場の裾野が狭い分、限られた層の所得状況や投資態度の変化に左右されるため、その価格変動が大きくなり易いことを示している。

(3) 家計の債務負担

最後に、家計にとっての債務負担がどの程度重いかをしてみる。図表7は都市部における「家計債務残高/可処分所得比率」を見たものである。これをみると2000年初めに10%台であったものが2000年代半ばには40%近くに達し、さらにリーマン・ショック後の2度の上昇時に大幅に伸び、足元2013年は60%を超えている。また最近では住宅ローンに加え、自動車ローンなどを含むその他の増加も同比率を押し上げる要因となっており、家計全体として債務負担感が高まってきていることが分かる。

図表7 家計債務残高/可処分所得比率（都市部）



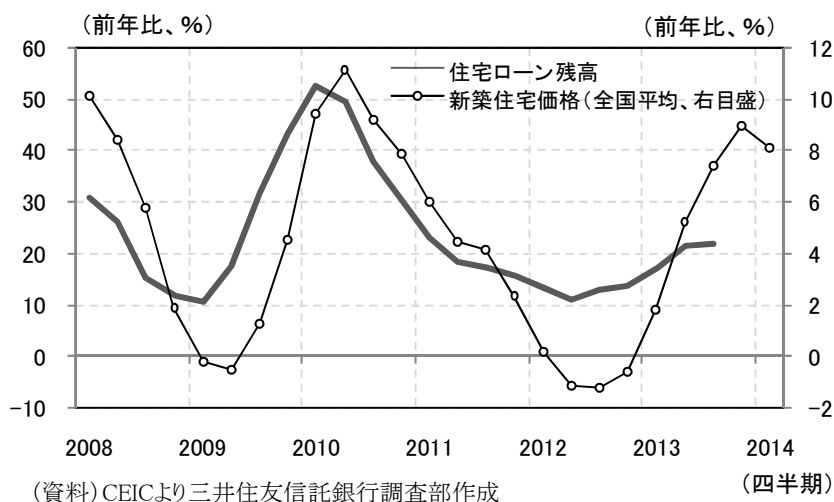
3. 銀行以外からの借り入れ増加は住宅価格の調整幅を大きくする可能性

なお、足元では住宅ローン残高と住宅価格の関係にも変化が見られるのが過去とは異なる大きな特徴となっている。図表8において両者の前年比を比べてみると、これまでは住宅ローン残高が住宅価格に1-2四半期先行する形で動いていたものの、2013年以降はこの連動性が若干弱まっているように見える。さらに前回2009年の住宅価格の大幅上昇時と比べ、足元2013年は住宅ローン残高がさほど伸びていないにも拘わらず住宅価格が大幅に上昇している。

こうした足元における住宅ローン残高と住宅価格の関係性に変化が見られる要因として、頭金引き上げなどで銀行からの融資を受けづらくなった家計が銀行以外からの借り入れを増やし投機目的で住宅購入を行っていることが想定される。こうした銀行以外からの借り入れは、一般的に銀

行からの借り入れと比べて金利が高く、不安定な資金源であることが想定され、そのため住宅価格の調整幅がさらに拡大する可能性も考えられる。

図表 8 住宅ローン残高と新築住宅価格



以上みてきたように、2013年以降、中国住宅価格はリーマン・ショック以降2度目となる大幅な上昇局面に入っていたが、今年に入ってからそのペースが明らかに減速している。この動きは、政策当局による規制が効果を発揮し始めたと見ることができる一方、住宅の買い手の裾野が狭いままであることや、家計可処分所得比で見た債務残高水準が上昇していること、そしてここ数年投機目的を主とした銀行以外の借り入れが住宅価格を押し上げてきた可能性があるなど、政策当局が意図する以上に住宅価格に対する下押し圧力が強まる可能性がある。

こうした住宅価格を含む不動産価格調整が仮に前回のよう横ばいといった軽微なものではなく大きなものとなった場合には、中国の銀行の担保価値の引き下げに繋がり、これによって銀行貸出が抑制されることで、景気全体にマイナスの影響を及ぼし、これが不良債権の増加をもたらす可能性がある。加えて一部の地方政府では土地利用権の売却収入への依存度が高いため、不動産価格下落は直ちに地方政府の歳入減につながる構造にある。地方政府債務の過半は銀行借入のため、例えば地方政府傘下の融資平台等がデフォルトに追い込まれると中国の銀行資産内容の劣化を通じて金融システムへと影響が及ぶ可能性もある。今のところ中国の住宅市場において急激な価格調整圧力が顕在化しているわけではないが、大幅な下落に転じた場合には影響する範囲が広がることが想定されるだけに、その行方には注意を要しよう。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。