

# 過熱と低迷が混在する中国住宅市場

## <要旨>

中国の住宅市場は、住宅価格抑制策の強化を受け、足元では主要都市の価格高騰に一服の兆しがある。これまで金融緩和を追い風に住宅ローンが住宅需要を後押ししたが、大都市を中心に投資マネーの集中も招いた。

2017年は安定成長を優先する政策方針の下、住宅市場は規制緩和から規制強化への政策変更に応ずる形で、循環的な調整局面に入り、住宅価格に下落圧力がかかる可能性が高い。

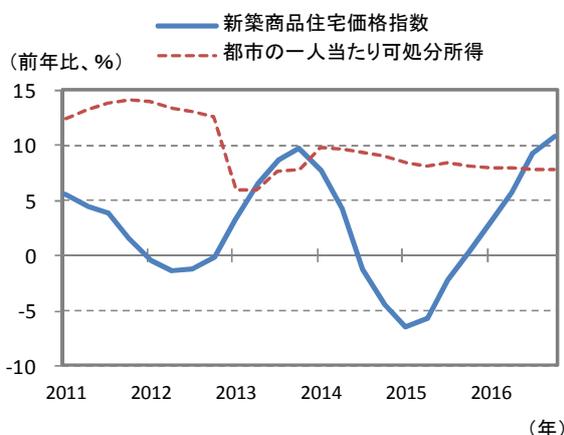
但し、都市によって過熱と低迷が混在し、「まだら模様」というのが実態であるため、政策のアクセルとブレーキの踏み分けは難しさを増す。価格抑制策がきつくなり過ぎたり、金融引締が全国一律的に適用された場合、過剰な住宅在庫が残る中堅中小都市の住宅市況に深いダメージを及ぼす。逆に政策変更の遅れや不徹底が長期化した場合、住宅価格が再上昇に転じ、下落時の変動幅拡大リスクにも注意が必要となる。

## 1. 住宅価格の急上昇にブレーキ

中国における都市の新築住宅価格の上昇率が、3年振りに都市住民の可処分所得の伸びを上回る状況に至ったところで(図表1)、当局の政策の軸足はアクセルからブレーキに移り、2016年10月の国慶節の前後から、20都市以上で住宅ローン規制等の住宅価格抑制策が強化された。

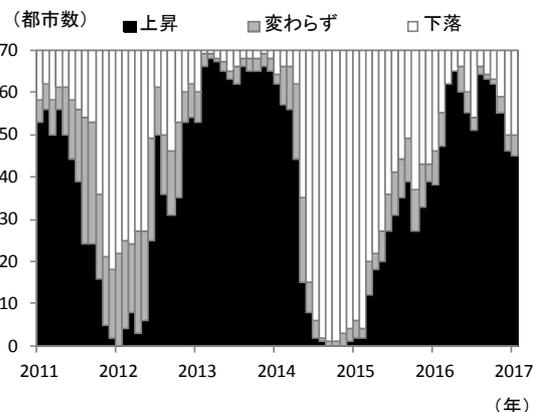
これに伴い、住宅価格の急上昇には一服の兆しが表れている。国家統計局が公表した2017年1月の新築住宅価格をみると、70大中都市の内、下落したのは20都市と昨年12月同様であり、上昇は45都市、横ばいは5都市となった(図表2)。公式統計は、当局のコントロールがある程度効いていることを示唆するが、下落した各都市の下落幅は0.5%以下と小幅な価格調整に留まっており、北京は横ばい、広州は上昇など、大都市を中心に過熱感が消えたわけではない。今後、もっと効きの強いブレーキを踏むタイミングを探っていく状況にある、と考えられる。

図表1 新築住宅価格と都市の一人当たり可処分所得



(注)新築商品住宅価格指数は各年3、6、9、12月の70大中都市の単純平均。(資料)CEIC

図表2 70大中都市の新築住宅価格 (前月比変動の都市数)



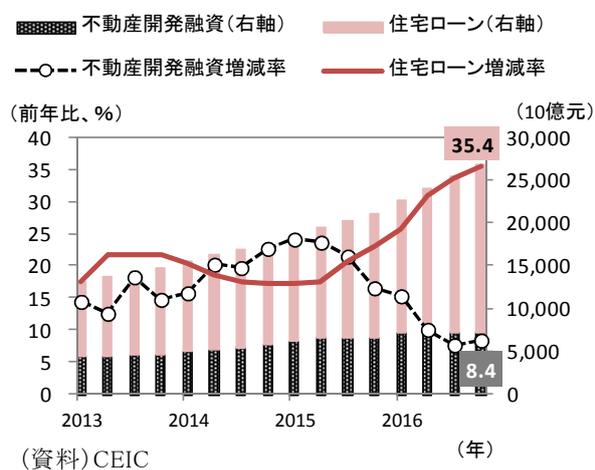
(資料)CEIC

昨年後半から当局の政策スタンスが変化した背景には、主要都市における住宅価格の行き過ぎに対する強い警戒感がある。

中国の住宅市場は全体として、住宅ローンの急増が需要の回復を後押ししてきた。住宅ローン残高は、2016年12月末時点で約20兆元(約330兆円)、前年比+35.4%と大幅に増え、過去3年間で2倍に膨れ上がった(図表3)。それに伴って中国全体の住宅販売額は2016年、前年比+36.1%と3年振りに大幅な増加を記録した(図表4)。この動きは、金融緩和を追い風に住宅の一次取得や買い替えといった実需を顕在化させた、という側面はあるが、それだけでは捉え切れないだろう。なぜなら、大都市を中心に大量に供給されてきた投資用物件が、中国国内の投資マネーを再び吸収するかたちで価格高騰を先導した、という側面もあるからだ。

住宅が投資、投機の対象という市場特性が強いため、当局がその過熱感を警戒して価格抑制策を強めるのは当然といえる。2017年秋に予定される中国共産党の党大会を控え、一般大衆が抱く不満—既得権層ばかり得をする—に対応する、といった政治的な配慮もあると推察される。

図表3 住宅ローン、不動産開発融資の推移



図表4 住宅販売額、住宅開発投資額の増減率



## 2. 過熱と低迷が混在する、まだら模様の住宅市況

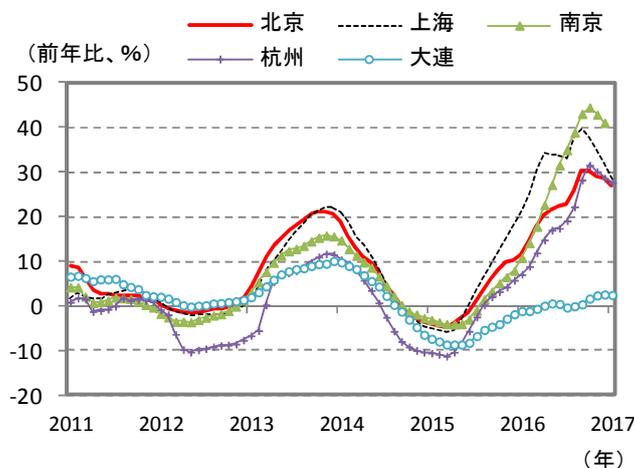
都市毎の市況を俯瞰すると、大都市における住宅価格の上昇が先行した。北京や上海、深圳、広州といった大都市(いわゆる一線都市)の新築住宅価格は、2015年に上昇へ転じ、2016年に入ってから前年に比べて3割程度高い水準に達した(次頁図表5)。一線都市に追随するように、南京や杭州をはじめ多くの主要都市(二線都市)にも住宅価格の上昇が拡散した。

一方、住宅価格の上昇に乗り遅れた地方都市も少なくない。とりわけ素材や生産設備、造船等の重厚長大型産業に依存してきた都市では、業績不振企業の整理淘汰や人員の配置転換等の重荷も相まって住宅需要の底入れに時間を要している。例えば、図表5に示した大連をはじめ、長春など中国東北地方を代表する二線都市では、住宅在庫の過剰感の解消が遅れ気味である。更に、主要都市の統計に必ずしも含まれない中堅中小都市(三線、四線都市及びそれ以下の都市)においても、景気対策の下で行われた需要予測の甘い都市整備や住宅開発に起因し、需給

バランスの回復が遅れているケースは相当残っているとみられる。

中国の住宅市場は現状、過熱感の強い都市と、低迷が長期化する都市が混在する、「まだら模様」を呈している、と考えられる。

図表 5 主要都市における新築住宅価格変動率



(資料)CEIC

### 3. 今後の見通し～政策に呼応して調整局面入り。難しさを増すアクセルとブレーキの踏み分け

2016年12月に開催された中央経済工作会議(中国共産党と中国政府の合同会議)において、2017年の経済政策の基調と定められた「稳中求進(安定の中で前進を求める)」の下、不動産に関しては在庫解消の継続的な推進に加え、「不動産市場の安定的かつ健全な発展」が取り上げられた。「住宅は住むもので投機の対象ではない」と強調され、「バブルの発生抑制、価格の乱高下防止」といった方針が示された。

2017年は安定成長を優先した政策方針の下、中国の住宅市場は全体として、規制緩和から規制強化への政策スタンスの変化に呼応する形で、循環的な調整局面に入り、住宅価格に下落圧力がかかる可能性は高い。

但し、中国各地に過熱と低迷がひしめき合うため、政策のアクセルとブレーキの踏み分けは難しさを増していく、とみる。

例えば、一線都市や一部の二線都市など過熱気味の都市では、利上げを含めて金融引締が急がれる状況に入っているが(次頁図表6の内、⑤の段階)、それ以外の主要都市では、住宅ローン規制の強化、不動産投資や投機規制の強化に加え、引締気味の金融環境へ、需給バランスに応じたきめ細かい調整が欠かせない(同②～④の段階)。市況低迷が長引く都市では、過剰在庫の解消が遅れているため、更なる需要でこ入れ策や、金融緩和の継続が求められる(同⑦～⑩の段階)。

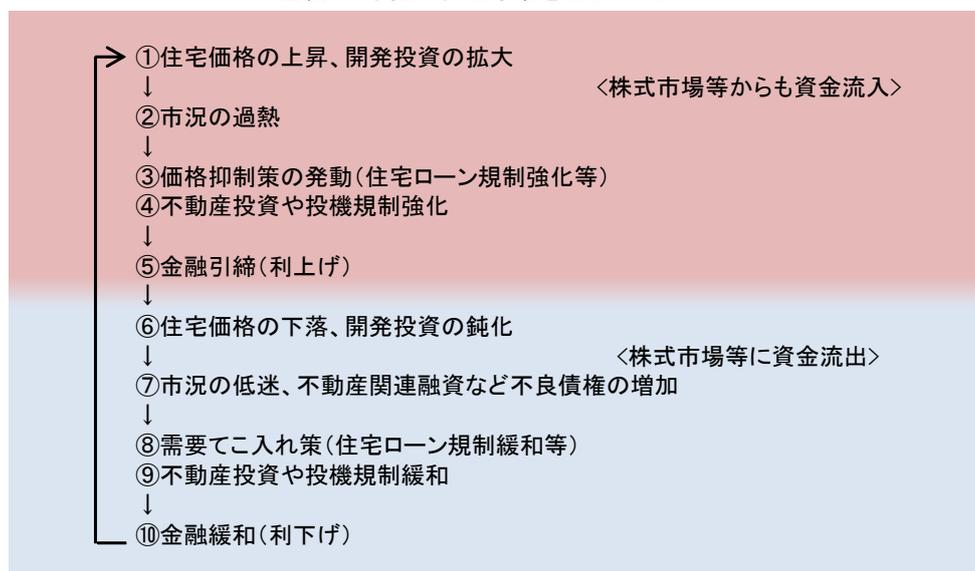
つまり、住宅市場を巡るサイクルにおける居所が、都市によって全く異なるため、政策運営は二兎を追う、三兎を追う状況に直面する。価格抑制策がきつくなり過ぎたり、金融引締が全国一律的に適用された場合には、過剰な住宅在庫が残る、特に中堅中小都市の住宅市況に深いダメージを及ぼすことが懸念される。在庫を抱える中小デベロッパーの経営は、近時の住宅販売の急回復

やシャドーバンキングを通じた資金調達で一息ついてはいたが、再び悪化する。そうした悪影響が中小金融機関の経営不安などを招く可能性もある。さらに、グローバルに金利の上昇が進む中、住宅価格の下落と金利の上昇が重なることによって、過剰債務を抱える企業部門(含不動産)の返済問題の深刻化に加えて、住宅ローンを増やす家計部門にも影響が波及し、個人消費の腰折れについても気を配る必要がある。

逆に、こうした影響に配慮するあまり、政策変更の遅れや不徹底の長期化を招く可能性もある。その場合、住宅価格が再上昇に転じ、下落時の変動幅が拡大するリスクがある。その結果、不動産開発融資や住宅ローンの質が劣化し、土地関連収入に頼る地方財政も苦しくなる。そして、銀行等の不良債権の増加、中小金融機関の資金繰り悪化、金融システムの不安定化、景気の悪化、住宅価格の更なる下落といった、中国経済の失速に繋がる悪循環に陥りかねない。

このようなシナリオを意識せざるを得ない背景として、需給バランスや価格の形成を歪めてきた、住宅への過剰投資と、投機が存在があげられる。この問題は、中国本土から国境を越える資金移動に対する厳しい規制と、規制金利体系が長く続いた下、投資マネーが収益機会を求めて、規制の抜け道を見つける「規制裁定」も働いて、株式や金融商品と共に、住宅それ自体を投資や投機の受け皿としてきた経緯がある。住宅の投機資産化と、バブルの生成と崩壊リスクの循環的なサイクルを断ち切るためには、現在執られている価格調整的な規制の強化と緩和の踏み分けでは不十分である。不動産や金融、対外開放を含めて諸制度を包括的に改革する必要性を当局は認識しているが、解決の道筋と将来像は不透明である。住宅市場の暗転を起点とした中国経済の不安定化に対して、引続き一定の注意が必要と考えている。

図表 6 中国の住宅市場を巡るサイクル



(資料) 三井住友信託銀行作成

(海外調査チーム 柳瀬 豊 : Yanase\_Yutaka@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。