

# Weekly エコノミスト・ レター

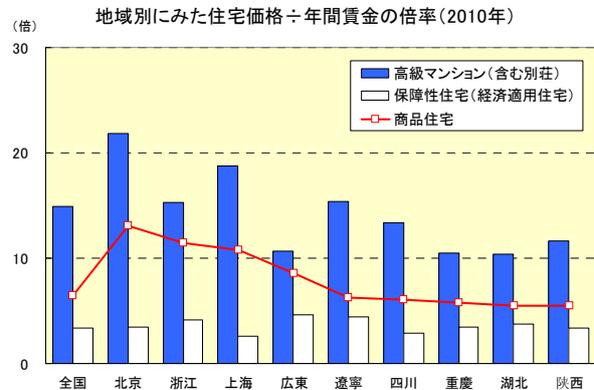
## 中国の住宅バブルと金融政策

経済調査部門 上席主任研究員 三尾 幸吉郎  
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 中国の住宅市場にバブル崩壊ともいえる動きがでてきた。浙江省にある温州市では中古住宅が直近の高値（今年2月）と比べて9.4%下落、北京市では住宅在庫が約2年半ぶりの高水準に達し、上海市では販売店の展示物を破壊するという事件が発生するなど、中国のバブル崩壊懸念は現実味を帯びてきた。
2. ここ数年中国の住宅価格は大きく上昇してきた。しかし、マクロ的にみると住宅価格の上昇とともに所得水準も上昇したため、高度成長期の日本や1990年代後半-2000年代前半の米国と比べるとバブルはまだ小粒であり、破裂した時のダメージも小さいとみえる。
3. 一方、マクロ的にはまだ小粒でも、セミマクロ的にみるとバブルの膨らみ度が大きい地域・物件もある。特に沿海部の高級マンションは、その地域の平均賃金の20倍前後に達しており下値の余地は大きい。一部の地域・物件だけでもバブルが破裂すると、それがトリガーとなって経済全体が悪循環に陥るリスクもあるため、バブルを完全に潰すのは得策ではない。
4. 11月30日に中国人民銀行は預金準備率を引き下げると発表、金融政策の微調整の第一弾を実行に移した。住宅価格抑制策は当面維持される見込みだが、バブルの行方次第では更なる金融緩和もありうる。日本を含めた先進国の前例をみても、バブルのコントロールは政策当局にとって極めて難しい舵取りだけに、今後の政策運営の巧拙が問われる。



(資料) CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成  
(注) 住宅販売価格は2005年12月=100とした指数、昨年12月迄は旧方式その後新方式



(資料) CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成  
(注1) 一戸あたりの家族数は2.87人、同就業者数は1.51人、同住宅面積は75平方米と想定  
(注2) 上海市の保障性住宅(経済適用住宅)価格は2009年

# 1. 現実味を帯びるバブル崩壊

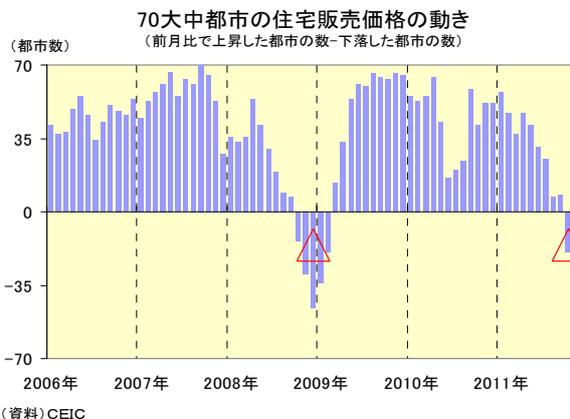
中国の住宅市場にバブル崩壊の兆しともいえる動きがでてきた。12月18日に発表された11月の「70大中都市住宅販売価格変動状況」をみると、前月と比べて価格が上昇した都市の数が下落した都市の数を2ヵ月連続で下回った(図表-1)。これはリーマンショック後の2008年10月-09年2月以来のことである。

地域別にみると、図表-2に示したように、環渤海、珠江デルタ、長江デルタでは数ヵ月連続で下落している都市が多く、上昇トレンドを続けてきた西部や東北部でも11月は下落した都市が増えており、住宅価格が下落に転じる流れは徐々に地域的な広がりを見せ始めている。但し、西部地区の一部には依然として最高値レベルを維持した都市も残っている。

特に下落が目立つのが温州市である。温州市の新築住宅販売価格は直近の高値(今年8月)と比べると5.8%下落しており、中古住宅は直近の高値(今年2月)と比べると9.4%下落している(図表-3)。温州市は今年の夏に借金が返せず夜逃げが多発したことで話題となった都市である。投資ブームに乗って高利で借りたお金を本業ではなく不動産に投入、価格の上昇が止まり、取引が減少したために売り抜けられず、借金が雪だるま式に膨らんで夜逃げに至ったケースが多いという。

温州市がある浙江省では、商品不動産販売額(住宅)が1-11月期に前年同期比で約2割減少、同じ沿海部の北京市や上海市とともに販売が急激に落ち込んでいる(図表-4)。北京市では「金九銀十」と呼ばれる9-10月の販売が今年は低調だったことで住宅在庫が約2年半ぶりの高水準に達し、上海市では販売できない在庫の高額物件を大幅値下げして販売し始めたことから、既購入者が差額補償を求めて、販売店の展示物を破壊するという事件も発生している。

(図表-1)



(図表-2)

地域別の新築住宅販売価格指数

|       | 都市名 (省名)    | 最近の値動き(前月比、%) |          |          | 備考  |
|-------|-------------|---------------|----------|----------|-----|
|       |             | 2011年9月       | 2011年10月 | 2011年11月 |     |
| 環渤海   | 北京 (北京)     | 0.0           | 0.0      | ▲ 0.3    |     |
|       | 天津 (天津)     | ▲ 0.2         | ▲ 0.3    | ▲ 0.3    |     |
|       | 济南 (山東)     | 0.1           | ▲ 0.5    | ▲ 0.2    |     |
|       | 石家庄 (河北)    | 0.1           | ▲ 0.2    | ▲ 0.2    |     |
| 珠江デルタ | 福州 (福建)     | 0.1           | 0.0      | ▲ 0.1    |     |
|       | 南宁 (広西)     | ▲ 0.1         | 0.0      | 0.0      |     |
|       | 广州 (広東)     | 0.0           | ▲ 0.2    | ▲ 0.3    |     |
|       | 海口 (海南)     | ▲ 0.1         | ▲ 0.1    | ▲ 0.3    |     |
| 長江デルタ | 杭州 (浙江)     | ▲ 0.1         | ▲ 0.4    | ▲ 0.3    |     |
|       | 上海 (上海)     | 0.0           | ▲ 0.2    | ▲ 0.3    |     |
|       | 南京 (江蘇)     | ▲ 0.1         | ▲ 0.4    | ▲ 0.5    |     |
| 西部    | 西安 (陝西)     | 0.2           | 0.0      | ▲ 0.1    |     |
|       | 昆明 (雲南)     | 0.3           | 0.1      | ▲ 0.2    |     |
|       | 银川 (寧夏)     | 0.3           | 0.1      | 0.0      | 最高値 |
|       | 乌鲁木齐 (新疆)   | 0.2           | 0.2      | 0.0      | 最高値 |
|       | 重庆 (重慶)     | ▲ 0.4         | ▲ 0.2    | ▲ 0.1    |     |
|       | 成都 (四川)     | 0.0           | 0.0      | ▲ 0.2    |     |
|       | 贵阳 (貴州)     | 0.2           | 0.2      | 0.2      | 最高値 |
| 中部    | 太原 (山西)     | 0.1           | ▲ 0.1    | 0.0      |     |
|       | 武汉 (湖北)     | 0.0           | ▲ 0.2    | ▲ 0.1    |     |
|       | 长沙 (湖南)     | 0.3           | 0.0      | ▲ 0.3    |     |
|       | 南昌 (江西)     | ▲ 0.1         | ▲ 0.3    | ▲ 0.5    |     |
|       | 郑州 (河南)     | 0.2           | 0.0      | ▲ 0.3    |     |
|       | 合肥 (安徽)     | 0.0           | ▲ 0.1    | ▲ 0.2    |     |
| 東北    | 沈阳 (遼寧)     | 0.1           | 0.0      | ▲ 0.6    |     |
|       | 哈尔滨 (黒龍江)   | 0.1           | 0.0      | ▲ 0.3    |     |
|       | 长春 (吉林)     | 0.0           | 0.0      | ▲ 0.3    |     |
|       | 呼和浩特 (内モンゴ) | 0.0           | ▲ 0.1    | ▲ 0.1    |     |

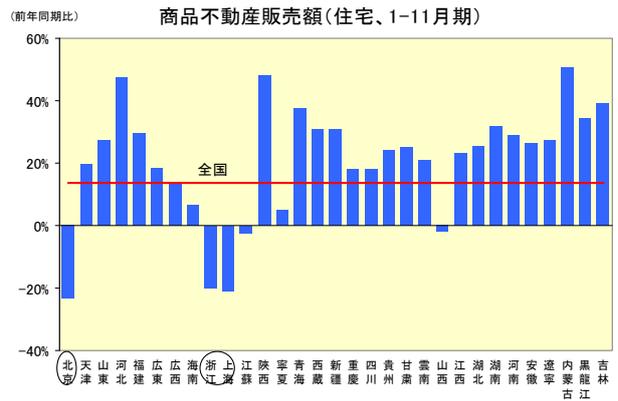
(資料)CEIC

(図表-3)



住宅価格の下落を受けて、2013-14年には住宅価格が現在の半分に下落するという見方が増えている。その主な根拠は、中国で住宅価格が高騰したのは一部の富裕層が投機目的で値を吊り上げたのが原因であり、価格上昇が止まると保有する意義がなくなり投げ売りがでる。現在の住宅価格は所得水準との対比でみて高過ぎるため、両親などの資金援助なしには購入できない水準である。従って、所得水準に見合ったレベルまで急落するという見方である。

(図表-4)



(資料)CEIC

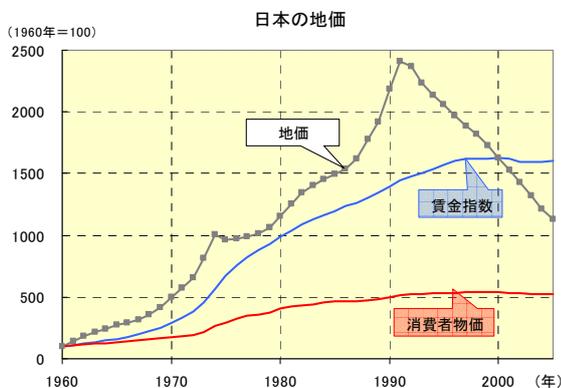
## 2. マクロ的にはバブルはまだ小粒

ここ数年の中国の住宅価格は確かに大きく上昇したが、住宅価格の上昇とともに所得水準も上昇しているため、日本や米国と比べるとバブルの膨らみ度はまだ小さいという見方もある。

図表-5は日本の地価と賃金指数の推移を1960年を基準=100としてみたものである。日本の高度成長期には地価が賃金上昇を上回るピッチで上昇した。1970年代の中盤には地価の上昇は一旦止まったものの、再び上昇ピッチを高めてバブルを膨らませた。バブルの膨らみ度が大きかった分その後の下落幅も大きく、2001年以降は賃金指数を下回っている。

また、図表-6は米国でサブプライムローンの増殖が住宅バブルを膨らませた時期の住宅価格と賃金指数の関係を見たものである(1990年代の最安値となった1994年2月を基準=100としている)。日本とほぼ同様に米国でも、1990年代後半-2000年代前半には住宅価格が賃金上昇を遥かに上回るピッチで上昇、2006年6月をピークに3割強下落、その後も低迷を続け賃金の上昇を待つかのような値動きを示している。

(図表-5)



(資料)Datastream、CEIC(IMF)、総務省(日本の長期統計系列)を元にニッセイ基礎研究所で作成  
(注)賃金はIMFの賃金指数、地価は全国市街地(全用途平均)を使用

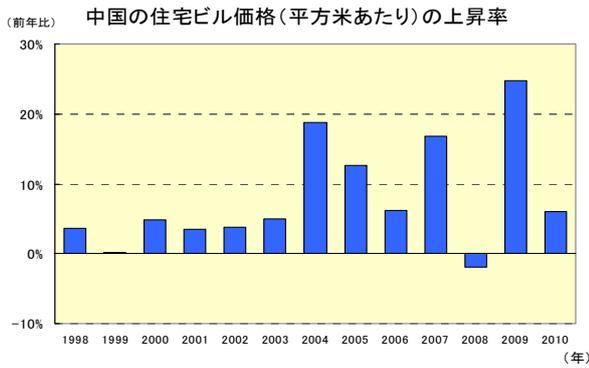
(図表-6)



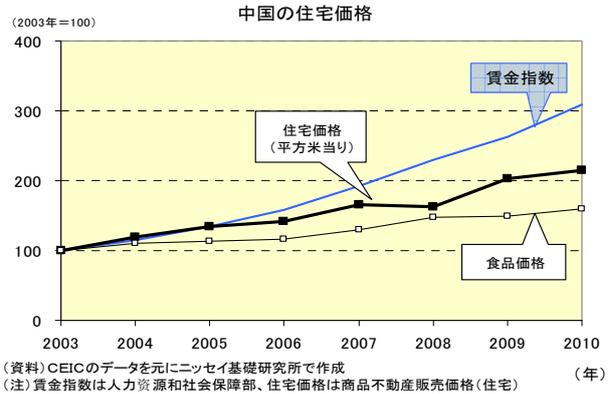
(資料)CEIC(IMF)、S&Pのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成  
(注)賃金はIMFの賃金指数、住宅価格はS&P/Case-Shiller,Composite-10

一方、中国の住宅価格は2004年以降に上昇ピッチを高めた。1990年代後半に不良債権問題が深刻化した中国では、その処理に目処がたつとともに住宅価格が急上昇することとなった(図表-7)。急上昇する前年の2003年を基準=100としその後の推移をみると(図表8)、中国の住宅価格はこの7年間に2.15倍に上昇したが、賃金は3.1倍とそれ以上に増えている。従って、日本や米国の状況と比べると中国の住宅バブルはまだ小粒と思われる。

(図表-7)



(図表-8)



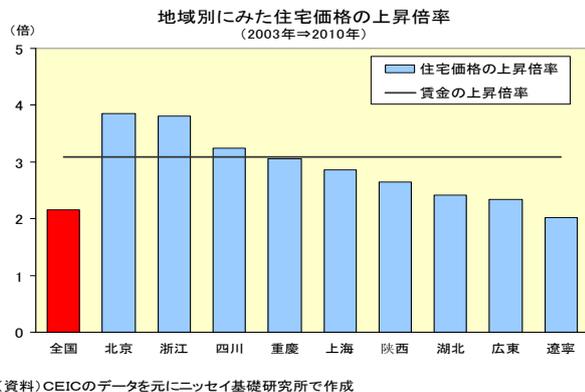
### 3. セミマクロ的には大粒なバブルも

一方、マクロ的にはまだ小粒でも、セミマクロ的にみると膨らみ過ぎた大粒も混じる。

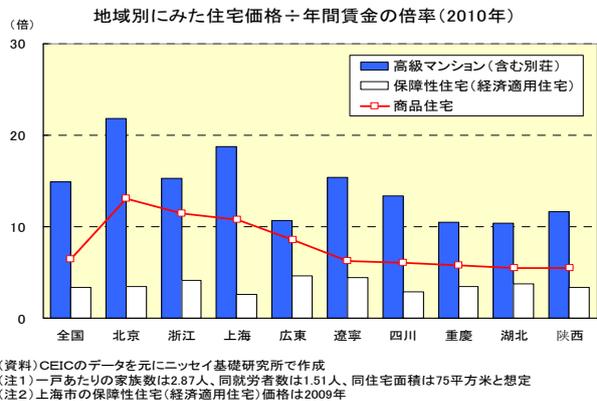
図表-9は地域別に住宅価格の上昇倍率(2003年⇒2010年)をみたものである。前述のとおり全国では2.15倍と賃金の上昇倍率(3.1倍)を下回っている。しかし、地域別にみると北京市は3.85倍、浙江省は3.81倍、四川省は3.24倍と、賃金を上回る上昇倍率となっている。

図表-10は何年分の賃金で住宅が購入できるかをみるために、住宅価格を年間賃金で割って倍率を求めた試算である。2010年時点での全国平均は6.4倍とやや高めと思われるものの、中間所得層が背伸びすれば手の届く範囲にあると思われる。しかし、北京市は13.1倍、浙江省は11.4倍、上海市は10.7倍と、中間所得層にはとても手の届かないレベルにある。

(図表-9)



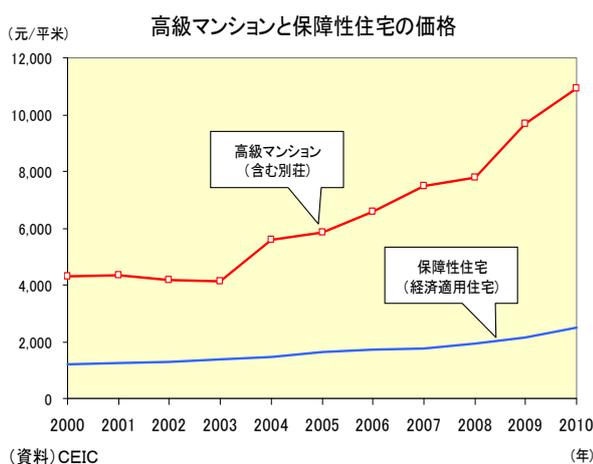
(図表-10)



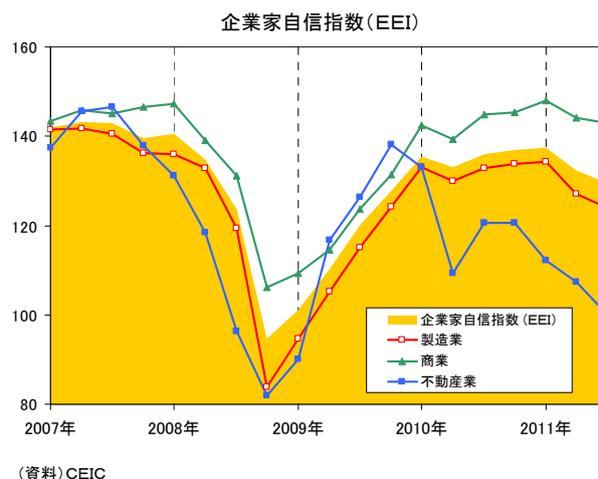
また、高級マンションは全国平均でも 14.9 倍と高いが、北京市では 21.9 倍、上海市では 18.7 倍に達している。他方、「保障性住宅（経済適用住宅）」は、北京市では 3.4 倍、上海市では 2.6 倍と、どの地域でも中間所得層が購入するには手ごろなレベルにある。中国政府は今年だけで 1000 万戸超の「保障性住宅」を建設する見込みであり、第 12 次 5 ヶ年計画期（2011-15 年）中には 3600 万戸の建設を計画している。図表-11 に示したように「保障性住宅」と高級マンションの価格差は、ここ数年で 3 倍程度から 4.5 倍程度に拡大しており、数年前の 3 倍程度に戻るとすると高級マンションの価格は 3 割程度下落する計算となり、下値の余地は大きい。

そもそも高級マンションは富裕層を対象とした物件であり、中間所得層を対象とした物件ではないため、高級マンションの価格が下落すれば、それ相当の高収入の富裕層が買い支えるとの見方もできる。しかし、富裕層といえども利用できる住宅の量には限りがあり、投資目的で購入したものも多く含まれるため、価格下落が始まると「売りが売りを呼ぶ」展開となる可能性もある。仮に大量の高級マンションを抱えた不動産業者が連続倒産する事態にでも至れば、融資していた銀行の不良債権も増えて、実体経済へも波及するリスクがある。最近では不動産業者のセンチメント指数も悪化し始めており、投資の 2 割強を占める不動産開発が鈍れば中国の投資全体への影響も大きくなる（図表-12）。

(図表-11)



(図表-12)



## 4. 難しい舵取りを迫られる政策当局

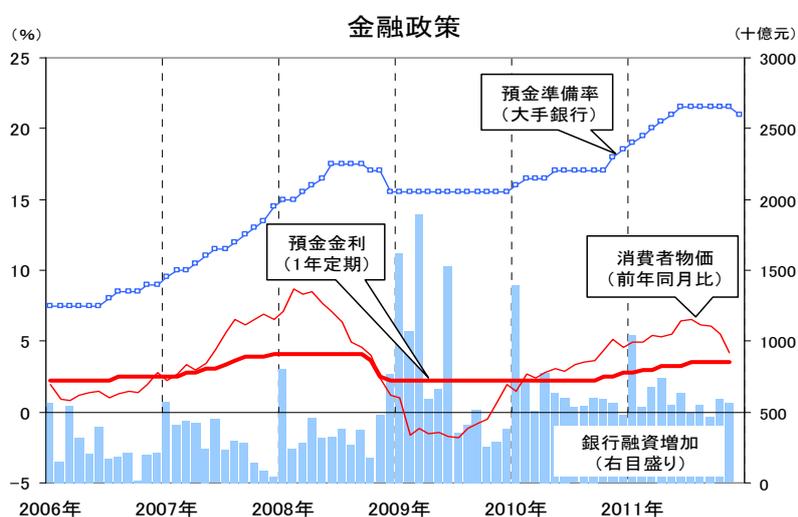
以上のように中国の住宅バブルの現状は、マクロ的には小粒でも、セミマクロ的にみるとバブルの膨らみ度が大きい地域・物件もあり、特にバブルが大粒な高級マンションの下値余地は大きい。バブル崩壊はそれが一部の高級マンションに限られたとしても、金融システムへのダメージを通じて実体経済に波及するリスクがあるため侮れない。従って、住宅バブルを完全に潰すまで追い詰めるのは得策とはいえず、ある程度ガスが抜けたところでは金融の緩和が必要になる。大粒なバブルの「値幅調整」は避けられないにせよ、ある程度ガスが抜けたところでは徐々に金融を緩め、その後の調整は賃金上昇が住宅価格に迫り着くのを待つ「時間調整」を基本とすべきであろう。

このように難しい金融のさじ加減が求められる局面で、中国人民銀行は11月30日に預金準備率の引き下げを発表した。10月24-25日に温家宝首相が天津市（滨海新区）を視察した際に、物価の安定を第一に重要な任務としつつも、経済情勢を正しく認識した上で「適時に適度な」微調整も必要との考えを示していたが、その第一弾といえるだろう。但し、その後の12月12-14日に開催された中央経済工作会議では「不動産コントロール政策を揺るがず堅持し、住宅価格の適正な回帰」を図るとしており、住宅バブルの崩壊を懸念しての微調整ではなさそうである。確かに消費者物価上昇率が3.5%の基準金利（1年定期預金）を上回るマイナス実質金利の下で、金利を更に引き下げれば、地方ではまだ最高値更新を続ける都市もあるだけに、燻ぶるバブル形成マインドが一気に息を吹き返すリスクが高いだろう。

但し、この先1年程度を視野に入れると、一部地域の高額物件の下落がトリガーとなって悪循環を引き起こすリスクもあるだけに、今後の成り行き次第では本格的な金融緩和が必要になる可能性が高い。その時に、「適時に適度な」対応ができるか否かが、中国にとって当面の最重要課題だろう。金融緩和のタイミングが遅過ぎれば（又は緩和の程度が小さ過ぎれば）、景気が想定以上に悪化して中国の街に失業者が溢れる事態ともなりかねない。一方、金融緩和のタイミングが早過ぎれば（又は緩和の程度が大き過ぎれば）、バブルが一気に再膨張する可能性もあるからである。

日本を含めた先進国の前例をみても、バブルのコントロールは政策当局にとって極めて難しい舵取りといえる。しかし、中国のバブルはマクロ的にはまだ小粒なだけにコントロールは可能だろう。沿海部の高級マンションの価格下落は避けられないとしても、バブル崩壊が全体に波及するような悪循環を避けるため、真に「適時に適度な」マクロ金融運営でバブルなき持続成長を実現してほしいものだ。来年の中国のマクロ金融運営はその正念場を迎えるといえそうだ。

(図表-13)



(資料) CEIC(国家統計局、中国人民銀行)

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。