

基礎研 レター

中国の住宅バブルは崩壊し始めたのか？

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

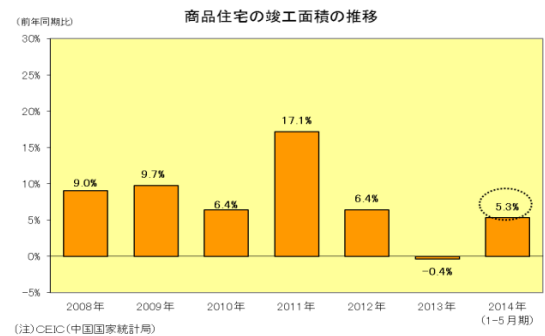
1——2年ぶりに下落に転じた住宅価格

中国では、5月の新築商品住宅価格（70都市平均）が2年ぶりに前月水準を下回るなど、バブルと言われて久しい住宅市場に変化の兆しがでてきた。

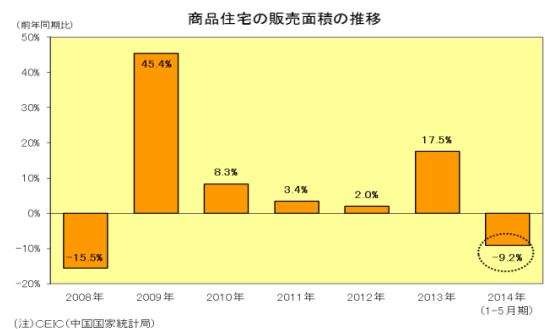
今回、住宅価格が下落に転じた背景には、中国政府が2013年春に打ち出した「国五条」と呼ばれる住宅購入制限が効いてきたことに加えて、住宅の需給バランスが崩れたことがある。竣工が増えるなど供給増が続く中で（図表-1）、販売が前年割れに落ち込んだことから（図表-2）、販売待ちの在庫が前年同月比25%増と積み上がった。販売業者は、在庫を消化しようと大幅な値引きで販売促進する一方、まだ下がると見た購入予定者は様子見姿勢を強めたため、住宅の需給バランスが崩れて、価格が下落に転じることとなった。

図表-3に示した当研究所で推定した住宅価格の推移を見ると、2008年秋に米国で起きたリーマンショックの後と、2011-12年に欧州で深刻化した債務危機の時にも住宅価格は調整、いずれも小幅・短期の微調整で済み、事なきを得た。それでは、今回も前回同様に微調整で済むのだろうか、それともバブル崩壊のような事態に陥るのだろうか。本稿では住宅バブルの現状分析を通じて、住宅市場の行方を探してみたい。

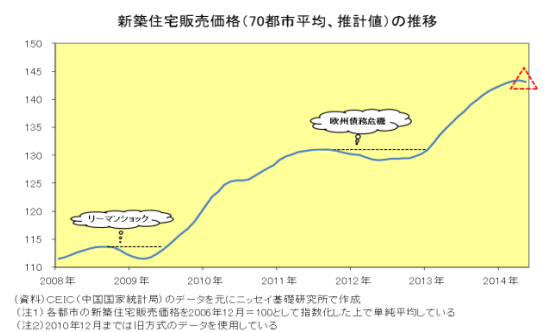
（図表-1）



（図表-2）



（図表-3）



2——“崩壊”する可能性を否定できない高さ

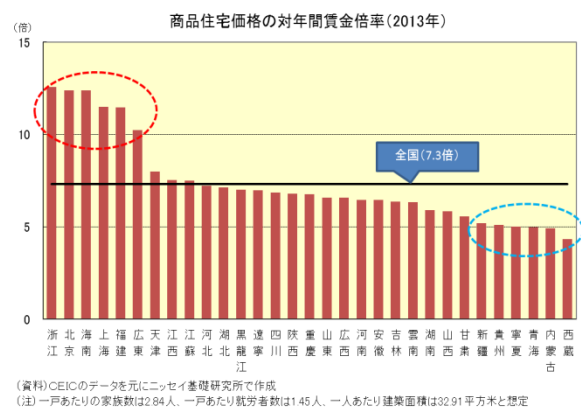
中国の住宅価格は高いといわれるがどの程度の高さにあるのだろうか。そこで、所得水準との関係から、何年分の収入で住宅を購入できるかという観点で、住宅価格の高さを見てみよう。

まず、所得水準を表す統計としては中国国家统计局が発表している平均賃金（年間）があり、2013年は51,474元となっている。また、1世帯あたりの就労人数は36都市平均で1.45人（2012年）と発表されているので、これらを掛け合わせると1世帯あたりの平均賃金（年間）は74,637元（日本円にすると約120万円）と推定できる。次に、住宅価格としては中国国家统计局が発表している商品不動産販売価格（住宅）があり、2013年は平方米あたりで5,849.75元となっている。また、一人あたりの住宅面積（都市部）は32.91平方米（2012年）、1世帯あたりの構成人数は36都市平均で2.84人（2012年）と発表されているので、これらを掛け合わせると、1世帯あたりの住宅面積は約93.46平方米と推定できる¹。これらを掛け合わせると、1世帯が暮らす住宅の平均的な価格は546,744元（日本円にすると約875万円）と推定できる。そして、両者のバランスを計算すると約7.3倍、即ち7.3年分の収入で住宅が購入できるという計算になる。

この倍率は、国際的には4~6倍²が合理的な水準とされており、中国の住宅価格はそれよりも3割程度高い水準にある。合理的な水準より高くても、住宅価格が上昇しているうちは「上がるから買う、買うから上がる」の順回転で住宅バブルは膨張していくこともある。しかし、一旦下落し始めるとそうした投機的な需要は消滅してしまい、最終的には一般庶民が真面目に働いていれば購入できる実需のある水準（≒合理的な水準）まで下落する覚悟が必要である。また、米国では最高値から約3割の下落で住宅バブルの“崩壊”と表現されたことを勘案すると、現在の中国の住宅価格は“崩壊”する可能性を否定できない高さにあるといえるだろう。

一方、北京市などの大都市と内陸部の都市では、住宅価格に大きな違いがあるとともに、所得水準にも大きな格差がある。そこで、31省級行政区毎に前述の試算をしてみたのが図表-4である³。浙江省、北京市、海南省、上海市、福建省、広東省では10倍を超えている一方、内陸部などでは5倍前後に留まっている地区もある⁴。このように、住宅バブルの度合いは地域ごとに異なるので、深刻な地区では5割下落、そうでない地区は1割下落というような地域格差が生じる可能性もあるだろう。

(図表-4)



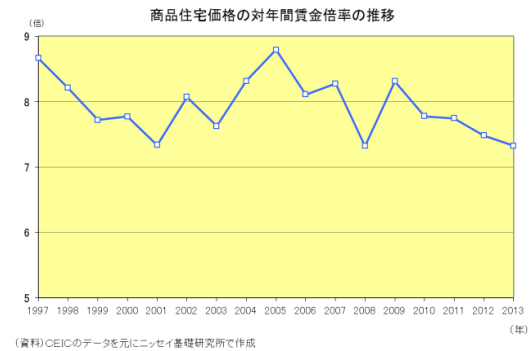
¹ 日本の住宅事情と照らし合わせるとやや大き過ぎるように思えるが、床面積で測るのが一般的な日本と建築面積で測る中国の違いを勘案するとほぼ同程度と思われる。
² 中国では統計基準の違いなどから6~7倍が合理的な水準とする見方もある。
³ ここで示した倍率は省級行政区の平均的な姿を示している。ひとつの省級行政区といっても広東省、山東省、河南省のように1億人前後の人口を擁する巨大地区もあるため、各地区内の1, 2, 3, 4級都市毎に見れば倍率は様々と思われる。
⁴ 一般の商品住宅よりも値が張る高級マンションを対象に同様の試算をしてみると（2012年）、北京市で20.8倍、上海市で23.1倍、国際リゾートとして有名な海南省では32.0倍、全国平均でも15.8倍と、庶民にとってはもはや遠く手の届かないものとなっている。

3——“崩壊”を促すカタリスト(触媒)はあるのか？

1 | “崩壊”するにはカタリストが必要

日米の住宅バブルの形成・崩壊の過程を見てきた人であれば、中国の住宅価格がいくら高いとはいえ、カタリスト(触媒)が無ければ下落しないのではないか?と思うだろう。実際、所得水準に対する倍率の推移を見ても、少なくとも1997年以降は8倍前後の高水準にあり、しかも“崩壊”せずに現在に至る(図表-5)。従って、住宅価格が下落するためには、高いだけでなく、需給バランスを崩すようなカタリストが必要と考えられる。

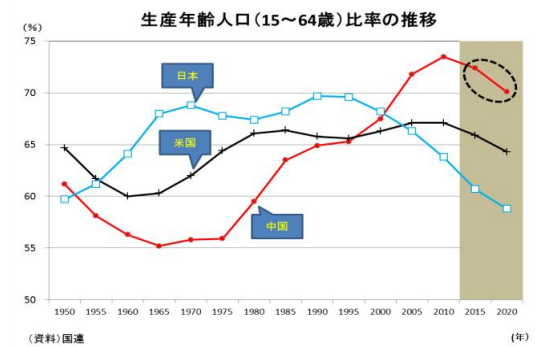
(図表-5)



2 | 生産年齢人口の減少がカタリストに?

そのカタリストとして指摘されるのが、中国で現在進行中の生産年齢人口のピークアウトである。生産年齢人口が減り始めると、新たに世帯主となる人も減り、新たに住宅を購入しようとする需要も頭打ちになるからである。図表-6に示したように日米で住宅バブルが崩壊した時期にも(日本の1990年代、米国の2000年代後半)、生産年齢人口はピークアウトしており、高齢化が急速に進む中国では、日米よりも急激な屈折が予想されることから、カタリストは十分あるとする見方である。

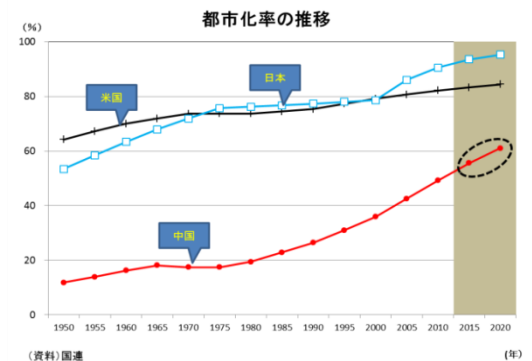
(図表-6)



3 | 都市化が進むので新規需要は減らない?

一方、中国では都市化が進むので、生産年齢人口がピークアウトしただけでは十分なカタリストとはいえないとの見方もある。農村から都市へ人が移動する都市化が進めば、都市では世帯主となる人が増えて、新たに住宅を購入する需要も増えるからである。実際、日米で住宅バブルが崩壊した時期には都市化の伸びも鈍っていたが、中国では今後も右肩上がりでの都市化が進みそうである(図表-7)。但し、中国でも生産年齢人口のピークアウトを受けて都市化の勢いは鈍りそうであり、都市人口の伸びは、過去10年(2004-13年)は年率3.4%増の超高速だったが、今後(2014-20年)は同2.6%増⁵へ鈍化することが見込まれる。

(図表-7)



⁵ ニッセイ基礎研究所が試算した数値。総人口はWorld Population Prospects (The 2012 Revision) の予測値を、都市化率はWorld Urbanization Prospects (The 2011 Revision) の予測値を用いて、両者の掛け算で都市人口を推定している。

4—今後の展望

以上のような現状分析を元に今後を展望すると、まず直近2回のような小幅・短期な微調整では済みそうに無いと思われる。その理由としては、①生産年齢人口の伸びが頭打ちとなることで新規需要の伸びが鈍化すると見込まれること、②不動産税⁶の導入に先立って今年5月に不動産登記局が発足、数年以内（2016～18年頃）には住宅保有状況が明らかにされる。習近平政権は腐敗汚職撲滅運動を展開しており、あまり大量の住宅を保有していると摘発材料となりやすく、その前に売却しようとする動きがでてくると考えられること、③住宅バブルを長らく温存してしまったという反省からか、今回の下落局面では金融緩和が遅れ気味であること、以上3点が挙げられる。

一方、最高値から3割下落するような“崩壊”に陥るのかといえ、そこまで悲観する状況にはなっていないと思われる。その理由としては、①内陸部の住宅価格は3割下落するほど高くないこと、②スピードが鈍るとはいえ今後も都市化が進むこと、③“崩壊”に陥るような兆しがでてくれば、中国政府（及び中国人民銀行）は金融緩和する余地を残していること、以上3点が挙げられる。

従って、今回の住宅価格の調整は、最高値から5-10%程度の深押しとなる可能性があり、直近2回のような小幅・短期な微調整では済みそうには無い。しかし、今回の下落を発端にして住宅バブルが“崩壊”すると予想するほど現在の状況は悪くないと思われる。

⁶ 日本の固定資産税に相当する