ニッセイ基礎研究所　　　2013-02-22

Weekly エコノミスト・レター

不動産規制強化に揺れる中国：景気回復は途切れてしまうのか？

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．昨年中国で経済成長率が鈍化した原因のひとつに不動産投資の減速がある。不動産投資は固定資産投資全体の４分の１超を占めており、マクロ経済に与える影響は大きい。そこで本稿では、不動産価格の動きや需給動向分析を通じ、不動産市場の行方とマクロ経済への影響を探る。

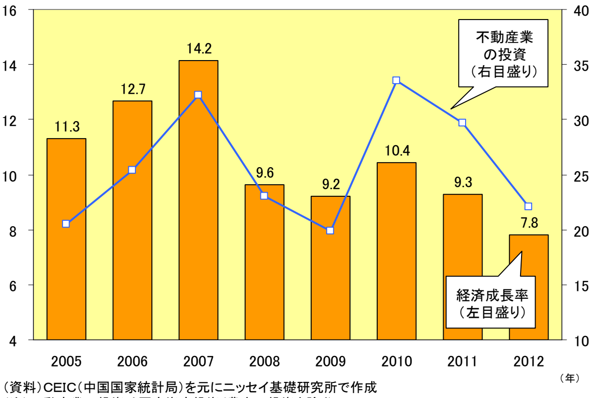
2．住宅市場の需給サイクルを見ると、リーマンショック後の景気対策で盛り上がった新規着工は既に竣工のピークを越えており、昨年後半には販売が増加に転じたことから、需給バランスは改善、今後は販売待ち在庫の消化を進めつつ、新規着工が増加に転じる時期も近づいている。

3．不動産規制が実需領域に及べば、好転し始めた住宅市場に水を差す恐れもあるが、特にバブル懸念の高い地域限定の規制強化や投機抑制のための規制強化はあっても、景気回復力が弱く価格上昇が小幅なうちは、実需を伴う住宅取得に影響するような規制強化はないと見ている。

4．一方、住宅と同時期に新規着工が盛り上がった商業用不動産は、竣工の峠を越えて供給懸念は薄らいだものの、販売待ち在庫の水準は住宅より高く、販売の低迷は続いており、今後も明確な需要増の見込みがないことから、先行きは依然として不透明で、回復の道筋が描けない。

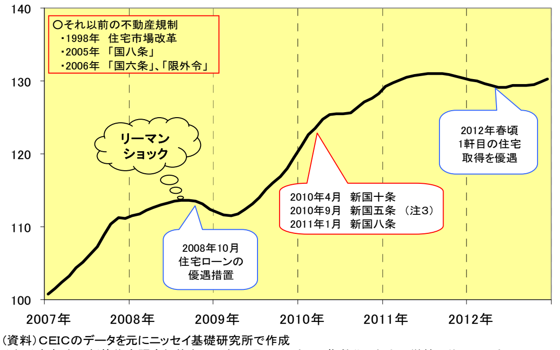
5．住宅市場の需給サイクルは上向きであり、実需を抑制するような不動産規制強化もないと見ていることから、今年の不動産業の投資は伸びを高め、マクロ経済にも好影響と予想する。但し、早過ぎる時期に中国政府が実需抑制に動き出すと、景気回復が途切れる恐れがでてくる。

不動産業の投資と経済成長率



（資料）CEIC（中国国家統計局）を元にニッセイ基礎研究所で作成
（注）不動産業の投資は固定資産投資（農家の投資を除く）

住宅価格と不動産規制



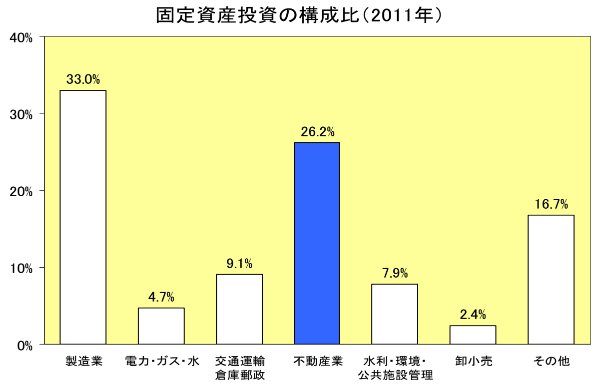
（資料）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
（注1）各都市の新築住宅販売価格を2006年12月＝100として指数化した上で単純平均している
（注2）2010年12月までは旧方式のデータを使用している
（注3）「新国十条（一部都市の不動産価格急騰の断固たる抑制に関する通知）」では、地方政府の政策への反映が不十分だったため、「新国五条」・「新国八条」で規制強化が図られた

 Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

1. 不動産市場とマクロ経済

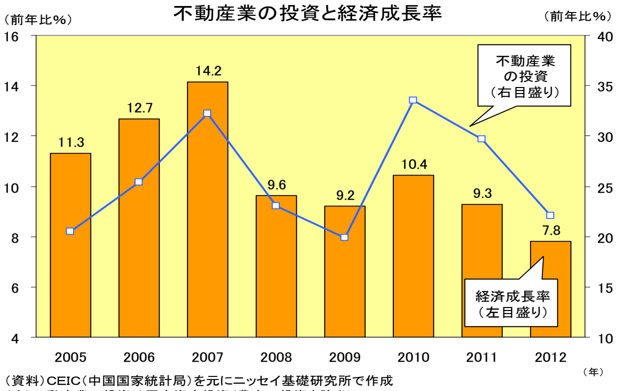
2012 年の中国の経済成長率は前年比 7.8%と前年の同 9.3%から大きく鈍化した。成長鈍化の原因は、欧米経済の低迷もあるが、国内需要の鈍化も大きかった。2012 年の不動産業の固定資産投資（農家の投資を除く）は、前年比 22.1%と 2011 年の同 29.7%から 7.6 ポイント鈍化、成長鈍化のひとつの要因となった。中国では、不動産業の投資が与える影響は大きく、2011 年の固定資産投資の構成比を見ると、製造業の比率が最も大きく 33%を占めるものの、不動産業も 26.2%と二番目に大きい（図表-1)。不動産業の投資と成長率の関係を見ると、不動産業の投資が盛り上がると成長率も高くなり、逆に不動産業の投資が鈍ると成長率も鈍化する傾向があり（図表-2)、近年は不動産業の投資の盛衰が景気変動の主因となることが多かった。最近、住宅価格が再上昇したことを受けて、中国政府は 2 月 20 日に不動産規制強化の方針を示したため、株式市場は大きく動揺した。そこで本稿では、不動産価格の動きや需給動向の分析を通じ、不動産市場の行方と中国マクロ経済への影響を探ることとしたい。

(図表-1)



（資料）CEIC（中国国家統計局）のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-2)



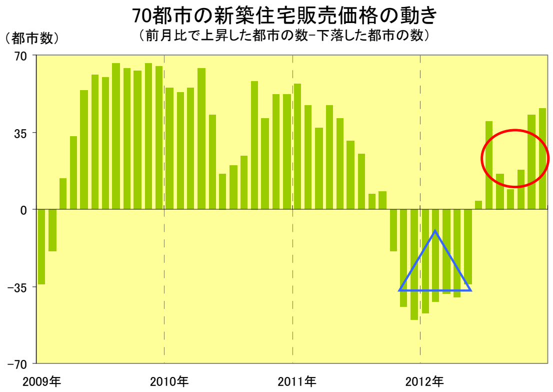
（資料）CEIC（中国国家統計局）を元にニッセイ基礎研究所で作成
（注）不動産業の投資は固定資産投資（農家の投資を除く）

2. 改善に向かう住宅市場

〔住宅価格は再び上昇〕

国家統計局が毎月公表する「70 大中都市住宅販売価格変動状況」で、全国 70 都市の新築住宅販売価格の推移を見ると、昨年 5 月を底に新築住宅販売価格は緩やかに上昇し始めている。また、70 都市のうち、前月と比べて値上がりした都市の数から値下がりした都市の数を引いたネット都市数を計算して見ると（図表-3)、欧州危機が深刻化した 2011 年秋から 2012 年春までは大幅なマイナス超過だったが、昨年 6 月にはプラスに転じ、その後は 7 ヵ月連続でプラスを維持、昨年 12 月にはプラス 46 と大幅プラス超過となり、住宅価格の上昇は全国に広がってきた。

(図表-3)



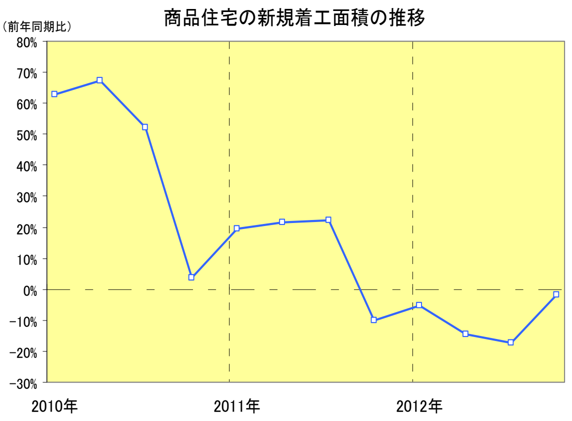
（資料）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
（注）ネット都市数は、前月と比べて値上がりした都市の数ー値下がりした都市の数

 Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

〔需要・供給のバランスは改善傾向〕

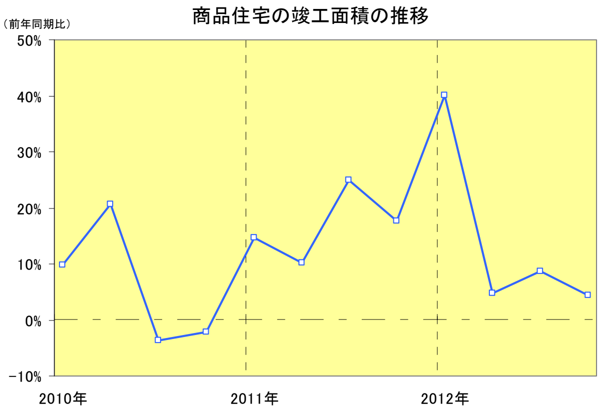
まず、供給面の事情を確認しておくと、取引が自由な商品住宅の新規着工面積は、リーマンショック後の大型景気対策や銀行融資拡大方針を背景に、2010 年前半に大きく盛り上がり、2010 年 4-6 月期には前年同期比で 7 割近い増加を示した。その後は徐々に伸びが鈍り、2011 年秋以降は前年割れの状態が続いている（図表-4)。また、図表-5 に示した竣工面積の推移を見ると、2010 年前半に新規着工した商品住宅は、2012 年後半には竣工のピークを越えており、供給過剰の懸念は徐々に後退している。

(図表-4)



（注）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で前年同期比を推定して作成

(図表-5)

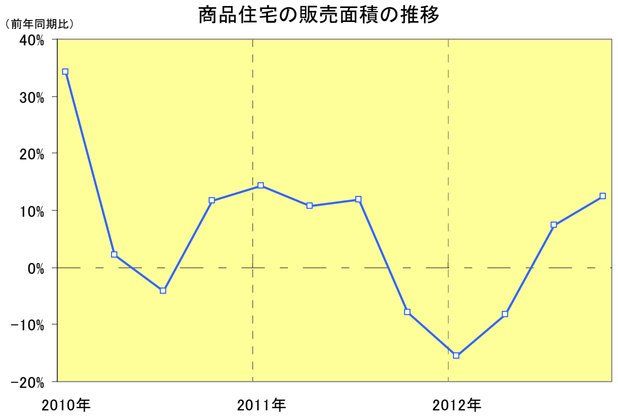


（注）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で前年同期比を推定して作成

次に、需要面の事情を見ると、商品住宅の販売面積は、2011 年秋から昨年春までは大きく落ち込み、前年割れの状態となっていたが、昨年夏には底打ちして、それ以降は前年同期比 1 割前後で安定的な伸びを示すようになってきた（図表-6)。

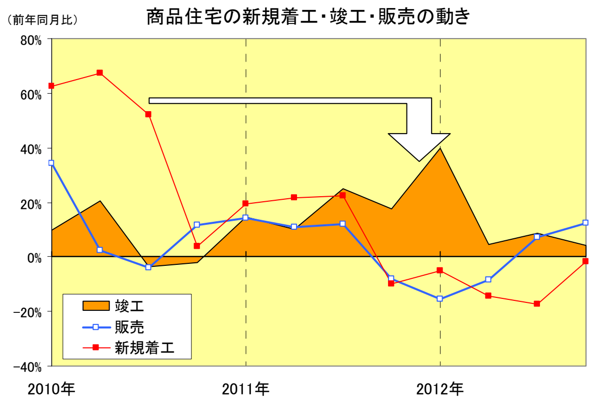
需要面と供給面の動きを考え合わせると、図表-7 に示したように、2011 年後半から昨年前半にかけては、供給面から見ると竣工がピークを迎えたため供給過剰感が強く、需要面から見ても販売が前年割れに落ち込んでいたことから、需要と供給のバランスが崩れやすい状況であった。しかし、昨年後半以降は、需要面では販売が安定的に伸び始め、供給面でも竣工がピークを越えたことから、需要と供給のバランスは改善傾向にある。従って、当面は住宅価格が上昇しやすく、新規着工も増えやすい、上向きの需給サイクルにあるといえるだろう。

(図表-6)



（注）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で前年同期比を推定して作成

(図表-7)



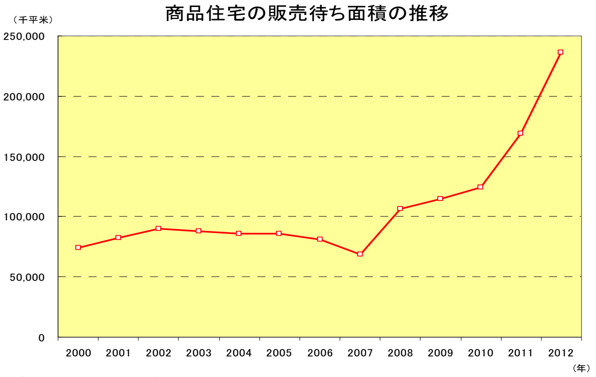
（注）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で前年同期比を推定して作成

 | Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

〔但し、供給面の回復は緩やか〕

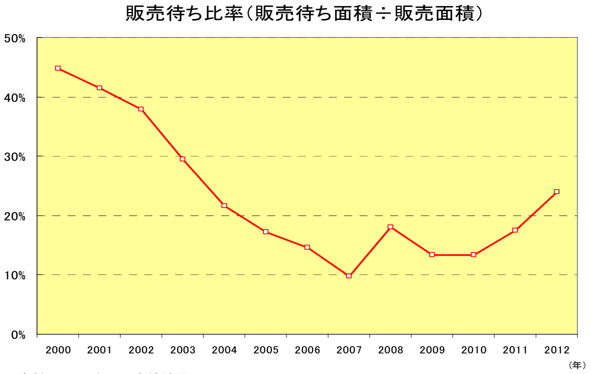
但し、販売待ち面積が増えていることには留意が必要である（図表-8）。販売面積も年々増えてことから、図表-9 に示したように販売待ち比率（販売待ち面積÷年間販売面積）で見ると急激な上昇ではないものの、在庫水準が依然として高いことは間違いない。従って、今年の住宅市場は最悪期を脱するものの、在庫が足枷となって、新規着工など供給面の伸びは緩やかなピッチに留まりそうである。

(図表-8)



（資料）CEIC(中国国家統計局)

(図表-9)

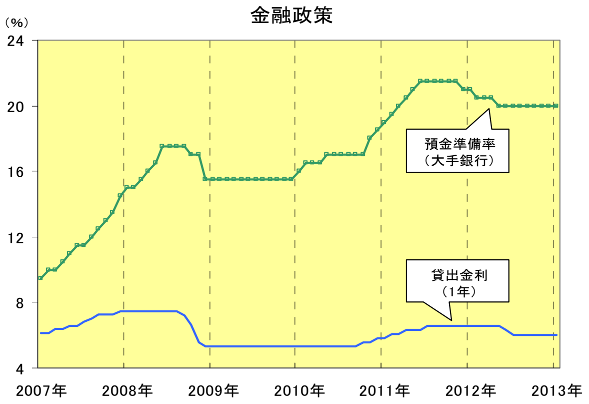


（資料）CEIC(中国国家統計局)

3．　どのような不動産規制の強化が行われるのか？

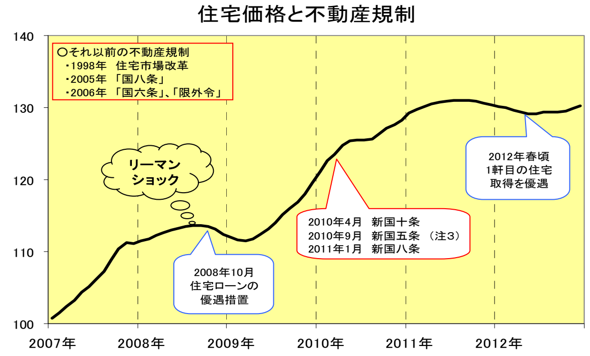
住宅市場が底打ちした背景には、中国人民銀行が 2011 年 12 月から 3 度に渡り預金準備率を引き下げ、昨年 6・7 月には 2 ヵ月連続で預金・貸出の基準金利を引き下げるなど金融緩和を進めたことがあり（図表-10）、地方政府も昨年春頃から一軒目の住宅取得を優遇する住宅ローン金利の引き下げを実施するなど規制緩和に動きだし、規制の堅持を強調してきた中央政府も、地方政府の優遇措置を、バブル懸念が強い一部の地域を除いて事実上黙認してきたことがあった。今回、2 月 20 日に中央政府は不動産規制強化策を発表したが、それを見ると特に目新しい施策がある訳ではない。不動産規制強化の経緯を見ても（図表-11）、中央政府の方針どおりに地方政府が動くとは限らない。従って、不動産規制強化がマクロ経済に影響するようなものになるか否かは、中央政府が各地方政府をどう指導するかに掛かっている。

(図表-10)



（資料）CEIC（中国人民銀行）

(図表-11)



（資料）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
（注1）各都市の新築住宅販売価格を2006年12月＝100として指数化した上で単純平均している
（注2）2010年12月までは旧方式のデータを使用している
（注3）「新国十条（一部都市の不動産価格急騰の断固たる抑制に関する通知）」では、地方政府の政策への反映が不十分だったため、「新国五条」・「新国八条」で規制強化が図られた

 | Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

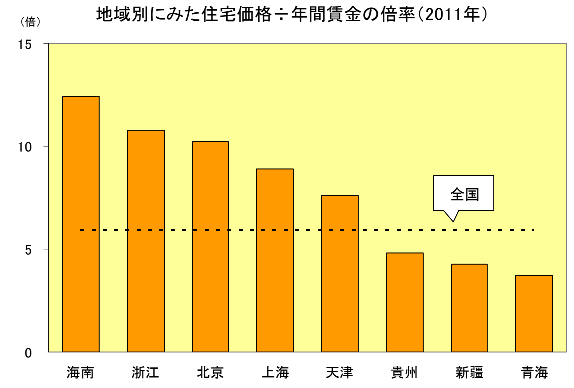
〔投機抑制はあっても、実需抑制はないとの見方〕

それでは、中央政府は各地方政府をどのような方向に指導するのだろうか。筆者は、特にバブル懸念の高い地域限定の規制強化や投機抑制を狙った規制強化は直ぐにでもありうるが、実需を伴う住宅取得に影響するような規制強化は当面ないとの見方をしている。

住宅価格の水準を当該地域の年間賃金と対比してみると、図表-12 に示したように地域別に大きく異なっており、住宅価格のバブル度には地域格差がある。従って、特にバブル懸念の高い地域で住宅価格が高騰すれば、中央政府は当該地方政府に規制強化を指導するだろう。また、投機的な住宅取引を抑制する効果が期待できる不動産税（日本の固定資産税に相当）は、既に上海市や重慶市で試行中であり、中央政府はその他の地域にも拡げる方針を再三示しており、既に課税に必要な事前準備も進めていることから、適用地域拡大は既定路線といえるだろう。

しかし、実際に住むための一軒目や老後の収入を支えるための二軒目など実需を伴う住宅取得に影響するような不動産規制強化は、今のように景気回復力が弱く住宅価格が小幅上昇に留まるうちは、可能性が低いと見ている。その理由としては、欧州危機の長期化で外需主導の景気回復には当面期待できず、リーマンショック後の大型景気対策で財政出動の余地も限られる中で、消去法的に個人消費に期待がかかる。その点、個人が実際に住む住宅の購入を増やすことは、家具など耐久消費財の購買意欲を高め、消費を刺激する効果が大きいことから、ある程度の住宅価格の上昇は許容してでも、今は景気回復を優先すると考えているからである。

(図表-12)

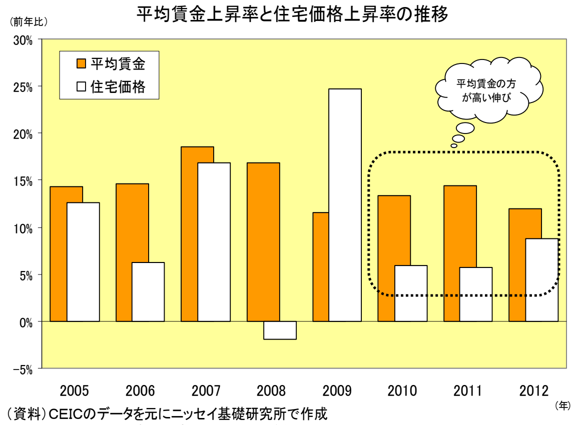


（資料）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
（注）一戸あたりの就労者数は1.51人、同住宅面積は75平方米と想定

〔将来的には実需抑制の可能性もありうる〕

但し、今後景気が勢いを増し、住宅価格が騰勢を強めるようだと、バブル膨張を恐れる中国政府は実需を伴う住宅所得についても規制強化に踏み切る可能性がある。図表-13 に示したように、ここ数年の住宅価格は平均賃金上昇率の半分程度の上昇率に留まり、住宅バブルは少しずつ改善に向かっているものの、高過ぎる住宅価格に対する国民の不満は依然として強く、この過度な割高感を緩和するには、もう暫く住宅価格上昇率を低位に抑制する必要があるからである。不動産規制強化が実需を伴う住宅所得に及ぶ警戒ラインとしては、住宅価格上昇率が消費者物価上昇率を上回る時点が「黄信号」、平均賃金上昇率を上回るようだと「赤信号」と見ている。

(図表-13)



（資料）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
（注）2012年の平均賃金上昇率は1-9月期の前年同期比

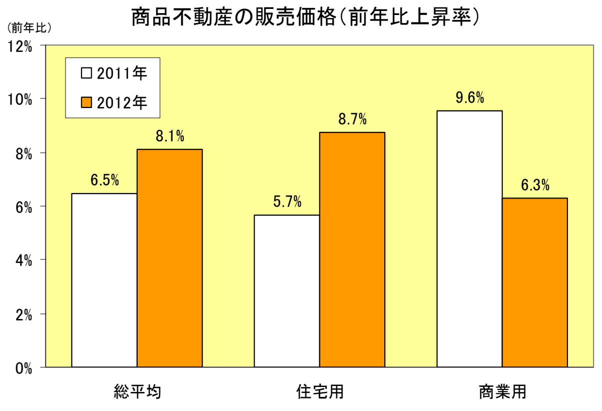
 Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

4．　不安の残る商業用不動産

〔価格は上昇も一部の都市では大幅下落〕

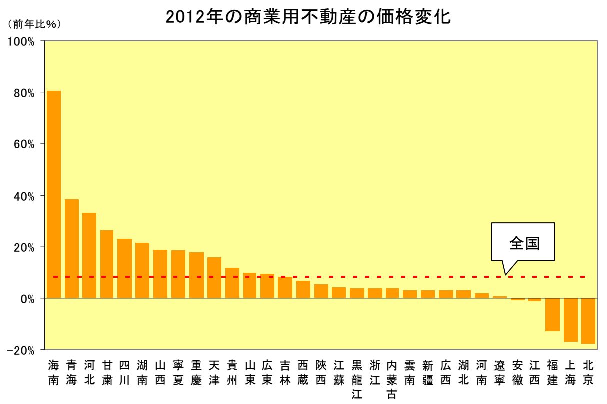
一方、商業用不動産の値動きには勢いがない。商品住宅の販売価格（1 平米あたり）が前年比 8.7%上昇と前年より上昇率が加速したのに対し、商業用不動産は同 6.3%上昇と前年より上昇率が鈍化している（図表-14）。また、図表-15 に示したように商業用不動産の価格が上昇したのは内陸部で急騰した地域があったためであり、北京市や上海市など大都市では 2 割近く下落するなど値動きは不安定である。

(図表-14)



（資料）CEIC（中国国家統計局）のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-15)

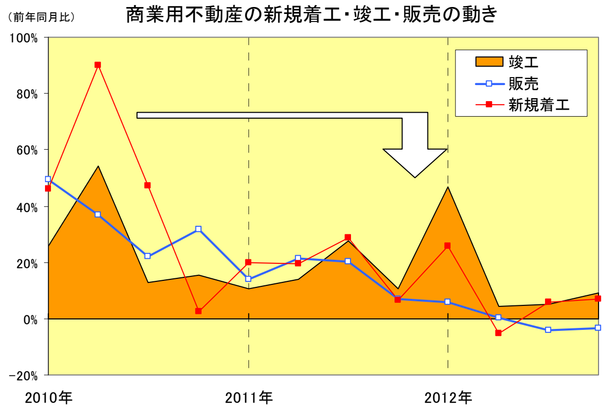


（資料）CEIC（中国国家統計局）のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

〔供給増には歯止めも需要は低迷〕

住宅市場で分析したのと同じ方法で、商業用不動産の需給サイクルを見ると（図表-16）、商業用不動産でも、新規着工はリーマンショック後の 2010 年に盛り上がりを見せた。その竣工は 2011 年後半から昨年前半にかけてピークを迎えており、昨年後半以降は、竣工がピークアウトしたことで新たな供給増は限られる。しかし、住宅市場とは異なり、商業用不動産の販売は前年割れのままで、需要面には改善の兆しが見えてこない。

(図表-16)



（注）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で前年同期比を推定して作成

〔商業用では回復の道筋が描けない〕

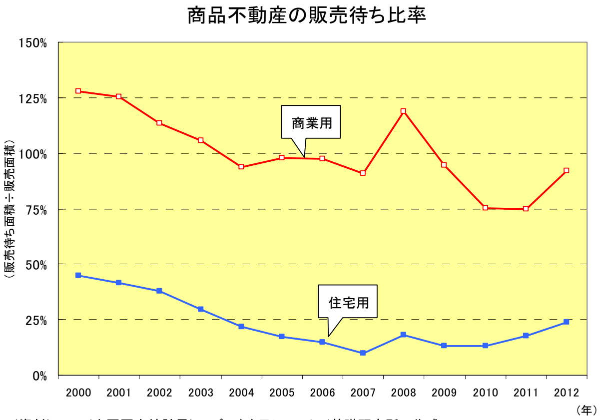
商業用不動産でも販売待ち面積は右肩上がりで増加しており、販売待ち比率（販売待ち面積÷年間販売面積）は、住宅用の 25%程度に対して商業用は 100%近い水準で、在庫のレベルは住宅用に比べて遥かに高い（図表-17）。販売待ち比率が 100%という水準は、1 年間で販売できる面積と同じだけの在庫を抱えている状況といえるだけに、多少の販売増では在庫の過剰感は消えないだろう。新規着工が伸びを高める条件が整うには、販売が増え始め、販売待ち比率が大きく低下することが必要となってくることから、経済成長率に影響する新規着工が増加に転じる時期はかなり先のことになりそうである。

また、地方政府の債務残高はリーマンショック後の大型景気対策で肥大化しており（図表-18）、地域

 Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

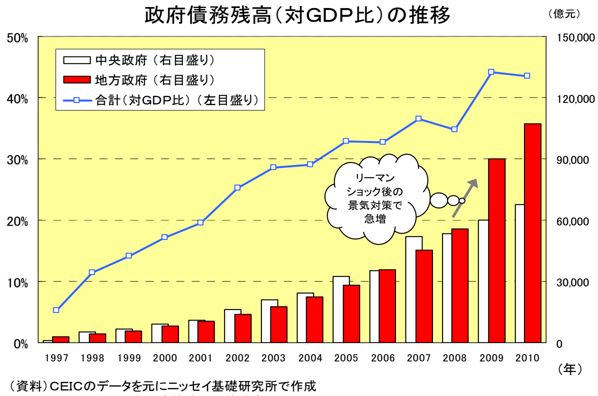
経済を活性化するためのプロジェクト投資にも当面は多くを期待できない。個人消費が期待したほど伸びないため、外資系の小売企業の中には撤退を余儀なくされるところもでてきていることから、商業用不動産の需要が底打ちするにはまだ時間がかかりそうである。従って、竣工のピークアウトで供給面の懸念はやや薄らいだものの、明確な需要増が見込めないことから、商業用不動産市場の先行きは依然として不透明で、回復の道筋は依然として描けていない。

(図表-17)



（資料）CEIC(中国国家統計局）のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成

(図表-18)



（資料）CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所で作成
（注）2004年以前の中央政府債務は国債残高、
2006年以前の地方政府債務はニッセイ基礎研究所の推定値

５． 中国マクロ経済への影響

以上のように、中国の住宅市場では、需要面で販売が増加に転じ、供給面でも竣工が峠を越えたことから、需給サイクルは上向いている。また、不動産規制の強化についても、景気回復力が弱いうちは投機抑制に主眼が置かれ、実需を伴う住宅取得には波及しないと見ていることから、販売量の約９割を占める住宅市場の好転で、今年の不動産業の投資は前年よりも伸びを高め、家具や自動車など耐久消費財の売れ行きにも好影響を与えると予想している。但し、今後景気が勢いを増し、住宅価格が再び騰勢を強めると、バブル膨張を恐れる中国政府は早めに不動産規制を強化して、実需を伴う住宅取得にも影響が及ぶと見ていることから、不動産投資の加速は長続きしないだろう。

また、筆者の予想に反して、景気回復力の弱いうちに、実需を伴う住宅取得に対する規制が強化されるようだと、マクロ経済にも影響が及びそうである。商業用不動産の先行きに不安を抱える中で、景気回復力が弱いうちに、実需を伴う住宅取得を制限すれば、住宅市場の需給サイクルが悪化に転じるだけでなく、その影響は家具や自動車など耐久消費財の売れ行きにも波及する可能性が高い。また、個人消費が陰れば、商業用不動産に残る需給懸念が増幅されるリスクもでてくる。従って、高い住宅価格に対する国民の不満に煽られて、中国政府が早過ぎる時期に実需を抑制するような規制強化に動き出せば、景気回復が途切れる恐れもあるだけに、不動産規制強化の動きが今後どう展開するか要注目である。

（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。