

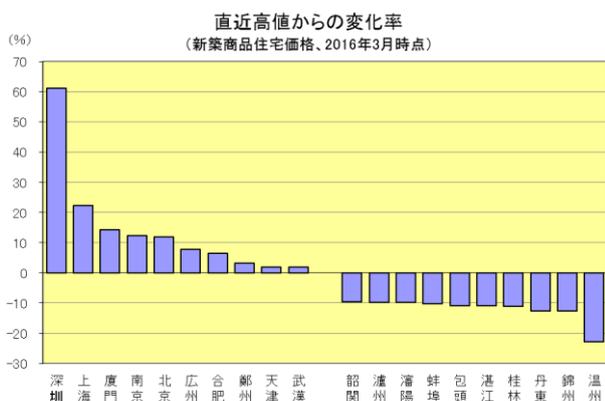
# Weekly エコノミスト・ レター

## 中国経済と住宅バブル

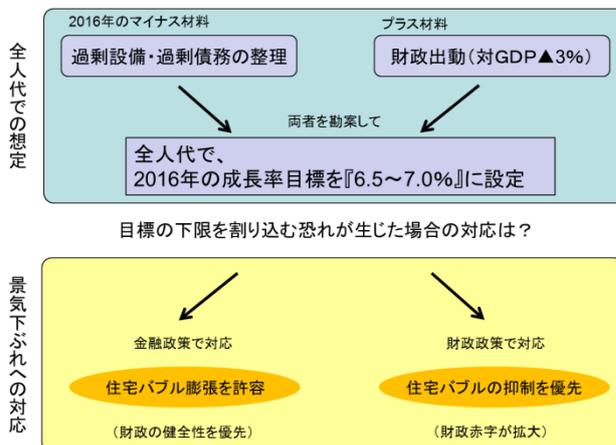
～住宅バブルか財政悪化かの選択を迫られる局面へ～

経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎  
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

1. 中国では2016年1-3月期の実質成長率が前年同期比6.7%増と3四半期連続で前四半期を下回るなど成長率の鈍化が続いている。景気指標を見ると、消費の伸びは前四半期より鈍ったものの、投資の伸びが改善したことが支えとなって、小幅な鈍化に留まったものと見られる。
2. 投資の内訳を見ると、業種別には不動産業とインフラ関連投資が加速、資金源別には国家予算内資金と国内融資が高い伸びを回復している。従って、1-3月期の投資の持ち直しは、中国政府が中央予算内の投資を前倒し実施したことでインフラ投資が加速したこと、及び不振だった不動産開発投資が回復したことが主因と考えられる。
3. 不動産開発投資の7割弱を占める住宅市場を見ると、住宅販売が増勢を強め、住宅価格は上昇を続けており、在庫が減って新規着工が増加に転じたことから、中国全体で見ると住宅サイクルは好循環に入ったといえるだろう。但し、住宅サイクルは地域毎に2極化しており、悪循環のままの地域も多い（下左図）。そして、中国政府は、それぞれの事情に応じて、住宅販売の促進とバブルの抑制という正反対の政策を同時に実施している。
4. このまま景気が下ぶれせずに推移すれば、住宅販売の促進とバブルの抑制という正反対の政策を同時に実施できるため、住宅サイクルの2極化は徐々に収束に向かうと思われる。しかし、過剰設備・過剰債務の整理が本格化する中で、景気が再び下ぶれする可能性は決して低くない。その時、中国政府は住宅バブルの抑制を優先して財政赤字の拡大で対応するのか、それとも財政の健全性を優先して、住宅バブル膨張を許容する形で成長率を押し上げるのか、今後の景気動向と政策運営は要注目である（下右図）。



(資料) CEIC (出所は中国国家统计局) のデータを元にニッセイ基礎研究所で作成



# 1. 1-3 月期の経済概況

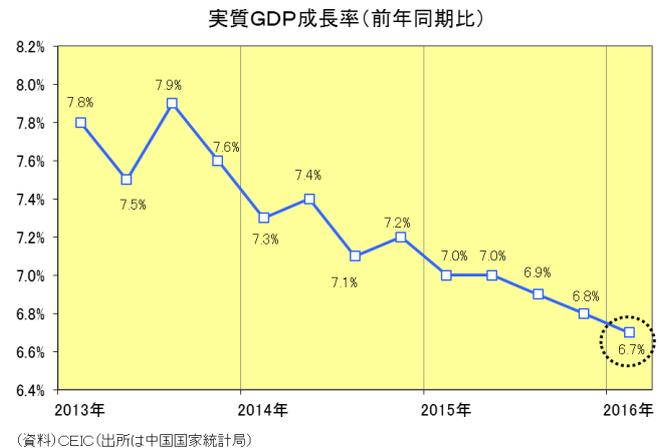
中国では経済成長率の鈍化傾向が続いている。中国国家統計局が4月15日に公表した2016年1-3月期の国内総生産は15兆8526億元となり、実質成長率は前年同期比6.7%増と3四半期連続で前四半期を下回る結果となった(図表-1)。また、翌16日に公表された季節調整後の前期比では1.1%増となり、年率換算すれば4%台半ばの低水準に落ち込んだことになる。

その他の景気指標を見ると、消費の伸びは鈍ったものの投資の伸びが改善したことが分かる。

消費の代表指標である小売売上高の動きを見ると、1-3月期は名目で前年同期比10.3%増と前四半期の同11.3%増(推定<sup>1</sup>)を1.0ポイント下回っており、価格要素を排除した実質でも同9.7%増と前四半期の同10.9%増(推定)を1.2ポイント下回った。3月単月では前年同月比10.5%増と1-2月期の前年同期比10.2%増を上回ったものの小幅改善に留まっている(図表-2)。今後も冴えない企業収益を背景に賃金の伸び加速は期待できず、インフレ率の底打ちで実質所得が目減りすることから、中間所得層の充実で底堅いとはいえ昨年の高い伸びを上回るのは難しいだろう。

一方、投資の代表指標である固定資産投資(除く農家の投資)の動きを見ると、1-3月期は名目で前年同期比10.7%増と前四半期の同9.1%増(推定)を1.6ポイント上回っており、価格要素を排除した実質でも同13.8%増と前四半期の同12.0%増(推定)を1.8ポイント上回った。また、3月単月では前年同月比11.7%増(推定)と1-2月期の前年同期比10.2%増をさらに上回り、改善の動きが明確となってきた(図表-3)。

(図表-1)



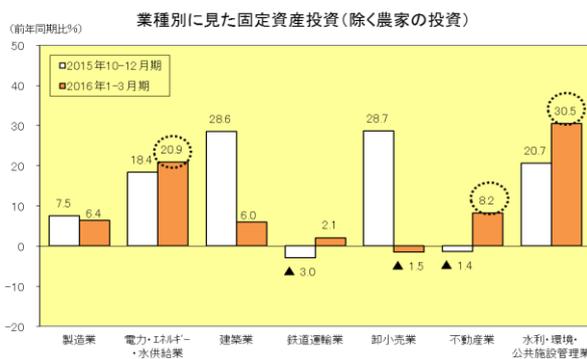
(図表-2)



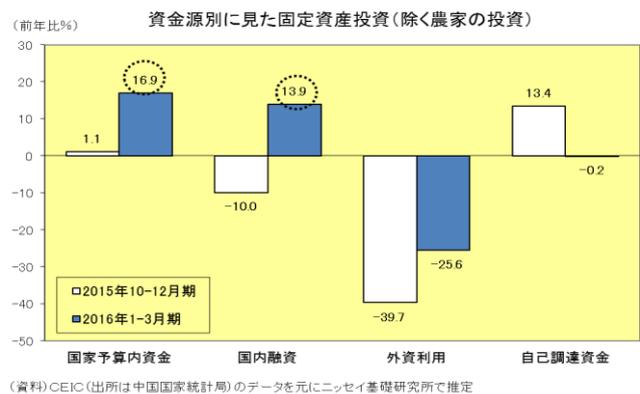
## 2. 投資が改善した背景

投資が持ち直した背景を探るため業種別内訳を見ると、過剰生産設備を抱える製造業はこの1-3月期も伸びが鈍化した。不動産業の投資がプラスに転じたのに加えて、電力・エネルギー・水供給業や水利・環境・公共施設管理業といったインフラ関連投資が加速している（図表-4）。他方、資金源別に見ると、自己調達資金による投資（全体の約7割）はほとんど伸びてなく、外資利用の投資も大幅マイナスだったが、国家予算内資金と国内融資を資金源とした投資が高い伸びを回復した（図表-5）。従って、1-3月期の持ち直しは、中国政府がインフラ投資を加速させたこと、及び不振だった不動産開発投資が回復したことが主因と考えられる。

(図表-4)



(図表-5)



インフラ投資に関しては、「中央予算内の投資は上半期に全て実行」する方針だったため驚きはない。むしろ中央予算が執行済みとなる下半期が懸念される。もし下半期に景気が悪化すれば、地方政府は過剰債務調整中で厳しい制約を受けるため、中央政府が予算を積み増す可能性もある。

一方、不動産開発投資に関しては、1-3月期には不動産業が成長率を下支えしていた（図表-6）。今後も不動産開発投資が盛り上がり民間資金を巻き込みつつ牽引役になるのか、それとも一時的な回復に過ぎないのか、以下では不動産開発投資の7割弱を占める住宅の状況を見てみる（図表-7）。

(図表-6)

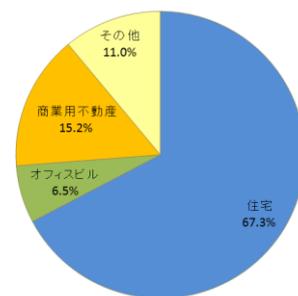
産業別の実質成長率 (単位:%)

	2015年 第4四半期 (10-12月期)	2016年 第1四半期 (1-3月期)	差異
国内総生産	6.8	6.7	▲0.1
第1次産業	4.1	2.9	▲1.2
第2次産業	6.1	5.8	▲0.3
工業	5.8	5.5	▲0.3
建築業	7.3	7.8	▲0.5
第3次産業	8.2	7.6	▲0.6
交通運輸倉庫郵便業	4.6	3.3	▲1.3
卸小売業	6.3	5.8	▲0.5
宿泊飲食業	6.6	7.0	▲0.4
金融業	12.9	8.1	▲4.8
不動産業	4.1	9.1	▲5.0
その他	9.9	8.7	▲1.2

(資料)CEIC(出所は中国国家统计局)

(図表-7)

不動産開発投資の内訳(2015年)

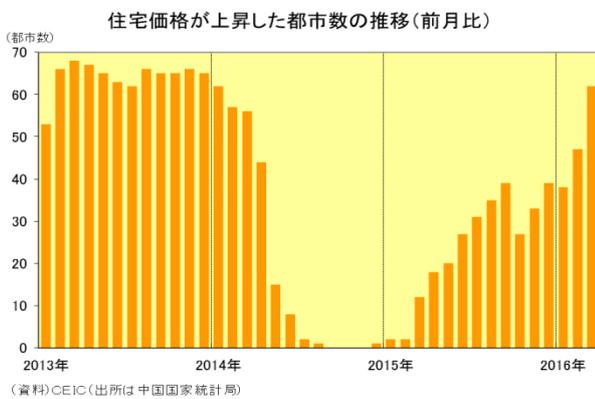


### 3. 住宅サイクル（住宅価格、販売、在庫、新規着工）

#### 1 | 住宅価格は上昇傾向

中国では住宅価格の上昇傾向が続いている。新築分譲住宅価格（除く保障性住宅）の推移を見ると、図表-8 に示したように 2014 年秋には前月比で上昇した都市はゼロと全ての都市で下落していたが、2015 年には徐々に反転上昇する都市が増え、2016 年 3 月には 9 割弱にあたる 62 都市で前月より上昇することとなった。中国国家统计局は 70 都市平均の価格指数を公表していないが、全体的傾向を捉えるため当研究所で単純平均したところ、3 月は前月比 0.87% 上昇と 2015 年 4 月をボトムにして 3.4% 上昇している。2014 年 4 月のピークに比べるとまだ 3.3% 低い価格水準にあるものの、ちょうど「半値戻し」を達成した水準にあるといえるだろう（図表-9）。

(図表-8)



(図表-9)



#### 2 | 住宅販売も増勢を強めた

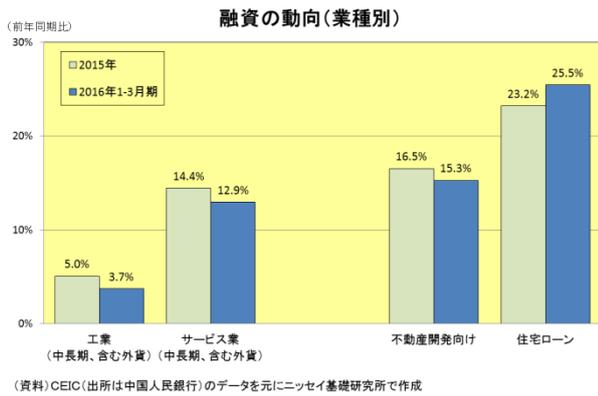
住宅価格が上昇している背景には、住宅購入制限の緩和と金融緩和により、住宅販売が増勢を強めたことがある。2015 年には住宅を購入する際の戸数や戸籍などの規制の緩和が各地で相次ぎ、住宅ローンを借りる際の頭金比率の条件も緩和されていった。また、2014 年 11 月以降、中国人民銀行（中央銀行）は 6 度に渡って利下げを実施、預金基準金利（1 年定期）は当初の 3.0% から現在の 1.5% へと 1.5 ポイント引き下げ、貸出基準金利（1 年以内）も当初の 6.0% から現在の 4.35% へと 1.65 ポイント引き下げた（図表-10）。それに伴って住宅ローン金利が低下して、住宅ローン残高は高い伸びを示した（図表-11）。

その結果、住宅販売（面積）は 2014 年には 1 割近い前年割れだったが、2015 年 4 月には前年を上回る水準に回復、その後は住宅在庫の高さを懸念する声が上がって一旦は息切れしかかったものの、2016 年 1-3 月期には前年同期比 35.6% 増と再び勢いを取り戻した（図表-12）。

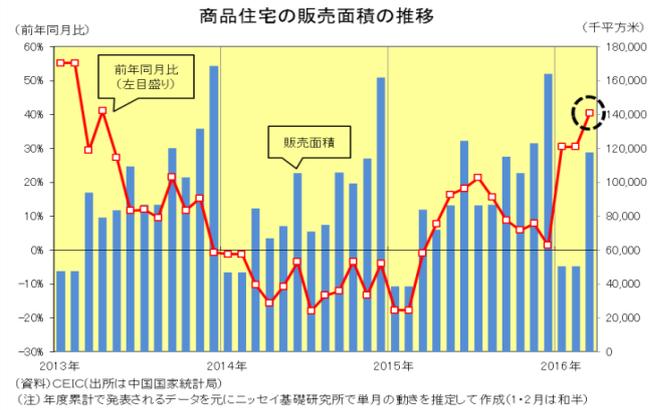
(図表-10)



(図表-11)



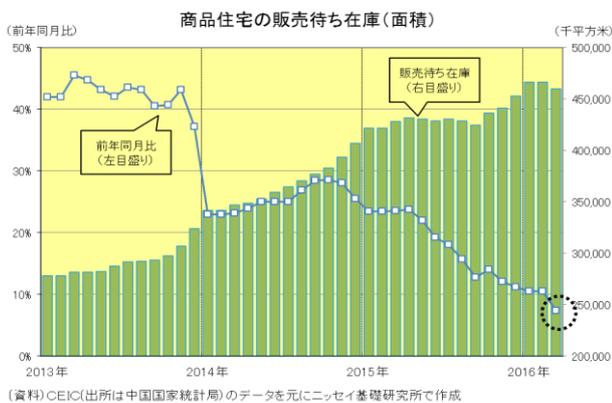
(図表-12)



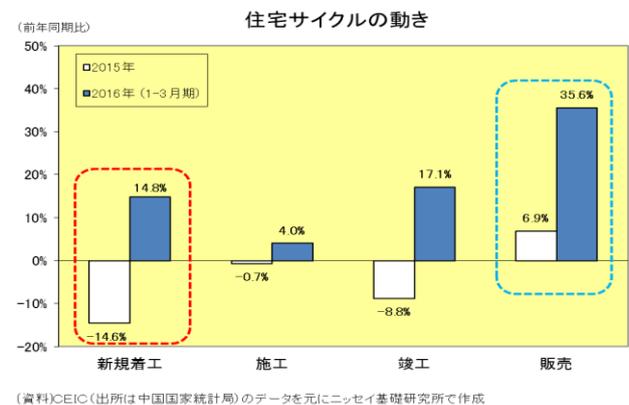
### 3 | 中国全体で見ると住宅サイクルは好循環入り

住宅販売が増勢を強めたことで住宅在庫の増加も一服した。2016年3月末の販売待ち在庫(住宅)は4億5,983万平米と高水準だが、前年比では7.4%増と住宅在庫の増加には歯止めが掛かってきた(図表-13)。住宅着工も増え始めており、新規着工は2015年の前年比14.6%減から2016年1-3月期は同14.8%増へとプラス転換している(図表-14)。従って、住宅販売が増勢を強め、住宅価格は上昇、在庫は減って新規着工が増えていることから、中国全体で見ると住宅サイクルは好循環に入ったといえるだろう。

(図表-13)



(図表-14)



### 4 | 但し、悪循環のままの地域も多い

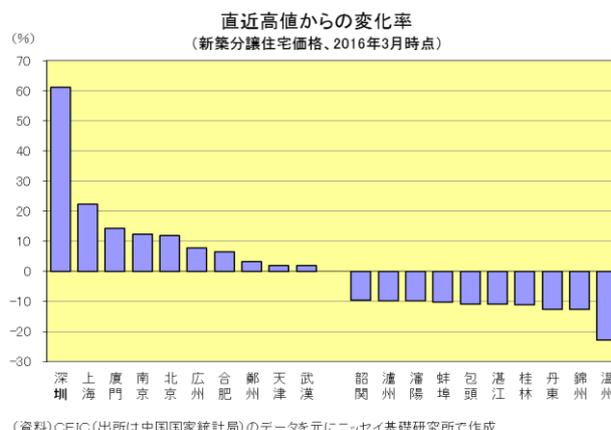
住宅価格は前述のとおり「半値戻し」したところだが、深圳市では2014年4月の直近高値より61.1%高い水準まで上昇するなど巨大都市を中心に10都市が(全70都市中)最高値を更新しており、バブルが再び膨張し始めた。一方、温州(浙江省)市では2011年8月の直近高値よりも22.7%安いレベルで低迷するなど下値不安が拭いきれない都市も多い(図表-15、16)。中国政府は、下値不安の払拭できない多くの都市では住宅購入制限の緩和(頭金比率の引き下げなど)や税制優遇(不動産取得税、営業税)などで住宅販売を推進して在庫圧縮を支援する一方、深圳市や上海市などバブル懸念が再燃した都市では、住宅購入制限の強化や土地供給の積極化などでバブル再燃を防止しようとしている。即ち、住宅サイクルは地域毎に2極化しており、それぞれの事情に応じて、住宅

販売の促進とバブルの抑制という正反対の政策が同時に実施されている。従って、全国一律で同一方向に作用する金融政策の発動タイミングは極めて難しい状況におかれている。

(図表-15)



(図表-16)



## 4. 今後の注目点

2016年3月、中国では全国人民代表大会(全人代、国会に相当)が開催された。全人代で想定された今年の経済環境としては、まずマイナス材料として過剰設備・過剰債務の整理があった。いわゆるゾンビ企業の淘汰である。そして、それに伴って生じる景気への負のインパクトを緩和すべく、財政赤字(対GDP比)を3%まで拡大して、成長率目標を6.5%~7.0%に設定したものと筆者は考えている(図表-17)。

このまま景気が下ぶれせずに推移すれば、前述の住宅販売の促進とバブルの抑制という正反対の政策を同時に実施できるため、住宅サイクルの2極化は徐々に収束に向かうと思われる。

しかし、過剰設備・過剰債務の整理が本格化する中で、下半期にインフラ投資の財源のひとつである中央予算が残っていないようだ、景気が再び下ぶれする可能性もある。その時、中国政府は住宅バブルの抑制を優先して財政赤字の拡大で対応するのか、それとも財政の健全性を優先して、住宅バブル膨張を許容する形で成長率を押し上げるのか、今後の景気動向と政策運営は要注目である。

(図表-17)

