

マンスリー・トピックス

NO.033

平成26年7月17日

中国経済 - 不動産市場の動向と今後の展望について

参事官（経済財政分析—海外担当）付
長谷川貴弘※

1. はじめに

中国経済は、景気の拡大テンポが緩やかになっており、景気の下振れ懸念も存在する。中国経済がこのような状態になっている背景としては、固定資産投資の伸びが鈍化していることが挙げられるが、その要因として固定資産投資に大きな影響を与える不動産市場の弱含みを指摘することができる。

中国の不動産市場の動向を示す代表的な指標として、全国70都市の新築住宅価格動向を挙げる事ができる。これをみると13年10～12月期をピークとして低下しており（図1）、14年5月では、70都市のうち半分の35都市において前月比で下落するなど、弱含みとなっている（図2）。

図1 新築住宅価格動向（前年比）

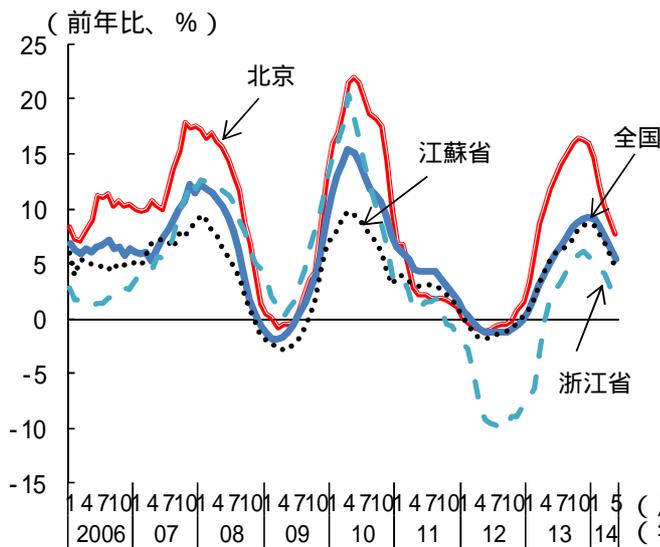
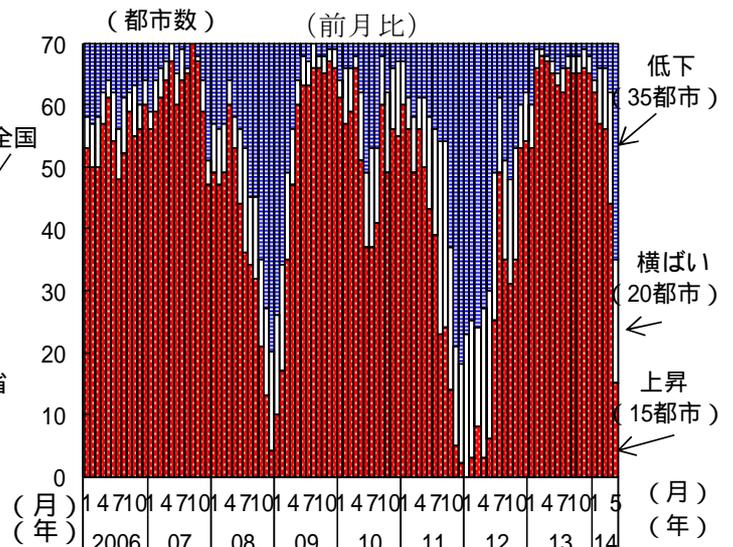


図2 全国70都市新築商品住宅価格動向



- （備考）
1. 中国国家統計局より作成。
 2. 11年1月に基準改定があったため、厳密には同年同月前後で接続しない。なお、全国70都市の平均価格は、11年1月以降公表されていないため、70都市の平均値を使用している。
 3. 浙江省は、杭州市、寧波市、温州市、金華市の平均値、江蘇省は、南京市、揚州市、徐州市、無錫市の平均値を使用している。
 4. 図1は保障性住宅（低所得者層向けの住宅）を含む。

※本レポートの内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

以下では、中国の不動産市場の現状について各種データを用いて概観し、不動産市場が弱含みとなっている背景について整理した上で、不動産市場の今後の展望について、財政面、金融面から考察し、固定資産投資の伸びが鈍化している中で起きているポジティブな動きについても紹介したい。

2．不動産¹市場の動向

まず不動産価格が弱含みとなった背景をみるために、供給面と需要面の動向を各種指標から概観したい。

第一に供給面であるが、不動産新規着工面積²は13年における不動産価格高騰や政府による「新型都市化」推進を背景に急速に伸びたものの、14年1～3月期にマイナスとなっている（図3）。供給面の落ち込みの要因としては、シャドバンキング規制等による資金供給環境の悪化で、資金調達が厳しくなり、一部の不動産企業が優遇価格で販売促進をしなければならなくなったことが挙げられる。13年12月に国务院は「107号文」と呼ばれる「シャドバンキング監督強化に関する通知」を發布³するなど、シャドバンキングから不動産への資金の流れを監視、管理することに努めてきたが、不動産開発企業の資金調達額⁴とその伸びをみると（図4）、13年以降では4～6月期をピークとして、その後伸びは低下し、14年3月、4月は前年を下回り、5月も0.1%増と低い伸びに留まっている。

第二に需要面であるが、不動産販売額⁵の伸びをみると、新築住宅価格が高まりをみせた13年1～3月期において、不動産販売額の伸びはピークを迎えたが、13年7～9月期以降、大都市部を中心に不動産価格抑制策が強化されたこともあって伸びは低下した（前掲図3）。不動産購入者側は、一旦不動産市場の先行きが不透明となれば、購入を見送る傾向があり、それがまた不動産市場を低迷させる要因となる点もあるだろう⁶（図5）。

¹ 本稿では特に断りがない場合、不動産について、住宅のほか商業用オフィス等を含めたデータを用いることとする。

² 中国国家统计局の定義によると、不動産新規着工面積とは、不動産開発企業が報告期間内に新たに着工した建物の面積であり、実際に地盤処理等を始めた日を基準としている。前期にすでに着工したもの、前期まで工事が停止しており、今期に再開したものは含まない。14年1～5月期では、住宅が約7割を占めている。

³ 「107号文」は公式に発表されていないが（14年7月現在）、国内外で報道されており、所与のものとして扱われている。この通知ではシャドバンキングとして（1）金融機関のライセンスを持たず、管理監督も全くない信用仲介機関で、新型ネットワーク金融会社、第三者理財機関等を含む、（2）金融機関のライセンスを持たず、監督管理も不足している信用仲介機関、融資性担保会社、少額ローン会社等を含む、（3）ライセンスを有しているが、監督管理が不足しているか、監督管理を免れている業務、金融市場の基金、資産の証券化、一部の理財業務等の三つを挙げ、銀行の理財商品販売業務は銀行業監督管理委員会が責任を持つなど、監督責任の明確化等も定めている。

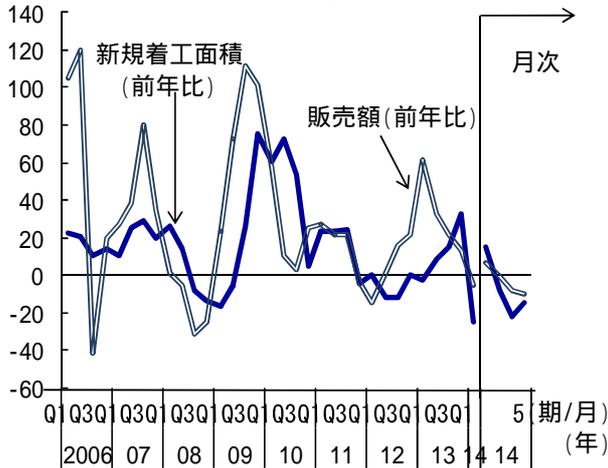
⁴ 不動産開発企業が、報告期間内において、不動産開発に実際使用可能な貨幣資金及び資金ルートを指すものとされ、延べ調達（グロス）の金額となっている。国内融資、外資、自己調達資金、その他に分類されている。

⁵ 報告期間内で販売された新築不動産の契約総価額（契約書において記載された金額）と定義され、後述の不動産販売面積も同じ定義で集計されている。

⁶ 中国国家统计局は、14年5月時点の不動産価格の動向について、「一部都市において、不動産在庫圧力が比較的大きく、加えて市場の先行きが不透明なため、購買者も様子見をしており、一部の不動産企業も優

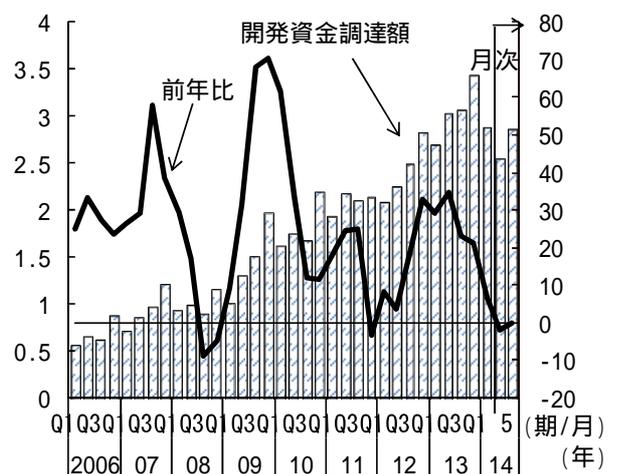
不動産市場が冷え込んでいることで、需要と供給のギャップを示す在庫ストック面積も増加している。不動産在庫ストック面積は増加を続けており、当該年の販売面積で割った値も13年10～12月期以降大きく上昇している（図6）。

図3 不動産新規着工面積と販売額
(前年比、前年比3MA、%)



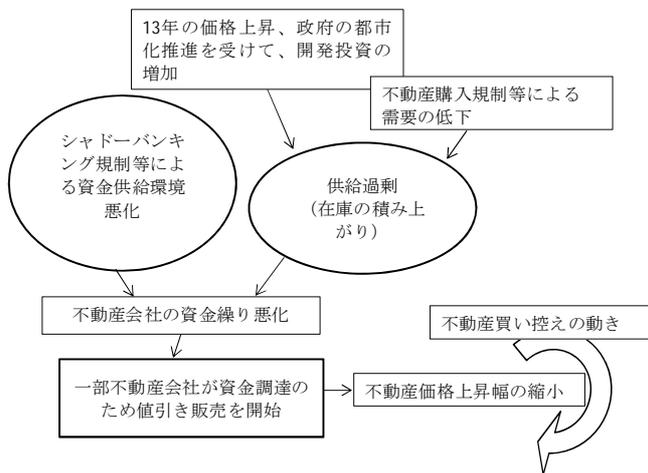
(備考) 中国国家統計局より作成。

図4 不動産開発企業資金調達額
(兆元) (前年比、%)



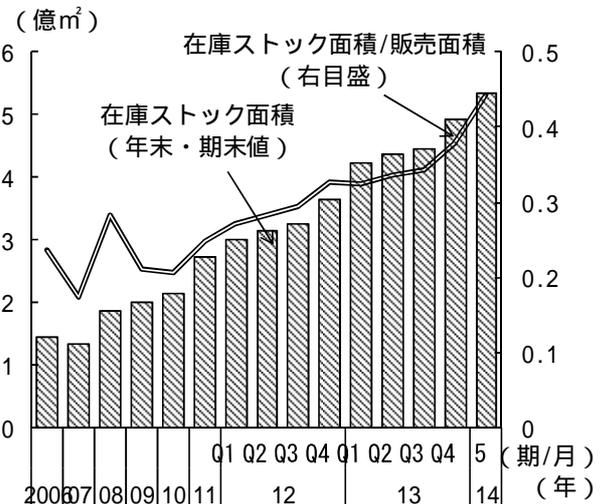
(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 開発資金調達額(四半期)は累計から算出。14年4月5月については、四半期の水準との比較のため3倍にしている。

図5 不動産価格下落の構造



(備考) 各種資料より作成。

図6 不動産在庫ストック面積



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 販売面積は、当該年通年のデータを用いており、14年の販売面積は、13年1-5月期と14年1-5月期の対比から通年の値を推計している。

「遇価格で販売促進をしていることで、価格の一定の低下を招いた」とコメントしている
(http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201406/t20140618_569658.html)

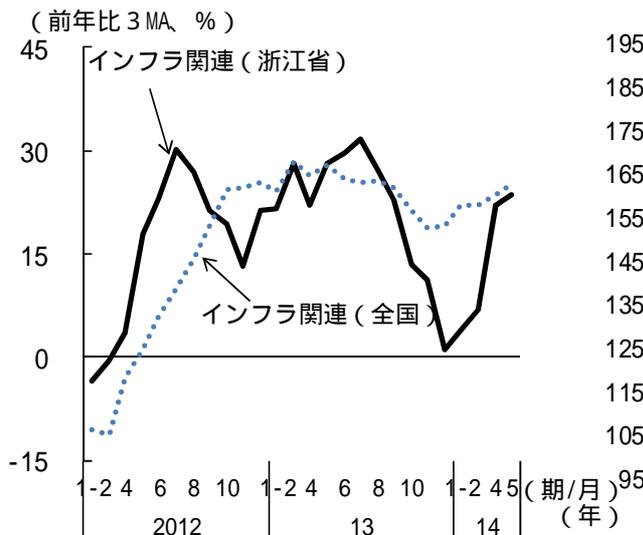
3. 今後の展望について

以下では、14年5月時点データにみられるような不動産市場の弱含みが長引くかどうかについて、財政面と金融面から考察したい。その際、全国平均に加えて浙江省をここで取り上げる。これは、11年以降、前掲図1にあるように全国や他の地域よりも先駆けて浙江省では新築住宅価格が落ち込むなどの特徴があることから、他の地域に比して示唆するところが大きいと考えられるからである。

(1) インフラ関連投資で下支えするには限界も 財政面の考察

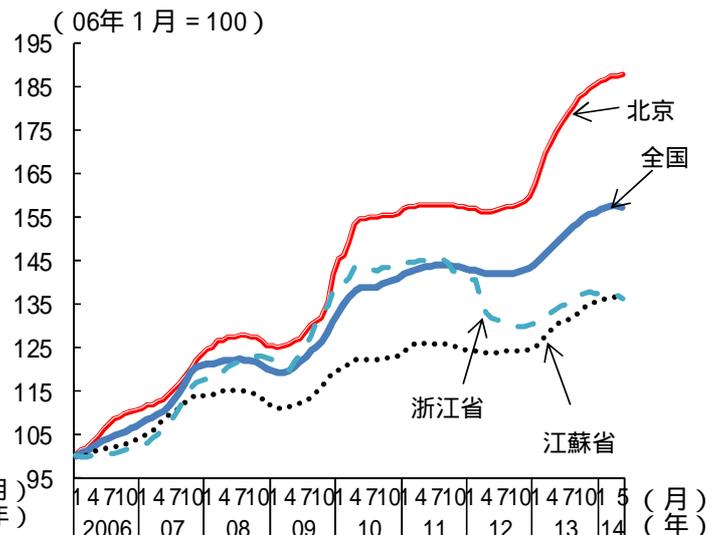
中国全土においては、12年の不動産価格が下落した場面においては、インフラ関連投資の前倒し等の財政面での対策⁷を実施している。浙江省のインフラ関連投資の動きをみると(図7)、全国に先駆けてインフラ関連投資を増やして経済の下支えをしたことがうかがえ、これによって13年前半にかけて、一定程度不動産価格が持ち直したと考えられる(図8)。

図7 インフラ関連投資の動向



- (備考) 1. 全国は中国国家统计局より、浙江省は(備考) 浙江省統計信息网より作成。
2. インフラ関連投資として、水利・公的施設及び交通運輸関連投資の合計を用いている。

図8 新築住宅価格動向(水準)



1. 中国国家统计局より作成。
2. 11年1月に基準改定があったため、厳密には同年同月前後で接続しない。なお全国70都市の平均価格は、11年1月以降公表されていないため、70都市の平均値を使用している。
3. 浙江省は、杭州市、寧波市、温州市、金華市の平均値、江蘇省は、南京市、揚州市、徐州市、無錫市の平均値を使用。

中国政府は、14年4月にもインフラ関連投資を加速させることを決定した⁸が、浙江省においてもインフラ関連投資は14年以降高まってきており(前掲図7)、これによって経済を下支えし、不動産価格の上昇幅の下げ止まりを図っているものと思われる。

しかし、不動産市場の低迷により、地方政府の財政にも影響が出てくることで、インフラ

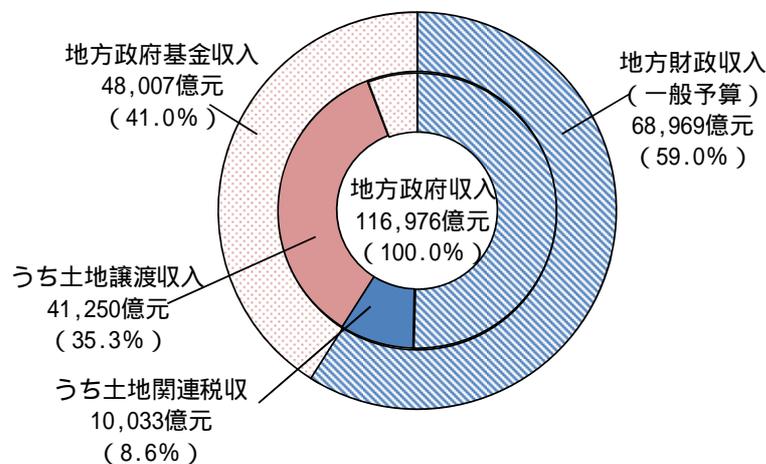
⁷ 12年における景気対策の詳細については、内閣府[2012]を参照。

⁸ 14年4月2日国务院常务会议(日本の閣議に相当)より。詳細及び14年以降の政策対応については、内閣府[2014]を参照。

関連投資が伸び悩む可能性もある。まず、14年5月の税収状況をみると、地方の不動産取引総額にかかる税金（契税）が、前年比7.0%増と13年5月の伸び（40%増）を下回っているほか、中央の税収においても、不動産開発企業所得税が前年比2.5%減、不動産営業税が前年比0.1%増に留まるといったこともあり、中国財政部も、不動産取引量の伸びの鈍化が税収の伸び悩みの要因の一つとなったと評している⁹。

また、13年の財政収入のデータをみると、地方政府の収入の4割以上が不動産関連のものであることから（図9）、今後各都市の不動産価格の伸びの低下が長引けば、インフラ関連投資等への支出が求められる中で、地方政府の財政状況が悪化する可能性がある。

図9 地方政府の土地関連収入（13年）



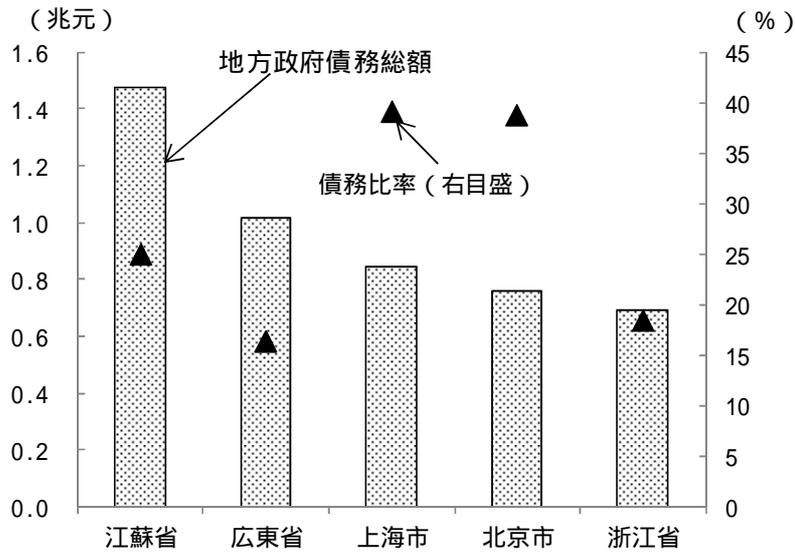
- (備考) 1. 内閣府[2013]図2-2-13を同年のものにリバイス。中国財政部より作成。
 2. 土地関連税収は、土地増値税（土地使用権や建物の譲渡に対して生じた収入にかかる税金）、契税（不動産の取引総額にかかる税金）、房産税（企業保有の建物や不動産レンタル収入にかかる税金）、都市部土地使用税（土地使用権を持つ個人や企業にかかる税金）の総和。
 3. 房産税は13年通年の金額が未発表のため、1～11月期の金額を用いている。

次に、地方政府の債務残高の増加が懸念されている。14年1月末に、各地方政府は「政府性債務審計結果公告」を発表し、13年6月末時点の債務総額状況を発表した。これによると、江蘇省、浙江省の債務残高は増加しているものの、各地域の総生産額で除した債務比率は、北京市、上海市のような大都市と比較しても低い水準にあり（図10）、現状では「債務リスクは総じてコントロール可能」としているが、「債務償還の土地譲渡収入への依存度が比較的高い」¹⁰と評している。債務増大によって、インフラ関連投資を通じた景気の下支えに限界が出てきた場合、不動産市場の低迷も長引く可能性がある。

⁹ 中国財政部「2014年5月財政収支状況」より。

¹⁰ 中国浙江省審計庁「浙江省政府性債務審計結果」より。

図 10 東部地域各省・市の債務総額と債務比率



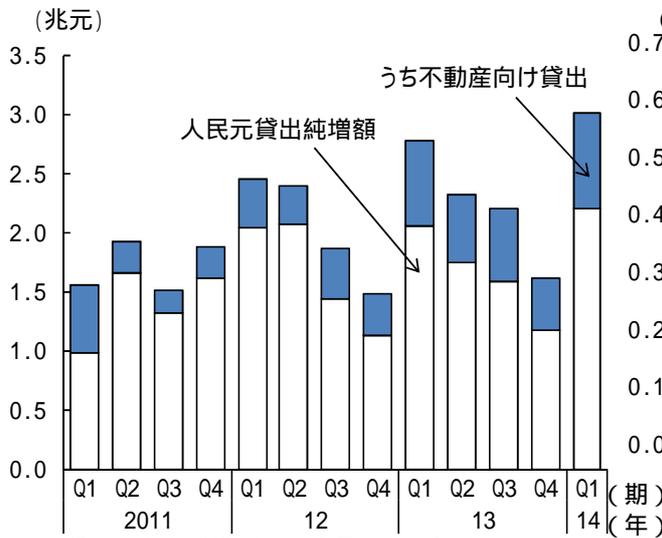
(備考) 1. 各地方政府の審計庁「政府性債務審計結果公告」より作成。債務残高は13年6月末現在。
 2. 債務比率は、債務残高をその地域の総生産額（13年）で除した値。

(2) リスクは低い、弱い経済構造の要因となる可能性も 金融面の考察

金融面をみると、中国全土では、12年の不動産市場の低迷時には、預金準備率の引下げや貸出基準金利の引下げ等の政策等を打ち出し市場に資金を供給したが、14年以降は、すべての金融機関を対象とした預金準備率の引下げなどは行われていない。

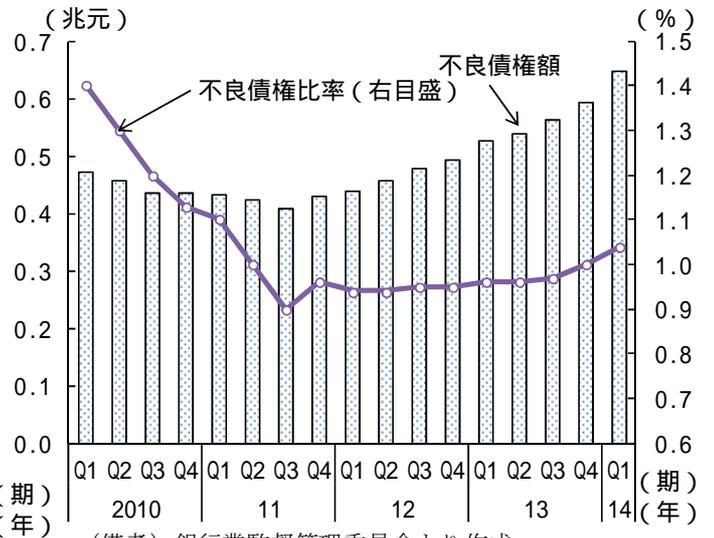
このような抑制的な金融政策を反映して、不動産市場の低迷に伴う金融面のリスクは小さいと考えられる。不動産価格が上昇した13年の貸出増加額における不動産向け貸出の割合は約25%とそれほど大きなウェイトは占めておらず（図11）、また住宅ローンを含む不動産分野の不良債権額の不良債権全体に占めるシェアは約7%程度である（図12）。

図 11 人民元建貸出増加額の推移



(備考) 銀行業監督管理委員会より作成。

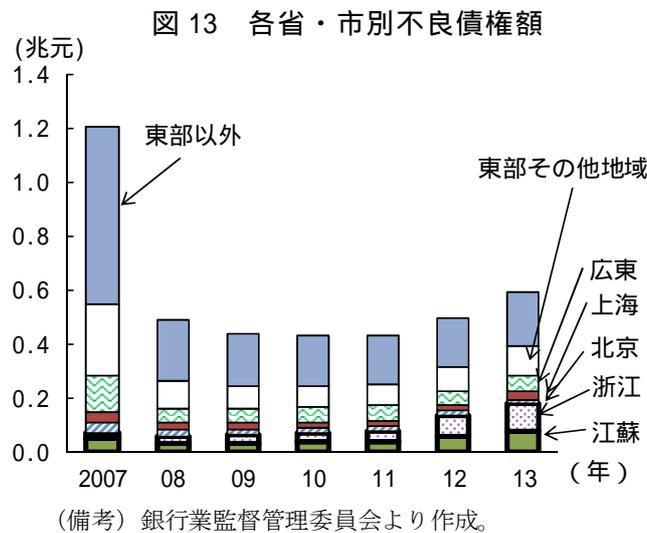
図 12 不良債権額・比率の推移



(備考) 銀行業監督管理委員会より作成。

一方で、地域別の不良債権の状況をみると、東部地域が13年末時点で7割近いシェアを占めており、中でも浙江省と江蘇省が比較的顕著に増加している（図13）。

浙江省は輸出企業が集積しており、輸出依存度が高かったが、人件費の高騰や人民元為替レートの増価等の要因により利潤率が低下し、实体经济に影響したこと、またその利潤率の低下を埋め合わせするために行っていた不動産投資等の運用の失敗もこのような不良債権増加の要因となっていると考えられる。浙江省と同じく長江デルタ地域に属し、輸出依存度が高く、また鉄鋼・造船等過剰生産能力を抱えていると言われる業種が立地する江蘇省についても、同様の背景から不良債権額が増大していると考えられる。

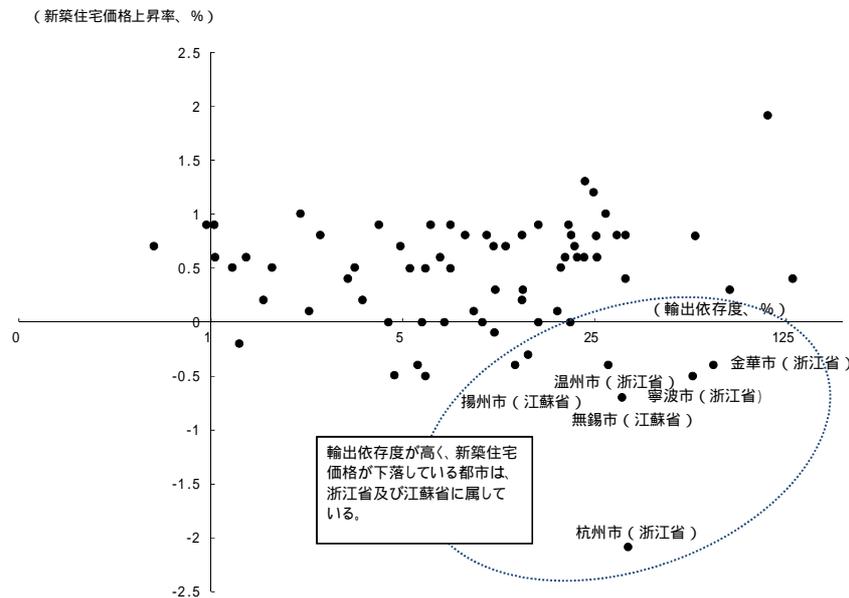


13年前半にかけて一定程度持ち直した浙江省の不動産価格も、14年以降の新築住宅価格の弱含みの局面においては再び価格が下落してきている（前掲図8）。

14年5月の70都市の新築住宅価格動向（前月比）をみると、70都市の中で、浙江省に属する杭州、寧波、温州、金華の4都市及び江蘇省に属する南京、揚州、徐州、無錫の4都市のうち、南京市、温州市を除く6都市で価格が下落している。1～5月累積でも、価格が下落している都市は、浙江省及び江蘇省に属するものが多くなっている（図13）。

輸出に依存して成長してきたこれら都市は、製造業を中心とする輸出の減速という实体经济面の影響に加えて、増加しつつある不良債権によって、金融面の支援が十分に受けられず、景気の低迷をまともに受けやすい弱い経済構造になっている可能性がある。不良債権の増加とその影響については、特にこれら地域については注視していく必要があるだろう。

図 14 70 都市の輸出依存度と新築住宅価格上昇率（14 年 1 ～ 5 月）の分布



- (備考) 1. 中国国家統計局、中国海関総署より作成。
2. 新築住宅価格上昇率は、14年1～5月の累計。
3. 輸出依存度は、各都市の輸出額を地域総生産額で除した値。12年または13年の値を用いている。

(3) 弱含みの不動産市場の懸念材料と新たな動き

本稿冒頭で述べたように、不動産市場が弱含みとなっているのにもなって、不動産開発投資¹¹も14年5月時点で13.2%¹²と伸びが鈍化してきており(図15)、これが固定資産投資の約2割を占めていることから、固定資産投資の伸びの鈍化を通じて中国の経済成長を押し下げる要因の一つとなりうるものが第一の懸念材料である。第二の懸念材料としては、不動産開発は、鉄鋼やセメント、一般家電等幅広い分野の製造業の投資にも影響を及ぼすことから、製造業の投資、生産の伸びを抑える要因となることも挙げられる。

一方、固定資産投資の伸びが鈍化する中で、新しい動きもみられる。第3次産業の固定資産投資の伸びは14年1～3月期現在で19.5%と比較的高い伸びを維持しており、内訳をみると、不動産業¹³の寄与度が縮小し、不動産以外の寄与度が高まっている(図16)。不動産以外の業種としては、情報通信サービス業、リース・ビジネスサービス業、卸売・小売業等が

¹¹ 中国国家統計局によると、不動産開発投資とは、各種登録された不動産開発法人が開発した、住宅、工場、ホテル、オフィスビル等の建設(取り壊しや建替えも含む)とサービス施設及び土地開発プロジェクト及び土地使用権取得のための投資額の合計と定義されている。不動産開発投資の中で、住宅投資は約7割を占めている(13年)。

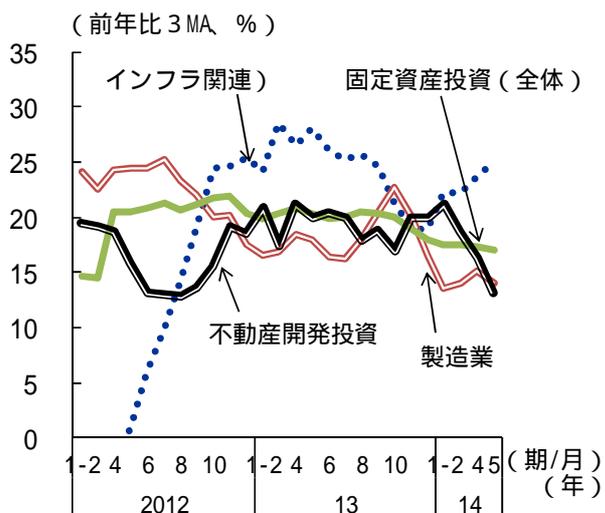
¹² 3MAの前年比の試算値。1～5月期の累計では前年比14.7%増。累計では09年1～8月期(14.7%)以来の低い伸びとなっている。

¹³ 中国国家統計局の「国民経済行業分類」(2011)によると、不動産業には(1)不動産開発経営、(2)不動産管理、(3)不動産仲介サービス、(4)自己所有不動産経営活動、(5)その他が含まれているため、不動産開発投資(脚注12参照)よりも金額としては大きくなる。

含まれており、これらは14年に入っても前年比で比較的高い伸びを保っており、全体に占めるウェイトはまだ小さいものの、今後これらの業種が比較的大きな地位を占めてくることが期待される。

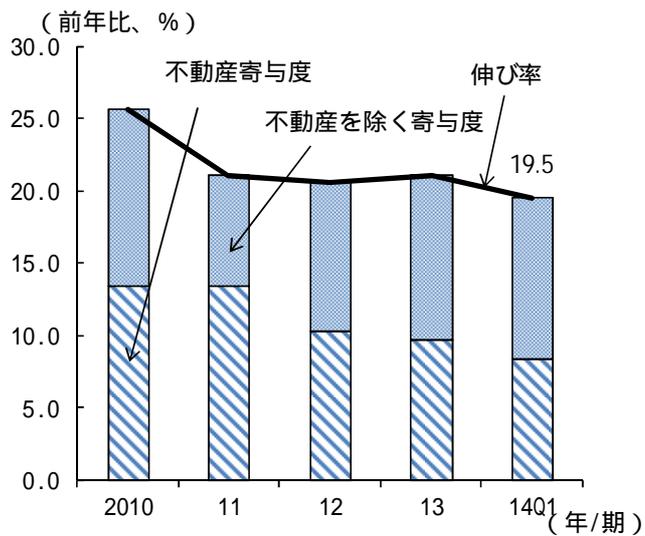
中国政府もサービス業の発展については重要目標の一つとしており、不動産業のみに依存する経済構造から抜け出すためにもこれら業種の育成は中長期的な課題となっていくだろう。

図15 固定資産投資及び不動産開発投資の動向



(備考) 中国国家統計局より作成。

図16 固定資産投資(第3次産業)



(備考) 中国国家統計局より作成。

4. まとめ

本稿では、不動産市場が弱含みとなっている背景について、供給面と需要面から概観し、このような趨勢が長引くかどうかについて展望するため、浙江省を取り上げ、財政面と金融面から考察を試みた。

地方政府が不動産関連収入に依存している現状においては、インフラ関連投資を拡大させて景気を下支えするといった政策にも、限界が生ずる可能性があること、金融面ではデータ上ではリスクは小さいものの、14年以降の新築住宅価格の動きをみると、实体经济に加えて不良債権の増加がその地域の経済を構造的に弱いものとしている可能性があることを指摘した。

また不動産市場の弱含みによって、固定資産投資等を通じて中国经济にもたらされる懸念材料がある一方、第3次産業においては、不動産業の投資の寄与度が落ちている中で、情報通信など新たな業種の寄与度が拡大しつつあり、伸びが鈍化する固定資産投資の中で新たな動きがあることも紹介した。

今後の中国政府の対応については、14年3月に李克強総理は、一部の金融商品についてデフォルトが発生するのは避けがたいと発言し、安易な市場救済を行わず、構造改革を優先する姿勢を表すものとして注目されたが、一方では14年の目標である7.5%前後の経済成長率

を「比較的十分な雇用と所得の増加を保証するもの」¹⁴と重視している。構造改革や第3次産業の新たな業種を育成するなどといった産業構造の転換を依然最優先とするも、微調整、予防的措置といった政策を今後も細かく打ち出していくものと予想される。不動産市場についても同様のスタンスで臨むものと考えられるが、不動産市場の弱含みが長引く可能性がある中で、微調整、予防的措置のみで十分な成果を挙げられるか、注目していく必要があるだろう¹⁵。

(参考文献)

中国国家统计局「国民经济行业分类 2011」(<http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjbz/hyflbz/>)

中国国家统计局「国家统计局城市局高级统计师刘建伟解读五月份房价数据」

(http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201406/t20140618_569658.html)

中国国家统计局編[2010]『中国主要統計指標詮釈』中国統計出版社

中国財政部「2014年5月財政収支状況」

(http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/tongjishuju/201406/t20140611_1097509.html)

中国浙江省審計庁「浙江省政府性債務審計結果」

(http://www.zjsjt.gov.cn/art/2014/1/24/art_123_292327.html)

内閣府[2012]『世界經濟の潮流 2012年Ⅱ－世界經濟安定化への模索－』

内閣府[2013]『世界經濟の潮流 2013年Ⅱ－中国の安定成長に向けた課題－』

内閣府[2014]『世界經濟の潮流 2014年Ⅰ－新興国經濟のリスクと可能性－』

¹⁴ 14年3月13日の全人代閉幕後の李克強総理の記者会見における発言。詳細については新華網

(<http://www.news.cn/politics/2014lh/premier/wzsl.htm>)を参照。

※本稿執筆において、加藤夕貴子氏（経済財政分析海外担当）より、金融面を中心として資料提供・作成の面でご協力をいただいた。この場をお借りして厚く御礼申し上げたい。