

# 中国不動産市場の底入れはいつか 住宅市場の循環に基づく考察と今後の展望

アジア調査部中国室主任研究員

三浦祐介

03-3591-1376

yusuke.miura@mizuho-ri.co.jp

- 中国の住宅市場は、2014年に入り本格的な調整局面に入った。ただ、過去の循環的な変動パターンに基づくと、今後、まず住宅販売面積、次いで販売価格の順で回復に向かうとみられる
- 住宅市場の先行指標として注目される販売面積は、主要10都市で既に在庫水準がピークを打ち、販売面積の減少幅が縮小しつつあること等から判断し、2014年末には全国でも底打ちすると予想
- ただ、その後の回復は、在庫消化の長期化や生産年齢人口の減少により緩慢なものとなるだろう。住宅市場が中成長に転じるなか、中国経済は不動産依存からの脱却を迫られている

## 1. はじめに

中国の不動産市場の大半を占める住宅市場は、2014年に入り本格的な調整局面に入っている。例えば、販売面積の前年比伸び率（3カ月後方移動平均、以下同）は、2014年2月以降、マイナス圏で推移を続けており、販売価格や住宅開発投資も、年初来、前年比伸び率の鈍化が続いている（図表1）。

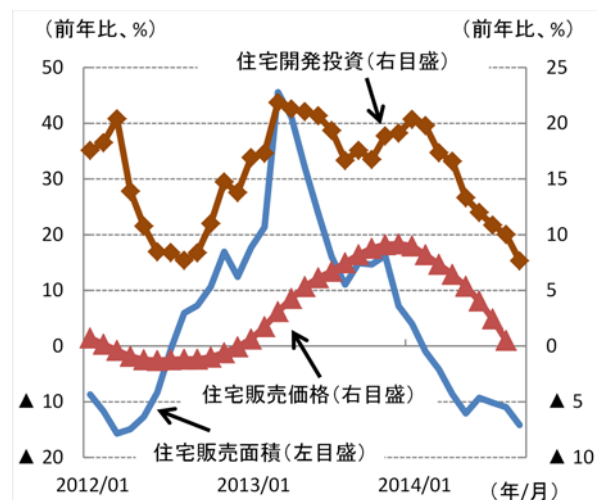
ただし、販売面積の前年比伸び率のマイナス幅拡大の勢いは、2014年の半ばから弱まる傾向にある。これは、住宅市況の底入れが近いことを示唆するものなのだろうか。本稿では、住宅市況がこれまで循環的に変動してきたことを踏まえたうえで、住宅販売価格に先行する住宅販売面積の変化に主に焦点をあて、今後の見通しについて考察したい。

## 2. 循環変動してきた中国の住宅市場

中国の住宅市場には、日米の不動産市場と同様、循環的な変動がみられる<sup>1</sup>。図表1でも示した中国の住宅販売面積および同販売価格の前年比伸び率を、それぞれ横軸、縦軸にとり、四半期毎での推移をみたものが次頁図表2だ。これをみると、販売面積の動向が販売価格動向に先行し、反時計回りの軌跡を描く傾向があることがわかる。

具体的な変化の過程は、次のとおりだ。住宅販売面積が増加することで、販売価格の伸びがマイ

図表1 住宅関連主要指標



(注) 新築商品住宅の指標。販売価格は70都市平均値、販売面積は全国値（後方3カ月移動平均）。

(資料) CEIC Dataにより作成

ナスからプラスに転じる局面を起点とすると（図表2の「第1象限」）、次いで、割高感から販売面積の伸びがマイナスに転じ、販売価格の伸びも鈍化する局面に入る（「第2象限」）。やがて調整が本格化し、販売面積の減少に加え、販売価格も下落に転じる局面を迎える（「第3象限」）。その後、値頃感の高まりから需要が喚起されて販売面積の伸びがプラスに転じる一方、販売価格の伸びはマイナス圏にとどまる局面に移行する（第4象限）。

この循環に照らしてみると、2014年に入り、中国の住宅市場が「第1象限」から「第2象限」に移行したことが確認できる。過去の法則に従うならば、今後、販売面積、価格ともに前年比でマイナスとなる本格調整局面（「第3象限」）を経て、販売面積の伸びがプラスに転じ（「第4象限」）、さらに価格も上昇に転じる（「第1象限」）という経路を経て回復局面に向かっていくことになるだろう。

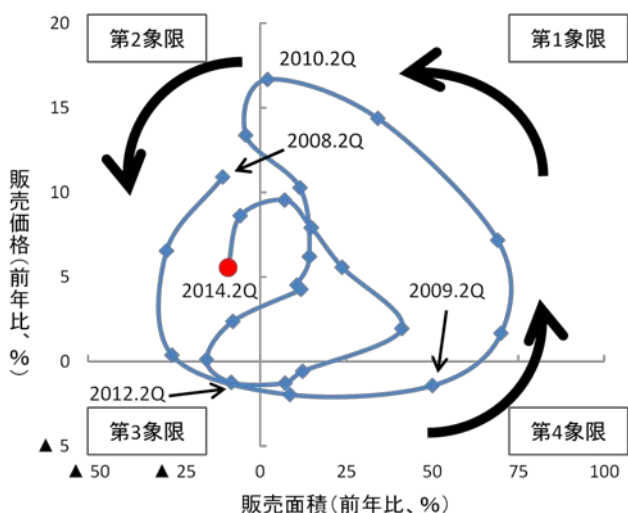
### 3. 住宅販売面積の底打ちは2014年末には鮮明に

問題は、販売面積の前年比伸び率がいつ頃底打ちするかだ。これを考えるうえでは、在庫の動向が参考となる（金（2013））。そこで以下では、在庫水準の変化に焦点をあて、2014年9月までの状況を前回の調整局面（2011年後半～2012年前半）と比較してみよう。なお本節では、在庫に関するデータの制約から、主要10都市のみを分析の対象とする<sup>2</sup>。

まず前回の調整局面を振り返ると、2011年後半に販売面積の前年比伸び率がマイナスに転じてからプラス圏に回復するまでに、7カ月を要した（図表3）。その間、在庫水準（在庫面積の対販売面積比）が徐々に高まった後、17カ月分まで上昇した頃を境に販売面積の前年比伸び率は底打ちし、回復に向かった。

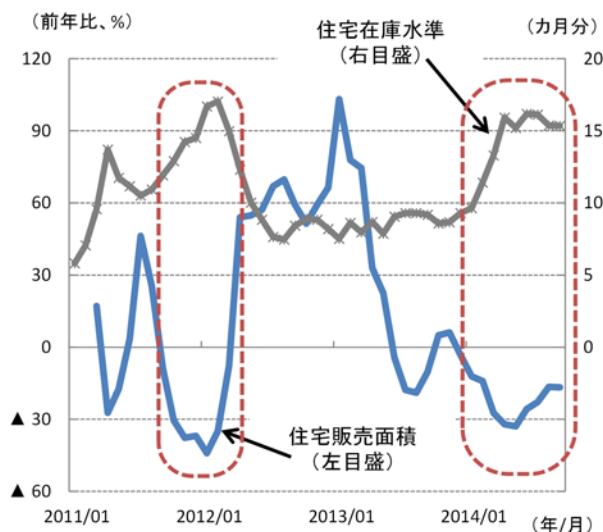
今回については、2013年12月に販売面積が前年比でマイナスの伸びに転じた。それ以降の在庫水準の変化をみると、前回と類似した動きがみられる。2014年6月に前回の調整局面におけるピークに迫る16カ月分に達した後、低下する兆しをみせている。販売不振に加えて、債務返済負担の高まりによっ

図表2 住宅市場の循環



(注) データの定義は、図表1と同じ。  
(資料) CEIC Dataにより作成

図表3 住宅販売面積・同在庫水準  
(主要10都市)



(注) 住宅販売面積は、後方3カ月移動平均。住宅在庫水準は、当月末の在庫面積÷直近3カ月の月平均取引面積。  
(資料) WINDにより作成

て財務状況が悪化しているデベロッパー（詳細は後述）が、販売促進のために価格を引き下げたためだろう。これに伴い、10都市での販売面積の前年比伸び率のマイナス幅は縮小に向かいつつある。

以上を考慮すると、全国の販売面積についても、前年比伸び率のマイナス幅の一段の拡大には歯止めがかかりつつあると評価してよいだろう。販売面積の前年比伸び率の底打ちは、2014年末には鮮明になると予想される。

#### 4. 住宅販売底打ち後の回復ペースは緩やかに ～住宅市場は「中成長」時代へ～

ただし、底打ちした後の販売面積の回復ペースは前回の調整局面よりも緩慢なものとなり、前年比伸び率がプラスに転じるのは来年になると考えられる。その後も、かつてのような販売面積の高い伸びは期待しにくくなるだろう。中国の住宅市場は、今回の調整局面を節目としてこれまでの高成長時代を終え、中成長時代に転換する可能性が高い。この要因としては、以下の2点が指摘できる。

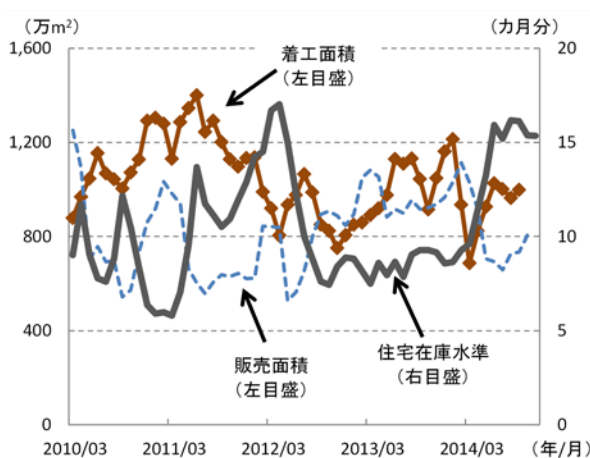
##### (1) 住宅在庫調整の長期化

1点目が、住宅供給の増加を背景とした住宅在庫調整の長期化だ。2013年以降の主要10都市の住宅着工面積をみると、2013年末にピークを付けた後、いったんは着工水準が落ちたものの、2014年半ばに再び盛り返し、その後やや高めで推移している（図表4）。中国では、住宅が着工されてから市場に供給<sup>3</sup>されるまでのタイムラグは半年～1年とされている（金（2013））ことから、この分の供給圧力が少なくとも2014年中は残存するとみられる。実際、在庫水準はピークを打った後、前回の調整局面ではすぐ低下に向かったが、今回はやや高めの推移を続けている<sup>4</sup>。とくに2級都市を含む地方都市では、1級都市に比べて在庫水準が高めに推移している<sup>5</sup>とみられ、その分、値上がり期待が醸成されにくいと推察される（図表5）。これが、買い控え解消までの期間を長引かせる可能性がある。

##### (2) 人口減少時代の到来による住宅需要の鈍化

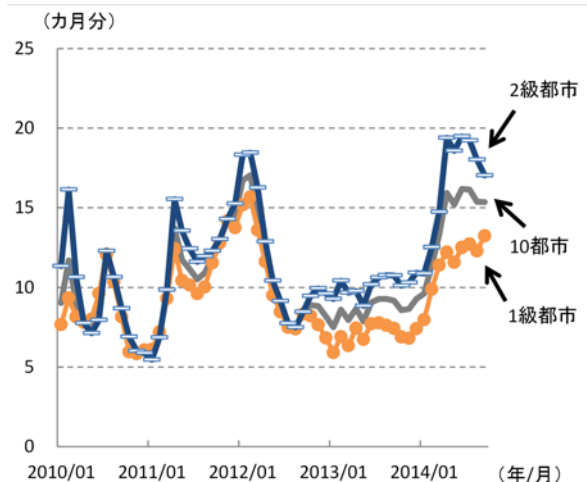
2点目が人口動態の変化だ。人口減少時代の到来が近づいており、住宅需要の伸びの鈍化が不可避となっていることも、住宅販売の回復ペースを鈍らせる要因となるだろう。

図表4 住宅在庫水準と住宅着工面積



(注) 1. 住宅在庫水準の定義は、図表3と同じ。  
2. 住宅販売面積、住宅着工面積は、後方3カ月移動平均。  
(資料) WIND、CEIC Data により作成

図表5 住宅在庫水準（1級・2級都市別）



(注) 1. 住宅在庫水準の定義は、図表3と同じ。  
2. 1級都市は、北京、上海、広州、深圳の4都市。2級都市は、杭州、南京、青島、蘇州、寧波、厦門の6都市。  
(資料) WIND により作成

国連による人口推計（2012年版、低位推計）によれば、中国の生産年齢（15～64歳）人口は、2015年をピークに減少に転じると見込まれている。住宅市場にとっては、都市化推進による都市への人口流入や買替需要の存在といった追い風はあるものの、需要の趨勢的な鈍化は免れないだろう（図表6）。これに伴い、販売面積の増加ペースもかつてのような勢いをみせることはなくなり、緩やかに鈍化していくと考えられる。

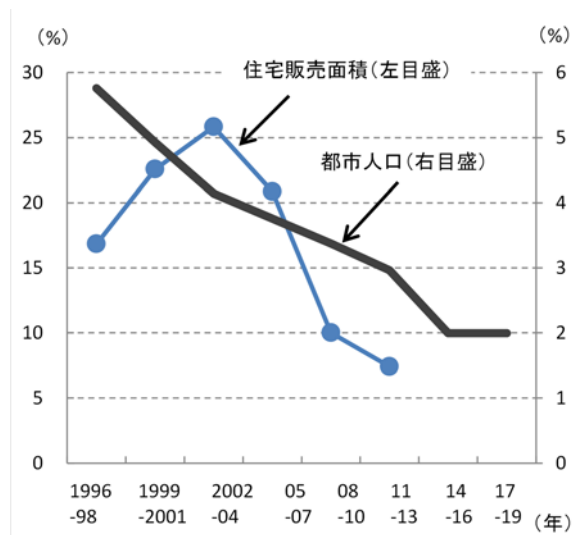
### （3）政策効果による顕著な回復は期待できず

2014年に入り住宅市況の悪化が鮮明となったことを受け、同年春先から、住宅購入制限を取り消す動きが各地で広まっているほか、9月には住宅販売促進を狙った金融緩和措置も打ち出された。しかし、これらの政策は、住宅販売の底割れには歯止めをかけうるものの、市況の回復を力強く主導するほどの効果は持たないと考えられる。

まず、住宅購入制限については、2010年頃から主要都市において、2軒目もしくは3軒目以上の住宅購入規制や住宅ローンの提供規制といった措置がとられてきた。中国政府は、これまでこの政策方針を全国的に適用してきたが、2014年に入り、地域の実情に応じた対策を認める方針に転換した。こうした方針の下、人口流入圧力が強く、潜在的な価格上昇圧力の強い北京、上海、広州、深圳といった1級都市では投機的取引の抑制策が解除されていないため（2014年9月時点）、需要の回復が遅れると考えられる。他方、住宅在庫が高水準となっている2級以下の地方都市については、住宅供給を抑制して在庫消化に努める方針が示されたことで、住宅購入制限を解除する動きが広がっており、2014年9月末時点で購入制限を継続しているのは三亜（海南省）だけとなっている<sup>6</sup>。しかし、前項でも述べた通り、これらの都市では総じて、住宅在庫の消化圧力が前回に増して強いうえ、1級都市ほどの流入人口を惹きつけるほどの魅力を持たない。このため、値下がり期待を背景とする買い控えの動きが残存しやすく、購入制限の緩和だけで住宅販売の回復が顕著に加速する可能性は低いと考えられる。

次に金融政策については、人民銀行が2014年9月30日に住宅関連の金融緩和措置を打ち出した。具体的には、住み替えの目的で2軒目を購入する場合には、1軒目購入時のローンを完済していれば、1軒目の取得者向けと同様の優遇を享受できる等の方針を示した。2軒目の購入者は、それまで最低頭金比率が6割～7割（都市により異なる）、住宅ローン金利下限が貸出基準金利の1.1倍という厳しい条件を課せられてきたが、今回の住宅ローン提供要件の緩和によって、条件を満たせば、最低頭金比率が3割、金利下限が貸出基準金利の0.7倍という優遇を受けることができるようにな

図表6 住宅販売面積と都市人口



(注) 1. いずれも各3年間の年平均伸び率。  
2. 2014年以降の都市人口は、国連人口予測（2012年版低位推計）および都市化の政府目標値により推計。

(資料) CEIC Data, Population Division of the Department of Economic and Social Affairs of the United Nations Secretariat, *World Population Prospects: The 2012 Revision*, 中国国务院「国家新型都市化計画（2014—2020）」により作成



った。ただし、住宅ローン金利を実際に優遇金利の水準まで引き下げるか否かは商業銀行の判断に委ねられている。また、預貸比率規制によって貸出の規模拡大には制約が課せられているうえ、中国政府が金利引き下げや資金の大規模供給等の全面的な金融緩和に対して否定的な見解を示している<sup>7</sup>。これらを踏まえると、同政策の実施によって商業銀行が住宅ローン金利を大幅かつ即座に引き下げたり、ローン提供を積極的に拡大させたりすることは考えづらい。このため、金融政策についても、買い控えのマインドを大きく転換させ、販売回復を主導するまでには至らないだろう。

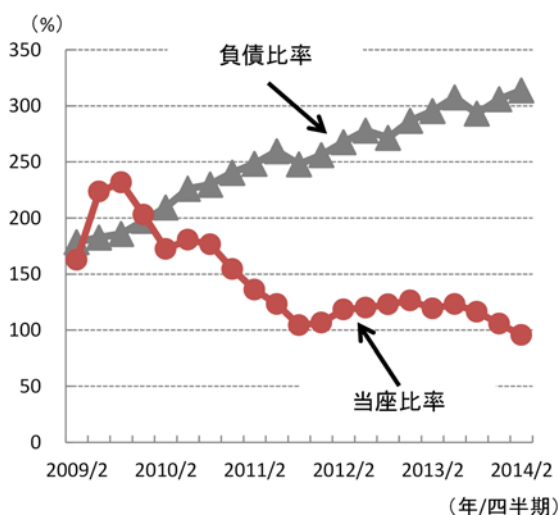
## 5. 住宅販売価格・住宅開発投資の底打ちは2015年に

住宅販売面積の伸び率が2014年末に底打ちするとの見通しを踏まえると、それに続き販売価格の前年比伸び率が底打ちし、明確な上昇基調（前掲図表2上の「第1象限」）に向かうのは、早くとも来年の半ば頃になると考えられる。これまでの経験で、住宅販売価格には、住宅販売面積の動きに3四半期ほど遅行する傾向がみられるからだ。それまでの間、販売価格の前年比の伸びは鈍化を続けることが予想され、早ければ年内にもマイナスに転じる可能性がある。

なお、価格が前年比で上昇に転じた後も、以前のような勢いでは上昇しづらくなると考えられる。デベロッパーのバランスシート調整圧力が強いからだ。資産サイドでは先述の在庫調整圧力が存在する一方、負債サイドでも強い調整圧力が存在している。上場デベロッパーの負債比率を試算すると、これまでほぼ一貫して上昇を続けており、2014年4～6月期時点で314%となっている（図表7）。短期的な負債に対する支払能力を示す当座比率も、同時点で100%を割る水準まで低下している。このため、デベロッパーにとっては、在庫を消化すると同時に債務返済に必要なキャッシュを獲得する必要性が高まっているといえ、販売面積の伸びが底打ちした後も、販売促進のために価格を上げづらい環境が続くとみられる<sup>8</sup>。

また、景気への影響という観点からは、前年比で鈍化が続く住宅開発投資が底打ちするタイミングも注目される。住宅開発投資についても、販売価格と同様、住宅販売面積の動きに、半年強遅行する傾向がある（次頁図表8）。住宅販売によって得られた資金が、デベロッパーの開発資金の中核となっているからだ<sup>9</sup>。このため、2014年に入ってから続く販売面積の前年比での減少による投資下押し圧力は2015年入り後も残存するだろう<sup>10</sup>。住宅開発投資の前年比伸び率の底打ちは、2015年後半になると予想される。

図表7 デベロッパーの財務指標



- (注) 1. 負債比率=負債÷自己資本。当座比率=(現金+売掛金・売掛手形)÷(短期借入+1年以内に返済期限を迎える非流動性負債)。  
2. 上場デベロッパーの財務データ。  
(資料) WINDにより作成

## 6. 求められる不動産依存からの脱却

中国経済は、これまでの成長の過程で不動産市場への依存度を高めてきた<sup>11</sup>。しかし、本稿で考察したように、住宅市場が今回の調整局面を節目として中成長時代を迎えつつあるなか、中国経済は今後の持続的発展実現のため、不動産への過度な依存から脱却する必要に迫られている。

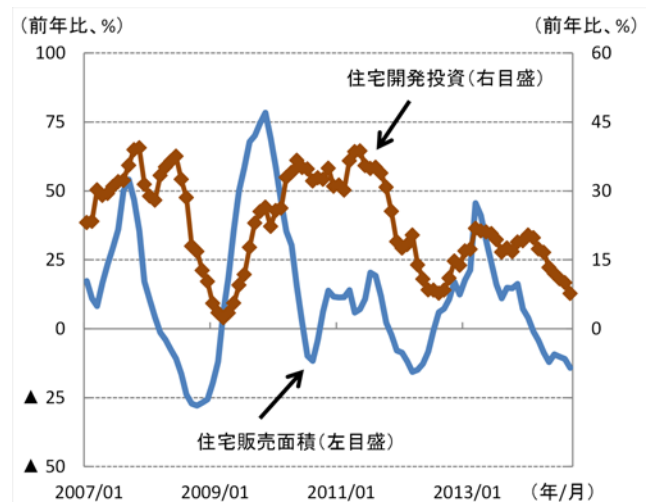
そのために必要な取り組みは多分野にわたる。例えば、新たな経済のけん引役として、ハイテク産業やサービス業など、不動産開発以外の産業の発展を促すことが必要となるだろう。また、不動産市場の過熱を防ぐために、低く抑えられてきた預金金利を自由化したり、資本市場の育成によって資金の運用手段を多様化したりする等の金融制度改革を進め、不動産市場に投資資金が流れやすい現在の仕組みを改めることも欠かせない。さらに、中央・地方政府間での財源および行政事務の分担の見直しや、房産税（固定資産税）の導入・拡大による地方財源の拡充といった行財政・税制改革によって、土地所有権の売却収入に頼らなくても運営可能な地方政府財政を実現する必要がある。このほか、住宅の所有情報等に関するデータベースを早期に構築し、住宅市場の実態をリアルタイムに把握できるようにすることも、適切な政策判断を下すうえで欠かせないだろう<sup>12</sup>。

こうした課題に対して習近平政権は、2013年11月に開催された三中全会（中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議）後に公表された「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」で改革方針を打ち出して以降、着実に取り組みを進めている。例えば、サービス産業の税負担軽減につながる税制改革<sup>13</sup>や、市場の活力を引き出すための行政権限の削減などは、具体的な措置として評価できる。また、2014年8月には、住宅情報把握や房産税導入の基礎となる制度として、不動産登記に関する条例のパブリックコメント聴取稿<sup>14</sup>が公布されたほか、税制改革の重要な柱のひとつとして予算法も改正されるなど、法制度の整備も進んでいる。

ただ、全ての改革を首尾よくやり遂げるのは、必ずしも容易ではない。不動産セクターは財政や金融など中国経済の根幹に組み込まれているため、慎重に改革を進めなければ、景気のハードランディングを招きうる。だからと言って改革の歩みが遅すぎれば、赤字体質の地方政府が再び土地供給を拡大させて住宅の供給過剰を招いたり、行き場のない投資資金が不動産バブルを誘発したりと、不動産リスクが再燃する恐れもある。

不動産市場の安定を保ち、景気のソフトランディングを図りつつ、改革推進によって不動産依存から脱却できるか否か、習近平政権の才腕が問われている。

図表8 住宅販売面積と住宅開発投資



(注) いずれも3カ月後方移動平均。

(資料) CEIC Data により作成

## 【参考文献】

- 和泉祐一（2012）「中国における住宅販売制度とデベロッパーの開発ビジネス」（三井住友トラスト基礎研究所『海外不動産レポート』2012年8月）
- 井出多加子・倉橋透（2011）『不動産バブルと景気』日本評論社  
金森俊樹（2013）「中国増値税改革—三中全会後の課題」（[http://www.dir.co.jp/library/column/20131129\\_007927.html](http://www.dir.co.jp/library/column/20131129_007927.html)、2014年10月14日アクセス）
- 三浦祐介（2014）「調整局面を迎えた中国不動産市場」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年6月24日）
- 大和香織（2014）「最近の不動産市場について」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年6月20日）
- 金賛（2013）「房地産的量价周期逻辑」（財通証券『宏观经济 行业逻辑系列』Vol. 02、2013年6月）
- 中原集团研究中心（2014）『回调开启 分化加剧』

<sup>1</sup> 本節の分析に際しては、日本の土地市場や米国の中古住宅市場における取引量と価格の関係について分析した井出・倉橋（2011）や、同様の手法で2013年の日本の不動産市場を分析した大和（2014）を参照した。また、中国の住宅市場に関しては、金（2013）が同様の指摘を行っている。

<sup>2</sup> 北京、上海、広州、深圳、杭州、南京、青島、蘇州、寧波、厦門の10都市が対象。住宅在庫面積は、既に販売に出された住宅の面積で、予約販売も含む（予約販売については下記注3参照）。なお、住宅販売面積については、在庫面積のデータ提供元であるWINDによる住宅成約面積を利用した。

<sup>3</sup> ここで言う市場への供給は、予約販売の開始を指す。予約販売は、物件の竣工前に販売する制度で、中国における住宅販売の大半は、予約販売によるものとなっている。詳細については、和泉（2012）参照。

<sup>4</sup> これに加えてデベロッパーは、現在施工中だがまだ販売に出されていない仕掛在庫も多く抱えている可能性がある。

<sup>5</sup> この背景には、地方財政の赤字体質がある。地方政府レベルでは、課せられている行政事務のコストに対して得られる財政収入が限られていることから、財政赤字となりやすい。このため、土地使用権の売却によって財政収入を確保しようと、土地を積極的に供給する意欲が地方政府には強く、とくに地方都市のほうが、その傾向が強いとされる。こうした実際の住宅需要とは異なる要因によって住宅供給が加速した結果、供給過剰になっている可能性がある。

<sup>6</sup> 「北上広深三亚成楼市限购孤岛 库存连续7月供大于求」（『新华网』2014年9月29日）。

<sup>7</sup> 例えば、李克強首相は、2014年9月10日から12日にかけて天津で開催されたダボス会議で、「2014年上半期、中国経済の各指標の動きは安定的であり、7月、8月に一部指標で不安定さがみられたとしても、なお合理的な範囲内にある。（中略）私たちは、『強力な刺激』によって経済発展を推し進めているのではなく、『強い改革』により市場の活力を引き出そうとしている。中国政府は、引き続き穏健な金融政策を堅持し続けるだろう」と発言している（李克強達沃斯论坛道：不靠“强刺激”，要靠“强改革”）（『中央政府门户网站』2014年9月10日）。

<sup>8</sup> 「交行：楼市将经历长时间调整」（『财经网』2014年7月7日）。

<sup>9</sup> 不動産開発資金の内訳（2013年）をみると、自己資本を主とする「自己調達資金」や、頭金及び住宅ローンが大半を占める「その他資金」といった販売動向に左右されやすい資金が、それぞれ41.3%、39.8%と大半を占めている。なお、このほかには「国内借入」のシェアが18.5%、「外国資金」のシェアが0.4%となっている。

<sup>10</sup> なお、デベロッパーは外部からの資金調達についても制約を受けている。当局が、不動産開発等の高リスク分野への銀行貸出やシャドバンキングを通じた資金の流れに対し、監督管理を強化しているためだ。上述の2014年9月30日に公表された人民銀行の政策では、優良なデベロッパーに対する銀行貸出拡大を示唆したり社債発行を許可したりする等、資金供給を緩和する姿勢も見せているが、あくまでリスク管理が可能な範囲内での緩和であり、デベロッパーの資金制約を大きく緩和するものとはならないだろう。

<sup>11</sup> 中国経済における不動産セクターの重要性については、三浦（2014）参照。

<sup>12</sup> 例えば、住宅需給の把握に資する空室率のデータが挙げられる。中国では空室率に関する公式統計が整備されておらず、民間機関の調査や推計に頼るしかないのが現状となっている（「马跃成：忽视空置率是楼市调控重大失误」（『财经网』2014年7月1日））。このため、中国政府は全国住宅情報システムの整備を急いでいる。

<sup>13</sup> 中国では、物品に対して課せられる増値税と、サービスに対して課せられる営業税という流通税が存在している。これらの税金は、課税ベースの違い等により、製造業に比べサービス業の税負担が重いという問題を招いてきた。このため、負担を公平に

---

してサービス産業の発展を促すため、習近平政権のもと、営業税を廃止して増値税に一本化する取り組み（「營改増」）が進められている（「營改増」の詳細については、金森（2013）等参照）。

<sup>14</sup> 「不动产登记暂行条例（征求意见稿）」（『中央政府门户网站』2014年8月17日）。政府による説明によれば、同条例案は、登記を主管する機関を国土資源部と定めたほか、登記簿の管理や登記のプロセス、情報管理などについて定めている（「关于《不动产登记暂行条例（征求意见稿）》的说明」（『中央政府门户网站』2014年8月17日））。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。