

調整局面を脱する中国不動産市場

ただし回復のペースは緩慢となる見込み

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

- 中国の住宅市場では、将来の価格下落を見込んだ買い控えの動き等を主因として、2014年に市況悪化が鮮明となったが、2015年の春先には回復の兆しもみられる
- 今後を展望すると、住宅在庫水準の低下や、中長期的な住宅価格水準の低下、2014年から継続されている住宅市場の下支え策の強化などを背景に、買い控えの動きは徐々に解消されると予想される
- それに伴い住宅販売面積は回復を続け、住宅販売価格、同開発投資も2015年中には底打ちする見込み。ただし、高水準にある仕掛在庫の調整圧力等を背景に、その後の回復ペースは緩慢なものに

1. 回復の兆しをみせる住宅市場

中国の不動産取引の大半を占める住宅市場は、2014年に入り、調整の色を濃くした。同年2月に住宅販売面積の前年比伸び率（3カ月後方移動平均、以下同）がマイナス圏に落ち込んだ辺りから、住宅販売価格の前年比伸び率や住宅開発投資の前年比伸び率など主要指標がピークアウトし、市況の悪化が鮮明となっていったのである。しかし、2015年4月には、住宅販売面積の前年比伸び率がマイナス幅を大きく縮小させる（図表1）など、市況回復の兆しもみられる。果たして中国の住宅市場の順調な回復は期待できるのだろうか。以下、中国の住宅市況の今後の展望を考察する。

2. 買い控えの動きは解消されやすい環境に

今回の住宅市況悪化の背景には、将来の価格下落を見込んだ買い控えの動きがあったが、足元こうした家計のマインドが解消されやすい環境が整いつつある。具体的には以下の3点が挙げられる。

（1）住宅在庫水準の低下

1点目が、住宅在庫水準が低下傾向にあることだ。住宅需給を反映する住宅在庫水準（在庫面積の対販売面積比）は、住宅価格にも影響する傾向がある。つまり、需給が緩んでいる（ひっ迫している）際には住宅在庫水準が上昇（低下）し、価格も下落（上昇）しやすい。今回の調整局面にお

図表1 住宅関連主要指標



(注) 住宅販売価格の前年比伸び率は、70都市の平均。

(資料) CEIC Data により作成

いても、2014年中ごろに住宅在庫が高水準にあったことで価格下落期待が醸成され、買い控えにより住宅販売面積の前年比伸び率は低下を続けた。しかし、2014年9月以降、2015年1月にかけて住宅在庫水準は低下した（図表2）。その後、同年2月および3月には上昇に転じたが、これは住宅販売促進策の発動により生じた一時的な要因とみられる¹。その証拠に、同年4月以降は住宅在庫水準が再び低下基調を取り戻している。これに伴い住宅在庫の過剰感が弱まり、価格下落期待も徐々に解消されるとみられる。

（2）中長期的な住宅価格水準の低下

2点目が、住宅価格の値頃感が強まりつつあることだ。例えば住宅価格の対可処分所得比（推計値）は、2010年までは7倍～8倍の水準で推移してきたが、2010年以降は低下傾向にある（図表3）。とくに2014年には、可処分所得が従来通り比較的安定的な伸びを続けた一方、住宅販売価格の前年比伸び率が、9月以降、前回の調整局面（2011年後半～2012年前半）を上回るペースでマイナス幅を拡大させたため、同年の住宅価格水準は、推計可能な1996年以降で最も低い6.1倍まで低下している。

（3）2015年も続けられている住宅市場の下支え策

3点目が、2014年に続き、2015年も住宅市場の下支え策が打ち出されていることだ²。例えば中央政府レベルでは、2軒目の購入者を主な対象とした住宅ローンに関する緩和措置が挙げられる。従来中国では、2軒目購入者に対しては、①商業銀行による住宅ローン、②住宅積立金による住宅ローン³ともに厳しめの条件が設定されてきた。これに対し、住み替え目的で、かつ1軒目の住宅ローンを完済していれば、①については2014年9月30日から、②についても2015年3月30日から、1軒目購入者と同様の優遇措置が適用されることになった。また、1軒目の住宅ローンをまだ完済していない場合でも、①については2015年3月30日から、頭金比率の優遇措置が適用されることになった⁴。

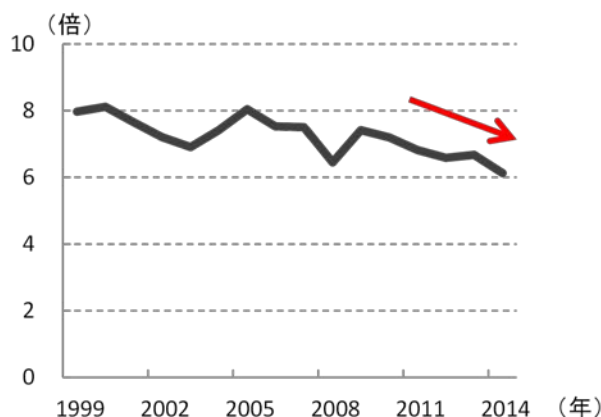
地方政府レベルでは、①住宅積立金の住宅ローンに関する緩和や、②住宅購入に対する補助金提供や税負担の減免といった住宅購入支援策に加え、③商品住宅の保障性住宅（低中所得者向け政策支援住宅）への転用といった住宅在庫解消策もとられている。①については、上述の中央政府による施策

図表2 主要10都市の住宅在庫水準



(注) 1. 売出中の住宅在庫÷直近3カ月の月平均販売面積。
2. 北京、上海、広州、深圳、杭州、南京、青島、蘇州、寧波、廈門の合計10都市。
(資料) WINDにより作成

図表3 新築住宅価格の対家計可処分所得比



(注) 1. 住宅価格は、住宅販売総額÷販売面積により1m²当たりの単価を推計し、1軒平均90m²と仮定して、住宅価格を算出。
2. 家計可処分所得は、1人当たり可処分所得×1世帯当たり平均人数（各年）により算出。
(資料) WINDにより作成

と前後して頭金比率が引き下げられつつあるほか、住宅ローン利用限度額の引き上げや利用要件の緩和なども行われている。②については、住宅購入費用の一部⁹を直接補助金として支給したり、住宅取得に係る税金に優遇措置を設けたりしている。③は、地方政府が不動産デベロッパーの保有する商品住宅在庫を買い取り、保障性住宅に転用することで、住宅市況弱含みの主因である住宅在庫の解消を促そうとするものだ。

なお、これら住宅市況の下支え策に加え、人民銀行による金融緩和も進んでいる。2014年11月に2年4カ月ぶりに貸出基準金利および預金基準金利の引き下げが実施されて以降、2015年2月および5月に追加利下げ、2015年2月および4月に預金準備率の引き下げが行われている⁶。

3. 住宅市場は徐々に調整局面を脱する見込み

こうした環境の変化を受け、2014年に広まっていた買い控えの動きが徐々に解消されていき、住宅市場は今後調整局面を脱していくと予想される。住宅販売面積、住宅販売価格、住宅開発投資それぞれに関する見通しは以下の通りだ。

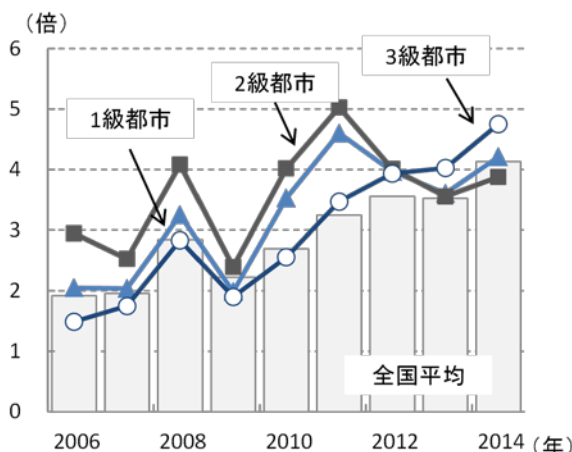
まず住宅販売面積の前年比伸び率については、2014年9月に底を打ったとみられる。その後もマイナス圏での推移が続いているが、2015年5月以降は徐々にマイナス幅が縮小する、さらにはプラスに転じるなど回復の傾向が鮮明となるだろう。ただし、その足取りは緩慢になるとみられる。以前⁷にも指摘したように、都市人口増加率の鈍化や大都市における住宅購入制限政策の継続⁸など、住宅販売の大きな盛り上がりを妨げる要因が依然として残っているためだ。

次に住宅販売価格の前年比伸び率は、住宅販売面積の前年比伸び率の動きに三四半期ほど遅行するという近年の傾向を考慮すると、2015年の後半には底打ちすると予想される。ただし、マイナス幅の縮小ペースは緩やかなものにとどまるだろう。地方都市を中心に、デベロッパーがまだ販売に出していない建設中の住宅在庫を多く抱えているとみられる（図表4）ことから、以前のような勢いで住宅販売価格が回復する可能性は低いとみられる。

住宅開発投資の前年比伸び率については、住宅販売面積の前年比伸び率の動きに二四半期ほど遅行する傾向があることを考慮すると、その底打ちは2015年半ばから徐々に鮮明となるだろう。ただし、住宅開発投資についても、当面は低水準の伸びにとどまることが予想される。住宅販売で得られる資金が開発資金の中核となっているため、上述のように住宅販売面積の前年比伸び率が底打ち後もマイナス圏での推移が続いているなか、住宅開発は資金制約を受けやすい状況が続くと考えられる。

したがって、住宅市場が調整局面を脱しても、景気回復への貢献という観点からは、その影響は限定的なものとなるだろう。

図表4 全国の住宅在庫（仕掛）水準



(注) 1. 仕掛在庫面積＝施工面積－竣工面積として算出。
 2. 1級都市は、北京、上海、広州、深圳の4都市。2級都市は、南京、杭州、合肥、寧波、厦門の5都市。
 3. 3級都市は、海口、貴陽、昆明、銀川、ウルムチの5都市。
 (資料) CEIC Dataにより作成

¹ デベロッパーが、2014年10～12月期に人民銀行による金融緩和等を受け、頭金分割払い等の販促活動によって住宅販売を加速した反動で、2015年1～2月に販売が落ち込み、その結果在庫水準が上昇したとみられる。

² 2014年中に実施された住宅市況の下支え策については、三浦祐介「中国不動産市場の底入れはいつか」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年10月23日)も参照。

³ 住宅積立金は、都市部被雇用者向け社会保障の1種。雇用主および被雇用者による積立金により基金が構成されており、被雇用者は一定条件を満たすと同基金が提供する住宅ローンを利用することができる。商業銀行が提供する住宅ローンよりも金利が低い。

⁴ 具体的には、それまで2軒目を購入する場合、頭金比率は60%以上、住宅ローン金利は貸出基準金利の1.1倍以上という条件が設定されてきたが、2014年9月30日以降、本文記載の条件を満たせば、頭金比率30%以上、住宅ローン金利は貸出基準金利の0.7倍以上という条件で借りることができるようになった。また2015年3月30日の政策では、対象の2軒目購入者について、頭金比率40%以上という条件に緩和された。このほか同日には、財政部・税務総局から中古住宅の取引に係る税金(営業税)の減免条件の緩和措置も公表された。

⁵ 例えば浙江省紹興市の場合、原則として税込価格の0.8%。

⁶ 2014年11月以降の金融緩和の動向や今後の見通しについては、玉井芳野「1. トピック：中国の金融緩和の効果と今後の見通し」(みずほ総合研究所『みずほ中国経済情報』2015年5月28日)参照。

⁷ 前掲三浦(2014)。

⁸ 2015年6月9日時点では、北京、上海、広州、深圳、三亜の5都市で住宅購入制限が実施されている。

●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。
