

## 最近の中国住宅市場の動向について

国際局 中谷亮太、松永美幸、長野哲平

Bank of Japan Review

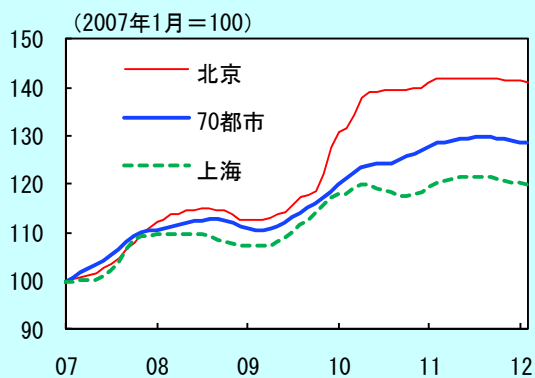
2012年4月

中国の住宅市場をみると、2009年から10年にかけて活況を呈したが、このところ住宅価格は緩やかに下落し、住宅投資も減速している。こうした動きは、それ自体としては、景気の持続性を確保する上で望ましい動きとして捉えることが出来る。一方で、これまでの住宅・不動産ブームを受けて、潜在的な住宅在庫が増加し、不動産ディベロッパー向け信用が拡大している点には注意する必要がある。こうした信用拡大は、リスクの所在が不明瞭であることもあって、先行きの住宅市場の安定にとってリスクとなり得る。もっとも、強い住宅買い替え需要や都市化の進展、家計所得の高い伸びといった、住宅市場を巡る良好なファンダメンタルズを前提とすると、当面は、住宅市場で大規模な調整が発生する可能性は低いと考えられる。

## はじめに

中国の住宅価格の動向をみると、2000年代半ば以降上昇局面に入り、2009年から10年にかけて騰勢を強めた。もっとも、2011年入り後、住宅価格の上昇率は徐々に鈍化し、最近では多くの都市で、小幅ながら住宅価格は下落に転じている（図表1）。

【図表1】新築住宅価格



(注) 直近は2月。70都市は単純平均。  
(出所) 中国国家统计局

本稿では、こうした最近の住宅価格や住宅投資の動向を踏まえた上で、最近の中国の住宅市場を巡る論点を整理している。具体的に

は、これまでの住宅・不動産ブームを背景に拡大してきた不動産向け信用の動向に着目する。不動産向け信用の現状について、幾つかの角度から整理し、住宅価格下落に起因する「バランスシート調整」が中国経済にとってリスクになり得るか、考察する<sup>1</sup>。

## 最近の中国住宅市場の動向

2009年から10年にかけて、中国の住宅市場は活況を呈した。世界的な金融危機を受けた景気不透明感の高まりに対応するための一連の刺激策の中で、中国の金融当局は、銀行に対して融資拡大を奨励した。非常に緩和的となった金融環境を背景に、銀行貸出が急増し、不動産販売が大幅に増加したほか、住宅価格も騰勢を強めた。

2010年以降、こうした住宅市場の急速な盛り上がりに対応し、中国政策当局は、過熱抑制に向けた施策を相次いで導入している。需要面では、銀行貸出の窓口規制を強めるとともに、不動産取引抑制策を随時強化した。また、供給面では、低価格の公共住宅（「保障性住宅」と呼ばれる）の建設を進めている。

こうした施策もあって、急増していた大都市の不動産販売件数は、2009 年末から減少に転じた。また、住宅価格も徐々に落ち着きを見せ始めており、11 年秋からは、多くの都市で小幅の下落に転じている。

また、高い伸びを続けてきた住宅投資も、最近の住宅価格下落と販売件数の減少から 2011 年 10~12 月には久方ぶりに減少に転じた。住宅価格が目先は上がりにくいとの見方が広がり、民間の不動産ディベロッパーの開発意欲が慎重になったことなどが影響しているとみられる<sup>2</sup>。

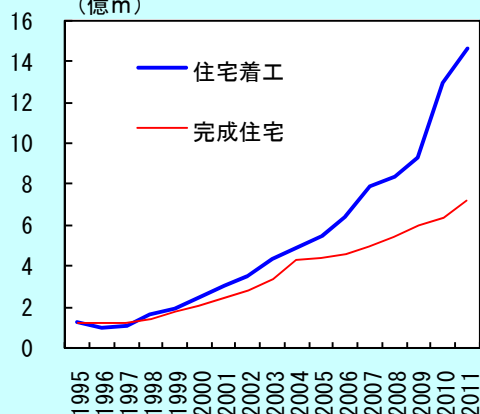
## 不動産ディベロッパーが抱えるリスク

### (不動産ディベロッパー向け信用は拡大)

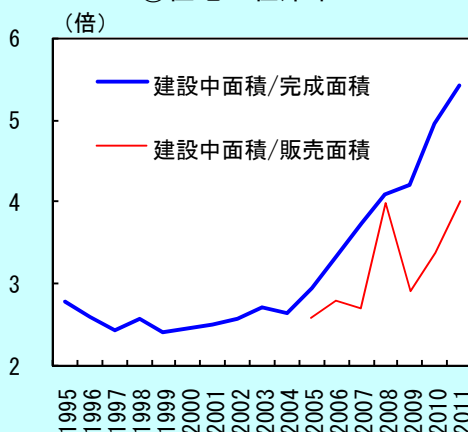
こうした最近の住宅価格の緩やかな下落や住宅投資の減速は、それ自体としては、景気の持続性を確保する上で望ましい動きとして

【図表 2】住宅在庫の動向

①住宅着工床面積と住宅完成床面積  
(億㎡)



②住宅の在庫率



(注) 不動産業者経由分。

(出所) CEIC

捉えることが出来る。

しかし、これまでの住宅・不動産ブームが、不動産向け信用の拡大に繋がってきた点には注意が必要である。特に、2009 年以降、非常に緩和的な金融環境が維持される中、大量の資金が住宅市場に流入した可能性がある。以下、こうした不動産向け信用の現状と、その経済に与え得る影響について、やや詳細にデータを確認する。

中国の家計・企業部門のバランスシートをみると、家計部門は住宅・不動産ブームの影響をあまり受けていない。家計債務残高は増加しているが、名目 GDP 対比で 20%弱と新興国の中でも低めである。また、企業部門についても、一頃と比べると債務水準は高まっているが、全体としてみると、なお水準は低い。

一方、企業部門の中でも、不動産ディベロッパーに限定すると、2000 年代半ば以降、経済の伸び率を大幅に上回るペースでバランスシートが拡大してきた点が目立つ。また、不動産ディベロッパーのバランスシートは、金融引き締めが強まった 2010 年に入っても縮小していない。

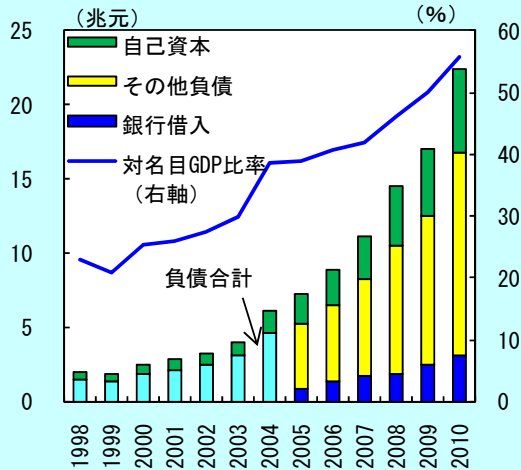
2000 年代半ば以降、不動産ディベロッパーは、住宅価格の先高観もあって、積極的に土地を購入し開発を進めてきた。この結果、住宅着工床面積は、2000 年代半ば以降、急速に拡大している。一方、住宅完成床面積は然程増加しておらず、結果として「建設中」の住宅床面積が増加している(図表 2)。こうした建設中床面積は、不動産ディベロッパーが保有する潜在的な「住宅在庫」と解釈することも出来る<sup>3</sup>。

資産サイドで住宅在庫が急増したことに対応し、不動産ディベロッパーの負債・資本も 2010 年末には約 22 兆円(約 270 兆円)まで拡大した。2000 年以降のバランスシートの拡大幅を名目 GDP 比率の変化幅でみると、+30%ポイントを超える(図表 3)。これは、米国家計の 2000 年代半ば以降の住宅ローン残高の拡大幅に匹敵する。

### (信用は銀行システムを直接介さずに拡大)

こうした不動産ディベロッパーのバランス

【図表3】中国の不動産業の資金調達残高



(注) 2004年以前の負債は合計。なお、銀行借入は貸出統計における銀行の不動産業への貸出残高。

(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行

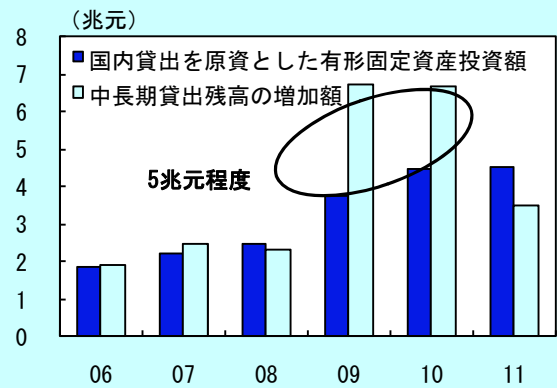
シート拡大に、銀行貸出は、表面上は、あまり寄与していない。図表3の資金調達の内訳をみると、不動産ディベロッパー向けの銀行貸出は然程増加しているわけではない。一方、不動産ディベロッパーが、銀行以外から借り入れたり、出資を受け入れたりする動きが目立っている。

このような銀行システムを直接介さない不動産ディベロッパー向け信用の実態については不明瞭な点が多い。また、銀行貸出についても、間接的な形で、こうした資金拡大の一部に影響している可能性がある。前述のように、特に2009年から10年にかけて、銀行は融資平台<sup>4</sup>や国有大企業などに向けた低利貸出を大幅に増やしたが、これが銀行システムを直接介さない信用拡大の源泉の一つになったと指摘されることもある<sup>5</sup>。

銀行貸出を原資とした不動産ディベロッパー向け信用の拡大を示唆する一つの事例として、「銀行の中長期貸出の増加額」と「国内貸出を原資とした固定資産投資額」の乖離が挙げられる(図表4)。両者の動きをみると、2006年から08年ではほぼ同じ動きをしている——つまり、中長期貸出は固定資産投資のファンディングに充てられている——のに対して、2009年から10年については大きく乖離している。これは、この間の中長期貸出の相応の部分が、最終的に不動産ディベロッパーによる土地の購入など、固定資産投資以外の用途に向けられたことを示唆している<sup>6</sup>。銀行

貸出やマネーの総額をマクロ統計から確認しても、2009年以降、これまでのトレンドから上方に乖離しているほか、経済活動対比でも信用の拡大が大きかった点が目立つ(図表5)。

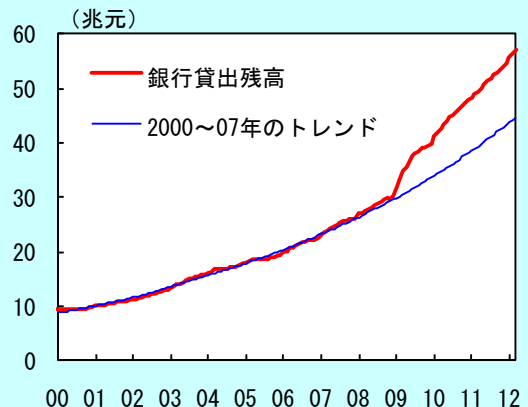
【図表4】中長期貸出と固定資産投資の推移



(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行

【図表5】マネーと銀行貸出

①銀行貸出残高

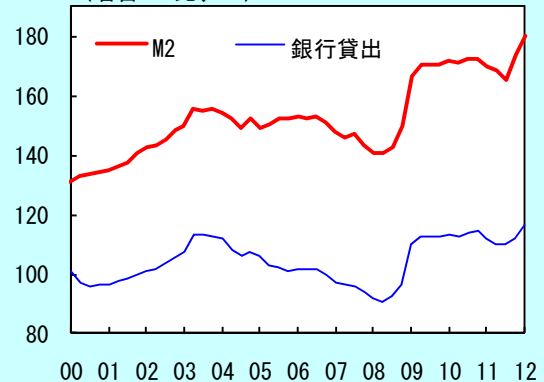


(注) 直近は3月。トレンドはHPフィルターを用いて推計。

(出所) 中国人民銀行

②M2と銀行貸出のGDP比

(名目GDP比、%)



(注) 直近は1Q。

(出所) 中国人民銀行、中国国家统计局

## (リスクの所在は不明瞭)

また、こうした信用拡大については、資金の流れを把握し難いことから、最終的なリスクの所在に不明瞭な点があることも特徴である。

不動産業の資金調達（前掲図表3）のうち、「自己資本」や「その他負債」については、上述のように銀行からの借入を原資としたものも含まれている可能性がある。そのため、例えば、不動産ディベロッパーの経営悪化は、こうした先へ投融資を行っている金融型の融資プラットフォームの信用力低下などを通じて、銀行部門にも影響を及ぼすリスクがある。

一方、「その他負債」の相当部分を占めるとみられる家計や企業による頭金などの支払いは<sup>7</sup>、不動産ディベロッパーにとって安定した資金調達源であると考えられる。また、当該部分については、住宅価格の変動リスクも家計や企業に移転しているとみられる。更に、家計は頭金などを現預金で賄うケースが多いため、住宅価格が下落しても、当該部分に限定すれば、金融システムにも負担がかかり難い。

こうした制約もあって、IMF[2011]<sup>8</sup>でも、①中国の金融システムは全般的に頑強であるが、不明瞭な資金の流れや融資プラットフォームの拡大などがリスクとなる、と述べる一方で、②その定量的な評価は難しいことも指摘している。

このようにマクロ的な影響を厳密に評価することは難しいにせよ、不動産向け信用の拡

大ペースを考えると、不動産ディベロッパーの経営問題が深刻化した場合、経済全体に影響が及ぶ可能性はある。財政面などの政策対応余力の大きさがバッファーになるとは考えられるが、仮に住宅価格が大幅に下落し住宅在庫の投げ売りなどが発生した場合、金融システムや経済に相応の影響を及ぼす可能性も否定はできない<sup>9</sup>。

## 住宅市場を巡る環境とリスクの評価

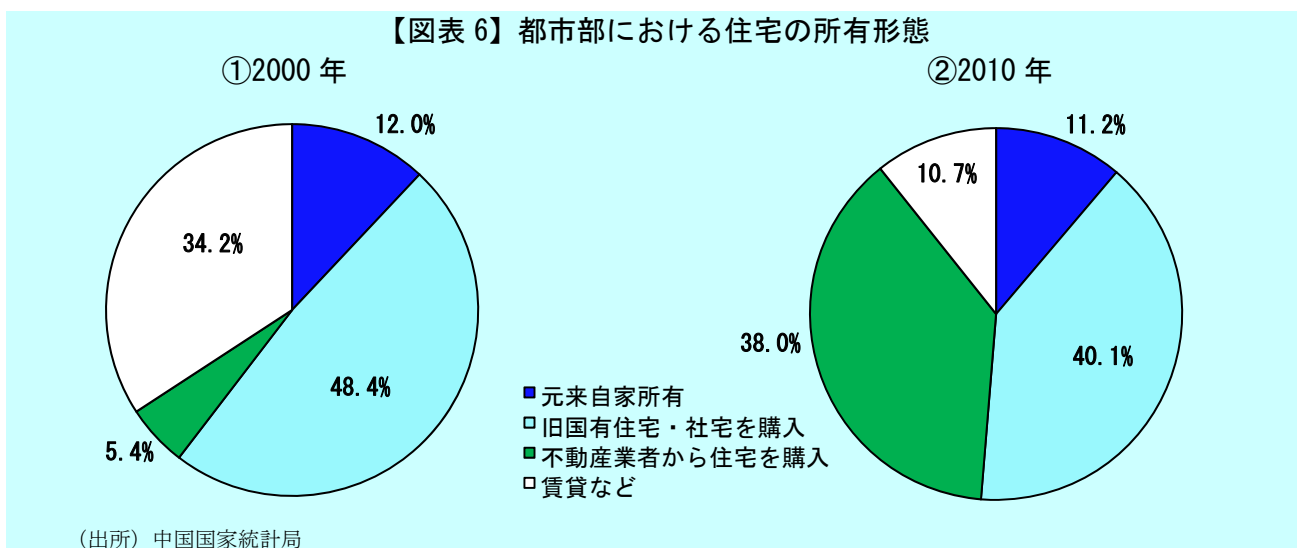
(良好なファンダメンタルズが、リスクの顕在化を抑制)

もともと、当面は住宅価格の大幅な下落などをきっかけに、このような大規模な調整が住宅市場で発生する可能性は低いとみられる。これは、以下で示すような潜在的な住宅需要の強さが、リスクの顕在化を防ぐ方向に強く作用すると考えられるためである。

第1のポイントは、都市部住民による住宅の買い替え需要が強いとみられる点である。都市部住民の40%超（約8,000万世帯）は、1990年代の住宅改革で分配された旧国有住宅・社宅に在住している。分配後の時間経過から、こうした物件の老朽化は徐々に進みつつあるとみられる（図表6）<sup>10</sup>。そのため、所得水準の向上もあって、都市部中間層による住宅の買い替え意欲は依然として強い可能性が高い。

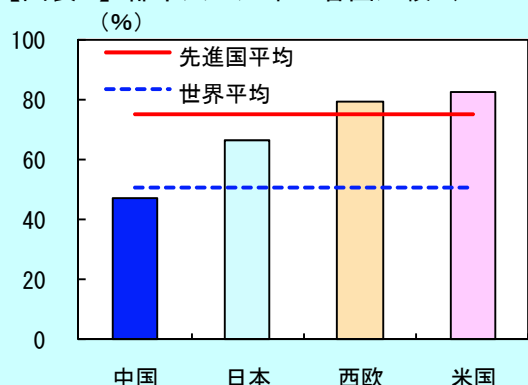
第2のポイントは、中国では、当面、都市

【図表6】都市部における住宅の所有形態



化の流れが持続すると考えられる点である。中国の都市人口は、2000年代を通じて、年2,000万人程度（600～800万世帯程度）のペースで増加している<sup>11</sup>。それでもなお、中国の都市人口比率は約5割と先進国の平均（約75%）より、かなり低い（図表7）<sup>12</sup>。こうしたこともあって、国連の見通し等では、当面は現在のペースで都市化が進展していくことが見込まれている。このような都市化の流れは、引き続き都市部の住宅需要を強めていくとみられる<sup>13</sup>。

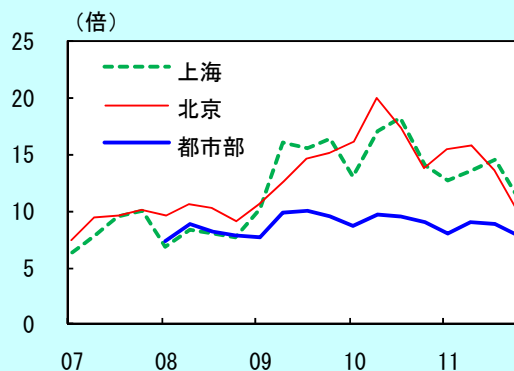
【図表7】都市人口比率の各国比較（2010年）



（注）西欧は、オーストリア、ベルギー、フランス、ドイツ、リヒテンシュタイン、ルクセンブルク、モナコ、オランダ、スイス。  
（出所）United Nations “World Urbanization Prospects: The 2009 Revision”

第3のポイントは、家計の所得が高いペースで増加している点である。住宅価格の「割高感」を家計の可処分所得対比で見ると、2009年から10年にかけて北京などの大都市で大幅に上昇したが、11年末には08年頃とほぼ同水準まで低下している（図表8）。この間、住宅価格が大幅に下落した訳ではないが、家計の名目可処分所得が年率10%以上の高い伸びを維持したことが、割高感の低下に寄与した。先行きも家計所得の増加が続けば、住宅価格が下落しなくても割安感は急速に強まり、中間層でも住宅を買いやすくなる<sup>14</sup>。こうした点は、日米の不動産バブル崩壊時と事情が異なる。即ち、2007年以降の米国や1990年代の日本では、成長が鈍化し、家計所得が伸び悩んだ。そのため、住宅価格の割高感解消には、住宅価格の下落が必要となり、価格下落がバランスシートを一段と悪化させる負の相乗作用が働いたことから、調整には長い時間がかかった。

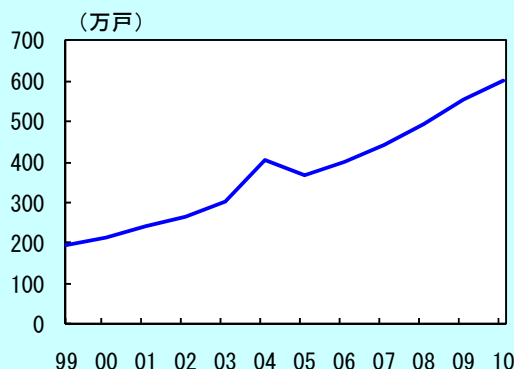
【図表8】住宅価格の可処分所得比率



（注）各都市部の住宅平均価格/可処分所得。  
（出所）中国国家统计局

このように潜在的な需要が見込める一方、供給面をみると、不動産ディベロッパーを通じた住宅の完成戸数は、増加しているとはいえ、なお年600万戸程度にすぎない（図表9）。先行きは、前述の保障性住宅の建設増などによる供給拡大が見込まれるが、住宅需給は当面タイトな状況が続く可能性が高い。

【図表9】住宅完成戸数の推移



（注）不動産業者経由分。  
（出所）中国国家统计局

また、このように中長期的にみて住宅市場が拡大し、住宅価格の上昇基調も続くとの期待が維持されるもとでは、金融機関が不動産向け貸出を急速に回収するインセンティブも高まりにくい。

以上を整理すると、過去数年間の住宅・不動産の開発ペースは速すぎ、現時点で不動産ディベロッパーが抱える住宅在庫は過剰となっている可能性は高い。しかし、住宅市場の基調的な強さを踏まえると、不動産ディベロッパーが、目先、大規模な在庫の投げ売りなどに迫られるリスクは相応に抑制されていると考えられる。

## おわりに

本稿では、最近の中国の住宅市場を巡る動向を整理した。中国では不動産向け信用が拡大しており、先行きの住宅市場の安定にとってリスクとなり得るとみられる。もっとも、住宅需要の基調的な強さなどを踏まえると、当面は、住宅市場で大きな調整が発生する可能性は低い。

一方、やや長い目でみれば、不動産ディベロッパーは住宅在庫の増加に歯止めをかけ、経済全体としても、不動産向け信用の急速な拡大を抑制していくことが望ましいと考えられる。こうした調整が進まなければ、中国の住宅市場は不安定な要素をなお抱え続けていく可能性が高い。

中国の政策当局者は、既に住宅市場の過熱を抑制する姿勢を鮮明にしているほか、融資プラットフォーム向け貸出についてストレステストを実施するなど、住宅市場や金融システムの安定性を意識した対応策を強化している。こうした政策対応も相俟って、先行き中国の住宅市場や金融システムがより安定性を増していくことが期待される。

<sup>1</sup> なお、2009年から10年の中国の住宅価格上昇の背景などについては、武藤・松永・上山・福本「最近における中国の不動産価格の上昇について」日銀レビュー2010-J-3、2010年も参照。

<sup>2</sup> このように、民間の住宅開発意欲が低下している一方、政府は保障性住宅の建設を加速する計画を発表している（2011年完工実績432万戸→2012年完工計画500万戸以上）。こうした政府の住宅政策は、当面の住宅投資を下支えするものとみられる。

<sup>3</sup> 本稿で定義している「住宅在庫」は、建設中住宅や土地を含んでいる。このため、概念として「(新築住宅の)完成品在庫」や「中古住宅在庫」とは異なる。

<sup>4</sup> 融資プラットフォームとは、地方政府が出資する投融資企業で、インフラ投資や不動産開発を行う場合に資金を調達する受け皿として、2009年以降、爆発的に拡大した。融資プラットフォームには資金調達から事業運営まで自身で行う「事業型」のものと、自身は資金調達だけを行い、出資した子会社が事業を行う「金融型」のものがあるが、特に金融型については、資金使途が曖昧になりやすいと指摘されることもある。

<sup>5</sup> 例えば、銀行から融資を受けた金融型の融資プラットフォームが、不動産ディベロッパーに資金を貸し出し、住宅開発や都市開発を進めるケースなどが指摘されている。

<sup>6</sup> 純粋な土地取引は固定資産投資の対象に含まれない。

<sup>7</sup> 不動産業の固定資産投資（フロー）の資金調達別の内訳をみると、「銀行外からの不動産担保借入」に加えて、「前受金・預け金」の比率が高くなっている。また、2010年の不動産業者の販売した商品住宅「完成」戸数が602万戸であるのに対して、事前販売を含んだ住宅「販売」戸数は882万戸となっている。これは、中国において、資金が豊富な企業や富裕層等が「前受金・預け金」といった形で、住宅・不動産開発を資金面から後押ししたことを示唆している。

<sup>8</sup> IMF “People’s Republic of China: Financial System Stability Assessment,” November 14, 2011.

<sup>9</sup> また、住宅価格の下落は、上述の融資プラットフォームの経営を悪化させることに加え、地方政府の土地売却益の減少をもたらす可能性がある。地方政府は財源として土地売却益に大きく依存している。そのため、地方政府の財政余力が急速に低下すれば、地方経済を牽引してきたインフラ投資が停滞するリスクもある。

<sup>10</sup> また、建設部の統計によると、住宅改革前の1990年代半ば時点の都市部の一人当たり住宅床面積（多くは旧国有住宅や社宅とみられる）は、15平米程度に止まっていたとされている。

<sup>11</sup> 国家統計局によると、中国の都市部人口は2000年の4.6億人から2010年に6.7億人、2011年には6.9億人に増加している。

<sup>12</sup> 都市人口比率（都市化率）の定義の差は、各国間で非常に大きい。そのため、国際比較する際には、幅を持つてみる必要がある。

<sup>13</sup> 中国の「都市化」については、前述の日銀レビューも参照。

<sup>14</sup> 中国経済に対する国際機関の標準的な見通し、例えば世界銀行の長期見通しや、IMFのWorld Economic Outlook などにおける中期見通しでは、当面、中国経済は高成長が続き、家計所得の高い伸びが続く姿が展望されている。

World Bank “China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society,” February 27, 2012.

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行国際局長野哲平（E-mail: [teppej.nagano@boj.or.jp](mailto:teppej.nagano@boj.or.jp)）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。