

## 中国の不動産市場を巡る動向

国際局 阿由葉舞\*、川上淳史\*\*、神保真宏\*\*\*、松永美幸、平田渉

Bank of Japan Review

2023年8月

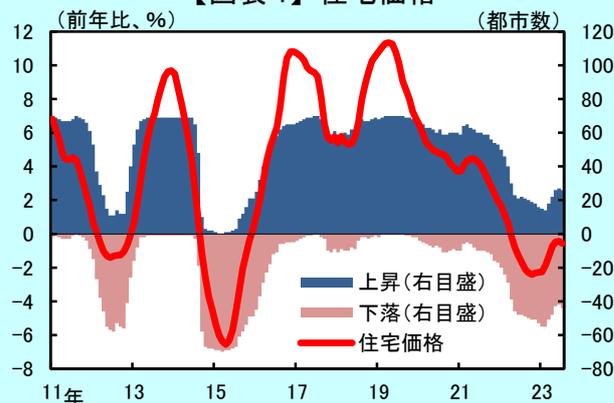
中国の不動産市場は、長らく好況を続けてきたが、足もとは調整局面にある。今次局面における調整のきっかけは、不動産市場の債務問題に対応して中央政府が2020年以降に導入した新たな規制である。企業がデレバレッジを進める過程において投資が抑制されるとともに、家計の購入意欲が低下し、住宅需要の減退にもつながった。人口減少が進んでいる中堅規模以下の都市では住宅価格の下落が顕著であり、これら都市で過去に投機需要に期待した住宅開発が増加してきたことが今次局面の調整圧力への対応を難しいものとしているように窺える。先行きを展望すると、不動産市場が調整局面からはっきりと脱していくには、不動産企業の債務抑制と経済成長を両立しつつ、都市レベルの不動産需給を如何にして調和させていくかが重要であり、今後の政府による対応策に注目していく必要があると考えられる。

## はじめに

中国経済にとって、不動産市場の動向はきわめて重要である。例えば、不動産関連産業のGDPシェアは17%（2019年）と高く、波及効果が及ぶ関連サービスも含めると、26%（同）まで高まるとの試算がある<sup>1</sup>。財政面では、不動産開発に伴う土地の払い下げ収入が地方政府の財源の約3割を占めている（2021年）。都市部の家計世帯のほとんどが住宅を保有しているもとの、資産形成面における不動産の重要性は高い<sup>2</sup>。金融取引面では、不動産を担保とした貸出が一般的であり、住宅価格の変動は金融システムの安定の観点からも注意を要する。

中国の不動産市場は、長らく好況を続けてきたが、足もとは調整局面にある。住宅価格を70都市の新築住宅販売価格指数の単純平均値でみると、前年比伸び率は、概ね3年の周期でプラスとマイナスを繰り返していたが、2016年にプラスに転じたあと、5年以上にわたってプラスが続いた。もっとも、2020年に政府が新たな不動産規制を導入したことをきっかけに、伸び率は低下に転じ、2022年入り後にはマイナスに転じるに至った（図表1）。この間、不動産の投資や販売は大きく落ち込み（図表2）、不動産販売在庫は急速な増加を余儀なくされている（図表3）。

【図表1】住宅価格



(注) 住宅価格は70都市の単純平均値。上昇、下落は、住宅価格が前年比で上昇、下落した都市数。

(出所) CEIC

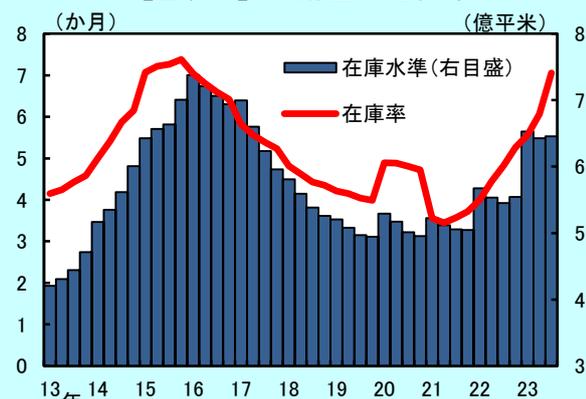
【図表2】不動産販売・投資



(注) 不動産販売は面積ベース、不動産投資は金額ベース。

(出所) CEIC

【図表3】不動産販売在庫



(注) 販売・賃貸用に提供できる完工済み物件、面積ベース。在庫率は後方4四半期移動平均。

(出所) CEIC

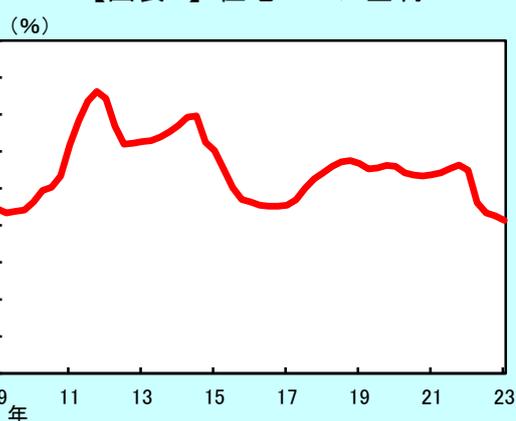
ただ、住宅価格を子細にみると、前年比伸び率のマイナス幅は、前回の調整局面と比べると小幅なものにとどまっている（前掲図表1）。このように、足もとで投資・販売の動きと住宅価格の動きに異なる動きがみられていることを踏まえて、以下では、今次局面における不動産市場の調整の性格を住宅価格の変動を中心に整理し、先行きの展望を試みる。

### 不動産市場の短期的な需給の調整

今次局面における不動産市場の調整の性格を整理するに当たって、まずは、過去の不動産関連施策と、そのもとの都市規模別にみた需給や価格の動きから確認することにした。

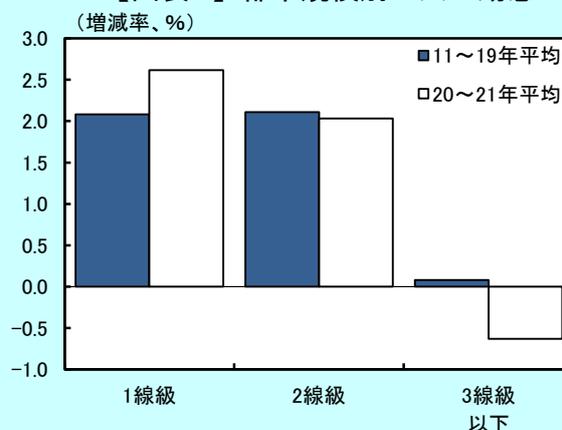
中国では、1998年に住宅の公的分配制度が廃止され、都市住民への居住不動産の払い下げが始まった。それ以降、住宅の私有化・商品化が進むとともに、不動産市場が形成・拡大してきた。不動産市場において活況と停滞のサイクルが生じる中で、当初、中央政府は、住宅ローン金利や、購入時の頭金比率の調整などを通じて、需給を調整し、住宅価格の安定を試みた（図表4）。もっとも、1線級、2線級都市では、安定した人口増が続く一方、3線級以下の都市の人口はせいぜい横ばいとどまるなど、都市間の人口動態の差がきわめて大きく、現実には、マクロ的な需給調整のみで都市間の住宅価格の動きを均すことは不可能であった（図表5）<sup>3</sup>。こうした状況を反映して、住宅価格は、2010年代の半ば頃にかけて、1線級、2線級都市では大幅な上昇が続く一方、3線級の都市では緩やかな上昇にとどまった（図表6）。

【図表4】住宅ローン金利



(出所) CEIC

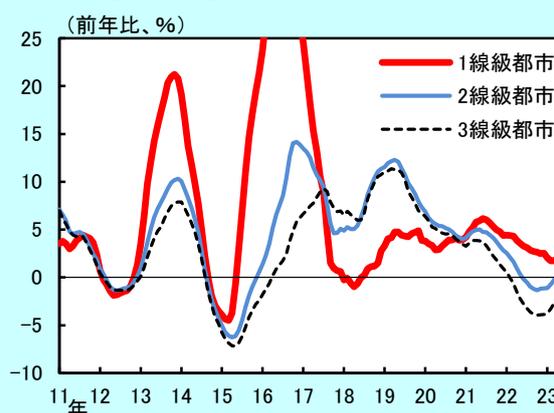
【図表5】都市規模別の人口動態



(注) 常住人口。

(出所) CEIC

【図表6】都市規模別の住宅価格



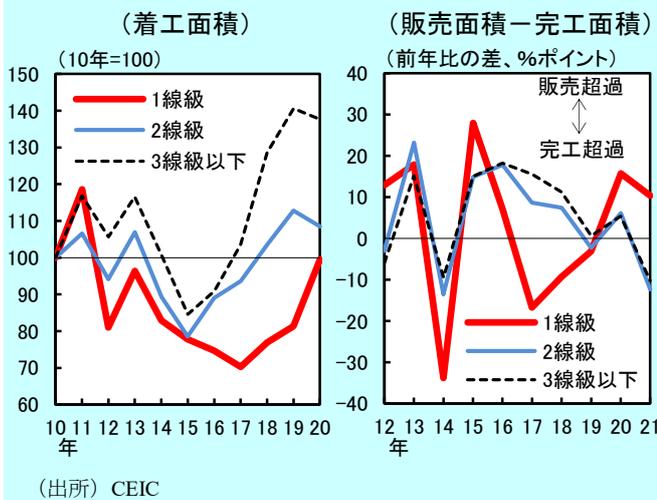
(出所) CEIC

一部都市における不動産価格の高騰が都市間価格差の象徴となる中で、そうした状況を解消するべく、地方政府の裁量が高められ、各省・都市レベルの需給環境に応じた管理施策が実施されるようになった。2016年に打ち出された「因城施策」や「一城一策」と呼ばれる新たな政策方針は、中

中央政府は基本的な政策方針を定めるが、具体的な管理施策は各地方政府が実態に合った需給管理を行うことで、不動産市場の安定と健全な発展を図るものである。

地方政府の裁量が高まる中で、1線級都市では、不動産市場の過熱を抑制するために住宅ローン金利や頭金比率の引き上げなど引き締めの需給管理が講じられ、新規の開発が抑制された。一方、比較的小規模の都市では開発が促進され、特に3線級以下の都市では住宅着工の増加が顕著となった(図表7左)。

【図表7】都市規模別の住宅需給



かつては1線級を中心にみられた投機的な需要が、2線級や3線級以下の都市にシフトする中で、2018年から2020年にかけての住宅価格は、1線級の都市では緩やかな上昇にとどまる一方、2線級、3線級都市では大幅な上昇が続く動きとなった(前掲図表6)。こうした動きを受けて、2線級、3線級都市で住宅価格が大きく上昇すると見込んだ不動産企業が開発を加速させていったとみられる。

こうした住宅価格の動きは長くは続かず、2021年以降は、再び2線級や3線級の都市の伸び率が1線級都市の伸び率を下回るようになった。1線級都市がプラス圏内の推移を続ける一方、2線級や3線級の都市では、在庫調整圧力が続くもとでも、地方政府の財源確保の必要性などから、開発が止まらなかったこともあり、価格がはっきりと下落に転じた。需給バランスを表す一つの指標として、販売と完工の前年比の差をみると(図表7右)、足もとでは、1線級の都市では販売超過とな

っている一方、2線級や3線級以下の都市では、完工超過となっていることが確認される。なお、3線級都市の住宅価格の下落幅は、2線級都市よりも大きくなっているが、これには3線級都市の人口が足もと減少に転じていることが関係しているとみられる(前掲図表5)。

### 不動産に関連する債務の中長期的抑制

新たな政策方針のもとで、不動産市場の短期的な変動への政策対応が地方政府に委ねられる一方、中央政府は、マクロプルーデンス的な観点から、不動産を巡るリスクへの対処を重視していく。住宅価格が急ピッチで上昇する中開催された2016年12月の中央経済工作会議において、政府指導部は、「住宅は、住むためのものであり、投機の対象ではない」と表明し、投機的な動きを通じた不動産市場の過熱を容認しない姿勢を明確化した。

こうした姿勢の背後には、不動産市場における過度なリスクテイクへの懸念があるとみられる。不動産業や家計の負債をみると、世界金融危機後の2009年以降、上昇に転じ、その後もレバレッジを大幅に高めたことが確認される(図表8)。こうしたレバレッジの高まりは、先行き不動産市場が不安定化した場合に銀行部門への波及などを通じたシステム的なリスクにつながるのではないかと懸念を高めた。2017年12月の中央経済工作会議では、以降3年間の重点的な取り組みとして「金融リスクを解消し、システムリスクを未然に防ぐ」との方針が示され、2019年7月の中央政治局会議では、「不動産を短期的な景気刺激の手段にはしない」とし、より長期的な視点に立って市場の安定に努めていく方針も確認された。

これらの方針に基づき、中央政府は、新たな不動産規制の相次ぐ導入に踏み切った(図表9)。まず、2020年8月に導入された「3つのレッドライン」と呼ばれる枠組みでは、総資産負債比率、有利子負債比率、現金短期債務比率、の3指標について、個別の不動産企業が満たすべき基準を提示し、未達となる指標が多い企業ほど、債務の増加に強い制限が課せられるようになった。次いで2021年1月に導入された銀行の不動産関連貸出における量的規制では、各銀行の貸出残高全体の

うち、不動産業向け貸出、住宅ローンのそれぞれが占める割合について上限が定められた。新たな不動産規制では、このように、不動産市場における資金の「受け手」と「出し手」の双方に対して、量的制限を課した点が特徴的である。従来の規制とは異なり、不動産の短期的な需給調整を図ることにとどまらず、不動産市場における債務を中長期的に抑制していくことにも踏み込むものとなっている。

【図表 8】不動産市場における債務



【図表 9】2020 年以降の不動産規制

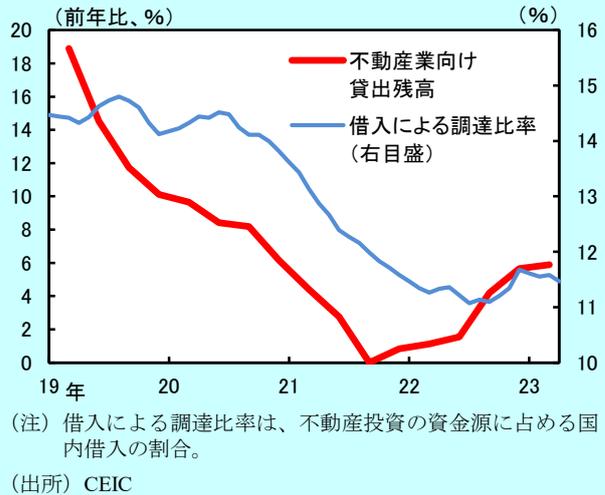
不動産 開発業者	<p>&lt;3つのレッドライン&gt; (20/8月頃~)</p> <p>① <math>\frac{\text{総負債}}{\text{総資産}} &gt; 70\%</math> (前受金を除くベース)</p> <p>② <math>\frac{\text{ネット負債}}{\text{自己資本}} &gt; 100\%</math></p> <p>③ <math>\frac{\text{現金}}{\text{短期債務}} &lt; 100\%</math></p>
	<p>不動産開発業者の財務体質基準に応じて、 <b>年間の債務増加幅上限</b></p> <p>3項目抵触…+0%</p> <p>2項目抵触…+5%</p> <p>1項目抵触…+10%</p> <p>全てクリア…+15%</p>
銀行	不動産関連貸出の上限設定 (21/1月~)

(出所) 各種報道等

ただ、このように意欲的な規制が適用される過程で、不動産業の財務面を巡る懸念が強く意識されていくこととなった。まず、銀行に対する規制を通じて、不動産業向け貸出の前年比伸び率は、2021年後半にかけてゼロ近傍まで鈍化した(図表10)。不動産業(開発プロジェクト)の資金源に占める国内借入の比率が低下するなど、業界全体として、資金繰り面の厳しさが増していったことから、「3つのレッドライン」に抵触する不動産企業では、借入返済や社債償還など、既存債務の圧縮を優先する動きが拡がり、新規開発案件への着手を見送ることに加え、着工済みの案件についても

工事進捗を遅らせる動きが現れた<sup>4</sup>。加えて、工事進捗や不動産業の財務に対する懸念が、住宅の最終購入者である家計からは、「住宅を購入しても引渡しを受けられないリスク」と受け止められ、その住宅購入意欲を大きく低下させていくこととなった。この結果、不動産投資や販売は急速に落ち込み、在庫は増加傾向を辿り、価格面の調整圧力が高まった点は、既述の通りである。

【図表 10】不動産業の資金調達



不動産市場の調整色が強まるもとの、政府は、債務抑制に向けた規制の基本的枠組みを維持しつつも、的を絞った緩和策を講じることで、経済への下押し圧力を和らげる対応を行った。例えば、2022年8月以降、政策性銀行や大手行などを通じて、住宅購入者への物件引渡しが困難化した建設プロジェクトを対象とした特別融資枠を設定するなど、不動産業の資金繰り支援策を順次講じていった。また、需要面の刺激策として、2022年9月には、住宅ローン金利の新たな調整メカニズムを導入し、住宅価格の下落が前月比・前年比ともに3か月連続する都市では、所定のレンジを下回る金利設定が認められるようになった。これらの施策の効果もあって、不動産業向け貸出や、不動産業の資金源に占める借入の比率が持ち直しており、住宅価格の下落ペースも和らいでいると考えられる。

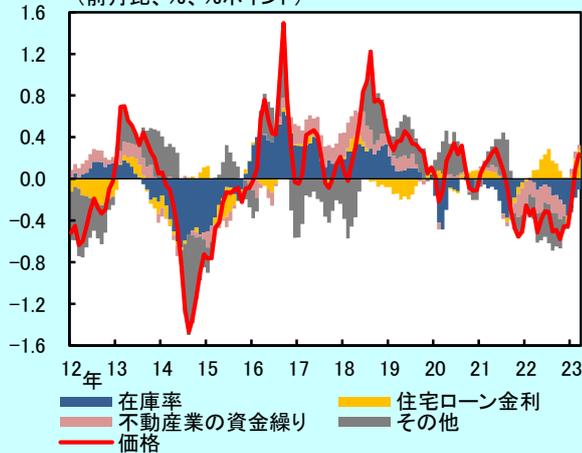
### 住宅価格の変動要因の定量的な把握

これらの事実整理を踏まえ、以下では、今次局面における住宅価格の変動要因について、定量的な把握を試みる。具体的には、VARモデル(Vector Autoregression Model)を用いて、住宅価格の前月

比の動きを、①在庫率、②住宅ローン金利、③不動産の資金繰り（不動産開発資金の充足率）、④その他（価格固有要因等）、の4つのショックに分解する（図表11）<sup>5</sup>。

【図表11】住宅価格の変動要因

（前月比、%、%ポイント）



（注）1. 不動産の資金繰り、住宅の完工（面積ベース）、住宅ローン金利、可処分所得（一人当たり）、在庫率（販売在庫/販売、面積ベース）、住宅価格、価格上昇期待の7変数VARを推計。上記順序に基づくコレスキー分解によって識別された各ショックの寄与を示す。

2. 推計は月次、ラグ次数は尤度比検定に基づき9期とし、推計期間は2009/11月～2023/3月とした。

（出所）CEIC

この結果、2021年半ば以降の価格下落には、主たる要因の1つとして在庫率の上昇が寄与していることがわかった。こうした点は2014～2015年の価格下落局面とも共通している。一方、今次局面の特徴として、過去の価格下落局面と比べて、資金繰りの悪化（資金充足率の低下）も大きく寄与している点が挙げられる。このように、近年の価格下落には、多くの局面で観察される在庫調整の影響に加えて、不動産の財務面に対する懸念も影響しているとみられ、上述のとおり、物件引渡しの遅延などに伴う家計の住宅購入意欲の低下を通じて価格の下押し要因となってきた可能性が考えられる。

足もとでは、在庫調整圧力については、幾分緩和しつつも、引き続き価格下落方向に寄与している一方、政府の支援策の効果もあってか資金繰りの悪化に伴う価格下押し圧力が和らいでいるほか、住宅ローン金利低下による需要喚起も価格の下支えに作用しているとみられる。住宅価格の先行きを巡っては、これら上下双方向の要因がどのように変化していくかが注目される。

## おわりに

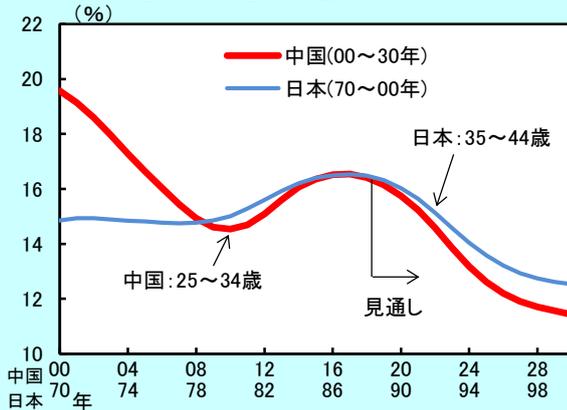
中国政府は、不動産の投機的需要を抑制するとともに、不動産の債務問題に対応することを喫緊の課題として位置づけ、2020年以降、不動産企業の債務の増加を抑制する規制を強化してきた。これをきっかけに、不動産の財務面を巡る懸念が高まり、調整圧力が強まっていくこととなったが、その一方で、各企業がデレバレッジを進めた結果、長年にわたる債務拡大傾向には歯止めがかかりつつある。

また、政府は、2022年後半以降、不動産市場の調整がこれ以上深いものとならないよう、不動産企業の資金繰り支援策を講じるなど、市場の下支えを通じた景気への配慮を強めてきている。2023年7月に開催した中央政治局会議では、「不動産市場の需給関係において発生している重大な変化の新局面に適応する」と言及しており、中国政府として、引き続き不動産政策の最適化を図っていく方針である。

ただし、現下の調整においては、地方政府間で不動産市場の管理施策の方向性にばらつきが生じ、結果として実需の弱いエリアにおける投機的需要や供給の増加を引き起こしたことが、調整圧力を大きなものとしている。特に3線級以下の都市では、大きな調整圧力を抱えており、不動産市場の持ち直しの動きに対して重石として作用していくとみられる。

中長期的な視点でみると、中国は人口減少に直面しており、住宅を購入する主な年齢層の人口割合も低下し始めている（図表12）<sup>6,7</sup>。1990年代のわが国の経験に鑑みると、人口動態は都市規模間の人口増減の格差をさらに拡大する方向で変化する可能性が高く、地域ごとの住宅の需給ミスマッチへの対処がより重要となっていくとみられる。市場の状況やそれを踏まえた施策の方向性が都市間で異なり得るも、先行き不動産市場が調整局面からはっきりと脱していくには、不動産企業の債務抑制と経済成長を両立しつつ、都市レベルの不動産需給を如何にして調和させていくかが重要であり、今後の政府による対応策に注目していく必要があると考えられる。

【図表 12】住宅購入層の人口



(注) 見通しは国際連合による推計。

(出所) HAVER

- \* 現・青森支店
- \*\* 現・金融機構局
- \*\*\* 現・調査統計局

<sup>1</sup> Rogoff *et al.* (2022)は、中国の産業連関表に基づき、不動産業から関連サービス等への波及効果も含めて、不動産関連の GDP シェアを試算すると、2019年時点で約26%に及ぶと指摘している。

Kenneth, S., Rogoff, and Yuanchen Yang (2022), "A Tale of Tier 3 Cities," NBER Working Paper Series No. 30519

<sup>2</sup> 中国人民銀行が2019年に実施した「都市部住民世帯の資産・負債状況調査」によると、全国の都市部世帯では、保有資産の約6割を住宅が占め、金融資産は2割に過ぎない。また、住宅保有率は96%に及び、このうち2件以上の住宅を保有する世帯の割合は4割を超える。

<sup>3</sup> 中国国家統計局の統計では、人口動態や、後述する住宅の販売、完工、着工などのデータについて、主要都市における年次の計数が入手可能となっているが、都市階級別の集計値は存在しない。本稿の分析では、上述の新築住宅価格指数における都市階級区分に準じて1線級、2線級の都市の計数を積み上げにより集計したうえで、中国全体の集計値から1線級および2線級の集計値を差し引き、これを「3線級以下」とすることで、比較的規模の小さい都市の動向を推計した。このため、図表6の住宅価格における「3線級」と図表5の人口動態および図表7の住宅需給における「3線級以下」は、厳密には一致しない。なお、新築住宅価格指数の都市階級の区分は、以下のとおり。

- 1線級：北京、上海、深圳、広州の4都市
- 2線級：省都・直轄市など31の大都市
- 3線級：中堅規模の35都市

<sup>4</sup> IMF (2022) は、2021年時点で、中国の不動産企業（上場企業）のうち約45%が利払い費用を収益でカバーできず、約20%が実質債務超過となっていると推計している。

IMF (2022), "Global Financial Stability Report," International

Monetary Fund, October 2022

<sup>5</sup> 推計に用いたデータの詳細は、以下のとおり。不動産業の資金繰りは、不動産開発プロジェクトの資金源に占める販売収入（前受金）と国内借入の割合であり、自己資金の取り崩しに依存せず、必要資金をどの程度充足しているかを示す。価格上昇期待は、中国人民銀行による都市部家計を対象としたサーベイ調査において、翌四半期の住宅価格が「上昇する」と回答した割合である。月次のデータが存在しない変数（可処分所得、住宅ローン金利、価格上昇期待）は、四半期等のデータを用いて補間している。不動産業の資金繰り、住宅の完工、可処分所得、在庫率については、季節性を除去している。価格上昇期待を除く6変数は、1次の階差（対数前月差ないし前月差）をとり、変数の定常性を確保している。

<sup>6</sup> 2010年代初め頃の住宅市場の動向については、以下を参照。中谷亮太、松永美幸、長野哲平（2012）「最近の中国住宅市場の動向について」日銀レビュー、2012-J-8

<sup>7</sup> 貝殼研究院（中国の不動産系シンクタンク）による全国の住宅取引データに基づく調査では、中国における住宅（中古を含む）購入者の平均年齢は、2021年時点で33歳とされている。

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、日本銀行国際局国際調査課（代表03-3279-1111）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、<https://www.boj.or.jp>で入手できます。