

中国不動産市場の構造的課題と調整の行方

経済調査室 米谷 友利*

要旨

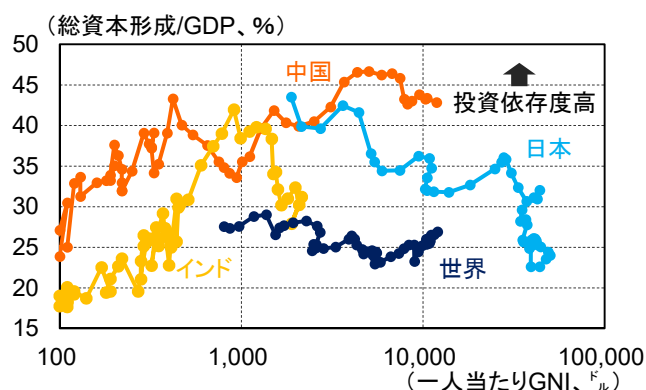
- 2000年代初頭に住宅の私有化によって成立した中国不動産市場は、潤沢な家計貯蓄を原資とする投資主導の経済成長モデルの中で大きく発展し、今日では、中国経済に強い影響力を有している。
- 不動産市場は特にリーマン危機以降、都市部を中心にバブルの懸念が指摘されてきた。その特徴をみると、土地が公有であるほか、「暗黙の政府保証」への信頼、大規模開発に適した商習慣、制度や文化面などにも市場の過熱を助長する構造的要因がみられる。
- ゼロコロナ政策撤廃後も中国不動産市場の持ち直しは鈍く、23年中の回復は不透明である。中長期的にみても、主な住宅購入年齢の人口が急減するとみられ、習政権が投機需要を抑え込む前提に立てば、大幅な調整局面は見込まれないものの、投資拡大路線の維持は厳しいとみられる。

コロナ禍において、中国では「共同富裕」の理念のもと、バブルが懸念される不動産市場に対して総量規制「三道紅線」などの政策が打ち出され、厳格な活動制限もあって市場の調整が続いた。特に21年の中国恒大集団の経営不安や22年の住宅ローン返済拒否騒動は日本国内でも大きく取り上げられ、中国経済への過度な悲観論や「バブル崩壊」もけん伝された。一方、土地公有制などの制度や商習慣、文化面に至る構造が市場の過熱を生み出すに至った特殊な経緯は、一般に十分理解されているとは言い難い。本稿では、中国不動産市場の状況に関する現地の声も盛り込みつつ、構造的な論点を中心に市場動向の要点を整理する。

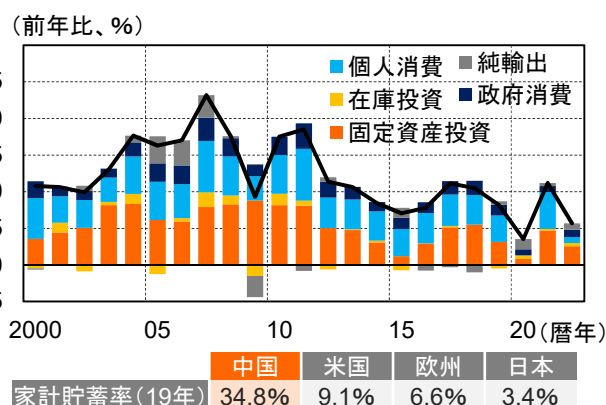
1. 中国経済は投資依存の成長が続く

中国経済は、高所得国(一人当たりGNIが約1.3万ドル以上)入りが目前に迫る。経済発展と投資依存度の経路をみると、日本はバブル崩壊後に、インドでは所得水準が千ドルを超えた後に投資依存度が低下したが、中国は上昇には歯止めがかかったものの、依然として投資依存が続いている(図表1-1)。また、中国の家計貯蓄率は、かつての一人っ子政策や社会保障のぜい弱さを背景とする貯蓄志向や遺産動機の強さなどもあり、高齢化が進む中でも主要先進国と比較して高水準にある。家計の潤沢な貯蓄は、経済成長をけん引した固定資産投資の原資となっており(図表1-2)、そのうち不

図表1-1 経済発展における投資依存度



図表1-2 名目GDP成長率と家計貯蓄率



(備考) 1. 世界銀行 2. 横軸は対数目盛 3. 1962年～2021年

(備考) 1. 中国国家統計局、OECD 2. 家計貯蓄率は対可処分所得

*所属は執筆時のもの

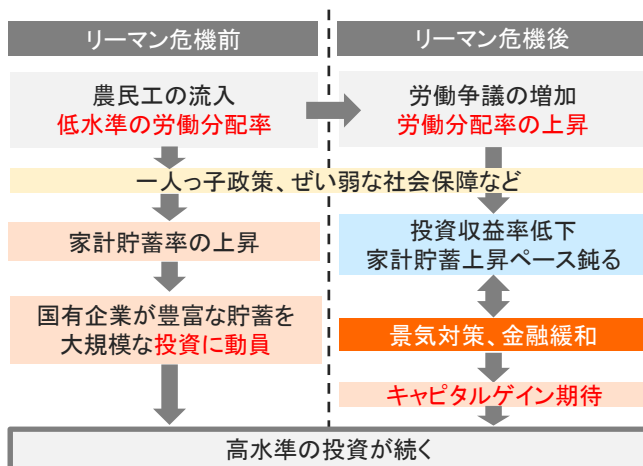
動産投資は4分の1程度をも占める。

2.リーマン危機後はキャピタルゲイン期待が投資を底上げも、投資効率は低下

高水準の貯蓄が企業の投資に向かうメカニズムは、リーマン危機頃を境とする農民工の賃金上昇による労働分配率上昇(投資収益率低下)や家計貯蓄率の頭打ちなどにより変容するかに思われたが、実際には投資拡大は継続した。これは、金融緩和や政府の景気対策(インフラ、マンション建設への大胆投資)により、キャピタルゲイン期待が膨らんだためとみられる(図表2-1)。

こうして投機的資金が流入したこともあり、特にリーマン危機後は実需に見合わない開発が進んだ。マクロの投資効率を示す限界資本係数は、リーマン危機後に大規模な4兆元の景気刺激策が実施されてから、大きく上昇している(図表2-2)。投機需

図表2-1 投資依存経済の2局面

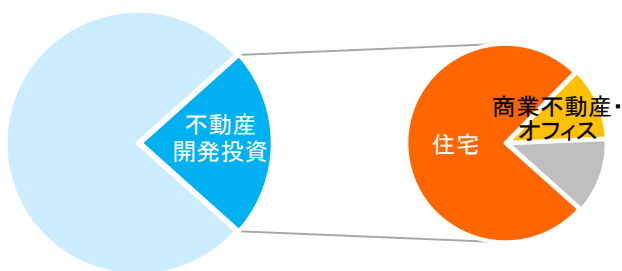


(備考)各種資料により日本政策投資銀行作成

図表3-1 固定資産投資における不動産投資の規模

【固定資産投資の内訳】

【不動産開発投資の内訳】



(備考)1. 中国国家统计局 2. 2022年における比率

要への対応や景気対策を名目とした非効率なプロジェクトが数多く実施されたことが示唆される。

3.住宅市場の歴史:公有から私有へ

こうした投資依存の成長の中で、不動産市場も急成長を遂げた。足元では、不動産投資は固定資産投資の2〜3割を占め、製造業の設備投資、インフラ投資と並ぶ主要セクターの一つとなっている。なお、不動産投資の中では住宅が約7割を占め、商業不動産と比べて存在感が大きい(図表3-1)。

この住宅市場は、土地・建物などが全て公有であったところ、80年代の鄧小平の改革開放後に始まった私有化によって約20年かけて形成された。98年には公有住宅の払い下げが完了するなど個人による商品としての住宅の売買環境整備が進み、02年には住宅販売のほとんどが個人購入となった(図表3-2)。

図表2-2 限界資本係数



(備考)1. 中国国家统计局

2. 三浦(2013)により日本政策投資銀行試算

3. 名目GDPに占める総固定資本形成÷実質GDP成長率

図表3-2 住宅市場形成の歴史

改革開放前	- 土地・建物など全て公有(住宅市場は存在せず) - 開発は国の統一計画のもと実施 - 個人は低家賃で公有住宅に居住
1980年	鄧小平講和 住宅の「私有化」へ移行開始
1994年	実物住宅配分制度停止、取得補助金制度へ
1998年	大都市では 公有住宅の払下げ完了 、ほぼ全ての住宅が私有に
2002年	所得増により商品住宅の個人購入が増加、住宅市場の形成進む(住宅の商品化) ほぼ全ての住宅販売が 個人購入 に(94年は約55%)※土地は現在も公有、使用権譲渡が定着

(備考)日本政策投資銀行作成

4. 中国不動産市場は急速に発展、政府はバブルを「灰色のサイ」と明言

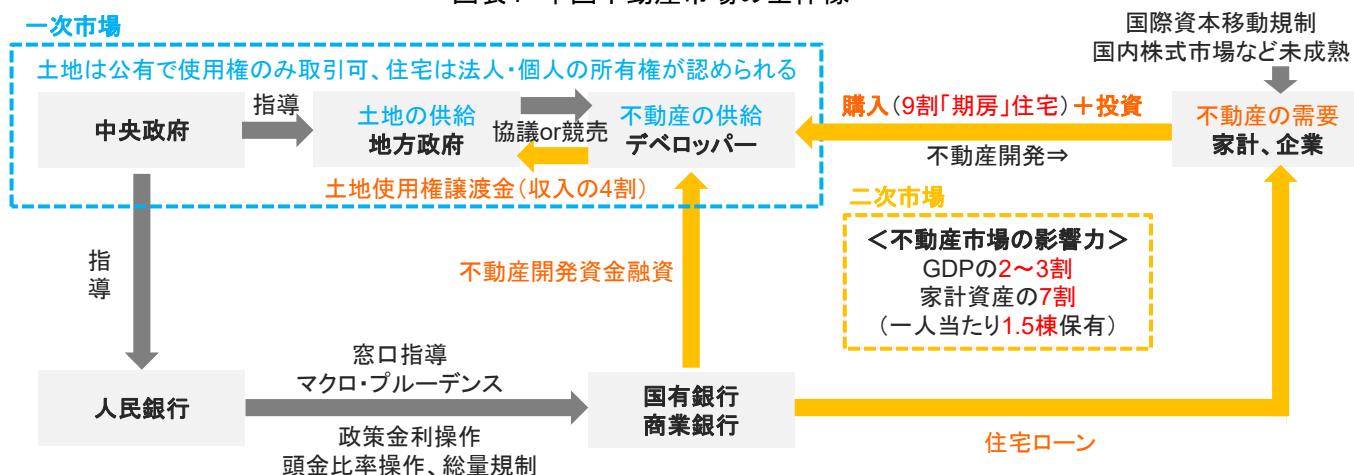
ここからは、中国の不動産市場が、先述した固定資産投資に占める割合以上に、中国経済に強い影響力を有していることを確認したい。

中国不動産市場の全体像をみると、その最大の特徴は、土地公有制のもと地方政府が裁量的に土地の供給を供給できることである。さらに、金融規制や人民銀行から銀行への指導などでも市場に影響力を行使できる。また、「暗黙の政府保証」への信頼や急速な開発に適した商習慣、制度や文化面も市場の拡大を促している。不動産は、GDPの2～3割、家計資産の7割、地方政府収入の4割を占めるに至り、政府は20年夏に、不動産バブルは「軽視されがちな潜在リスク」を意味する「灰色のサイ」とであると明言して総量規制に踏み込んだ(図表4)。

5. 暗黙の政府保証への信頼感が残る

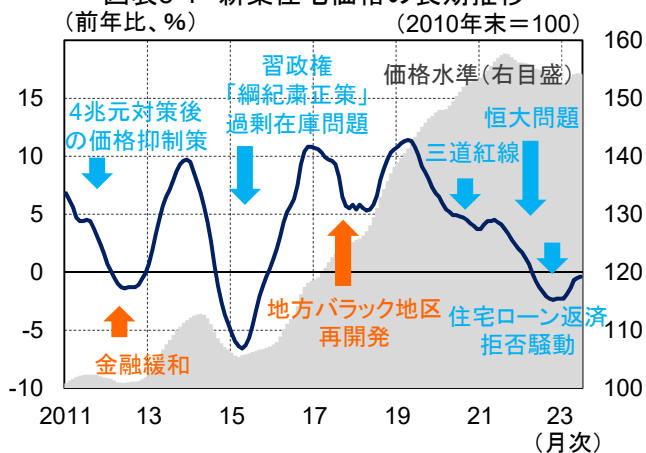
住宅価格を長期で見ると、政策による変動はあったものの、上昇基調が続いた(図表5-1)。ただし、地方のバラック地区の再開発もあり大きく上昇した15～19年以降は伸びが鈍化し、中国版総量規制の三道紅線や恒大問題、住宅ローン返済拒否騒動を経て、現在はリーマン危機以降で3度目の下落局面となっている。こうした政策による市場のコントロールは、いびつな価格予想を根付かせてきた。人民銀行による住宅価格の先行き調査によれば、過去20年間、価格は不変と予想する人が一貫して約半数を占めたほか、数年を除いて上昇期待が下落予想を上回った(図表5-2)。住宅神話と呼ぶほどの高揚感はないが、典型的なモラルハザードである「長期的に下落しない・させないだろう」という暗黙の政府保証への信頼を読み取ることはできる。

図表4 中国不動産市場の全体像



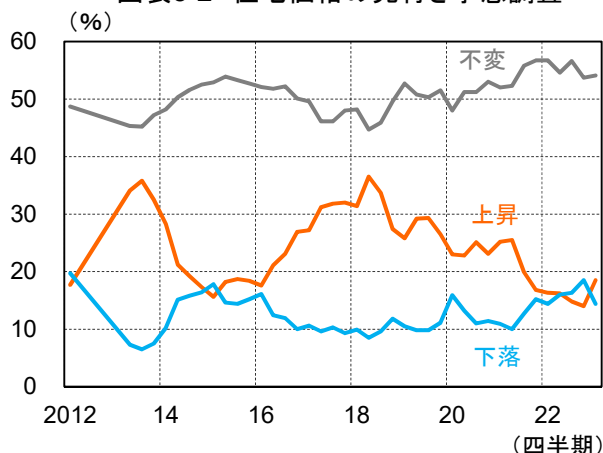
(備考) 1. 各種資料により日本政策投資銀行作成 2. 黄色の線は資金の流れを示す

図表5-1 新築住宅価格の長期推移



(備考) 中国国家統計局

図表5-2 住宅価格の先行き予想調査



(備考) 中国人民銀行

6. 地方政府による土地の独占供給や「選択的金融緩和」も価格高騰を助長した可能性

地方政府は土地(使用权)を独占し、企業誘致を狙い工業用地を低廉な価格で供給する一方、需要の旺盛な住宅・商業用地の価格は継続的に引き上げられた(図表6-1)。地方政府にとって、土地使用权譲渡収入は貴重な自主財源であるほか、経済成長は中央の評価に直結する。国家・中長期単位で見れば市場の過熱は適切でないものの、地方政府にとっては望ましいものになり得た。

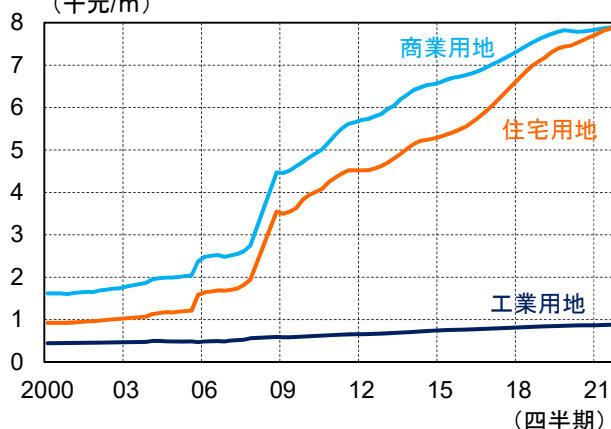
また、当局は窓口指導も活用し、低金利で発生した超過資金需要を特定の産業に割り当ててきた。不動産向けには、課題であった過剰在庫処理の意図もあって、14年にバラック地区の改造などに対象を絞るPSL(Pledged Supplementary Lending)を開始した(図表6-2)。バラック地区の住民は戸籍を与

えられれば社会保障を受けられるため積極的に移住を希望し、補償金を得た人々の購買意欲は地方都市の住宅価格の大幅上昇をもたらした。こうした「選択的金融緩和」は特定産業の成長を加速する一方、直接的な政策・指導が行き過ぎ、市場の過熱につながるケースは少なくない。

7. 急速な開発を促す商習慣「期房」制度

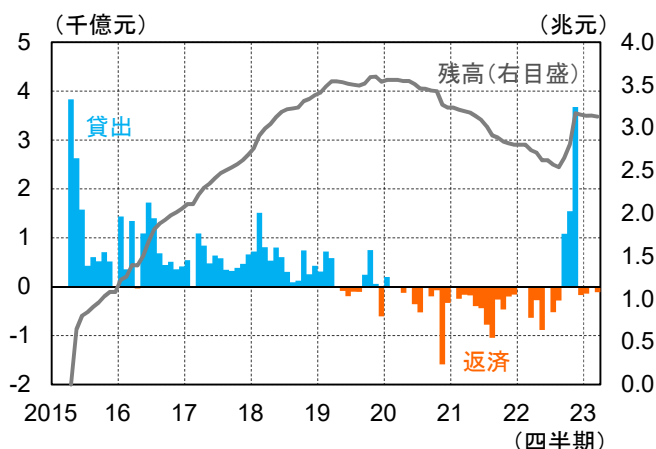
また、商習慣も価格高騰を助長した。中国では、マンションの完工前に販売される「期房」が販売面積の9割に達し、デベロッパーが購入者から早期に受け取る頭金や住宅ローンの一部が次のプロジェクトに充当されることで、急速な開発に伴う建設資金不足が緩和されている(図表7-1)。実際、デベロッパーの資金調達内訳をみると、頭金などが銀行借入を上回る規模となっている(図表7-2)。

図表6-1 土地使用权の用途別払下げ平均単価
(千元/㎡)



(備考) 中国国土資源部

図表6-2 PSLの貸出金額と残高



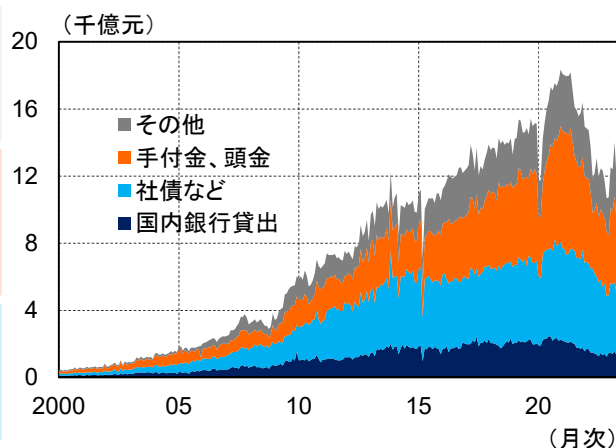
(備考) 中国人民銀行

図表7-1 「期房」制度の概要

制度概要	「期房」の購入フロー	
	① 頭金を支払う	④ 完工(受け渡し)
	② 不動産登記	⑤ 抵当権の設定
市況改善時	③ 住宅ローン契約締結(無担保、デベロッパーの保証付)	
	- デベロッパーは、完工前に受け取った頭金や住宅ローンの一部を原資に、次なる建設プロジェクトを開始(資金回転、レバレッジを加速)し、業容を拡大可能 ※本来、資金はエスクローで管理されるが、流用が常態化 - 住宅購入者は完工時点で値上がり益を享受	
市況悪化時	- 資金フローが止まり、自転車操業に走ったデベロッパーの資金繰りが急速に悪化、保証したローンも不良債権化 ⇒22年6月には工事ストップ多発、住宅ローン返済拒否騒動 ⇒政府は「保交楼」を重要課題として提起、事態鎮静化	

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表7-2 不動産デベロッパーの資金調達規模



(備考) 中国人民銀行

8. 政府の多様な調節手段から、市場の軟着陸は可能とみられている

さらに、結婚前の新居購入が当然とされる文化のほか、税制や賃貸市場の整備の遅れ、住宅に代わる運用先の少なさなど、制度や政策面も住宅市場の過熱につながっている。こうした中、政府は投機を許容しない基本方針を打ち出すほか、土地供給の管理に加え、貸出金利や頭金比率、仲介手数料水準への指導など多様な手段で市場を調節している(図表8-1)。

なお、23年5月に実施した日系現地法人へのヒアリングでは、23年中は市場低迷を見込む一方、政府の市場調節能力は高いとのコメントが多く、大幅な調整局面を懸念する声は聞かれなかった(図表8-2)。不動産市場に依存した成長は限界を迎えているが、価格の変動を抑えつつ所得水準の向上を待つことで軟着陸は可能とみられている。

図表8-1 特徴的な制度と政策、文化

新築住宅購入を促す制度構造

- 固定資産税なし(導入は当面困難)
- 長期間移住しない場合、社会保険制度の優遇措置
- 賃貸は、借り手の権利保護にかかる法整備が不十分
- 株式市場が発達途上、国際資本移動の規制

↑ 過熱抑え込み 「結婚前に新居購入」の文化

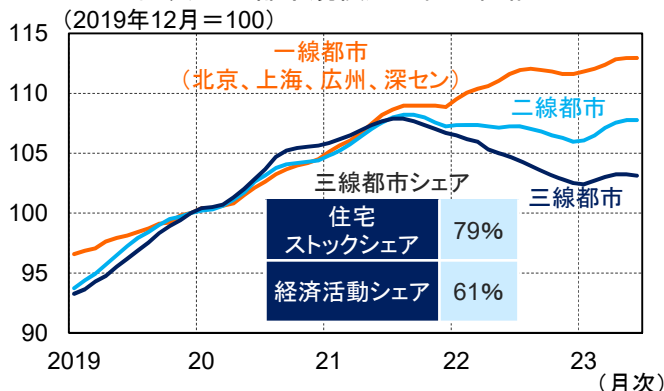
・ **政策の基本方針**
「住宅は住むものであって、投機のためのものではない」

当局の多様な市場調節手段

- ✓ 土地公有制による供給調整
- ✓ 頭金比率操作、金利操作(+貸出に対する窓口指導)
- ✓ 仲介手数料水準の指導
- ✓ 複数購入の制限(在住期間によって制限緩和なども)

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表9-1 都市規模別の住宅価格



(備考) 1. 中国国家統計局、Rogoff, S. Kennethほか(2023)
2. 全国70都市の新築住宅価格

9. 一線都市の価格はコロナ禍で下落せず、省・都市ごとに市場の実態は異なる

ここまで中国の不動産市場全体の構造的な特徴をみてきたが、よりミクロの視点で分析しなければ実態が理解できない面もある。まず都市規模別でみれば、一線都市の住宅価格はコロナ禍で下落していない。二線都市も足元で21年のピークまで持ち直しており、住宅ストックの約8割を占める三線都市の下落が目立つ(図表9-1)。さらに省・都市別では、北京や上海は世界有数の住宅バブルが生じているとされるが、新築住宅の供給が少なく、比較的安価な賃貸や中古市場の活用も広がる。また、例えば黒竜江省は人口の減少率が特に大きく住宅購入も不調である一方、湖南省は人口減の中でも年収倍率が抑えられており、住宅購入は全国平均を大きく上回る(図表9-2)。こうした地域は相応にあり、市況の急速な悪化を和らげているとみられる。

図表8-2 日系現地法人の見方

A社	・ 中小デベロッパーの倒産が加速、国有企業が買取
B社	・ 当局は市場の強力な管理能力有する、軟着陸は可能 ・ 一人っ子政策が終わり、広い家への住み替え需要有
C社	・ 習主席が「経済成長」を口にすることは少なくなっている ・ 政府は投機を許容せず、価格上昇が続く局面は終わる ・ 「共同富裕」は教育、住宅費を抑え出生率を保つ意図
D社	・ 不動産市場が急減速すると景気は立ち行かないので、 政府は市場管理を強め、賃金上昇をじっくり待つ戦略 ・ 地方では省都への人口流入が顕著
E社	・ 北京、上海や20程度ある地方の二線都市は学研金融都市としての機能もあり、若い世代の流入が続く見込み

(備考) 各社へのヒアリングにより日本政策投資銀行作成

図表9-2 省・都市毎の人口、年収倍率、住宅購入面積

	常住人口増加率 (22年、%)	年収倍率 (倍)	住宅購入面積 (22年、㎡/人)
全国	▲0.06	7.3	0.81
北京	▲0.21	14.5	0.34
上海	▲0.53	14.0	0.63
広東	▲0.21	9.4	0.68
重慶	0.04	6.3	1.54*
湖南	▲0.27	4.8	1.26*
黒竜江	▲0.83	6.9	0.39*

(備考) 1. 国家統計局、易居研究院 2. 全国より良(悪)の場合、橙(青)
3. 全国の年収倍率は30省都平均、*は21年実績

10.23年内の市場回復は不透明、中長期的にも住宅需要は弱いと予測される

最後に、足元の市況と中長期的な見通しを確認する。コロナ禍の市況は、「三道紅線」に代表される引き締め策に加え、厳格な活動制限もあって悪化が続き、政府は22年に優良デベロッパーの支援強化に転じた。しかし、22年末のゼロコロナ政策撤廃後の住宅販売は23年初の楽観的な見方に反して息切れしており、足元ではコロナ前や22年の水準を下回る(図表10-1)。住宅価格に3～9ヵ月程度先行する販売面積も前年割れが続いており、23年中の市場回復は不透明となっている(図表10-2)。

また中長期的には、想定より早い人口減が実需を下押しするとみられる。国連は3年ごとに改定する人口推計を、コロナ禍での出生率低下を受けて大幅に下方修正した(図表10-3)。さらに、一軒目の住宅を購入する人のうち4割を占める25～34歳人口の減少ペースは総人口に比べて速く、30年にかけて5千万人近く急減する(図表10-4)。習政権が投機を抑え込む前提に立てば住宅需要は弱く、投資拡大路線の維持は厳しいとみられる。

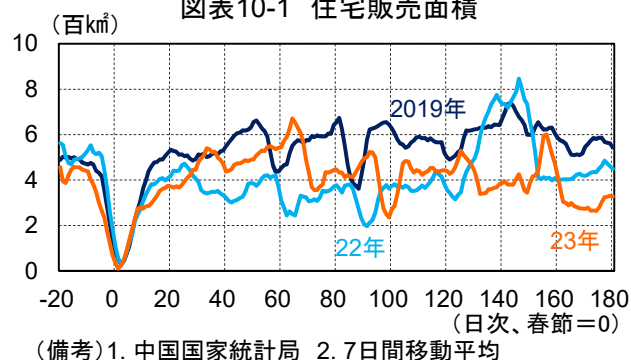
これまでみたように、中国不動産市場には過熱を

生む特有の構造的課題があり、実需が縮小する今後は、こうした課題により真剣に向き合わざるを得ない。ただし、当局の市場調節手段は多様であり、市況が堅調な省・都市も多く残る。過度な悲観論を排し、中国ならではの事情を踏まえて市場動向を追う姿勢がますます求められよう。

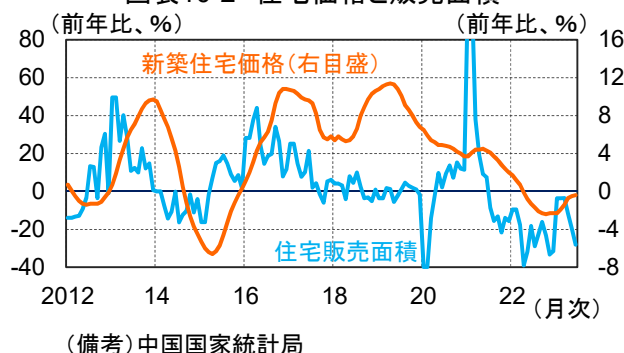
参考文献

- 宋涛(2010)「中国における不動産バブルの形成メカニズム」金沢星稜大学論集 第43巻 第3号
- 三浦有史(2013)「投資効率の低下が続く中国経済」日本総合研究所 Research Focus No.2012-19
- 朱寧(2017)「中国バブルはなぜつぶれないのか」日本経済新聞出版
- 梶谷懐(2018)「中国経済講義」中公新書
- 福本智之(2022)「中国減速の深層「共同富裕」時代のリスクとチャンス」日本経済新聞出版
- Rogoff, S. Kenneth and Yuanchen Yang (2023) “A Tale of Tier 3 Cities,” Harvard University Academic Papers

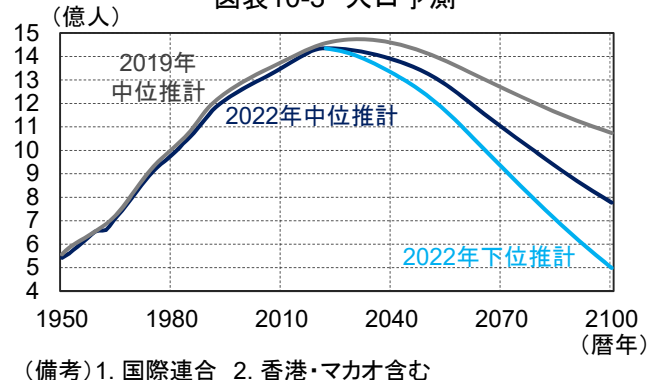
図表10-1 住宅販売面積



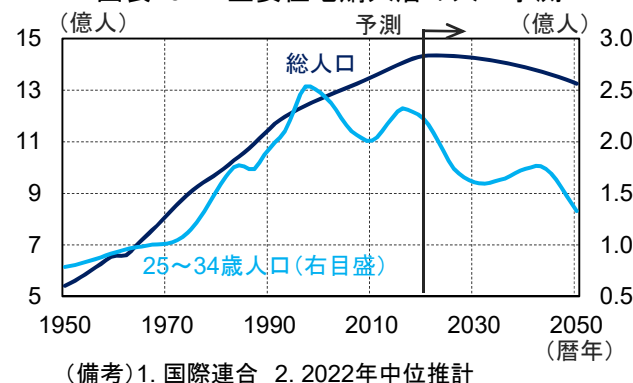
図表10-2 住宅価格と販売面積



図表10-3 人口予測



図表10-4 主要住宅購入層の人口予測



©Development Bank of Japan Inc.2023

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部):report@dbj.jp