

2014年6月19日 全8頁

中国：不動産市場はようになる？

価格下落の長期化回避が鍵。安定最優先で問題を先送りか？

経済調査部

シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 中国の住宅販売に急ブレーキがかかっている。2014年1月～5月の住宅販売金額は前年同期比10.2%減と2013年の前年比26.6%増から一転して減少した。住宅販売面積・金額は、住宅価格に3ヵ月～9ヵ月程度先行する傾向があり、今後、住宅価格がさらに調整することを示唆している。不動産投資の減速や住宅販売の不振は当然のことながら景気の下押し要因である。
- ここもとの住宅販売の不振は、①そもそも大都市の一般世帯にとって住宅が高嶺の花となるなか、1軒目の住宅ローンまでも規制が強化されてしまったこと、②4兆元の景気対策の後遺症で、一部地方都市の住宅在庫が消化不能なほどに膨れ上がってしまったこと、③さらには習近平総書記が主導する綱紀粛正の影響が特に高級物件で色濃く出ていること、などの要因が複雑に絡み合っている。
- 住宅価格が短期的に下落することは想定内としても、中国経済の持続的安定成長、地方政府の財政収入確保と債務返済の要請から、それが長期化するのには避けなければならない。手っ取り早いのは、2009年12月以降の「価格抑制策」と正反対の政策を打ち出すことであるが、それは、投資・投機目的の住宅所有を奨励することに他ならず、住宅市場の健全化とは相容れない政策となってしまう。
- 中期的には、地方政府の安定税収確保のための税制改革が不可欠である。例えば、不動産のストックに広く浅く課税する固定資産税を導入し、これを地方政府の安定財源とする。土地使用権譲渡収入は中央の財源とし、地方政府が財政収入確保や債務返済の必要から土地使用権を高値で譲渡しなければならない、というインセンティブを一旦は断ち切るのである。中央の財源となった土地使用権譲渡収入は、地方への財政移転や保障性住宅の建設などに使われるべきである。世帯年収の4～5倍で購入可能な保障性住宅は、最も実需が大きいセグメントであり、これをしっかりと供給することで社会不満も和らごう。供給構造が実需中心に変われば、息の長い住宅ブームの到来も期待できるようになる。中国政府は、今後3年間で不動産統一登記制度を確立するとしているが、これは本格的な固定遺産税導入の準備の可能性が高く、今後の動向が注目される。

住宅販売が急ブレーキ

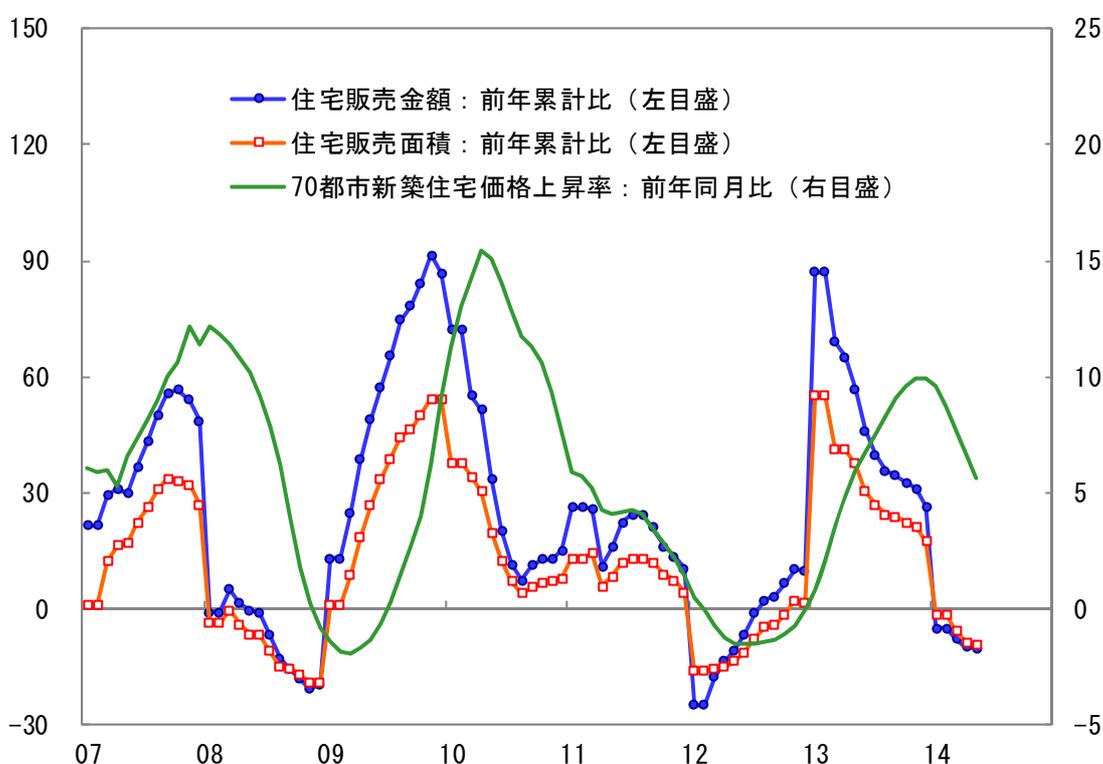
中国の住宅販売に急ブレーキがかかっている。2014年1月～5月の住宅販売面積は前年同期比9.2%減と2013年の前年比17.5%増から一転して減少し、販売金額は同様に2013年の同26.6%増から2014年1月～5月は同10.2%減となった。ともに2014年年初から月を追う毎にマイナス幅が拡大している。

ロイター社が集計する新築住宅価格は、2014年5月は前年同月比5.6%上昇と、2013年12月の同9.9%上昇をピークに鈍化傾向にある。全国70都市のうち、5月の新築住宅価格が前年同月比で下落したのは浙江省温州市のみという状況にも関わらず、マーケットでは早くも多くの都市で住宅価格が下落に転じるのを懸念している。

懸念には理由がある。販売面積や販売金額は、住宅価格に3ヵ月～9ヵ月程度先行する傾向があるためだ。足元で販売面積・金額は落ち込んでいるが底打ちは確認できず、住宅価格がさらに調整することを示唆している。

住宅販売在庫（在庫／月間販売戸数）は、中国では10ヵ月程度が適正とされ、15ヵ月以上になると住宅価格が下落しやすくなるといわれる。現地報道によると、2014年3月末時点で多いところでは山西省運城市42ヵ月分、広東省珠海市40ヵ月分、河北省保定市40ヵ月分、遼寧省

中国の住宅販売面積・金額と70都市新築住宅価格の推移（前年累計比、前年同月比）（単位：％）



（注）1、2月は平均値

（出所）国家統計局、ロイター社より大和総研作成

大連市 38 ヶ月分など、少ないところでも広東省広州市 11 ヶ月分、河北省秦皇島市 12 ヶ月分、北京市 13 ヶ月分、上海市 15 ヶ月分、広東省深圳市 15 ヶ月分などとなっている。北京市、上海市、広州市の三大都市の住宅在庫が比較的抑制されているのは救いである。

既に、一部都市では物件によって大幅な値引きを行うところが出ており、浙江省寧波市、広東省深圳市、重慶市、湖南省長沙市では 3 割引き、天津市は 4 割引きとなったケースが出ていと報道されている。

住宅販売の不振、価格下落で何が起きるのか？

不動産は中国経済の重要なエンジンである。2013 年の不動産開発投資は 8.6 兆元と、名目 GDP の 15.1% を占める（住宅開発投資は 5.9 兆元、名目 GDP 比 10.4%）。不動産開発投資は 2013 年の前年比 19.8% 増から 2014 年 1 月～5 月は前年同期比 14.7% 増へと減速した。このほか、不動産関連産業としては、鉄鋼、セメント、建材、家具・家電、自動車（郊外の住宅を購入する場合、交通手段として自動車を併せて購入するケースが多い）などがあり、裾野も広い。不動産投資の減速や住宅販売の不振は当然のことながら景気の下押し要因である。

また、土地所有権譲渡収入は地方政府の主要な収入源となっている。財政部の「2013 年の中央・地方予算の執行状況および 2014 年の中央・地方予算案についての報告」によると、2013 年の土地所有権譲渡収入が地方政府財政収入に占める割合は 35.3% に達する。これが「土地財政」と呼ばれる所以であり、「土地財政」を維持するための住宅価格上昇の必要性などが、かつての価格高騰の一因であった。

不動産開発投資の伸び率（前年累計比、%）



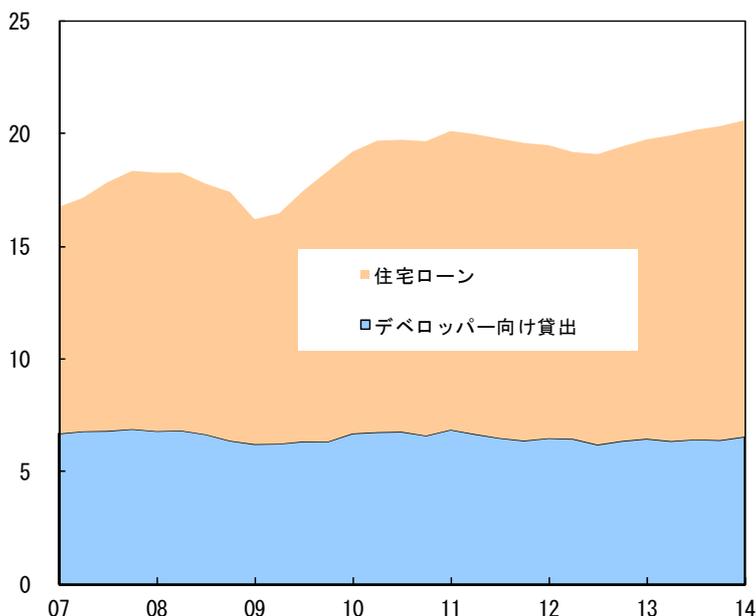
（出所）国家統計局より大和総研作成

同時に、土地権利譲渡収入は地方政府債務の主要な返済原資でもある。2013 年末に日本の会計検査院に相当する中国審計署が発表した「全国政府債務会計検査結果」によると、2012 年末時点で、11 省級政府 (31 省レベル+5 計画単列市¹の 30.6%)、316 市級政府 (全体の 80.8%)、1,396 県級政府 (同 50.3%) は、3.5 兆元の債務返済を土地権利譲渡収入で賄う計画であり、同地域の債務残高 9.4 兆元の 37.2% を占める計算であるという。2013 年のように、土地権利譲渡収入が急増すれば、地方政府債務の返済に問題はない。しかし、住宅販売が不振となり、土地への需要が減退し譲渡収入が減少すれば、一転して債務返済能力の脆弱性が露呈するリスクを内包している。

例えば、浙江省寧波市の 2012 年末の政府債務残高は 1,456 億元であり、その 6 割に相当する 875 億元を土地権利譲渡収入で返済する計画であった。2014 年の政府債務返済額は 468 億元、その 6 割を土地権利譲渡収入で返済するとの仮定では 281 億元である。一方、同市の 2014 年 1 月～3 月の土地権利譲渡収入は前年同期比 45.3% 減の 68.4 億元にとどまる。単純に 4 倍すると 273.6 億元であり、その全てを債務返済につぎ込めば何とか返済はできるが、少なくとも昨年のような余裕はない。

さらに、住宅販売の不振が続けば、銀行の不良債権の増加が懸念される。2014 年 3 月末時点のデベロッパー向け貸出残高は全体の 6.5% にとどまるが、潜在的な不良債権化リスクは高い。住宅が売れなければデベロッパーの資金繰りは悪化し、銀行貸出の焦げ付き懸念が強まる。一

不動産貸出残高の貸出残高に対するウェイト (単位: %)



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

¹ 計画単列市とは、行政上は省政府の管轄だが、経済的には中央政府の直接管轄となる市。広東省深圳市、浙江省寧波市、山東省青島市、遼寧省大連市、福建省廈門市の 5 都市。

方で、貸出残高の 14.0%を占める住宅ローンの不良債権化リスクは相対的に低い。住宅ローンの頭金比率は、1軒目は3割以上、2軒目は6割～7割以上とされ、銀行は当該住宅に担保設定をして貸し出す。このため住宅価格が3割（1軒目の場合。2軒目の場合は6割～7割）以上下落し、かつ借入者が支払い不能となった場合に、住宅ローンが不良債権化することになる。

以上のように、中国経済、あるいは地方政府にとって、住宅価格の下落はリスク要因となる。このため、住宅価格が高騰するなかで打ち出される価格抑制策も価格が下落しないように細心の注意が払われる。例えば、2013年3月に発表された「国5条」と呼ばれる国务院弁公庁による住宅価格抑制策では、各都市に新築住宅価格の「抑制」目標を設定することを求め、ほとんどの都市が都市住民一人当たり可処分所得の実質伸び率を下回ることを目標に掲げた。着地点は緩やかな「上昇」なのである。2014年1月～3月の都市住民一人当たり実質可処分所得は、前年同期比7.2%増であり、4月、5月の新築住宅価格はこの伸びを下回っている。全国平均では新築住宅の価格抑制目標が達成できたことになるのだが、それは皮肉にもプラスに評価されず、むしろ将来的な価格「下落」への懸念が台頭しているのは既述の通りである。

国务院弁公庁による住宅価格抑制策（国5条細則） 2013年3月

①主要35都市は、住宅価格を基本的に安定させるため、保障性住宅を除く新築商品住宅価格の抑制目標を設定し、2013年3月末までに公表する。住宅価格安定に対する地方政府の問責制度を整備する。
②投機的な住宅購入を厳格に抑制する。商品住宅の購入制限措置を引き続き厳格に実行する。1軒以上の住宅を保有する当該都市戸籍以外の世帯、当該都市における一定年限の納税証明または社会保険料納付証明を継続して提出できない当該都市戸籍以外の世帯については、当該都市での住宅の販売を一時的に停止する。
③差別化した住宅ローン政策を引き続き厳格に実行する。銀行は1軒目の住宅購入の際の頭金比率や貸出金利の（優遇）政策をきちんと遂行し、2軒目以上の住宅購入に対する貸出（抑制）政策を厳格に執行する。特に住宅価格の上昇が急激な都市については、人民銀行の現地出先機関が、当該都市の住宅価格抑制目標と政策に基づき、2軒目の住宅の頭金比率と住宅ローン金利をさらに高めることを可能とする。
④住宅を売却するときに徴収する個人所得税については、租税徴収・家屋の登記など過去の記録や情報によって住宅の取得価格が確認できた場合、譲渡所得（譲渡益）の20%を個人所得税として徴収する。（上海市と重慶市でテスト導入されている）不動産税の導入都市を拡大する。
⑤2013年の住宅用地供給面積は、過去5年間の平均を下回ってはならない。住宅の供給が少なく、価格上昇圧力が比較的大きい都市と、過去2年間の住宅用地供給計画の達成率が低い都市は、住宅用地供給面積を増やし、土地供給全体に対する住宅用地の割合を引き上げる。各都市は3月末までに住宅用地供給計画を発表し、土地市場の期待を安定させる。
⑥中小型の一般商品住宅の建設を重視し、中小型住宅の供給戸数を全体の70%以上とする。
⑦各都市は個人の住宅情報システムの建設を推進し、各都市については2015年末までにオンライン化を進めるなど、不動産市場の管理を強化する。

（注）上記④はこれまで制度としては存在していたが、取得価格が不明な場合は、売却金額の1%～3%の所得税納税で良いとされ、ほとんどが1%納税となっていた

（出所）国务院弁公庁の通知より大和総研作成

住宅販売不振の要因と問題先送り策

ここもとの住宅販売の不振は、①そもそも大都市の一般世帯にとって住宅が高嶺の花²となるなか、1軒目の住宅ローンまでも規制が強化されてしまったこと、②4兆元の景気対策の後遺症で、一部地方都市の住宅在庫が消化不能なほどに膨れ上がってしまったこと、③さらには習近平総書記が主導する綱紀粛正の影響が特に高級物件で色濃く出ていること、などの要因が複雑に絡み合っている。

その処方箋として、従来のように需要刺激策を打ち出せば事は足りるのか？需要が旺盛な大都市はそうかもしれない。1軒目の住宅購入は実需とみなされ、本来なら銀行は積極的に住宅ローンを供与（貸出基準金利の0.85倍の優遇金利の付与が可能）するとされていたが、調達コストの上昇に直面した銀行が、優遇金利の存在などにより大きな利鞘が期待できない住宅ローンの提供を絞り込んだり、ローン審査の長期化や金利引き上げの動きが広がっていた。実需までもが抑制されたのである。このため、中国人民銀行は、2014年5月12日に商業銀行に対して、家計の1軒目の一般住宅購入の際の住宅ローン審査を迅速に行い、優先的に供与する旨の窓口指導を行った。少なくとも実需のテコ入れは始まろうとしている。

しかし、2008年11月以降の4兆元の景気対策により、実需云々では到底消化できない大量の在庫を抱えた地方都市はどうすれば良いのか？当時、需要の多くない地方都市でも空前の住宅建設ブームが巻き起こり、例えば内モンゴル自治区のオールドスに象徴される鬼城（ゴーストタウン）が誕生したことは記憶に新しい。この結果、需要が旺盛で供給が相対的に不足する一部大都市と、需要が低調で供給が過剰な一部地方都市が同時に存在する、住宅市場の「二極化」現象が先鋭化した。

例えば、北京市や上海市といった大都市（1級都市）の多くは、経済産業が発展し、増加する都市人口に対して十分な就業・投資機会を与えることが可能で、持続的な収入増加に裏付けされた旺盛な住宅需要が存在している。過去に行きすぎた住宅開発はなされず、供給が一時的に過剰となっても「値下げ」をすれば需要がでてくる。こうした都市の問題は小さい。

一方で、3級、4級の地方都市は、人口、経済などファンダメンタルズが弱く、市場潜在力が相対的に小さい。これら地方都市のうち、4兆元の景気対策で需要を顧みない住宅建設を行ったところは、深刻な供給過剰に陥り、「孫の代でも在庫は消化されない」と揶揄されている。こうした一部地方都市の状況は極めて厳しいだろう。

住宅販売不振問題をさらに複雑にしているのは、習近平総書記が主導する綱紀粛正の影響である。足元の住宅販売不振には、特権階級による資産運用としての不動産「入手」（購入に限らない）が、綱紀粛正の余波で冷え込んでいる、という問題も背景にある。

5月上旬に訪問した広東省では、広州市の共産党組織や政府機関に属する人々に対して、住宅

²公式統計でみる限り、90㎡の平均的な価格の住宅の世帯年収倍率は2013年で6.8倍と、世界的に適正水準とされる4倍～6倍を大幅に上回っているわけではない。ただし、一部大都市は別であり、北京市は15.3倍（ピークは2010年の19.0倍）、上海市は11.3倍（同13.5倍）に達している。

を何軒所有しているかなどに関する自己申告制度が導入され、その締め切りが間近に迫り、多くの人が頭を抱えているとの話を聞いた。正直に複数と答えれば、その出所が問われるし、虚偽報告が暴かれれば免職の憂き目にあう。この自己申告は広州市に限った話ではあるまい。

綱紀肅正の対象は実需とは全くの別モノであり、共産党・政府幹部の不動産保有に関する綱紀肅正がどこまで強化されるのかは予断を許さない。単なる自己申告で済むのか、それとも出所を含めた徹底的な調査が行われ大量の処分者がでるのか、によって高級物件の需要は大きな影響を受ける。

これは非常に重要な問題で、格差是正や共産党の求心力維持のためにも、習政権は綱紀肅正し、襟を正していることを人民に見せないといけない。しかし、やりすぎると不動産市場を凍らせてしまう。「安定」を最重視する習近平政権に、不動産市場を凍らせてまで綱紀肅正を進めるインセンティブはなく、恐らく一罰百戒的な摘発が行われるにとどまろう。

地方政府債務問題やシャドーバンキング問題と同様、住宅問題についても問題の「先送り」が選択されようとしているのである。

今後の住宅市場改革の方向性は？

それでは、今後の住宅政策はどのような展開が想定されるのだろうか？住宅価格が短期的に下落することは想定内としても、中国経済の持続的安定成長、地方政府の財政収入確保と債務返済の要請から、それが長期化するのには避けなければならない。手っ取り早いのは、2009年12月以降の「価格抑制策」と正反対の政策を打ち出すことである。これまでの価格抑制策を列挙すれば、以下の通りであった。

【2010年4月】不動産価格が高すぎ、上昇ピッチが速く、住宅供給が不足する地域では、居住者の3軒目以降の住宅ローンの提供を暫定的に停止し、非居住者には全ての住宅ローンの提供を暫定的に停止する。

【2010年9月】上記の地域限定を外して全国展開した上で、居住者について、個人単位ではなく、世帯単位で暫定的に3軒目以降の住宅ローンの提供を停止する。

【2011年1月】富裕層の中には、住宅を現金で購入する者も多く、住宅ローン規制では投資・投機抑制は難しいとの判断から、2010年10月以降、住宅購入そのものを制限する都市が相次ぎ、2011年1月にそれが政策として明確になった。具体的には、①既に住宅を1軒所有している当該地域戸籍を有する世帯は、新規購入できるのは世帯で1軒までとする（2軒以上所有している場合は、新規購入不可）、②当該地域戸籍保有者ではないが、当該地域で1年以上の納税・社会保険料納付実績があり、住宅を所有していない世帯は、新規購入できるのは世帯で1軒までとする（1軒以上所有している場合は新規購入不可）、③非居住者の新規購入は認めない、などである。

【2013年3月】5ページの図表を参照。

しかし、上記と正反対の政策とは、投資・投機目的の住宅所有を奨励することに他ならず、住宅市場の健全化とは相容れない政策となってしまふ。

では、どうすれば良いのか？中期的には、地方政府の安定税収確保のための税制改革が不可欠である。不動産のストックに広く浅く課税する不動産税（固定資産税）を導入し、これを地方政府の安定財源とする。土地権利譲渡収入は中央の財源とし、地方政府が財政収入確保や債務返済の必要から土地権利を高値で譲渡しなければならない、というインセンティブを一旦は断ち切るのである。中央の財源となった土地権利譲渡収入は、地方への財政移転や保障性住宅の建設などに使われるべきである。世帯年収の4~5倍で購入可能な保障性住宅は、最も実需が大きいセグメントであり、これをしっかりと供給することで社会不満も和らごう。供給構造が実需中心に変われば、息の長い住宅ブームの到来も期待できるようになる。中国政府は、今後3年間で不動産統一登記制度を確立するとしているが、これは本格的な固定遺産税導入の準備の可能性が高く、今後の動向が注目される。

以上