

2014年8月20日 全6頁

中国不動産市場、短期調整?それとも長期化?

現地取材を中心に

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 2014年7月の新築住宅価格は前年同月比2.5%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。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り、今後、住宅価格はさらに調整し、前年比で下落に転ずる可能性は極めて高くなっている。
- 今後の調整が従来のように短期で終了するのか、長期化するのかについては、現地専門家の見方は二分している。結局のところ需要が旺盛で在庫がさほど積み上がっていない大都市の価格調整は短期で終了し、そうでないところは調整が長期化するため、住宅市場は二極化に向かおう。
- 住宅市場の調整期間に対する見方は二分しているが、地方政府の財政収入が土地使用権譲渡収入に過度に依存した「土地財政」は持続不可能であり、抜本的な税制改革が必要不可欠であるとの見方は共通している。
- 大和総研は、「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。その一方で、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。その上で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い、保障性住宅をしっかりと供給することで社会不満を和らげる」ことが肝要と主張してきた。2014年8月15日には、国务院法制弁公室が「不動産登記暫定条例(意見聴取版)」を発表し、9月15日までパブリックコメントを受け付けるとしている。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おり、不動産税導入のための準備が本格化しつつある。

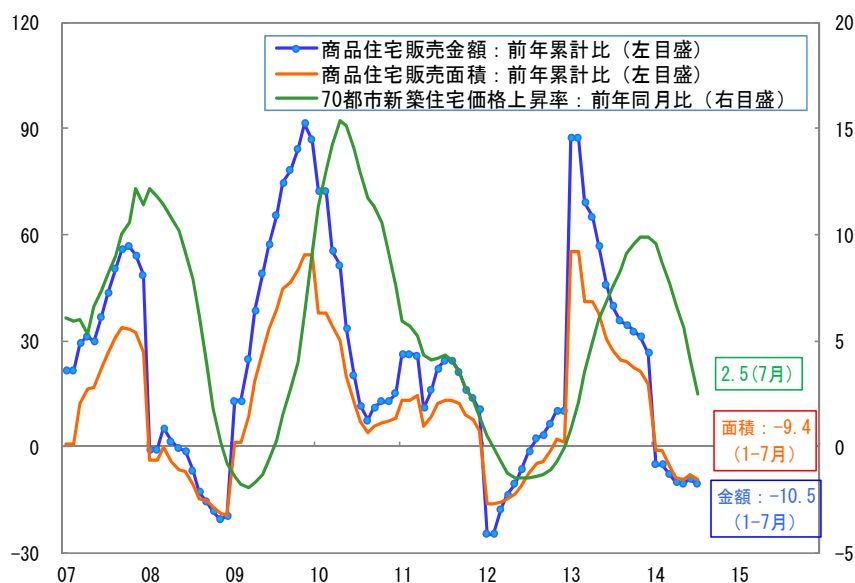
住宅販売の不振とその背景

2014年に入って中国の住宅市場は調整を余儀なくされている。2014年1月～7月の住宅販売面積は前年同期比9.4%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～7月は同10.5%減となった。1月～6月はマイナス幅が縮小したが、1月～7月には再び拡大し、販売面積・金額ともに年初来で最大のマイナス幅となった。

ロイター社が集計する新築住宅価格は、2014年7月は前年同月比2.5%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。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、住宅価格はさらに調整し、前年比で下落に転ずる可能性は極めて高くなっている。

現地取材によると、調整の背景は、①不動産向け貸出の不良債権化を懸念した金融当局が、2013年年末から2014年春にかけて、同貸出抑制を目的に厳しい窓口指導を実施したこと。多くの商業銀行は1軒目の住宅購入の際の頭金比率を3割から5割に引き上げ、審査も厳格化した、②習近平総書記が主導する綱紀粛正・反腐敗運動の強化により、権力者が所有する物件を大量に売却したこと（5月に訪問した広東省でも同様の指摘があった）。政府が3年以内の完成を目指す不動産統一登記制度は、不動産税（日本の固定資産税に相当）の導入準備であると同時に、反腐敗運動を強化することが目的の一つとされる、③不動産市場の先行きに対する見通しが変化したこと。春先から人民元安が進展したこともあり、人民元投資商品としての価値が減価した。メディアも住宅市場の変調を大きく取り上げ、先行きに悲観的な見方が広がった、などと総括されている。

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) 販売面積・金額の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

上記①について、大和総研は、マージン低下に直面する銀行の合理的な行動の面も大きいとみている。まず、銀行の調達金利が上昇している。預金金利は、当座で年 0.35%、1 年物定期預金の上限は 3.3%（基準金利は 3.0%、上限はその 1.1 倍）であるが、一部預金がより高利回りで利便性の高いネット MMF 等に流出している。例えば、ネット販売最大手アリババの決済口座余剰資金運用サービスの「余額宝」は、天弘基金の MMF「増利宝」で運用され、2014 年 7 月末の 7 日物は年 4.174%である。管理費・販売手数料など（0.63%）を除いても年 3.544%と、当座預金はいうまでもなく 1 年物定期預金金利と比較しても高利回りである。「増利宝」は 2013 年 5 月末にローンチされ、僅か 1 年強の 2014 年 6 月末時点で残高は 5,741.6 億元（約 9,474 億円）に達した。この間の銀行預金全体の純増額の 4.5%、個人預金の純増額の 10.5%を占めるなどインパクトは決して小さくはない。銀行は協議預金の形で、ネット MMF から一部資金を調達しており、調達コストは増大している。こうしたなかで実需とみなされる、世帯で 1 軒目の住宅ローンに優遇金利（最優遇金利は基準金利×0.85 倍。1 年物でいえば $6\% \times 0.85 = 5.1\%$ ）を付与すれば、預貸スプレッドは一段と縮小することになる。これが、銀行が住宅ローンを出し渋る大きな要因となっているのである。

中国人民銀行は、2014 年 5 月 12 日に商業銀行に対して、世帯の 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、状況に応じて優遇金利を付与する旨の窓口指導を行ったが、このような状況では銀行に貸出増加のインセンティブは働かない。行政指導で住宅ローンの提供を増やし、優遇金利を付与することを強ければ、銀行のマージンは一段と低下しよう。

今後の見通しは二分

今後の調整が従来のように短期で終了するのか、長期化するのかについて、北京で複数の専門家にヒアリングしたところ、見通しは二つに分かれた。

調整が長期化するとみる識者は、生産年齢人口が既にピークを迎えたことや、住宅の供給過剰問題に注目する。

中国の生産年齢人口¹は 2011 年をピークに減少に転じた。人口動態からみれば、日本の 1990 年当時が中国の 2010 年に相当し、今後、中国でも株価低迷や経済成長率の低下、不動産市場の調整が想定されるとの指摘があった。

住宅の供給過剰問題については、2008 年 11 月に発動された 4 兆元の景気対策の一環で、地方都市が需要を無視した大規模な不動産開発を行い、ここもとの販売不振により、住宅在庫が大きく膨張している。中国の住宅販売在庫は 10 ヶ月程度が適正水準とされるが、地方都市では、30 ヶ月程度の在庫を抱えるところも少なくない²。住宅の供給がゼロでも在庫が適正水準に戻る

¹ 生産年齢人口は、一般的には 15 歳～64 歳であるが、中国は男性の年金受給年齢が 60 歳以降であるため、国家統計局は 15 歳～59 歳を生産年齢人口としている。

² 上海易居不動産研究院の調査によれば、2014 年 7 月時点で住宅在庫が最大なのは、浙江省温州市の 48.6 ヶ月分。

のに 2 年程度は必要となる計算である。過剰在庫を抱えた地方都市の住宅価格が下落するのは必然であり、地方財政収入の多くを土地使用権譲渡収入に依存する「土地財政³」や、譲渡収入を地方政府債務の主要な返済原資としている地方は苦境に立たされることになる。

それでも問題の先送りは可能である。現地取材によれば、(1) 地方政府は、地方政府融資平台（中国版第三セクター）を通じて、土地を担保に銀行に貸出をさせることが可能である。銀行にしてみれば、民間企業に貸し出すよりも地方政府融資平台に貸し出す方が、不良債権化した場合に中央政府による救済が期待できることになる。また、市や県など下位の地方政府がデフォルトに陥りそうになれば、より上位の省級政府が救済することになる。中国では地方政府を背景とする債務はロールオーバーによる問題の先送りができてしまう、(2) 信託会社の信託商品の残高は 12.5 兆元、うち不良債権化が懸念されるのは 5,000 億元程度であるが、地方政府や銀行・証券会社の傘下にある信託会社の信託商品は、政府や親会社が返済を肩代わりするため、デフォルトは回避され、さらには地方政府融資平台が担保を提供することで、ロールオーバーが可能、とのことであった。要は、モラルハザードの増大に目をつぶってでも社会・経済（金融）の安定が最優先されるのである。

一方、今回の調整も前回（2012 年）、前々回（2008 年）と同様に比較的短期間で収束するとみる向きは、住宅購入層の人口変化や都市化の進展に注目する。

中国ではマイホームの購入年齢は平均 31 歳である。ずいぶん若いと感じるかもしれない。住宅ローンの頭金比率は 4 割～5 割と高いが、その頭金は親から出してもらえるケースも多いのだという。国連の統計によると、中国の 30 歳～34 歳人口は、2010 年から 2015 年の 5 年間で 11.1% 増加し、さらに 2015 年から 2020 年では 26.8% 増加する。これがピークとなり、その後の 5 年間では 19.5% の減少となる（次頁表を参照）。つまり住宅需要が最も強い年齢層は 2020 年前後までは増え続け、ここまですべてを住宅販売の黄金期とみる向きも多い。

都市化について、中国政府は 2013 年で 53.7% だった都市化率⁴を 2020 年までに 60.0% に引き上げる計画である。都市人口は 2013 年の 7 億 3,111.5 万人（2013 年末の人口 13 億 6,072 万人 × 53.73%）から 2020 年の 8 億 5,972.1 万人（2020 年末の国連推計人口 14 億 3,286.8 万人 × 60.00%）へと 7 年間で 1 億 2,860.6 万人、年間では 1,837.2 万人増加する計算である。世帯人数を 3 人とすれば、毎年 612.4 万戸の新規住宅需要が発生することになる。

都市化の過程では、設計・金融・法律関連など高所得者層も増える一方、農村から都市への移転人口の多くは低所得者層であり、住宅購入のハードルは極めて高い。低所得者層向けに保障性住宅が建設されているが、分譲ではなく、賃貸物件の供給を増やすべきとの指摘があった。①政府が保障性住宅を買い取り、賃貸物件を提供する、②低所得者層の賃貸に補助金を支給する、ことも一考に値しよう。

³ 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 年の土地使用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。

⁴ 全人口に占める、都市に 6 ヶ月以上居住している人口の割合。

中国の年齢グループ別人口の推移（単位：万人）

	0-14	15-19	20-24	25-29	30-34	35-39	40-44	45-49	50-54	55-59	60-	総人口
1950	18,648	5,173	4,533	3,991	3,917	3,537	3,183	2,876	2,339	2,107	4,074	54,378
1955	22,743	5,286	5,016	4,393	3,875	3,768	3,325	2,913	2,585	2,036	4,159	60,100
1960	25,825	5,391	5,145	4,875	4,276	3,746	3,568	3,076	2,644	2,271	4,251	65,068
1965	29,268	6,639	5,211	4,960	4,713	4,104	3,525	3,273	2,761	2,293	4,408	71,155
1970	32,797	9,028	6,563	5,120	4,868	4,631	4,013	3,430	3,142	2,573	5,273	81,438
1975	36,142	8,710	8,949	6,491	5,058	4,800	4,548	3,915	3,307	2,971	6,468	91,357
1980	34,834	10,794	8,649	8,874	6,429	4,998	4,725	4,449	3,786	3,139	7,725	98,402
1985	32,870	12,588	10,727	8,583	8,799	6,362	4,927	4,629	4,312	3,605	8,828	106,230
1990	34,146	12,198	12,516	10,650	8,514	8,714	6,279	4,834	4,496	4,119	10,076	116,543
1995	35,275	9,650	12,121	12,420	10,562	8,432	8,605	6,166	4,704	4,306	11,512	123,753
2000	32,773	10,695	9,592	12,035	12,327	10,471	8,335	8,462	6,012	4,517	12,822	128,043
2005	27,033	13,474	10,603	9,494	11,925	12,217	10,358	8,211	8,288	5,821	14,395	131,818
2010	24,671	10,837	13,387	10,515	9,414	11,833	12,104	10,222	8,058	8,047	16,894	135,982
2015	25,461	8,260	10,783	13,321	10,462	9,363	11,752	11,976	10,050	7,830	20,901	140,159
2020	26,122	7,782	8,215	10,728	13,263	10,411	9,303	11,639	11,792	9,789	24,243	143,287
2025	25,122	8,489	7,739	8,169	10,681	13,209	10,352	9,221	11,475	11,507	28,935	144,898
2030	23,064	9,059	8,447	7,697	8,131	10,638	13,143	10,269	9,101	11,219	34,561	145,330
2035	21,525	8,454	9,018	8,405	7,662	8,098	10,589	13,050	10,147	8,912	38,999	144,859
2040	20,933	7,501	8,415	8,977	8,371	7,632	8,061	10,519	12,909	9,953	40,278	143,550
2045	20,730	7,012	7,465	8,377	8,944	8,342	7,600	8,012	10,414	12,681	41,831	141,409
2050	20,419	6,922	6,977	7,430	8,347	8,916	8,311	7,557	7,938	10,245	45,436	138,498

（注1）2010年までは実績、2015年以降は国連による予測

（注2）シャドウは各年における生産年齢人口（15歳～59歳）で最も人口が多い年齢グループであることを示す

（出所）United Nations「World Population Prospects: The 2012 Revision」より大和総研作成

現実には、上記の在庫の調整具合と住宅購入層（需要）の増加、そして需要に即した供給、さらには政策動向などが複雑に絡み合っていくのだろう。住宅在庫について、2014年7月の北京市、上海市、広州市、深圳市の平均在庫は16.4ヵ月分と、さほど長期間の在庫調整は必要とされていないことは、安心材料のひとつである

中国政府系シンクタンクの研究員は、住宅購入層の増加について、人口集中が進む大都市とその周辺で顕著となる一方、地方都市については、長期的に人口は減少に向かう可能性があるとしている。こうした人口の変化を勘案してより綿密な住宅供給計画を策定する必要があるだろう。

政策動向に関連して、住宅価格抑制策の一環として46都市が住宅購入制限を実施したが、このうち既に36都市が、購入制限を取り止めている⁵。ただし、価格が下向きの時には様子見が広がるため、即効性はあるまい。

結局のところ需要が旺盛で在庫水準がさほど積み上がっていない大都市の価格調整は短期間で終了し、そうでないところは調整が長期化するため、住宅市場は二極化に向かおう。より長期的に、大都市（圏）の人口集約と地方都市の人口減少が進めば、この傾向は固定化される可能性が高い。

⁵ 北京市、上海市、広州市（と深圳市）の三大都市（圏）では住宅購入制限を取り止める動きは見られない。

税制改革の必要性とその方向性

住宅市場の調整期間に対する見方は二分しているが、地方政府の財政収入が土地権利譲渡収入に過度に依存した「土地財政」は持続不可能であり、抜本的な税制改革が必要不可欠であるとの見方は共通している。

1994年以降の分税制の導入により、中央と地方は、ほぼ6対4の割合で税収を分け合うようになったが、増値税（付加価値税）は、中央75%、地方25%、営業税は地方100%とされた。現在推進されているサービス業の「営改増」（営業税から増値税へ）改革により、企業の税負担は軽減されたが、それは同時に、地方の取り分がさらに減少することを意味している（営業税は100%地方⇒増値税では地方の取り分は25%）。地方の交通、医療、教育などは地方が負担しているにも関わらずである。現状のままでは、地方の財政収入は土地権利譲渡収入への依存度を一段と高めざるを得ないといえ、今後の税制改革では、中央と地方の分配をどうするかが鍵となる。

さらに、不動産に関連する税制改革では、「取引（契約）」から「所有」への課税が重要である。これまでの土地財政を支えた土地権利譲渡収入は有限であり、早晚立ち行かなくなる。従来は住宅の売買に課税してきたが、今後は日本の固定資産税のように住宅のストックに対して広く浅く課税する不動産税の全国的な導入が不可欠であり、それを地方の財源とすべきであるとの声が聞かれた。

大和総研は、「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。その一方で、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。その上で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い、保障性住宅をしっかりと供給することで社会不満を和らげる」ことが肝要と主張してきた。2014年8月15日には、国務院法制弁公室が「不動産登記暫定条例（意見聴取版）」を発表し、9月15日までパブリックコメントを受け付けてとしている。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おり、不動産税導入のための準備が本格化しつつある。

2011年1月以降、上海市と重慶市でテスト導入されている不動産税は、豪邸購入者への贅沢税というべきものである。例えば、上海市の場合、①居住者の場合、新規購入かつ各世帯で既存保有住宅と合わせて2軒目以上の住宅が対象。非居住者は1軒目の新規購入から課税、②取引価格の7割が課税対象で、1㎡当たりの住宅価格が上海市の前年の平均価格の2倍以内は税率0.4%、2倍超は税率0.6%、③各世帯が保有する全ての住宅面積の合計が一人当たり60㎡までは固定資産税を免除（60㎡を超えた部分が課税対象）、と課税ベースは極めて限定的となっている。今後全国展開が期待される不動産税は、これでは意味がないのは明白であろう。

以上