

2014年11月21日 全8頁

中国：懸案の住宅市場に底入れの兆し

中国経済見通しレポート

経済調査部

シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 固定資産投資は一段と減速している。ただし、2014年に入り住宅販売が不振となるなか、不動産開発投資が大きく減速するのは自然である。鉄鋼やセメントなど重化学工業を中心に設備過剰感が高まっており、こうした分野の投資を厳選すること（さらには汚染物質排出量の多い老朽化設備の淘汰を行うこと）は好ましい。固定資産投資の減速は政策効果発現の面があり、投資全体を浮揚させる本格的な景気「刺激策」が実施される可能性は極めて低い。今後も想定されるのは、農業、インフラ、産業構造の高度化を促す戦略的新興産業など分野を絞った景気「下支え策」なものである。
- 景気が大きく下振れするリスクが高まるとすれば、不動産（住宅）販売の低迷が続き、価格下落が大幅かつ長期化する場合である。中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会が2014年9月末に住宅市場のテコ入れ策を発表したのは、中央政府が住宅市場をサポートする姿勢を明確にすることで、急速な悪化を食い止め、景気が大きく下振れするリスクが高まるのを回避するのが目的である。
- 70都市新築住宅価格の前年同月比は、2014年9月に-1.3%と下落に転じ、10月には-2.6%とマイナス幅を広げた。一方で、前月比は8月の-1.1%をボトムに10月は-0.8%とマイナス幅が若干縮小している。住宅販売金額の単月のデータを作成すると、7月の前年同月比-17.9%を底に10月は同-3.1%へとマイナス幅が縮小。在庫調整も進展し始めている。こうした動きを以て愁眉を開くのは尚早であろうが、9月末の住宅市場テコ入れ策の発表によってセンチメント改善には成功したのかもしれない。
- 住宅市場が大崩れしなければ、景気が大きく下振れするリスクは限定的であり、緩やかな景気減速が続くとみている。大和総研では2014年の実質GDP成長率は7.3%、2015年は7.0%と想定している。

小売売上は底堅い一方、固定資産投資は一段の減速

2014年10月の実質小売売上は、前年同月比10.8%増と伸び率は9月と同じであった。1月以降は同10.5%増～同10.9%増の狭い範囲で推移し、底堅い動きとなっている（旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月～2月は平均値）。

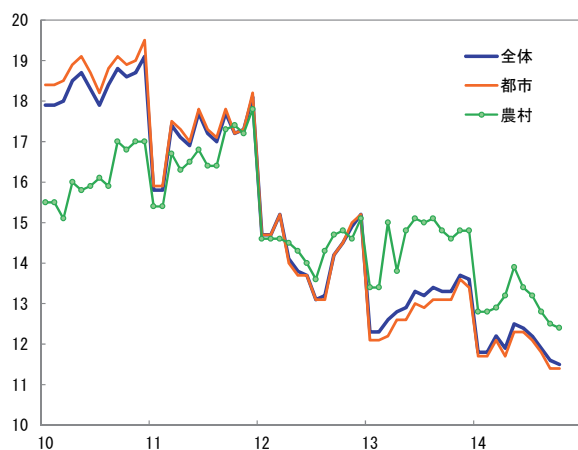
データの制約の関係で都市と農村の名目小売売上の伸びをみると、10月は都市が同11.4%増、農村が同12.4%増と、農村が都市を1%ポイント上回っている。農村の伸びが都市を上回る状況は2013年以降明確になっている。

その要因のひとつは、2010年以降、農村一人当たり純収入の伸びが、都市一人当たり可処分所得の伸びを上回るようになり、その効果が徐々に発現したことである。地方政府が決定する都市最低賃金は大幅引き上げが続き、都市でも低所得層の所得増加率が高所得層より高くなる現象が起きている。しかし、都市最低賃金は、2億人を超える農村からの出稼ぎ労働者に適用されるケースが多く、その大幅引き上げの効果は、出稼ぎ収入の急増を通じて農民収入の増加により大きく現れている。

さらに、ネット販売の隆盛が、店舗アクセスに制約のある農村での消費の利便性を高め、消費の掘り起こしに一役買っていることもある。

ただし、農村消費の底上げは着実に進んでいるが、農村の売上規模は都市の15%強にすぎず、農村消費に全体を大きく押し上げる力はない。

図表1 都市小売売上と農村小売売上の名目伸び率の推移（単位：％）



（注）旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値
（出所）国家統計局より大和総研作成

図表2 都市と農村の所得と名目・実質伸び率、所得格差（単位：元、％、倍）

	都市一人 当たり 可処分所得	名目 伸び率	実質 伸び率	農村一人 当たり 純収入	名目 伸び率	実質 伸び率	都市・農村 所得格差
	元	%	%	元	%	%	倍
2000年	6,280	7.3	6.4	2,253	1.9	2.1	2.79
2001年	6,860	9.2	8.5	2,366	5.0	4.2	2.90
2002年	7,703	12.3	13.4	2,476	4.6	4.8	3.11
2003年	8,472	10.0	9.0	2,622	5.9	4.3	3.23
2004年	9,422	11.2	7.7	2,936	12.0	6.8	3.21
2005年	10,493	11.4	9.6	3,255	10.8	6.2	3.22
2006年	11,760	12.1	10.4	3,587	10.2	7.4	3.28
2007年	13,786	17.2	12.2	4,140	15.4	9.5	3.33
2008年	15,781	14.5	8.4	4,761	15.0	8.0	3.31
2009年	17,175	8.8	9.8	5,153	8.2	8.5	3.33
2010年	19,109	11.3	7.8	5,919	14.9	10.9	3.23
2011年	21,810	14.1	8.4	6,977	17.9	11.4	3.13
2012年	24,565	12.6	9.6	7,917	13.5	10.7	3.10
2013年	26,955	9.7	7.0	8,896	12.4	9.3	3.03
2014年1-9月	22,044	9.3	6.9	8,527	11.8	9.7	2.59

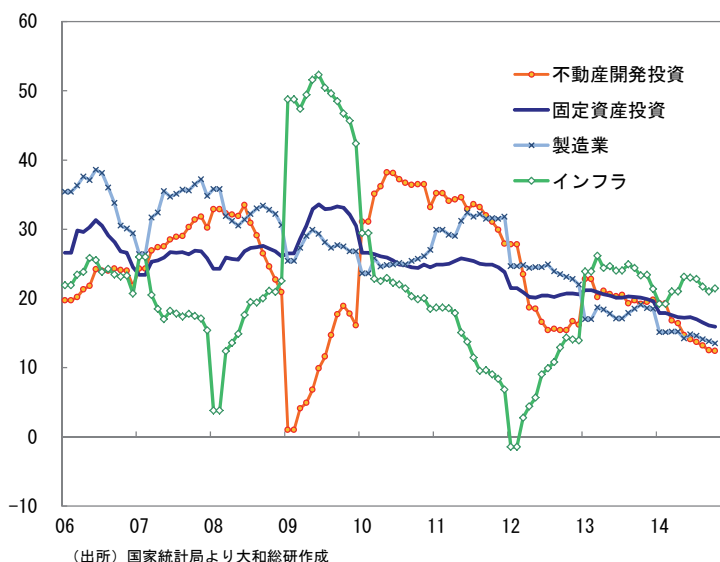
（注）都市・農村所得格差について、2014年1月～9月は2.59倍となっているが、都市一人当たり可処分所得はボーナス支給の影響で10月～12月に金額が大きくなるため、年間のデータで比較する必要がある

（出所）国家統計局より大和総研作成

2014年1月～10月の固定資産投資は前年同期比15.9%増と、鈍化傾向が続いている。2013年の前年比19.6%増と比較すると減速感は大い。内訳をみると、インフラ投資は2013年の同21.4%増⇒2014年1月～10月は同21.5%増と増勢を維持しているが、不動産開発投資は同19.8%増⇒同12.4%増、製造業投資は同18.5%増⇒同13.5%増と伸びが大きく鈍化した。

ただし、2014年に入り住宅販売が不振となるなか、不動産開発投資が大きく減速するのは自然である。鉄鋼やセメントなど重化学工業を中心に設備過剰感が高まっており、こうした分野の投資を厳選すること（さらには汚染物質排出量の多い老朽化設備の淘汰を行うこと）は好ましい。固定資産投資の減速は政策効果発現の面があり、投資全体を浮揚させる本格的な景気「刺激策」が実施される可能性は極めて低い。今後も想定されるのは、農業、インフラ、産業構造の高度化を促す戦略的新興産業¹など分野を絞った景気「下支え策」なものである。

図表3 固定資産投資（1月からの累積の前年同期比）（単位：％）



輸出は堅調、消費者物価は低水準に抑制

輸出は、2013年4月までの「偽輸出」とみられる水増しによる反動減の影響が一巡し、2014年5月以降は堅調に推移している。1月～10月は前年同期比5.8%増にとどまるが、四半期毎には1月～3月の同3.5%減から4月～6月は同5.0%増、7月～9月は同13.0%増へと回復し、10月も同11.6%増と2ケタの増加を維持した。

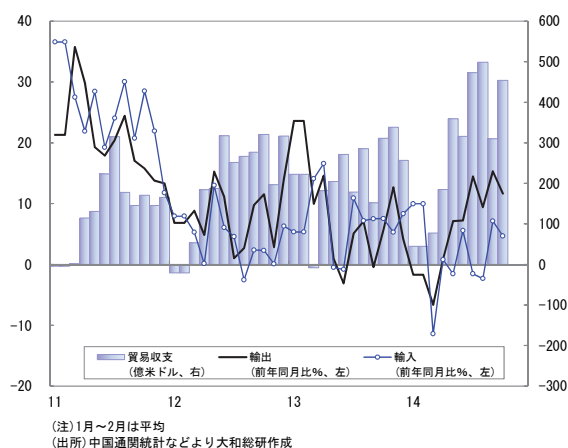
一方、1月～10月の輸入は同1.6%増、10月単月でも同4.6%増と、伸びは低水準である。図表5は輸入額の前年同月比を数量と価格に分けたものであり、このところの低水準の輸入は、

¹ 省エネ・環境、次世代情報、バイオ、ハイエンド設備製造、新エネルギー、新素材、新エネルギー車が七大戦略的新興産業と呼ばれる。

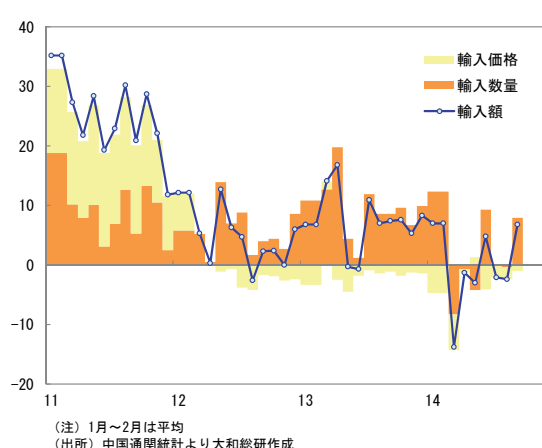
内需減速による数量の伸び悩みに加え、資源・エネルギー価格下落による輸入価格下落も影響していることが分かる。

輸出の伸びが輸入を上回ったことで、1月～10月の貿易収支は同38.2%増の2,771億米ドルと急増した。

図表4 輸出入（前年同月比）、貿易収支（金額）の推移（単位：％、億米ドル）

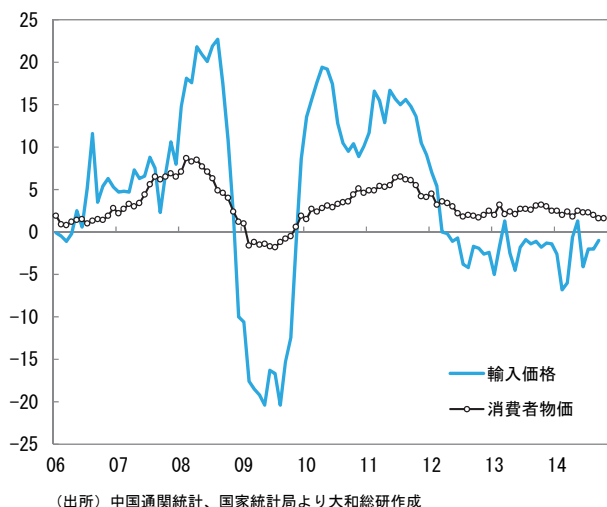


図表5 中国の輸入額、輸入価格、輸入数量（前年同月比）（単位：％）



10月の消費者物価上昇率は前年同月比1.6%、1月～10月は前年同期比2.1%と、政府の年間抑制目標である同3.5%を大きく下回る水準での推移が続いている。中国が資源・エネルギーの輸入大国になって久しいが、既述の通り、同価格の下落により、輸入価格がおおむねマイナス圏で推移していることが、消費者物価が低水準に抑制される大きな要因のひとつとなっている。

図表6 輸入価格、消費者物価の推移（前年同月比）（単位：％）



住宅市場に底入れの兆し

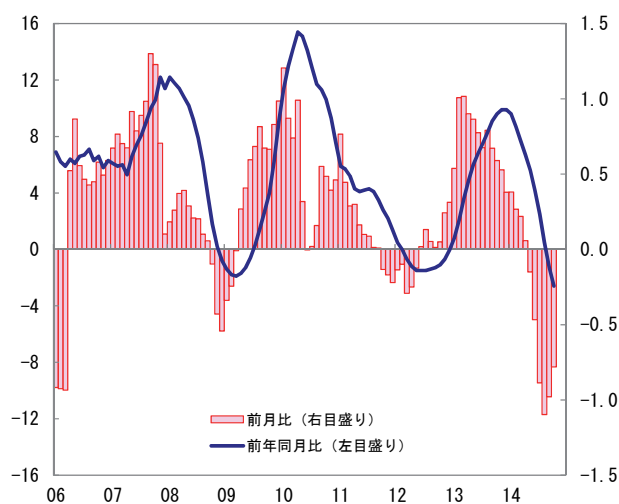
大和総研は、中国政府が、雇用の悪化を招かない程度の景気減速を容認し、構造改革を推進する方針に転じたと判断している。

もちろん、景気が大きく下振れするのは防がなければならない。そのリスクが高まるとすれば、不動産（住宅）販売の低迷が続き、価格下落が大幅かつ長期化する場合である。中国にとって不動産は、①主要セクターのひとつであり、鉄鋼、セメント、建材、家具・家電、自動車（郊外の住宅購入の場合）など関連産業も広範囲である、②土地使用者譲渡収入は2013年の地方政府財政収入の35.3%を占めるなど地方政府の主要な収入源となっていると同時に、地方政府債務の主要な返済原資であり、これが減少する場合、債務返済能力が低下する、といった点で、極めて重要である。

中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会が2014年9月29日付けで、住宅市場のテコ入れ策を発表したのは²、中央政府が住宅市場をサポートする姿勢を明確にすることで、急速な悪化を食い止め、景気が大きく下振れするリスクが高まるのを回避するのが目的である。

ロイター社によれば、70都市新築住宅価格の前年同月比は、2014年9月に-1.3%と下落に転じ、10月には-2.6%とマイナス幅を広げた。一方で、前月比は8月の-1.1%をボトムに10月は-0.8%にマイナス幅が若干縮小している。1月～10月の住宅販売金額は前年同期比-9.9%となったが、単月のデータを作成すると、7月の前年同月比-17.9%を底に、10月は同-3.1%へとマイナス幅が縮小した。

図表7 70都市新築住宅価格の前年同月比、前月比の推移（単位：％）



（出所）国家統計局、ロイター社より大和総研作成

² 具体的には、①居住目的の1軒目の一般住宅を購入する家計が利用する住宅ローンは、頭金比率を最低30%以上、金利下限は基準金利の0.7倍とし、具体的な貸出条件は銀行が自主的に決定する、②1軒目のローンを完済している家計が居住条件の改善を目的に2軒目の一般住宅を購入する際は、1軒目と同様に優遇する、などが柱であり、住宅購入制限も解除された。

中国では住宅在庫の適正水準は月間販売の10ヵ月程度で、15ヵ月を超えると価格が下落するといわれる。上海易居不動産研究院によると、10月の平均在庫は16.7ヵ月と、直近ピークの7月の18.7ヵ月からは圧縮された。特に、北京市、上海市、広州市、深圳市といった大都市（一級都市）では9月の17.2ヵ月分から10月は15.7ヵ月分と、在庫調整も進展し始めている。

こうした動きを以て愁眉を開くのは尚早であろうが、9月末の住宅市場テコ入れ策の発表によってセンチメント改善には成功したのかもしれない。

住宅市場が大崩れしなければ、景気が大きく下振れするリスクは限定的であり、緩やかな景気減速が続くとみている。大和総研では2014年の実質GDP成長率は7.3%、2015年は7.0%と想定している。

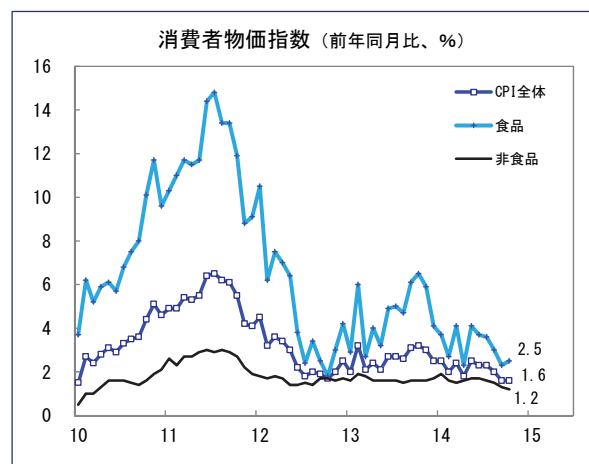
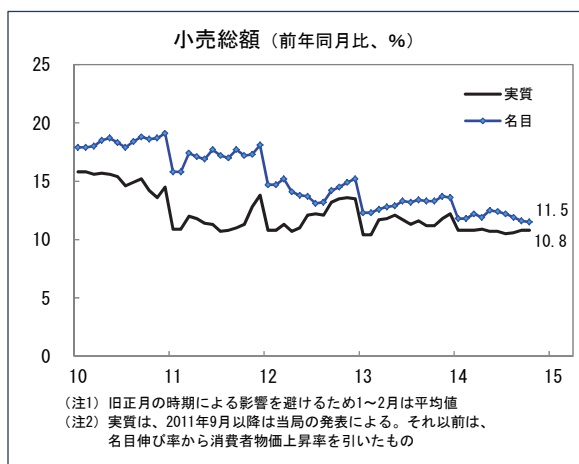
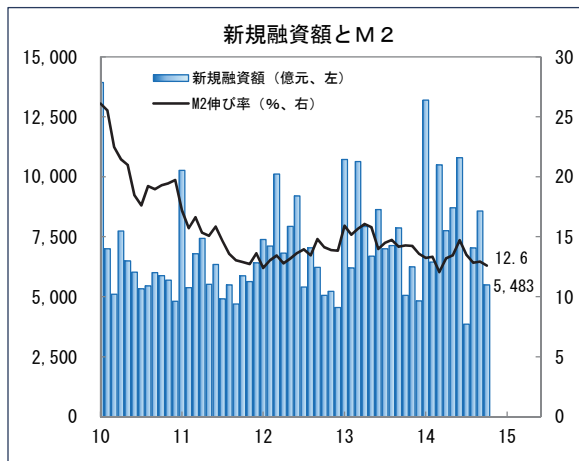
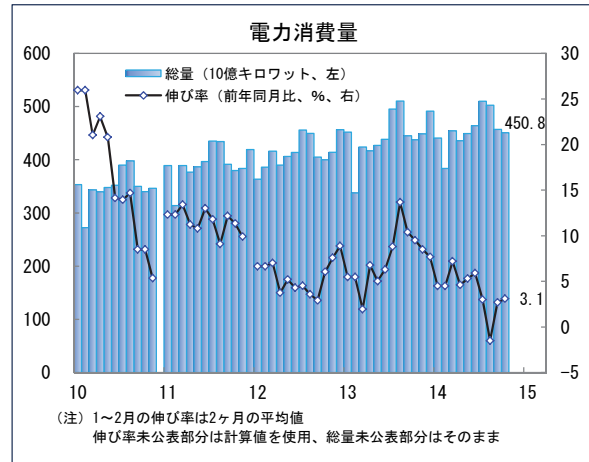
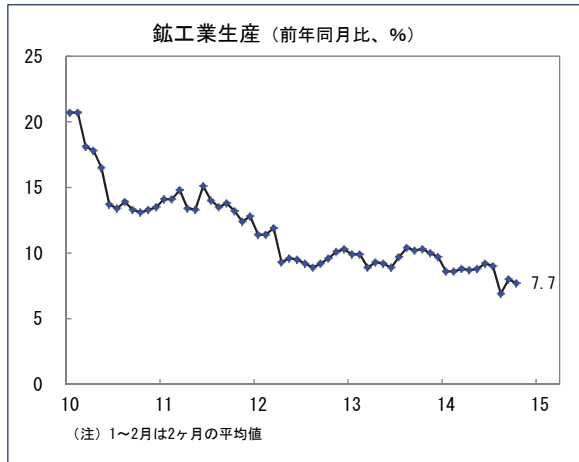
以上

主要経済指標一覧

	2014年5月	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	7.5	-	-	7.3	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	8.8	9.2	9.0	6.9	8.0	7.7
電力消費量（前年同月比、%）	5.3	5.9	3.0	-1.5	2.7	3.1
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-2.8	-2.5	-2.4	-2.1	-2.5	-2.8
固定資産投資（前年累計比、%）	17.2	17.3	17.0	16.5	16.1	15.9
不動産開発投資（前年累計比、%）	14.7	14.1	13.7	13.2	12.5	12.4
小売総額 名目（前年同月比、%）	12.5	12.4	12.2	11.9	11.6	11.5
実質（前年同月比、%）	10.7	10.7	10.5	10.6	10.8	10.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.5	2.3	2.3	2.0	1.6	1.6
食品（前年同月比、%）	4.1	3.7	3.6	3.0	2.3	2.5
非食品（前年同月比、%）	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-1.4	-1.1	-0.9	-1.2	-1.8	-2.2
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-1.8	-1.5	-1.1	-1.4	-1.9	-2.5
新規融資額（億元）	8,708	10,793	3,852	7,025	8,572	5,483
M2伸び率（%）	13.5	14.7	13.5	12.8	12.9	12.6
輸出（前年同月比、%）	7.1	7.2	14.5	9.4	15.3	11.6
輸入（前年同月比、%）	-1.5	5.6	-1.5	-2.3	7.0	4.6
貿易収支（億米ドル）	359.2	315.6	473.0	498.4	309.4	454.1
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	7.7	6.4	4.0	2.1	0.4	-1.3
上海（前年同月比、%）	9.6	7.0	4.1	1.5	-0.8	-2.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-18.6	-16.4	-12.8	-10.5	-9.3	-5.5
完工面積（前年累計比、%）	6.8	8.1	4.5	6.7	7.2	7.6
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-7.8	-6.0	-7.6	-8.3	-8.6	-7.8
金額（前年累計比、%）	-8.5	-6.7	-8.2	-8.9	-8.9	-7.9

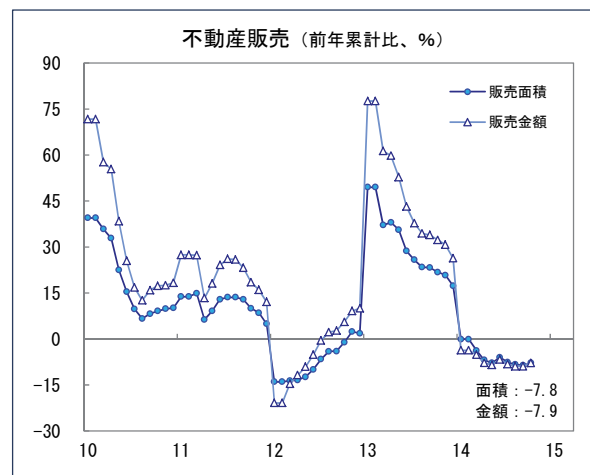
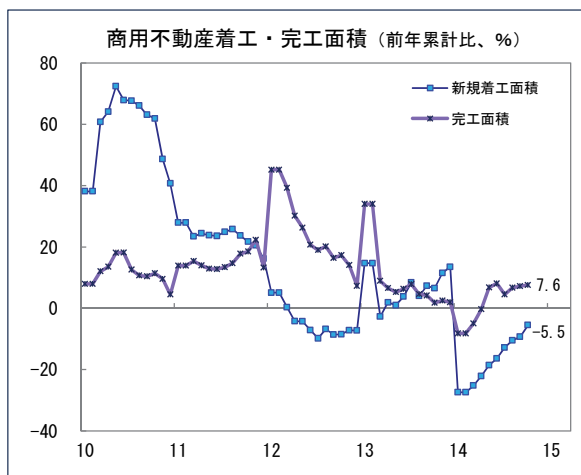
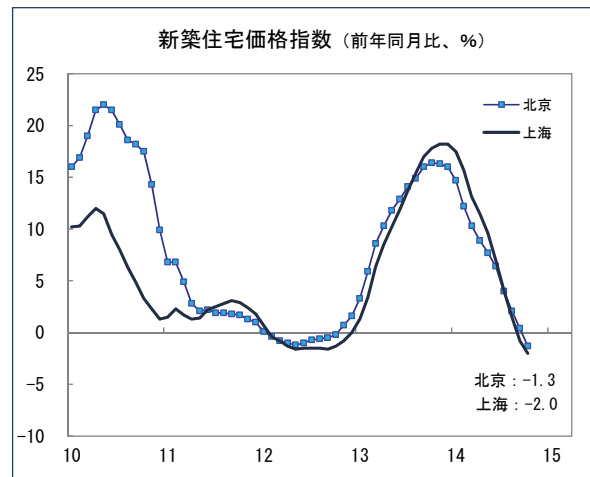
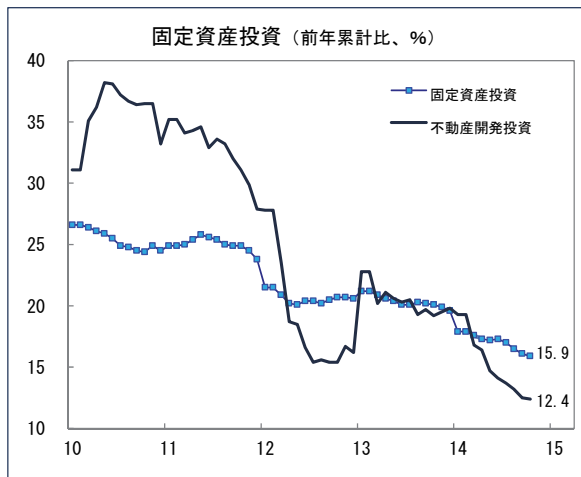
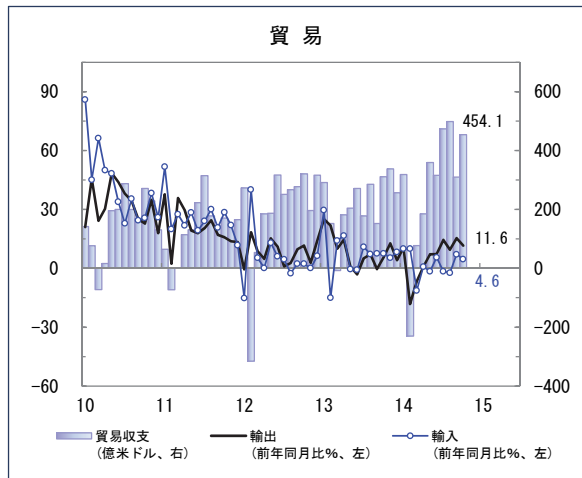
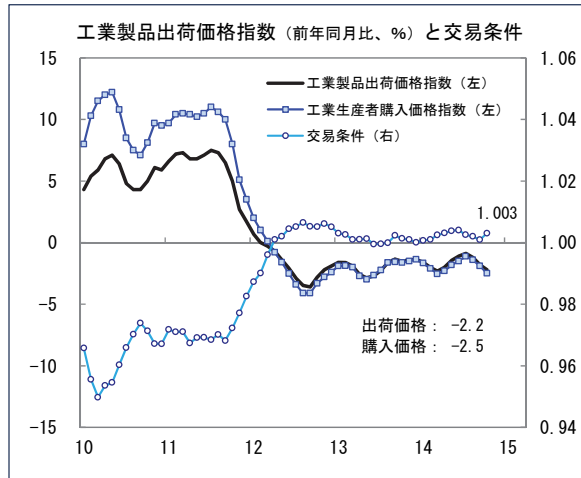
（出所）国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEIC より大和総研作成