大和総研
Daiwa Institute of Research

2016年2月22日　全9頁

中国：不動産過剰在庫削減が「政治任務」化

景気減速に歯止めを掛ける必要性がこれまで以上に高まる

経済調査部
主席研究員　齋藤 尚登

［要約］

■ 中国では2016年に入っても政策対応の拙さや不透明性に起因するマーケットの混乱・動揺が続いている。2016年2月20日には、証券行政トップである中国証券監督管理委員会（CSRC）主席が肖鋼氏から劉士余氏に交代したことが明らかになった。肖鋼氏は2013年3月にCSRC主席に就任してから、3年足らずでの交代である。昨年夏以降の中国株式市場混乱の監督責任が問われた、事実上の更迭と見られている。

■ 株価や為替を直接コントロールする政策が効かない、あるいは弊害が大きいのであれば、中国政府は、市場を取り巻く経済のファンダメンタルズの改善に専念すべきである。景気減速に歯止めをかける必要性がこれまで以上に大きく高まっている。その鍵を握るのが不動産過剰在庫の削減であり、この成否が当面の中国景気の浮沈を左右するといっても過言ではない。現地では、不動産過剰在庫の削減は、単なる経済問題ではなく、「政治任務」であるとの表現が使われ始めたほどである。

■ このため、2016年2月以降は、①住宅ローンの頭金比率のさらなる引き下げ、②住宅購入の際の契約税の軽減、③農民工の市民化加速による住宅実需の増加、など、既に昨年春以降大きく回復している住宅販売をさらに刺激する政策の発表が相次いでいる。こうした政策が奏功し、地方都市で不動産過剰在庫が削減されていけば、これまで急減速してきた不動産開発投資が底打ち・回復していくことが期待できるようになる。鉄鋼、セメントなど裾野産業が広い不動産開発投資の底打ち・回復は、固定資産投資全体の浮揚のきっかけとなる可能性があるだけに、今後の動向が注目される。

大和証券グループ　株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研の親会社である㈱大和総研ホールディングスと大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

株価は急落

中国では 2016 年に入っても政策対応の拙さや不透明性に起因するマーケットの混乱・動揺が続いている。

株式市場は年初から急落した。1 月末の上海総合株価指数は 2,737 ポイントで引け、月間下落率は 22.6%と主要国・地域で最大の下げ幅となった。2 月 19 日時点でも 2,860 ポイントと低空飛行が続いている。景気減速になかなか歯止めが掛からないことに加え、政策対応の拙さが嫌気されたこともある。年初から導入されたサーキットブレーカー制がその好例であろう。相場が一方向に振れやすく、1 日の株価の値動きが大きくなりがちな中国市場で、15 分間の取引停止時間中に冷静になって欲しい、という方が無理な話である。サーキットブレーカー制は狼狽売りを招いただけで、導入後 4 日間で暫定停止とされた。

この他、昨年 7 月 8 日に導入された大株主等への 6 ヵ月間の株式売却制限が、その解禁を前に株価下落懸念を高めたこともある。そもそも保有株を自由に売れなくする政策自体、誤った政策であったが、こうした政策を導入した以上、その後始末をきちんとすることは当局の務めである。政策当局者であれば、売却禁止期間明けのソフトランディングを意識すべきであったが、年明け後も対策は発表されず、売却解禁を前に株式需給悪化を懸念した思惑売りが急増した。大株主の株式売却に制限をかけたのは、年初の株価急落後であり、対応は完全に後手に回ったのである。さらに、昨年 12 月以降の元安進展が企業のドル建て債務の返済負担増加懸念を高めたことも株価急落の要因の一つとなった。

2016 年 2 月 20 日には、証券行政トップである中国証券監督管理委員会（CSRC）主席が肖鋼氏から劉士余氏に交代したことが明らかになった。肖鋼氏は 2013 年 3 月に CSRC 主席に就任してから、3 年足らずでの交代である。昨年夏以降の中国株式市場混乱の監督責任が問われた、事実上の更迭と見られている。

上海総合株価指数の推移（単位：ポイント）

（出所）CEICより大和総研作成

リスク要因は元安進展ではなく、外貨準備の浪費

昨年 12 月から 2016 年 1 月初旬にかけて元安が大きく進展した。

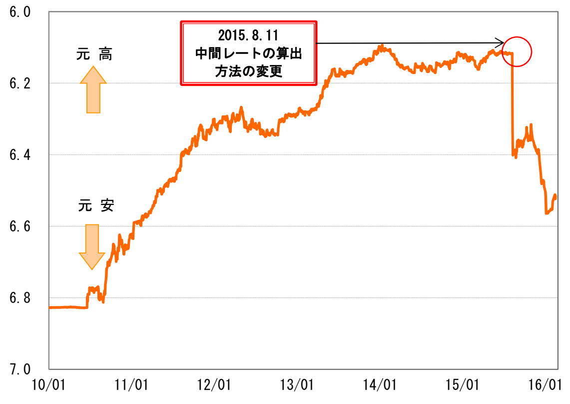
元安進展が、通貨当局が為替介入を減らした結果であれば良かったのだが、そうではない。外貨準備は 2015 年 12 月には過去最大となる 1,079 億米ドルの減少を記録し、2016 年 1 月も 995 億米ドルの減少となった。2015 年以降の累計では 6,121 億米ドルの減少である。外貨準備減少の原因は、元買い・ドル売りの為替介入の他にも、評価損やアジアインフラ投資銀行等への出資などがあるが、かなりの部分は為替介入によるものであろう。

当面のリスク要因は、元安の進展ではなく、外貨準備の「浪費」である。米中金利差の拡大を背景に元安(ドル高)圧力が高まるなか、それを通貨当局が日常的な元買い(ドル売り)介入で阻止しようとすればするほど、外貨準備は減り、さらなる元安観測が高まり、資本逃避の動きが加速するというスパイラルに陥る可能性が否定できなくなる。

足元で元安は一服している。当然、背景には通貨当局による元買いドル売り介入があり、中国は現在進行形で外貨準備を費消し続けている可能性が高い。中国は 2016 年 1 月末で 3.23 兆米ドルの外貨準備を保有するが、足元の外貨準備の減少スピードは速く、長期的にそれを「浪費」し続ける余裕はない。1997 年のアジア通貨危機の震源地となったタイでは、通貨防衛のための自国通貨買い支えで外貨準備が失われ、遂には通貨防衛の放棄を余儀なくされた。結局、通貨の下落幅は大きくなり、影響の深刻化を招いた。中国は同じ轍を踏んではならない。

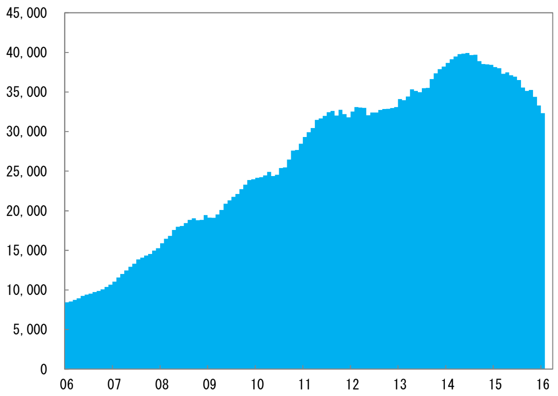
一方で、通貨当局が為替介入を減らして、人民元の下落をある程度放置すれば、少なくとも外貨準備の浪費は抑えられ、スパイラル的な人民元暴落シナリオの発生の可能性は大きく低下する。同時に、景気対策をしっかりと実施し、景気減速に歯止めをかけ、市場のセンチメントを改善させる必要があることは、言うまでもない。ここ数ヵ月がリスクシナリオ回避の試金石となろう。

人民元対米ドル中間レートの推移（単位：元）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

外貨準備の推移（単位：億米ドル）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

住宅市場刺激策を矢継ぎ早に発表

株価や為替を直接コントロールする政策が効かない、あるいは弊害が大きいのであれば、中国政府は、市場を取り巻く経済のファンダメンタルズの改善に専念すべきである。景気減速に歯止めをかける必要性がこれまで以上に大きく高まっている。2015 年の実質 GDP 成長率は前年比 6.9％と、2014 年の同 7.3％から減速するなど、2010 年の同 10.6％をピークに 5 年にわたり低下傾向が続いている。

2016 年 3 月 5 日に開幕する全国人民代表大会（全人代＝国会）では、2016 年の政府経済成長率目標は同 6.5％～7.0％に設定されるとの見方が強まっている。景気減速にいったんは歯止めを掛けるにはレンジ後半の成長率を死守したいところであろう。

2016 年の中国経済のキーワードは「サプライサイドの構造改革」である。これは、爆買いに代表されるように中国の消費者の需要はますます高度化・高級化する一方で、供給側がそれに応えることができていないのが問題であり、改革の重点を供給側に置くべきだ、という意味合いである。昨年 12 月の経済工作会議では、（1）過剰生産能力の解消、（2）過剰不動産在庫の削減、（3）脱レバレッジ（金融リスクの防止・解消）、（4）企業のコスト引き下げ[1]、（5）不足の補充（脱貧困、企業の技術改造・設備更新、新産業の育成・発展、ソフト・ハードのインフラ増強、ヒトへの投資強化など）、が柱とされた。

そして、最大のポイントが、不動産の過剰在庫の削減であり、この成否が当面の中国景気の浮沈を左右するといっても過言ではない。現地では、不動産過剰在庫の削減は、単なる経済問題ではなく、「政治任務」であるとの表現が使われ始めたほどである。このため、2016 年 2 月以降は、既に昨年春以降大きく回復している住宅販売をさらに刺激する政策の発表が相次いでいる。

まず、中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会は 2016 年 2 月 1 日付けの通達で、①住宅購入制限を実施していない都市[2]では、居住目的の 1 軒目の一般住宅の住宅ローンは、頭金比率を最低 25％以上とし、各地方の判断で 20％以上とすることができる、②既に 1 軒の住宅を保有し、その住宅ローンを未完済の家計が 2 軒目の住宅を購入する際の頭金比率は 30％以上とする、とした。上記①の頭金比率は、通常最低 30％以上⇒2015 年 10 月に 25％以上⇒今回 20％以上に、上記②の頭金比率は、通常最低 60％以上⇒2015 年 3 月に 40％以上⇒今回 30％以上に、引き下げられたことになる。

次に、国務院（内閣）は 2016 年 2 月 2 日付けで「新型都市化建設の推進を深化させることに関する国務院の若干の意見」を公表した。2015 年末の都市化率（都市人口比率）は 56.1％に達しているが、これは 6 ヵ月以上の常住人口で計算したものであり、都市戸籍保有者の割合は 38％程度（2014 年末）にすぎない。この差が農民工（農村からの出稼ぎ者）である。新型都市化と

[1] 具体的には、許認可など制度的取引コスト、企業の租税負担、企業の費用負担、社会保険料、財務コスト、電力料金、物流コストの引き下げが謳われている。
[2] 住宅購入制限が続いているのは、1 級都市と呼ばれる大都市（北京市、上海市、広州市、深圳市の四都市）と海南省三亜市の五都市のみとなっている。

は農民工の市民化を伴う都市化を指している。既に中国では、2014 年 3 月に「国家新型都市化計画（2014 年～2020 年）」が発表されているが、現段階での総括は、「農村からの移転人口の市民化の進展は緩慢である。都市化の質は高くなく、内需拡大の牽引役としての役割は十分に発揮されていない」というものであり、今回の「国務院の若干の意見」で新型都市化の加速に発破をかけた格好である。

「国務院の若干の意見」の重要な点は以下の通りである。

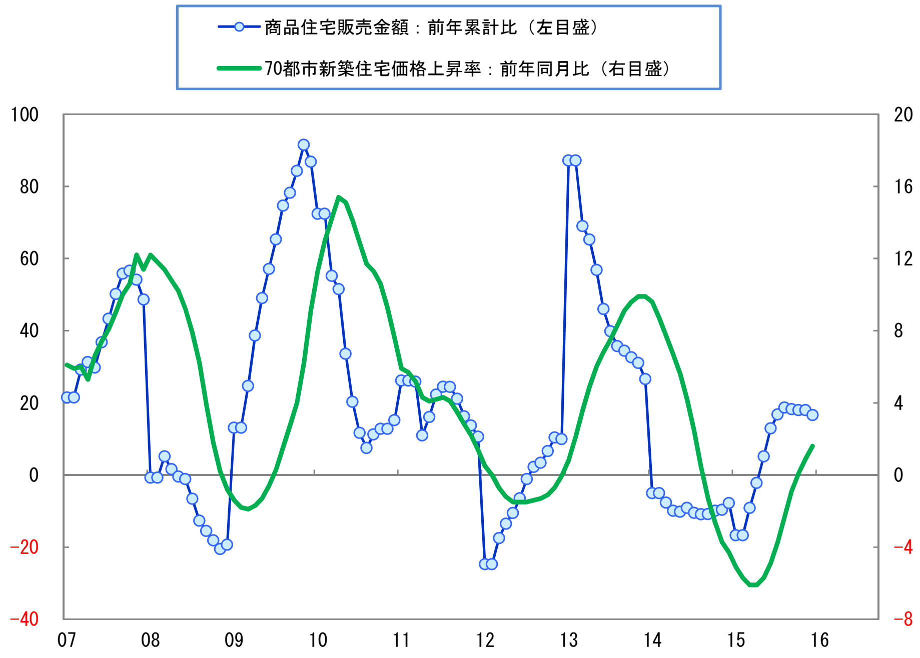
(1) 戸籍制度改革を実施し、戸籍ベースの都市化率の引き上げを加速する。ごく少数の大都市を除き、住宅購入、投資納税などを市民化の条件としてはならない。安定した就業、居住（賃貸を含む）、社会保険の加入年数などを条件に市民化を鋭意推進する。1 億人の農民工の市民化を推進する。

(2) 都市戸籍を持たない都市常住人口に対して居住証制度を実施する。居住証保有者には、義務教育、基本公共就業サービス、基本公共衛生サービス等を提供する。

(3) 都市インフラ建設を加速する。

(4) 分譲・賃貸共に重視した都市住宅制度を構築する。特に、農民工から市民に移行した「新市民」の住宅需要に応えなければならない。住宅保障については、実物支給と賃貸補助を組み合わせ、徐々に賃貸補助を中心とする。住宅賃貸マーケットの発展を加速する。

中国の商品住宅販売金額と 70 都市新築住宅価格の推移（前年累計比、前年同月比）（単位：%）



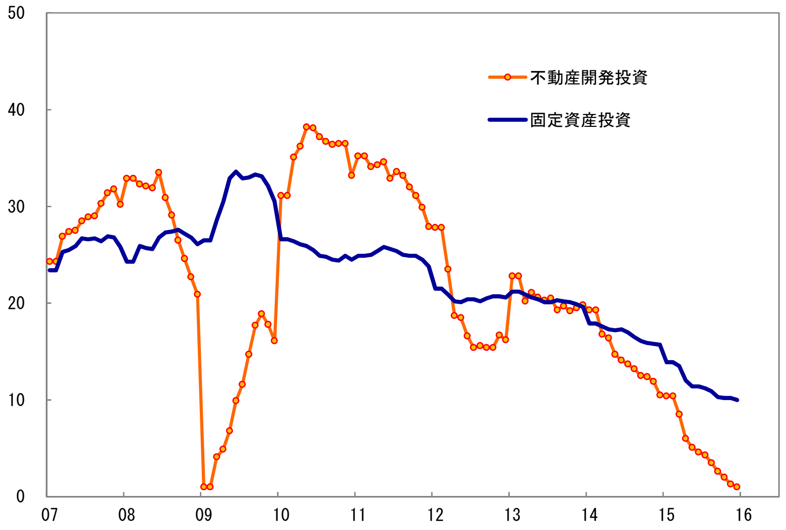
（注）販売面積・金額の1-2月は平均値
（出所）国家統計局、ロイター社より大和総研作成

「国家新型都市化計画（2014 年～2020 年）」では、2020 年までに戸籍ベースの都市化率を 45%前後に引き上げる計画である。2014 年末時点は 38%程度であり、残り 6 年間で年平均 1.17%ポイントの引き上げ、人数では同 1,600 万人、世帯数では同 400 万世帯の「新市民」の増加が求められる計算となる。「国務院の若干の意見」で特に注目されるのは、農民工（出稼ぎ農民）の市民化加速を通じて住宅需要を拡大しようとしていることである。当然、当初は、住宅購入は困難であると思われるので、より現実に即して住宅賃貸マーケットの発展を加速するとしているのであろう。これまで住宅購入・賃貸層としては蚊帳の外に置かれていた農民工が「新市民」となって住宅購入・賃貸の支援対象となることは、実需増加の面で注目される。

最後に、財政部、国家税務総局、住宅都市農村建設部は 2016 年 2 月 17 日付けで、住宅売買にかかわる契約税の減税を発表した。実施は 2 月 22 日からで、対象は北京市、上海市、広州市、深圳市を除く各都市である。具体的な減税内容は、①家計の 1 軒目の住宅購入の際の契約税は、従来、一般住宅は購入金額の 1.5%（90 ㎡以下の住宅は 1.0%）、非一般住宅（高級住宅）は 3%であったものを、一般非一般の区別なく 90 ㎡以下は 1%、90 ㎡超は 1.5%の軽減税率とする、②家計の 2 軒目の 90 ㎡以下の住宅購入の際の契約税は価格の 3%⇒1%の軽減税率、90 ㎡超は同 3%⇒2%の軽減税率とする、というものである。

こうした政策が奏功し、地方都市で不動産過剰在庫が削減されていけば、これまで急減速してきた不動産開発投資が底打ち・回復していくことが期待できるようになる。鉄鋼、セメントなど裾野産業が広い不動産開発投資の底打ち・回復は、固定資産投資全体の浮揚のきっかけとなる可能性があるだけに、今後の動向が注目される。

固定資産投資と不動産開発投資の推移（前年累計比、%）



（出所）国家統計局より大和総研作成

主要経済指標一覧

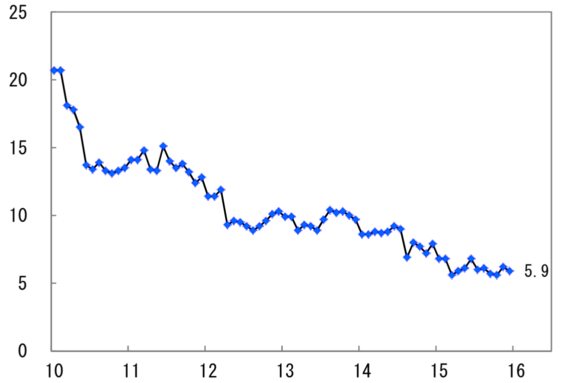
	2015年8月	9月	10月	11月	12月	2016年1月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	6.9	-	-	6.8	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	-
電力消費量（前年累計比、%）	1.0	0.8	0.7	0.7	0.5	-
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	-10.9	-11.4	-11.9	-12.3	-11.9	
固定資産投資（前年累計比、%）	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	-
不動産開発投資（前年累計比、%）	3.5	2.6	2.0	1.3	1.0	-
小売総額　名目（前年同月比、%）	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	-
実質（前年同月比、%）	10.4	10.8	11.0	11.0	10.7	-
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8
食品（前年同月比、%）	3.7	2.7	1.9	2.3	2.7	4.1
非食品（前年同月比、%）	1.1	1.0	0.9	1.1	1.1	1.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.3
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-6.6	-6.8	-6.9	-6.9	-6.8	-6.3
新規融資額（億元）	8,096	10,500	5,136	7,089	5,978	25,100
M2伸び率（%）	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0
輸出（前年同月比、%）	-5.8	-3.9	-7.0	-7.0	-1.6	-11.2
輸入（前年同月比、%）	-13.7	-20.2	-18.6	-8.8	-7.4	-18.8
貿易収支（億米ドル）	602.4	603.4	616.4	537.4	593.9	632.9
新築住宅価格指数　北京（前年同月比、%）	3.0	4.7	6.5	7.7	8.3	
上海（前年同月比、%）	5.6	8.3	10.9	13.1	15.5	
商用不動産　着工面積（前年累計比、%）	-16.8	-12.6	-13.9	-14.7	-14.0	-
完工面積（前年累計比、%）	-14.6	-9.8	-4.2	-3.5	-6.9	-
不動産販売　面積（前年累計比、%）	7.2	7.5	7.2	7.4	6.5	-
金額（前年累計比、%）	15.3	15.3	14.9	15.6	14.4	-

（注）鉱工業生産以下「-」となっている箇所は 1 月、2 月の統計が 3 月に発表される。住宅価格指数・鉄道貨物輸送量は月末発表予定。

（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

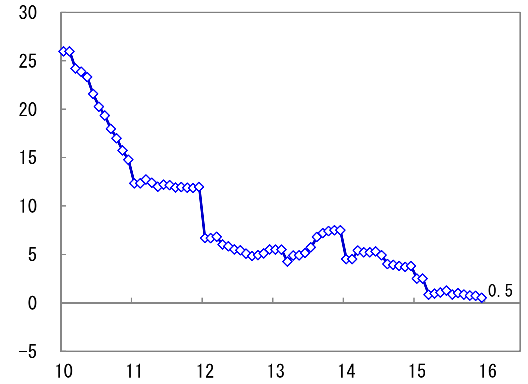
主要経済指標一覧（続き）

鉱工業生産（前年同月比、%）



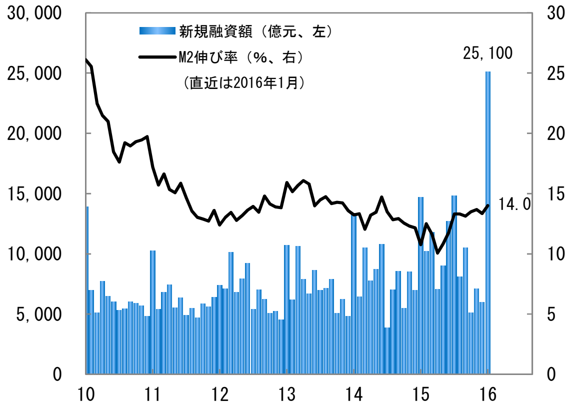
（注）1～2月は2ヵ月の平均値、直近は2015年12月

電力消費量（前年累計比、%）

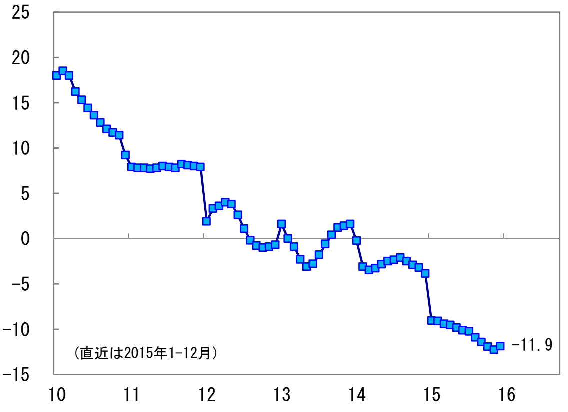


（注）1～2月の伸び率は2ヵ月の平均値、直近は2015年1-12月

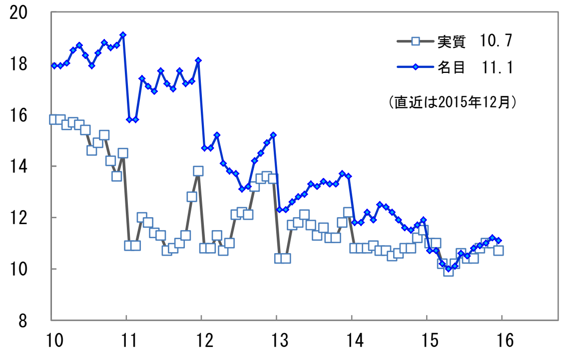
新規融資額とＭ２



鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）

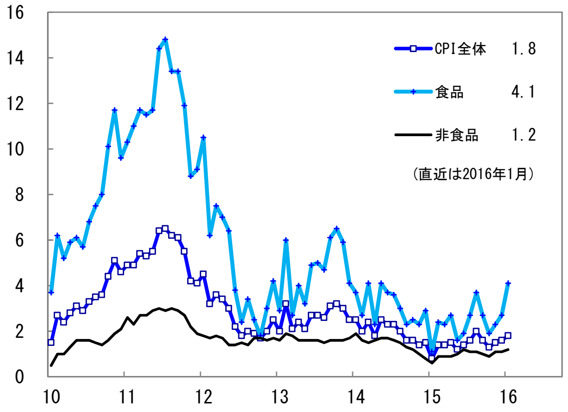


小売総額（前年同月比、%）



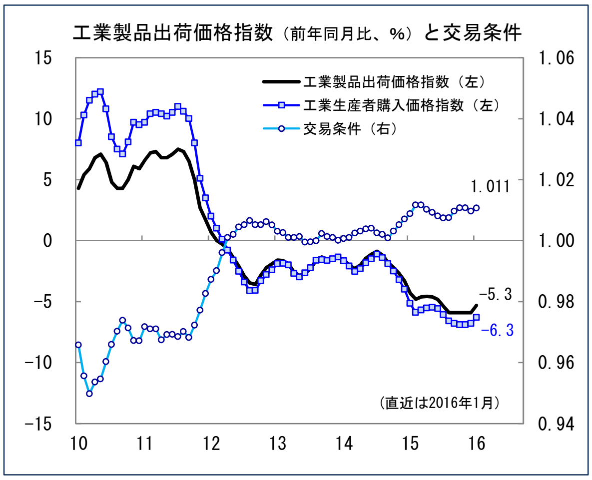
（注1）旧正月の時期による影響を避けるため1～2月は平均値
（注2）実質は、2011年9月以降は当局の発表による。
それ以前は、名目伸び率から消費者物価上昇率を引いたもの

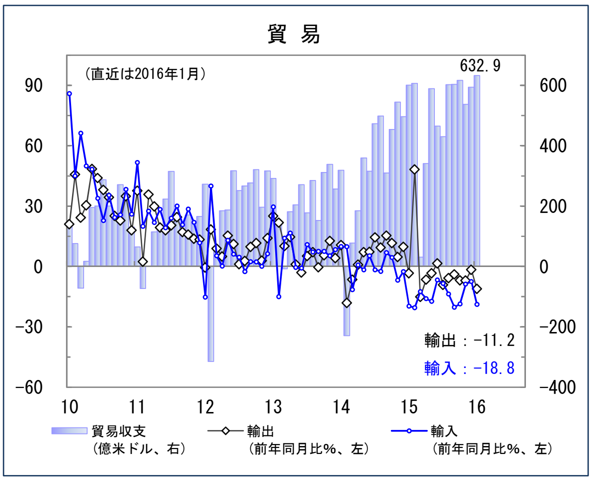
消費者物価指数（前年同月比、%）

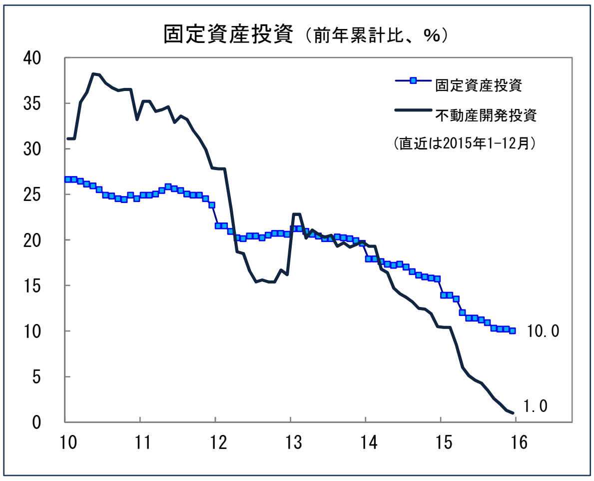


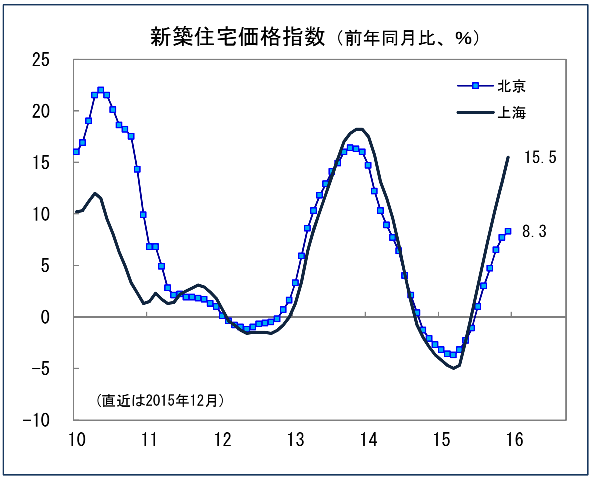
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEICより大和総研作成

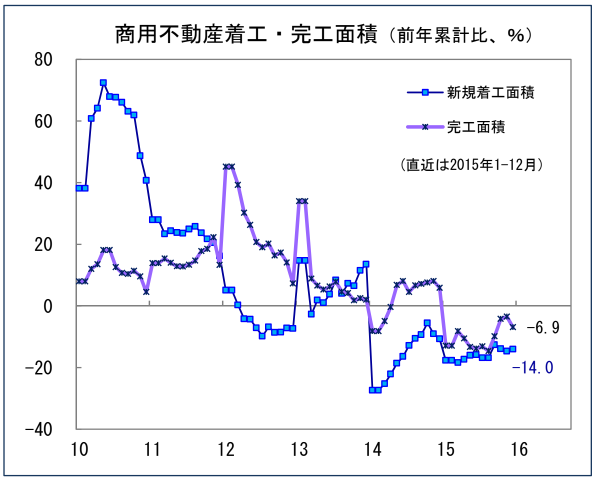
主要経済指標一覧（続き）

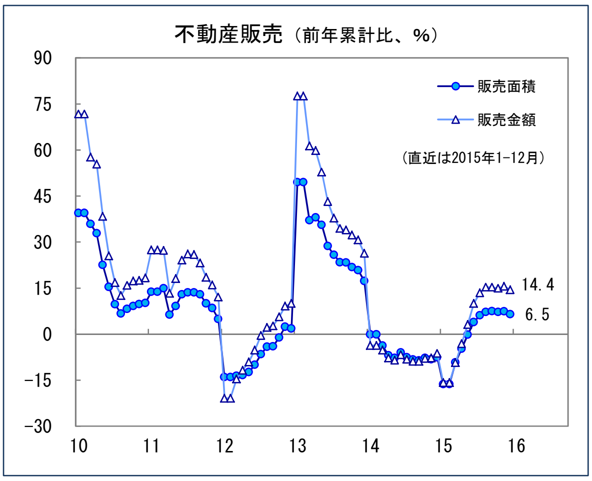












（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEICより大和総研作成