

2016年5月24日 全8頁

中国：大都市の住宅頼みの景気底入れへ

景気は明確な回復感に乏しいL字型の推移へ

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 2016年1月～4月の固定資産投資は前年同期比10.5%増と、2015年の前年比10.0%増から若干ではあるが上向いている。2015年に同1.0%増にまで落ち込んだ不動産開発投資は、2016年1月～4月には同7.2%増へ回復した。全体の1/6弱を占める不動産開発投資の回復とインフラ投資の高い伸びが、固定資産投資全体の底入れに寄与している。
- 中国の住宅市場は二極化している。住宅価格が急上昇している大都市では、「首付貸」（頭金貸出業務）といった投機的な動きを抑制し、過熱する住宅市場のソフトランディングが目指される一方で、過剰な住宅在庫に喘ぐ地方都市では、住宅市場刺激策によってその解消が目指されている。景気への影響の観点からは、大都市の住宅価格抑制策が効きすぎることが懸念材料となるが、少なくとも当面はそれが現実となる可能性は高くない。住宅価格上昇局面では、2回目、3回目の投資・投機抑制策が出され、政府が本格的に取り組むまで政策は効かないのが経験則となっているのだが、今回は、不動産開発投資を牽引役とする景気底入れという政府の思惑もあり、矢継ぎ早の価格抑制策の発表という事態は従来以上に想定しにくい。
- 足元で減速している消費については、ネット販売が書き入れ時を迎える秋以降は持ち直す可能性が高いが、物価上昇の影響で前年同期との比較では高い伸びは期待しにくい。こうしてみると、中国の景気には、大都市の住宅販売の好調や不動産開発投資の回復、それにインフラ投資に多くを依存せざるを得ないという脆弱さがある。今後の景気はL字型の推移となり、底入れはしても明確な回復感は出てこないだろう。

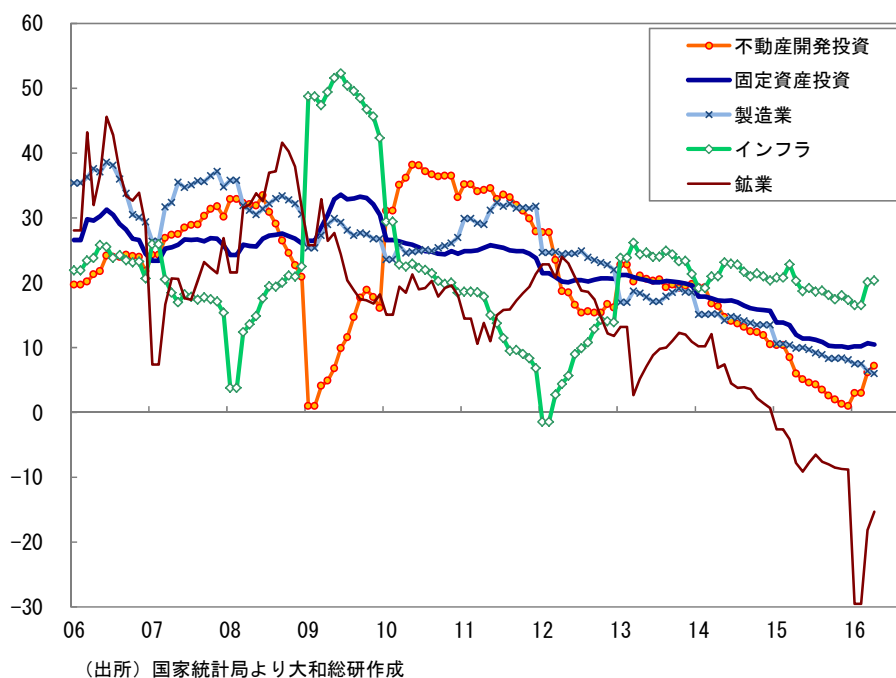
4月の生産・貿易統計は悪くはない

2016年4月の生産・貿易統計は3月から悪化した。4月の鉱工業生産は前年同月比6.0%増と、3月の同6.8%増から伸びが低下し、4月の輸出は同1.8%減（輸入は同10.9%減）と、急回復した3月の同11.4%増（輸入は同7.5%減）から再びの前年割れとなった。しかし、3月の好調は今年の稼働日が昨年よりも多かったというカレンダー要因¹によるものであり、3月と4月を比較してもあまり意味はない。1月～3月の鉱工業生産は前年同期比5.8%増、輸出は同9.6%減（輸入は同13.5%減）であり、4月はむしろ改善している。

不動産開発投資が回復

2016年1月～4月の固定資産投資は前年同期比10.5%増と、2015年の前年比10.0%増から若干ではあるが上向いている（1月～3月の同10.7%増からはやや低下）。製造業向けは2015年の同8.1%増から2016年1月～4月は同6.0%増（1月～3月は同6.4%増）と減速が続いた一方で、インフラ向けは2015年の同17.4%増から伸びを高め、2016年1月～4月は同20.3%増（1月～3月は同20.1%増）となり、2015年に同1.0%増にまで落ち込んだ不動産開発投資は、2016年1月～4月には同7.2%増（1月～3月は同6.2%増）へ回復した。全体の1/6弱を占める不動産開発投資の回復とインフラ投資の高い伸びが、固定資産投資全体の底入れに寄与している。

固定資産投資（1月からの累積の前年同期比、%）



¹ 農村からの出稼ぎ労働者（農民工）は、旧暦小正月（1月15日）まで休暇を取る人々も多く、2015年の旧暦小正月は3月5日、2016年は2月22日であった。2016年は2015年と比較して2月は工場などの稼働日が少なく、3月は多い。

二極化する住宅市場と複雑化する当局の対応

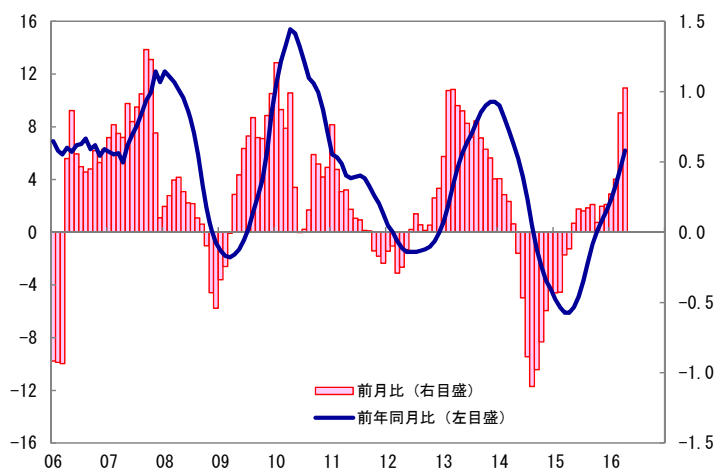
全国 70 都市の平均住宅価格（前年同月比）は、2015 年 10 月に 14 ヶ月ぶりにプラスに転じた後、上昇傾向を強め、2016 年 4 月は同 6.2%の上昇となった。

中国の住宅市場は二極化している。広東省深圳市、上海市、北京市といったティア 1 都市と呼ばれる大都市や、江蘇省南京市など一部のティア 2 都市は、実需も投資・投機需要も旺盛であり、住宅価格は急上昇している。4 月の新築商品住宅価格上昇率（前年同月比）は深圳市 63.4%、上海市 34.2%、南京市 22.6%、福建省廈門市 21.7%、北京市 20.2%などとなった。一方、2008 年 11 月に発動された 4 兆元の景気対策の一環で需要を大幅に上回る住宅供給をしてしまったティア 3～ティア 5 都市と呼ばれる地方都市では、現在に至るまで深刻な過剰在庫を抱え、住宅価格も前年割れが続いているところが多い。例えば、遼寧省錦州市▲3.2%、遼寧省丹東市▲3.1%、広東省湛江市▲1.9%、湖北省襄陽市▲1.9%、青海省西寧市▲1.7%などであり、70 都市中 23 都市で住宅価格が前年割れとなっている。

大都市の住宅販売が急増する過程で、「首付貸」と呼ばれる頭金貸出業務が急拡大した。「首付貸」では、不動産仲介業者、デベロッパー、さらに P2P（peer to peer）から住宅購入者が無担保で融資を受けることができ、期間は 3 年程度で金利は年 7%～9%が多い。「首付貸」の利用により、住宅ローンの頭金比率は実質的に当局が規定する最低比率を大きく下回り、住宅価格の 5%～10%の頭金を用意すれば住宅購入が可能となった。「首付貸」は投機的な住宅購入を助長し、住宅価格上昇に拍車を掛けたのである。

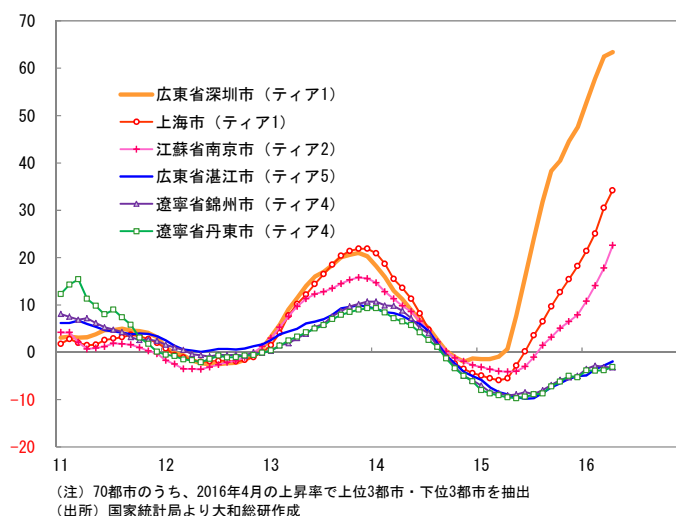
住宅市場が過熱の様相を呈した上海市と深圳市は、2016 年 3 月 25 日に、住宅価格抑制策を発表した。南京市、湖北省武漢市など一部ティア 2 都市でも同様の政策が発表されている。上海市では、2 軒目の住宅購入者に対して、住居条件の改善を目的に自己居住用一般住宅を購入する際の頭金比率を最低 50%以上に、非自己居住用一般住宅を購入する時の頭金比率は最低 70%以

70 都市新築住宅価格の前年同月比、前月比の推移（単位：%）



（注）直近は2016年4月
（出所）中国国家统计局、ロイター社より大和総研作成

中国 新築商品住宅価格指数 上昇率の推移（上位・下位3都市ずつ）（前年同月比、%）



上に引き上げることを発表。深圳市では、同市インターネット金融協会が、ネット金融や小口貸出会社などに対して「首付貸」の金融業務の停止を命じたほか、深圳市は、3月25日付けで、①社会保障費を3年（従来は1年）以上継続して納付した、同市戸籍を保有しない居住者に対しては、1軒の住宅購入を認める（3年未満の場合は住宅購入を認めない）、②既に住宅を1軒保有し、そのローンを完済した戸籍保有者に対し、2軒目の住宅ローンの頭金比率を最低40%（従来は30%）以上とする、ことなどを求めた。

一方で、多くの地方都市では、需要が依然として低迷しており、在庫削減は難航している。2015年11月に打ち出されたサプライサイドの構造改革では、過剰な不動産在庫の解消が主要方針の一つとされた。その重点は当然のことながら地方都市に置かれている。

2015年9月30日付け、2016年2月2日付けの住宅市場テコ入れ策について、前者では、1軒目の住宅ローンの最低頭金比率を30%⇒25%に、後者ではこれをさらに20%に引き下げ、2軒目の住宅ローンの最低頭金比率も40%⇒30%へと引き下げたが、このテコ入れ策は、ティア1都市（北京市、上海市、広州市、深圳市）と海南省三亜市は対象から除外されている。

このように住宅価格が急上昇している大都市では、「首付貸」といった投機的な動きを抑制し、過熱する住宅市場のソフトランディングが目指される一方で、過剰な住宅在庫に喘ぐ地方都市では、住宅市場刺激策によってその解消が目指されている。中国の住宅市場は二極化が鮮明化し、その対応も複雑化しているのである。

景気への影響の観点からは、大都市の住宅価格抑制策が効きすぎることが懸念材料となるが、少なくとも当面はそれが現実となる可能性は高くない。中国では、住宅価格上昇局面では、2回目、3回目の投資・投機抑制策が出され、政府が本格的に取り組むまで政策は効かないのが経験則となっているのだが、今回は、不動産開発投資を牽引役とする景気底入れという政府の思惑もあり、矢継ぎ早の価格抑制策の発表という事態は従来以上に想定しにくいためである。ガス抜きを図りつつも大都市の住宅ブームは長続きさせたいというのが政府の本音であろう。

実質小売売上は減速

消費は減速している。

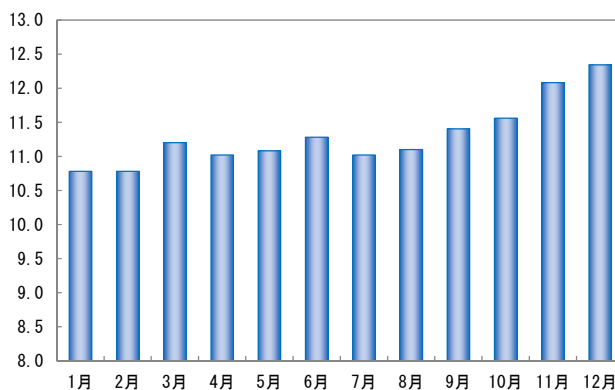
5月下旬に北京市で行ったヒアリングでは、「ここ数年は、年初から春までの時期が、小売売上の伸びが最も低くなる傾向がある。今後、秋から年末にかけて伸びは上向き可能性が高い」との指摘があった。下図では2011年～2015年の5年間平均の月毎の実質小売売上の伸びを比較しており、9月以降12月にかけて伸びが高まる傾向が見て取れる。もともと中国では5月の労働節、9月の中秋節、10月の国慶節、そして国有企業などでダブルペイ（月給の2ヵ月分を従業員に支払う）が実施される12月が販売の繁忙期とされていたが、ここ数年は急成長するネット販売が11月～12月に大規模な安売り攻勢を仕掛けていることが、年末にかけての伸び加速に寄与していよう。商品のネット販売が小売売上に占めるシェアは2007年の0.6%から2015年には10.8%へ急拡大しており、こうした実質小売売上の季節性はネット販売の高成長が一巡するまでは続く可能性が高い。

2015年のネット販売のシェアは10.8%だったが、月毎のばらつきは大きい。1月～2月の8.3%が最も低かった一方、大セールが実施される11月11日の独身者の日を含む11月が15.8%と最も高く、12月の12.4%がこれに続いた。11月、12月の書き入れ時が盛り上がるほど、翌年春先までの消費疲れによる反動も大きくなるのかもしれない。

こうした中国の消費市場の季節的な特徴に鑑みると、消費の動向を見るには前年同期の伸びとの比較も重要になってくる。2016年1月～3月の実質小売売上は前年同期比9.7%増と前年同期の同10.7%増から伸びが低下し、4月は前年同月比9.3%増と前年同月の同9.9%増から減速している（次頁図）。消費者物価上昇率が、2016年1月～3月は同2.1%（前年同期は同1.2%）、4月は同2.3%（同1.5%）と、生鮮野菜や豚肉を中心に上昇ピッチが速まったことが、実質小売売上減速の大きな要因の一つである。

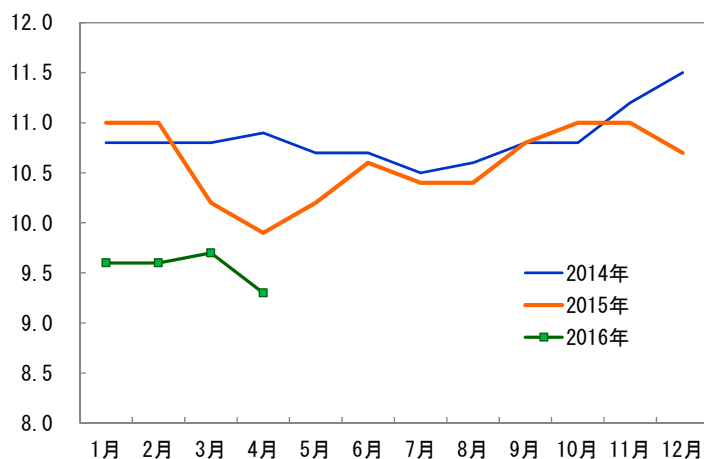
今後の消費は、ネット販売が書き入れ時を迎える秋以降は持ち直す可能性が高いが、物価上昇の影響で前年同期との比較では高い伸びは期待しにくい。

2011年～2015年平均の月毎の実質小売売上伸び率の推移（前年同月比）（単位：％）



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

実質小売上の推移（前年同月比）（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

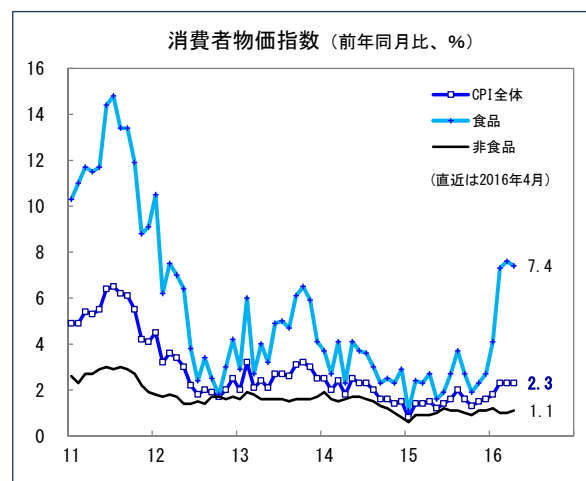
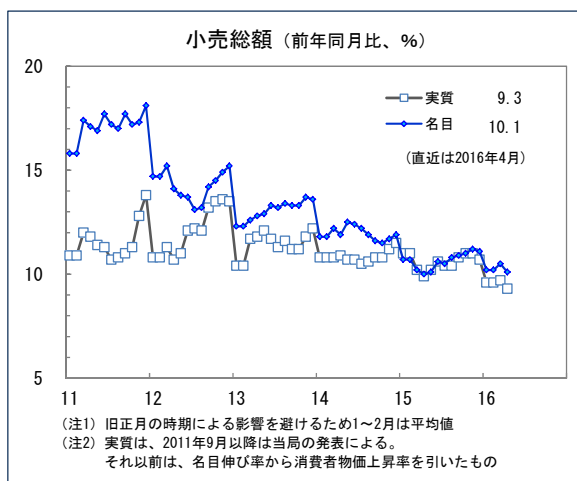
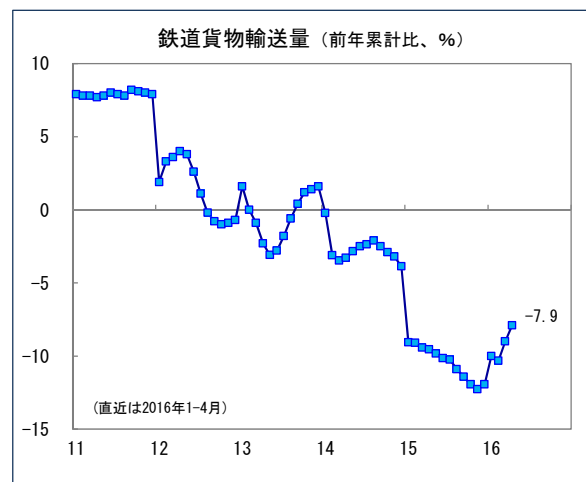
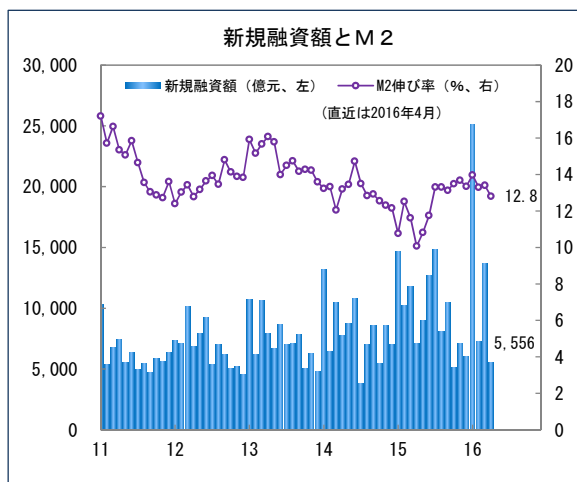
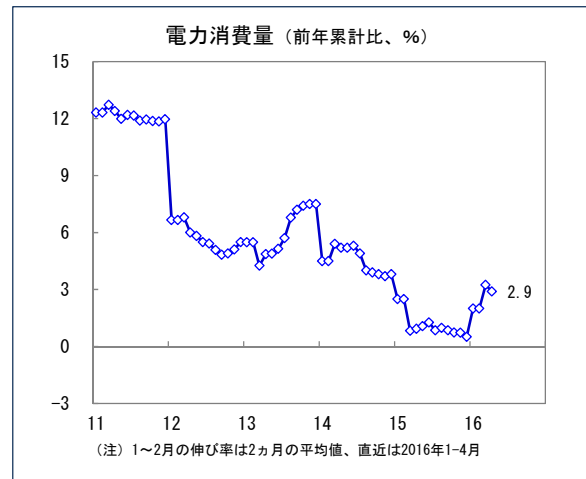
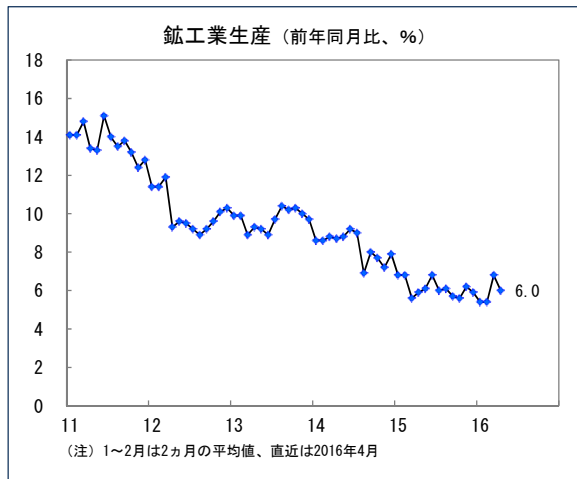
こうしてみると、中国の景気には、大都市の住宅販売の好調や不動産開発投資の回復、それにインフラ投資に多くを依存せざるを得ないという脆弱さがある。今後の景気はL字型の推移となり、底入れはしても明確な回復感は出てこないだろう。

主要経済指標一覧

	2015年11月	12月	2016年1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、％）	-	6.8	-	-	6.7	-
鉱工業生産（前年同月比、％）	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0
電力消費量（前年累計比、％）	0.7	0.5	2.0		3.2	2.9
鉄道貨物輸送量（前年累計比、％）	-12.3	-11.9	-10.0	-10.3	-9.0	-7.9
固定資産投資（前年累計比、％）	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5
不動産開発投資（前年累計比、％）	1.3	1.0	3.0		6.2	7.2
小売総額 名目（前年同月比、％）	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1
実質（前年同月比、％）	11.0	10.7	9.6		9.7	9.3
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3
食品（前年同月比、％）	2.3	2.7	4.1	7.3	7.6	7.4
非食品（前年同月比、％）	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-5.9	-5.9	-5.3	-4.9	-4.3	-3.4
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-6.9	-6.8	-6.3	-5.8	-5.2	-4.4
新規融資額（億元）	7,089	5,978	25,100	7,266	13,700	5,556
M2伸び率（％）	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8
輸出（前年同月比、％）	-7.1	-1.9	-11.4	-25.4	11.4	-1.8
輸入（前年同月比、％）	-9.0	-7.8	-19.2	-13.8	-7.5	-10.9
貿易収支（億米ドル）	537.4	593.9	632.9	325.9	298.6	455.6
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	9.6	10.4	11.3	14.2	17.6	20.2
上海（前年同月比、％）	15.4	18.2	21.4	25.1	30.5	34.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-14.7	-14.0	13.7		19.2	21.4
完工面積（前年累計比、％）	-3.5	-6.9	28.9		17.7	20.1
不動産販売 面積（前年累計比、％）	7.4	6.5	28.2		33.1	36.5
金額（前年累計比、％）	15.6	14.4	43.6		54.1	55.9

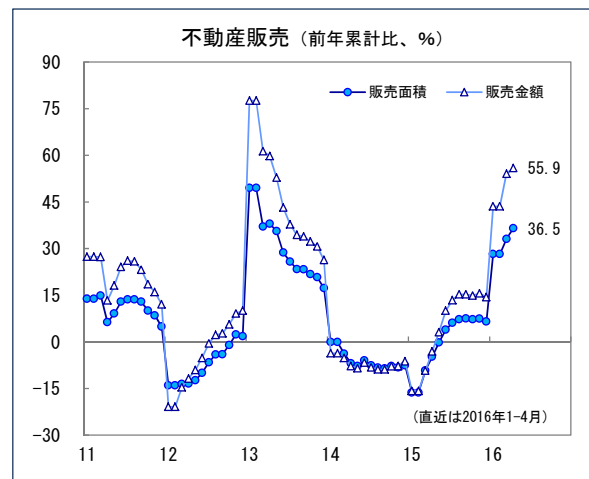
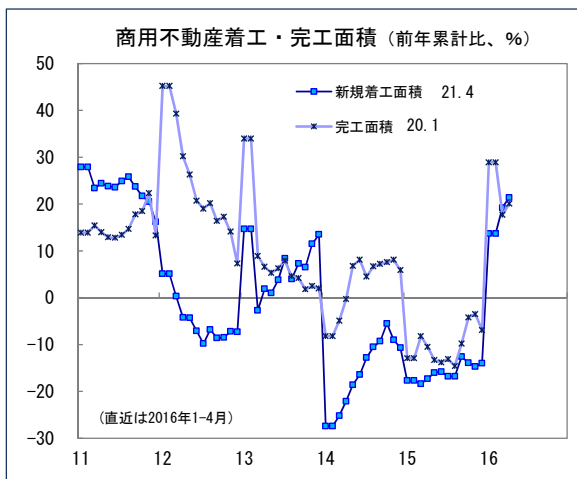
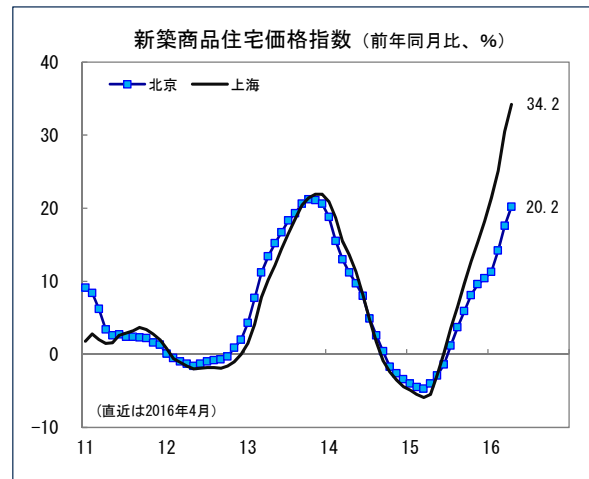
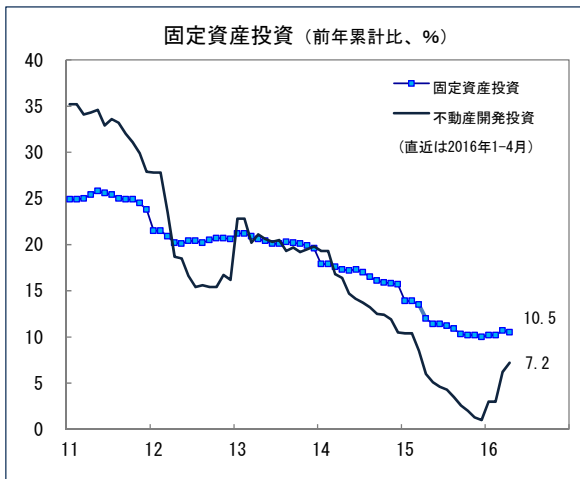
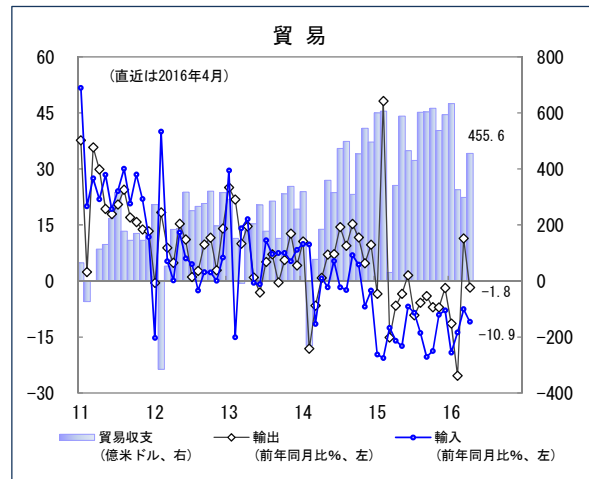
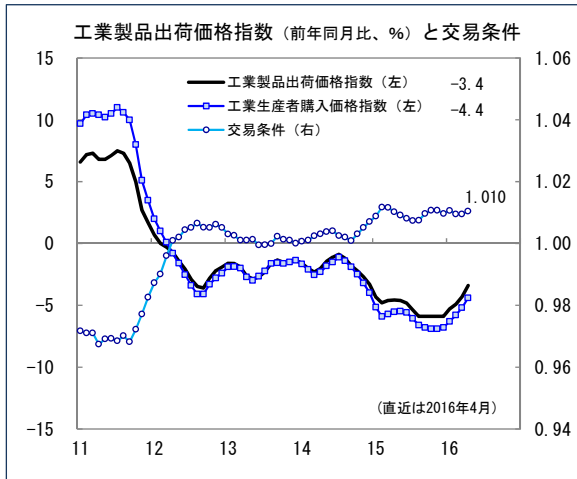
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、中国鉄道省、CEICより大和総研作成

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

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