

2017年9月8日 全16頁

中国住宅セクターの短期・中長期のリスク

価格の需給調整機能によらない住宅在庫率の適正化は可能か？

経済調査部 主席研究員 金子 実
研究員 永井 寛之
金融調査部 研究員 中田 理恵

[要約]

- 非政府・非金融部門の債務残高の対 GDP 比が高まり、住宅価格が上昇しているという点では、近年の中国の状況は、不動産バブル崩壊前の日本の状況と類似している。しかし、当時の日本に比べて、家計部門の債務残高の占める比率が低く、1人当たりの名目 GDP の増加率が高いことから、短期的な将来に中国で、債務の返済ができなくなるケースが増加することにより不良債権が増加して金融危機が起こる可能性は、日本の経験を単純にあてはめて推測されるようには高くないとみられる。
- リーマン・ショック後の中国においては、住宅在庫率が高まっても住宅価格が上昇し続けており、価格の需給調整機能が、通常の形では働いていない。これは、中国政府が内需主導の経済成長を目指すようになった結果、住宅在庫率が高まっても、住宅販売価格は将来も下落しないという期待が強まったためとみられる。
- 2016年以降住宅在庫率が低下に転じたのは、住宅需要喚起策がとられたことによるところが大きい。今後、マクロ経済政策の引き締めが行われた場合でも住宅在庫率の適正化が続くためには、住宅着工が抑制される必要がある。今後、住宅価格が下落することなく、政策による誘導や規制によって十分に住宅着工が抑制されるか否かが注目される。住宅価格が下落する場合には、不動産開発企業の経営悪化のリスクが生じる。十分に住宅着工が抑制されないまま、再び住宅需要喚起策がとられる場合には、住宅を購入できない国民が増加したり、人件費といったコスト増要因となって産業の競争力を低下させたり、より長期的に、より対応困難なリスクが増大する。
- 近年住宅販売が大幅に減少した遼寧省でも、住宅価格はおおむね上昇し続けており、住宅着工が著しく減少しているものの、住宅在庫率は顕著に上昇している。遼寧省のように鉄鋼業等の過剰生産能力の削減が行われている省では、住宅需要喚起策によって住宅販売を継続的に増加させることが難しいと考えられ、価格の需給調整機能によることなく、政策による誘導や規制によって住宅在庫率を十分削減することができるのか否かが、特に注目される。

1. はじめに

本年5月に、米国の格付け会社のムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク¹（以下、「ムーディーズ」という。）は、中国の長期国債の格付けを28年ぶりに引き下げた。引下げの理由は、中国経済全体の債務残高は今後も増加する可能性が高く、そのことが中国政府の偶発債務を増加させるというものである。そして、その背景には、中国政府による、経済成長を維持するための、継続的な経済刺激策があるとしている。

ただ、引き下げられた後の格付けの見通しは「安定的」とされており、近い将来さらに格付けが引き下げられる可能性が高いという見通しにはなっていない。このことは、ムーディーズによる格付け引下げの主な理由は、中長期的なリスクの高まりであり、短期的なリスクの高まりではないことを示唆している。

本稿では、中国経済における債務残高増加の要因の一つである住宅セクターに焦点をあてて、そのリスクを短期的なものの中長期的なものに分けて検討することにより、中国経済のリスクを考えるための一助とする。日本では、不動産バブル崩壊により失われた20年とも言われるデフレの時代が始まったことから、日本の経験も参考にする。

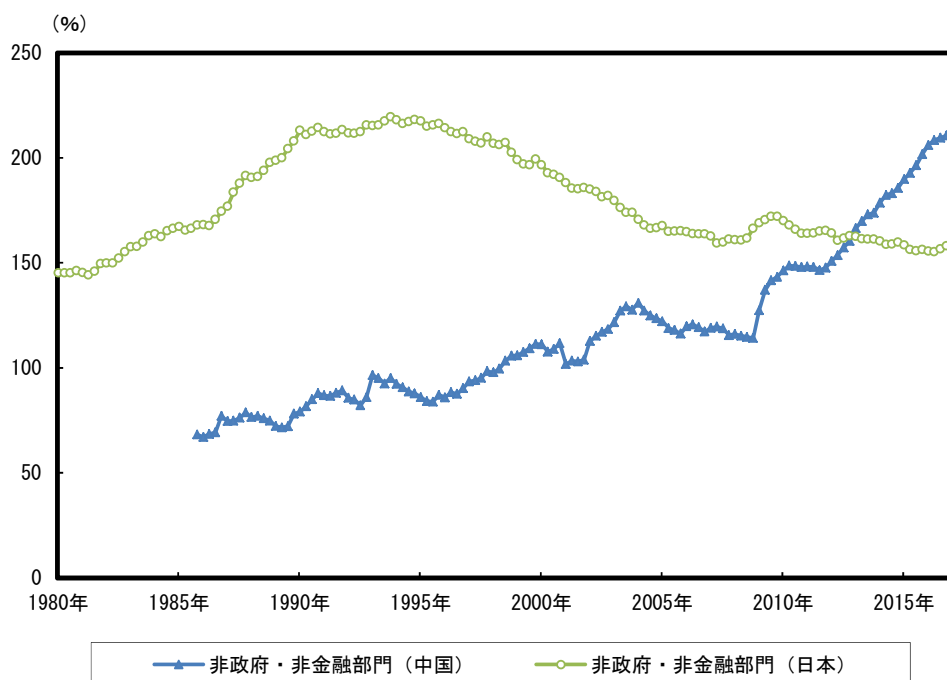
2. 中国の住宅セクターの短期的なリスク

2.1 近年の中国と不動産バブル崩壊前の日本との類似点

国際決済銀行（BIS）の統計によると、中国の非政府・非金融部門の債務残高の対GDP比は、近年急速に上昇しており、2008年にリーマン・ショックが発生したころに比べると、ほぼ倍増している。このような非政府・非金融部門の債務残高の対GDP比の上昇は、1990年代前半の不動産バブル崩壊の前の日本においても見られた。そして、現在の中国における非政府・非金融部門の債務残高の対GDP比の水準は、不動産バブル崩壊直前の日本における水準とほぼ同水準となっている（図表1）。

¹本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていないMOODY'Sが公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

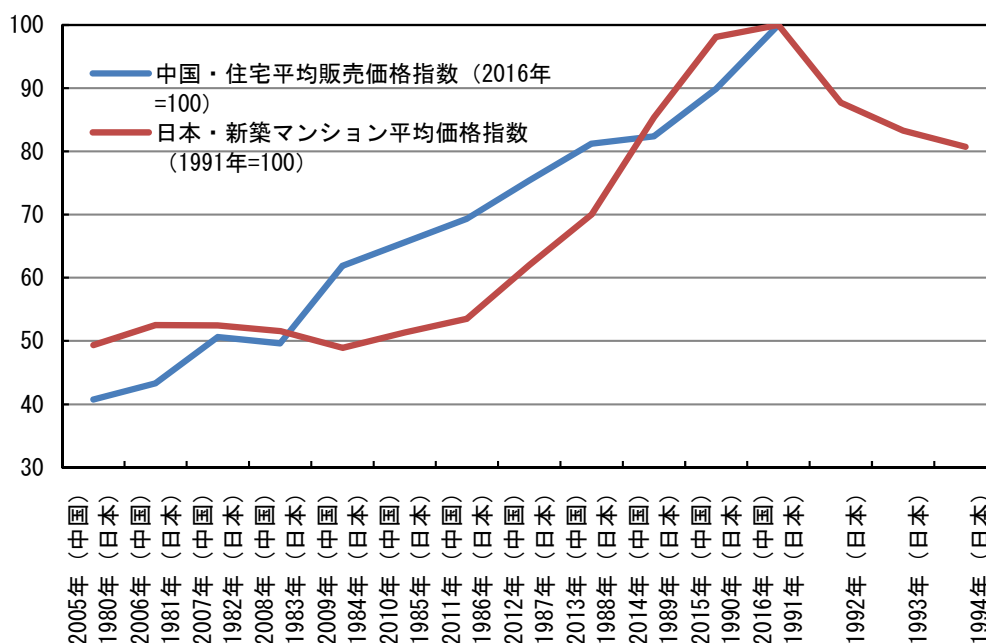
図表 1 日・中の部門別債務残高対 GDP 比率



(出所) BIS 統計より大和総研作成

また、中国では近年、住宅価格の上昇が続いている。中国における最近の住宅価格の推移を、日本における不動産バブル崩壊前の新築マンション価格の推移と比べると、中国の直近 5 年間程度と日本における不動産バブル崩壊の前の 5 年間程度との比較においては、中国における住宅価格の上昇率は、日本における不動産バブル崩壊前の新築マンション価格の上昇率ほど高くはない。しかし、中国においてはそれ以前から住宅価格が上昇し続けていたのに対して、日本においては不動産バブルが崩壊する 5 年以上前には新築マンション価格があまり上昇していなかった期間があった。このことから、中国の直近 10 年間程度と日本における不動産バブル崩壊の前の 10 年間程度との比較においては、平均の価格上昇率は同程度である（図表 2）。

図表2 近年の中国と不動産バブル崩壊前後の日本の住宅価格の推移の比較



(注1) 中国の住宅平均販売価格は、住宅販売金額を住宅販売面積で割って単位面積当たりの価格を算出

(注2) 日本の新築マンション平均価格は、全国の新築マンション1戸当たり平均価格を首都圏の1戸当たり専有面積で単位面積当たりに補正した価格

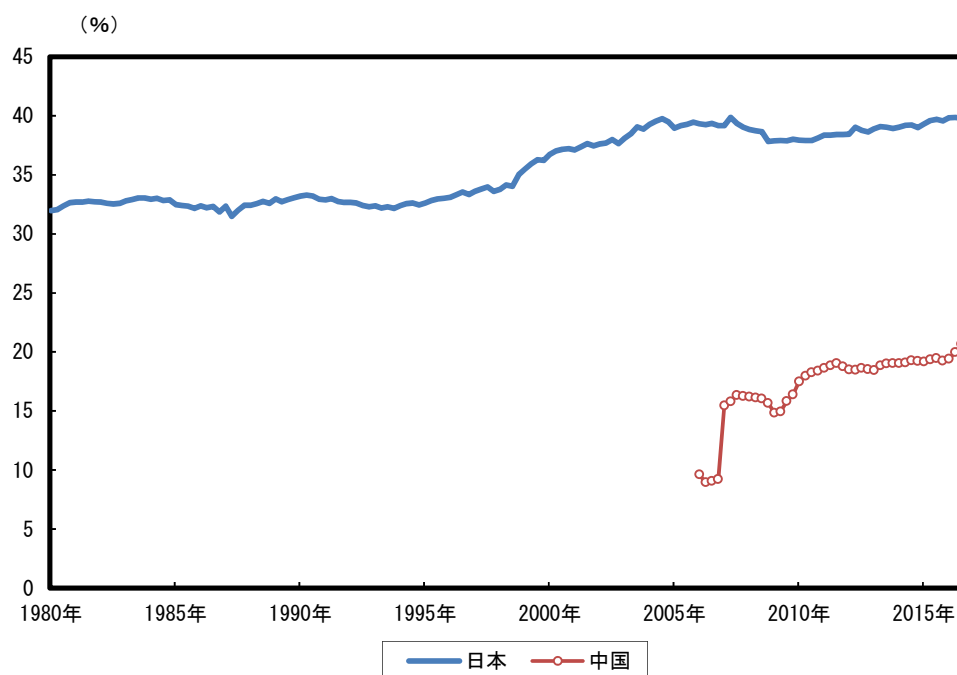
(出所) 中国国家统计局、不動産経済研究所より大和総研作成

日本では、土地価格は上昇し続けるといういわゆる土地神話に依存して土地を担保にした融資が急増して不動産価格が急速に上昇した後、債務を返済できないケースが増加するとともに、土地価格が下落して担保権を実行しても融資した資金の回収ができないケースが増加したことから、住専等の金融機関の不良債権が増加して、金融危機が起こった。中国では、近い将来類似のことが起こる可能性はどの程度あるのだろうか。

2.2 中国における債務残高に占める家計部門の比率の低さと1人当たり名目GDP成長率の高さ

住宅ローンの主な借り手は家計部門であり、日本では、不動産バブル崩壊前後を通じて、家計部門の債務残高が非政府・非金融部門の債務残高に占める比率は、30%を超えていた。これに対して、中国では、家計部門の債務残高が非政府・非金融部門の債務残高に占める比率は、近年上昇傾向にあるものの、なお20%前後である(図表3)

図表3 日・中の非政府・非金融部門債務残高に占める家計債務残高の割合



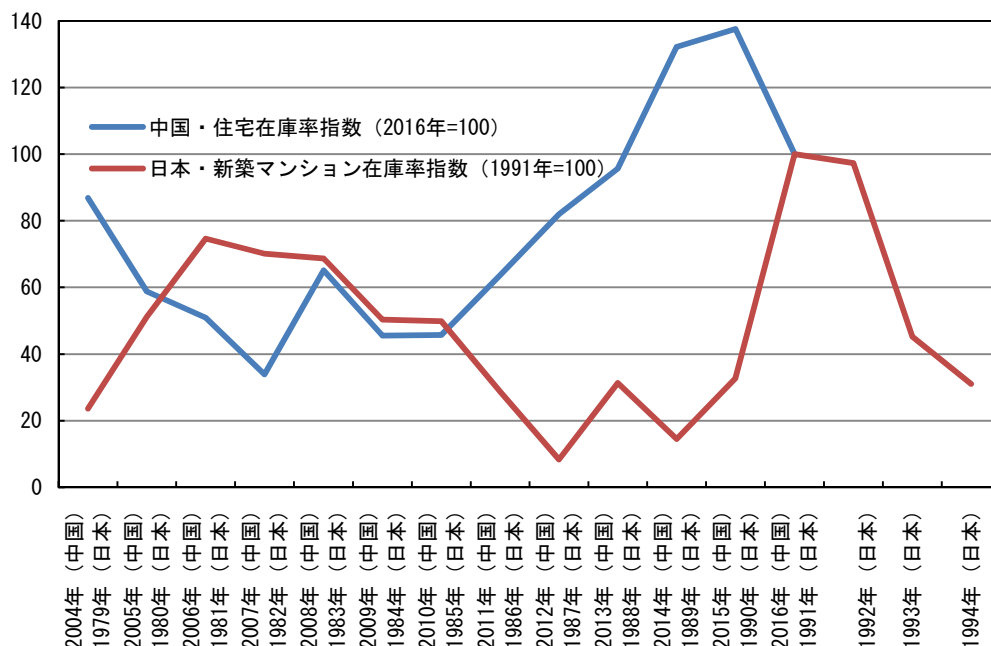
(出所) BIS 統計より大和総研作成

非政府・非金融部門の債務残高が増加している大きな要因の一つは、鉄鋼業等の過剰生産能力であり、このデータだけだと、家計部門の債務残高の非政府・非金融部門の債務残高に占める比率が低い理由は、鉄鋼業等の過剰生産能力のための債務残高の占める比率が高く、住宅関連の債務残高の占める比率が低いことである可能性も考えられる。しかし、近年の中国と不動産バブル崩壊前後の日本の住宅在庫率を比較した図表4は、中国でも住宅関連の債務残高の増加は、非政府・非金融部門の債務残高の増加に相当程度の寄与をしているが、家計部門の債務残高の非政府・非金融部門の債務残高に占める比率は日本ほど高くない可能性を示している。

不動産バブルの崩壊の直前に非政府・非金融部門の債務残高の対 GDP 比が上昇していた時期の日本における住宅在庫率を見ると、その前後に比べてかなり低下している。このことは、この時期における住宅関連の債務残高に占める不動産開発企業の債務残高の比率の低下に寄与していたと考えられる。

一方、2008年のリーマン・ショック以降、非政府・非金融部門の債務残高の対 GDP 比が上昇した時期の中国における住宅在庫率の推移を見ると、2011年以降上昇している。不動産開発企業が住宅在庫を持つための債務残高は、在庫となる住宅の着工の時点から増加していることを勘案すると、2008年のリーマン・ショック以降非政府・非金融部門の債務残高が増加し始めたころから、不動産開発企業の債務残高の増加がそれに寄与していたと考えられる。したがって、2008年のリーマン・ショック以降の非政府・非金融部門の債務残高の対 GDP 比の上昇には、住宅関連の債務残高の増加もかなり寄与していたが、その中に占める不動産開発企業の債務残高の割合が高まった一方で、家計部門の債務残高の非政府・非金融部門の債務残高に占める比率は、高まる傾向にはあるものの、日本と同程度にまでは高まっていない可能性が考えられる。

図表4 近年の中国と不動産バブル崩壊前後の日本の住宅在庫率の推移の比較

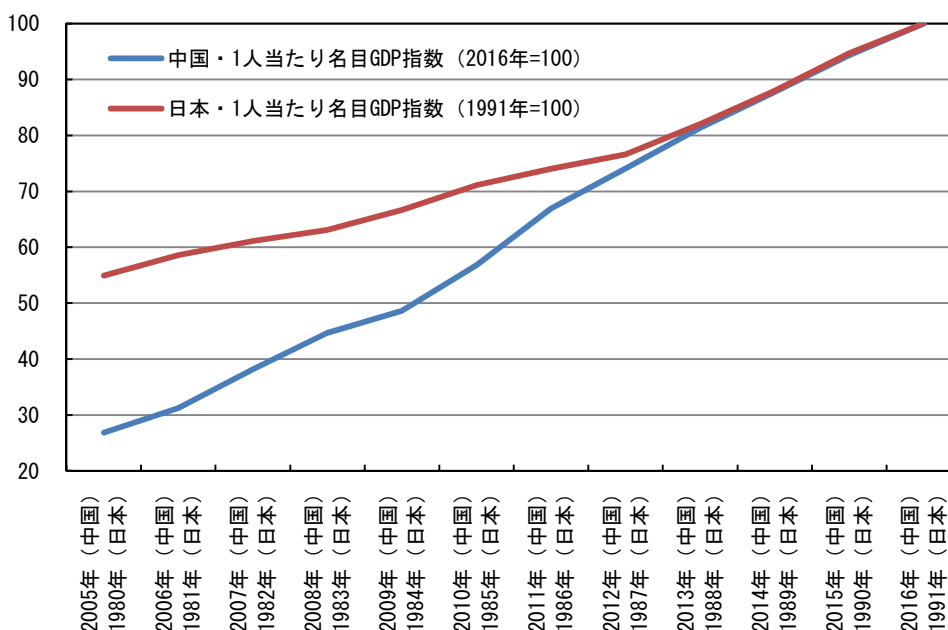


(注1) 日本の在庫率は年末在庫戸数÷(年間契約戸数/12)(戸数ベースで在庫が何ヶ月分の販売に当たるか)
(注2) 中国の在庫率は年末住宅在庫面積÷(年間住宅販売面積/12)(面積ベースで何ヶ月分の販売に当たるか)
(出所) 中国国家统计局、不動産経済研究所より大和総研作成

家計部門が債務を履行できなくなった場合に比べ、企業が債務を履行できなくなった場合の方が、金融機関のつなぎ融資等による救済の可能性がより高いと考えられる。特に中国の場合、金融機関のみならず、金融機関以外の企業にも政府が関与していることが多いことから、つなぎ融資等による救済の可能性が、日本に比べて高いと考えられる。このことから、中国では、非政府・非金融部門の債務残高が増加しても、それによって直ちに金融機関の不良債権が増加して、金融危機が起こる可能性は、比較的低いと考えられる。

また、家計部門の債務についても、国民1人当たりの名目GDPの増加率の違いを勘案すると、近年の中国の方が、不動産バブル崩壊前の日本に比べて、履行不能の起こる可能性が低いと考えられる。図表5は、近年の中国と不動産バブル崩壊前の日本における1人当たり名目GDPの推移を10年程度の期間について指数化して比較したものであるが、10年程度の期間を通じた増加率の平均は中国の方が高い。また、中国における1人当たり名目GDPの増加率を中国における住宅平均販売価格の上昇率と比較すると、おおむね前者の方が高い。日本の不動産バブル崩壊前の5年間程度の期間においては、新築マンション平均価格の上昇率が1人当たり名目GDPの増加率を上回っており、このことは、債務が返済不能となるケースが増加した背景になっていた。

図表5 近年の中国と不動産バブル崩壊前後の日本の1人当たり名目GDPの推移の比較



(出所) IMF より大和総研作成

以上2つの理由、すなわち債務残高に占める家計部門の比率の低さと1人当たり名目GDPの増加率の高さにより、債務残高の対GDP比および住宅価格の上昇が続いていても、短期的な将来に中国で、債務の返済ができなくなるケースが増加することにより金融機関の不良債権が増加して金融危機が起こる可能性は、日本の不動産バブル崩壊の経験を単純にあてはめて推測されるようには高くないと考えられる。

3. 中国の住宅セクターの中長期的なリスク

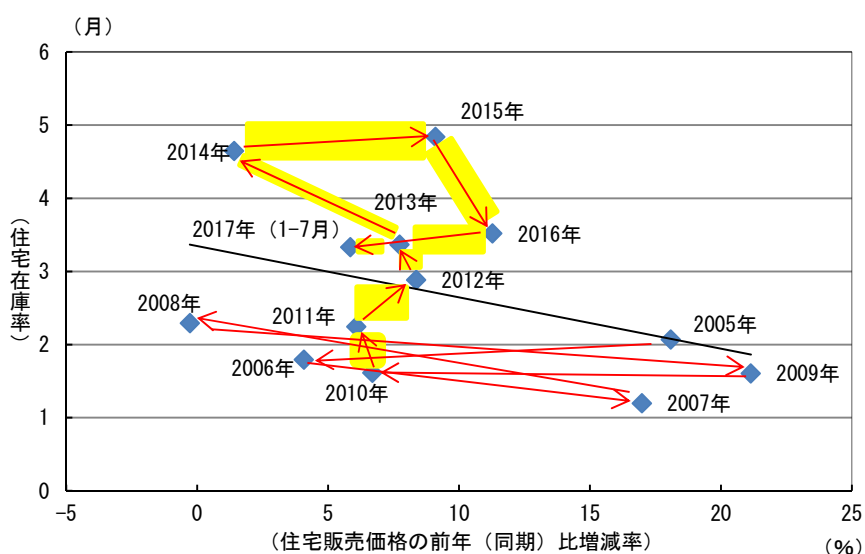
3.1 住宅在庫率が高まっても上昇し続ける住宅価格

図表2と図表4において、中国においては、2011年以降住宅在庫率が高まった状況において、住宅価格が上昇し続けていることを見た。しかし、このような状況は、価格による需給調整機能の通常の働き方を考えると、少し不自然である。何故なら、在庫率が高まると、不動産開発企業は、在庫を持つことにより発生する金利負担などのコストの増加をさけるため、価格を下げて販売を促進しようとするというのが、価格による需給調整機能の通常の働き方だからである。

在庫率が適正水準より低下すると、これと逆のことが起こり、価格が上昇するというのが、価格による需給調整機能の働き方である。日本における不動産バブル崩壊直前の住宅在庫率と住宅価格の関係は、これに従ったものであった。すなわち、土地神話で住宅需要が高まったことにより住宅価格が上昇するとともに不動産開発企業側の住宅在庫率が低下したが、住宅価格の引上げは、不動産開発企業側からは、住宅在庫率を適正な水準に戻すためのものでもあったと考えることができる。

中国でも、住宅在庫率と住宅価格の上昇率との間に価格による需給調整機能の通常の働き方とは異なる関係が見られるようになったのは、2011年以降のことである。両者の相関をプロットした図表6を見ると、2010年までは、中国でも、住宅在庫率と住宅価格の上昇率との間に負の相関関係が観察され、住宅在庫率が高いと住宅価格の上昇率が低いという通常の関係があった。ところが、2011年からはそれが崩れて、住宅在庫率が高まっても住宅価格の上昇率が下がらないという関係が見られる年が増えている。

図表6 住宅在庫率と住宅販売価格の増減率の相関（2005年 - 2017年（1-7月））



(注1) 2005年～2016年の住宅在庫率は、年末住宅在庫面積÷(年間住宅販売面積/12)。2017年(1-7月)の住宅在庫率は、2017年7月末の住宅在庫面積÷(2017年(1-7月)の住宅販売面積/7)

(注2) 住宅販売価格は、住宅販売金額÷住宅販売面積

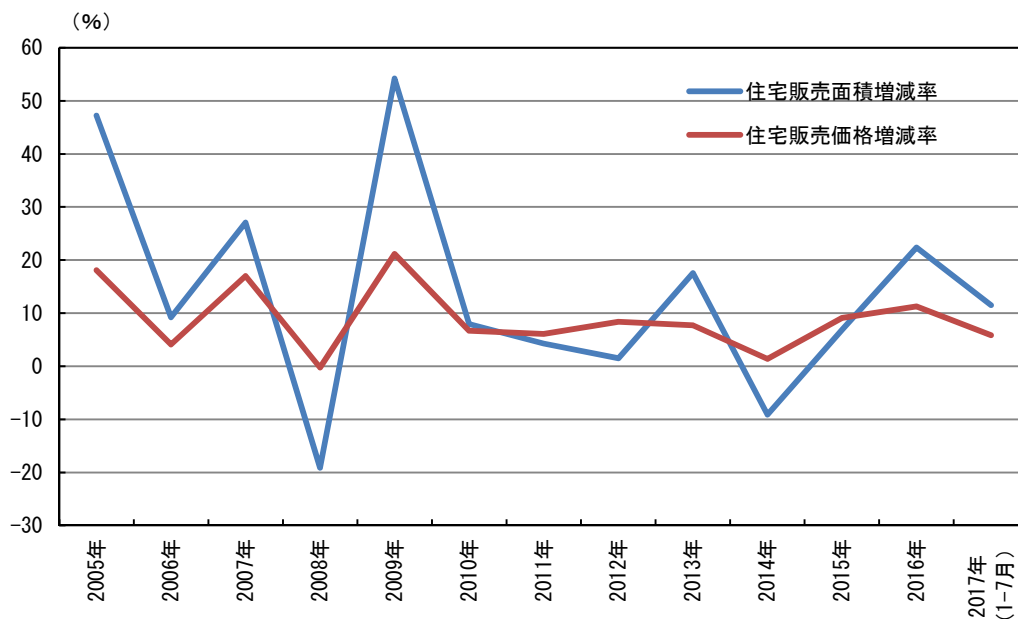
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

3.2 住宅在庫率が高まっても住宅販売価格は下落しないとの期待の下での住宅着工

住宅販売の時点は、住宅着工の時点の後、住宅の建設にかかる期間や住宅の販売にかかる期間が経過してからになることが多く、現時点の住宅着工面積は、同時点の住宅販売面積にいつも対応しているとは限らない。過去の見込み違いで住宅在庫率が適正水準を超えた場合に、住宅在庫率を低下させるために、現時点の住宅着工面積が同時点の住宅販売面積を下回ることもあるし、将来の住宅販売面積が現時点の住宅販売面積を超えると見込まれることから、現時点の住宅着工面積が、同時点の住宅販売面積を上回ることもある。

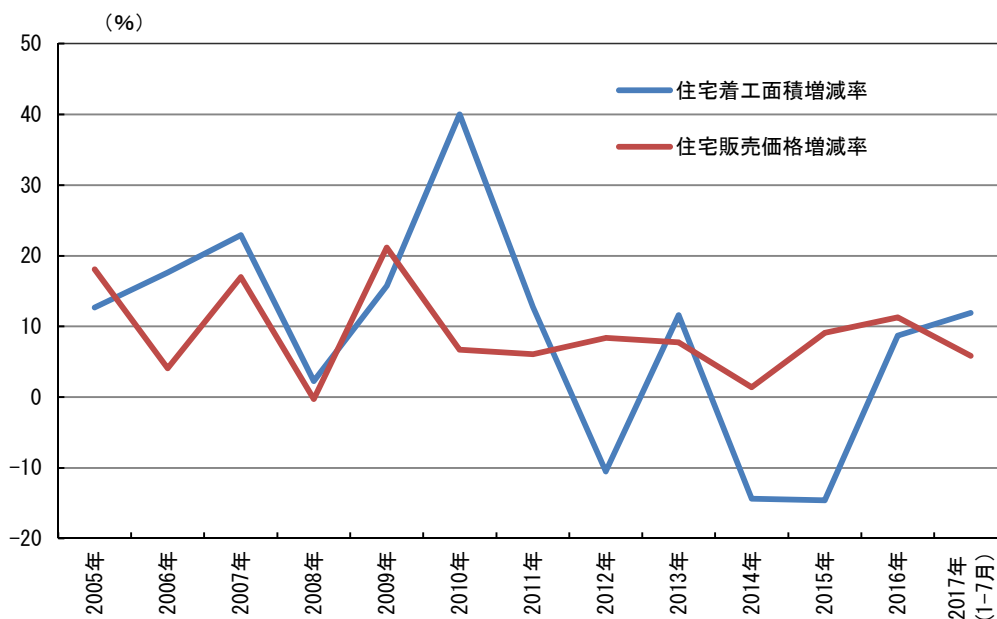
近年の中国においては、住宅販売面積の前年比増減率の山谷は、住宅販売価格の前年比増減率の山谷と連動することが多いが(図表7)、住宅着工面積の前年比増減率の山谷と住宅販売価格の前年比増減率の山谷との間には、それほどの連動関係は見られない(図表8)。そして、両者の間のズレが最も顕著となったのは、リーマン・ショックが発生した後の2010年であった。2010年においては、住宅販売価格の上昇率は縮小に転じた一方で、住宅着工面積の増加率は拡大し続けた。

図表7 住宅の販売面積と販売価格の前年（同期）比増減率の推移



(注) 住宅販売価格は、住宅販売金額÷住宅販売面積
 (出所) 中国国家统计局より大和総研作成

図表8 住宅の着工面積と販売価格の前年（同期）比増減率の推移



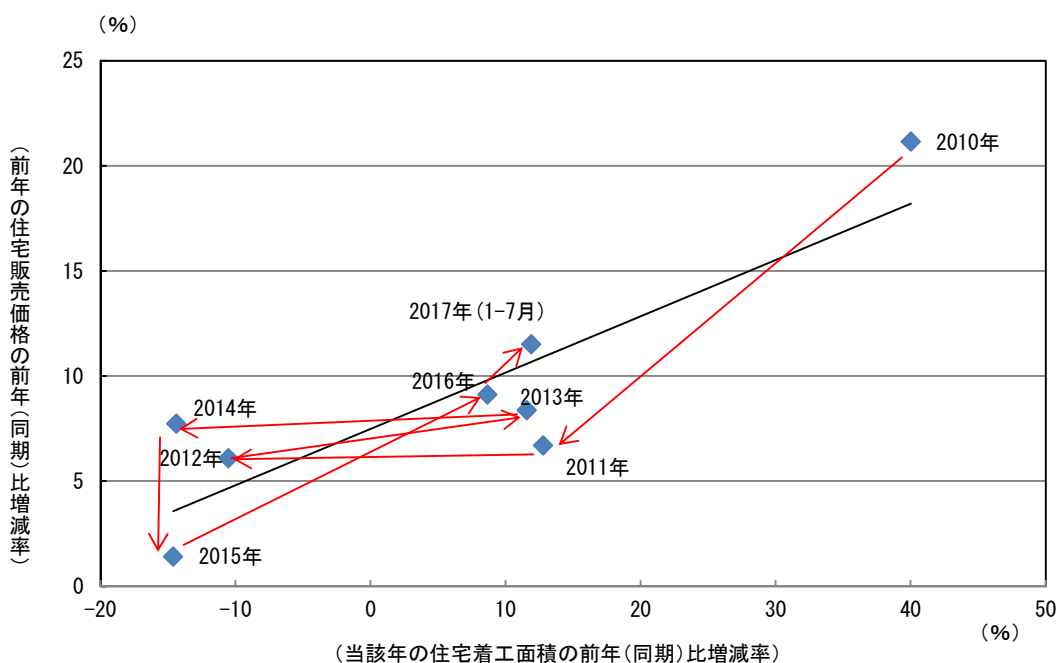
(注) 住宅販売価格は、住宅販売金額÷住宅販売面積
 (出所) 中国国家统计局より大和総研作成

この顕著なブレの発生の背景には、リーマン・ショック以降の中国政府の経済政策の方針転換があると考えられる。リーマン・ショック以降、輸出主導だけでは高い経済成長率の維持が難しくなり、中国政府は、内需主導による経済成長率の維持に、経済政策を大きく変化させた。そのような中で、一旦は住宅販売面積や住宅販売価格の上昇率が縮小しても、すぐにまた拡大

するという期待が生まれ、住宅着工面積の増加率は拡大を続けたと考えられる。

実際には、住宅販売面積の増加率は期待ほどには拡大せず、住宅在庫率が高まり始めた。しかし、住宅在庫率が高まっても住宅販売価格は下落せず、住宅販売価格は将来も下落しないという期待が強まったと考えられる。そして、そのことにより、住宅販売価格が上昇した後に住宅着工面積を増加させれば、すぐに販売できず住宅在庫率が上昇しても、いつかはあまり値崩れしていない価格で販売できて、利益を上げることができると期待される傾向が強まったと考えられる。図表9は、2010年以降の住宅着工面積の前年（同期）比増減率と、前年の住宅販売価格の前年（同期）比増減率の相関を見たものであるが、2010年以降、正の相関が観察される。

図表9 住宅着工面積の増減率と前年の住宅販売価格の増減率の相関（リーマン・ショック後）



(注) 住宅販売価格は、住宅販売金額÷住宅販売面積

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

3.3 住宅の過剰在庫対策のこれまでの成果と今後の注目ポイント

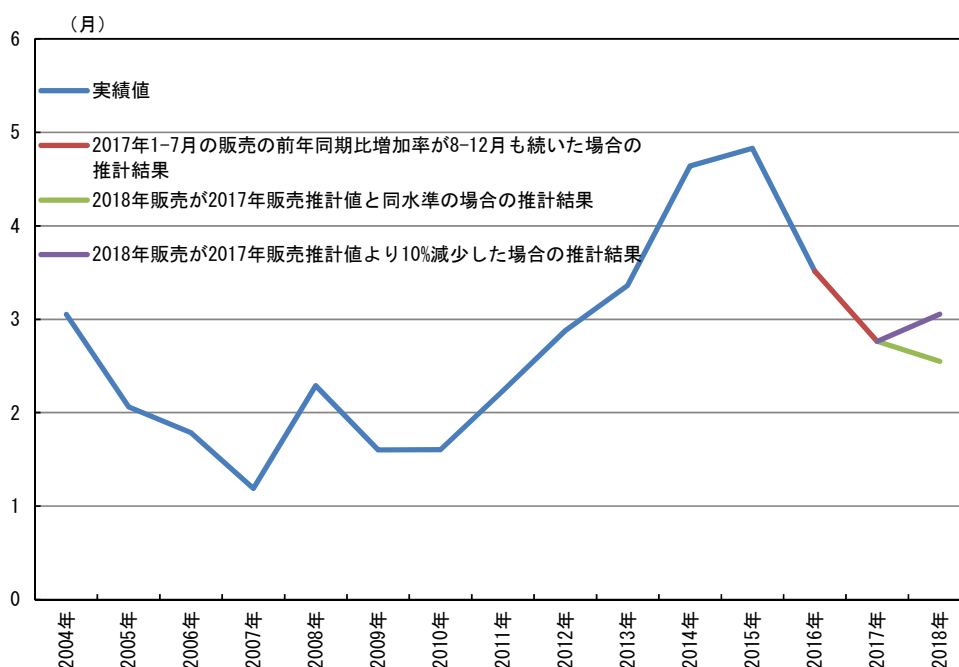
2011年以降上昇し続けた住宅在庫率は、2014年に住宅販売が減少に転じたことから、2014年、2015年にピークに達した。中国政府は、2015年から各種の住宅需要喚起策を講じ、住宅販売面積は再び増加に転じ、2016年以降住宅在庫率は、低下に転じた。また、住宅着工面積は、2014年、2015年と2年連続で前年比減少となり、このことも2016年以降の住宅在庫率の低下に寄与したと考えられる。2017年3月の全人代における政府活動報告には、「各都市の実情に即した対策をとって不動産の過剰在庫を解消する。三・四線都市（中小都市）では今もなお不動産在庫がかなり多く、住民の自己居住需要と都市部に移転する人々の住宅購入需要とを支援する必要がある。」「都市ごとの状況に応じた不動産市場のコントロールを強化し、住宅価格が高騰しがちな都市では住宅用地を合理的に増やし、開発・販売・仲介などの行為を規範化し、住宅価格

の急騰を抑える。」という一節が含まれており、大都市では、住宅供給を増やして住宅価格の上昇に歯止めをかける一方で、中小都市では、在庫の解消のためにも需要を拡大するという、地域別のきめ細かな住宅政策の必要性が示されている。

中国全体の住宅在庫率の平均が低下している一方、大都市の住宅価格の上昇には歯止めがかかり、中小都市の住宅価格は上昇し続けているので、中国政府の住宅政策は、これまでのところ、その目的をかなり達成しているようにも見られる。しかしながら、住宅販売価格の上昇率が変化した後、一定のラグを置いて住宅着工面積の増加率が同様の方向に変化するという関係は、なお観察される。2015年に住宅販売価格の上昇率が拡大に転じた際には、住宅着工面積は減少を続けていたが、2016年には住宅着工面積も増加に転じ、2017年1-7月には、住宅販売価格の上昇率が若干縮小した一方で、住宅着工面積の増加率は、若干拡大している。

中国全体の各年末の在庫率のデータは、2016年まで実績値として計算することができるが、過去の各年の前年の住宅着工面積と当該年の住宅販売面積との差と各年末の在庫の前年比の増減との間の相関関係（図表10の（注1）、（注2）の通り、最小二乗法で推定した回帰式の決定係数が、0.741587。）が将来にわたっても続くと仮定することにより、2017年、2018年の住宅在庫率を推計することができる。図表10は、そのような方法で中国全体の2017年と2018年の住宅在庫率を推計した結果である。

図表10 2017年、2018年の住宅在庫率の推計



（注1）在庫面積の増減の推計式は2016年までの実績値から最小二乗法によって推定した結果で次のようになる。

$$y = 9920.345 + 0.15822 \times (\text{住宅着工面積 (1年前)} - \text{住宅販売面積})$$

（注2）在庫面積の増減の推計式の決定係数は0.741587

（注3）在庫率は住宅在庫面積 ÷ (住宅販売面積 / 12)

（出所）中国国家统计局より大和総研作成

2017年については、住宅販売の実績値が7月まで公表されており、1-7月の前年同期比増加率が年末まで続いたと仮定して2017年の住宅販売面積の推計値を計算し、2016年の住宅着工面積の実績値と組み合わせることで住宅在庫率を推計している。この推計方法によれば、2016年に低下に転じた住宅在庫率は、2017年にさらに低下することになる。ただし、10月18日には第19回中国共産党大会が開幕する予定となっており、その終了後には、マクロ経済政策の引き締めが行われる可能性があると考えられている。実際にそうなった場合には、住宅販売面積の増加率がさらに鈍化して、住宅在庫率は、これほどは低下しないこととなる。

2018年については、住宅着工面積の実績値が2017年7月まで公表されており、1-7月の前年同期比が年末まで続いたと仮定して2017年の住宅着工面積の推計値を計算し、2018年の住宅販売面積については、2017年1-7月の前年同期比増加率が年末まで続いたと仮定して計算した2017年の推計値と同水準になると仮定した場合と、マクロ経済政策の引き締めが行われそれより10%減少すると仮定した場合の2通りについて推計している。前者の仮定では、住宅在庫率はさらに低下するが、後者の仮定では、住宅在庫率は再び上昇に転じる。

これまでの住宅在庫率の低下は、住宅販売面積が堅調に増加する中で実現してきたが、今後住宅販売面積の増勢が鈍化する場面にも住宅在庫率の適正化を持続させるためには、住宅着工面積を抑制することが必要である。住宅販売価格が堅調に上昇を続けてきたこれまでににおいては、住宅着工面積の抑制は、政策による誘導や規制によって行われてきたと考えられる。今後住宅販売面積の増勢が鈍化する場面にも、住宅販売価格を下落させずに、政策による誘導や規制によって住宅着工面積の十分な抑制ができるか否かが注目される。

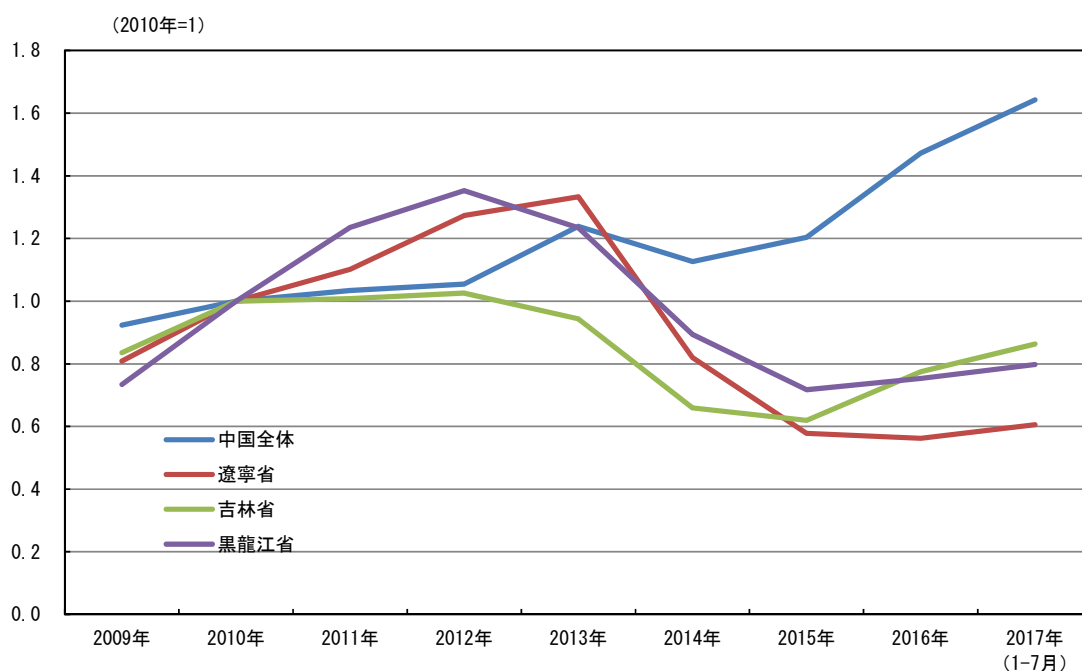
それが難しい場合には、価格の需給調整機能を使って住宅着工面積の増加を抑制することが考えられるが、そのためには、住宅販売価格を下落させる必要があり、不動産開発企業の経営の悪化というリスクへの対応が必要となる可能性がある。この場合には、不良債権の増加への対応などの金融機関における対応が必要となる可能性がある。他方、政策による誘導や規制により住宅着工面積の増加を抑制することが難しいにもかかわらず、不動産開発企業の経営の悪化を恐れて価格の需給調整機能も使わない場合には、住宅在庫率が再び上昇し、その対策として再び住宅需要喚起策がとられるという悪循環に陥る可能性がある。そうなった場合には、住宅在庫率が適正水準を超え続ける一方で、住宅販売価格が上昇し続け、住宅を購入できない国民が増加したり、人件費といったコスト増要因となって産業の競争力を低下させたり、より長期的に、より対応困難なリスクが増大する。

3.4 遼寧省の状況

遼寧省は、リーマン・ショック以降、中国で最も住宅販売面積が減少した省である。図表11は、2010年を基準年として、直近年までに最も住宅販売面積の減少した遼寧省、黒龍江省、吉林省における住宅販売面積の推移と中国全体の住宅販売面積の推移を、指数化してグラフ化したものである。このグラフを見ると、基準年の2010年に比べて、中国全体の住宅販売面積が6割強増加しているのに対し、最も住宅販売面積の減少率の大きい遼寧省では、住宅販売面積が4割程度減少している。遼寧省でも、2013年までは住宅販売面積が増加しており、2013年と直近

年を比べると、住宅販売面積が半分以下になっている。

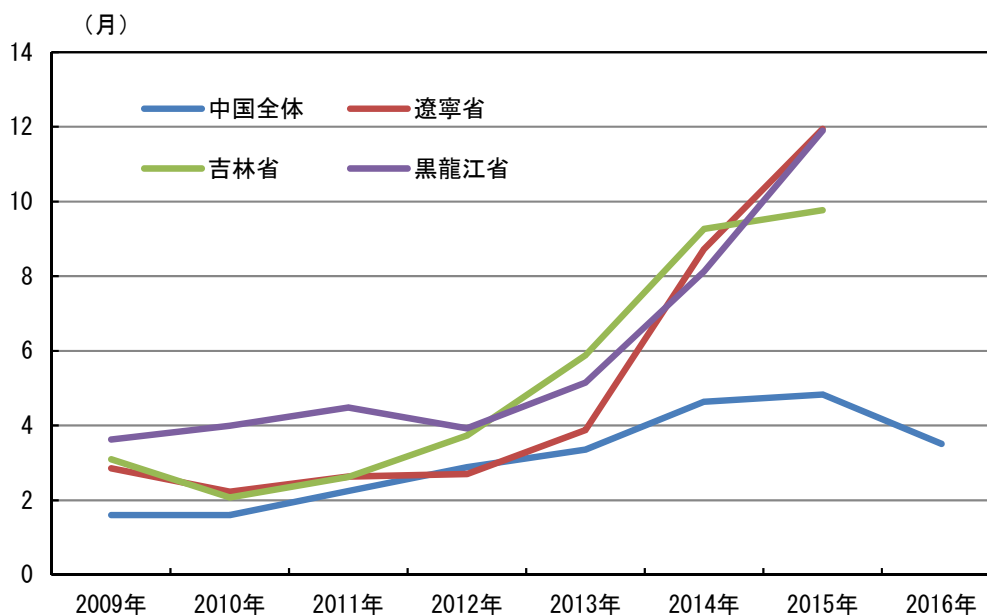
図表 11 2010 年（リーマン・ショック後）を基準年とした住宅販売面積指数の推移



(注) 直近年までに最も減少した3省と中国全体
(出所) 国家統計局より大和総研作成

遼寧省では、住宅販売面積が大幅に減少したことから、住宅在庫率が顕著に高まっている。図表 12 は、遼寧省、黒龍江省、吉林省 3 省と中国全体における住宅在庫率の推移を見たものであるが、遼寧省の 2015 年の住宅在庫率は、中国全体の平均の約 2.5 倍となっている。遼寧省の住宅販売面積の増加率と中国全体の住宅販売面積の増加率の平均との間に大きな差がなかった 2013 年ごろまでは、遼寧省の住宅在庫率は、中国全体の住宅在庫率の平均とあまり違わなかった。このことを考えると、2015 年における約 2.5 倍の住宅在庫率の格差は、地域による適正水準の違いによるものではなく、遼寧省における住宅在庫率が適正水準を上回っている程度が、中国全体の平均的な程度を大きく上回っているために生じていると考えられる。

図表 12 住宅販売面積が最も減少した3省と中国全体の在庫率の推移

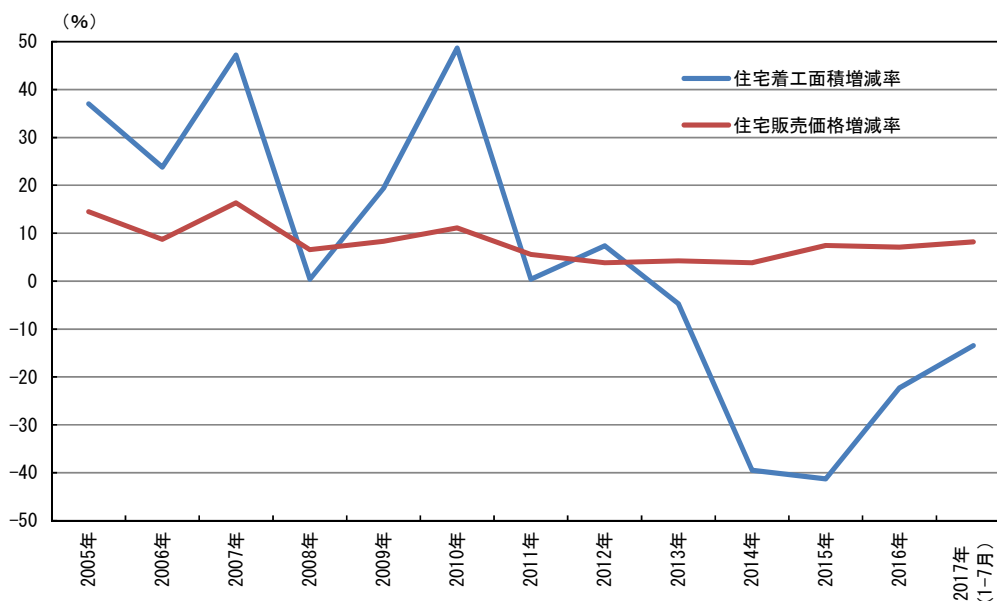


(注1) 在庫率は住宅在庫面積÷(住宅販売面積/12)

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

他方、遼寧省では、住宅販売面積が大幅に減少したにもかかわらず、住宅販売価格は、中国全体と同様に、おおむね下落することなく上昇傾向が続いている(図表13)。このことは、地域ごとにも、住宅販売価格は、住宅需要喚起策や住宅用地の供給のコントロールなどにより、将来にわたって大きな値崩れを起こさないと期待されているためと考えられる。住宅販売面積が大幅に減少したことに対応して住宅着工面積も著しく減少したが、住宅販売価格は、おおむね下落することなく上昇し続けていることを考えると、住宅着工面積の著しい減少は、価格の需給調整機能にはあまりよらずに起こっていると考えられる。なお住宅在庫率が適正水準を大幅に上回っているとみられることは、住宅販売面積が大幅に減少している状況においては、価格の需給調整機能によらずに住宅着工面積を十分に抑制することが容易ではないことを示していると考えられる。

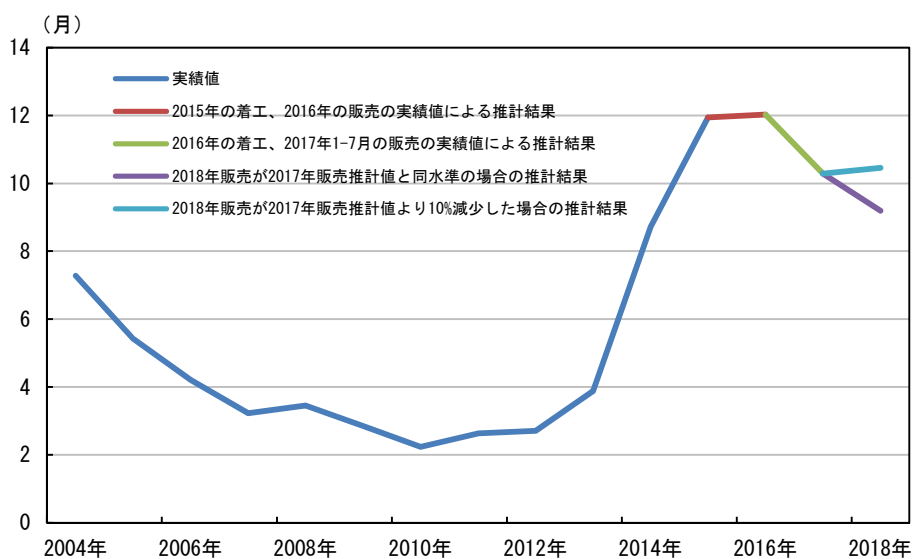
図表 13 遼寧省における住宅の着工面積と販売価格の前年（同期）比増減率の推移



(注) 住宅販売価格は、住宅販売金額÷住宅販売面積
 (出所) 中国国家统计局より大和総研作成

省別の各年末の住宅在庫率のデータは、2015年までしか実績値として計算することができず、遼寧省の2016年以降の住宅在庫率の変化を検討するためには、各年の前年の住宅着工面積と当該年の住宅販売面積の差から推計する必要がある、そのような推計を行った結果が図表14である。

図表 14 遼寧省の在庫率



(注 1) 在庫面積の増減の推計式は 2016 年までの実績値から最小二乗法によって推定した結果で次のようになる。
 $y = -1104.163 + 0.183446 \times (\text{住宅着工面積 (1 年前)} - \text{住宅販売面積})$
 (注 2) 在庫面積の増減の推計式の決定係数は 0.607415
 (注 3) 在庫率は住宅在庫面積 ÷ (住宅販売面積 / 12)
 (出所) 中国国家统计局より大和総研作成

この推計によると、2016年には、住宅販売面積が前年比でなお減少していることなどから、住宅在庫率は、前年より若干上昇する。2017年には、2017年1-7月の住宅販売面積の前年同期比が増加に転じたこともあって、住宅在庫率は、低下の方向に向かう。2018年については、中国全体について行ったのと同様に、2018年の住宅販売面積が、2017年1-7月の前年同期比を使って推計した2017年の住宅販売面積と同水準になると仮定した場合と、それより10%減少すると仮定した場合の2通りについて推計したが、前者の仮定では、住宅在庫率はさらに低下するが、後者の仮定では、住宅在庫率が若干の上昇に転じる。いずれにしても、2018年の遼寧省における住宅在庫率は、中国全体の平均に比べて、なお相当程度高い水準で推移することが見込まれる。

遼寧省のように過剰生産能力の削減が行われている省においては、住宅在庫率が高いからといって住宅需要喚起策によって住宅販売面積を増加させ続けることは、難しいと考えられる。そのような省における住宅在庫率の削減が、価格の需給調整機能によることなく、政策による誘導や規制によって十分に進められるのか否かが注目される。また、それが難しかった場合に、住宅販売価格が下落するのか、それとも住宅販売価格はやはり下落せず、住宅在庫率が高止まりした状況が続くのか注目される。

無登録格付に関する説明書

(ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク用)

当書面は、金融商品取引法の改正により格付会社に対する規制が導入されたことを受けて、ご案内するものです。

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告知しなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

以 上

この情報は、平成28年5月13日に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・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。