

MUFG BK CHINA WEEKLY

三菱 UFJ 銀行 国際業務部

AUGUST 7TH 2019

■ TOPICS

- 中国の不動産市場対策は安定化が基調
～家計債務負担リスクと地方政府施策の新動向に注目

■ WEEKLY DIGEST

【経 済】

- 下期の経済方針 景気下支えを強調
- 雇用安定・消費拡大を今後最優先に
- 7月の製造業 PMI 49.7 前月から 0.3 ポイント改善

本邦におけるご照会先:

三菱 UFJ 銀行国際業務部 東京:03-6259-6695 (代表) 大阪:06-6206-8434 (代表) 名古屋:052-211-0544 (代表)

- ・本資料は情報提供を唯一の目的としたものであり、金融商品の売買や投資などの勧誘を目的としたものではありません。本資料の中に銀行取引や同取引に関連する記載がある場合、弊行がそれらの取引を応諾したこと、またそれらの取引の実行を推奨することを意味するものではなく、それらの取引の妥当性や、適法等について保証するものでもありません。
- ・本資料の記述は弊行内で作成したものを含め弊行の統一された考えを表明したものではありません。
- ・本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。最終判断はご自身で行っていただきますようお願いいたします。本資料に基づく投資決定、経営上の判断、その他全ての行為によって如何なる損害を受けた場合にも、弊行ならびに原資料提供者は一切の責任を負いません。実際の適用につきましては、別途、公認会計士、税理士、弁護士にご確認いただきますようお願いいたします。
- ・本資料の知的財産権は全て原資料提供者または株式会社三菱 UFJ 銀行に帰属します。本資料の本文の一部または全部について、第三者への開示および、複製、販売、その他如何なる方法においても、第三者への提供を禁じます。
- ・本資料の内容は予告なく変更される場合があります。

TOPICS

中国の不動産市場対策は安定化が基調
～家計債務負担リスクと地方政府施策の新動向に注目

MUFG バンク(中国)
リサーチ&アドバイザリー部
中国調査室 于瑛琪

中国の不動産市場は金融市場、地方政府の財政運営、投資需要、住民生活と深く関わっており、中国のマクロ経済の分析において重要な分野となっている。2009 年の世界金融危機以降、景気刺激対策と住宅過剰在庫の解消が、2013 年～2014 年、2015 年～2017 年の 2 回に亘る不動産市場の過熱化と住宅価格の高騰を引き起こした。2016 年 9 月以降、中央政府は投機活動によるリスク防止を目的として不動産抑制政策を徹底するようになり、「住宅は住むものであり、投機するためのものではない」という原則の下に「一城一策(各地方の状況に合わせて個別に不動産対策を施す)」を実施し、不動産価格の安定化を図ってきた。不動産市場の過熱に対する「不動産バブル」懸念は弱まりつつあるが、一部都市における家計部門の債務負担の高まりが消費を抑制するリスクに対し当局や市場参加者が注意を払うようになっている。

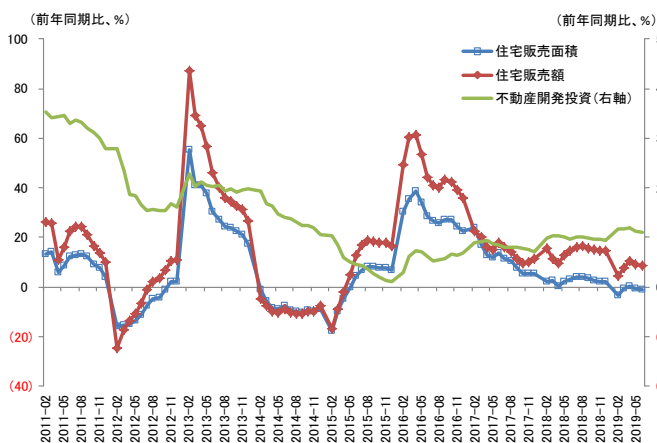
本稿では、投資・販売・価格・在庫といった視点から中国の不動産市場の現状を紹介したうえで、都市別の家計部門債務負担の増加が消費に対する抑制効果を分析する。最後に、1998 年の不動産市場化改革開始以来 20 年間の不動産政策の変遷から中国における不動産政策の特徴を分析し、転換点を迎えた不動産政策の行方を考えてみる。

I. 不動産市場の現状

不動産市場の投資・販売・価格

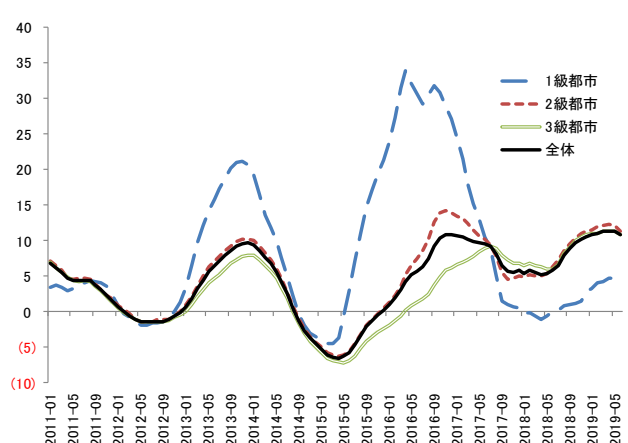
不動産開発投資の増加率は 2015 年 12 月に 1.2% まで低下して以降、徐々に回復しており、2018 年通年の増加率は 9.2% に達し、固定資産投資の重要な構成要素として経済成長を押し上げる要素の 1 つとなった。2019 年に入ってから、不動産開発投資の成長はさらに加速し、二桁成長を維持しているが、4 月以降は増加率が小幅に縮小する傾向が見られる(図表 1)。

【図表 1】住宅市場の投資と販売の推移



(出所) 中国国家统计局より MUFG バンク(中国) 中国調査室作成

【図表 2】70 重点都市の新築住宅価格指数の推移



(出所) 中国国家统计局より MUFG バンク(中国) 中国調査室作成

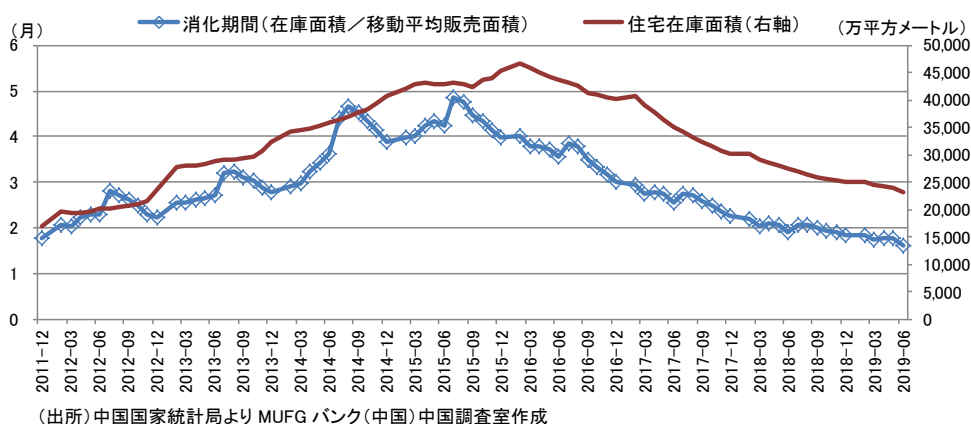
不動産抑制政策の徹底により、2016年3月から2017年末まで、新築住宅販売面積の増加率は低下が続いた。2018年からは増加率はさらに低下し、0~4%で推移(図表1)。2019年1~4月、住宅販売面積はマイナス成長からプラスへ回復したが、5月、6月は2か月連続で減速に転じている。一方、住宅販売額の増加率は住宅販売面積ほど落ち込んだことはなく、2018年から10%前後の増加率で推移してきた。その背景には、2・3級都市の住宅価格の上昇率が比較的高かったことがある。

2018年後半から、住宅価格は緩やかに上昇しているが、2013年と2016年のように1級都市の住宅価格の高騰は見られなかった(図表2)。1級都市の不動産抑制策が最も強く、対応して価格回復の度合いは5%未満と弱い。それに比べ、2019年以降、2・3級都市の住宅価格上昇率は10%を超え、過去2回の価格高騰時の最高水準に近づいており、全国住宅価格の上昇を押し上げている。需給の観点から見ると、1級都市における住宅価格の高騰は供給不足によるところが大きい。それに対し、2・3級都市の住宅市場においては、1級都市ほど需給が逼迫していない。2・3級都市の住宅価格が1級都市以上に上昇したのは、住宅過剰在庫解消政策の促進による実需取引の増加のほかに、投機取引の影響も無視できない。

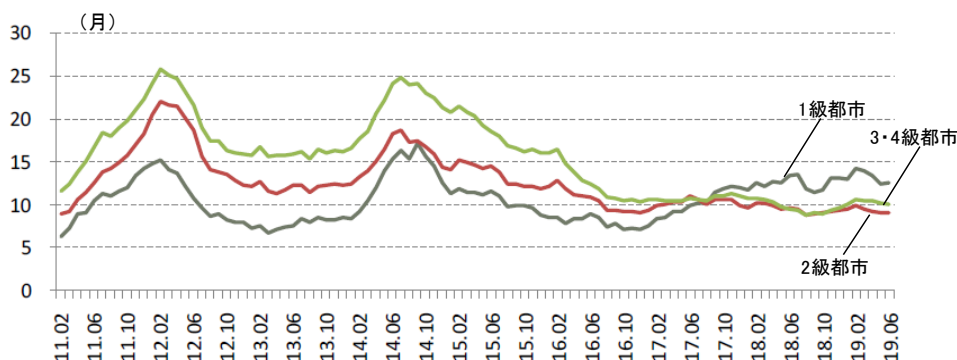
不動産在庫

2015年12月の中央経済工作会议で、「三去一降一補」(3つの過剰の解消、コストの削減、不足の補完)を供給側構造改革の5つの任務としたが、「不動産在庫の解消」はその重点任务の1つとなっている。不動産過剰在庫の解消措置により、住宅在庫面積は2016年2月に最大値の4億6,635万平方メートルを記録してから減少が続いた。特に、2017年から、不動産在庫解消はさらに加速している(図表3)。2019年6月末時点で、全国の住宅在庫面積は2億3,236万平方メートルまで減少し、3年4か月で50%以上の住宅在庫を削減したことになる。

【図表3】住宅在庫消化期間の推移



【図表4】都市規模別の住宅在庫消化期間



全国平均の住宅在庫の消化期間は2015年7月に最大値の4.87か月に達した。2015年の金融緩和と不動産刺激政策の効果が顕著で、住宅在庫の消化期間が急速に低下した。2018年に入ってから、全国平均の住宅在庫消化期間は2か月を割り込んで推移していた(図表3)。易居研究院の「100都市住宅在庫報告」では、2019年6月、統計対象100都市の住宅在庫解消期間は9.8か月である。自然資源部の土地供給規則によると、中国の不動産市場は住宅在庫消化期間が6～12か月に達した場合、土地供給の政策目標は「土地供給を増加する」とする。詳細を見ると、100都市のうち、在庫消化期間が36か月以上、18～36か月、12～18か月、6～12か月、6か月以下にある都市数はそれぞれ0、12、27、46、15となっている。

【図表5】100重点都市の住宅在庫消化期間による分布

在庫消化期間	土地供給の政策目標	都市数	都市例
36か月以上	土地供給を停止する	0	—
18～36か月	土地供給を減少する	12	漳州、燕郊、香河、大厂、厦門、三亜、包頭、舟山、蕪湖、唐山、煙台、固安
12～18か月	土地供給を平穩に維持する	27	北京、天津、無錫、洛陽、長春、武漢、西安、東莞、太原、上海など
6～12か月	土地供給を増加する	46	福州、常州、広州、深圳、青島、佛山、中山、揚州、長沙、済南、珠海、保定、蘇州、重慶など
6か月以下	土地供給を加速して増加する	15	九江、合肥、南寧、成都、寧波、杭州、鄭州など

(出所)易居研究院の「100都市住宅在庫報告」、自然資源部より MUFG バンク(中国)中国調査室作成

図表4が示しているように、2011年から2016年9月まで、3・4級都市の住宅在庫消化期間は10か月以上で最も高く、不動産市場が過熱していた時期、3・4級都市の在庫過剰問題は最も深刻であったことが分かる。但し、2016年9月以降、不動産抑制政策が最も厳格な1級都市の住宅在庫消化期間は2・3・4級都市を逆転し、2級都市と3・4級都市の在庫消化期間に差がほとんど無くなった。そこから、不動産市場の都市規模別の特徴は2011年から2016上半期の5年間続けてきたが、2016年9月より大きな変貌を迎えていることが分かる。

6月の1級都市、2級都市、3・4級都市の住宅在庫解消期間はそれぞれ12.6、9.2、10.1か月となっており、5月と比べて1級都市は小幅に上昇し、2級都市は横ばいで、3・4級都市は小幅に低下した。2019年上半期の住宅在庫指数を見ると、都市規模を問わず、前年と比べては在庫上昇の傾向にある、特に、土地販売市場が減速に転じている都市では、在庫増加のペースがもっと高い。2019年下半期は、不動産取引市場に対する抑制策が強化されつつあるため、住宅在庫はさらに上昇する可能性がある。ディベロッパーも在庫管理のために、値下げしてでも販売促進するモチベーションが高まりつつある。

Ⅱ. 一部都市における家計債務負担の増加が消費を抑制する可能性

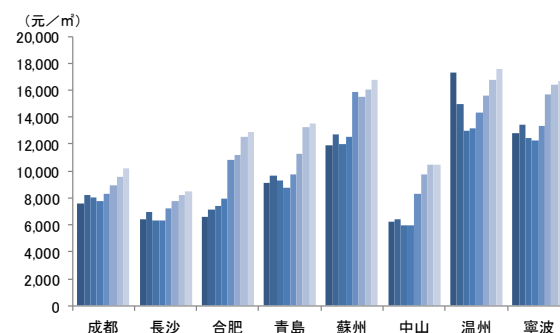
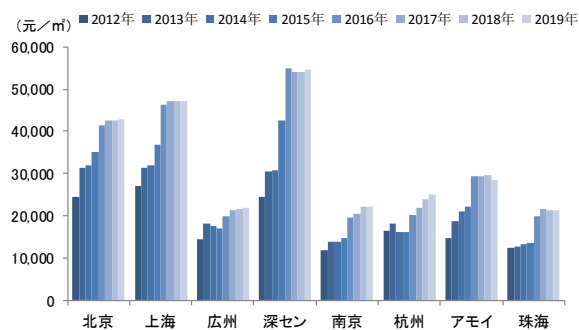
中国の家計債務における住宅ローンの割合が高い。住民向け貸出残高の中には、消費貸出と経営貸出も含まれるが、消費貸出の割合が圧倒的に高い。しかも、消費貸出の80%以上は住宅ローンとなっている。地域間の経済発展水準、不動産価格上昇の度合いに応じて差が大きいと、都市別の家計債務の水準も差が大きい。家計の債務負担を見るには、「個人資金レバレッジ比率」と「家計部門レバレッジ比率」といった2つの指標が挙げられる。個人向け貸出残高／個人預金残高を「個人資金レバレッジ比率」として定義し、2018年11日に発表された「中国金融安定報告(2018)」では、個人向け貸出残高／GDPを「家計部門レバレッジ比率」として家計債務を測っている。

【図表 6】家計債務負担ランキング

都市	個人資金レバレッジ比率 (個人向け貸出残高/個人預金残高)	家計部門レバレッジ比率 (個人向け貸出残高/GDP)
杭州	136.7%	103.2%
アモイ	172.2%	96.3%
温州	82.7%	91.1%
海口	73.2%	83.8%
深セン	144.4%	82.3%
珠海	124.3%	75.6%
広州	101.9%	73.4%
南京	128.6%	71.3%
上海	78.0%	68.2%
合肥	127.4%	66.0%
昆明	66.8%	62.6%
中山	82.9%	60.3%
北京	55.4%	59.4%
保定	41.9%	57.9%
寧波	92.6%	57.4%
重慶	72.6%	57.0%
瀋陽	48.2%	56.7%
成都	65.2%	55.9%
石家荘	50.4%	54.0%
蘇州	107.5%	51.2%
ハルビン	57.2%	49.0%
長沙	94.5%	48.9%
呼和浩特	55.7%	41.8%
青島	81.0%	39.9%
大連	47.9%	38.8%
常州	57.4%	31.7%
威海	45.8%	25.9%
無錫	48.9%	24.0%
煙台	35.1%	20.1%

(出所)各地統計局より MUFG バンク(中国)中国調査室作成

【図表 7】新築住宅平均価格の推移



(出所)中国国家統計局より MUFG バンク(中国)中国調査室作成

図表 6 では、この 2 つの指標を利用して全国 29 都市の家計債務水準を分析した。杭州、厦門、深圳は、2 つの指標において上位にあり、投機活動が活発で、不動産価格の上昇が激しかったことが主要な原因である。たとえば、2016 年～2018 年に、杭州の個人向け貸出残高の前年比増加率は 33.1%、28.3%、44.5%であったが、同期間の個人預金残高の増加率は 11.5%、2.1%、17.6%となっており、個人向け貸出の増加率は個人預金残高の増加率を大幅に超えていた。厦門の場合、2016 年～2018 年の個人向け貸出残高の増加率は 20.6%、27.3%、7.8%となっている。2016 年～2017 年 6 月は厦門の不動産価格が急上昇した時期であったが、2018 年から不動産取引が沈静化すると同時に、個人向け貸出残高の伸び率も急激に減速した。

杭州、厦門、深圳だけでなく、珠海、広州、南京、合肥、蘇州の個人資金レバレッジ比率も 100%を超えている。これらの都市はすべて住宅価格の大幅な上昇を経験してきた(図表 7)。住宅価格が住民生活水準に与える影響を測るには、「住宅価格対所得比率」という指標がよく使用される。世界的に住宅価格対所得比率が 6.5～7.5 が合理的な水準と見られる。全国 50 重点都市で、2018 年の住宅価格対所得比率が 2010 年と比べて上昇したのは 15 都市で、その他の 35 都市は低下した。2010 年～2018 年の推移状況を見ると、80%以上の都市の住宅価格対所得比率が 2010 年～2015 年/2016 年に低下しており、2015 年/2016 年を底に上昇に転じた(P9 付表)。2018 年の水準が 2010 年よりも高くなっている 15 都市は 2015 年以降の不動産価格の上昇が比較的激しかったため、2～3 年で過去 5 年間の低下分を超えて上昇した。この 13 都市は上海、広州、深圳、天津、石家荘、太原、南京、合肥、厦門、保定、東莞、佛山、珠海、中山、鄭州となっており、前述の個人資金レバレッジ比率が 100%を超えた都市がほとんど含まれる。都市の地域分布では、1 級都市を除けば、京津冀都市圏と珠江デルタ都市圏の 2・3 級都市における住宅価格対所得比率の上昇が顕著である。

¹ 住宅価格対所得比率＝世帯住宅平均価格/世帯年間平均所得。中で、世帯住宅平均価格＝一人当たり住宅面積×世帯平均人口×住宅販売平均価格、世帯年間平均所得＝世帯平均人口×一人当たり年間所得。

【図表 8】住宅価格対所得比率の推移(都市別)

	深セン	上海	アモイ	珠海	広州	南京	天津	鄭州	石家荘	太原	合肥	保定	東莞	佛山	中山
2010	20.7	23.4	13.4	11.9	12.5	12.6	12.2	10.7	9.1	9.1	9.7	8.4	6.4	8.9	7.2
2011	20.2	23.0	13.2	13.5	12.3	11.7	12.4	10.8	8.6	9.0	9.1	8.4	6.8	8.5	7.1
2012	18.3	20.9	11.9	11.7	11.3	10.3	10.9	9.8	7.8	8.3	7.8	7.7	6.5	7.3	6.2
2013	20.0	20.6	13.0	11.0	12.6	10.6	11.7	10.8	8.1	8.5	7.8	7.9	6.3	7.5	5.9
2014	24.5	21.6	16.7	12.2	13.8	10.8	11.4	10.4	8.7	8.8	8.2	8.2	8.5	7.9	6.0
2015	27.0	21.8	16.9	11.7	12.4	10.3	10.6	10.0	8.5	8.6	8.0	8.4	7.8	7.2	5.4
2016	36.9	25.0	19.5	13.9	12.3	12.3	11.5	10.5	8.9	8.3	9.4	9.4	10.0	7.8	6.2
2017	36.2	26.6	20.8	15.7	13.4	13.0	12.7	11.1	10.0	8.6	10.3	10.4	11.0	9.3	7.3
2018	34.2	25.2	19.9	15.5	13.1	13.1	12.4	10.9	10.1	9.6	10.4	10.5	11.1	9.4	7.7

(出所)wind より MUFG バンク(中国) 中国調査室作成

最近、中央当局も家計部門の債務負担の増加の消費に対する抑制効果に明らかに懸念を示すようになってきている。人民銀行が7月19日に発表した「中国地域金融運営報告(2019)」は、家計部門レバレッジ比率と消費の増加率に対する影響に関する計量分析を行い、一人当たり可処分所得、社会融資規模といった変数をコントロールした場合、家計部門レバレッジ比率が1ポイント拡大すれば、社会消費財小売総額の増加率は0.3ポイント前後低下するというシミュレーション結果を出している²。2019年6月13日～14日の陸家嘴フォーラム(2019)で、銀行保険監督管理委員会主席が一部都市における家計部門レバレッジ比率の急速な上昇に対する懸念を提起した。社会新規預金の半分前後は不動産分野へ流入し、一部の不動産企業が貸出資金を過度に吸収したことにより、社会の資金利用の効率性を損ない、不動産市場の投機的活動を助長すると指摘した。

現在では、不動産市場対策の実施主体が地方政府となったが、中央政府の「不動産価格の過激な上昇を断固として防止する」という意向は決して変わっていない。不動産価格が過熱気味となった都市に個別に警告を発することから、中央政府は不動産価格の過度な上昇への敏感度が非常に高いことが分かる。その原因としては、景気対策として実施された不動産刺激政策による不動産価格の高騰が家計部門レバレッジ比率を押し上げてきたことである。三大需要の中では、輸出と投資が下押し圧力が大きい状況下では、重要な牽引力である消費も軟調になった場合、経済成長の「安定化」目標の達成は難しくなる。過剰な家計債務が消費に打撃を与えることを防止するために、以前のような景気対策としての不動産刺激政策の代わりに、需給関係を中心とする調整政策へ転換している。

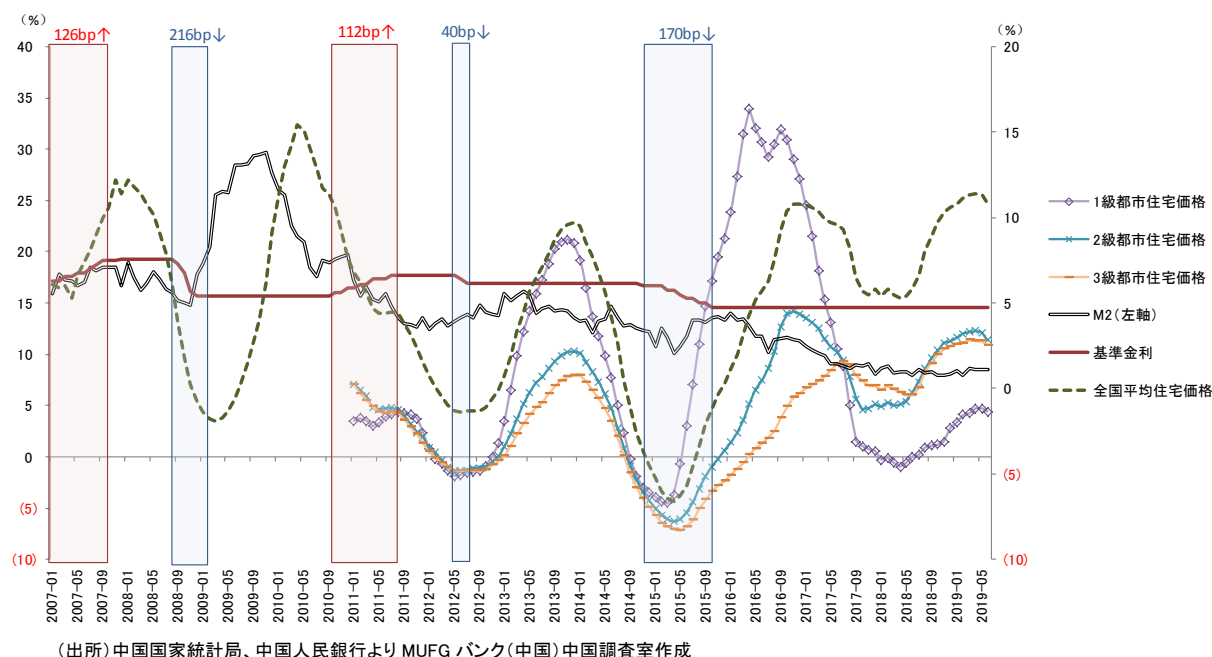
Ⅲ. 不動産市場対策の変遷と見通し

1998年～2016年:景気刺激政策としての不動産市場対策

1998年～2008年の間で、中国の不動産市場の発展に6回の循環変動が見られる。不動産価格の上昇率が最高点に達した年は2003年、2005年、2007年、2010年、2013年と2016年であった(図表9)。この間に不動産市場対策も6回の方向転換が行われ、中でも刺激策は2008年～2009年、2014年～2016年9月の2回あり、抑制策は2002年～2004年、2005年～2007年、2010年～2013年、2016年9月から現在までの4回が含まれる。

² 「中国地域金融運営報告(2019)」のP4で計量分析の結果が確認できる。

【図表 9】金融政策と不動産市場の関連性



1998 年～2016 年 9 月までの中国不動産関連制度の特徴は民生改善だけでなく、マクロ経済対策の 1 つとしても活用されていたことである。2014 年～2016 年 9 月まで、住宅頭金最低比率の引き下げなど一連の不動産刺激対策が次々と打ち出され、2015 年の利下げと合わせて住宅市場の過熱と価格高騰を引き起こした。景気状況に合わせる政策変動は住宅市場の安定化に不利な一面がある。一部の都市では 2 年間で住宅価格が倍増した。中低所得者の住宅購入負担が拡大し、民生状況を逆に悪化させただけでなく、不動産価格の高騰は不動産市場の投機的活動に拍車をかけ、「不動産バブル」の発生がシステミックリスクに繋がりがかねないと懸念されるようになった。

2017 年～現在:不動産対策における中央政府と地方政府の機能の転換

2016 年 12 月の中央経済工作会议で、中央政府は不動産関連政策について「住宅は住むものであり、投機するためのものではない」という原則を提起し、不動産市場の過熱を防止する決意を固めた。以前の不動産市場対策は中央銀行による預金準備率や住宅ローン頭金比率の調整などの中央当局からのトップダウン政策が主流であったが、2016 年 9 月以降、「一城一策(各地方の状況に合わせて個別に不動産対策を施す)」という施策方針の下で、地方政府の不動産市場対策における主導性が高まりつつある。

但し、北京や上海などのような 1 級都市の政府は不動産市場対策における経験が豊富であり、対策の仕組みも改善されているのに対し、2・3 級都市政府は不動産市場対策において経験不足の面があり、不動産市場の変動が 1 級都市と比較して変動が大きい。例えば、2017 年 2 月から、西安、成都、南京などの 2 級都市は住宅購入優遇政策を人材招致の梃として導入し、後に不動産価格が急上昇することに対して当局から警告が出された経緯があった³。2018 年 5 月、住宅建設部は成都、太原、西安、海口、三亚、長春、ハルビン、昆明、大連、貴陽、徐州、佛州の都市建設責任者と「談話」を行った。2018 年 8 月、海口、三亚、煙台、宜昌、揚州の責任者と「談話」を行い、不動産関連の投機活動を厳格に取り締まり、不動産価格の高騰を断固として防止するように要求した。地方政府の主導性が高まっているとはいえ、中央政府は不動産政策の方向性において依然として大きな影響力がある。

3 詳細MUFG/バンク(中国)経済週報第400号「地方都市の『人材争奪戦』が熾烈化する～都市化、高齢化、発展モデル転換を背景に」(https://Reports.btmuc.com/File/pdf_file/info001/info001_20180614_001.pdf)をご参照ください。

【図表 10】中央から地方に対する住宅価格上昇警告

時間	出来事	対象都市
2018年5月	住宅建設部による「談話」	成都、太原、西安、海口、三亜、長春、ハルビン、昆明、大連、貴陽、徐州、佛山
2018年8月	住宅建設部による「談話」	海口、三亜、煙台、宜昌、揚州
2019年4月	住宅建設部による「警告」	2019年第1四半期に住宅価格・地価上昇の大きかった6つの都市(詳細は未公開)
2019年4月	中国中央テレビによる「指名」	呼和浩特、貴陽、丹東
2019年5月	住宅建設部による「警告」	佛山、蘇州、大連、南寧

(出所) 公開情報より MUFG バンク(中国) 中国調査室作成

2019 年上半期に、各地方政府は不動産対策を 251 回打ち出したが、2018 年同期の 192 回と比べて 31% 増加した。不動産政策の断片化が進む中、不動産市場の参加者が需給関係などの市場要素より、目まぐるしく変更される政策に振り回されやすい面もある。不動産市場の状況は地域によって状況が異なるため、全面的な刺激策・抑制策が不動産市場の過度な変動を招き、システミックリスクに繋がりがかねないということを考慮して、地方政府による不動産市場対策の主導権を強化していたが、不適切な施策によって中小都市の不動産市場の変動が逆に拡大される可能性も否めない。

2019 年に入ってから、経済成長を下支えするために、年初には住宅関連規制を一旦緩和する傾向にあったが、すぐに打ち切られたことから、中央政府は不動産リスクに関して依然として慎重な姿勢を示していることが分かる。不動産抑制策から促進策へ転換されない限り、以前のような流動性の大規模な緩和で生じた投機目的の住宅購入と不動産価格の高騰は考えにくい。但し、地方政府による不動産政策の変動が、一部の中小都市における局地的な住宅価格の乱高下などのリスクを引き起こしかねないことに注意する必要がある。

中央政治局会議: 不動産市場政策の基調を決定

過去1年間の政治局会議の内容を振り返ってみると、2018年7月の政治局会議で「不動産価格の上昇を断固として防止する」と強調されたものの、2018年10月と12月の政治局会議では不動産関連の内容が提起されなかった。2019年上半期には、流動性供給の強化と「一城一策」を背景に、不動産価格が再び上昇傾向に転じ、特に2・3級都市の上昇幅は10%以上に達した。中国指数研究院の統計では、全国100重点都市で、2月に新築住宅価格が前月比上昇した都市は56都市であったが、3月に62都市、4月に69都市と住宅価格上昇の都市数は連続で増加していた(図表11)。

【図表 11】100 都市の前月比住宅価格の変動



(出所) 中国指数研究院より MUFG バンク(中国) 中国調査室作成

【図表 12】中央政治局会議の不動産関連内容

時間	不動産関連内容
2017年7月24日	不動産市場の安定を維持し、政策の持続性・安定性を堅持し、長期的体制の構築を加速する。
2017年12月8日	住宅制度改革と長期的体制の建設を加速する。
2018年4月23日	銀行貸出、株式市場、債券市場、為替市場、不動産市場の健全な発展を推進し、監督管理を強化し、リスクを防止する。
2018年7月31日	不動産市場の問題を解決し、「因城施策」を堅持し、需給バランスを促進する。市場予測を合理的に反映し、市場秩序を整理し、住宅価格の上昇を断固として防止する。不動産市場の安定かつ健全な発展に関する長期的体制の構築を加速する。
2018年10月31日	なし
2018年12月13日	なし
2019年4月19日	「住宅は住むものであり、投機するものではない」という位置づけを堅持し、「一城一政策」「因城施策」「地方政府主体责任」という長期的制御体制を着実に実施する。
2019年7月30日	住宅は住むものであり、投機するためのものではないという原則を堅持する。 不動産市場を短期的な景気刺激策の手段としない。

(出所) 公開情報より MUFG バンク(中国) 中国調査室作成

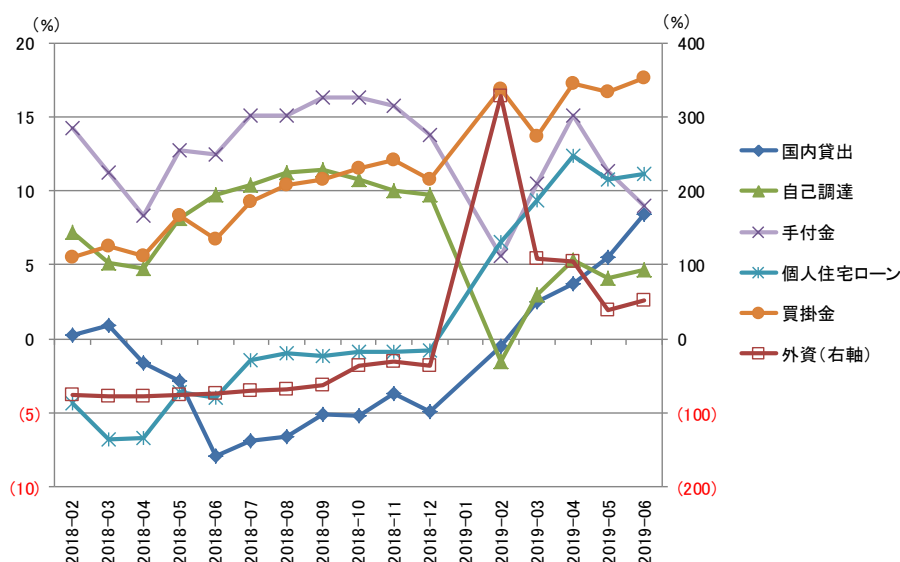
この状況を受け、2019 年 4 月の政治局会議は不動産関連の内容を再度提起し、「住宅は住むものであり、投機するためのものではない」原則を強調し、「一城一策」「因城施策(各地方の状況に合わせて個別に不動産対策を施す)」、「地方政府を主要責任者とする長期的調整体制」の構築を要求したことから、中央政府が不動産市場の過熱気味に歯止めをかけようとする意向が分かる。その後、4 月 19 日と 5 月 18 日に、住宅建設部は住宅価格の上昇が激しい都市に対し直接「警告」を 2 回出した。4 月 19 日に、住宅建設部が 2019 年第 1 四半期に住宅価格・地価上昇の大きかった 6 つの都市に警告を出したと報道されたが、6 つの対象都市の詳細は公開されていない。5 月 18 日、住宅建設部が足元の 3 か月間で新築住宅・中古住宅価格指数の上昇幅の大きかった佛山、蘇州、大連、南寧に警告を発した(図表 10)。

2019 年 7 月 30 日、定例の中央政治局会議で、不動産市場について、従来の「住宅は住むものであり、投機するためのものではない」との原則に加え、「不動産市場を短期的な景気刺激策の手段としない」という姿勢を明らかにした。前述のように、景気下押し圧力が高まったとき、不動産市場規制の緩和によって景気刺激のテコ入れを行ってきた。その結果、不動産価格の高騰と家計部門レバレッジ比率の急上昇を招き、金融市場リスクと消費抑制といった「副作用」も徐々に現れてきた。足元では、中国は景気減速と経済成長モデルの転換という 2 つの課題に直面しており、従来よりも複雑化した発展段階にあることから、「副作用」の拡大を防ぐために、不動産市場の刺激を景気対策の選択肢から外したわけである。中央政府の意思表示は、不動産市場の政策の方向性(特に、不動産市場促進策を景気刺激対策の一環として導入すること)に対する不安感を払拭する効果があると見られる。今後は、不動産市場の健全な発展を実現するために、不動産価格の安定化と長期的政策体制の構築に重点を置くことになる。

不動産関連融資が引締めへ

2018 年末以来、中小都市への融資環境の改善を目的とした「対象限定の預金準備率の引き下げ」などの流動性供給対策が、資本市場の流動性に余裕をもたらした。不動産市場の資金逼迫状況も改善され、一部都市の住宅ローン金利は 10%~15% の上乗せ水準から基準金利まで低下した。2019 年第 1 四半期は、不動産市場の販売が回復するとともに、住宅ローンの伸び率も上昇した。

【図表 13】不動産開発の資金調達金額(前年同期比)



(出所) 中国国家统计局より MUFG バンク(中国) 中国調査室作成

4月の政治局会議をきっかけに、不動産向けの融資が引き締めムードに転じた結果、ディベロッパーは資金圧力、在庫圧力、販売圧力に直面するようになった(図表13)。前述のように、4月に住宅建設部は一部都市に対して住宅価格上昇の警告を発した。5月に、銀行保険監督管理委員会は23号文を打ち出し、不動産信託や海外債券融資に対して引締めの傾向が見られた。6月以来、西安は不動産購入制限を強化し、成都や天津といった都市の住宅ローン利率或いは限度額に関しても引締めの動向が見られ、市場の予測は調整され、不動産販売市場は沈静化が続いている。統計局によると、6月の70重点都市住宅価格の上昇幅は縮小しており、中古住宅価格は前月比0.28%上昇し、増加幅は4月の0.53%、5月の0.43%から2か月連続で縮小した。中央政府による行政指導や金融監督管理当局の行政措置は不動産市場の動向に対する効果が大きいことが分かる。

中央政府が不動産価格の上昇を断固として防止する意向が強まっており、「一城一策」と地方政府の主体责任が強化される背景では、住宅価格の過度な上昇は直ちに行政政策によって抑制されることになる。不動産抑制策が続く中、短期的には、住宅投資・販売の減速が一部の中小都市における住宅価格の低下につながる可能性はある。長期的には、中米貿易摩擦がエスカレートする中、国際経済情勢の行方が不透明になりつつある。国内外の経済情勢の複雑化の影響を受け、不動産業者は投資開発を先延ばし、住民が収入減を懸念とし消費を抑えるようになると、不動産投資も住宅販売も下押し圧力が大きくなると見られる。

【付表】住宅価格対所得比率の推移(都市別)

	三亜	北京	海口	杭州	福州	南寧	南昌	温州	重慶	大連	揚州	寧波
2010	45.5	23.5	24.5	16.4	15.2	13.0	12.7	13.6	11.5	15.0	12.4	13.6
2011	40.2	22.2	20.7	16.4	16.7	12.8	12.6	17.8	10.9	14.0	12.0	11.9
2012	34.7	20.3	16.1	14.3	14.0	10.7	11.0	16.6	9.5	12.6	10.9	10.5
2013	30.1	20.4	13.8	13.9	14.4	9.8	11.5	13.2	10.4	12.1	10.5	10.1
2014	28.5	22.1	12.5	12.7	15.2	9.6	10.5	11.3	10.0	11.3	10.0	9.6
2015	23.6	21.2	11.0	11.2	12.6	8.5	9.3	9.9	8.7	9.8	9.0	8.7
2016	20.2	23.0	10.6	11.9	11.9	8.5	9.4	10.4	8.4	9.3	8.5	8.4
2017	21.5	24.1	12.5	13.2	13.2	9.7	10.2	10.3	9.5	9.5	9.0	9.3
2018	23.2	22.8	14.3	13.5	12.9	10.5	10.5	10.4	10.3	10.0	10.0	9.9

	蘭州	武漢	蘇州	青島	長春	ハルビン	昆明	西安	済南	成都	北海
2010	13.7	10.2	10.7	10.3	10.0	11.1	12.5	8.9	9.2	10.9	9.4
2011	13.3	9.8	10.7	9.9	9.6	10.3	11.8	8.6	9.1	10.3	9.6
2012	11.7	8.7	9.4	8.9	8.6	9.4	10.4	7.3	8.2	8.5	8.5
2013	11.1	8.5	9.4	8.6	8.4	9.3	9.5	7.0	7.8	8.6	7.9
2014	10.4	8.0	8.7	8.2	9.6	8.2	8.8	6.5	7.4	8.6	7.4
2015	8.8	7.7	8.1	7.5	7.9	7.8	7.9	6.7	7.3	7.9	6.7
2016	8.7	8.7	9.5	7.2	8.7	7.5	7.2	6.4	7.5	7.5	6.5
2017	9.1	9.3	9.4	8.0	8.0	7.9	7.8	7.2	8.4	7.9	6.8
2018	9.1	9.0	9.0	8.9	8.8	8.7	8.5	8.4	8.3	8.0	7.8

	西寧	無錫	ウルムチ	瀋陽	唐山	常州	泉州	煙台	貴陽	フフホト	長沙	銀川
2010	10.2	9.4	10.1	8.1	8.9	8.3	7.4	7.4	8.9	7.2	6.6	8.3
2011	10.0	9.0	11.6	9.1	8.4	8.5	7.1	7.2	8.2	7.4	7.3	7.8
2012	9.5	7.5	11.4	8.7	7.8	7.6	6.3	6.6	7.2	6.8	6.6	7.1
2013	9.3	7.1	11.3	8.4	7.5	7.1	6.6	6.3	6.8	6.5	6.4	6.9
2014	9.1	6.6	9.3	7.3	6.9	6.3	7.4	5.9	6.6	6.7	6.0	6.5
2015	8.5	6.1	7.8	6.7	6.3	5.7	6.9	6.0	5.8	6.0	5.3	6.0
2016	7.4	6.7	7.2	6.2	6.0	5.6	6.4	5.6	5.3	5.6	5.3	5.6
2017	7.2	7.3	7.0	6.3	6.5	6.5	6.6	5.6	5.4	5.5	5.7	5.4
2018	7.3	7.2	7.1	6.8	6.7	6.7	6.7	6.4	6.2	5.8	5.8	5.5

(出所)wind より MUFG バンク(中国) 中国調査室作成

WEEKLY DIGEST

【経済】

◆下期の経済方針 景気下支えを強調

中国共産党は7月30日、中央政治局会議を開催し、今年下期の経済方針を決定した。上期の経済運営については「安定のなかで前進した」としながらも、足元で「新たなリスクと挑戦に直面し、経済の下押し圧力は増大している」状況と指摘した上で、積極的な財政政策と穏健な金融政策で景気の下支えを続けていくことを強調。財政面では減税・行政コスト負担軽減策を細部まで着実に実行して効果を引き上げ、金融面では合理的で潤沢な流動性を確保するとした。

重点項目として、供給側構造改革の深化、産業チェーンの水準の引き上げ、消費の潜在力の掘り起こし、雇用安定優先政策の着実な実施などを挙げたが、そのほか今回特に次のような点が注目されている。

まず「貿易摩擦に効果的に対応し、6つの安定を全面的に実行する」ことを盛り込んだ。「6つの安定」とは、雇用・金融・貿易・外資・投資・景気見通しの安定化を指し、昨年7月の同会議ではじめて打ち出した後、翌年の経済運営政策の方針を決定する12月の中央経済工作会议でも強調していたが、4月の政治局会議で示した経済方針では言及しなかったのが、今回復活した。

一方、不動産については、「住宅は住むもので投資するものではない」という従来からの原則に、「短期的な景気刺激の手段にしない」との文言を加え、投機的な取引を抑制する方針を持続することを確認した。

金融面では、4月の会議に盛り込まれていた「デレバレッジ(過剰債務の削減)」については言及しなかった。行き過ぎたデレバレッジが企業の資金繰りに影響し、景気を冷やすことを懸念したものが見られている。

◆雇用安定・消費拡大を今後最優先に

李克強総理は7月31日に開催された国務院常務会議で、今後の政策運営について、雇用安定に最優先に取り組むとともに、消費の潜在的ニーズを一層引き出す方針を示した。米中貿易摩擦の激化に伴う景気減速の懸念が高まる中、雇用維持によるマクロ経済の安定と消費拡大による景気下支えが政府の当面の最重要課題となっていることが示唆された。

また、中国人民銀行は2日、下期の金融運営方針を決める会議を開き、穏健な金融政策を維持することを確認した。具体的には、合理的水準で充足した流動性を保つことや、中小零細企業に対する金融支援強化、金融リスクの解消、不動産市場に流れる投機マネーの管理強化等を挙げた。

<雇用安定策/国務院常務会議の決定>

・起業しやすい環境の整備、新規雇用の一層の創出
・労働集約型企業の雇用状況の注視、大規模リストラに対する早期警戒体制の確立
・中西部への秩序立った産業移転の促進
・職業技能訓練への財政資金支援
・大卒生、退役軍人、農民工等重点対象層の就業・起業の一層の推進
・アルバイト市場、フレキシブル就業の健全な発展、新たな就業形態の発展

<消費拡大策/国務院常務会議の決定>

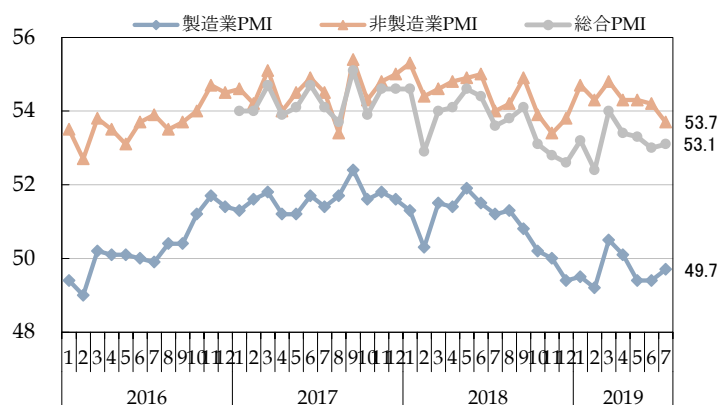
・ビッグデータの活用等を通じたオーダーメイド消費、スマート消費等の新消費形態の促進
・住生活の質の向上による新たな消費市場創出、住宅地の医療・介護・家政サービスの整備
・農産品のコールドチェーン物流サービスの整備、農村ECの発展推進
・旧式百貨店、廃業工場の新消費形態のプラットフォームとしての活用、繁華街歩行者天国の創意工夫
・乙類非処方薬(市販薬)経営に関する審査認可簡素化の試行開始
・国際的著名ブランドの新商品初発売地域の中国への誘致

<下期金融運営方針/人民銀行業務会議の決定>

- ・穏健な金融政策の維持、合理的水準で充足した流動性の確保
- ・マネーサプライ、融資規模の伸び率と名目GDP成長率とを同じレベルに維持
- ・中小・零細企業に対する金融面の支援強化
- ・重大な金融リスクの解消、システミックリスクの防止、不動産市場の投機マネーに対する管理強化
- ・金融開放の拡大、人民元資本項目開放の穏かな推進、クロスボーダー人民元の利用推進
- ・政府発行デジタル通貨や関連電子決済に関する研究の加速

◆7月の製造業PMI 49.7 前月から0.3ポイント改善

【図表1】PMIの推移



(出所) 国家統計局、中国物流購買連合会の公表データを基に作成
(注) 総合PMIは2017年から発表開始

【図表2】製造業PMIの主要項目の推移

		製造業 PMI 指数	生産高 指数	新規 受注 指数	新規輸出 受注指数	原材料 購買価格 指数	輸入 指数	雇用 指数	生産経営 活動期待 指数
2018	1月	51.3	53.5	52.6	49.5	59.7	50.4	48.3	56.8
	2月	50.3	50.7	51.0	49.0	53.4	49.8	48.1	58.2
	3月	51.5	53.1	53.3	51.3	53.4	51.3	49.1	58.7
	4月	51.4	53.1	52.9	50.7	53.0	50.2	49.0	58.4
	5月	51.9	54.1	53.8	51.2	56.7	50.9	49.1	58.7
	6月	51.5	53.6	53.2	49.8	57.7	50.0	49.0	57.9
	7月	51.2	53.0	52.3	49.8	54.3	49.6	49.2	56.6
	8月	51.3	53.3	52.2	49.4	58.7	49.1	49.4	57.0
	9月	50.8	53.0	52.0	48.0	59.8	48.5	48.3	56.4
	10月	50.2	52.0	50.8	46.9	58.0	47.6	48.1	56.4
	11月	50.0	51.9	50.4	47.0	50.3	47.1	48.3	54.2
	12月	49.4	50.8	49.7	46.6	44.8	45.9	48.0	52.7
2019	1月	49.5	50.9	49.6	46.9	46.3	47.1	47.8	52.5
	2月	49.2	49.5	50.6	45.2	51.9	44.8	47.5	56.2
	3月	50.5	52.7	51.6	47.1	53.5	48.7	47.6	56.8
	4月	50.1	52.1	51.4	49.2	53.1	49.7	47.2	56.5
	5月	49.4	51.7	49.8	46.5	51.8	47.1	47.0	54.5
	6月	49.4	51.3	49.6	46.3	49.0	46.8	46.9	53.4
	7月	49.7	52.1	49.8	46.9	50.7	47.4	47.1	53.6

(出所) 国家統計局、中国物流購買連合会の公表データを基に作成

なお、製造業と非製造業のPMI を加重平均して算出した経済全体の景況感を捉える「総合PMI 指数」は前月比+0.1ポイントの53.1だった(図表1)。

国家統計局、中国物流購買連合会は7月31日、7月の「製造業PMI」が49.7だったと発表(図表1)。3ヶ月連続で景況感の節目となる50を割り込んだものの、前月から0.3ポイント改善し、同局は製造業にポジティブな変化が見られたとしている。一方で、この改善が今後の安定した回復につながるかについては慎重な見方が多い。

項目別では、「生産高指数」が52.1(前月比+0.8ポイント)と4ヶ月ぶりに上昇した。「新規受注指数」は49.8(同+0.2ポイント)となった。

輸出入に関しては、「新規輸出受注指数」が46.9(前月比+0.6ポイント)、「輸入指数」が47.4(同+0.6ポイント)で、いずれも前月から上昇したものの、引き続き50を下回っている。

今後の景況感動向を示す「生産経営活動期待指数」は53.6(同+0.2ポイント)と、4ヶ月ぶりに上昇した(図表2)。

「製造業PMI」を企業規模別で見ると、大型企業は50.7(同+0.8ポイント)で、50を下回った前月から大幅に上昇した一方、中型企業は48.7(同▲0.4ポイント)、小型企業は48.2(同▲0.1ポイント)と、前月から低下し、大企業と中・小企業の景況感の差が再び拡大した。

7月の「非製造業PMI指数」は、前月から0.5ポイント下落して53.7(図表1)。業種別では、サービス業が同▲0.5ポイントの52.9、建築業が同▲0.5ポイントの58.2と、いずれも前月から低下した。

MUFG BK CHINA WEEKLY (August 7th 2019)

RMB REVIEW

今週はデータのための掲載とさせていただきます

日付	USD				JPY(100JPY)		HKD		EUR		金利 (1wk)	上海A株 指数	
	Open	Range	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比		指数	前日比
2019.07.29	6.8802	6.8779~ 6.8966	6.8920	0.0122	6.3420	0.0103	0.8815	0.0013	7.6603	0.0003	2.6600	3,080.49	-3.70
2019.07.30	6.8900	6.8793~ 6.8930	6.8845	-0.0075	6.3393	-0.0027	0.8802	-0.0013	7.6718	0.0115	2.7000	3,092.39	11.89
2019.07.31	6.8850	6.8779~ 6.8888	6.8855	0.0010	6.3417	0.0024	0.8797	-0.0005	7.6757	0.0039	2.7500	3,071.73	-20.65
2019.08.01	6.9150	6.8970~ 6.9150	6.9023	0.0168	6.3266	-0.0151	0.8817	0.0020	7.6178	-0.0579	2.6000	3,046.91	-24.82
2019.08.02	6.9488	6.9303~ 6.9502	6.9416	0.0393	6.4877	0.1611	0.8871	0.0054	7.7025	0.0847	2.6500	3,004.02	-42.89

(資料) 中国外貨取引センター、中国人民銀行、上海証券取引所資料より三菱 UFJ 銀行国際業務部作成

～アンケート実施中～

(回答時間: 10 秒。回答期限: 2019 年 9 月 7 日)

<https://s.bk.mufig.jp/cgi-bin/5/5.pl?uri=ZIJ6Qe>