

# 経済情報

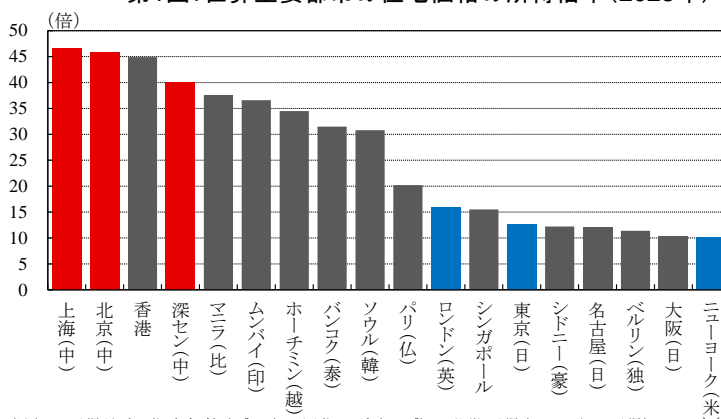
## [中国]

### 中国不動産市場の展望 ～中国固有の事情を踏まえた3つのシナリオ～ 【要旨】

- ◇ 中国では、長年に亘り大都市を中心に不動産バブルの状態にあると指摘されてきたが、足元で不動産市場の低迷が長引くなか、先行きへの懸念がこれまで以上に高まっている。本稿では、中国の不動産市場の歴史を紐解いた上で、今後どのように推移し、中国経済に影響を与えていくのかについて考察する。
- ◇ 中国で不動産市場が形成され始めたのは1990年頃であり、その後、急速な経済成長や都市部への人口流入加速により、不動産業は瞬く間に同国の支柱産業となった。一方、住宅市場の過熱が深刻な問題となり、政府にとって価格の抑制、市場の安定化が至上命題となった。習政権下で取り組みが本格化したのが、根本的な解決に至らないまま、コロナ禍での財政拡張・金融緩和が不動産市況の更なる過熱要因に。政府がいよいよ規制強化に本腰を入れ、同時に「ゼロコロナ」政策により経済が低迷したことで、一転して市場が大きく悪化した。
- ◇ 市場形成から30年を経て、中国経済は不動産業への依存度を高めており、今後も不動産市場の低迷が続けば、『企業と家計』、『金融』、『地方財政』の三つの経路を通じた幅広い悪影響が想定される。不動産業の裾野の広さや中国独自の社会システム等に鑑みれば、中国経済全体に与える潜在的なインパクトは大きく、中国政府にとっては、不動産市況の過熱は望まない一方で、市場の低迷や住宅価格の大幅な下落も許容し難いものと考えられる。
- ◇ こうした点を踏まえ、今後これらのバランスを如何にとっていくかについて、大きく3つのシナリオを検討した。第一に「相応の痛みを許容し短期的な調整を目指す」政府が積極的なバブル潰しに動くシナリオ、第二に「経済成長を優先し不動産市場の問題解決を先送りする」現状維持のシナリオ、第三に「一定の時間をかけて構造改革を進める」経済モデル自体を転換するシナリオである。政府方針と経済発展の面から理想的といえるのは第三のシナリオであるが、現実的には第二のシナリオ寄りに進む可能性が高い。
- ◇ 先行きを展望すると、まず、日本型の不動産バブル崩壊のような急変は想定し難い一方、不動産が経済成長を牽引する時代は終焉する公算が高い。もっともその場合、その穴埋めとして政府がインフラ投資等を強化することで、当面は相応の経済成長は維持できると見込まれるが、財政による投資主導の成長押し上げの“ツケ”は中長期的な潜在成長率の低下という形で払う事になる。

中国の不動産バブルを巡っては長年に亘り議論が繰り広げられてきており、最近でも中国の主要都市における住宅価格の高騰に言及した報道が多くみられる。実際に、世界の住宅コストを比較した NUMBEO の調査では、住宅価格の所得倍率が上海で 46.6 倍、北京で 45.8 倍と、ニューヨーク、東京、ロンドン等の世界主要都市だけでなく、その他新興国の都市をも上回り、世界 1 位、2 位を占めている（第 1 図）。

第1図: 世界主要都市の住宅価格の所得倍率(2023年)

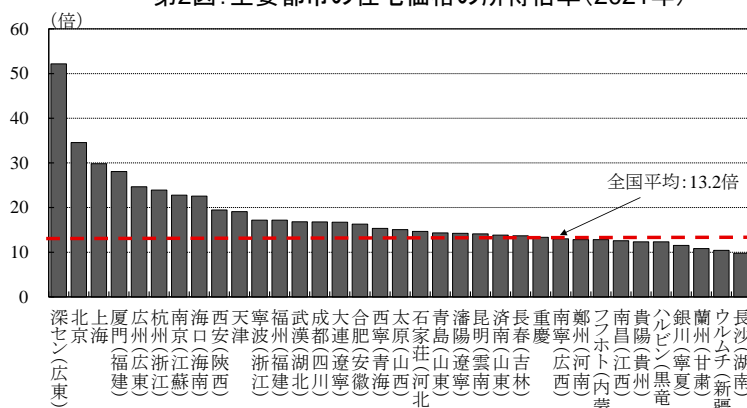


(注) 1. 所得倍率=住宅価格 (㎡/元) × 居住面積 (90㎡) ÷ 世帯所得 (1.5人分の所得)。  
2. 名古屋、大阪は2015年。

(資料) NUMBEOより三菱UFJ銀行経済調査室作成

深セン、北京、上海以外の中国各地の都市についても、NUMBEO の計算手法（世帯当たり居住面積を 90 ㎡、世帯当たりの所得を一人当たり所得の 1.5 倍とする）に基づき、住宅価格の所得倍率を試算すると、多くの都市が所得の 10 倍を超える高水準にある（尚、データ取得の方法等により NUMBEO とは若干の誤差が生じる）。住宅価格が一般市民には手の届きにくい水準まで高騰しているという点で、少なくとも中国の一部の都市では不動産バブルの状態にあると言えよう（第 2 図）。

第2図: 主要都市の住宅価格の所得倍率(2021年)



(注) 1. 所得倍率=住宅価格 (㎡/元) × 居住面積 (㎡) ÷ 世帯所得 (元)。  
2. NUMBEOに合わせて世帯当たりの居住面積を90㎡、所得を一人当たり所得の1.5人分とした。

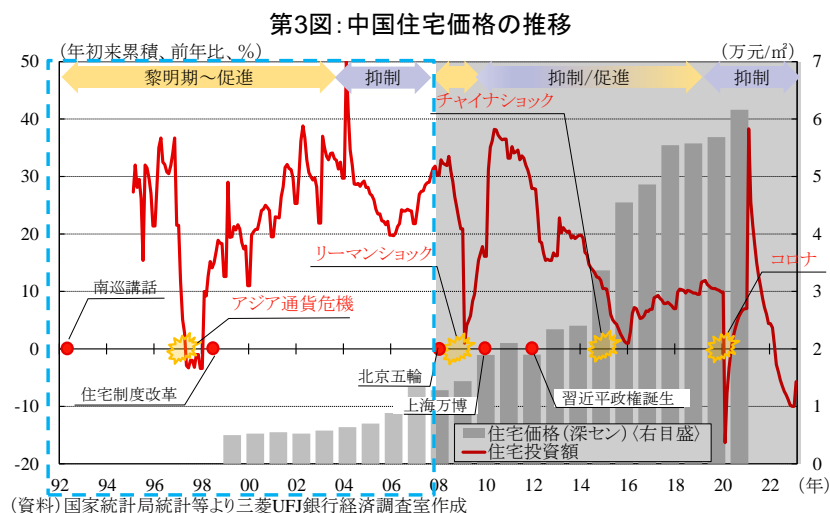
(資料) 国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

中国経済は、不動産バブルへの懸念が台頭してから 10 年以上が経つ中で、所謂バブルの「崩壊」（1990 年代の日本のような急激な調整）を回避しつつ高い成長を維持し続けてきたが、不動産市場の構造的な問題が解消されているわけではない。足元では、2021 年に恒大集団の資金繰り不安が表面化してから、不動産市場が低迷状態に入っており、中

国の不動産バブルの先行きに再び注目が集まっている。こうした状況を踏まえ、不動産市場の先行きについて、過去の経緯を振り返った上で展望していく。

## 1. 不動産市場形成の歴史

### (1) 不動産市場の形成と価格高騰（1990年代～2000年代前半）



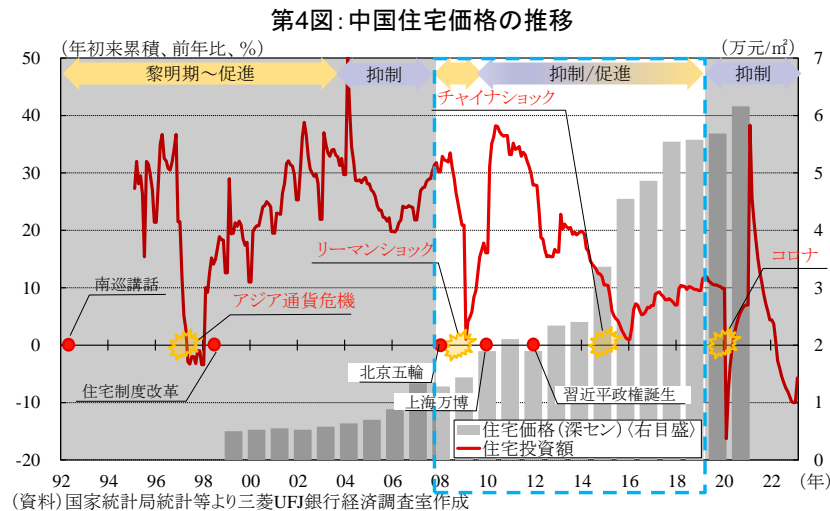
現在のような住宅市場が形成され始めたのは、1990年代に入り、鄧小平氏による南巡講話を経て社会主義市場経済への移行が本格化してからである<sup>(注1)</sup>。例えば1994年の分税制改革<sup>(注2)</sup>では、土地使用権の販売収入が全量地方政府の帰属とすることが定められたことで、地方政府の土地開発への意欲を高めることとなった。また、1998年の住宅制度改革では、既存社宅の都市住民への払い下げが実施され、個人による住宅購入が可能になったほか、並行して進められた住宅金融制度の整備が住宅市場の拡大を後押しした。その後も、対外開放の進展によって急速に経済発展が進む中、農村から都市部への人口流入が加速し不動産取引が一段と活発化したことで、不動産業は政府が国家の「支柱産業」と位置付けるまでに至った（第3図）。

不動産業が中国経済の発展にとって不可欠なものとなっていく一方、次第に市場の過熱への懸念が高まり始めた。背景には、賃貸市場が未成熟であるといった制度上の問題や、結婚の際、男性側に住宅の所有が求められるという中国独自の社会慣行に加え、社会保障制度が未整備で投資の選択肢も限られる中で、運用対象としても不動産が人気を集めたことなどがあつた。こうした社会背景は今日まで続く不動産需要の下支え要因となっている。

(注1) それ以前の中国では、社会主義公有制の下、都市部の土地は国が所有し、農村部の土地は集団で所有する形態がとられていた。このため、都市住民には勤務先の国有企業などから実物支給という形で低廉な家賃で住宅が提供され、個人による住宅の所有や売買は基本的には不可、住宅市場も存在していなかった。

(注2) 国・地方其々に税務機構を設置して別々に歳入を得る制度。同制度改革により従来地方が持っていた徴税に関する裁量権が失われ、地方の収入が大幅に減少することになった中で、土地使用権の販売収入は地方の独自財源として自由に活用することが認められた。これにより地方政府が財源を土地使用権の売却収入に依存する「土地財政」が一般化した。また、財源確保の為、土地を高値で販売したいという地方政府の思惑は住宅バブルの要因の一つともなつたとされている。

## (2) 不動産市場のコントロールへの挑戦（2000年代後半～2019年）



2000年代の前半頃には既に住宅市場の過熱への警戒感が高まり始めていたことから、政府や中央銀行は金融引き締めに加え、不動産開発企業に対する資本規制や住宅ローンの頭金比率の引き上げを実施するなど、需給両面から住宅市場の安定化を図った。

しかし、2008年にリーマンショックが発生すると、この方針は見直しを余儀なくされる。世界経済が急激に悪化する中、中国政府は「4兆元対策」<sup>(注3)</sup>と称される大規模な経済対策を打ち出し、中国人民銀行も金融緩和を強化することで経済の下支えに動いた。これにより中国経済は世界に先駆けて回復し、その後の世界経済全体の持ち直しにも大きく貢献したが、同時に大きな副作用を生む結果となった。北京五輪や上海万博の開催もあり従来から投資が過熱気味であった中で、こうした大規模な景気刺激策が行われたことから、大量の資金がインフラ建設や製造設備を中心に流入した。不動産業もその例外ではなく、地方都市を中心に需要を大きく超える住宅建設が進められたことで、過剰在庫やゴーストタウン化が問題となるようになった。

こうした中、2012年に政権トップに就任した習近平氏は、高速成長路線（「保八」<sup>(注4)</sup>に代表される成長率重視）から中高速の安定成長路線（「新常态（ニューノーマル）」<sup>(注5)</sup>）への転換を目指し、それまでに蓄積されてきた経済の歪みを是正・調整していく姿勢を示した。2015年の「供給側構造改革」では、4兆元対策以降に表面化した『過剰生産能力』、『過剰債務』、『過剰不動産在庫』の3つの過剰の解消に本格的に乗り出した。過剰不動産在庫の解消に向けては、特に問題が深刻であった中小都市の需要促進を念頭に、各種住宅購入支援策が実施された。こうした対応は、中小都市における在庫問題の緩和に一定の効果は発揮したものの、当初企図した中小都市に止まらず既に価格が高騰していた大都市でも需要の急増を惹起し、住宅市場の過熱を再び招くこととなった（第4図）。

その後、政府は改めて住宅市場の安定化に取り組み始め、2016年には「房住不炒（住宅は住む為のものであり、投機の為のものではない）」、2019年には「不動産を短期的な景気調整の手段としない」といった方針を示し、それまでのように不動産市場を梃子と



した景気押し上げに否定的な姿勢を示した。

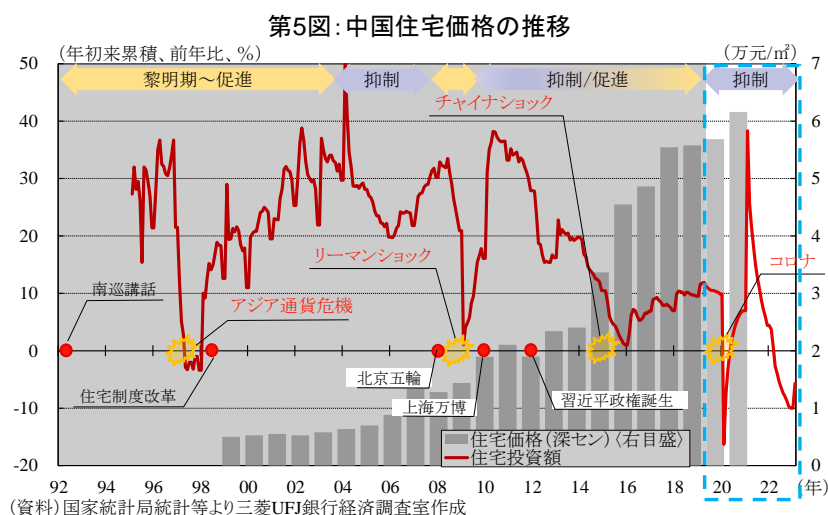
このように、習政権発足以降は、市場の過熱を抑制し、安定を志向する政府指導部の姿勢は明確となっていたと言える。もっとも、投資抑制という形で供給面ではある程度効果があったと言える一方、人々の不動産価格上昇への期待は根強かったため需要を抑えるには至らず、不動産価格は高騰を続けた。

(注 3) 2008 年 11 月～2010 年頃に行われた公共投資を柱とする 4 兆元（当時の為替相場で約 57 兆円）規模の大規模経済対策。中所得者向けの住宅建設やインフラ投資等に利用された。もっとも、中央政府の拠出は 1.18 兆元に止まり、その多くは地方政府や企業主体で行うことを促すものであった。

(注 4) 8%以上の経済成長率維持を至上命題とすること。主に胡錦涛政権時代に掲げられていたが、2012 年に初めて成長率目標を 7%台に設定したこととしたことで終了した。

(注 5) 2014 年に習近平氏によって提唱され、これまでの成長率重視の高速成長から中高速成長に転換していくことを志向したもの。その後の、「供給側構造改革」にもみられるように、不動産在庫の解消やデレバレッジなど経済構造の効率化や健全化を目指した。

### (3) コロナ禍以降の厳格な不動産抑制策（2020 年～）



2020 年に入ると、新型コロナウイルスの蔓延により景気が急減速したことで、中国政府は、改めて大規模な財政出動と金融緩和に踏み切った。中国経済は比較的短期間で持ち直しが進んだ一方、住宅市場への資金流入により、一部の地域では住宅価格の上昇がみられ、住宅市場の過熱への懸念が再度高まることとなった。

こうした状況を踏まえ、金融当局は、中国の不動産バブルが「灰色のサイ」<sup>(注 6)</sup>であると発言する等、不動産市場を巡るリスクの高まりに懸念を強め、同市場の過熱を抑え込むべく、本格的な対応に動き出した。2020 年 8 月には不動産開発企業の資金調達を規制する「三条紅線」<sup>(注 7)</sup>を導入したほか、金融機関へは「不動産融資集中規制」<sup>(注 8)</sup>を通じて不動産開発企業向けの融資を制限するなど厳しい抑制策を取った。また、2021 年には習近平氏によって、中国社会が従来のものである「小康社会」の実現を達成したことが宣言され、今後は格差是正を主眼に置いた「共同富裕」<sup>(注 9)</sup>を推進していくことが大々的に打ち出されたことも、こうした流れを強めることに繋がった。都市部では住宅価

格の高騰が、持てる者（不動産キャピタルゲインを得た都市住民）と持たざる者（不動産を購入できない農村から都市への移住者）の格差拡大に繋がっているという面で、不動産分野は「共同富裕」の方針においても特に重視される分野となっていた。

これらの規制強化により、これまで債務を膨らませながら事業を急拡大させてきた不動産開発企業の中には資金調達難に陥る企業も多く発生した。中でも 2021 年秋頃には大手不動産コングロマリットである恒大集団の経営不安に大きな注目が集まった。同社は資産売却、借り換え等で資金確保を試みたが、同年 12 月には格付会社のフィッチ・レーティングスにより部分的デフォルトと認定された。その後、多くの不動産開発企業も同様に資金繰り難に直面し、「ゼロコロナ」政策による経済全体の低迷も相俟って、不動産市況の悪化が深刻化した。また、住宅建設の遅れや中断が頻発し、住宅ローン返済拒否の増加などの、社会問題にも発展した（第 5 図）。

（注 6）将来大きな問題を引き起こす可能性が高いにも関わらず、現時点で軽視されがちな潜在的リスクの例え。

（注 7）不動産開発業者に対して『資産負債比率』、『純負債資本比率』、『現預金対短期有利子負債比率』についてレッドラインを設定。これらの基準への適合状況に応じて資金調達が制限される仕組み。恒大集団は導入当時から 3 基準全てにおいてレッドに分類され、有利子負債の拡大が難しい状況となっていた。

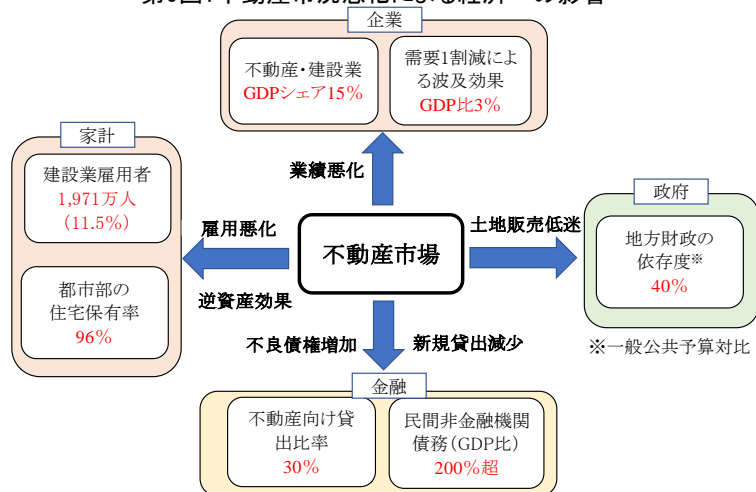
（注 8）銀行規模に応じて不動産貸出残高と住宅ローン貸出残高の全貸出に占める上限比率を規制。中国四大銀行を含む大型銀行では不動産貸出残高の上限が 40%、住宅ローン貸出残高の上限が 32.5%に制限された。

（注 9）詳細は P15 の補論を参照。

## 2. 現在の不動産市場の規模、経済への影響の大きさについて

中国の不動産市場は 1990 年代に形成されてから 30 年ほどしか経っていないが、中国経済は不動産業への依存が段階的に強まっており、その動向が経済全体に与えるインパクトは相当に大きい。以下では、中国経済における不動産市場の位置付け、即ち、不動産市況悪化が企業や家計、金融、財政に与える影響を整理することで、中国不動産市場の低迷乃至崩壊が起こった場合の影響について、3つの波及経路に分けて考察する（第 6 図）。

第6図: 不動産市況悪化による経済への影響



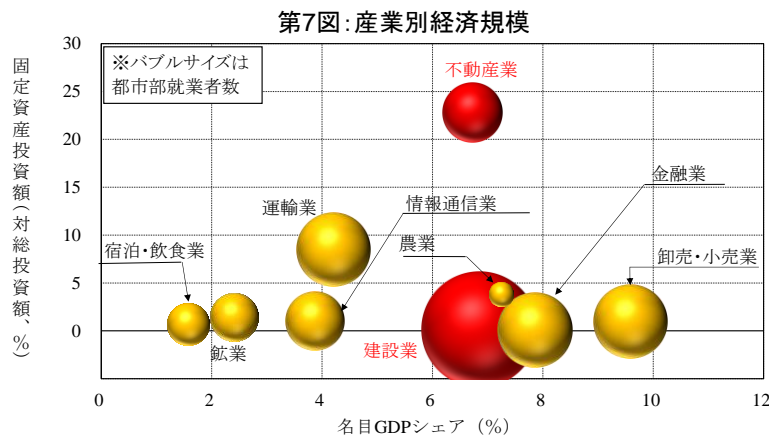
(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## (1) 不動産関連産業の業況悪化による企業、家計への影響

不動産関連産業（不動産業＋建設業）は、2021年時点において、名目GDPの約15%、固定資産投資の約25%を占める（第7図）。また、不動産関連産業は、鉄鋼、セメント、建材、家具・家電を始めとして裾野が広く、ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授らの試算<sup>(注10)</sup>によれば、GDPの約3割に上る。OECDが発表している産業連関表（2020年）を用いて、不動産業及び建設業からの波及部分も含めた影響を試算すると、不動産業と建設業の需要がそれぞれ1割減少した場合、GDPを約3%程度押し下げるとの結果が得られた。業種別では、家具・家電といった住宅関連消費が減少するほか、特に設備能力が過剰とみられている上流部門のセメントやガラス産業への影響がより大きくなると推察される。

家計への影響も無視できない。2021年の都市部就業者の内、不動産業は約529万人で全体の3.3%程度に止まるが、建設業は1,972万人で11.5%を占め、産業別では製造業（22.5%）に次ぐ規模である。建設業は2010年からの就業者の増加幅が最大の業種となっているほか、近年は都市部の人口増加の受け皿となってきたこともあり、業況悪化による雇用環境への影響は大きい。また、2019年の人民銀行の都市部家計資産調査では住宅資産は家計資産の約6割を占めるとともに、持ち家比率は96%に達しており、住宅価格の下落による逆資産効果も大きい。雇用環境の悪化や逆資産効果とそれに伴う消費マインドの悪化は、個人消費の減少に繋がることが予想される。

（注10） Kenneth S. Rogoff and Yuanchen Yang（2020）“Peak China Housing.” NBER Working Papers 27697.

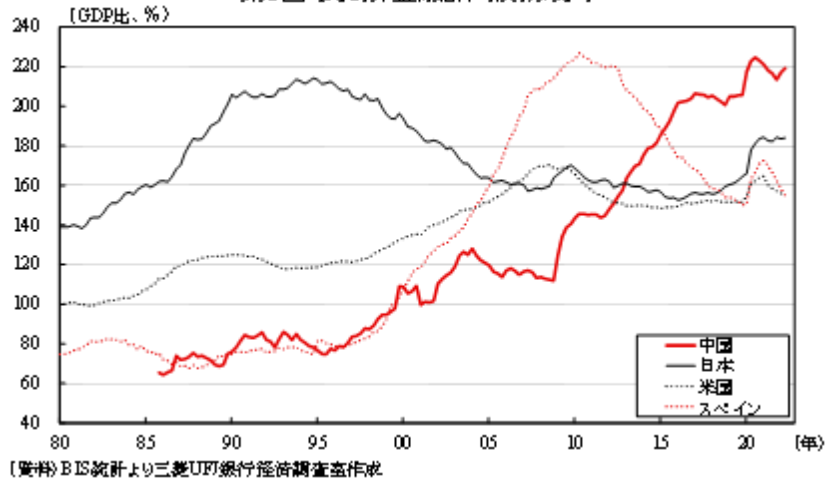


（注）1. データは2021年。鉱業の名目GDPのみ2019年のシェア。  
2. 表中から製造業は除いている。  
（資料）国家統計局統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 金融システムへの影響

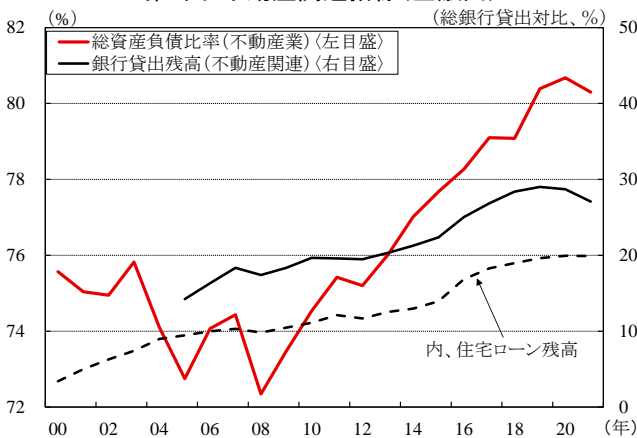
中国では従来から民間部門における高水準の債務残高が金融システムにおいて大きな課題となっている。例えば、民間非金融部門債務残高（家計債務と企業債務の合計）はリーマンショック以降右肩上がりで拡大しており、現在では対GDP比で200%を超える水準に膨らんでいる。これは過去に不動産バブルを経験した日本や米国、スペインの当時の水準に匹敵する（第8図）。

第8図：民間非金融部門債務残高

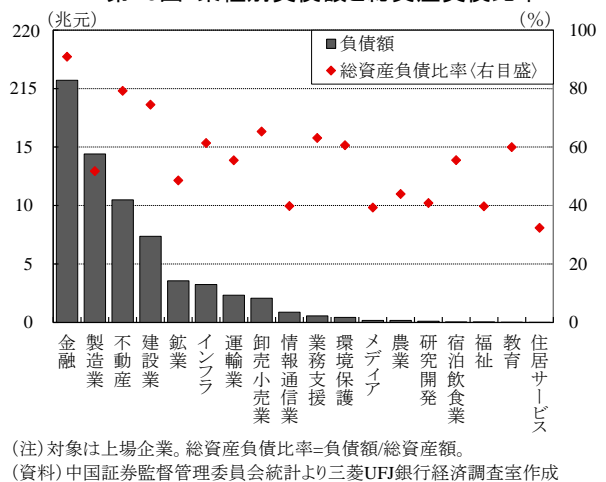


そして、不動産市場は金融システムの安定とも密接に関係している。銀行貸出残高に占める不動産関連貸出（住宅ローンを含む）の割合は全体の30%程度を占め、過去20年、上昇基調を維持している（第9図）。加えて、不動産開発企業の総資産負債比率をみると、80%を超える水準となっており、これは他業種と比較してもかなり高いといえる（上場企業では金融業に次ぐ水準）（第10図）。

第9図：不動産関連指標（金融面）



第10図：業種別負債額と総資産負債比率



さらに注目すべきなのは、そうした不動産開発企業の負債の中身であり、具体的には、住宅購入者からの前受金や買掛金等の業者間信用の部分がかかなり大きいという特徴を持つ点である。これは不動産開発業者が建設に関わる費用を住宅購入者である個人や資金力の乏しいサプライヤーに負担させていることを示しており、結果として、不動産開発業者の経営が行き詰った場合には、悪影響が広範に波及し、連鎖倒産などのリスクが高まることが想定される。例えば、恒大集団の2021年6月末時点のバランスシートをみると、総資産負債比率が82.7%と高レバレッジ体質であったことに加え、負債の中身は、銀行借入を含む有利子負債が29.1%であったのに対し、それ以外の債務が過半を占めていた（買掛金が48.4%、契約負債が11.0%など）。これらの負債に短期借入金も加えた短期の資金調達額合計は1.4兆元（約24兆円）に上ったが、これに対して資産サイドにおける現金同等



物は 868 億元に過ぎず、流動性の面でも大きなリスクを抱えていた。

2020 年の不動産抑制策（三条紅線や不動産融資集中規制）はこうした構造的な問題への踏み込んだ措置であったが、全体的な経済の冷え込みもあり、結果的には恒大集団の他にも資金繰りが悪化する企業が増加した。2022 年以降は政府が不動産関連企業への資金繰り支援を強化したことで一時的に落ち着いたが、不動産市場の低迷が続けば、不動産開発企業を中心に幅広い企業向けの貸出が不良債権化することが懸念される。さらに、中国では住宅の引き渡し前から住宅ローン返済が開始することが一般的である為、完工リスクが高まれば、昨年のような住宅ローン返済の拒否が増加し金融機関の住宅ローン債権が棄損することも予想される。他にも、中国では政府の統制力が強いことから、顕著なクレジットクラッシュ（信用収縮）が発生する可能性は低いとみられるが、担保の大半を占める不動産の価格が低下すれば貸出の拡大は難しくなるとみられるほか、体力の乏しい地方の中小金融機関の信用不安が拡大するといった影響が生じる可能性はあるだろう。

### (3) 地方財政への影響

中国の地方財政は「土地財政」とも称されるほど、土地所有権の販売収入への依存度が高く、不動産価格の低迷が地方財政の悪化に直結するという特徴を持つ。

まず、中国の財政について確認をすると、その仕組みは一般公共预算、政府性基金予算、国有資本経営予算、社会保険基金予算の 4 つの予算から成り立っている（第 1 表）。

第1表：中国の財政の仕組み

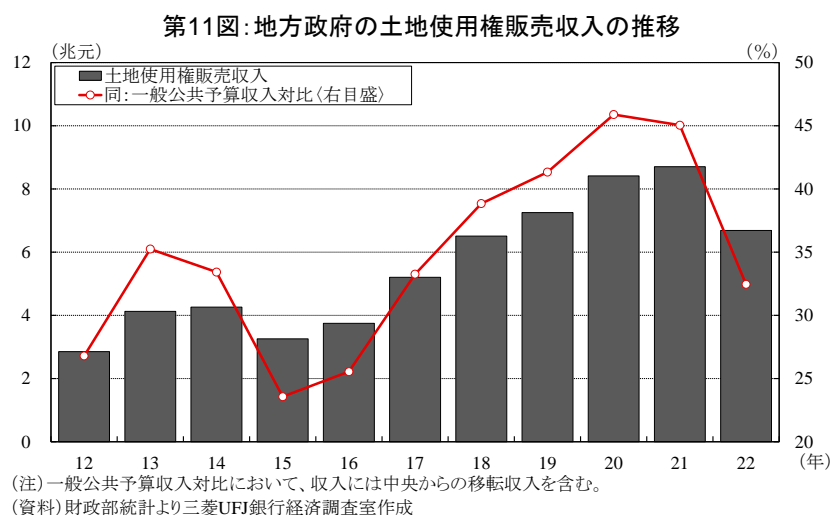
中国の財政の特徴			
○国家予算＝中央予算＋地方予算			
○中央、地方予算は其々4種類（下表参照）に分類され管理されている			
○地方一般公共预算は、大幅な歳出超過の状況。不足分は債券発行と中央からの移転収入によって賄う			
	概要	2022年実績	
		兆元	シェア
一般公共预算	税金を主な収入源として、民生分野を中心に、経済社会の発展や国家の正常な運営の為に用いる予算 日本の一般会計に相当	10.9	37.9
政府性基金予算	特定の対象から徴収した資産を基に、公共事業等に用いる予算。地方政府の主要財源である土地使用権販売収入がここに含まれ、政府が割り当てる地方専項債発行分もここに属する 日本の特別会計に相当	7.4	25.7
国有資本経営予算	国有企業へ出資された公的資金の管理 国有企業の配当及び利潤を管理 日本には対応する予算はない	0.3	1.2
社会保険基金予算	社会保険納付料などを基に、社会保障運用に用いる予算 年金、失業、医療、労災、出産等 日本の社会保障に係る特別会計に相当	10.1	35.2

(注) 2022年実績は地方自主財源のみ(中央からの移転収入、地方専項債発行分等を除く)

(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

日本の一般会計予算に相当する一般公共预算に関しては、前述した 1994 年の分税制改革によって地方の財政収入源が大幅に圧縮されたことで、地方では大幅な歳出超過が常態化し、これを中央政府からの移転収入と地方政府の債券発行で賄う構造となっている。

地方財政の裁量が大きく制限されている中で、地方レベルでの収入（地方の自主財源）の約 25%を占める政府性基金予算収入は、そのほとんどが土地使用権の販売収入で占められており、地方政府にとっては貴重な自由度の高い財源である。2021 年までは土地使用権の販売収入は右肩上がり増加しており、一般公共予算収入と比べてみても、地方財政が年々土地使用権の販売収入への依存を強めてきた状況が確認できる（第 11 図）。



また、政府性基金予算収入には、地方レベルの収入とは別に、中央政府から発行枠が割り当てられる地方専項債（地方のインフラ投資の為の債券）の発行分が含まれている。中央が主導するインフラ投資の拡大を実質的に地方政府の負担により実行するという形になっているが、その発行額もコロナ禍で景気が低迷する中で拡大が続いており、これに伴い各地方政府の債務負担、返済負担は増大が続いている。

コロナ禍以降は、「ゼロコロナ」政策下での税収減少や防疫措置の為の歳出増加も重なり、2021 年末には黒竜江省の鶴崗市が事実上の財政破綻に陥るなど、各地で財政悪化が顕在化し始めている状況である。中央政府は財政移転を積極的に行うことで地方財政を支援しているものの、住宅市場の長期低迷により土地使用権の販売不振が続けば、財政が行き詰る地方政府が更に増加する可能性も想定される。

### 3. 中国不動産市場の展望

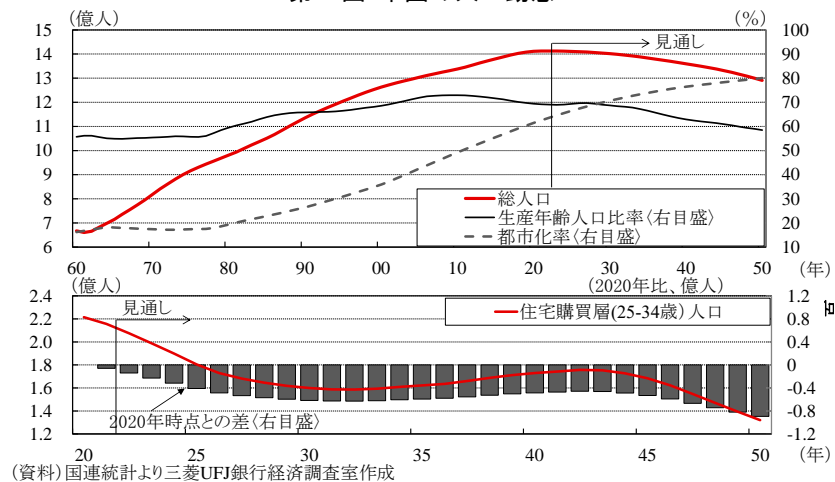
政府は従来から不動産バブルの存在を認識し、軟着陸に向けた対策を講じてきたが、景気浮揚を優先する中で、根源的な問題解決を先送りにしてきた側面がある。住宅価格の高騰は市民の大きな不満の元であることに加え、中長期的な経済・金融リスクを増幅するという点でも放置ができない一方、第 2 章で確認したように中国経済の不動産への依存は強く、不動産市場の低迷長期化や住宅価格の大幅な下落を伴う措置も許容し難い状況にある。こうした中、今後この二つのバランスを如何にとっていくか、需給両面からの論点整理・分析を行い、中国の不動産市場と経済の行方についての三つのシナリオを基に検討する。

## (1) 中国の不動産市場の需給変動要因

### ①需要の変動要因

需要サイドに関しては『実需』と『投機』の二つの側面に分けて検討する。『実需』については基本的に減少トレンドを辿る見込みだが、その要因は大きく分けて二つ挙げられる。一つ目は人口動態である。中国では 1970 年代に導入された一人っ子政策により出生数は減少傾向を辿り、2010 年頃には生産年齢人口（15 歳～64 歳）、2022 年には総人口についても減少に転じた。2016 年には二人目、現在は三人目の出産も認められるようになったが、子育てコストの上昇や若年世代の結婚観の変化などにより、今後も人口減少ペースは加速していくとみられる。特に、住宅の主力購買層（25～34 歳）の減少はより顕著になるとみられ、同年代の人口は、2020 年の 2.2 億人から 2030 年には 1.6 億人にまで減少（約 3 割減）することが予想される（第 12 図）。加えて、2019 年の人民銀行の都市部家計資産調査によると中国では持ち家比率が既に 96%に達しているとされ、一人っ子が中心である中、親世代の住宅が引き継がれていくことで新規に住宅を所有する必要性が低下することも、実需減退の加速要因になりうる。

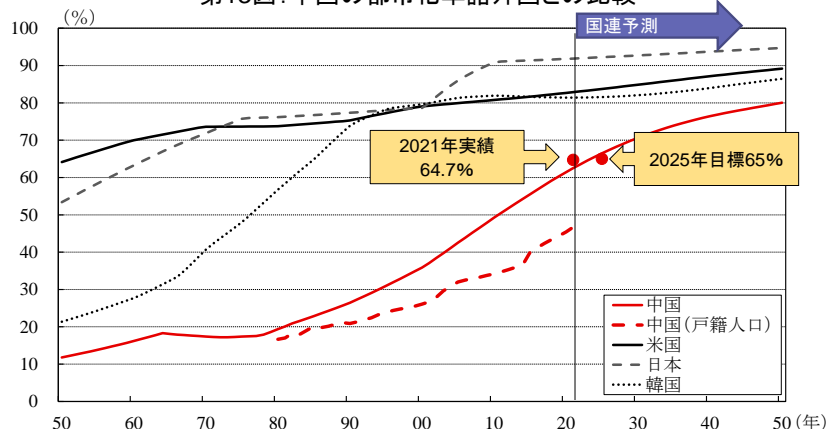
第12図: 中国の人口動態



二つ目は、都市化ペースのスローダウンである。これまで都市部の住宅実需は農村部からの大量の人口移動（＝都市化）によって支えられてきた。足元の都市化率は約 65%程度と、他の先進国と比べると依然低位で、今後の上昇余地を残しているとも言えるが、これまでのようなペースでの上昇は見込み難い（第 13 図）。また、地域間の格差が拡大しており、大都市などでは引き続き高水準の人口流入が住宅の実需を支える可能性がある一方、中小都市では逆に人口流出により需要の低迷が一層顕著になる可能性もある。

こうした中で、政府は住宅ローンの頭金規制の緩和や住宅ローン金利の引き下げ促進に加え、住宅購入条件の緩和（農村戸籍住民の購入）により需要の下支えを図っている。こうした対応は短期的には一定の需要促進効果を発揮するとみられるが、人口減少や都市化ペースのスローダウンといった構造的要因が重石となり、中長期的な住宅の実需は拡大ペースの鈍化から減少に向かっていく流れとなると思われる。

第13図：中国の都市化率諸外国との比較



(注) 中国は2021年時点で統計局発表の実績値と国連予測に誤差あり。

(資料) 国連、中国国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

他方、『投機』についても、今後の政策動向に左右される部分が多いが、基本的には抑制傾向となっていくだろう。中国では、「不動産神話」、即ち、不動産は必ず上昇するとの見方が人々の間に根強く存在してきた。しかし、2016年に政府が「房住不炒（住宅は住む為のものであり、投機の為のものではない）」のスローガンを打ち出し、2020年以降も『三条紅線』や不動産貸出の総量規制等、不動産市場に対する引き締め姿勢を強く示してきたことで、価格上昇への期待は徐々に薄らぎつつある。政策の軸足を需要下支えに転じた足元でも、住宅購入支援については対象を一軒目の購入に絞るなど、政府として投機需要を喚起しない姿勢を示している。今後、現在検討中の不動産税の導入や賃貸市場の整備、社会保障の整備などが進めば、相対的な不動産投資の意義やメリットが低下することで投機需要が一層減少する可能性もあろう。

## ② 供給の変動要因

供給サイドでは、土地の供給量を地方政府が管理しているため、需要に比べて政策的なコントロールが実施しやすいという前提がある。政府は、土地供給の抑制や住宅販売価格に対する上限（下限）価格の設定などを通じ、住宅価格の大幅な変動を抑制するように調整を行っていくと想定される。

また、2021年の恒大集団に端を発した不動産開発企業の資金繰り問題については、銀行に対する融資規制の緩和や流動性供給、不動産開発企業に対する資本規制の緩和等多くの支援策が実施されている。もっとも、一部不動産開発企業の財務への懸念が抜本的に解消されたわけではない。昨年には不動産開発企業の資金繰りひっ迫により住宅の引き渡しが進まず、住宅ローン返済拒否の問題が発生している。

中央政府は保障性住宅<sup>(注11)</sup>の拡充や賃貸市場の整備を進めることで若年層や低所得層向けの住宅供給を拡充しようと力を入れているが、地方政府の主要財源として高い土地価格を維持する誘因が働く中では十分な量の供給が行われない可能性がある点には留意を要しよう（第2表）。

(注 11) 政府が低中所得世帯に提供する、住宅の建築基準や価格、賃料の限定された住宅をいう。廉価賃貸住宅



(低所得世帯向けの低賃料公共住宅)、経済適用住宅（低中所得世帯向けの低価格住宅）、政策的賃貸住宅（廉価賃貸住宅、経済適用住宅政策の対象に含まれない低中所得世帯、立ち退き世帯、招聘された高級技術者、他の地域から異動になった機関幹部向けの低賃料公共住宅）からなる。

第2表：不動産市場の需給変動要因

		社会動向	政策支援
需要	実需	+ 所得上昇等による住宅改善 <sup>(※)</sup> 需要	+ 住宅ローン金利引き下げ、頭金規制の緩和
		- 人口減少 (特に住宅購買層となる若年層)	+ 住宅購入条件、戸籍条件の緩和
		- 都市化の進展ペースのスローダウン	
	投機	+ 根強い不動産価格上昇期待 →引き続き資産性が高い →代替となる投資先や社会保障制度がない	- 不動産投機を認めない政府方針 - 不動産投資の意義、メリットの低下 - →不動産税、相続税の導入 - →投資商品の開発、社会保障の改革
供給	- 不動産開発企業の資金繰り悪化 →人員、資材の不足、施工開発の遅れ →新規着工意欲、余力の低下	+ 不動産開発企業の資金繰り支援 + →不動産開発企業への資本規制の緩和 →金融機関への融資規制の緩和	
	- 地方政府による価格維持政策 →不動産販売価格下限設定(価格規制) →業者への土地販売を絞る(供給調整)	+ 安価な住宅供給の拡大 + →各種保障性住宅拡充 →賃貸不動産市場の整備	

(注) 1. 需給については、拡大要因を「+」、縮小要因を「-」で示す。

2. 住宅改善需要は、既存の住宅からの住み替えニーズに基づく需要。所得上昇により、より良い住環境を求める層が拡大するとみられる。

(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 予想されるシナリオ

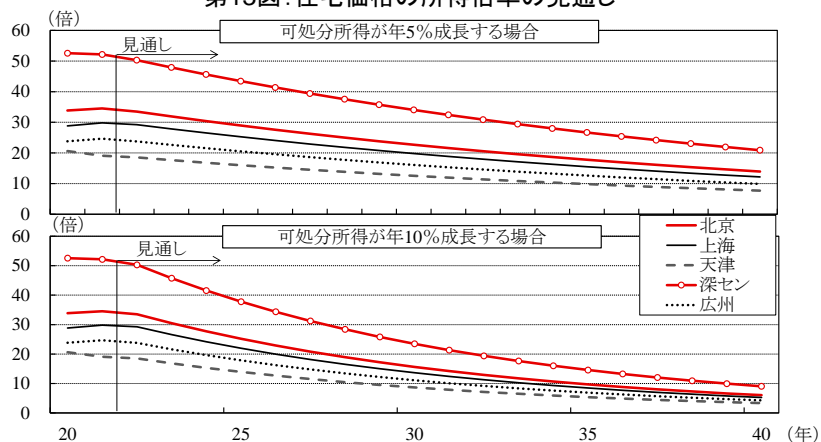
前段の需給要因の論点整理を踏まえると、中長期的には需要は徐々に減少していく可能性が高い一方で、不動産バブルの崩壊を防ぐためには価格をある程度維持する必要があり、そのためには供給も減少させていく必要がある。政府は現状、需給両面への支援により不動産市場を支えているが、今後、政府はどのような対応を取っていくだろうか。想定される三つのシナリオを検討する。

第一が「相応の痛みを許容し短期的な調整を目指す」シナリオで、政府が積極的なバブル潰しに乗り出すことで、急激な調整局面に至ることを想定する。第二のシナリオは「経済成長を優先し不動産市場の問題解決を先送りする」もので、端的に言えば現状維持である。最後は、「一定の時間をかけて構造改革を進める」シナリオで、不動産だけでなく、中国経済が抱えるマクロ的な課題の解決を志向するものである。

各シナリオの蓋然性をみると、シナリオ①については中国政府の統制力と資金力を考慮すれば、あえて景気混迷リスクの高い政策を採ることは考えにくく、当面の時間軸において発生する確率は低いと考えられる。最も理想的なものは、政府の「共同富裕」の方針とも整合的で、これまで蓄積されたマクロ的な歪みも解消が期待できるシナリオ③である。しかし、本シナリオの前提は時間をかけて、経済構造の転換を図りつつ不動産バブルの調整を目指すものであるが、政府の進め方次第では住宅価格への期待の剥落が一気に進む可

能性もあり、「緩やかな調整」を成功させる難易度は高い。仮に住宅価格が横ばいを維持し、その間、可処分所得が年10%成長するという高い想定を置いて、深センの住宅価格所得倍率が東京レベル（約10倍）に戻るまでには、20年近くを要する（第13図）。これはやや極端な例であるが、難易度の高い不動産価格の調整を長期間根気強く行う必要があることと、期間中の経済成長率鈍化を許容する必要があるのは間違いない。こうした面からみると、蓋然性が高いのは凡そ現状維持といえるシナリオ②となるだろう（第3表）。

第13図：住宅価格の所得倍率の見通し



(注) 何れの試算も、不動産価格が2022年以降横ばいで推移すると仮定。  
 (資料) 国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3表：不動産市場を巡るシナリオ

	【シナリオ①】 痛みを許容し、短期的な調整を目指す	【シナリオ②】 経済成長優先、不動産問題は先送りに	【シナリオ③】 一定の時間をかけて構造改革を進める
前提	政府が <u>早期の不動産問題の解決</u> を志向	政府が <u>当面の成長維持</u> に主眼を置く	政府が「 <u>共同富裕</u> 」の推進を重視
シナリオ	中国政府が、現状の不動産開発企業への資金繰り支援等の不動産市場の下支えを止め、積極的なバブル潰しに動く＝ <u>急激な調整局面</u> に入る(90年代の日本を始め、米欧などでもみられてきたような形)	不動産市場の実需が弱まる中、一定の経済成長を維持すべく、政府は不動産市場の下支えを継続、 <u>価格上昇も許容</u> 。従来通りの <u>インフラ投資</u> 等による <u>レバレッジ型</u> の成長姿勢を維持する	<u>相応の経済減速を受け入れ、不動産市場の構造的な課題解決に取り組む</u> 。景気減速を小幅に止めるため、新たな産業の柱の育成し、分配機能の改善による内需を拡大し、 <u>経済モデル自体の転換を進める</u>
メリット	経済の歪み(過剰債務問題や格差拡大等)の <u>短期的な解消</u> ができる可能性が高い	当面は相応の高い成長率を維持できる可能性が高い	経済の急変を避けつつ将来のリスクとなる経済の歪みの <u>漸進的な改善</u> が可能
デメリット	家計、企業、地方財政、金融の各方面で大きな混乱を招くリスク	地方の財政悪化や中央の財政余力低下。非効率な投資の増加を招けば、 <u>将来的な大幅な成長ペースの減速</u> に	投資の減少により短期的に成長率が低下。不動産価格の長期間の繊細な制御が必要
蓋然性	<u>ハイリスク・ハイリターン</u> であり、 <u>政府として避ける可能性が高い</u>	政府として望ましいものではないが、 <u>蓋然性は最も高い</u>	政府の理想形と思われるが、 <u>実現へのハードルは高い</u>
理由①	不動産市場の規模が大きく、関連産業や財政・金融への影響が甚大。回復も不透明で <u>低迷長期化の可能性</u> も	中国は2035年までの中等先進国入り、2020年比で経済規模の倍増を目指す＝ <u>年平均で4%台後半の高い成長が必要</u>	政府が掲げる「 <u>共同富裕(=格差是正)</u> 」に整合的な方針。政府は、不動産税の導入を始めとした政策を進める姿勢を示す
理由②	都市居住者の家計資産のウェイトが大きく、不動産価格の大幅な下落は市民の不满に＝ <u>政権の安定性維持の観点で望ましくない</u>	十分な資金力がある＝ <u>膨大な外貨準備により大幅な純債権国</u> 、日本同様当面はカバー可能	政府は分配構造改革を打ち出しているが、 <u>既得権益層の反発等で具体化が難航</u> する可能性が高い
理由③	政府の制御力により <u>当面は回避可能</u> ＝国有企業の活用、公的資金の注入等の大規模かつ迅速な実施が可能	「 <u>共同富裕</u> 」の実現といった <u>習近平政権の中核的な政策との整合性の整理が困難</u>	住宅価格への期待剥落が一気に進む可能性もあり、「 <u>緩やかな調整</u> 」の難易度が高い＝ <u>不動産価格の長期間の調整が必要</u> に

(資料) 各種情報より三菱UFJ銀行経済調査室作成

### (3) おわりに

最後に、3つのシナリオを踏まえ、中国の不動産市場と中国経済の先行きについてまとめる。今後、中国はシナリオ③の各種改革の実施を志向しながらも、「相応の経済成長の維持」との両立は難しく、結果的にシナリオ②に寄っていく可能性が高い。また、シナリオ①のような急速な景気減速を回避するためにも、度々シナリオ②のような投資による牽引を強める方向への回帰を繰り返すことも想定される。何れにせよこれまでのような景気の牽引役としての不動産は終焉を迎え、中長期的な中国の経済成長率は切り下がっていく可能性が高い。下記に見通しのポイントをまとめる。

- ① 日本の不動産バブル崩壊のような劇的な変化は恐らく起こらないが、一方で不動産が経済全体の成長を牽引する時代が続くことも今後は見込めない
- ② 不動産の牽引力が無くなった部分を政府主導のインフラ投資などで埋め、成長を支える。このため、消費主導の安定成長に向けた経済構造転換は遅れるが、当面、相応の経済成長は維持する。
- ③ 財政による投資主導の成長押し上げは、長期的な潜在成長率の低下に繋がる

#### ～補論：共同富裕とは～

「共同富裕」は習近平政権三期目の看板ともいえるスローガンである。端的に言えば「貧困や格差を無くし、国民の誰もが豊かさを実感できる社会」を目指すもので、具体的には中間層の拡大による消費拡大を進め、安定的な経済成長を目指すものである。

「共同富裕」の思想自体は1953年に毛沢東氏によって提唱されたもので新しい概念ではない。もっとも、鄧小平氏以降の中国は「先に豊かになれるものから豊かになる」という「先富論」を掲げ、市場経済化を優先してきた為、高成長の実現と引き換えに、格差是正については先送りされてきた経緯があった。習近平氏は、2021年の中国共産党100周年記念に際して、中国は既に「小康社会（ややゆとりのある社会）」を達成したとして、次の段階である「共同富裕」の実現に向け本格的に動き出すことを大々的に発表した。

この目標の達成へのアプローチとして、「第一次分配（市場による配分）」、「第二次分配（税、社会保障による配分）」、「第三次分配（企業、個人による寄付）」の3つの分配構造改革を実施することが示された。また、目標達成を阻害する産業として「不動産開発」、「教育支援」、「IT」の3業種が規制の対象となった。

「共同富裕」実現において、不動産分野の重要性は高い。都市部では住宅価格の高騰により、持てる者（不動産キャピタルゲインを得た都市住民）と持たざる者（不動産を購入できない農村から都市への移住者）の格差が拡大しているほか、社会生活の基礎となる家を持っていないという状況は、国民の大きな不満の元となっている。

「共同富裕」の進展という意味では、特に産業規制の面が目立っている。2020年以降、既に言及した不動産開発業のほか、IT関連では強大化する影響力が健全な競争を阻

むとしてプラットフォーム企業への規制、教育支援では教育費の高騰が教育機会の格差拡大を招くとして、学習塾を対象とした規制が強化された。一方で、肝心の分配構造改革については3つの分配策が発表された直後にIT企業や富裕層である経営者による寄付が活発化したことを除けば、具体的な改革の進捗には至っていない。足元ではコロナ禍からの経済立て直しが優先され、規制強化等の動きも全体として緩慢になっているほか、先行きも改革実施に対する既得権益層の反発などが予想されるが、「共同富裕」が習近平政権の根幹を成す方針であることを踏まえると、これらの業界への統制力を強めていく姿勢は、基本的には今後も変わらないとみられる。

以 上

(令和5年6月8日 野瀬 陽平 [youhei\\_nose@mufg.jp](mailto:youhei_nose@mufg.jp))

発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくごお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。