

過熱感が続く中国の住宅市場

金融緩和のもとで実効性が低下する住宅抑制策

アジア調査部中国室研究員

中澤彩奈

03-3591-1413

ayana.nakazawa@mizuho-ri.co.jp

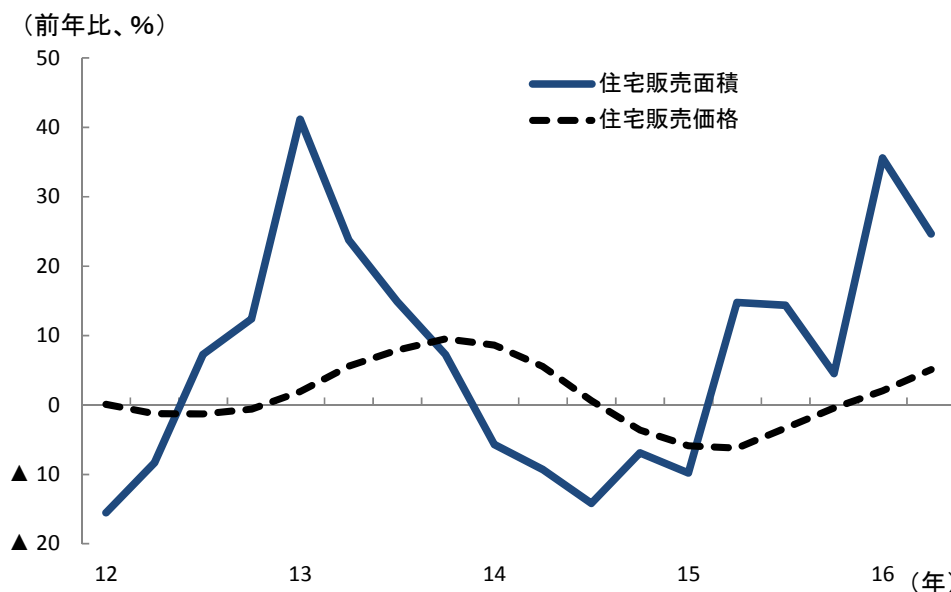
- 中国の住宅市場が2014年の調整局面を経て2015年前半に底を打って以降、1級都市や一部の2級都市を中心に住宅価格の上昇が続き、市場過熱への警戒感が高まっている
- キャップレートの動向をみると、2012年以降の緩和的な金融政策の影響で投資家のリスク選好度は高めで推移し、調整局面を経た後も住宅市場の過熱感は十分解消されていない様子がうかがえる
- 今後も金融緩和が継続される中でキャップレートが低下しやすい状況が続き、住宅市場の過熱リスクがくすぶり続けよう。債券価格の急落を契機に住宅市場が急激な調整を強いられる恐れもある

1. はじめに

中国では、2013年春に住宅市場の過熱抑制を目的とした引き締め政策が開始されたことから、同年前半には住宅販売面積、年後半には住宅販売価格がピークを打った（図表1）。その後、住宅市場の調整が続いたことを受けて2014年後半には住宅市場の抑制政策が緩和され、住宅販売面積は底を打った。2015年に入ると販売面積に遅れて販売価格も底を打ち、2016年も住宅市場の回復基調が続いている。

ただし、後述するように都市別の住宅市況には、温度差がみられる。1級都市の新築住宅販売価格は、2015年前半に底を打った後、急ピッチで上昇し（図表2）、最も高騰が著しいとされる深圳では、

図表1 住宅販売面積・価格



(資料) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

2016年4月の新築住宅販売価格の伸びが前年比+62.4%まで上昇した。また、厦門、合肥、蘇州、南京など一部の2級都市でも早いペースで住宅価格が上昇しており、1級都市と共に住宅市場の過熱が警戒されるようになっている。このため、2016年3月には再び住宅市場の抑制政策が強化され、足元で1級都市の住宅価格には幾分頭打ちの傾向がみられる。一方、他の2級都市や3級都市における住宅価格の上昇ペースは緩やかなものにとどまっている。

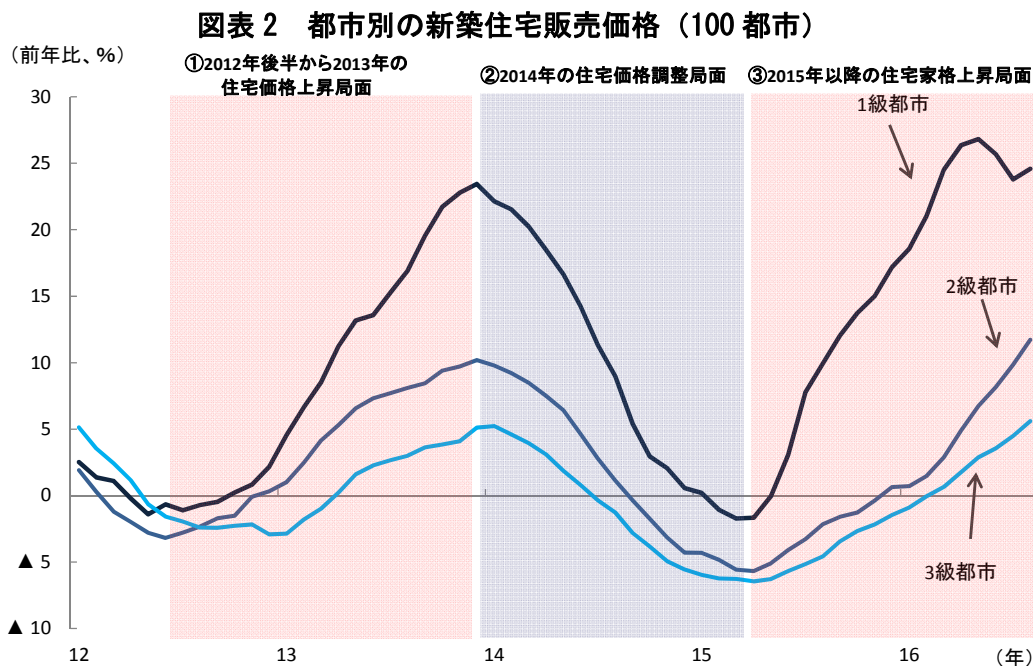
以下では、2012年後半以降の中国の金融政策および住宅政策および都市別の住宅市況の推移を整理したうえで、特に足元での過熱感が指摘されている1級都市と2級都市におけるキャップレート（投資家が期待する利回り）を基に住宅市場の現状を確認し、今後も住宅市況の上昇は続くのか、大幅な調整に転じる可能性はないのか、といった点について考えてみたい。

2. 変動が大きい大都市の住宅市場

まず2012年以降の都市別の住宅市況を上昇・下落局面に分けて、中国当局の政策対応を踏まえつつ整理する。

(1) 2012年後半から2013年の住宅価格上昇局面

住宅価格の上昇がみられた2012年後半から2013年における金融政策については、2012年入り後に中国人民銀行は預金準備率や貸出・預金基準金利の引き下げなど景気の下支えを狙った全面的な金融緩和を実施した（図表3）。住宅政策をみても、2012年には住宅ローンの貸付限度額引き上げなどの住宅購入規制緩和措置が講じられている。こうした緩和的な政策方針のもとで住宅価格は上昇に転じた。都市別の住宅市況をみると、1・2級都市では2012年の半ばに住宅価格が上向き、3級都市の住宅価格は1・2級都市に少し遅れる格好で2013年入り後に持ち直し始めた。



(注) 1級都市: 北京、上海、広州、深圳の4都市。

2級都市: 天津、重慶、杭州、南京、武漢、瀋陽、成都、西安、大連、青島、寧波、蘇州、長沙、濟南、厦門、長春、ハルビン、太原、鄭州、合肥、南昌、福州の22都市。

3級都市: 上記以外の74都市。

(資料) Windより、みずほ総合研究所作成

図表3 主な金融政策・住宅政策

主な金融政策			主な住宅政策	
2012年	緩和	<ul style="list-style-type: none"> ●預金準備率引き下げ(2、5月、計2回) ●貸出・預金基準金利引き下げ(6、7月、計2回) 	緩和	<p>【深圳市：9月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●住宅ローンの貸付限度額を80万から90万に引き上げ
2013年			引き締め	<p>【国务院常务会议：2月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●不動産市場のコントロール強化を決議
				<p>【国务院令公布：3月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●「不動産市場のコントロールを引き続き強化することについての通達」を発表
				<p>【主要都市：3月末～4月上旬】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●上記通達を受けて各都市が細則を発表
				<p>【深圳市：10月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●2軒目購入時の頭金比率を60%から70%に引き上げ
2014年	緩和	<ul style="list-style-type: none"> ●貸出・預金基準金利引き下げ(11月、計1回) 	緩和	<p>【地方都市：夏頃】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●在庫増を理由とした住宅購入制限緩和都市が増加
				<p>【人民銀行：9月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●1軒目のローンを完済していれば、2軒目購入についても1軒目と同じ貸出条件が適用される
2015年	緩和	<ul style="list-style-type: none"> ●預金準備率引き下げ(2、4、9、10月、計4回) ●貸出・預金基準金利引き下げ(3、5、6、8、10月、計5回) 	緩和	<p>【人民銀行：3月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●2軒目の住宅購入時の住宅ローン頭金比率を60～70%から40%に引き下げ
				<p>【住宅・都市農村建設部、財政部、人民銀行：9月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●2軒目の住宅購入者に対して、住宅積立金の頭金の最低比率を現行の30%から20%へ引き下げ(北京、上海、深圳、広州の4大都市については、同比率を各地域の実情に合わせ、各自で決定)
				<p>【人民銀行：9月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●住宅ローンの頭金比率引き下げを決定。銀行による1軒目購入者向けの住宅ローン頭金比率の下限を、これまでの30%から25%に引き下げ
2016年	緩和	<ul style="list-style-type: none"> ●預金準備率引き下げ(3月、計1回) 	緩和	<p>【人民銀行・銀行業監督管理委員会：2月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●住宅購入制限が適用されていない都市を対象に、1軒目の住宅購入者に対する最低頭金比率を25%から20%に、2軒目の住宅購入者に対する同比率を40%から30%に引き下げ等
				<p>【深圳市：3月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●2軒目の住宅購入者のローンの最低頭金比率を30%から40%に引き上げ
				<p>【上海市：3月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●2軒目の住宅購入者のローンの最低頭金比率を30%から50～70%に引き上げ ●上海に戸籍を持たない住民に対する住宅購入条件の厳格化
				<p>【廈門市：8月】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●2軒以上の住宅を保有する同市の世帯などに対し面積144平方メートル以下の住宅の購入を禁止

(注) 2016年9月27日時点

(資料) 中国国家统计局、各市政府ホームページ、各種報道より、みずほ総合研究所作成

（２）2014年の住宅価格調整局面

2013年以降も景気が緩やかな減速傾向をたどる中、人民銀行は2012年に引き下げた預金準備率、貸出・預金基準金利を据え置き、緩和的な金融政策を継続した。一方、住宅市況については、2012年末になると住宅販売面積の伸びが急速に高まり始めた。それを受けて2013年2月20日には国务院常务会议で不動産価格のコントロール強化が決議され、3月1日には「不動産市場のコントロールを引き続き適切に実施することについての通達」を国务院弁公庁が発表した。これを契機に住宅政策のスタンスは引き締め方向へ転換した。特に住宅価格の上昇が著しかった北京や深圳などを中心に都市別に住宅購入規制が打ち出され、住宅価格の抑制が図られた。このような引き締め政策を受け、2014年入り後に1・2・3級都市の住宅価格は足並みを揃える形で下落に転じた。

（３）2015年以降の住宅価格上昇局面

2014年後半に差し掛かると投資の弱含みを主因として中国経済の減速基調が強まり、インフレ率も低下傾向をたどる中、人民銀行は2014年11月の利下げを皮切りに金融緩和策を相次いで実施した。2015年には預金準備率は4回、貸出・預金基準金利は5回も引き下げられている。一方、住宅市況においても2014年後半には販売、価格が共に前年比マイナスとなるなど調整が深まったことから、夏頃には住宅購入制限を緩める都市が増加し、秋には住宅ローンの貸出条件の緩和が始まるなど、住宅市場の抑制策も緩和された。こうした政策対応を受けて、2015年前半には1・2・3級都市の住宅価格が揃って底を打った。

ただし、1級都市の住宅価格は2015年半ばに前年比プラスとなり、その後も速いペースで上昇を続けたのに対し、多くの2級都市や3級都市の住宅価格は年後半も前年比マイナスで推移するなど、都市間で回復の勢いには差がみられた。多くの都市では、2016年に入っても在庫解消を目的とした住宅ローンの貸出基準の緩和が行われているが、価格が急速に上昇した1級都市および一部の2級都市においては、2015年後半以降に住宅市場の過熱感が指摘されるようになり、2016年に入って住宅市場の抑制策が再び強化されている。

以上の通り、2012年から現在に至るまで緩和的な金融政策が継続されてきた中で、住宅市況は上昇と下落を繰り返してきた。都市別にみると、1・2・3級都市の間で住宅市況のピークとボトムの時期は概ね一致していたが、住宅価格の変動には大きな差がみられた。1級都市と厦門、合肥、蘇州、南京など一部の2級都市では人口流入圧力や住宅建設用地の希少性の高さを背景に、他の2級都市や3級都市と比べて住宅価格が高騰しやすいという特徴がみられた。このため、中国当局は、景気全体への配慮から緩和的な金融政策を継続しつつも、1級都市と一部の2級都市の住宅価格の動向をみながら住宅政策を調節することで、住宅価格のコントロールを試みてきたと考えられる。

3. 住宅投機抑制策の効果は十分でなかった可能性

次に、中国当局が主に注視しているとみられる1級都市と一部の2級都市（厦門、合肥、蘇州、南京）を対象として、キャップレートの変動を確認する。キャップレートは、投資家が期待する物件の還元利回りであり、不動産純収益（年間賃料）を住宅価格で除して求められる。したがって、キャップレートが低い局面においては、投資家が抱く今後の収益増加期待が強く、高いリスク選好度のもとで低めの利回りが受け容れられていることになる。逆に今後の収益増加期待が弱い局面においては、投資

家が高い利回りを要求しキャップレートは高くなる。

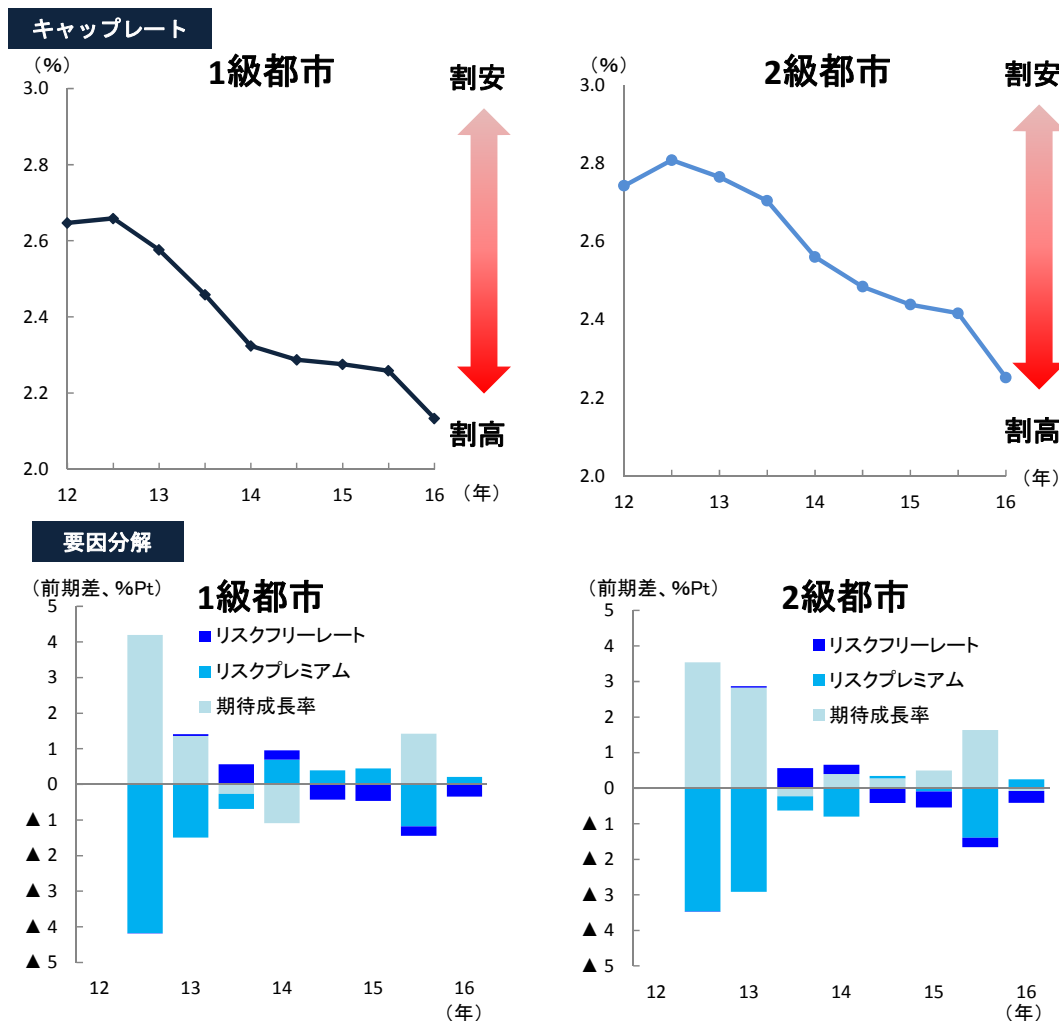
2012年後半以降の1級都市と一部の2級都市のキャップレートの推移をみると、2014年に住宅市況の調整局面があったにもかかわらず、キャップレートはほぼ一貫して低下傾向をたどっている(図表4)。すなわち、2012年後半から現在に至るまで、住宅市場の投資家リスク選好度は概ね高い状態にあったとみられる。

そこで、その期間における住宅市場の過熱感を確認するために、各局面におけるキャップレートの変動要因をみてみたい。キャップレートの変動は、①リスクフリーレート(10年物国債利回り)、②不動産純収益の期待成長率、③リスクプレミアム(キャップレートからリスクフリーレートおよび期待成長率を除いた残差であり、リスク選好度の程度を示す)、の3つの要因に分解できる。そのうち期待成長率については、純収益の高い伸びが見込まれる場合に投資家は高い住宅価格(低い利回り)を受け容れると考えられるため、逆符号となる。

【キャップレートの要因分解】

$$\text{キャップレート} = \text{リスクフリーレート} - \text{期待成長率} + \text{リスクプレミアム}$$

図表4 キャップレート・要因分解



(注)リスクフリーレートは期中平均値、期待成長率(各省・市別の名目GDP成長率)は3半期後方移動平均。
 (資料)中国国家统计局、中国房價より、みずほ総合研究所作成

なお、本来であれば期待成長率には企業の名目期待成長率などを使うべきであるが、中国においてはデータの制約があるため、本稿においては各市の名目GDP成長率で代替し、名目GDP成長率を公表していない都市についてはその都市が属する省の名目GDP成長率で代替している。

(1) 2012年後半から2013年の住宅価格上昇局面

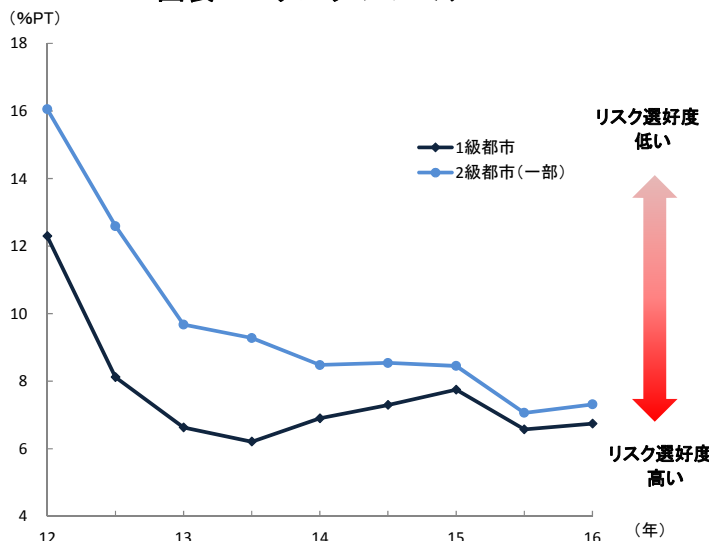
この期間においては、1・2級都市いずれについてもリスクプレミアムの低下(図表5)がキャップレート低下の主因であった。一方、この期間においては期待成長率も低下傾向をたどっている。今後期待される不動産純収益の伸びが低下しているにもかかわらず、投資家のリスク選好度が高い状況が続いていたことになる。

上述の通り、本稿では期待成長率に各省・市別の名目GDP成長率を用いているため(図表6)、将来の収益の伸びに対する期待値などが十分に反映しきれない。この時期には、実質可処分所得が+10%近い伸びを維持していたこと(図表7)や都市化の進展が実需を押し上げたことなどを併せて考えると、実際の期待成長率は上昇していたか、名目GDP成長率が示すほどには低下していなかった可能性があり、それによりリスクプレミアムが低下していたと考えることができる。また、この期間のリスクフリーレートは横ばいで推移(図表8)しているが、金融緩和が相次いで実施されたことを受けて実質預金金利が1%以下の低水準で推移しており(図表9)、投資家がリスク選好的になりやすい環境にあったといえよう。

(2) 2014年の住宅価格調整局面

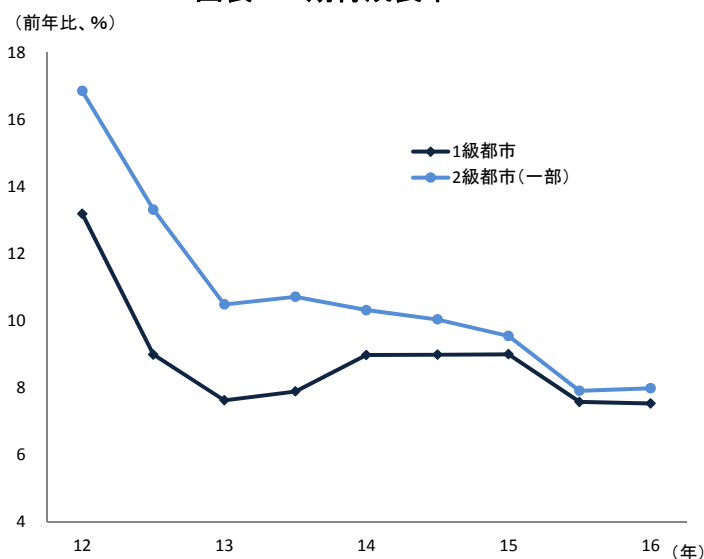
2014年の住宅価格の調整局面に入ると、1級都市ではリスクプレミアムが緩やかな上昇に転じた一方、2級都市ではリスクプレミアムの低下に歯止めがかかったものの、上昇にまでは至らなかった。この差は、住宅価格高騰抑制政策が集中的に打ち出された1級都市では引き締め効果が比較的強く現れたことによるものと推察される。次に、期待成長率は、1級都市では概ね横ばい、2級都市では低下しており、収益の伸びに対する期待の高まりはみられない。また、金融緩和が継続される中、2014年後半にはリスクフリーレートが低下し、キャップレートを下押した。この局面においては、住宅市場抑制策の効

図表5 リスクプレミアム



(資料) 中国房價より、みずほ総合研究所作成

図表6 期待成長率



(注) 各省・市別の名目GDP成長率の3半期後方移動平均。

(資料) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

果でリスク選好度はある程度抑えられたものの、リスクフリーレートの低下に伴うキャップレートの緩やかな低下が続き、緩和的な金融政策のもとで住宅市場の調整は十分に進まなかったといえよう。

(3) 2015年以降の住宅価格上昇局面

この局面においては、2014年秋以降の金融緩和策の相次ぐ実施を受けてリスクフリーレートの低下が続き、2015年後半には1・2級都市で共にリスクプレミアムが再び大きく低下したことで、キャップレートが押し下げられた。一方、期待成長率は、1級都市、2級都市共に2015年には低下したものの、2016年に入りほぼ横ばいとなった。もっとも、2016年初の中国株式・為替市場の混乱を受け中国経済の先行き不透明感が急速に高まっていたことに鑑みると、実際の期待成長率は低下していた可能性が高い。つまり、2015年以降の住宅市場においては、期待成長率が低下する中で、金融緩和の効果によるリスクフリーレートの低下や実質預金金利の低下により投資家のリスク選好度が高められ、キャップレートの低下と住宅価格の上昇がもたらされたと考えられる。

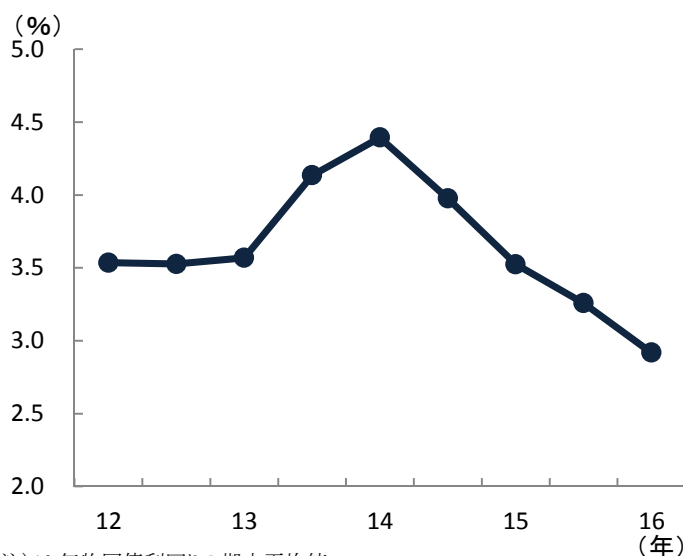
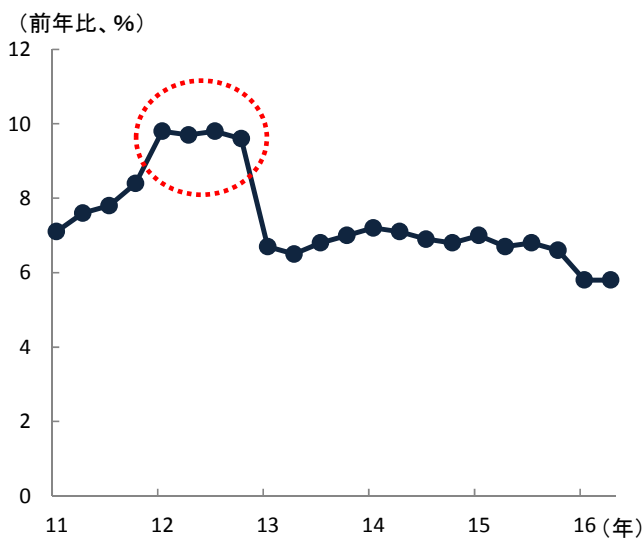
このように、2012年後半以降、住宅政策の変更に伴い住宅市況は上昇と下落を繰り返してきたものの、各局面におけるキャップレートの推移と変動要因をみると、景気全体への配慮から緩和的な金融政策が継続されてきたことで投資家のリスク選好度が高まりやすい環境が維持され、住宅市場の過熱感は十分解消されないまま現在に至っていることがみてとれる。

4. まとめ

以上をまとめると、2012年後半以降の中国の1級都市や一部の2級都市の住宅市場においては、2013年後半から2014年にかけて住宅価格の下落局面があったにもかかわらず、キャップレートは上昇せずほぼ一貫して低下傾向をたどっており、住宅購入規制は投機的な動きを十分に抑制しきれていなかったことがうかがえる。キャップレートの低下要因は局面ごとにやや異なったものの、金融緩和のもとでリスクフリーレートおよび実質預金金利が低水準にとどまったことで、投資家のリスク選好度が高

図表7 都市部住民の一人当たり実質可処分所得

図表8 リスクフリーレート



(資料) 中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

(注) 10年物国債利回りの期中平均値。

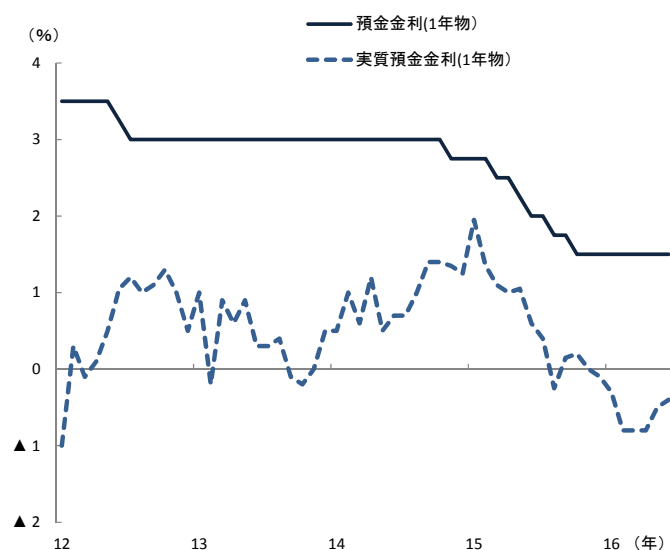
(資料) 中央国債登記決済有限責任公司、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

めで推移したことが主な要因として指摘できるだろう。

今後についても、以下の要因からこれらの大都市では基調としてキャップレートが低下しやすい状況が続くとみられる。期待成長率は、大都市を中心とする人口流入圧力の強まりを背景とする住宅実需の増加期待に下支えされるものの、過剰資本ストック・過剰債務が重しとなり中国経済の減速傾向が続くと予想されることから、顕著な高まりは期待できない。こうした経済環境のもと、景気の腰折れを回避するために緩和的な金融政策が維持されると見込まれるため、リスクフリーレートは低水準での推移が続き、投資家のリスクテイクが促されてリスクプレミアムが押し下げられよう。今後も中国当局は住宅政策を通じた住宅市況のコントロールを継続すると予想されるが、緩和的な金融政策が継続される中で住宅市場の過熱リスクがくすぶり続ける状況が大きく変化することは期待しにくい。

そうした状況が続く中で、1級都市などで住宅市場が急激な調整を強いられるリスクはないのだろうか。リスクの一つとして、中国における債券価格の急落が挙げられる。市場関係者の間では、人民銀行がリバースレポを通じて供給した資金が近年、債券市場に流入し、債券価格を押し上げており、債券市場はバブルの様相を呈しているとの指摘がある¹。中国の国債市場のイールドカーブがフラット化しており、遠くない先に債券市場が調整を強いられる可能性を指摘する見方もある²。米国の利上げ再開などを契機として中国の債券価格が急落し、債券利回りが大幅に上昇するリスクは否定できない。債券利回りの急騰を受けて不動産投資家のリスク回避姿勢が著しく強まれば、2014年を上回るペースで住宅市場の調整が進むことになりかねない。2016年初の著しい混乱を経て現在、中国経済および金融市場は小康状態を取り戻しつつあるが、債券市場と住宅市場の急落が次の混乱の引き金となることも想定され、中国当局が景気の下支えを継続しつつ、両市場のリスクをいかにコントロールしていくのか注視が必要だ。

図表9 預金金利



(注) 預金金利は月末値。

実質預金金利は、預金金利－消費者物価指数前年比上昇率。

(資料) CEIC Data より、みずほ総合研究所作成

¹ Wall Street Journal “People’s Bank of China Steps Up Effort to Cool Bond Market” (September 12, 2016)。

² 「10年国債收益率逼近2.6% 経済データ量价背离暗藏风险」(『21世紀经济报道』2016年8月16日)。