

# 転換点を迎えた中国の住宅市場

—経済腰折れ懸念によって遠のく共同富裕の実現—

調査部

上席主任研究員 三浦 有史

(hiraiwa.yuji@jri.co.jp)

## 要 旨

1. 中国では、2021年9月から住宅価格が低下している。在庫の積み上がり、不動産開発企業の業績悪化、不動産税の導入により、低下は長引き、低下幅も経験したことのない水準になる可能性が高い。住宅市場の落ち込みは、不動産開発企業の経営不安、地方政府の歳入減少、住宅購入者による集団抗議の広がりといった問題を招来する。
2. わが国では、中国における住宅バブル崩壊を示唆する見方が示されるようになってきている。しかし、中国人民銀行の都市家計調査によれば、次期四半期の住宅価格の「低下」を予想する人の割合は2021年10～12月期においても15.2%と低く、依然として「不変」の56.7%、「上昇」の16.8%を下回る。
3. この背景には、①住宅価格の値下げ制限、②銀行融資の拡大、③補助金の拡大、④金利の引き下げ、⑤預託口座からの資金引き出し規制の緩和、⑥住宅公積金を使った融資の拡大、といった価格下支え策にみられるように、政府が住宅価格の低下を放置するわけがないという期待があると思われる。
4. 住宅市場の飽和を見据え、供給を調整する動きがみられることも、バブル崩壊懸念を緩和する材料といえる。北京市の2020年の住宅市場が15年前と比べて5分の1に縮小したように、1人当たりGDPが6万元に達すると人口当たりの住宅販売戸数は減少に転じる。中国が住宅市場の飽和に適切に対応出来るか否かは、地方政府、不動産開発企業、住宅購入者が、市場は飽和に向かっており不動産開発業が成長をけん引する時代は終わったという認識を共有出来るかどうかにかかっている。
5. 不動産税、人口減少、都市化の3点から市場の長期展望を試みると、不動産税は税負担を軽くし、住宅価格の「過冷」を加速しない配慮がなされると見込まれる。その一方、人口減少が住宅需要の減退を招来する事態は避けられない。都市化は、人口流入が進む沿海大都市と人口流出が続く3・4線都市という、住宅市場の二極化を誘発する。
6. 習近平政権は、住宅価格下支え策を発動することで目先の経済成長を維持するという短期的な目標を優先することにより、住宅価格の低下を積極的に容認することで共同富裕を実現するという長期的な目標が遠のくというジレンマに直面している。共同富裕が形骸化すれば、習近平政権の言行不一致に対する不満は高まり、「内巻」や「横たわり」はさらに増えることとなろう。
7. 住宅価格の急落によるバブル崩壊を回避するための最初の試金石は、3・4線都市が住宅価格の段階的な低下を積極的に容認し、不動産開発に依存しない経済を構築する決意を固めることが出来るか否かにある。

## 目次

### はじめに

#### 1. 価格低下が続く住宅市場

- (1) 2022年の価格低下幅は過去最高に
- (2) 増加する在庫も価格を下押し
- (3) 価格低下の経済的・社会的影響

#### 2. 浮上する住宅バブル崩壊の懸念

- (1) 「過冷」からバブル崩壊へ進むのか
- (2) 広がる価格下支えの動き
- (3) 市場飽和を見据えた動き

#### 3. 住宅市場の長期展望—不動産税、人口減少、都市化の影響

- (1) 不動産税—市場に与える影響を配慮か
- (2) 人口減少—問われる市場の調整能力
- (3) 都市化—人口増加が期待出来るのは沿海大都市だけ

#### 4. 習近平政権が直面するジレンマ

### おわりに—不動産開発依存からの脱却

### はじめに

中国では、2021年9月から住宅価格が低下している。不動産開発企業の資金繰り悪化と不動産税導入の影響により、低下は今後も続く可能性が高く、右肩上がりで成長を続けてきた住宅市場は転換点を迎えた。中国国内においても、住宅価格が断続的に低下する「降価潮」が現れ、2022年の価格低下幅は経験したことのない水準になるという見方が出始めている。

これを受け、住宅バブル崩壊は避けられないという見方が台頭している。深圳市の2021年の住宅所得倍率が46.3倍に達したように、沿海大都市の住宅価格は軒並み高水準にある。この現象は2010年代半ばから続いており、市場は明らかにバブルの様相を呈している。供給過剰の問題が深刻化するのに伴い価格低下のリスクは必然的に高まる、価格上昇が見込めない住宅を買う人はいない、という指摘には説得力がある。

しかし、中国政府はもちろん、大手格付け会社からも住宅バブル崩壊というシナリオは示されていない。中国人民銀行の都市家計調査では、2021年末時点でも住宅価格の低下を予想する市民は15.2%と、依然として上昇の16.8%を下回る。それどころか、2022年2月末には、住宅価格が上昇する都市が増えたことを受け、価格が上昇に向かう「回暖潮」に入るとする見方が現れ始めた。

中国の住宅価格はどのように推移するのかについての見方は全く収斂する気配がない。本稿は目先の住宅価格だけでなく、政府が打ち出している政策、人口減少などの住宅市場を取り巻く様々な問題を取り上げ、それらの問題が住宅価格にどのような影響を及ぼすかを提示することを目的とする。

まず、住宅価格の低下が今後も続くと思込まれること、それが中国経済および社会にどのような影響を及ぼすかについて明らかにしたうえで（1.）、市民の住宅価格の見通し、政府の住宅価格下支え策、住宅市場の需給調整機能といった住宅バブル崩壊説が見落としがちな問題に焦点を当て、中国がバブル崩壊に向け猛進しているわけではないことを紹介する（2.）。

次に、不動産税、人口減少、都市化という住宅市場を取り巻く環境の変化を取り上げ、長期の市場展望を試みる（3.）。そして、習近平政権は住宅価格低下に起因する経済の腰折れを回避することにより、同政権が重視する共同富裕の実現が遠のくというジレンマに直面していることを指摘する（4.）。最後に、住宅価格急落によるバブル崩壊を回避出来るか否かは、3・4線都市が不動産開発依存を脱することが出来るかが試金石になるという見方を示す。

## 1. 価格低下が続く住宅市場

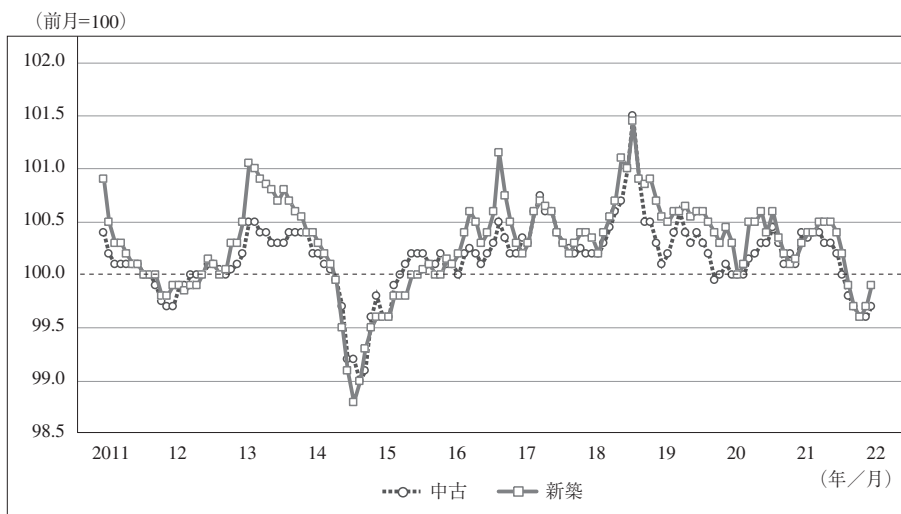
住宅価格の低下幅や低下の地理的広がり、低下の背景を整理したうえで、在庫の積み上がりにより価格低下が続く可能性が高いことを指摘する。そして、この問題が中国経済および社会にどのような影響を与えるかについて明らかにする。

### (1) 2022年の価格低下幅は過去最高に

中国の住宅市場は一見すると好調である。国家統計局によれば、2021年の住宅開発投資は前年比6.4%増の11.1兆元、販売額は同5.3%増の16.3兆元、1平方メートル当たりの住宅価格は同12.9%増の1万139元であった（注1）。しかし、前年比プラスの伸びを維持したのは、新型コロナウイルスの感染拡大により2020年前半の経済活動が停滞した反動で2021年前半の伸び率が高くなったことが大きい。

まず、足元の状況を確認するため、住宅価格の月ベースの対前月比低下幅をみてみよう。図表1は、前月を100とした70都市の前月比増減率の中位数（メジアン）を採ることによって、価格変動の動きを捉えたものである。2021年9月以降の価格の低下幅は2014年に比べるとまだ小さいが、新築と中古ともに価格が上昇する期間が2015年6月から75カ月も続いたことから、下振れリスクは高いといえる。中国では、住宅価格が断続的に低下する「降

図表1 70都市の住宅価格の前月比増減率の推移（中位数）



(資料) CEICより日本総合研究所作成（原典は国家統計局(NBS)）

価潮」が7年ぶりに現れたとされる（注2）。

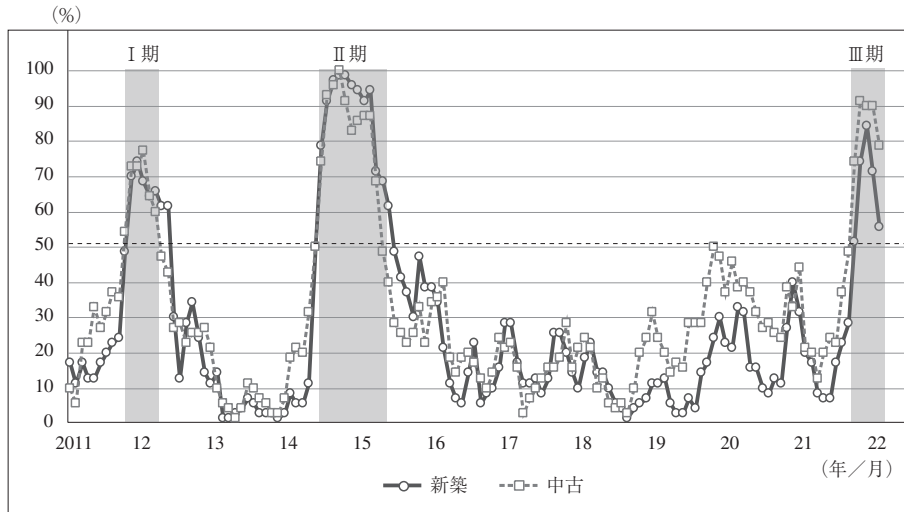
中国の住宅価格は、年ベースで見れば統計が採れる1991年から上昇を続けており、前年比マイナスとなったのは1999年（マイナス0.5%）と2008年（マイナス1.7%）しかない。2021年9月から始まる住宅価格の低下幅はこれを上回る可能性が高い。民間不動産シンクタンクの易居不動産研究院は「2021 - 2022全国不動産市場報告」において、2022年の住宅価格が過去に例をみない低下を記録すると予測した（注3）。

次に、住宅価格低下の地理的な広がりを確認する。国家統計局は、主要70都市の住宅価格の前月比を新築と中古に分けて、「上昇」、「不変」、「低下」の3つに分類した統計を整

備している。2021年11月、新築は84.3%に相当する59都市で、中古は90.0%に相当する63都市で「低下」を記録した（図表2）。このうち新築については、12月に「低下」が71.4%（50都市）、2022年1月に55.7%（39都市）となり、かなり持ち直した。

しかし、住宅価格が広い範囲で低下する現象は長期化するとみられる。統計が遡れる2011年以降のデータから、新築と中古ともに価格が低下した都市の割合が5割を超えた月を「低下の月」と定義すると、①2011年11月から2012年3月までの5カ月間（第Ⅰ期）、②2014年5月から2015年3月までの11カ月間（第Ⅱ期）（注4）、③2021年9月から2022年1月までの5カ月間（第Ⅲ期）の3つの期間

図表2 70都市のなかで住宅価格が低下（前月比）した都市の割合



(資料) CEICより日本総合研究所作成 (原典は国家統計局(NBS))

がこれに該当する (図表2)。

第Ⅲ期は現在進行形であるが、恒大集団の債務不履行 (デフォルト) に象徴されるように、不動産開発企業の債務削減を通じた経営健全化が急務となっていること (三浦 [2021])、また、上海市と重慶市だけで導入されている不動産税 (わが国の固定資産税に相当) を2026年から全国で施行することを決めたこと (注5) から (三浦 [2022])、第Ⅱ期を超える長さになる可能性がある。

## (2) 増加する在庫も価格を下押し

住宅市場は中期的にみても停滞を余儀なくされるのか。格付け大手のスタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は、2022年に不動産

開発企業の債務不履行が相次ぎ、3分の1の企業が資金繰りの問題に直面することから、2022年の住宅販売額は前年比10%減、2023年も同5~10%減となり、住宅価格はこの間3.0%程度低下するとみる (注6)。

易居不動産研究院によれば、2021年11月の主要100都市の住宅在庫は中小都市における需要の低迷により5年ぶりの高水準となり、前月比2.1%増の5億2,110万平方メートルに達した (注7)。2021年11月に売買契約が成立した住宅販売面積は3,437万平方メートルである。12月以降、住宅が新規に建設されず、11月と同じペースで在庫だけを販売するとしても、その処分に15.2カ月を要する。2019年は9.6カ月、2020年は9.7カ月といずれも10カ

月に満たなかったことから（注8）、2021年に在庫が急増したことになる。

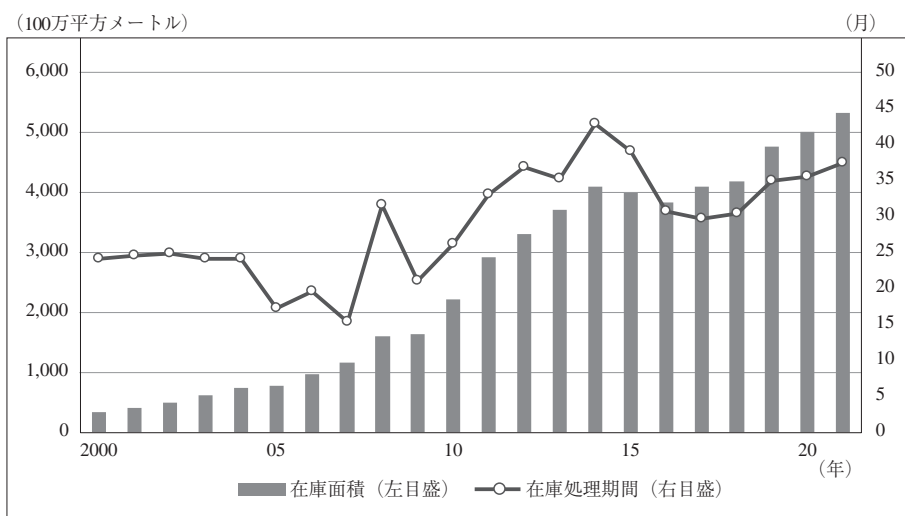
易居不動産研究院は、2021年11月の在庫を都市の規模別にみた場合、北京、上海、広州、深圳の4都市からなる1線都市（注9）が前月比3.2%増の3,052万平方メートル、天津、重慶などの32都市からなる2線都市が同1.5%増の2億6,571万平方メートル、主に中西部の64都市からなる3・4線都市が同2.6%増の2億2,487万平方メートルとされ、3・4線都市の寄与度が高い。3・4線都市は1線都市のように都市人口の増加が期待出来ないため、在庫処分に長い時間を要する。

在庫が積み上がっていることは国家統計局のデータからも確認出来る（注10）。国家統

計局は、1990年代後半から住宅建設面積と住宅販売面積を発表している。前者は建設された住宅面積であり、後者は売買契約が成立した販売面積である。両者の差を在庫とし、それを当該年の月平均販売面積で除したものを在庫処分に要する期間（在庫処分期間）とすると、2021年末時点の在庫処分期間は37.5カ月となり、ピークを記録した2014年の水準に近づいている（図表3）。

2021年の月平均住宅販売面積は年前半が好調であったことから前年比1.1%増の1億4,230万平方メートルとなった。しかし、販売面積が落ち込んだ年後半（7～12月）の月平均住宅販売面積は前年同期比17.4%減の1億2,908万平方メートルである。在庫をこ

図表3 住宅在庫面積と在庫処理期間



（注）在庫処理期間 = (累計住宅建設面積 - 累計住宅販売面積) / 当該年の月平均住宅販売面積  
 (資料) CEICより日本総合研究所作成 (原典はNSB)



れで除した場合の在庫処理期間は41.4カ月に延びる。住宅販売が2022年も低迷すれば、住宅在庫は2014年を上回って、過去最高の水準に達する可能性がある。

### (3) 価格低下の経済的・社会的影響

不動産開発業は関連産業を含めればGDPの3割を占めることから（三浦 [2022]）、価格の低下に伴う住宅市場の落ち込みは経済や金融はもちろん、社会ひいては政治の安定性にも影響を与える。

#### ①高まるデフォルト懸念

第1に挙げられるのは、恒大集団のデフォルトに象徴される不動産開発企業の経営不安である。中国の不動産開発業は2020年末の負債額が85.7兆元、資産負債比率が80.7%と、鉱工業の73.5兆元、56.4%を大幅に上回る。住宅価格は必ず上昇し、造れば売れるという前提で借入を最大限に膨らませるレバレッジを効かせた経営はこれまで中国経済をけん引する役割を果たしてきたが、現在は腰折れを引き起こすリスク要因と考えられている。

恒大集団は2021年9月にデフォルト懸念が高まり、中国経済の先行き不安を象徴する存在と見なされた（三浦 [2021]）。同集団は、それ以降も幾度となくデフォルト危機をなんとか回避してきたが、12月には遂に格付け大手のフィッチ・レーティングス（Fitch Ratings）が猶予期間を過ぎたドル建て債を

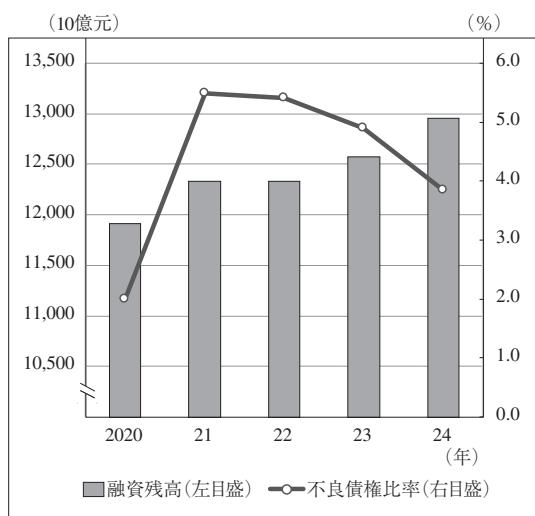
部分的なデフォルトと認定した（注11）。同集団は、広東省政府の支援を受け、外貨建て債務の再編や住宅の完工・引き渡しを進めているが、2022年に入ると香港証券取引所での株式の取引が再停止されるなど、先行き不安が払しょくされるには至っていない。

問題はデフォルトが恒大集団だけにとどまらず、他の不動産開発企業に広がり、経済成長の足枷になることである。2021年から2022年1月までの期間でデフォルトに陥った企業で、不動産業協会の2020年のトップ500にランクインしている企業として（注12）、世茂集団（11位）、華夏幸福（12位）、藍光発展（28位）、佳兆業（30位）、新力控股（38位）、禹洲集団（39位）、花様年（71位）、当代置業（78位）、協信遠創（91位）、陽光100（100位）、天房集団（184位）などがある（注13）。

デフォルトに陥ったのはほとんどがオフショア市場で発行したドル建て社債であるが、不動産開発企業の2021年9月末時点のデフォルト額は468億元と、前年の180億元の2.6倍となった（注14）。問題は銀行融資にも及び、S&Pは、2021年の不動産開発企業向け融資の不良債権比率が5.5%と、前年の2.0%から大幅に上昇し、その後も高水準で推移するとみている（図表4）。2021年には396社の不動産開発企業が破産に追い込まれたとされるが（注15）、資金調達環境は厳しく、破産は今後も増え続けると見込まれる。

資金調達環境が改善しない背景には、不動

図表4 不動産開発企業向け融資残高と不良債権比率

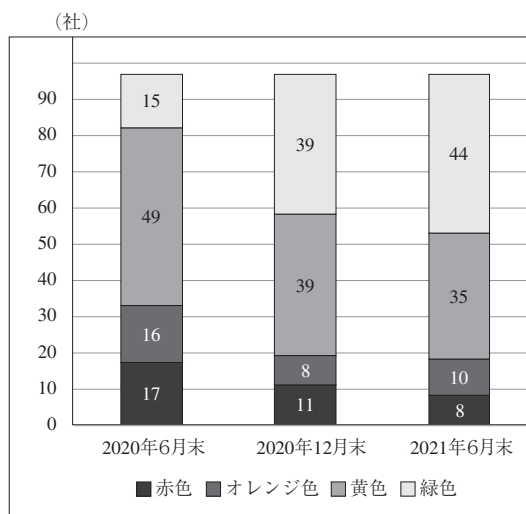


(注) 2021年以降は予測値。  
 (資料) S&P資料より日本総合研究所作成

産開発企業の過剰債務があまりにも深刻で、解消に向けた道筋がなかなかみえないことがある。政府は、2020年9月、同企業の債務削減を促すことを目的に「三道紅線」を導入した。「三道紅線」は3つのレッドラインを意味し、①前受金を除く負債資産比率70%以下、②純負債比率100%以下、③保有現金の短期債務比率100%以上という目標を設け、その達成度によってその後の有利子負債の金額をどこまで増やせるかが決まる仕組みである。

不動産開発企業は、①3つのラインをひとつも達成していない「赤」に該当する企業、②ひとつを達成した「オレンジ」に該当する企業、③2つを達成した「黄」に該当する企業、④3つのラインを全て達成した「緑」に

図表5 「三道紅線」の達成状況



(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

該当する企業に分類される。3つの目標を達成した「緑」企業は有利子負債を前年比115%まで増やすことが出来るが、易居不動産研究院が97社を対象にした調査によれば、2021年6月末時点で「緑」企業は44社と2020年末の39社から5社しか増えていない(図表5)。

不動産専門の民間シンクタンクである中指研究院によれば、2021年における不動産開発企業の資金調達額は1兆7,652億元と前年比26.3%減となった(注16)。同企業は、銀行借入や社債による資金調達が難しくなる一方で、販売低迷により前受金も入らない二重苦に直面している。2022年2月には、健全とみられていた正栄集団(不動産業協会の2020年



のトップ500社の19位) が上場先の香港取引所への届け出によりデフォルトの可能性があるとされた(注17)。

## ② 地方政府の歳入減

第2に挙げられるのは、地方政府の歳入減少である。不動産開発企業の資金繰り悪化と住宅市場の先行き不透明感の高まりを受け、宅地に対する需要が減少し、土地使用権譲渡収入に依存する地方政府の収支に影響が及んでいる。一般公共予算収入と特別会計に相当する政府性基金収入を合わせた歳入に占める土地使用権譲渡収入の割合は2020年に43.2%に達したが、2021年には42.5%に低下した(図表6)。

政府は、月次ベースの土地使用権譲渡収入の累計値と伸び率を公表しているが、2021年は前半と後半で様相が大きく変化した。前半は前年同期比22.4%増と高い伸びとなったものの、年後半は一転、同6.1%減となった。2022年の住宅市場が前年後半と同様の停滞を強いられることになれば、地方政府の歳入に占める土地使用権譲渡収入の割合はさらに低下する。

ただし、この問題は地域によってかなりのバラツキがある。2021年の土地使用権譲渡収入の落ち込みが最も激しかったのは前年比73.3%減となった雲南省で、以下、新疆ウイグル自治区(同54.3%減)、黒竜江省(同50.8%減)、内モンゴル自治区(同45.7%減)、

図表6 土地使用権譲渡収入とその地方政府の歳入に占める割合



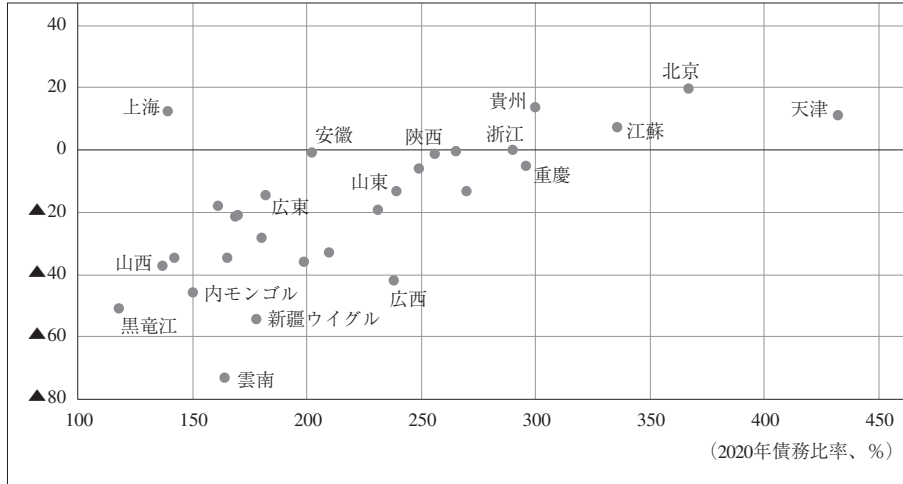
(注) 歳入は一般公共予算収入と政府性基金収入の合計。  
(資料) 財政部資料より日本総合研究所作成

広西チワン族自治区(同41.7%減)と続き、内陸の省・自治区が多い(図表7)。一方、沿海部の大都市は依然として前年比プラスの伸びを維持している。北京市が同19.7%増と堅調であったほか、上海市(同12.6%増)、天津市(同11.2%増)、江蘇省(同7.5%増)、また、データセンターの集積地になっている貴州省(同13.8%増)も好調であった。

土地使用権譲渡収入と債務比率(地方政府債務と城投債の残高の合計を一般公共予算支出と政府性基金支出の合計である歳出で除したもの)との関係を見ると、土地使用権譲渡収入が減少した地域は債務比率が低く、増加した地域は債務比率が高い。このため、省・

図表7 地方別にみた2021年の土地権利譲渡収入の落ち込みと債務状況

(2021年土地権利譲渡収入伸び率、%)



(注) 債務比率 = (地方政府債務残高 + 城投債残高) / (一般公共予算支出 + 政府性基金予算支出)  
 (資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

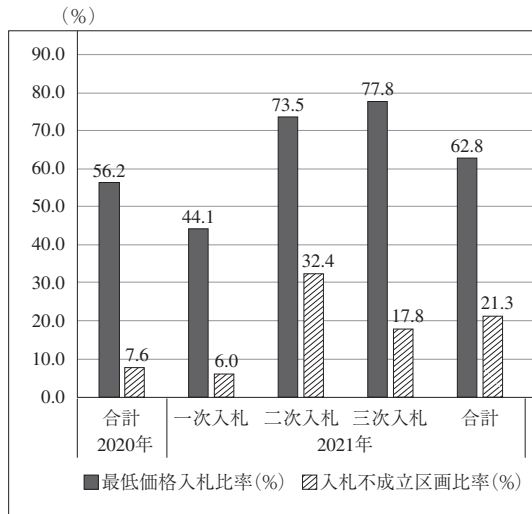
直轄市・自治区といった1級行政レベルで土地権利譲渡収入の減少により直ちに財政が立ち行かなくなるところが現れるとは考えにくい。この問題は省・直轄市・自治区という1級行政レベルではなく、その下にある2級行政レベルの地級市、なかでも財政基盤が弱い中小都市で表面化する可能性が高い。

2021年末、黒竜江省鶴崗市が市職員の採用を見送り、事実上の財政破綻に陥ったことが明らかになった。同市の破綻は資源の枯渇に伴い基幹産業である石炭産業が衰退し、人口流出が続いたためとされる(注18)。その一方、同市は2019年4月時点で住宅価格が全国平均の10分の1と、最も住宅が安い都市とされた(注19)。つまり、住宅価格の低下と財政悪化

は往々にして同時に起こる現象なのである。土地権利譲渡収入の減少傾向が長期化し、沿海部にも及ぶことになれば、財政がひっ迫する都市がそこかしこに出現することになる。

ロイターが1,000件の公示情報を調べたところ、2021年6～10月に開催された入札のうち入札が中止された、あるいは、応札がなかったものが全体の4割に及んだという(注20)。中国国内でも同様の指摘があり、中指研究院が22都市を対象に行った調査では、2021年に入札にかけられた区画のうち最低価格による入札となった区画が前年の56.2%から62.8%へ、入札が成立しなかった区画も7.6%から21.3%に上昇したという(図表8)。

図表8 22都市の土地権利入札の最低価格入札比率と入札不成立比率



(注) 比率は区画数で算出。  
 (資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成 (原典は中指研究院)

### ③住宅購入者の抗議

住宅価格低下に起因する社会的な影響として住宅購入者による集団抗議の広がりが挙げられる。不動産開発企業に対する抗議としては、2021年9月に社債の利払いが滞り、広東省の恒大集団本社に個人投資家が押し寄せたことが記憶に新しい。同集団では、2022年1月にも同様の問題が発生し、全国の支社に個人投資家が押し掛けることとなった。投資資金の返却を求める抗議は、デフォルトが不動産開発企業全体に広がるのに伴い今後も頻発する可能性がある。

不動産開発企業に対する集団抗議として、最近注目されるようになっているのはマン

ション購入後に値下げを知った人々が差額の返還を集団で求める抗議である。購入金額に差が生じればトラブルに発展するため、中国においてもわが国と同様に原則として新築マンションの値下げが行われることはない。にもかかわらず、同企業が値下げに踏み切るのには資金繰りに行き詰まり、値下げをしてでも当座の資金を確保する必要があるためである。

値下げ幅は地域や企業によって異なるが、天津市では1平方メートル当たりの価格が1万3,000元から7,000元へと46.2%、雲南省昆明市では1万6,000元から1万元へと37.5%の値下げがなされた(注21)。これは値下げ前に購入した人にとって看過出来ない問題であり、資金の返還を求める集団抗議は2021年9～11月だけで20件に及ぶ(注22)。中国では住宅価格の低下を受け、住宅購入を見合わせる人が増える一方で、値下げを購入の好機とみる人が依然として多いことから(注23)、こうした抗議は今後も発生すると見込まれる。

住宅購入者が抱えるもうひとつの問題として、頭金を支払い、住宅の引き渡しを待っていた人が、不動産開発企業の建設会社への支払いが滞り、工事がストップした結果、住宅を手に入れられないことがある。こうした物件は恒大集団だけで100万戸以上あるとされる(注24)。政府は住宅購入者の権利を保護するとし(注25)、不動産開発企業に住宅の

完工・引き渡しを急がせている。もっとも、住宅を巡る一連の抗議は地域と利害関係者が狭い範囲に限定されるためあくまで散発的であり、社会不安を招来する問題に発展する可能性は低い。

しかし、住宅価格の低下傾向が長期化すれば、政府、ひいては共産党に対する信認が毀損されることになりかねない。習近平政権は、繰り返し「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない」と警告してきた。これは、住宅価格の上昇は投機によって引き起こされており、それによって中間層が住宅を買えなくなるのは容認出来ないというもので、投機を「悪」と見なしている。このため、投機目的で住宅を購入した人を保護する必要はないはずである。

にもかかわらず、投機目的か居住目的かにかかわらず、購入者の権利保護を打ち出すのは投機目的の住宅需要を完全に排除すれば市場の秩序が崩壊しかねないからである。中国人民銀行が2019年に実施した都市家計資産調査（以下、人民銀行都市家計資産調査とする）では、世帯当たりの平均住宅保有数は1.5戸で、保有戸数別にみると、1戸のみという世帯が58.4%、2戸が31.0%、3戸が10.5%である（注26）。住宅需要全体に占める投機の割合は高く、時間をかけて段階的に低下させるしかないというのが実情である。

(注1) 「2021年全国房地產開發投資增長4.4%」2022年1月17日 国家統計局。(http://www.stats.gov.cn/xxgk/

sjfb/zxfb2020/202201/t20220117\_1826440.html)

- (注2) 「10月樓市要迎來“降價潮”？3信號接踵而至，房價或重回2014年！」2021年9月23日騰訊網。(https://xw.qq.com/cmsid/20210923A08EVR00)
- (注3) 「[易居研究院] 2021-2022年度全國房地產市場報告」2022年1月11日同花順財經。(http://news.10jqka.com.cn/20220111/c635868187.shtml)
- (注4) 第II低下期における住宅価格低下の背景については、齋藤 [2014]、関 [2014] を参照。
- (注5) 「房地產稅重磅！全國人大常委會授權國務院在部分地區開展改革試點」2021年10月14日 中國網。(http://finance.china.com.cn/news/20211024/5678968.shtml)
- (注6) “More downside expected for steel as Evergrande liquidity crisis impact persists”, 2 January 2022, S&P Global Market Intelligence. (https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/more-downside-expected-for-steel-as-evergrande-liquidity-crisis-impact-persists-67602083)
- (注7) 「房價還會漲？房產庫存創新高 明年調控政策或放松」2021年10月10日 網易。(https://www.163.com/dy/article/GQSKSRDV0519OVV2.html)
- (注8) 「2019年中國百城住宅庫存年度報告」2020年2月3日 中房網。(http://www.fangchan.com/data/135/2020-02-03/6629941962034450520.html)、[「易居研究院」2020年全國百城住宅庫存報告] 2021年2月1日 中房網。(http://www.fangchan.com/data/135/2021-02-01/6761935979336241371.html)
- (注9) 中國の都市を1線から5線に分類する方法は政府によるものではなく、「第一財經」が毎年行う都市商業魅力ランキングに基づくものである。分類の対象となるのは、省・直轄市・自治区という1級行政レベルの下にある2級行政レベルの地級市である。地級市は約300ある。詳しくは、「2021中國城市排行榜：一線城市變5個，准一線15個，看看妳在幾線」2021年6月23日 網易。(https://www.163.com/dy/article/GD62TAB30519TG73.html)
- (注10) 住宅在庫については、国家統計局の「商品房待售面積」が利用されることが多い。「待售」は販売中を意味する。しかし、「商品房待售面積」は2021年12月時点で前年比1.7%増の2億2,761万平方メートルと、伸び率が低く、面積も易居不動産研究院の5割弱でしかなく、本当に住宅市場の在庫を反映しているか否かについて疑問が残るため、本文中の方法で在庫を求めた。
- (注11) 「中國恒大に初のデフォルト認定、フィッチが『一部債務不履行』に」2021年12月9日 Bloomberg. (https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2021-12-09/R3UA0VT1UM0X01)
- (注12) 「2020中國房地產企業500強排行榜正式公布（附完整名單）」Maigoo. (https://www.maigoo.com/news/543417.html、2022年1月20日アクセス)
- (注13) 「2021年中國房地產總結與展望 | 融資篇」2022年1月3日 搜狐網。(https://www.sohu.com/a/513967272\_465490)、“Chinese developer Yuzhou warns of bond

defaults amid mounting liquidity crisis”, 24 January 2022, South China Morning Post. (<https://www.scmp.com/business/banking-finance/article/3164500/chinese-developer-yuzhou-warns-bond-defaults-amid-mounting>)

- (注14) 「深度分析:部分房企債券違約頻出,未來還會更多」2021年10月6日 搜 狐 焦 点. (<https://lz.focus.cn/zixun/95a0912fd8f674de.html>)
- (注15) 「2021年396家房企破産, 為何開發商不降價自救? 5個現實原因」2022年1月12日 網 易. (<https://www.163.com/dy/article/GTGPJFMP0525TFAM.html>)
- (注16) 「2021年房地產行業融資總額下滑超兩成 2022開年即迎償債高峰」2022年1月14日 中 國 經 濟 網. ([http://www.ce.cn/cysc/fdc/fc/202201/14/t20220114\\_37256894.shtml](http://www.ce.cn/cysc/fdc/fc/202201/14/t20220114_37256894.shtml))
- (注17) 「正榮地産: 内部資源不足以解決2億美元永續債正嘗試重組其他境外債」2022年2月21日 金 融 界. (<http://m.jrj.com.cn/madapter/finance/2022/02/21100034418356.shtml>)
- (注18) 「中国地方財政悪化が加速 黒竜江・鶴崗市が初の『破綻』」2022年1月7日 日 本 経 済 新 聞. (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGM302V10Q1A231C2000000/>)
- (注19) 「黒竜江鶴崗房價全国最低, 一套房才幾萬元, 網友: 給我來10套!」2019年4月15日 搜 狐 網. ([https://www.sohu.com/a/308053039\\_477856](https://www.sohu.com/a/308053039_477856))
- (注20) 「焦点: 中国で土地需要失速、入札激減でひっ迫する地方財政」2021年10月9日 ロイター. (<https://jp.reuters.com/article/china-land-sales-idJPKBN2GY0BV>)
- (注21) 「從2万降到1.3万? 有人“賠首付”, 老業主鬧事, 要求退差價」2021年11月23日 搜 狐 網. ([https://www.sohu.com/a/502843965\\_121145670](https://www.sohu.com/a/502843965_121145670))
- (注22) 「3個月超20起! 業主要求賠償, 背後反映的問題值得深思」2022年1月4日 騰 訊 網. (<https://new.qq.com/omn/20220104/20220104A05H3L00.html>)
- (注23) 「2022年起, 樓市將迎來“貶值潮”, 部分房子的房價將會超出想象」2021年12月24日 騰 訊 網. (<https://xw.qq.com/amphml/20211224A02SAN00>)
- (注24) “With Property Sales Plunging, China Evergrande Faces More Protests”, 4 January 2022, The New York Times. (<https://www.nytimes.com/2022/01/04/business/china-evergrande-protests.html>)
- (注25) 「中国当局、不動産市場安定化と住宅購入者の権利保護で銀行に支援要請」2021年9月30日 Bloomberg. (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2021-09-30/R0841SDWX2PS01>)
- (注26) 「住房擁有率96%! 中国家庭資産負債大起底」2020年5月7日 搜 狐 網. ([https://www.sohu.com/a/393470253\\_120341284](https://www.sohu.com/a/393470253_120341284))

## 2. 浮上する住宅バブル崩壊の懸念

中国では購入者側と販売側の双方で住宅価格の「過冷」を引き起こす負のスパイラルが働いている。ところが、価格の低下を予想する見方が支配的になっているわけではない。この背景には政府の価格下支え策に対する強い期待がある。また、中国の住宅市場は需要の変動に応じ、供給を調整する機能を持ち合わせていることにも留意する必要がある。

### (1) 「過冷」からバブル崩壊へ進むのか

中国では住宅価格が想定を上回って低下する「過冷」を危惧する見方が現れ始めている。「過冷」とは、住宅購入側からみると、価格の「低下」を予想する見方が強まることで買い控えが広がり、実際に価格が低下することで「低下」に対する見方がさらに強まることといえる。「過冷」は、不動産開発業はもちろん不動産向け融資の依存度が高い銀行、住宅が保有資産の7割を占める家計に影響を与え(三浦 [2022])、中国経済を腰折れさせかねない。

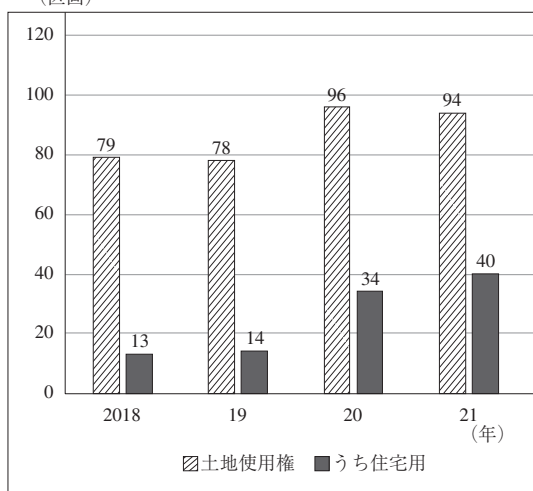
常に「過熱」が懸念されてきた中国の住宅市場で「過冷」が懸念されるのは2014年以来である。実際、一部の都市では買い控えの動きが表面化している。2021年に住宅価格の上昇が最も顕著であった深圳市では、2022年1月2日に販売が始まった344戸のマンション



ンで売約済となったのは7日時点でわずか1戸だとされた（注27）。これは倍率の高い抽選を経なければ住宅が買えないほどの購入熱が急速に冷めたことを象徴し、2022年の波乱を予感させるニュースとされた。

同市では、不動産開発企業への土地所有権の譲渡区画が2020～2021年に過去に例をみない規模で増えたため（図表9）、今後も供給過多が続き、価格、立地、設備などで優位性がないため売れない物件が頻出するとみられる。深圳市の住宅価格は図表1で示した70都市のなかで、2015年6月からの上昇幅と、2021年後半の低下幅が最も大きく、中国の住宅市場の動きを象徴している。

図表9 深圳市における土地所有権譲渡実績  
（区画）



（注）区画の面積は2021年平均でみると、1区画＝14.4万平方メートル。

（資料）現地報道資料より日本総合研究所作成

土地所有権は、住宅価格が上昇している局面においては不動産開発企業にとって打ち出の小槌であり、成長を実現する方程式は事業拡大路線、つまり、借入を最大限に増やし、入札を通じて地方政府から購入した土地に出来るだけ早くマンションを建設・販売することで、地方政府に支払った土地所有権料を回収し、次のプロジェクトに着手することであった。しかし、こうした事業展開は習近平政権が共同富裕を掲げ、不動産開発業に対する規制強化により住宅価格が低下する局面に移行したことで行き詰まることとなった。

資金繰りの問題を抱える不動産開発企業は、土地所有権の入札に参加出来なくなり、2021年の土地所有権購入面積は前年比15.5%減の2.2億平方メートルとなった。これは住宅価格低下に対する正常な反応といえるが、深圳市の場合は、販売に至らない土地を抱える不動産開発企業が資金確保のため住宅価格の引き下げに踏み切り、それが買い控えを誘発し、さらなる引き下げを余儀なくされる悪循環に陥っているように見える。

販売側からみた「過冷」は他の都市でも起こる可能性がある。不動産開発企業の土地所有権の購入実績に関する統計はまだ十分に整備されていないが、上海市の不動産開発企業の2021年1～11月の土地所有権購入面積は前年同期比45.5%増の309万平方メートルであった。天津市と北京市もそれぞれ同45.5%増（367万平方メートル）、同42.4%増（163



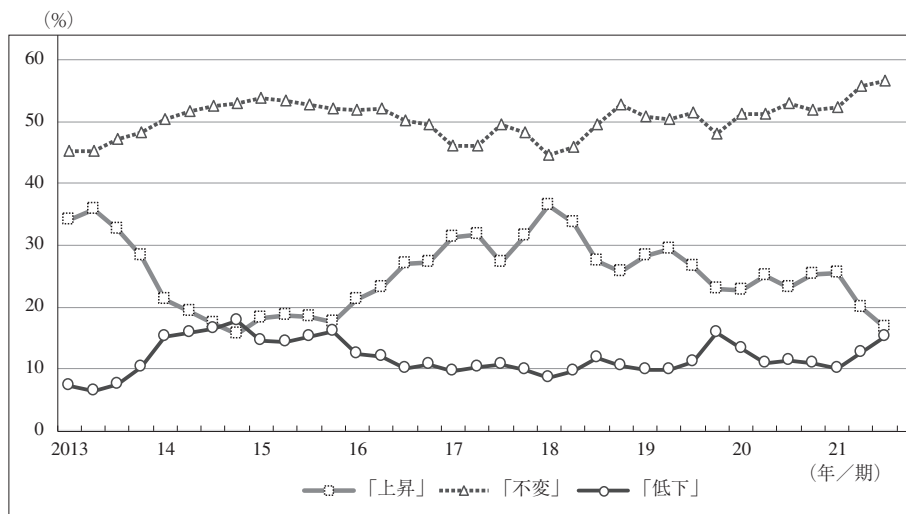
万平方メートル)と、沿海大都市の不動産開発企業は土地所有権の購入に積極的であった。これは内陸部の都市に比べ流入人口が多く、住宅需要が底堅いことを見込んでいたためと思われるが、今後は価格引き下げ圧力に晒されることとなろう。

わが国では、価格上昇が見込めない住宅を買う人はいない、あるいは、在庫が積み上がっているとして、価格の暴落によるバブル崩壊を示唆する見方が示されるようになっていく。販売側と購入側の双方が図らずも住宅価格低下を誘発する動きを強めていること、また、これ以上の価格上昇を見込むのは非現実的であることから、バブル崩壊説の説得力

はかつてなく高まっている。

しかし、こうした見方は住宅市場が抱える問題を列挙する一方で、住宅価格がどのように変化するとみているかという住宅購入者の認識について言及していない。中国の住宅市場は「過冷」からバブル崩壊に突き進むのか。この問題に大きな影響を与えるのが市民の住宅価格に関する見通しである。中国人民銀行の都市家計調査によれば、次期四半期の住宅価格の「低下」を予想する人の割合は2021年7～9月期から上昇しているものの、10～12月期においても15.2%と低く、依然として「上昇」の16.8%を下回る(図表10)。次回調査で「低下」は「上昇」を上回ると見込まれ

図表10 都市家計調査による次期四半期の住宅価格予想 (2013年4～6月期～2021年10～12月期)



(注)「わからない」は除く。  
 (資料) 中国人民銀行「城鎮儲戸問巻調査」より日本総合研究所作成

るが、それでも最も多いのは「不変」であり、「低下」が支配的というわけではない。

「低下」が実際の価格を反映しない背景には、次に指摘するように政府が住宅価格の低下を放置するわけがないという期待が、国民のあいだに根強く存在することがあると思われる。住宅価格は必ず上昇するという「神話」は以前ほど頑強ではないとはいえ、恒大集団の債務再編に広東省政府が介入しているように、国民の多くは政府が経済、金融、家計への影響が大きい住宅価格の低下を回避すべく、適切な政策を打ち出すと期待している。

## (2) 広がる価格下支えの動き

実際、中央政府と地方政府は値下げ制限といった直接的な市場介入だけでなく、不動産開発企業の資金繰り支援や家計の住宅購入意欲を刺激するローンの条件緩和など、住宅価格下支え策を打ち出している。銀行と保険業を監督する銀保監会の郭樹清主席は、「住宅価格が決して下落しないという賭けに出ている人は最終的に重い代償を払う」（注28）と警告したが、実際のところ政府は住宅価格の低下を放置出来ないのである。

住宅価格下支えの動きとして第1に指摘出来るのは、地級市レベルで導入されている住宅価格の値下げ制限である。値下げ幅は地方政府が示した価格の15%を超えてはならないとするものが多い（注29）。その狙いは住宅価格の大幅な下落により、市場の秩序が崩壊

するのを防ぐことにある。値下げ制限は2021年8月に入り、唐山市（河北省）、瀋陽市（遼寧省）、荷沢市（山東省）、昆明市（雲南省）、江陰市（江蘇省）、岳陽市（湖南省）などで採られ（注30）、2021年10月中旬に15都市（注31）、2022年1月中旬には23都市に広がった（注32）。この措置が採られるのは人口減少がみられる内陸の都市が多く、全ての都市で導入されているわけではないが、大幅な値下げはメディアで取り上げられることから（注33）、制限を導入していない都市でも値下げがしにくい状況になっている。

第2は、銀行融資の拡大である。中国政府は、2021年12月、窓口指導により合併・買収（M&A）向け融資は「三道紅線」による規制の対象外とするなど、銀行に不動産開発企業に対する融資制限を緩和するよう命じた（注34）。中国人民銀行は、不動産開発プロジェクトのM&Aは業界の抱えるリスクを緩和する最も効果的な方法と位置付けた（注35）。企業の淘汰が進むことにより不動産開発業が再び有力な投資対象になるとする見方もある（注36）。

また、政府は2021年10月に一部の銀行に対し住宅ローンの拡大を促したとされる（注37）。実際、中国人民銀行は同月の住宅ローン残高が前月比3,481億元増の37.7兆元となり、増加額が前月の1,013億元増から約3倍になったことを明らかにした（注38）。同行が四半期ベースでしか公表しない住宅ローン

残高の月次データを明らかにするのは初めてで、住宅価格下支えに積極的に動いていることを示したものと理解されている（注39）。2022年2月には、住宅ローンの頭金比率を3割から2割に引き下げる都市が現れ始めた（注40）。

第3は、補助金の拡大である。2021年末時点で、上海市、南京市（江蘇省）、南通市（江蘇省）、武漢市（湖北省）、桂陽市（湖南省）、南寧市（広西チワン族自治区）、朱海市（広東省）、成都市ハイテクパーク（四川省）、深圳市（広東省）、惠州市（広東省）、など20以上の都市が住宅購入に対する補助金を給付している（注41）。それらは、表向きは学歴を基準にした高度人材、あるいは子供の数を基準にした多子世帯の定住を促すことを目的としているものの、住宅需要を喚起する政策であることに変わりはない。南寧市では高度人材に対し最高200万元が支給されるという。

第4は、金利の引き下げである。中国人民銀行は、2021年12月、銀行の貸出金利の指標となる1年物の最優遇貸出金利（ローンプライムレート：LPR）を8カ月ぶりに5ベースポイント（bp）引き下げ、3.8%へ（注42）、2022年1月にさらに10bp引き下げ、3.7%とした。また、同月には、住宅ローン金利の基準となる5年物のLPRも2年ぶりに5bp引き下げ、4.6%とした。不動産市場調査を手がける貝殼研究院によれば、これに伴い2022年2月には調査対象103都市のうち87

都市で銀行の住宅ローン金利が引き下げられ、市場のテコ入れにつながると期待されている（注43）。

第5は、預託口座からの資金引き出し規制の緩和である。中国では、不動産開発企業は住宅を完成前に販売することが認められているが、売却で得た資金は住宅の完工・引き渡しを保障するため預託口座に入金しなければならない。しかし、恒大集団のデフォルト危機を契機に資金の流用が判明し、多くの都市で預託口座からの資金の引き出しが制限された。中央政府は企業の資金繰り支援のため、この規制を緩和する準備を進めているという（注44）。

第6は、住宅公積金を使った融資の拡大である。中国には企業と従業員が折半で負担し、住宅購入の資金を積み立てる住宅公積金がある。2022年に入り、住宅公積金を利用する際の頭金の比率を引き下げ、ローンを組みやすくする動きが相次いでいる（注45）。広西チワン族自治区の北海市は、60%としていた2件目の頭金の比率を40%に引き下げた。多子世帯に対して融資条件を緩和する都市も現れるなど、規制緩和に踏み切る都市は20を超える（注46）。

ここで紹介した住宅価格下支え策のうち、銀行融資の拡大と金利の引き下げ以外は、地方政府の裁量によるもので、対象地域が限られる。しかし、「過冷」つまり、住宅価格の低下幅があまりにも大きく、市場の秩序を崩

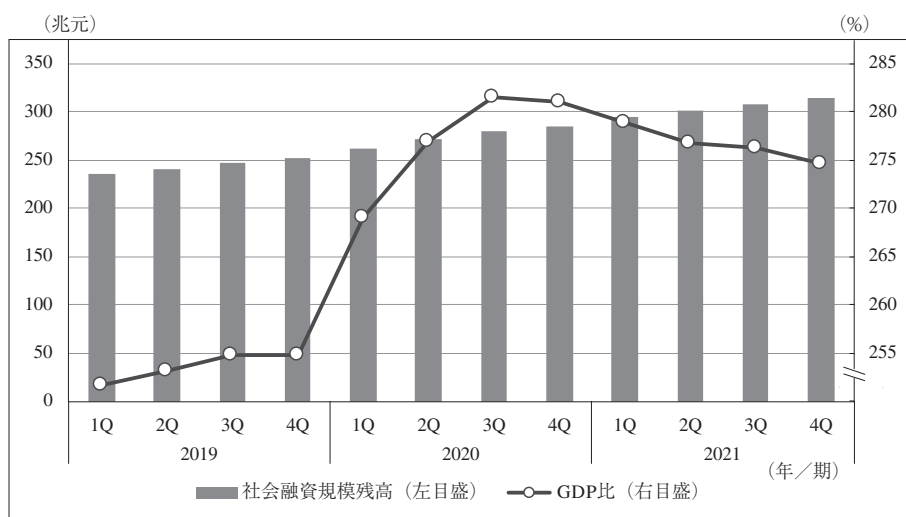
壊しかねないと予見されれば、多くの都市は下支え策を打ち出すことを躊躇わないであろう。このため、中国全体で住宅市場から手を引くべきと認識されるまでにはかなりの時間を要するはずである。住宅価格の「低下」を予想する人の割合がなかなか上昇しない背景には、地方政府の融通無碍な価格下支え策がある。

中国政府が住宅価格の下振れリスクに無関心でなかったことは、国際通貨基金（IMF）が2019年4月に発表した国際金融安定性報告（Global Financial Stability Report: GFSR）からもみてとれる。GFSRでは、住宅価格の急激な変動を引き起こす要因として、①資金調達環境、②GDP比でみた与信状況、③1人当た

りGDPとの対比でみた住宅価格が挙げられ、金融緩和は短期的なリスクを、与信の縮小は長期的なリスクを緩和する効果があり、そして、住宅価格の低下は短期・長期の両面でリスクを緩和する効果があるとされる。

中国で採られている措置には、値下げ制限や補助金の給付といったIMFが想定していないもの、あるいは、預託口座からの資金引き出し規制の緩和といった先行きが懸念されるものがあるが、概ね住宅価格の下振れリスクの緩和に資するものといえる。なかでも、GDP比でみた社会融資規模残高が2020年7～9月期をピークに低下しているように（図表11）、与信の縮小が上述の価格下支え措置よりも早い段階で採られていたことは注目

図表11 社会融資規模残高とGDP比



（資料）中国人民銀行（PBC）、国家統計局（NBS）資料より日本総合研究所作成

に値する。

このほか、2020年末の不動産関連融資と個人の住宅ローンに上限を設ける総量規制(注47)(三浦 [2021b])、そして、2026年からの不動産税導入も、IMFが挙げる住宅価格の下振れリスクを緩和する政策—住宅ローンの供与額を規制するマクロプルーデンス政策の強化や固定資産税の導入—に合致する。中国の住宅価格は非常に高い水準にあるため、政府は価格下振れリスクに全く関心を払ってこなかったように見えるが、リスクの高まりを傍観してきたわけではない。

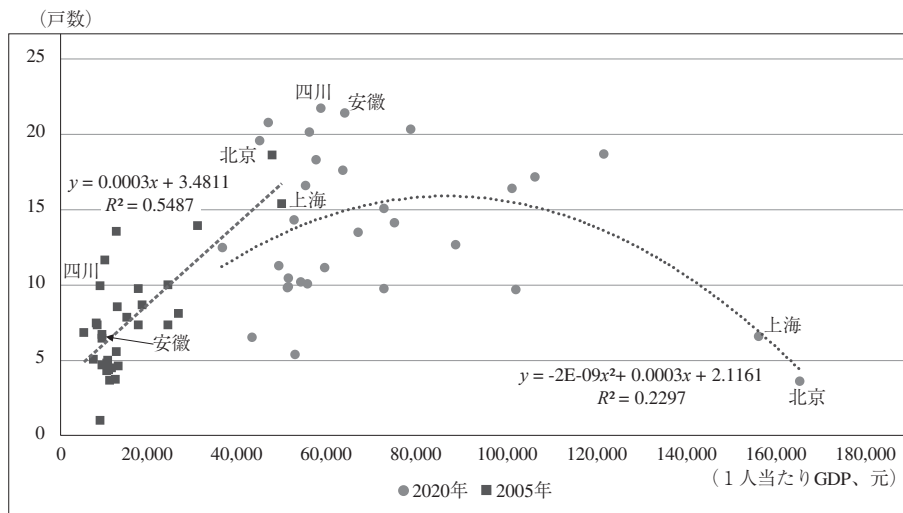
### (3) 市場飽和を見据えた動き

住宅市場の飽和を見据え、供給を調整する

動きがみられることも、バブル崩壊懸念を緩和する材料といえる。中国の地域別の住宅販売戸数をみると、住宅の供給は需要の伸縮に応じて調整されてきたといえる。北京市では、2005年時点で都市人口1,000人当たり18.6戸の住宅が販売されていたが、2020年にはわずか3.6戸と、市場は15年で5分の1に縮小した。同様の現象は上海市でもみられる(図表12)。

その一方、四川省は2020年の都市人口1,000人当たり住宅販売戸数が21.7戸と、2005年の9.9戸から倍増した。1人当たりGDPが最も低い部類に入る安徽省も2020年の同住宅販売戸数が21.4戸と、2005年の6.4戸から3倍以上に増えた。しかし、1人当たりGDPが6万元に達すると人口当たりの住宅販売戸数は減少

図表12 1人当たりGDPと都市人口1,000人当たりの住宅販売戸数の関係



(資料) CEICより日本総合研究所作成(原典はNBS)

に転じることから、四川と安徽両省の住宅市場はピークに差し掛かっており、今後緩やかに縮小に向かうと見込まれる。

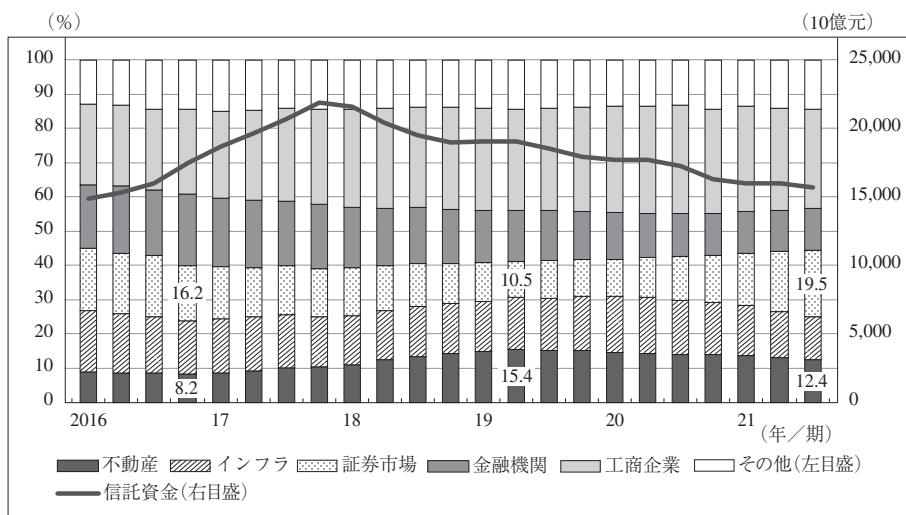
中国では長い間住宅は造れば売れるという状況にあった。ここに地方政府の杜撰な都市計画が加わり、内モンゴル自治区オルドス市をはじめとするいくつかの都市でゴースタウンを意味する「鬼城」が生まれた。中国では市場のニーズよりも政府の思惑を受け、先行投資がなされるケースが多いため、政府が介入する産業では供給過剰が起こりやすい。しかし、図表13は「鬼城」があくまで例外であることを示している。

住宅市場に向かう資金が減少し始めたことも、価格下振れリスクの緩和という点で好ま

しい材料といえる。中国信託業協会によれば、2021年7～9月期の不動産に投資する信託資金は1.9兆元と、2019年4～6月期の2.9兆元から1兆元も減少した。これに伴い信託資金全体に占める不動産の割合も15.4%から12.4%へと低下した。不動産と対照的な動きをみせているのが証券市場であり、同市場向け信託資金は同時期に2.0兆元から3.1兆元へと増加し、全体に占める割合も10.5%から19.5%へ上昇した（図表13）。

中国が住宅市場の飽和に適切に対応出来るか否かは、地方政府、不動産開発企業、住宅購入者が市場は飽和に向かっており、住宅価格が右肩上がりで上昇する時代、不動産開発企業が成長をけん引する時代は終わったという

図表13 信託資金の規模と投資先



(資料) CEICより日本総合研究所作成 (原典は中国信託業協会)



認識を共有出来るかどうかにかかっている。習近平政権がこの問題をどこまで意識していたかは不明であるが、共同富裕によって不動産開発業の発展方式が変わることを示唆したのは(三浦 [2022])、絶妙のタイミングであったといえる。

- (注27) 「深圳楼市新年第一盘哑火：353套房隻卖出1套，新房供应将近高峰」2022年1月7日 騰訊網。(https://new.qq.com/omn/20220107/20220107A0BHN00.html)
- (注28) 「郭树清：押注房价永远不会下跌的人最终会付出沉重代价」2021年6月10日 視察者。(https://www.guancha.cn/politics/2021\_06\_10\_593932.shtml)
- (注29) 「又一城市限跌令来了，房僵撑不住了？」2022年1月6日 網易。(https://www.163.com/dy/article/GT22EA NM0519DH2H.html)
- (注30) 「中国多地出台房价“限跌令” 楼市转折点出现？」2021年9月10日 人民網。(http://finance.people.com.cn/n1/2021/0910/c1004-32223339.html)
- (注31) 「超15城出台“限跌令”！一线城市二手房“速冻”，“金九银十”消失了？」2021年10月15日 21世紀報道網。(http://www.21jingji.com/article/20211015/herald/7bd6e1ee153abf6222739c618e5c851.html)
- (注32) 「2021年区域楼市盘点：23城髮/發布限跌令，17地整頓学区房（下）」2022年1月11日 搜狐網。(https://www.sohu.com/a/515877839\_99986045)
- (注33) 「猛降66万！購房者質疑這個盤違反“限跌令”，官方回復了」2022年2月12日 騰訊網。(https://xw.qq.com/amphml/20220212A06NZU00)
- (注34) 「中国当局、銀行に不動産融資の強化促す一デフォルト懸念台頭で」2022年1月7日 Bloomberg。(https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-01-07/R5BTN9DWX2PS01)
- (注35) 「人民銀行金融市場司司長鄒瀾：房地產企業間的項目併購是行業化解風險最有效果的市場化手段」2021年12月30日 東方財富網。(http://finance.eastmoney.com/a/202112302231652958.html)
- (注36) 「中国株『不動産や天然ガス関連有望』Tロウの楊俊氏」2022年2月14日 日本經濟新聞。(https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB00017\_U2A210C2000000/)
- (注37) 「アングル：中国の銀行、住宅ローン実行加速の動き」2021年11月9日 Reuter。(https://jp.reuters.com/article/china-property-debt-banks-idJPKBN2HT04F)
- (注38) 「2021年10月金融統計數据報告」2021年11月11日 中国政府網。(http://www.gov.cn/shuju/2021-11/11/content\_5650267.htm)
- (注39) 「央行首次单独公布10月房貸數据，背後有着怎樣

的深意？」2021年11月11日 騰訊網。(https://new.qq.com/omn/20211111/20211111A0A9KX00.html)

- (注40) 「買房首付降低到20%說明了什麼？買房貸款如何弁理？」2022年1月22日 房天下。(https://zhishi.fang.com/jiaju/qg\_1030148.html)
- (注41) 「21城發布限跌令，10余城發放購房補貼，剛需買房緊握6箇/個底氣」2021年12月27日 騰訊網。(https://xw.qq.com/partner/vivoscreen/20211227A02LTZ/20211227A02LTZ00)，「中国楼市再降溫！2022年買房是明智還是喫虧？3件事先看清」2022年1月20日 新浪網。(https://k.sina.com.cn/article\_5607910180\_14e41eb2400101qzkf.html)，「三四線城市庫存承压，多地“上新” 購房定向補貼」2022年1月12日 澎湃。(https://m.thepaper.cn/baijiahaio\_16250989)
- (注42) 「中国人民銀、景気減速で1年8カ月ぶり利下げ 来年追加緩和の見方も」2021年12月20日 ロイター。(https://www.reuters.com/article/cn-mmt-hike-idJPKBN2IZ04W)
- (注43) 「87城下調房貸利率，多地首套房首付比降至兩成：積放了什麼信号？」2022年2月22日 雪球。(https://xueqiu.com/8734069401/212136100)
- (注44) 「全国性商品房預售資金監管办法出台 房企有望獲更多流動性」2022年2月10日 財聯社。(https://www.cls.cn/detail/931552)
- (注45) 「多地公積金貸款条件放寬」2022年2月9日 金融界。(http://bank.jrj.com.cn/2022/02/09110834312532.shtml)
- (注46) 「超20城住房公積金貸款松綁：一線城市銀行審批放款加快，最快隻需一周」2022年2月10日 鳳凰網。(https://finance.ifeng.com/c/8DWEEJn6FTN)
- (注47) 具体的には、①中国工商銀行などの大手銀行は不動産関連融資を融資全体の40%以下、うち住宅ローンを同32.5%以下に、②招商銀行などの中規模銀行はそれぞれ27.5%以下、20%以下、③小規模銀行は同じく22.5%以下、17.5%以下に抑制するというもの。詳細は、「中国人民銀行 中国銀行保險監督管理委員会關於建立銀行業金融機構房地產貸款集中度管理制度的通知」銀發〔2020〕322号 2020年12月28日。(http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-01/01/content\_5576085.htm)を参照。

### 3. 住宅市場の長期展望—不動産税、人口減少、都市化の影響

住宅市場を安定化させたとしても、それは価格の上昇が期待出来る状態に回帰すること

---

を意味するわけではない。住宅市場に影響を与える3つの問題—不動産税、人口減少、都市化—を取り上げ、市場の長期展望を試みる。

### (1) 不動産税—市場に与える影響を配慮か

導入が予定されている不動産税が最終的にどのようなかたちになるのか。投機目的の住宅需要を抑制することにつながるのか、あるいは、市場に与える影響に配慮し、課税対象を限定し、税率を低く抑えるのか。この問題は住宅市場に大きな影響を与えるため、内外で盛んに議論されている。

不動産税を巡る議論のなかで注目されるのが、2022年とされていた導入時期が先送りされるというものである。2021年10月、国会に相当する全国人民代表大会（全人代）常務委員会が不動産税の導入を決めたのは、資産格差の是正により共同富裕を進める習近平政権の強い意欲を示すものと評された。しかし、住宅市場に与える影響に配慮し、導入は2023年以降になるとの見方が出始めた（注48）。

不動産税の導入が思惑通りに進みそうにならないことは、導入対象地域が減少したことからもうかがえる。政府は正式な発表をしていないものの、当初30都市とされていた対象地域は10都市（注49）、そして、7都市（上海、重慶、深圳、杭州、海南、武漢、済南または蘇州の各市）（注50）へと、全人代の決定からわずか4カ月で4分の1に減少した。地方政府は共同富裕に積極的に取り組むとしなが

らも、それを実現する政策の具体化には消極的であり、総論賛成各論反対の姿勢が鮮明になっている。

このため不動産税の全貌はなかなかみえてこない。不動産税を巡る議論のなかで最も関心が高いのが課税の仕組みと税率である。メディア上で妥当性が高いとしてよく紹介される財政部財政科学研究所の張学誕主任の提言は、1人当たり40～60平方メートルを控除した残りの面積の評価額に対し0.2～1.2%の税を課すというものである（注51）。3人で120～180平方メートル以下の住宅に居住している場合は、不動産税の対象にはならない。

国家統計局は2020年の住宅販売戸数を1,356万戸、販売面積を15億4,879万平方メートルとしているため、戸当たりの平均住宅面積は114平方メートルに、さらに、都市の世帯平均人数を2.57人としているため、都市の1人当たり平均住宅面積は44.5平方メートルになる。控除面積が最も狭い40平方メートルに、税率が最も高い1.2%に設定されたとしても税負担が重いとはいえない。

一方、複数の住宅を保有する富裕層は2軒目以降の住宅は全て不動産税の課税対象となる。人民銀行都市家計資産調査によれば、保有戸が1戸のみという世帯は58.4%であるため、不動産税の課税対象は都市世帯の4割に及ぶ。その一方で、住宅賃貸ビジネスの収益率は目安の3.5%を下回り、1%程度に低下しているとされる（注52）。住宅価格の低下

に不動産税の導入が加わり、住宅保有コストが上昇すれば、富裕層が住宅を保有する意味はなくなる。

不動産税は住宅価格の「過冷」を加速し、住宅バブル崩壊の引き金になるリスクがある。控除面積と税率をどのように設定するかは、政府の予想する住宅価格に依存する。住宅価格の上昇が見込めないなかで、中間層の税負担を軽くすると同時に、不動産税が住宅価格に与える影響を小さくしようとすれば、控除面積は最大の1人当たり60平方メートル、税率は最低の0.2%にするのが望ましい。同税の導入対象地域の減少や導入時期の先送りは、不動産税がそうした方向に向かっていることを暗示しているようにみえる。

## (2) 人口減少—問われる市場の調整能力

中国は想定を上回るペースで少子化が進み、早ければ2022年に人口減少社会に転じる(注53)。中国の住宅市場を展望するにあたってこの問題が与える影響を考えないわけにはいかない。

中国国内には少子化に歯止めがかかり、住宅需要は盛り返すという楽観論がある。習近平政権は想定を上回る少子化に危機感を強め、2015年末に「一人っ子政策」の廃止により子供を2人持つことを(注54)、そして、2021年6月には3人まで容認するなど(注55)、歪んだ人口構造の是正に乗り出した。これを受け、出産・育児休暇の延長、出産助

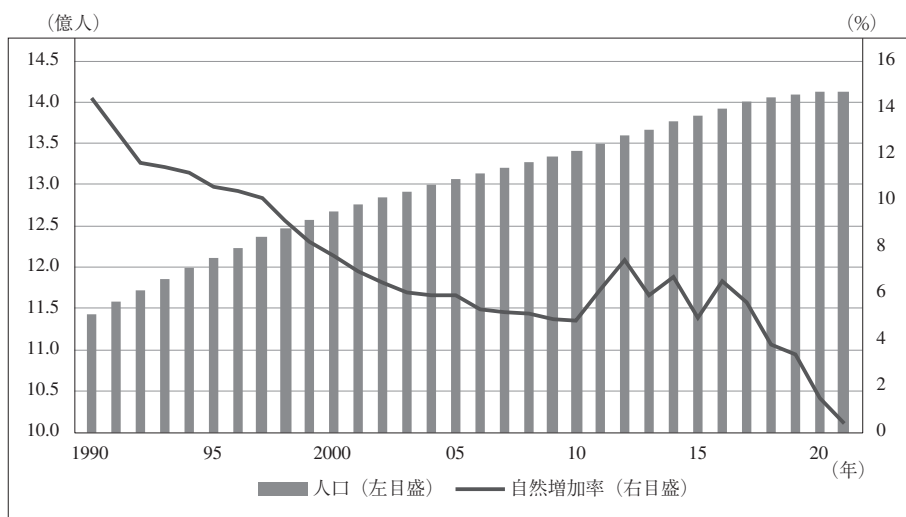
成金の支給などの少子化対策を打ち出す地方政府が増えた(注56)。楽観論はこれらの対策が成果をあげると期待している。

しかし、物欲が乏しく、競争、勤労、結婚、出産に消極的になる「横たわり」や、皆が競争を勝ち抜く努力をしているため、努力の価値が下がり、見合った成果が得られなくなる「内巻」が浸透した中国で少子化対策が期待通りの成果をあげるとみる人は少ない。2021年の出生数は前年比140万人減の1,060万人と過去最低となる一方、死亡数は同16万人増の1,014万人と過去最高となった。自然増加分はわずか46万人で、自然増加率も0.34%（パーミル）に落ち込んだ(図表14)。2016年以降の傾向はもはや変わらず、人口減少に転じるのは時間の問題といえる。

人口減少は住宅市場に暗い影を落とす。住宅都市農村開発部の元チーフエコノミストの趙慧氏は、住宅を購入する20～40歳の人口は2000年と2010年時点ではともに4.4億人であったが、2020年に4億人、2030年には3.3億人に減少することから、住宅需要が盛り返すことはないとした(注57)。ただし、価値観やライフスタイルの変化に伴い未婚のまま住宅を購入する人が増えていることから、人口減少が住宅需要に与える影響は当面緩和されるとみられる。

共産党の下部組織である共産主義青年団が2021年10月に公表した都市未婚者調査によれば、1995～2009年に生まれたZ世代に属す

図表14 中国の人口と自然増加率



(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

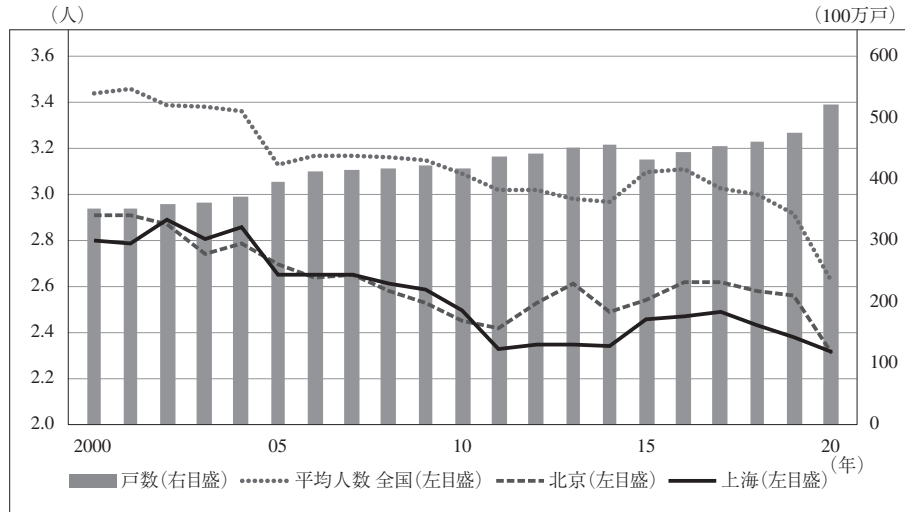
女性のうち43.9%が結婚するつもりがないか、結婚するかどうかわからないとしている(注58)。これは独身用の住宅需要が増えることを示す。実際、貝殻研究院が2021年5月に発表した「独身者不動産購入調査研究報告」によると、7割以上が「住宅を購入したい」、そして、女性の6割以上が「結婚前に住宅を購入する必要がある」と考えているとされた(注59)。

中国の世帯平均人数は2016年から急速に減少し、2020年に2.62人となった。先行する北京市や上海市の状況が他の都市に広がると考えれば、世帯平均人数のさらなる減少は不可避である。人口減少が目前に迫っている状況でも世帯数が増えているのは、単身世帯の「一

人戸」が増加していることが大きい(図表15)。「一人戸」は2020年時点で1.2億戸と、全世帯の25.4%を占める。

しかし、独身用の住宅需要の増加は、主に結婚しない女性の増加によってもたらされるため、出生率はますます下がり、少子化が加速していくのは明白である。独身用の住宅需要の増加は将来の少子化との引き換えによってもたらされているに過ぎないため、人口減少により住宅需要が減退する事態は避けられない。中国における住宅の供給量は需要の伸縮に応じて調整されてきたと指摘したが(前出図表12参照)、人口減少に伴う需要の急激な減退を織り込んだ調整が円滑になされるか否かは不透明である。

図表15 世帯の平均人数と世帯数の推移



(資料) CEICより日本総合研究所作成 (原典はNBS)

なかでも、中小都市の住宅価格は、大都市の規制を嫌った需要に支えられるかたちで底上げされてきた一方で、人口減少による住宅市場の縮小が大都市より顕在化しやすいことから、価格下支え策への依存を強める危険性がある。西南財経大学の「2017中国城鎮住房空置分析」によれば、都市の空家率、つまり誰も住んでいない住宅の割合は2017年時点で21.4%に達し(注60)、わが国の13.5%を上回る(注61)。2線都市と3線都市は空家率がそれぞれ22.3%、21.8%と、1線都市の16.8%を大幅に上回り、供給過剰が深刻である。

相続住宅の増加も住宅需要の減退に拍車をかけるとみられる。1979年に一人っ子政策が

導入されて43年が経過し、4-2-1の血縁構造を持つ家庭が増えた。4-2-1は夫婦の上に4人の親が、下に1人の子供がいることを示し、現役世代の介護負担が大きいことを象徴するものとして紹介されることが多いが(注62)、都市では子供が将来3戸の住宅を相続する可能性があることを示す(注63)。

### (3) 都市化—人口増加が期待出来るのは沿海大都市だけ

都市化、つまり、農村から都市への人口流入がいつまで続くかという問題も住宅需要に大きな影響を与える。中国国内には、今後10年間で8,000万人の農民が都市に流入すると見込まれることから、住宅需要は底堅いとす

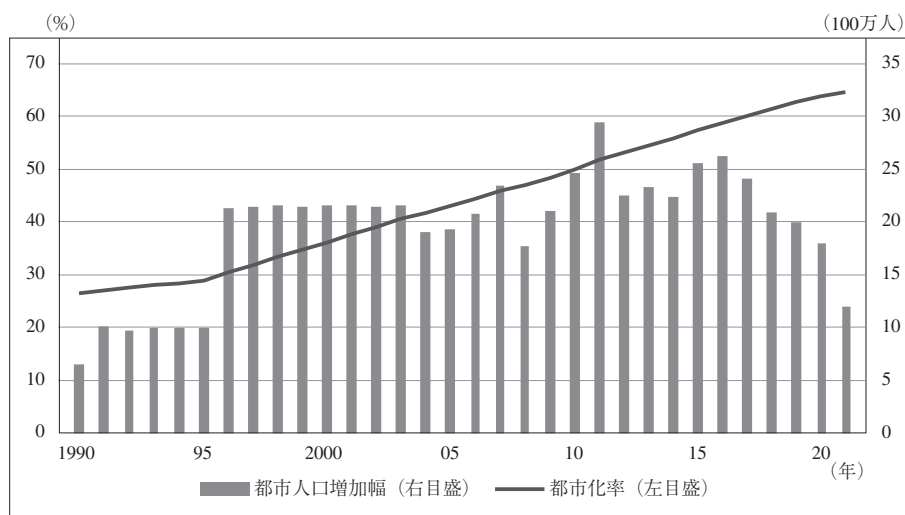
る見方がある（注64）。しかし、この見方は2016年に2,620万人であった都市人口の増加幅が5年後の2021年に1,210万人に半減したことを踏まえれば楽観的に過ぎる（図表16）。2020年以降の減少はコロナ禍によって増幅された側面があるとはいえ、年平均800万人が農村から都市へ移住するというのは非現実的である。

都市化を展望する際に留意すべきもうひとつの問題として、流動人口は全ての都市に向かうのではなく、大都市に集中しやすいことが挙げられる。中国における都市人口規模に応じた都市化の進展をみると、人口50万人以下の小規模都市の都市人口に占める割合が低下する一方、1,000万人以上の都市の割合が

上昇している（図表17）。所得や就業の面で魅力的な大都市が人を引き付ける現象は世界共通であり（石田 [2018]）、今後も大都市への人口集中が進むと見込まれる。

中国には、都市部の人口が1,000万人を超える「超大都市」（注65）として、北京、上海、重慶、広州、深圳、天津の6都市（注66）がある。環境汚染、交通渋滞、失業といった受容能力を上回る人口流入に伴う都市化の問題を回避するため、政府は2014年に中小都市への移動を促す一方で、大都市の人口流入を抑制する都市化計画を打ち出した（三浦 [2014]）。しかし、6つの超大都市の都市部の人口が中国全体の都市人口に占める割合は、2020年時点で12.1%と2015年の12.4%か

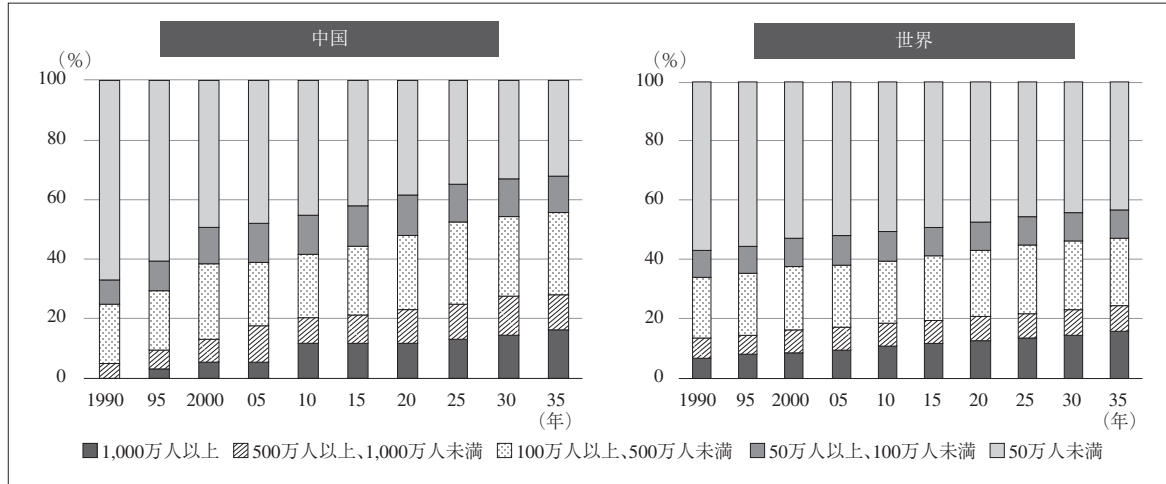
図表16 中国の都市化率と都市人口の前年比増加幅



(資料) CEICより日本総合研究所作成 (原典はNBS)



図表17 中国と世界の都市規模別にみた都市人口の構成



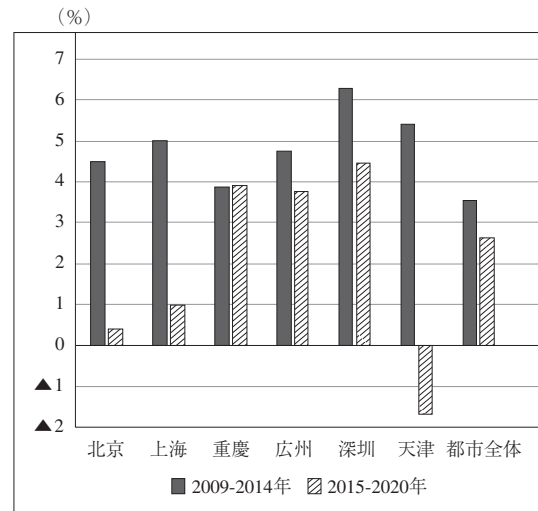
(資料) UN, *World Urbanization Prospects 2018*より日本総合研究所作成

らほとんど変化しておらず、都市化政策が想定通りの成果をあげたとはいえない。

この背景には、重慶、広州、深圳の3市が流動人口を積極的に受け入れたことがある(図表18)。大都市への人口流入を抑制する都市化政策に従ったのは北京市と上海市だけで、天津市の2015～2020年の伸び率がマイナスとなったのは成長減速に伴い人口流出に見舞われた結果に過ぎない(注67)。大都市の流入人口を抑制するという都市化政策は形骸化している。

政府は、2020年から人口300万人未満の都市については人口流入を制限する規制を撤廃し(注68)、300万人以上の都市についても緩和の方針を示すなど(注69)、大都市への人

図表18 超大都市の都市部人口の年平均伸び率



(資料) CEICより日本総合研究所作成(原典はNBS)

口流入を容認する姿勢を示している。広州市と深圳市という2つの超大都市を抱える広東省は、2021年末、両市を含めた都市化の加速により、2020年に9,344万人であった都市人口を2025年に1億人に引き上げる目標を掲げた（注70）。中国全体の人口が減少に向かうなかで、5年間で都市人口を700万人増やすというのは極めて野心的な目標といえる。

製造業の集積地である広東省は大量の未熟練労働者を必要とし、都市化政策に素直に従うわけにはいかない事情がある。しかし、人口減少の問題が顕在化するなかで、住宅需要の減退を緩和する、あるいは、生産要素のひとつである労働力を確保するという点において、いかに人口を増やすかは今や全ての都市に共通する重要な政策課題であり、流動人口の獲得に向けた都市間の競争は今後ますます激化すると見込まれる。

人口規模の大きい大都市がこの競争に加わることによって割を食うのが3・4線都市である。2010～2020年の都市人口の年平均伸び率と2020年の人口に占める65歳以上の割合を地方別にみると、広東省や浙江省が流動人口の獲得、人口高齢化の阻止という点で望ましい人口構造を有していることがわかる（図表19）。広東省の都市人口の伸び率は1.9%と全国平均の0.5%を大幅に上回る一方で、65歳以上人口の割合は8.5%と全国平均の13.5%を大幅に下回る（注71）。

広東省や浙江省と対極の位置にあるのが、

黒竜江、吉林、遼寧の東北3省で、都市人口の伸び率はそれぞれマイナス1.8%、マイナス1.3%、マイナス0.3%、そして、65歳以上人口の割合は黒竜江と吉林が15.6%、遼寧が17.4%である。また、山西省や内モンゴル自治区といった石炭産業への依存度が高い地域も労働力の流出により人口高齢化が進むとみられる。内陸部の省・自治区は図表19の左上に移動し、そうした地域の3・4線都市では住宅需要の減退により、住宅価格は強い下押し圧力に晒されることになろう。

（注48）「2022年房産税將至，影響96%的城鎮家庭，專家建議每人免徵40-60平」2022年1月22日 網易。（<https://www.163.com/dy/article/GUB7ML6L0552BFI.html>），「中国の不動産税、住宅市場回復まで試験運用拡大先送りか—観測広がる」2022年1月6日 Bloomberg。（<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-01-06/R59R2DDWLU7101>）

（注49）「習氏の不動産バブル退治、新税案で猛反発に直面否定的な意見が出たため不動産税当初案は大幅に縮小」2021年10月20日 The Wall Street Journal。（<https://jp.wsj.com/articles/in-tackling-chinas-real-estate-bubble-xi-jinping-faces-resistance-to-property-tax-plan-11634690239>），「中国の不動産税導入案、現れては消える不思議 経済の急減速が懸念される中では政策行き過ぎのリスク」2021年10月21日 The Wall Street Journal。（<https://jp.wsj.com/articles/chinas-magical-disappearing-reappearing-property-tax-11634775380>）

（注50）「2022年房産税試点的7个城市」2021年11月24日 樓盤網。（<https://www.loupan.com/bk/98179.html>）

（注51）「房産税真的要來了？專家建議：先從高收入，多套房家庭進行徵收！」2020年12月20日 搜狐網。（[https://www.sohu.com/a/435830404\\_114719](https://www.sohu.com/a/435830404_114719)）

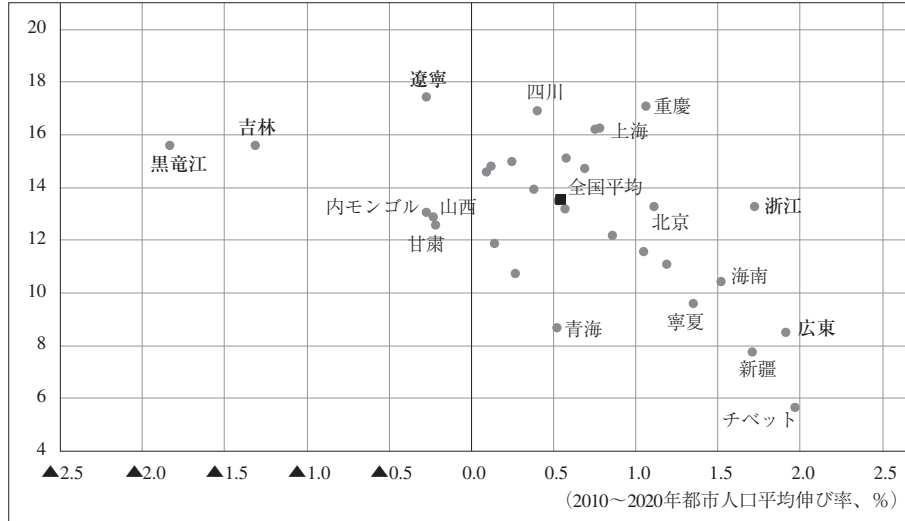
（注52）「租金回報率隻有1%，100年回本？房産投資還算不算投資？」2021年7月19日 搜狐網。（[https://www.sohu.com/a/478359264\\_467976](https://www.sohu.com/a/478359264_467976)）

（注53）「コラム：中国の人口は21年ピークか、打開策は若年層への給付」2022年1月23日 Reuters。（<https://jp.reuters.com/article/breakingviews-china-demographic-idJPKBN2JT07D>）

（注54）「全国人民代表大会常務委員會關於修改《中華人民共和國人口與計劃生育法》的決定（主席令第四十一號）」2015年12月28日 中国政府網。（[http://www.gov.cn/jq/2015-12/28/content\\_3121171.htm](http://www.gov.cn/jq/2015-12/28/content_3121171.htm)）

図表19 31省・市・自治区の都市人口伸び率と65歳以上人口の割合

(2020年の65歳以上人口の割合、%)



(資料)「2020年第7次全国人口普查数居」(NSB)より日本総合研究所作成

- www.gov.cn/zhengce/2015-12/28/content\_5029897.htm
- (注55) 「中共中央 国務院關於優化生育政策促進人口長期均衡發展的決定」2021年7月21日 中国政府網. ([http://www.gov.cn/xinwen/2021-07/20/content\\_5626190.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2021-07/20/content_5626190.htm))
- (注56) 「21城發布限跌令, 10余城發放購房補貼, 剛需買房緊握6個底氣」2021年12月27日. 騰訊網. (<https://xw.qq.com/partner/vivoscreen/20211227A02LTZ/20211227A02LTZ00>)
- (注57) 「專家: 房地產稅會帶來一定沖擊, 稅率不會太高, 大概率是千分稅」2022年1月6日房天下. (<https://sy.news.fang.com/open/42671332.html>)
- (注58) 「未婚城市青年婚戀意願調查」2021年10月20日 網易. (<https://3g.163.com/dy/article/GLQIB7JL0514D10F.html>)
- (注59) 「中國大陸部の若い女性『結婚前に家を買うべき』が6割以上」2021年5月21日 人民日報日本語版. (<http://j.people.com.cn/n3/2021/0521/c94476-9852545.html>)
- (注60) 「西南財大: 中國城鎮住房空置率超過2成」2018年12月21日 新浪財經. (<https://finance.sina.com.cn/roll/2018-12-21/doc-ihqhqcir9014276.shtml>)
- (注61) 「平成30年住宅・土地統計調査住宅及び世帯に関する基本集計」2019年9月30日 総務省. ([https://www.stat.go.jp/data/jyutaku/2018/pdf/kihon\\_gaiyou.pdf](https://www.stat.go.jp/data/jyutaku/2018/pdf/kihon_gaiyou.pdf))
- (注62) 「中国『一人っ子政策』が招いた親子の苛酷な現実」

- 2018年5月22日 DIAMOND online. (<https://diamond.jp/articles/-/170577>)
- (注63) 「房市“三降”出現, 2022年房子或将迎來“貶值潮”? 官媒8字透底」2022年1月21日 網易. (<https://www.163.com/dy/article/GU7JOJO10535BC2F.html>)
- (注64) 「房產稅真要來了? 財政部專家: 未來統統“這樣取”, 該提前了解」2021年3月31日 房天下. (<https://news.fang.com/open/39138732.html>)
- (注65) 北京や上海などの超大都市においても都市部と農村部があり、市内居住者が全て都市住民というわけではない。このため都市の規模は都市部の人口に従って決められる。
- (注66) 「図解: 国務院關於調整城市規模劃分標準的通知」2014年11月20日 中国政府網. ([http://www.gov.cn/xinwen/2014-11/20/content\\_2781067.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2014-11/20/content_2781067.htm))、「這些城市, 全面取消落戶限制政策!」2021年4月14日 搜狐網 ([https://www.sohu.com/a/460800677\\_203108](https://www.sohu.com/a/460800677_203108))
- (注67) 天津市の実質GDP成長率は2017年に前年比3.4%に低下し、31省・市・自治区のなかで最低となった。この成長減速は2019年まで続いた。
- (注68) 「中共中央弁公庁 国務院弁公庁印發/發「關於促進勞働力和人才社會性流働體制机制改革的意見」」2019年12月25日 中国政府網. ([http://www.gov.cn/xinwen/2019-12/25/content\\_5463978.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2019-12/25/content_5463978.htm))
- (注69) 「重磅! 大城市落戶政策將有重大變化, 深圳將有何影響?」2019年4月9日. 搜狐網 (<https://www.sohu.com>)

com/a/307141497\_120068103),「国家發展改革委関于印發《2021年 新型城鎮化和城鄉融合發展重点任务》的通知」2021年4月8日 国家發展改革委員会。(https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202104/t20210413\_1272200\_ext.html)

(注70)「广东将全面放宽特大城市落户限制, 2025城镇人口过亿」2021年12月20日 新浪財經。(https://finance.sina.com.cn/stock/stockptd/2021-12-20/doc-ikyarmz0176935.shtml)

(注71) 新疆ウイグル自治区やチベット自治区も同様の位置にあるが、これは少数民族が一人っ子政策の例外とされてきたことによるもので、流動人口の受け入れに成功した結果ではない。

## 4. 習近平政権が直面するジレンマ

住宅価格の大幅な低下が回避出来れば、①複数の住宅を保有し、資産価値の減価を不安視する資産家、②在庫を抱え資金繰りに苦しむ不動産開発企業、③同企業向け融資の不良債権化が懸念される金融機関、④土地所有権譲渡収入の大幅な減少に直面する地方政府、そして、⑤不動産開発業の落ち込みと資産価値の減少に伴う個人消費の低迷による成長減速を懸念する中央政府にとって朗報となる。

既述の通り、S&Pは2022～2023年の住宅価格の低下幅を3%程度とし、価格は販売額ほどには落ち込まないとみている。Fitch Ratingsはより厳しく、住宅価格は2022～2023年にそれぞれ年3～5%程度低下するとみている(Fitch Ratings [2021])。それでも、2020～2021年の住宅価格の上昇が欧米諸国に比べ抑制されていたこと、経済成長によって需要が底割れしないことから、大幅な価格

低下によるバブル崩壊シナリオを排除する。

中国政府はより楽観的である。政府のシンクタンクである社会科学院金融経済戦略研究所は、2021年末に公表した「中国住宅開発一般報告書(2021-2022)」において、2022年の住宅価格を前年比マイナス3%～プラス3%と幅広く置きながらも、関連規制がさらに強化されることはないとして、住宅市場は安定化するとした(注72)。国家統計局の寧吉喆局長に至っては、規制緩和を予想している(注73)。中国が住宅バブル崩壊を回避出来るとすれば中国経済はもちろん世界経済のリスクはかなり軽減される。

しかし、住宅価格の低下幅を抑制し、経済成長を維持出来たととしても、それは住宅バブルが崩壊しないことを意味しない。住宅所得倍率、つまり、所得との対比でみた中国の住宅価格は世界的にみても非常に高い水準にある(図表20)。価格下振れリスクを緩和するため、そして、習近平政権が掲げる共同富裕を実現するため、住宅価格を中間層でも購入出来る水準に引き下げていく必要があるのは間違いない。

共同富裕の目的は国民ひとりひとりが豊かさを実感出来る社会、より具体的には人生最大の買い物である住宅価格を引き下げ、中間層でも住宅を購入出来る社会をつくることである。習近平総書記が住宅価格の低下が消費者の利益になるとしたのは、高い住宅価格が「横たわり」や「内巻」といった厭世的な心

図表20 中国の主要都市の住宅所得倍率と調査対象都市における順位の推移

(倍、順位)

都市名	2009年		2012年		2015年		2018年		2021年	
	倍率	順位	倍率	順位	倍率	順位	倍率	順位	倍率	順位
北京	22.3	6	28.6	17	33.1	6	48.1	1	41.7	5
上海	18.1	12	30.4	10	26.7	15	42.8	2	36.0	7
深圳	-	-	41.2	3	20.8	34	40.3	4	46.3	2
広州	-	-	28.1	18	25.4	20	20.9	12	30.5	12
東京	10.5	31	19.0	35	8.7	238	13.8	63	15.4	77
ニューヨーク	7.9	41	10.7	134	8.9	232	12.3	79	10.1	206
ロンドン	14.7	23	14.9	59	16.6	63	22.2	8	15.7	74
平均/対象都市	12.0	65	10.0	383	9.8	488	10.0	275	10.3	502

(注)“-”はデータなし。  
 (資料) NUMBEO資料より日本総合研究所作成

緒を社会に広げ、経済発展の持続性ひいては共産党に対する信認を揺るがすと考えたからにはほかならない(三浦 [2021b, 2022])。

習近平政権は、住宅価格下支え策を發動することで目先の経済成長を維持するという短期的な目標を優先することにより、住宅価格の低下を積極的に容認することで共同富裕を実現するという長期的な目標が遠のくというジレンマに直面している。住宅価格下支えの動きは、政策の重心が腰折れ回避にシフトしていることを示す。銀保監会が2022年の工作会议において、「地価、住宅価格、期待の安定」(中国語「穩地価、穩房價、穩預期」)を挙げたように(注74)、住宅市場の安定は政権の最優先課題となっている。

問題は、「地価、住宅価格、期待の安定」を志向する政策が常態化しやすいことである。中国には資産家、不動産開発企業、金融

機関、地方政府など、住宅価格の上昇により利益を享受してきた主体が多い。彼らは共同富裕に前向きに取り組むインセンティブを持たない隠れた抵抗勢力であり、住宅市場が価格上昇を期待出来る状態に回帰することを望んでいるはずである。

中国では、2022年2月末に住宅市場が前半に早くも価格が上昇に向かう「回暖潮」に入るとする見方が現れるなど(注75)、その期待は早くも現実のものになりつつある。しかし、それは価格下支え策が行き過ぎた結果であり、住宅価格低下リスクを先伸ばしにしているに過ぎない。共同富裕は、高度成長期に全ての集団が達成すべき目標として共有した「小康」(ややゆとりのある生活)とは異なり、習近平総書記のリーダーシップがなければ簡単に形骸化する脆さを孕む。

共同富裕が形骸化するリスクは決して小さ



くない。習近平総書記は、経済成長により共産党に対する求心力を維持する従来型の統治システムが人口減少などによる潜在成長率の低下によって機能しなくなることを予見し、小康に代わる長期政策目標として共同富裕を掲げた。にもかかわらず、中間層に属する普通の労働者や、これから労働市場に参入する新卒の若者たちが、一生働いても住宅を購入出来る社会が訪れないとすれば、習近平政権の言行不一致に対する不満は高まり、「内巻」や「横たわり」はさらに増えることとなろう。

このリスクは、人心の離反というかたちで静かに社会に広がる点、また、効果的な対策がない点において、共産党が警戒してきた一党支配を揺るがすどのリスクよりも深刻といえるかもしれない。人民銀行都市家計資産調査において、資産の多い上位2割の世帯が保有する資産は全体の63.0%を占め（注76）、その割合は都市可処分所得の40.8%を大幅に上回り、資産格差は所得格差より深刻である（三浦 [2022]）。共同富裕はあくまで長期目標であり、一時的な棚上げは致し方ないと高をくくる余裕はない。

(注72) 「《中国住房發展総報告（2021-2022）》—2022年住房市場將變中趨穩」2021年12月14日 經濟參考報. ([http://www.jjckb.cn/2021-12/14/c\\_1310370566.htm](http://www.jjckb.cn/2021-12/14/c_1310370566.htm))

(注73) 「寧吉喆：2022年我国房地產市場有望保持總體平穩運行」2022年1月17日 央広網. ([http://house.cnr.cn/jdt/20220117/t20220117\\_525717573.shtml](http://house.cnr.cn/jdt/20220117/t20220117_525717573.shtml))

(注74) 「2022年銀保監會工作會議解讀來了！」2022年1月26日 新浪財經. (<https://finance.sina.com.cn/roll/2022-01-26/doc-ikyamrmz7439561.shtml>)

(注75) 「2022上半年、房產迎“回暖潮”？專家：3條件下、房

價或超人想象」2022年2月25日 騰訊網. (<https://xw.qq.com/amphtml/20220225A014RZ00>)

(注76) 「中金：城鎮家庭資産調査透露の五大信息」2020年4月27日 金融界. (<http://stock.jrj.com.cn/invest/2020/04/27070529391975.shtml>)

## おわりに—不動産開発依存からの脱却

中国の住宅市場は、人口増加が期待出来る沿海部の大都市と内陸部の中小都市で全く異なる様相を呈すると見込まれる。内陸部の中小都市は不動産開発業が経済をけん引する成長モデルと決別することが求められる。これが円滑に進むか否かは中国の経済発展の持続性に大きな影響を与えるが、先行きは決して楽観出来ない。

前述した黒竜江省鶴崗市は、2021年末、住宅購入者に補助金を給付すると発表した（注77）。住宅価格が安いことを逆手にとり、市場の再活性化を狙った政策とみられるが、さらなる人口減少が不可避とみられる同市の住宅は売りたいくても売れない「負動産」になる可能性が高いとして、発表は1日も経たないうちに同市のウェブサイトから削除された。

鶴崗市は実質的に財政破綻したことから、補助金給付の妥当性が問われることとなったが、似たような状態にある他の都市が同様の政策を打ち出す可能性は十分にある。中国の住宅神話は根強い。これは中国がバブル崩壊に突き進むのを妨げるという点で重要な役割を果たすが、その一方で不動産開発業がけん



引する成長モデルと決別出来ない人が多いことを意味する。

中国は住宅価格の急落によるバブル崩壊を回避出来るか。最初の試金石は3・4線都市が住宅価格の段階的な低下を積極的に容認し、不動産開発に依存しない経済を構築するという決意を固めることが出来るか否かにかかっている。約300の地級市のうち2010～2020年の人口の平均伸び率がマイナスとなっている都市は既に144と半分近くに達する。人口が減少する都市はさらに増え、減少幅も広がるはずである。試金石は既に目の前に迫っている。

(注77) 「網紅城市鶴崗、徹底挺不下去了?」2021年12月21日 鳳凰網。(https://house.ifeng.com/news/2021\_12\_27-55030499\_0.shtml)

#### 参考文献

(日本語)

1. 石田哲也 [2018]. 「世界で進行する都市化の傾向と都市開発戦略 (その1)」国土交通政策研究所『PRI Review』69号。(https://www.mlit.go.jp/pri/kikanshi/pdf/2018/70\_5.pdf)
2. 土屋剛俊 [2022]. 「『習近平氏ですら打つ手なし』中国の不動産バブル崩壊が避けられない “これだけの理由”」2022年1月25日 PREJIDENT Online。(https://president.jp/articles/-/54086)
3. 真壁昭夫 [2022]. 「習近平もお手上げ…34億人分の在庫を抱えた『中国のマンションバブル』の行き着く先」2022年1月31日 PREJIDENT Online。(https://president.jp/articles/-/54210)
4. 三浦有史 [2014]. 「中国『城镇化』の実現可能性を検証する」日本総合研究所『JRIレビュー』Vol.3, No.13。(https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/7280.pdf)

5. ——— [2021a]. 「恒大集団が示す中国成長パターンの行き詰まり—不動産税と相続税の本格導入が鍵に—」日本総合研究所『Research Report』No.2021-015。(https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchreport/pdf/12931.pdf)
6. ——— [2021b]. 「過剰債務が映し出す中国の成長パターンの限界—国有企業と住宅投機が脅かす習近平政権の足元—」日本総合研究所『RIM 環太平洋ビジネス情報』Vol.21, No.83。(https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/12970.pdf)
7. ——— [2022]. 「習近平政権が掲げる『共同富裕』の実像」日本総合研究所『RIM 環太平洋ビジネス情報』Vol.22 No.84。(https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/13190.pdf)

(英語)

8. Fitch Rating [2021]. “Global Housing & Mortgage Outlook”, (https://www.fitchratings.com/campaigns/outlooks/global-housing-and-mortgage#global-home-price-growth-to-slow-in-2022)
9. IMF [2019]. “Global Financial Stability Report Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle April 2019” (https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/03/27/Global-Financial-Stability-Report-April-2019)
10. Raddatz, C. and N. Valckx [2019]. “Assessing the Risk of the Next Housing Bust”, APRIL 4, 2019, IMF Blog, IMF. (https://blogs.imf.org/2019/04/04/assessing-the-risk-of-the-next-housing-bust/)

(中国語)

11. 西南財経大学中国家庭金融調査与研究中心・蚂蚁金服集团研究院 [2020]. 「中国家庭財富指数系列報告 疫情下中国家庭的財富變動趨勢 中国家庭財富指数調研報告 (2020Q1)」西南財経大学。(https://chfs.swufe.edu.cn/\_local/D/6F/40/5AB1D1B2FFEF898298C750AA8B5\_A24FF938\_170ECD.pdf)
12. 陳浩・徐瑞慧・唐滔・高宏 [2021]. 「关于我国人口転型的認識和対応之策」中国人民銀行『央行研究』2021年第2号。(http://www.pbc.gov.cn/redianzhuan/1118742/4122386/4122692/4214189/4215394/index.html)

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本誌は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本誌の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。