

中国の不動産市場

2021年12月8日
株式会社三菱UFJ銀行
MUFGバンク(中国)有限公司

日中間不動産市場の相違点

- ・ 中国の土地の国有制度は日本との最大相違点である。中国の地方政府は土地使用権供給を独占しており、財政収入も土地供給から得た資金に対する依存度が高い(いわゆる「土地財政」)。
- ・ 政府は強力な行政政策で不動産市場に関与し、政府の力による影響が強い。
- ・ 日米対比、中国の株式市場は金融市場に比すると小規模。因って、日本のような株式市場と不動産市場の同時加熱状況が発生する可能性は低い。
- ・ 日本のバブル時期に、不動産価格の高騰は商業地から住宅地へ波及した。中国の不動産価格の高騰は住宅を中心としている。

土地制度

- ・ 中国の都市部の土地は国有であり、地方政府が土地使用権供給を独占

政府の力

- ・ 行政政策によるこまめなコントロールが可能(土地供給、取引規則、商業銀行に対する不動産貸出金額制限等)

金融市場

- ・ 日米対比、中国の株式市場の規模は金融市場全体に比べてまだ大きくない

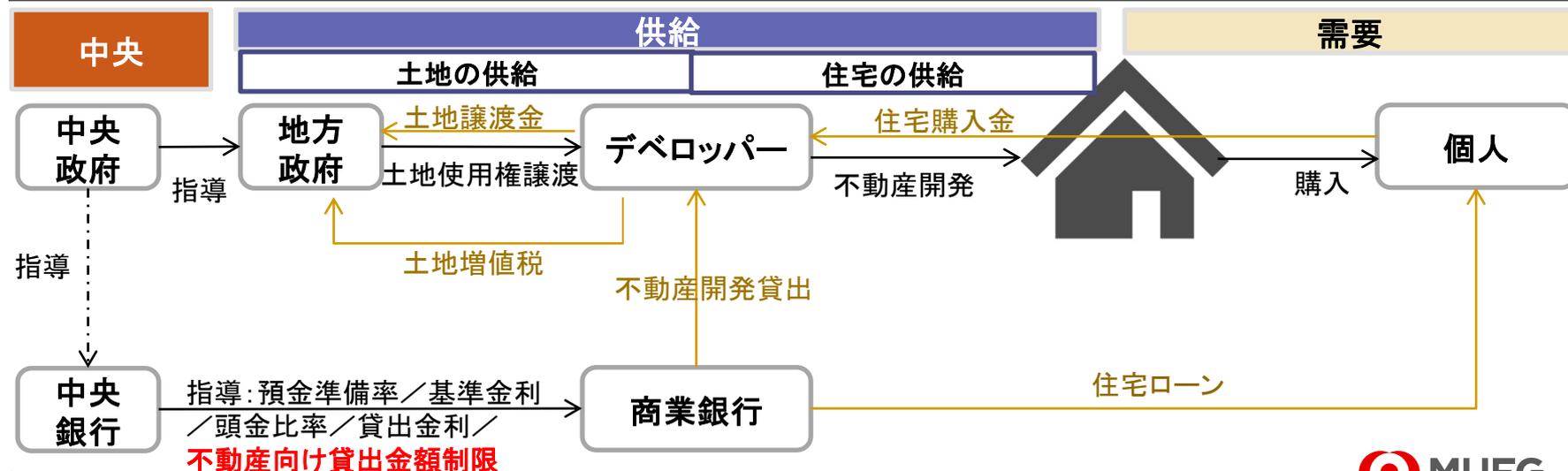
不動産価格

- ・ 日本の不動産バブル時期に地価の高騰は商業地から住宅地へ波及したが、中国の不動産価格の高騰は住宅が中心

中国不動産市場の構造：政府、デベロッパー、商業銀行

参入主体	目的、影響要因	行動
中央政府	経済成長(不動産の経済下支え効果)、市場安定	地方政府と中央銀行を指導、関連税制の改正、地方政府の土地譲渡計画の承認
地方政府	地域経済の成長(投資)、地方財政収入(土地譲渡金と不動産関連税収)	土地供給量を調整、土地価格を調整、購入制限、販売価格上限設定などの行政政策を実施
デベロッパー	資金調達コスト、市場(需給)、政策動向	需給関係を中心に不動産開発を決定
個人	頭金比率、住宅ローン利率、収入、実需/投資/投機	実需/投資/投機、「住宅購入資格」の取得
商業銀行	資産価格、貸出資産の質、担保資産の質	中央当局の指導に基づいて不動産関連貸出を調整

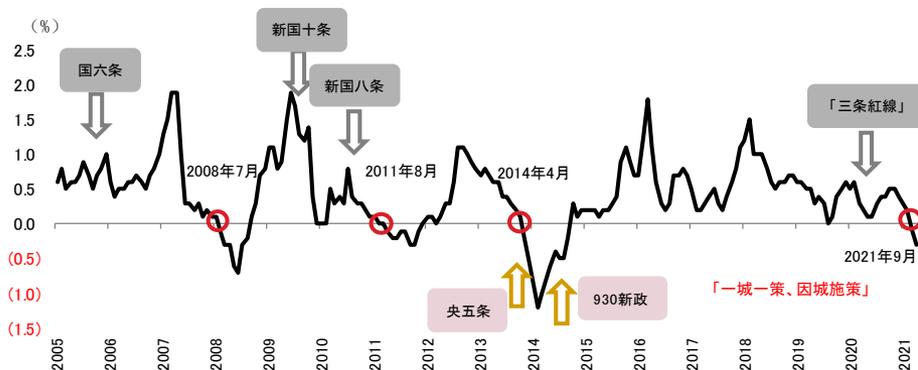
図表1 中国不動産市場の概要



中国の不動産価格の動向

- 2015年までの不動産価格は2016年まで「上昇」と「下落」を繰り返し、3年間で循環していた(2006年～2009年、2009年～2012年、2012年～2015年)。この背景には、景気対策としての不動産政策の変動がある。
- 2016年9月以降、「一城一策、因城施策」の新たな政策方針のもとで、大都市の不動産制限政策は厳格化され、2017年下半期から、2・3線都市の住宅価格の上昇が1級都市を上回った。都市全体の住宅価格の上昇期間は長くなっているが、「三条紅線」などの対策で、2021年9月に、78か月ぶりにマイナスに転換した。
- 2020年下旬からの中央政府の不動産市場対策は全国レベルで実施されている。その影響を受け、2・3級都市の方は不動産市場の減速がより顕著であり、都市規模別の不動産価格の動向は需給関係を反映するようになったといえる。2021年から、1級都市の上昇率は再び2・3級都市の上昇率を超過するようになっている。

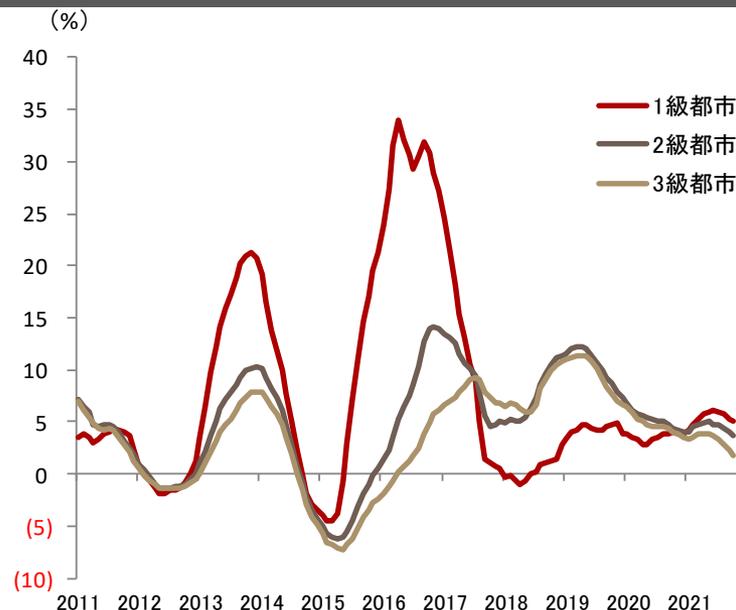
図表1 不動産価格変化の動向(前月比)



住宅価格変動の平均周期が
36か月前後

2015年4月以来、前月比
上昇期間は続いていた。
2021年9月に、78か月ぶ
りにマイナスを記録

図表2 都市規模別でみる不動産価格(前年同期比)



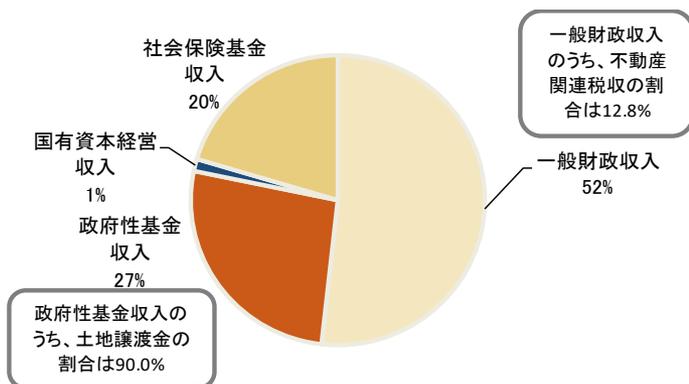
2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021

出所: 国家統計局よりMUFGバンク(中国)中国調査室作成

中国不動産市場と財政・金融の関連性

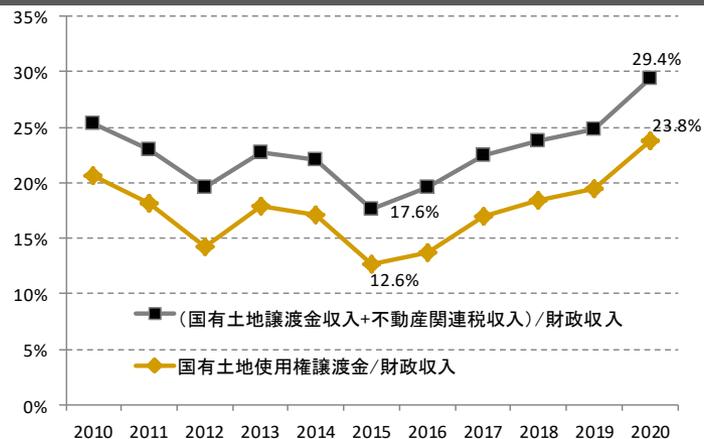
- 2020年、土地使用権譲渡金と不動産関連税収の合計金額が政府財政収入に占める割合は29.4%に達した。
- 2020年、住宅ローンと不動産開発貸出の合計金額が商業銀行貸出全体に占める割合は28.7%に達した。

図表1 中国の財政収入の構成(2020年)



出所: 中国財務部データ、当行MUFGバンク(中国)中国調査室作成

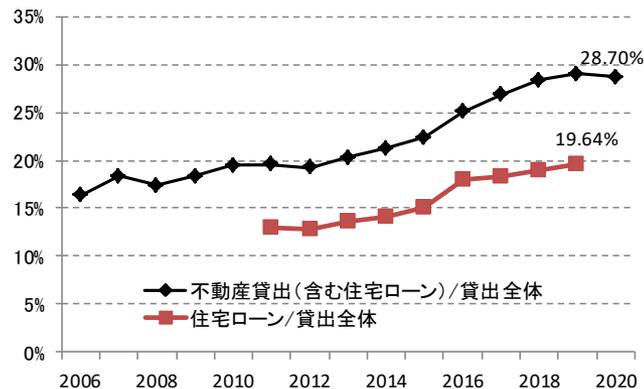
図表2 政府財政の不動産に対する依存度



5

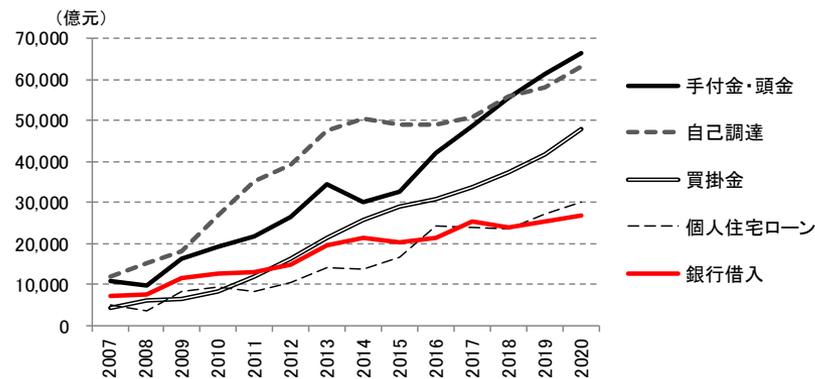
出所: 中国財務部データよりMUFGバンク(中国)中国調査室作成

図表3 商業銀行と不動産の関連度



出所: 中国人民銀行よりMUFGバンク(中国)中国調査室作成

図表4 不動産デベロッパーの資金源



出所: 中国国家統計局よりMUFGバンク(中国)中国調査室作成

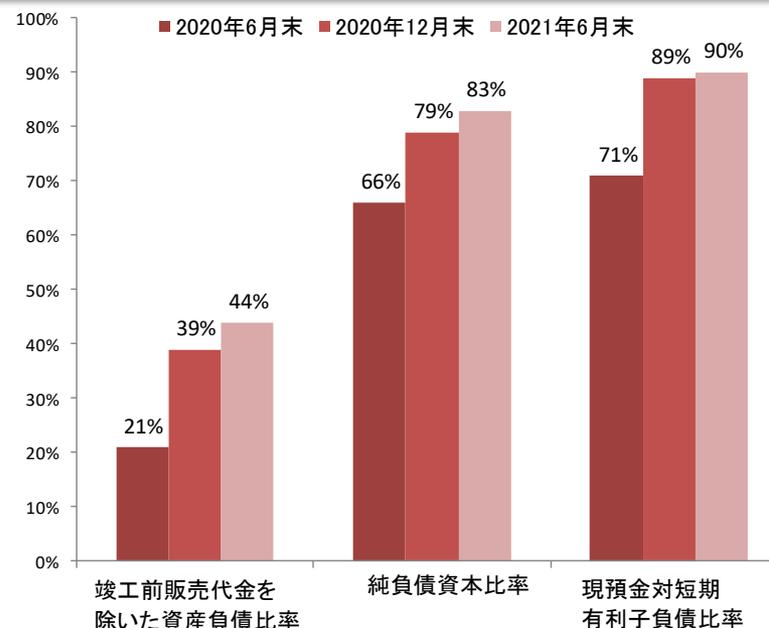
不動産リスク①恒大のデフォルト懸念

- 恒大の流動性リスクの発生は会社経営の問題によるところが大きかった。2016年9月からの不動産コントロール政策の方向転換、2020年の新型コロナの影響及び不動産抑制政策の強化は、恒大のリスク対応力の脆弱性を露呈させた。
- 10月20日、G30国際銀行業フォーラムで、中国人民銀行行長の易綱は「恒大リスクは個別案件である。恒大リスクがほかのデベロッパー企業及び金融部門への波及を阻止する」とコメントし、当局がリスク管理を徹底する姿勢を示した。中国政府は不動産リスクを十分に意識しており、急激なリスク事象が発生する可能性は低いと見られる。

【図表1】主要デベロッパーの財務状況

No	年報 社名	2020年		2021年1H	
		総資産 (億元)	竣工前販売 代金を除いた 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
1	中国恒大	23,012	81.0	99.8	0.67
2	碧桂園	20,158	77.0	49.7	2.15
3	万科	18,692	69.7	20.2	2.32
4	绿地控股	13,973	82.8	116.6	1.34
5	保利	12,514	67.7	58.7	2.59
6	融创中国	11,084	76.0	86.6	1.35
7	华润置地	8,690	60.9	28.5	2.27
8	龙湖集团	7,652	68.3	46.0	1.24
9	招商蛇口	7,372	59.6	30.4	1.94
10	世茂集团	5,898	68.3	50.4	2.70
11	新城控股	5,378	76.6	52.9	2.18
12	富力地产	4,422	74.9	123.5	0.55
13	绿城中国	4,143	73.5	75.2	2.01
14	金地集团	4,016	69.5	67.6	1.50
15	中国金茂	3,878	67.9	47.2	1.55
16	金科股份	3,812	68.6	73.6	1.38
17	中南建设	3,593	77.4	95.2	1.29
18	阳光城	3,523	78.8	93.9	1.53

【図表2】デベロッパー主要80社の「三条紅線」の合格率



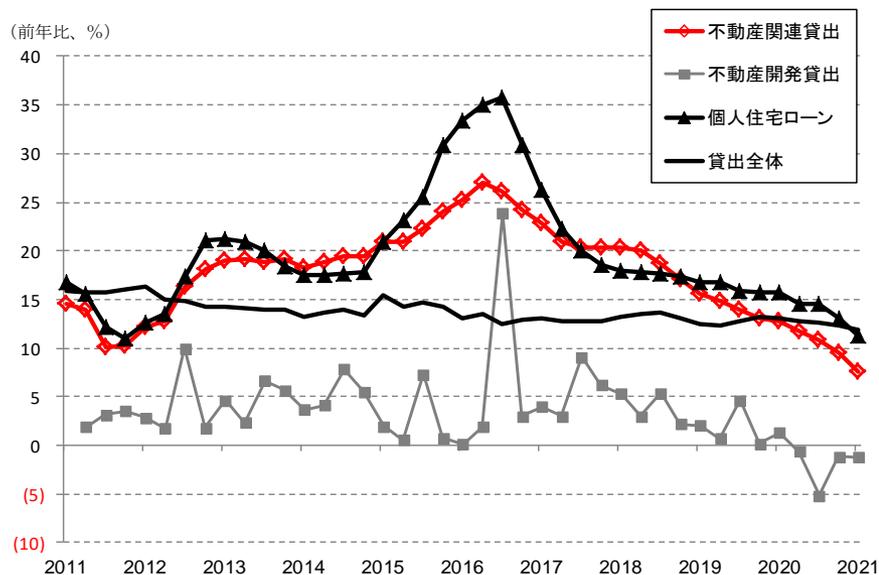
出所：社会科学院「2020上場不動産企業競争力研究報告」、CRICに基づき
 MUFGバンク(中国)中国調査室作成
 注：各社の「三条紅線」による色分類は2021年6月末時点のデータに基づいたものである。

出所：CRIC、中国統計局に基づきMUFGバンク(中国)中国調査室作成

不動産リスク②金融政策の急転換リスクが小さい

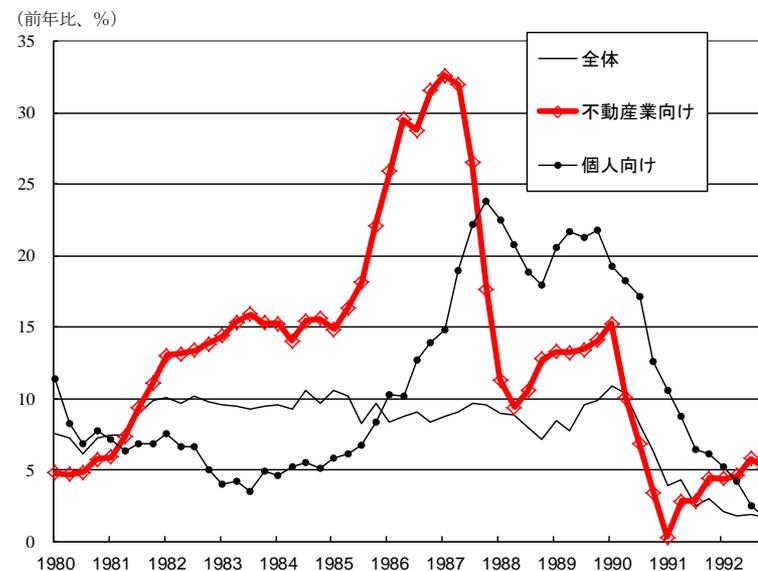
- 中国の不動産関連貸出は、不動産業者向けの開発貸出と個人住宅ローンから構成される。2012年から2019年下旬まで、不動産開発貸出の増加率は貸出全体の増加率を下回っていたが、一方、個人住宅ローンの増加率は貸出全体の増加率を上回った。2020年に入ってから、不動産コントロール政策の影響で不動産開発向け貸出の増加率はマイナスに転じている。個人住宅ローンの増加率は緩やかに低下しており、2021年9月に初めて貸出全体の増加率を下回った。
- 日本が1980年末から1990年にかけて「土地関連融資総量規制」をはじめとした一連の不動産関連の規制強化を実施した。不動産関連規制強化の影響を受けて、不動産向け貸出の増加率は急激に低下した。それに比べて、中国の不動産規制は比較的緩やかである。

図表1 中国の商業銀行貸出と不動産関連貸出



出所: 国家統計局、中国人民銀行よりMUFGバンク(中国)中国調査室作成
注: 住宅ローン残高は2011年から初めて公表された。

図表2 日本の商業銀行貸出と不動産関連貸出



出所: 日本銀行よりMUFGバンク(中国)中国調査室作成



不動産リスク③不良債権比率が低水準で推移

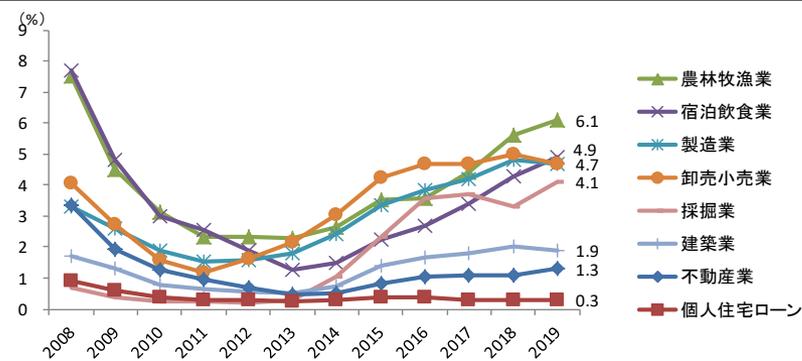
- 個人住宅ローンの84.9%、不動産開発貸出の67.2%は資産規模のトップ13銀行に集中している。国有銀行と株式制銀行の不良債権比率は低く、2020年9月に比べて、2021年は不良債権比率が低下している。
- 個人住宅ローンと不動産業向け貸出の不良債権比率は全体に比べて低水準にある。特に個人住宅ローンの不良債権比率は1%以下となっている。

図表1 主要銀行の不動産関連貸出の概況(2021年6月末)

No	銀行名	個人住宅ローン			不動産開発貸出		
		貸出残高(億元)	不良債権比率	全貸出に占める割合	貸出残高(億元)	不良債権比率	全貸出に占める割合
1	工商銀行	60,334	0.24%	30.17%	7,443	4.29%	3.72%
2	建設銀行	61,058	0.20%	33.80%	7,429	1.56%	4.11%
3	農業銀行	49,324	0.32%	29.84%	8,611	1.54%	5.21%
4	中国銀行	46,058	—	29.94%	12,141	—	7.89%
5	交通銀行	13,873	0.54%	21.86%	3,824	1.69%	6.02%
6	郵政貯蓄銀行	20,408	0.46%	32.96%	1,304	0.92%	2.11%
7	招商銀行	13,300	0.25%	24.71%	4,045	1.07%	7.51%
8	浦発銀行	8,965	0.35%	18.89%	3,454	3.03%	7.28%
9	中信銀行	9,259	—	19.66%	2,967	3.11%	6.30%
10	興業銀行	10,913	0.54%	25.95%	3,646	0.66%	8.67%
11	民生銀行	5,544	0.22%	13.75%	4,169	1.04%	10.34%
12	光大銀行	5,364	—	16.56%	2,252	0.61%	6.95%
13	平安銀行	6,042	0.31%	21.00%	2,915	0.57%	10.14%
	主要銀行合計	310,442		27.79%	64,199		5.75%
	主要金融機関合計	365,800			95,500		
	主要銀行集中度	84.9%			67.2%		

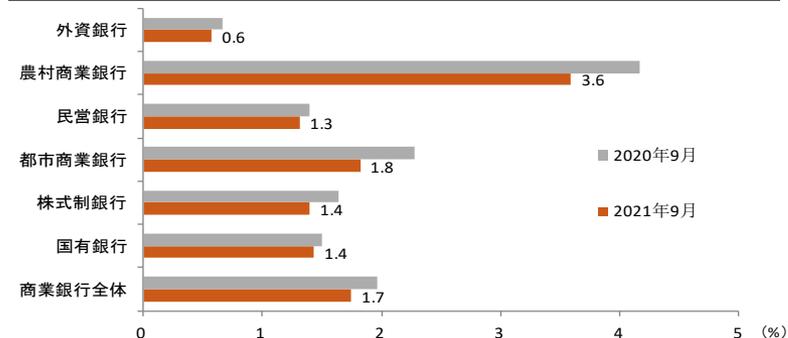
出所: 中国人民銀行よりMUFGバンク(中国)中国調査室作成

図表2 業界別不良債権比率の推移



出所: 中国人民銀行よりMUFGバンク(中国)中国調査室作成

図表3 銀行規模別不良債権比率の推移

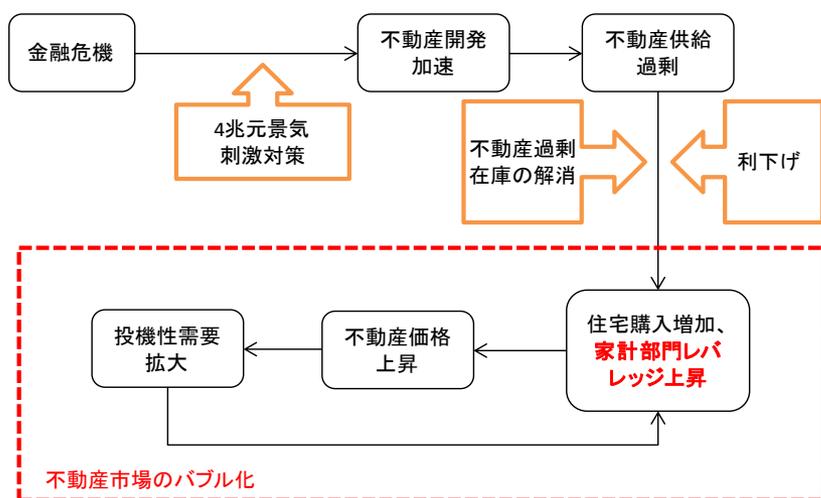


出所: 中国人民銀行よりMUFGバンク(中国)中国調査室作成

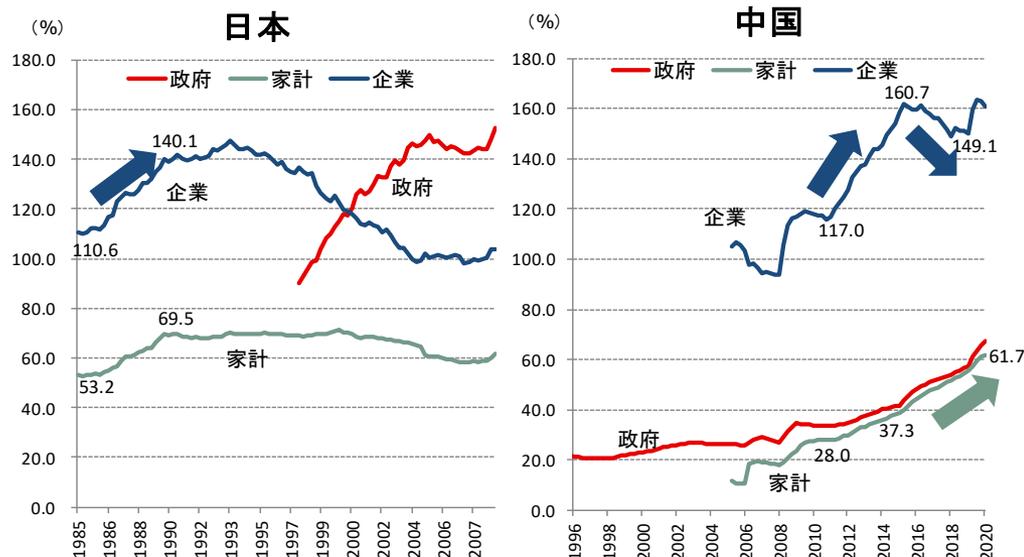
不動産リスク④家計部門債務の急上昇に注意

- 2009年～2014年の過剰投資によって過剰住宅在庫が形成し、住宅の過剰在庫は経済成長の足かせとなった。2015年から供給側改革の一環として住宅在庫解消に取り組み、2015年～2017年、住宅販売面積が着工面積を3年連続で超過した。2020年の住宅在庫面積は2.24億㎡まで下がり、2012年の水準に圧縮された。但し、不動産在庫解消の過程で、過剰流動性の供給や販売促進策で投機需要を刺激し、家計部門の債務を拡大させた。
- 中国の構造改革は2015年から実施され、企業部門のレバレッジ比率は低下しているが、家計部門のレバレッジ比率は上昇し続けている。2014年末の35.7%から2020年末の61.7%へ大幅に上昇した。一方、日本はバブル期に債務負担が高まったのは企業部門であった。
- 家計債務負担の高まりが続くと消費が圧迫される。

図表1 中国不動産バブルリスクと家計債務



図表2 日中間実体経済レバレッジ水準の比較



出所: MUFGバンク(中国)中国調査室作成

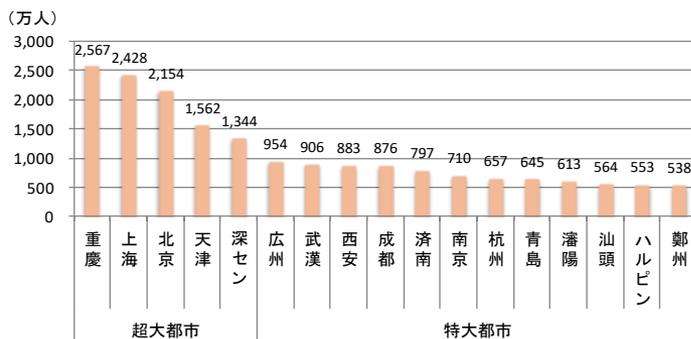
出所: BISよりMUFGバンク(中国)中国調査室作成

中国の不動産市場の見通し

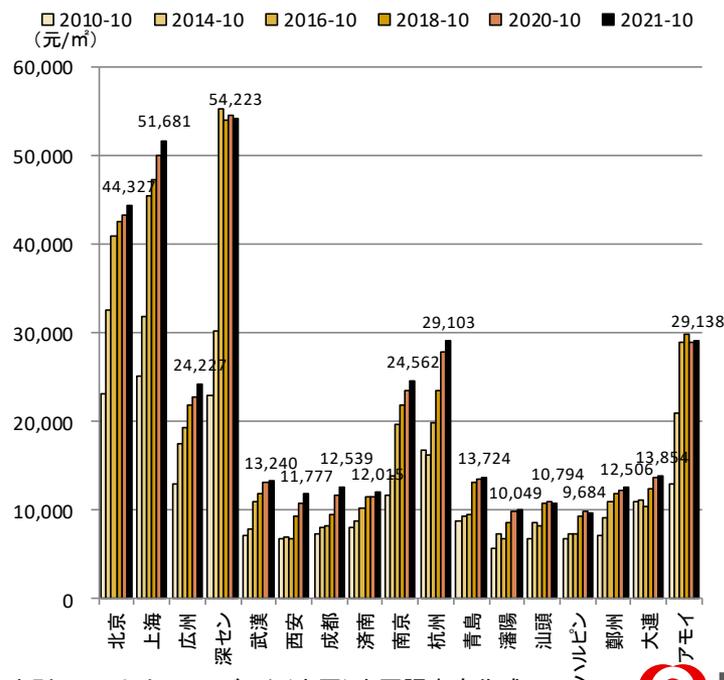
- 「不動産バブル」を実需を超えた資産価格の上昇と定義すると、需要が底堅い大都市よりも、中小都市で不動産バブルが発生する可能性が高い。北京・上海などの大都市では需要が高い一方、土地の供給不足が続いている。他方、北京と上海では、2022年に保障型住宅(低所得者や若年層向けの賃貸住宅や共有住宅)向けの土地供給を増やす方針が決定されたことで、今後需給ギャップが緩和され、価格が大幅に上昇する可能性は低下する見通し。
- 今後も「住宅が住むものであり、投機されるものではない」という原則が徹底され、住宅市場の安定化が政府の最重要課題。大幅な価格下落を回避しつつ、不動産市場を実需に近づかせることにより、徐々にバブルを解消するであろう。

図表1 中国主要都市の人口規模

No	都市分類	判断基準 (常住人口数)	都市数	常住ベース人口 (万人)
1	超大都市	1,000万以上	5	10,054
2	特大都市	500万~1000万	12	8,696
3	I型大都市	300万~500万	19	7,068
4	II型大都市	100万~300万	193	29,926
5	中型都市	50万~100万	259	18,618
6	I型小都市	20万~50万	132	4,854
7	II型小都市	~20万	58	646
8	総計	—	678	79,862



図表2 主要都市の住宅平均価格の推移



(ご注意)

- 本資料は、参考のみを目的として、MUFGバンク(中国)有限公司(以下「当行」)が作成したものです。当行は、本資料に含まれる情報の適切性、完全性、又は正確性について、いかなる表明又は保証をしません。
- 本資料に記載されている情報及び意見のいずれも、預金、証券、先物、オプション、又はその他の金融商品又は投資商品の購入又は売却の申出、勧誘、アドバイス若しくは推奨をするものではなく、またそのように解釈されるものでもありません。
- 本資料に含まれる意見(あらゆる声明及び予測を含む)は、通知なしに変更される可能性があり、その正確性を保証致しかねます。本資料は、不完全又は要約されている場合もあり、本資料に掲げる当事者に関する重要な情報を全て網羅していない可能性もあります。当行(含む本店、支店)及び関連会社のいずれも、本資料を更新する義務を負いません。
- 本資料に含まれる情報は、MUFGバンク(中国)有限公司(以下「当行」)が信頼できると判断した情報源から入手したのになりますが、当行は、その適切性、適時性、適合性、完全性又は正確性について、いかなる表明又は保証をせず、一切の責任又は義務を負いません。したがって、本資料に記載されている評価、意見、見積り、予測、格付け若しくはリスク評価は、当行による表明及び/又は保証に依拠されるものではありません。当行(含む本店、支店)及び関連会社並びに情報提供者は、本資料の全部又は一部の使用に起因するいかなる直接的又は間接的な損失又は損害について、いかなる責任を負いません。
- 過去の実績は、将来の業績を保証するものではありません。本資料に含まれるいかなる商品の業績の予測について、必ずしもその将来実現する又は実現できる業績を示すものではありません。
- 当行は、本資料の著作権を保有し、当行の書面同意なしに本資料の一部又は全部を複製又は再配布することが禁止されます。当行(含む本店、支店)又は関連会社は、当該複製又は再配布によって生じる、いかなる第三者に対する責任を一切負いません。
- 受領者には、必要に応じて、専門的、法律、金融、税務、投資、又はその他の独立したアドバイスを別途取得する必要があります。