

Monthly Economist Report

市場回復への突破口が見出せない中国住宅不動産
－不動産開発投資の低迷が足かせとなる固定資産投資

2024年6月

PwC コンサルティング合同会社
PwC Intelligence シニアエコノミスト 菊田直孝



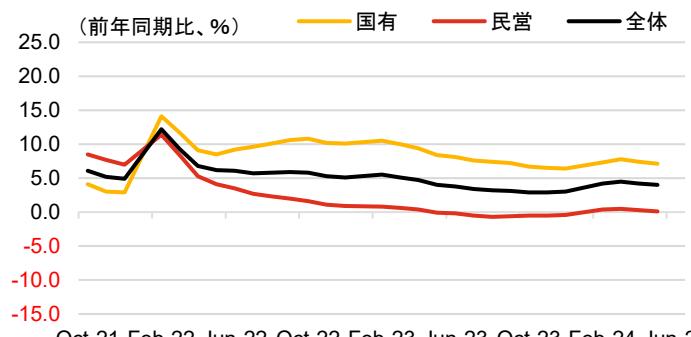
足元の中国経済は、若年層を主体とする雇用不安もあり個人消費の勢いが乏しい状況下、根強い生産意欲の下で鉱工業生産が堅調に拡大するとともに、外需の伸びに下支えされた展開が続いている。その一方で、経済減速局面では政府による財政出動を背景としたインフラ投資など景気下支えのカードとされる固定資産投資をみると、長引く不動産不況から抜け出せず、不動産開発投資が足かせとなっているため伸び悩んでおり、市場の回復に向けた突破口を見出せない状況が続いている。

こうしたなか、5月17日には政府当局が新たに不動産市場対策を打ち出しており、この政策効果を含めた住宅不動産市場の行方が注目されている。以下では、不動産開発投資を含めた固定資産投資全体の動向も踏まえつつ、住宅不動産市場の足元の状況および現状と今後の展望について筆者の見解を述べていく。

長引く不動産不況が足かせとなる状態が続く固定資産投資

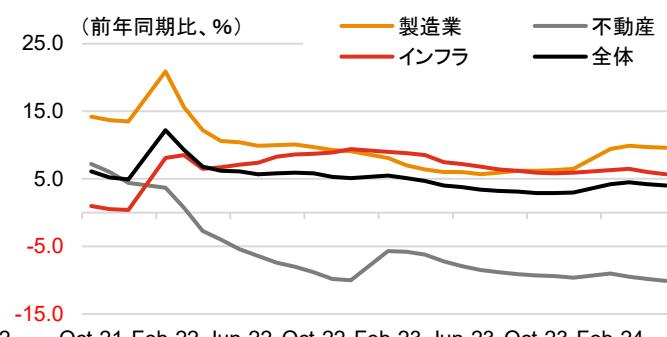
まず固定資産投資全体の動向についてみると、2024年1-5月の中国の都市部固定資産投資は前年同期比+4.0%となり、同1-4月(同+4.2%)から減速して着地した。以下の図表1で企業の所有形態別にみると、国有企業は2022年以降全体を上回って推移しており、2024年1-5月は同+7.1%となり、2023年通年(同+6.4%)を上回る水準で着地した。一方で、2023年5月以降はマイナスで推移してきた民営企業は、2024年1-5月は同+0.1%と辛うじてプラスを維持しているが、国有企業に大きく見劣りする状況が続いている。民営企業は2022年1月以降一貫して国有企業を下回っており、2022年来続いている「国進民退¹」の傾向が根強くうかがえる。民営企業が低位での推移を余儀なくされているのは不動産関連の落ち込みによるところが大きく、不動産関連を除くベースでみると、民営企業は同+6.9%²の伸びを示している。ただし、この点を勘案しても、国有企業には及ばず、固定資産投資全体の伸びを押し下げている。

図表1 都市部固定資産投資の企業所有形態別推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

図表2 都市部固定資産投資のセグメント別推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

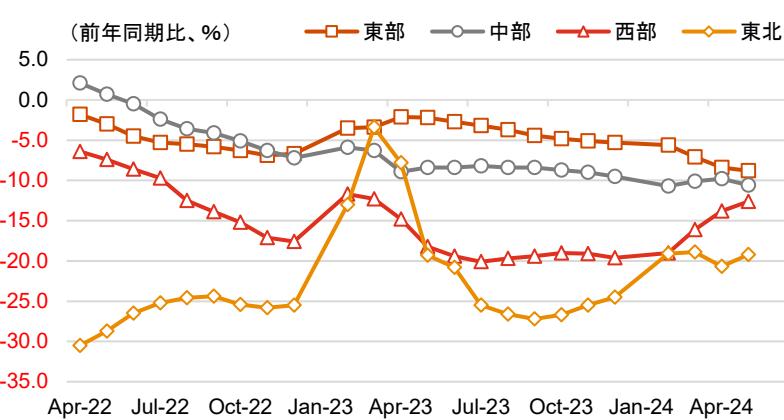
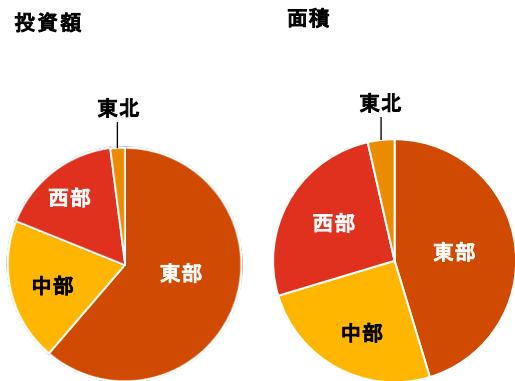
¹ 中国における「国進民退」の動きについては、PwC Intelligence のレポート「中国経済発展の足かせとなる「国進民退」の動き」を参照のこと(<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence/monthly-economist-report/monthly-economist-report202309.html>)。

² 中国国家統計局が2024年6月17日に実施した記者会見で公開したプレス資料「国家统计局投资司首席统计师罗毅飞解读2024年1—5月份投资数据」で示された数字。

続いて**図表 2**でセグメント(製造業、インフラ、不動産)別にみると、製造業投資は中国当局による産業振興政策によるハイテク分野の伸びに支えられ、2024 年に入ってから 9%台で推移しており、2024 年 1-5 月には同 +9.6% と高水準の伸びを示した。また、インフラ投資も 2022 年初来減速トレンドを辿っていたが、政府による地方政府特別債や政策系銀行による支援を背景として足元で盛り返してきており、2024 年 1-5 月には同 +5.7% となった。このように、製造業およびインフラ投資が固定資産投資全体を下支えしている。その一方、不動産開発投資は、大手不動産開発事業者の債務危機を巡る懸念や住宅販売の落ち込みを受けた新規投資の低迷から 2022 年 4 月以降水面下で推移しており、2024 年 1-5 月には同 -10.1% と大幅な落ち込みとなった。このように、不動産開発投資が固定資産投資全体の伸びの足かせとなり、大きく足を引っ張っている。

すなわち、今後の固定資産投資の動向を占うにあたっては、不動産開発投資のマイナス幅をどこまで縮小できるかが大きなポイントとなる。中国の GDP 全体に占める不動産および関連セクターの割合は約 3 割に達するとも言われている(因みに、日本は約 1 割)。その中でも住宅は不動産開発投資の約 7 割を占めているうえ、その売れ行きや不動産開発の進捗度合い次第では建材や装飾材はもちろん、家具や家電など含めた住宅関連の裾野産業へ幅広く影響するだけに、住宅不動産市場を中心とする今後の動向が注目される。

なお、ここで不動産開発投資について地区別の動向をみると、2022 年 6 月以降は全ての地区がマイナス推移しているが、その中でも地区ごとに特徴がうかがえる(**図表 3**)。不動産開発投資全体における総投資額の約 6 割、総面積の 5 割弱を占める東部地区(**図表 4**)の前年同期比伸び率は、2024 年 1-5 月には同 -8.8% と全地区の中で唯一全体の落ち込み幅(同一 10.1%)を上回っている。その一方で、中部地区は同 -10.6%、西部地区は同 -12.6%、東北地区に至っては同 -19.2% の落ち込みを余儀なくされている。このように不動産開発投資においては、内陸部や東北三省など経済発展が遅れている地域の落ち込みが大きい。こうした状況が続いた場合、中国国内での地域間格差といった問題が深刻化する可能性もあるだけに、地区ごとにうかがえる投資の動向には注意しておく必要があろう。

図表 3 不動産開発投資の地区別伸び率推移**図表 4 地区別の総投資額・面積の割合**

(注)東部地区：北京、天津、河北、上海、江蘇、浙江、福建、山東、廣東、海南 中部地区：山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南
西部地区：内蒙古、廣西、重慶、四川、貴州、雲南、西藏、陝西、甘肅、青海、寧夏、新疆 東北地区：遼寧、吉林、黒竜江

(出所)中国国家統計局より筆者作成。

2020 年 8 月以降、急速にブレーキがかかった中国不動産市場

ここまで固定資産投資のなかでも、不動産開発投資の動きについて確認してきたが、以下では、不動産開発投資の約 7 割を占める住宅不動産市場の動向についてみていく。足元の不動産不況の直接的なきっかけは、2020 年 8 月に、政府当局が不動産開発会社向けの融資規制である「3 つのレッドライン（三条紅線）」を導入したことである。その当時、不動産市況が過熱し住宅価格が庶民の手に届かない水準まで高騰していたなか、習近平国家主席は、「住宅は投機のためではなく、生活のためのものであるべき」として不動産部門向けの規制を強化することで潮目が大きく変わった。

こうした厳しい規制に伴う影響が顕在化するなか、新型コロナウイルス感染症が流行したことが不動産不況に拍車をかけた。政府当局による約 3 年に亘る厳しいゼロコロナ政策により国内経済が悪化し、消費者の購買意欲が大きく減退したほか、同政策が解除された後も個人消費は盛り上がりに乏しい状況が続いている。住宅購入者の間では先行き不安が高まるとともに新規の住宅購入が手控えられ、住宅価格も下落が続いたことにより買い控えの動きも顕在化するなど、販売量および価格ともに悪循環のサイクルに突入しており、住宅需要は上向かない状況が続いている。

足元で大幅な需要減少と価格下落を余儀なくされている住宅不動産

ここで以下の図表 5 および図表 6 で住宅新規着工面積および販売面積の推移をみると、2024 年 1-5 月の新築住宅着工面積は前年同期比 -25.0%、新築住宅販売面積は前年同期比 -23.6% と大幅な落ち込みを続けている。2023 年には、前年の上海ロックダウンの影響からの反動があったほか、ゼロコロナ政策解除後のペントアップ（繰り越し）需要により、住宅販売面積には持ち直しの傾向がうかがえる時期もあった。ただし、上述のような中国不動産市場を取り巻く厳しい環境に加えて、ゼロコロナ政策解除後にも雇用改善が進まず家計部門の貯蓄・節約志向を強めるなかで不動産需要への下押し圧力は根強く、住宅新規着工面積および住宅販売面積とともに総じて水面下での推移を続けている。

図表 5 住宅新規着工面積の推移



(出所) 中国国家統計局、Macrobond より筆者作成。

図表 6 住宅販売面積の推移



(出所) 中国国家統計局、Macrobond より筆者作成。

このように住宅新規着工および販売面積が大幅な減少を続けているなか、主要 70 都市の新築住宅価格の動向をみると、2023 年 6 月以降は過半の都市で価格下落を続けており（図表 7）、2024 年 5 月には 68 都市で住宅価格が前月比下落した。また、中古住宅価格をみると、新規物件と比較すると市場の需給動向を反映しやすいこともあり、2023 年 5 月以降はマイナス推移を続けており（図表 8）、2024 年 5 月には主要 70 都市全てで値下がりした。先行き不安から、昨年以降投資用物件を売り出す人が増えていることもあり、価格下落圧力が高まっており、新築および中古住宅ともに価格指数は下落ペースが拡大している。なお、現地の不動産仲介業者からは、上海ほか主要都市のほか、二級および三級都市の中古住宅価格は少なくとも 15% 下落しているとの指摘も聞かれており、実態的には国家統計局の統計から推察される以上に厳しい状況に直面している可能性もある。

図表7 新築住宅価格指数の推移



(出所)中国国家統計局、Macrobondより筆者作成。

図表8 中古住宅価格指数の推移



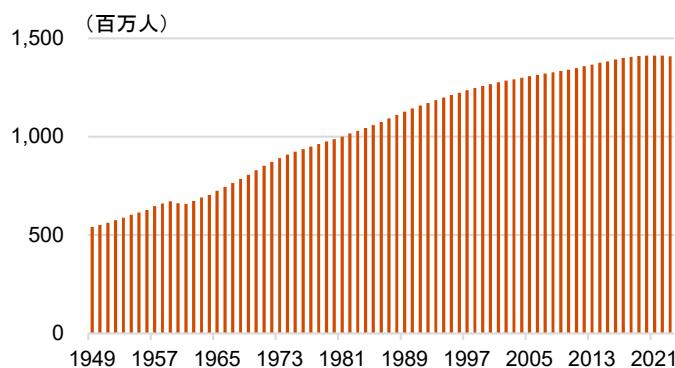
(出所)中国国家統計局、Macrobondより筆者作成

以上みてきたように厳しい市場環境下、中国を代表する大手不動産事業者が不動産市況の悪化に伴う赤字転落や資金繰り悪化を余儀なくされる事態が相次いでいる。先述のとおり、不動産開発事業者の資金難に伴い住宅建設が止まり、住宅購入者に期限どおり物件が引き渡しされないことを警戒し、住宅購入者の間では新規の住宅購入を手控える動きも顕在化している。ゼロコロナ政策解除後にも雇用改善が進まず家計部門では貯蓄・節約志向が強まるなかで、不動産需要への下押し圧力は根強い状態が続いている。足元では市場の先行き不安が払拭されておらず、高額の不動産購入に躊躇するマインドは消費者の間で相変わらず根強い。中国では家計資産の約6割は自宅の不動産が占めている(なお、日本は4割弱、米国は3割弱)。住宅価格の下落に伴い既存の住宅保有者にとって過剰債務問題が生じることとなり、これが逆資産効果を生んで個人消費の下押し要因となるだけに、中国経済の安定的な成長を展望していくためにも、住宅不動産市場の趨勢については目先の動向に止まらず、中長期的な観点からも十分注意していく必要がある。

人口減少——住宅実需層の厚みが減退する構造

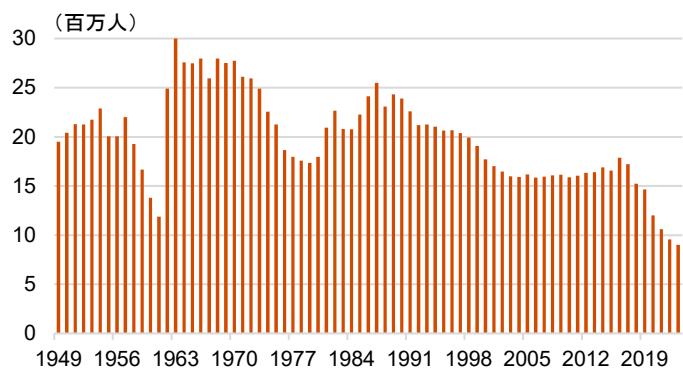
続いて、今後の不動産市場の先行きを占ううえで重要なファクターとなる人口動態についてみると、2023 年末時点の中国（台湾、香港、マカオを除く）の総人口は前年から 2 年連続で減少し、前年末比 -208 万人となる 14 億 967 万人となった（図表 9）³。主たる要因は出生数の減少であり、約 40 年続いた「一人っ子政策」が少子高齢化と人口減少に大きく影響している。中国の出生数は 2022 年（956 万人）に 1,000 万人の大台を割り込んで以降 7 年連続で前年を下回っており（図表 10）、2023 年は前年比 54 万人減の 902 万人となった。出生数は直近ピークの 2016 年（1,785 万人）から半減しており、建国以来最少を更新している。2015 年以降は国や地方政府は 2 人目や 3 人の出産を認め、補助金の支給など対策に取り組んでいるが、長年に亘って「一人っ子」が生活や家庭に定着しており、婚姻件数の減少や晩婚化も進展している。特にここ数年は厳しい経済環境が続いたなか、雇用不安、教育費など生活費の高騰に直面しており、人口減少に歯止めがかかる状況にある。

図表 9 総人口の推移



（出所）中国国家統計局、Macrobond より筆者作成。

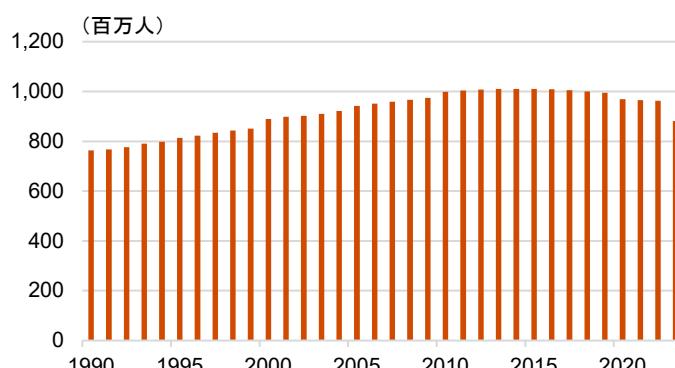
図表 10 出生数の推移



（出所）中国国家統計局、Macrobond より筆者作成。

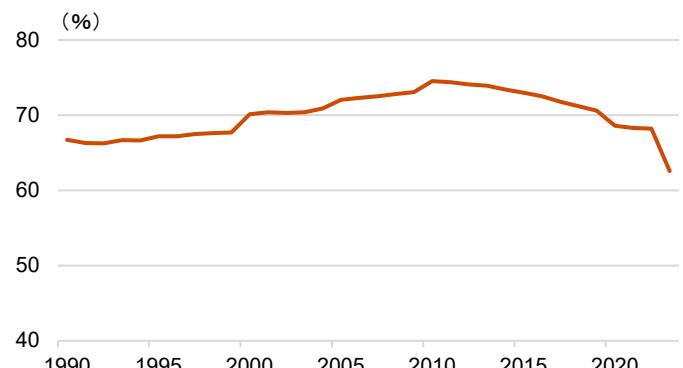
住宅実需層についてみると、中国の住宅購入者のうち、25～34 歳の層が全体の 4 割弱を占めている。これを踏まえつつ、生産年齢（16～64 歳）人口の動きをみると、2013 年をピークに減少に転じており、2023 年時点で 8 億 8,207 万人となった（図表 11）。また、総人口に占める割合をみると、足元 10 年で低下してきており、2023 年時点では 62.6% と大幅に減少している（図表 12）。政府当局が 2021 年に発表した推計によると、生産年齢人口は 2022 年から 2050 年にかけては 2 億人以上減少すると予測されている。中国では人口減少と少子高齢化が速いペースで進展し、住宅実需層の厚みが減退していくなか、中国の住宅需要は人口動態の観点から構造的にみても増加トレンドを期待する局面にはないと考えられる。

図表 11 生産年齢人口の推移



（出所）中国国家統計局、Macrobond より筆者作成。

図表 12 生産年齢人口比率の推移



（出所）中国国家統計局、Macrobond より筆者作成。

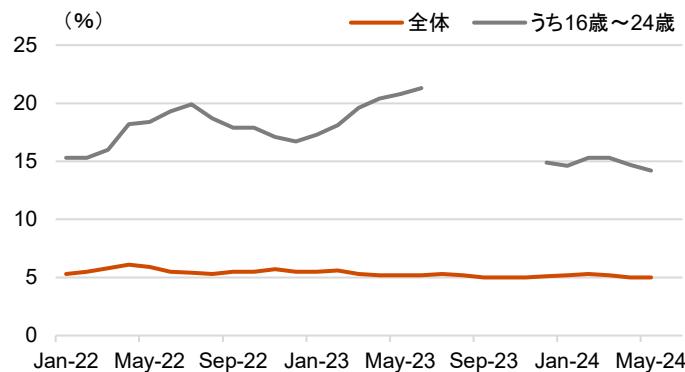
³ 中国における人口減少の動向については、PwC Intelligence のレポート「2023 年の中国経済展望—直面する人口減少の問題に対する見方」を参照のこと（<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence/monthly-economist-report/monthly-economist-report202305.html>）。

厳しい雇用環境下、上昇が懸念される若年失業率

これまでみてきた人口全体の動きに加えて、以下では雇用動向についてみておく。図表 13 のとおり、2023年初頭には 5.5%に達していた都市部失業率⁴は 2024 年 5 月には 5.0%に低下しており、雇用環境には改善の傾向がうかがえる。ただし、図表 14 で購買担当者景気指数(PMI)のうち雇用指数をみると、2023 年 3 月以降は企業活動拡大・縮小の基準となる 50 を割り込んで推移している。2024 年 5 月には 48.1 まで落ち込んでおり、雇用に対するマインドは重い状況が続いている。

また、16~24 歳の失業率⁵をみると、2023 年 12 月以降は 15%前後で推移していたが、2024 年 5 月には 14.2%と足元で低下基調を辿っている(図表 13)。ただし、2024 年は卒業シーズンの 6 月から 7 月にかけて前年比 +21 万人増の 1,179 万人と過去最多の大卒人材が市場に流れ込む見込みである。足元の中国では厳しい事業環境の下、人材の採用に慎重なスタンスを取る民間企業も多いなか、若年層の間では「卒業即失業」といった言葉も囁かれており、先行き不安のマインドが拡がっている。新卒の就職活動は厳しい状況にあり、卒業後も就職先が見つけられない事例が増えるに伴い、16~24 歳の失業率も上昇してくる可能性がある。

図表 13 都市部失業率の推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

図表 14 雇用指標の推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

若年労働者の失業率上昇は単なる景気動向を占うに止まらず、社会不安も含めた政治リスクに結び付くものであるうえ、こうした厳しい雇用環境が長期化すると貧困や格差といった問題に加え、将来に向けた人材育成にも支障をきたし、社会の不安定化を誘発することにもなりうる。これは政府当局が共産党政権の正統性を主張していくためにも万難を排して回避しておきたいシナリオである。今後も政府当局が打ち出す政策動向も含めて、若年失業者を取り巻く雇用環境には引き続き注視していく必要があろう。

⁴ 失業者の定義:過去 3カ月間求職活動しており、適切な仕事があれば 2 週間以内に働き始めることができる人。

⁵ 16~24 歳の失業率は、公表停止直前の 2023 年 6 月に 21.3%と過去最悪を記録していたうえ、非就学かつ無職の層を勘案すると実際には 40%を超えるとの指摘も聞かれていた。こうしたなか、2023 年 12 月以降は、「若者の就職、失業の状況をより正確にモニタリングするため」として調査方法が変更され、学生を含まない年齢層別の失業率として算出されたものが公表されている。ただし、従前公表していた数字との連続性はなく、比較対象とならない点は注意しておく必要がある。

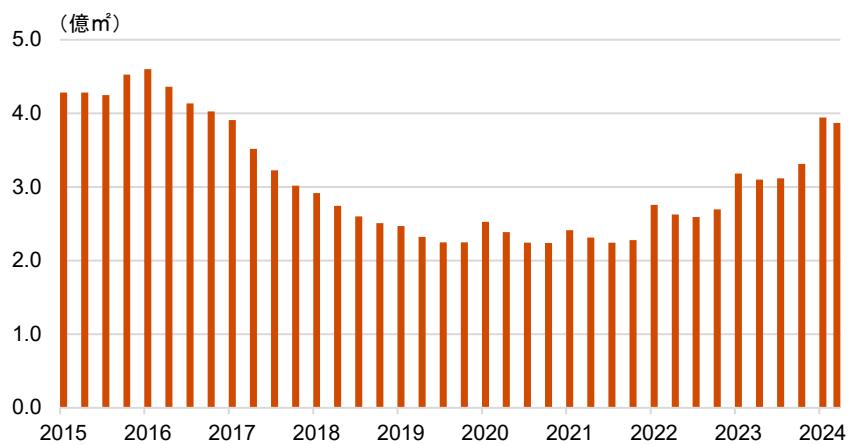
不動産不況の克服に向けた政府当局の政策

以上みてきたとおり、中国の住宅不動産市場が厳しい環境に直面する状況下、4月30日に開催された中国共産党中央政治局会議において、「不動産の既存在庫を消化し、新規住宅の供給量を最適化する政策を統一的に検討」する方針が新たに示され、具体的な政策の打ち出しが注目されていた。こうしたなか、5月17日、中国政府当局より新たな不動産市場対策が発表された。主なポイントとしては、①販売済みながら建設中で引き渡し未済の物件を分類して処理し、住宅の完工・引き渡しを推進すること、②住宅ローン金利の下限を撤廃し、最低頭金比率を引き下げるに加えて、③デベロッパーに売却済みながら開発が進んでいない住宅用地について、地方政府が回収・購入処理を行い、デベロッパーの資金繰りを支援すること、④住宅在庫の多い都市において、地方政府が合理的な価格で住宅を買い取り、「保障性住宅（中低所得者向け住宅）」に転用すること、などが挙げられる。住宅購入者が負担するコストを引き下げることで需要喚起を図りつつ、政府当局が過剰な住宅在庫の解消に焦点を当てて金融・財政の面から支援を打ち出したものであり、不動産市場に対して一段のテコ入れを図る新たな政策として、具体的な効果が期待されている。

地方政府による住宅在庫の買い取りについて具体的なスキームをみると、地方政府が地元の国有企业を指定し、当該企業は住宅在庫を不動産業者から買い取る。ここでの住宅在庫の買い取りに必要となる資金を支援するため、中国人民銀行は「保障性住宅」向けの再貸出枠 3,000 億元（約 6.5 兆円）を設定し、大手国有銀行など 21 行を対象に低コスト（金利 1.75%）の資金を供給する。再貸出は銀行融資元金の 60% がカバーされるため、5,000 億元が買い取りの原資として銀行融資につながる見込み。ここで買い取られた物件は「保障性住宅」として販売もしくは賃貸されることとなる。こうした施策により過剰に積み上がった住宅在庫の解消を進めつつ、「保障性住宅」の供給を増やすとともに、デベロッパーの資金繰り改善を図り、足元で遅延している住宅引き渡しを促進するといった効果を狙うものである。

ただし、現時点でもみる限り、住宅在庫の買い取りに必要となるコストに対し、中国人民銀行の再貸出による支援の規模は小さい。全国の住宅不動産在庫は、2024 年 5 月末時点では 3.9 億 m² に達しており、2016 年以来の高水準となっている（図表 15）。ここで全国平均住宅価格（2023 年：10,864 元 / m²）を前提に試算すると、総額 4 兆元規模に達する。すなわち、市場正常化のため住宅在庫の買い取りを進める場合、数兆元単位の資金が必要となるとみられ、現時点でも示されている「5,000 億元」の金融支援による効果は限定的なものに止まるとみられる。また、先述のとおり、中国では人口減少が速いペースで進んでいるうえ、都市化の進展ペースも鈍化していることも踏まえると、今後も住宅不動産を取り巻く環境は厳しい状態が続くとみられ、住宅在庫の解消には相応の時間を要するものとみられる。

図表 15 住宅在庫面積の推移



（注）各年の 3 月、6 月、9 月、12 月末時点の実績（図表最右端は 2024 年 5 月末時点の実績）。

（出所）中国国家統計局より筆者作成。

加えて、今般の不動産市場対策は、地方国有企业や大手銀行に事業や信用リスクを負担させるスキームになっているが、総じて割安の「保障性住宅」は収益性が低く、地方政府から指定された地元の国有企业が積極的に買い取りを進める対象となりにくいと思われる。大手行としても、収益性の低い案件に対する融資となるだけに、ここで貸出を控える動きも想定される。

さらに、地方政府が「保障性住宅」の収益性に鑑み、市場の実勢価値を下回る価格で住宅在庫の買い取りを進めた場合、既存の住宅価格にマイナスの影響が及びかねないほか、物件の買い取りが進むなかで物件購入者の間で安価な物件が選好される傾向が強まると、それ以外の住宅需要が一段と押し下げられる可能性もある。加えて、今般の不動産市場対策において買い取り主体は地方政府から指定された地元の国有企業であり、買い取りにかかる資金は国有銀行からの借入によって賄われる。今般の政府当局による不動産市場対策は足元の不動産不況から脱却するために踏み出した一歩とも言えようが、上述のような各種課題も指摘されているだけに、引き続き不動産市場の実態把握に努めることはもちろん、今後想定される追加の市場テコ入れ策も含めた政策動向を注目していく必要があろう。

まとめ

本稿では、不動産開発投資を含めた固定資産投資全体の動向も踏まえつつ、住宅不動産市場の現況と今後の展望について論じてきた。足元の中国では長引く不動産不況が続くなか、大幅なマイナス推移を続ける不動産開発投資が足かせとなり、固定資産投資は伸び悩んでおり、市場の回復に向けた突破口を見出せない状況が続いている。こうしたなか、5月17日には政府当局が新たに不動産市場対策を打ち出しており、これが政策の効果を含めた住宅不動産市場の行方が注目されている。ただし、先述のとおり、過剰な住宅在庫の解消や「保障性住宅」への転換を狙う政策の方向感は首肯されるものの、現時点で計画されている金融・財政の支援規模は小さく、期待される政策効果は限定的とみられる。

旺盛な住宅需要は長らく中国の高度経済成長を牽引してきたが、今や経済の下押し要因となっている。先述のとおり、中国不動産市場は人口減少や若年労働者を取り巻く雇用環境の悪化といった景気悪化に伴う問題を抱えており、従前のように規制を緩和すれば回復した局面から、規制緩和しても必ずしも需要が回復しない局面へ転じている。現政権が国内の格差是正を唱えて掲げる「共同富裕」の理念の下、政府当局としては、行き過ぎた不動産市場の過熱を回避し、住宅価格を手頃な水準とすることを目指すスタンスを維持するものとみられ、今後も大幅な市場回復が実現する可能性は乏しいとみられる。

足元の中国経済は根強い生産意欲の下で鉱工業生産が堅調に拡大するとともに、外需の伸びに下支えされた展開が続いている。ただし、関連する裾野産業が広く、中国経済全体へ与えるインパクトが大きい不動産市場が今後も低迷を続ける場合、中国国内の生産や消費活動にもマイナス影響が及ぶこととなるだけに、今般打ち出された不動産市場対策による具体的な効果を見極めていく必要がある。来たる7月中旬に開催が予定されている「三中全会（中国共産党第3回全体会議）」においても、厳しい環境に直面している不動産市場への追加のテコ入れ策の打ち出しが期待されている。今後も政府当局が打ち出す政策の動向に十分注視しつつ、中国経済の趨勢を見極めていきたい。

菌田 直孝

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2024 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.