

上海不動産市場の現状とバブルに関する考察

[要旨]

1. 上海を始めとする中国の都市部は住宅、オフィスビル等の建設ラッシュが続いており、不動産ブームに沸いている。特に住宅投資は、政府の住宅取得促進政策や所得水準の向上、住宅ローンの普及を背景に著しい伸びを示しており、中国経済のエンジンの役割を担っている。一方で住宅価格の高騰や投機的な取引の増大などバブル的な現象も出始めており、将来に向けた懸念材料ともなっている。
2. まず、上海のオフィス市場は 1990 年代後半、深刻な供給過剰を背景にオフィス賃料が大幅に下落したが、2000 年以降は空室率が低下し、オフィス賃料も緩やかな上昇基調を辿るなど安定的に推移している。上海市政府の土地供給抑制策を背景にオフィスの新規供給が抑えられてきた一方で、外資系企業の活発な進出や好調な上海経済を背景にオフィス需要が急増したためである。足元、グレード A オフィスの空室率は 10% を下回っており、オフィス賃料も緩やかながら上昇基調を辿っている。グレード B 以下のオフィスについても、旺盛な需要に支えられ入居率は改善傾向にある。先行きを展望すると、2005 年以降オフィスの新規供給ペースが強まり、需給バランスが幾分緩む可能性はあるが、外資系企業の進出や安定した経済成長などオフィス需要を支える要因に大きな変化が生じない限り、上海のオフィス市場が深刻な供給過剰やオフィス賃料の暴落といった事態に直面する可能性は小さいとみられる。
3. 一方、上海の住宅市場では、高価格物件を中心にバブルの兆候が窺われる。1 万元 / m^2 (広さ 100 m^2 で約 1,500 万円) を超えるハイエンド (超高級住宅) 市場では、華僑を中心とする外国人投資家や上海市内外の富裕層による投資需要が増加した結果、住宅価格が高騰する一方で、不動産デベロッパーが高いマージンを確保しやすい高級物件の開発を急ピッチで進めた結果、2003 年に入って供給過剰感が出始めている。さらに、ハイエンド市場に次ぐ高～中価格物件の市場 (ボリュームゾーン市場) では、旺盛な需要を背景に住宅価格が急ピッチで上昇している。加えて、上海の新規分譲住宅は平均単価が 5,000 元 / m^2 (広さ 100 m^2 で約 750 万円) を超え、一般市民の収入と比べて高すぎるといった問題も抱えている。近時の新規分譲住宅の平均価格は、上海市民の平均世帯年収の 16.5 倍に達しており、不動産バブル直後の日本の 7.9 倍と比較しても、世帯収入比で見ても相当割高なレベルにあることが窺われる。
4. 今後を展望すると、短期的には上海の住宅市場で大規模な調整が起きる可能性は低いとみられる。2010 年の上海万博まで高成長が持続することへの期待感、経済成長に伴う所得水準の向上、市民の根強いマイホーム志向などを背景に、住宅需要の堅調な拡大が見込まれるためである。しかしながら、中長期的にはバブルが弾けて住宅価格が急落する懸念はないとは言えない。その場合の影響としては、住宅投資の減退に伴い景気への下押し圧力が強まる、資産価格の下落に伴い家計の消費マインドが冷え

込むといったマクロ経済への影響に加え、金融機関のデベロッパー向け貸出の不良債権化によって金融システムがダメージを受ける懸念もある。上海の金融機関の不動産関連貸出残高はデベロッパー向け貸出と住宅ローンを合わせて総貸出残高の2割以上を占めている。現時点では不動産関連貸出の不良債権比率は低水準にとどまっているとみられるが、今後バブルが弾けた場合には、多額の不良債権が発生する公算もあり予断を許さない。

5. こうした事態を未然に防ぐためには、バブルの芽を早期に摘み取ることが肝要である。しかし、住宅分野は内需拡大の重要な柱でもあることから、経済成長にブレーキを掛けかねないようなドラスティブな規制策は取りにくいのが実状である。中国人民銀行は2003年6月13日、デベロッパー向け融資と住宅ローンに関する管理強化を目的とする市場過熱抑制策を発表したが、上海の住宅市場を見る限り、これまでのところ目立った効果は表れていない。過熱を抑制しつつ、住宅市場の安定的な拡大を維持するソフトランディングは、上海を始めとする中国の住宅政策における最大のテーマとなり、政府はそれに向けて難しい舵取りを迫られることになる。

アジア調査部 上席主任研究員 重並朋生

Tel : 852-2103-3590

E-Mail : tomoo.shigenami@mizuho-cb.com

[目次]

1. はじめに	75
2. 中国の不動産開発投資の動向	75
3. 上海のオフィス市場	77
(1) 市場の推移	77
(2) オフィス市場の現状	79
(3) 今後の展望	82
4. 上海の住宅市場	82
(1) 中国住宅市場の発展の経緯	82
(2) 上海住宅市場の現状	85
(3) バブルの兆候に関する考察	89
(4) 住宅市場の見通し	91
(5) 不動産関連貸出に関わる懸念材料	94
(6) 今後の課題と政府の不動産バブル抑制策	97
5. おわりに	97

1. はじめに

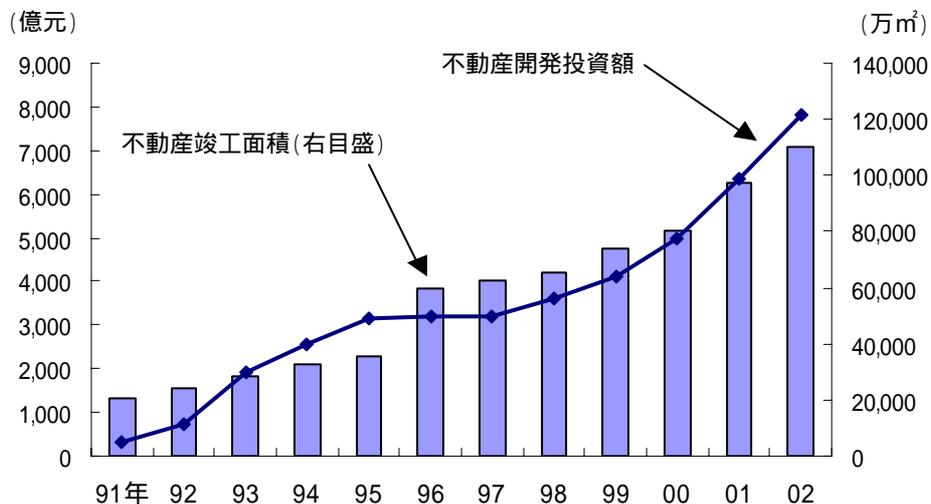
上海を始めとする中国の都市部は、住宅、オフィスビル、商業施設などの建設ラッシュが続いており、不動産ブームに沸いている。なかでも住宅投資は、政府の住宅取得促進策や所得水準の向上、住宅ローンの普及などを背景に近年著しい伸びを示しており、経済成長の重要な柱となっている。一方で、住宅価格の高騰、投資目的の売買の増加といったバブル的な現象も一部に出始めており、将来に向けた懸念材料となっている。中国政府内部では2002年後半以降、不動産バブルの発生に対する警戒感が強まり始めており、中国人民銀行が2003年6月13日に発表した不動産関連融資に対する引き締め策はその表れでもある。

本稿では、上海のオフィス市場、住宅市場に焦点を当て、市場に見られるバブルの兆候や将来のリスクなどについて考察する。

2. 中国の不動産開発投資の動向

まず、最近10年間の中国不動産開発投資（以下、不動産投資）の推移を振り返ってみよう。1990年代前半に急拡大を遂げた不動産投資額は、一時的な調整を経て、2000年以降再び増勢が強まった（図表1）。

図表 1：中国の不動産開発投資と竣工床面積の推移



(注) 不動産はオフィス、住宅、商業ビルを含む。

(資料) 中国国家统计局「中国統計年鑑2003」

92年初の鄧小平による南巡講話を契機に、中国の都市建設や不動産開発が劇的に拡大し、92、93年の中国の不動産投資額は、前年比118%、165%と驚異的な伸びを見せた。急激な投資ブームを背景に、不動産開発の過熱、インフレの高騰などが深刻な問題となるなかで、93年7月朱鎔基副首相（当時）は、自ら中国人民銀行総裁を兼務し、金融引き締めを

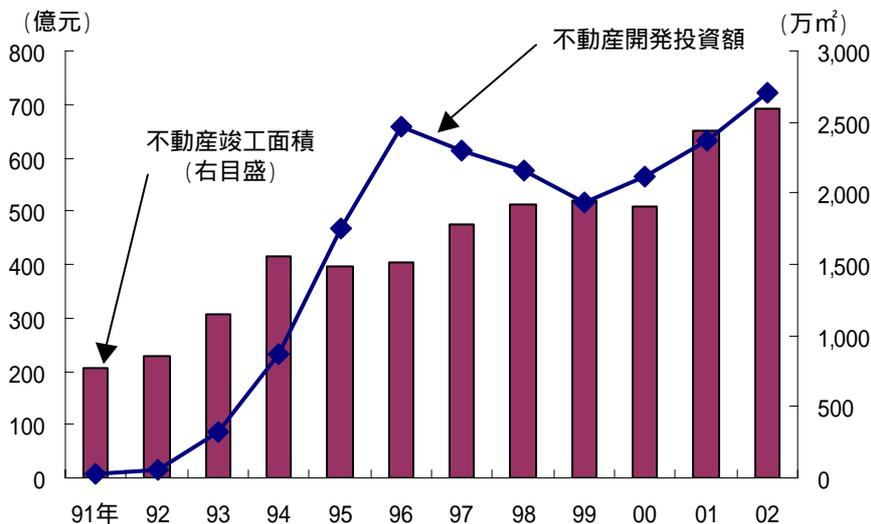
中心とするマクロコントロール政策に乗り出した。過熱投資の抑制、インフレ鎮静化に向けた政策は徐々に実を結び始め、不動産投資の増勢は94年以降徐々に鈍化し、不動産市場の過熱感も薄らいでいった。

しかし、不動産開発ブームで建設されたオフィスや住宅が96年以降続々と市場に放出される一方で、アジア通貨危機の影響などに伴い経済成長が鈍化したことから、不動産市場は96～98年にかけて停滞感が強まり、不動産投資額も伸び悩んだ(図表1)。この時期、不動産の過剰投資が問題となった海南省では、不動産バブルの崩壊に伴い、大量の不動産開発がストップし、金融セクターに多額の不良債権を生む結果となった(海南省の不動産バブル)。

その後、不動産投資は、政府の積極的な投資拡大政策、外資系企業による対中直接投資ブームの再燃などを背景に再び息を吹き返し、2000年以降は年20%を上回るハイペースを維持している。

上海の不動産投資が辿った経緯もこれと同様であるが、浦東発展戦略が本格化した90年代前半に不動産投資が爆発的に伸びた反動から、97～99年には特に厳しい調整局面を強いられることになった(図表2)。しかし、2000年以降は、長江デルタ地域への外資系企業の投資ブームを反映し、不動産投資も年二桁のペースで順調に拡大している。不動産竣工面積を見ると、97～2000年までほぼ横ばいで推移したが、2001年以降増勢に拍車がかかっており、上海の不動産市場が新たな拡大局面を迎えたことを示唆している。

図表 2：上海の不動産開発投資と竣工床面積の推移



(注) 不動産はオフィス、住宅、商業ビルを含む。
 (資料) 上海市統計局「上海統計年鑑2003」

3. 上海のオフィス市場

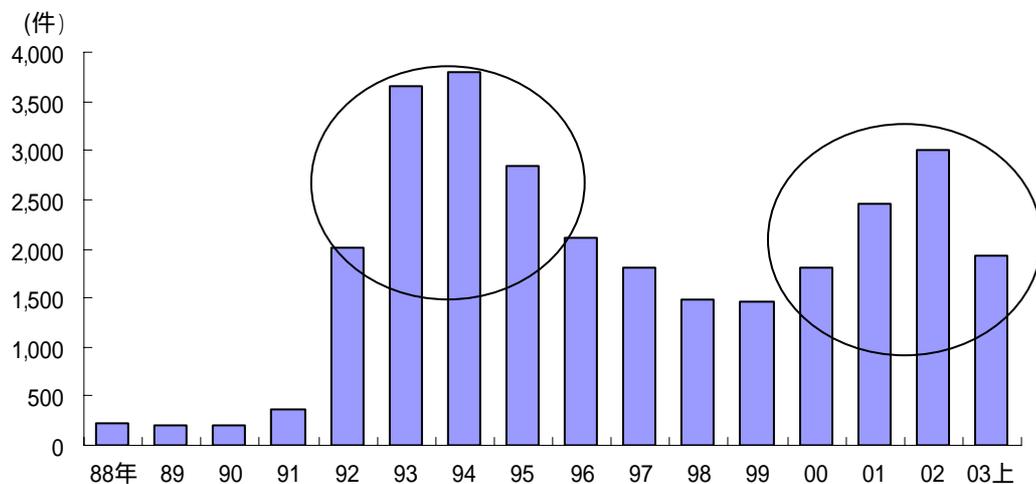
(1) 市場の推移

上海のオフィス市場は、92～95年の市場拡大(価格高騰)期、90年代後半の市場低迷(供給過剰・価格下落)期を経て、2000年以降は市場回復(価格安定)局面に入っている。

a. 市場拡大(価格高騰期)

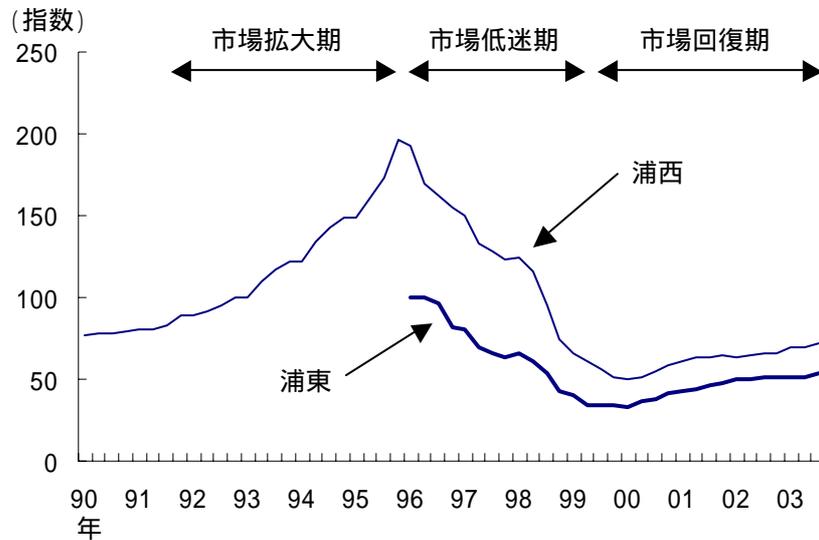
外資系企業の上海進出が92年の南巡講話以降激増した結果、オフィス需要は急速に高まった。外資系企業の投資契約件数は92～95年の4年間で12,309件に上り、88～91年の4年間の12.5倍に膨らんだ(図表3)。一方、当時の上海は優良物件が極端に不足し、オフィスの新規供給も追いつかず、オフィス賃料は高騰を続けた(図表4)。CBリチャードエリス(以下CBRE)によれば、95年10～12月期の優良オフィス(Prime Office)物件の賃料は約65米ドル/㎡・月に達し、3年前の2倍の水準となった。なお、当社は独自の基準に基づくグレードAおよびBオフィスを優良オフィス(Prime Office)と称している(以下優良オフィス)。当時、香港のオフィス賃料は、投資ブームを背景に高騰し、セントラル周辺地域のグレードAオフィスで70～80ドル/㎡・月に達していたが、上海の水準はこれと肩を並べるものであった。

図表3：上海に進出する外資系企業数の推移



(注) 外資系企業による対中投資新規契約件数の推移(同一企業の追加投資案件を含む)。
(資料) 上海市統計局「上海統計年鑑2003」、CEIC Data

図表 4：上海のオフィス賃料の推移（指数）



(注) 浦西は93年1Q、浦東は96年1Qを100とする指数。対象はCB Richard Ellisの基準による優良オフィス。

(出所) CB Richard Ellis

b. 市場低迷（供給過剰・価格下落）期

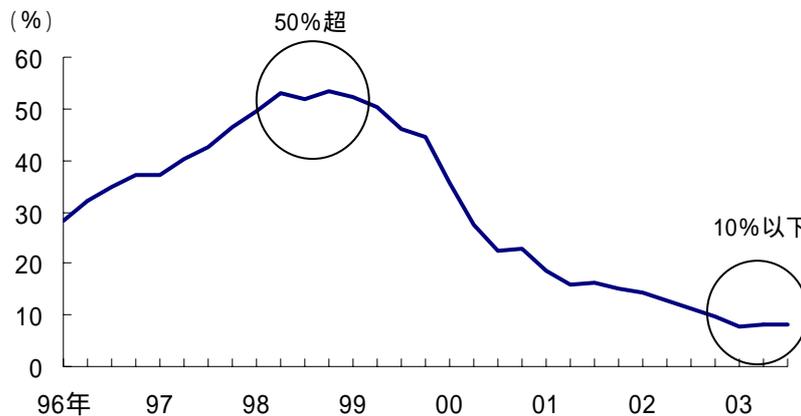
96年以降、オフィス市場は深刻な供給過剰に直面した。供給サイドでは、95年以前にスタートしたオフィスビル・プロジェクトが、96～97年にかけて相次いで竣工し、大量の新規オフィスが市場に放出された。一方で、96年以降外資系企業の上海進出ブームが鎮静化したことに加え（図表3）、97年7月に発生したアジア通貨危機の影響から内外需が伸び悩んだことなどを背景に、オフィス需要が停滞したためである。この時期のグレードAオフィスの空室率は50%に達し、平均オフィス賃料も16～18ドル/㎡・月とピーク時の4分の1以下に下落した（図表4、5）。現地のオフィスビル賃貸業にとって厳しい経営環境となったが、上海に進出する外資系企業にとっては、オフィスの選択肢が広がると同時に、コスト面での割高感も急速に薄れる恩恵があった。

c. 市場回復（価格安定）期

下落基調を辿ったオフィス賃料が底を打って反転し始めたのは2000年である。90年代半ば以降の金融引き締め政策の一環として、上海市政府がオフィスビル向けの土地の新規供給を抑制した結果、98年以降オフィスの新規供給が大幅に鈍化したのに対して、外資系企業の対中投資ブームとそれを牽引役とした上海経済の好転などを背景に、2000年以降オフィス需要が急増したためである。外資系企業の投資契約件数は97～99年の4,764件（年平均1,588件）に対して、2000～2002年には7,284件（年平均2,428件）に増加した（図表3）。CBREによれば、新規供給された優良オフィス面積と新規に成約されたスペース（拡張、移転を含む）を比べると、96～98年は供給過剰、99年はほぼ均衡、2000年以降は需要が供給を上回るペースで増加したことが窺われる（図表6）。

こうしたなかで、優良オフィスの空室率は2000以降趨勢的に低下し、2003年4～6月期時点で浦西、浦東ともに10%を下回っている（図表5）。供給過剰感の緩和を背景に、オフィス賃料も緩やかながら上昇基調に転じ、2003年4～6月期の平均月間オフィス賃料は、浦西で22.8ドル/㎡、浦東で19.1ドル/㎡となった（CBRE）。同時期の香港のグレードAオフィス賃料は、セントラル周辺地区で30～35ドル/㎡・月となっており、上海のオフィス賃料は香港と比べると6～7割のレベルに相当する。

図表5：上海オフィス市場の空室率の推移



(注) 対象はCB Richard Ellisの基準による優良オフィス。
(出所) CB Richard Ellis

図表6：上海オフィス市場の需要と供給

	1996年	97	98	99	2000	01	02
累積床面積(万㎡)	144.6	268.4	370.0	428.4	462.2	505.2	545.8
新規供給量(万㎡)	85.9	123.8	101.6	58.4	33.7	43.0	40.6
新規成約スペース(万㎡)	49.3	52.6	28.6	65.5	105.8	71.4	68.2
需要 - 供給(万㎡)	36.6	71.2	73.0	7.1	72.1	28.4	27.6
平均空室率 (%)	33.1	41.6	52.0	48.3	27.0	16.6	12.0

(注) 対象はCB Richard Ellisの基準による優良オフィス。
(出所) CB Richard Ellis

(2) オフィス市場の現状

a. 根強いオフィス需要

上海のオフィス市場の現状について、少し細かく見ていこう。上海に進出する外資系企業数（投資契約件数ベース）は、2002年3,012件、2003年上期も1,930社に上り、1日当たり平均7～8社の外資系企業が新規に進出していることになる（追加投資案件を含めた数）。加えて、地場の民営企業の台頭、周辺地域からの活発な企業進出などもオフィス需要を押し上げる要因となっている。

CBRE がオフィス新規テナント(借換えを含む)に対して実施したアンケートによれば、オフィスの広さについては、「拡張」が全体の 73%を占め、オフィスの質については、「アップグレード」が全体の 44%を占めており、企業の事業規模の拡大ぶりが反映されている。

上海市内のオフィスビルの棟数を示す正確な統計はないが、オフィス、住宅などすべてを含めたビルの数で見ると、20階以上のビルが 1,856棟、うち 30階以上は 338棟ある(2002年末)。近年高層住宅が増加しているが、オフィスビルに比べると数は限られており、全体の 3分の2以上はオフィスビルが占めているとみられる。

b. グレード別オフィス入居率

オフィス市場は、ビルのロケーション、質、賃料などをベースにグレード A~C に分類されているが、その基準は不動産会社によって異なる。通常グレード A オフィスといえば、浦東の HSBC タワー、金茂タワー、浦西の国際貿易(国貿)センター、嘉里センターに代表される 30~40 棟を指す。CBRE の基準によればグレード A オフィスビルは、2003 年 7 月時点で 42 棟となっている。

グレード A オフィスの入居率は 97~98 年時点で 4~5 割にとどまっていたが、現状は概ね 9 割程度に上昇している。とりわけ HSBC タワー、国貿センターといった最優良オフィスビルは、入居率が 9 割を超え、オフィス賃料も 1 日 1 ドル/m²(月 30 ドル/m²)前後ないしはそれ以上の水準に達している。

質、ロケーションなどの面でグレード A に比べて劣るグレード B 以下のオフィス市場についても、近年回復傾向が窺われる。Jones Lang Lasalle (以下 JLL) によれば、グレード B、グレード C のオフィスビルは、97~98 年時点で入居率が 4 割以下にとどまる物件が多かったが、現状は質や立地条件が比較的良好な物件では 7~8 割、それ以外の物件でも総じて 5 割以上のレベルに改善しているという。希望するグレード A のオフィスがほぼ満杯のため、近隣のグレード B のオフィスに入居するケース、グレード A の賃料が高すぎて折り合わず、グレード B に入居するケース、グレード B からグレード C への同様なケースなど、グレード上位のオフィス市場の好調さがグレード B 以下の市場に波及している傾向が見て取れる。一方で、グレード C に入居していたローカル企業が、事業規模の拡大に伴いグレード B に「アップグレード」するケースも散見される。一般的には、グレード A、グレード B の入居者には外資系企業が多く、グレード C は主に上海市内外のローカル企業が占めている。DTZ Debenham Tie Leung (以下 DTZ) によれば、グレード B オフィスの賃料は 1 日 0.5 ドル/m²(1ヶ月 15 ドル/m²)、グレード C の賃料は 0.3 ドル/m²(1ヶ月 9 ドル/m²)程度である。

オフィスビル経営の採算ラインは、一般的には入居率 70~75%が目安となっている(JLL 等)。したがって、98~99 年時点では大半のオフィスビルが赤字経営を余儀なくされていたことになるが、現状はグレード A のみならず、グレード B 以下でも黒字ないしは採算ラインに近い状況まで改善しているとみられる。

c. 浦西と浦東の比較

浦西と浦東でオフィスビルの棟数・フロア面積を比べると、概ね浦西 8 : 浦東 2 の割合となっており、浦西への集中度が高い。グレード A オフィスの平均賃料でも、浦西が浦東をやや上回っている。業種別にみると、浦東のオフィスに入居する企業は、金融・保険のシェアが高いのに対して、浦西のオフィスに入居する企業は、製造業の割合が高く、次いで貿易、通信、運輸、コンサルタントとなっている（図表 7）。現状、上海を金融センターとして発展させる政府の意向を反映して、金融関係のオフィスが浦東に集中しているが、総じて見れば上海のビジネスの中心的な役割を担っているのは依然として浦西であることが窺われる。最近では、蘇州・無錫周辺への外資系メーカーの進出が活発化するなかで、工場とのアクセスの利便性を考慮して、浦西の西部に位置する虹橋エリアに統括・販売機能を有する現地法人を置くメーカーが増えており、現地では「浦西回帰現象」とも言われている。

図表 7：浦西と浦東のオフィス市場比較

	浦西	浦東
主要地区	黄浦、長寧、虹橋、静安	陸家嘴
主要オフィスビル	国貿センター、嘉里センター 新世界ビル、恒隆広場	HSBCタワー、金茂タワー 中銀ビル、交銀金融ビル
主要業種	製造業(34%)、貿易(16%) 通信(14%)、運輸(10%) コンサルタント(10%)等	金融(37%)、貿易(18%) コンサルタント(11%) 製造業(8%)、保険(7%)等
平均オフィス賃料	22.8ドル / m ² 、月	19.1ドル / m ² 、月

(注) 主要業種の括弧内は全体に占めるシェア (CB Richard Ellis 調査)

(出所) CB Richard Ellis ほか

d. デベロッパーの動向

オフィスビルのデベロッパーについて概観すると、グレード A オフィスを中心とする優良オフィスビルの 6~7 割は、香港系を中心とする外資系資本である (JLL)。香港系デベロッパーは、97 年以前は余裕資金の一部を上海に投下する程度にとどまっていたが、97 年後半以降、香港不動産市場の停滞が長期化するなかで、より高いリターンと成長性が見込まれる上海への投資を加速度的に拡大させている。代表的なオフィスビルとしては、上海嘉里センター (嘉里 G : Kerry)、新世界ビル (新世界 G : New World)、中信泰富広場 (中信泰富 : CITIC Pacific)、恒隆広場 (恒隆 G : Hang Lung) などがあり、今後も嘉里センター (嘉里 G)、恒隆広場 (恒隆 G)、ウィーロックスクエア (会徳豊 G : Wheelock)、サンフンカイ・メガプロジェクト (新鴻基 G : Sun Hung Kai) などが竣工予定となっている。

一方、グレード B 以下のオフィスビルはローカルデベロッパーの資本が大半を占める。これらは玉石混合であるが、総じて資本力が弱いところが多いとみられ、将来の経営環境

の変化にどの程度耐えられるのかといった懸念もある。

(3) 今後の展望

上海のオフィス市場は、過剰感が一部に残っているものの、需給バランスは改善傾向を辿っており、総じて落ち着いた状況にある。オフィスビルの乱開発、ないしはオフィス賃料の高騰といったバブル的な現象は表れておらず、当面大きなリスクは見出しがたい。

今後を展望すると、優良オフィスの新規供給は2003～4年にかけて年間30万㎡前後にとどまるが、2005年には約60万㎡に急増、2006～8年も合計で約90万㎡以上の供給が見込まれている。この結果、優良オフィスの総床面積（ストック）は、2002年末時点の546万㎡から6年後の2008年には約760万㎡に増加する（CBRE）。

一方、オフィス需要は、外資系企業の上海進出、サービス産業の発展、経済成長の行方などに大きく左右されるが、現地では2010年の上海万博まで堅調な需要拡大が続くといった見方が主流である。したがって、オフィス需要を支えるこれらの要因に大きな変化が生じない限り、上海のオフィス市場は深刻な供給過剰や空室率の急上昇、オフィス賃料の暴落といった事態に直面する可能性は小さいとみられる。

CBRE、JLLの見通しでは、2003～4年は新規需要が供給を上回り、空室率は若干の低下が見込まれるが、2005年以降はオフィスの新規供給の増加に伴い、需給バランスが幾分緩み、空室率の上昇、オフィス賃料の下落につながる可能性もあるとみている。一方、DTZのJohn Robinson 高級顧問は、オフィス供給の増加を背景に、オフィス賃料は2003年をピークに緩やかに下落するという見方をしている。ただし、いずれの見通しも、マクロ経済の安定成長の前提が崩れない限り、上海のオフィス市場に大きな混乱はなく安定成長が続く、という点では共通している。

4. 上海の住宅市場

(1) 中国住宅市場の発展の経緯

a. 90年代前半の拡大期と半ば以降の調整期

上海の住宅市場に焦点を当てる前に、近年の住宅制度の変更を含めた中国住宅市場全体の動向に言及する必要がある。

中国の主要都市部では90年代前半住宅ブームが高まり、92～93年には商品住宅販売面積が年率4割のペースで増加した（図表8）。しかし一方で、価格、立地、間取りなどの面での需給のミスマッチ、上下水道やガスなどの基本インフラの未整備、劣悪な品質、一般消費者の手が届かない高価格物件の多さなどが問題となり、94年以降販売面積の増勢が急激に鈍化し、大量の売れ残り物件が発生する結果となった。

住宅市場は96～97年にかけて、住宅販売の低迷や中国政府の金融引き締めなどを背景に停滞感を強めた。住宅開発投資額、住宅着工面積、住宅竣工面積いずれの統計からも、住宅市場の低迷振りが窺われる（図表9）。

図表 8：中国の商品住宅販売面積の推移

	販売面積		うち個人の購入		個人比率
	万㎡	前年比	万㎡	前年比	
1990年	2,546	2.1%	731	-9.3%	28.7%
91	2,745	7.8%	927	26.8%	33.8%
92	3,812	38.9%	1,456	57.1%	38.2%
93	6,035	58.3%	2,943	102.1%	48.8%
94	6,118	1.4%	3,345	13.6%	54.7%
95	6,787	10.9%	3,345	0.0%	49.3%
96	6,899	1.6%	3,667	9.6%	53.2%
97	7,864	14.0%	5,234	42.7%	66.6%
98	10,827	37.7%	7,793	48.9%	72.0%
99	12,998	20.0%	10,409	33.6%	80.1%
2000	16,570	27.5%	14,464	39.0%	87.3%
01	19,939	20.3%	18,251	26.2%	91.5%
02	23,702	18.9%	22,794	24.9%	96.2%

(資料) 中国国家统计局「中国統計年鑑 2003」

図表 9：中国の住宅供給関連統計の推移

	住宅開発投資		住宅着工面積		住宅竣工面積	
	億元	前年比	万㎡	前年比	万㎡	前年比
1995年	n.a.	n.a.	12,858	n.a.	12,219	n.a.
96	1,699	n.a.	10,287	-20.0%	12,233	0.1%
97	1,539	-9.4%	10,997	6.9%	12,465	1.9%
98	2,082	35.2%	16,638	51.3%	14,126	13.3%
99	2,639	26.8%	18,798	13.0%	17,641	24.9%
2000	3,312	25.5%	24,401	29.8%	20,603	16.8%
01	4,217	27.3%	30,533	25.1%	24,625	19.5%
02	5,267	24.9%	34,224	12.1%	26,613	8.1%

(注) 販売用商品住宅以外の物件も含む。

(資料) 中国国家统计局「中国統計年鑑 2003」

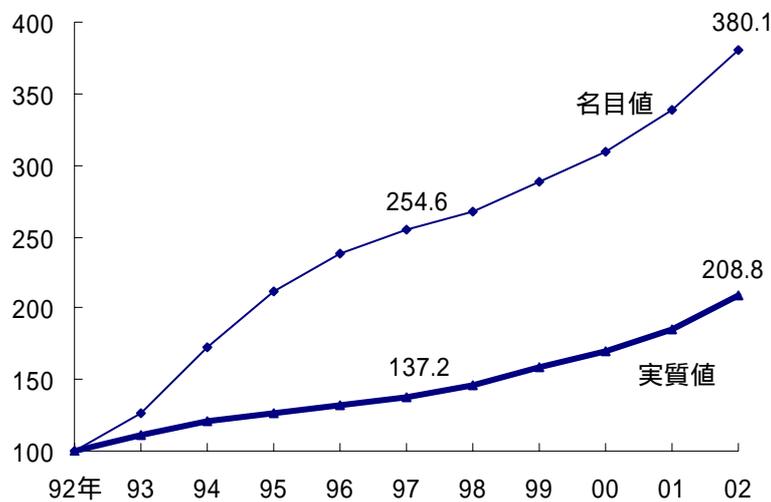
b. 98年以降の本格的なテイクオフ期

しかし、98年に入ると、住宅市場は低迷を脱し、急ピッチで拡大を遂げた(図表8、9)。同年政府は、政府・企業による分配住宅制度の廃止、既存公有住宅の低価格での買い取り、個人による商品住宅の取得を柱とする住宅制度改革を本格的に実施した。その結果、従来の住宅分配制度から個人による持ち家制度への転換が進展し、民間の住宅購入需要が急激に顕在化してきたのである。加えて、都市部住民の可処分所得の向上、潤沢な個人預金、住宅購入を用途とするローンの普及なども、住宅取得を促す要因となった。

都市部住民の可処分所得は最近10年間に、名目で3.8倍、実質で2.1倍に増加した(図表10)。しかも実質値は物価上昇率が低下した90年代後半以降伸びを強めており、この間に実質的な購買力が急速に高まったことを示唆している。都市部住民の預金残高は2001年末時点で5.9兆元に達している(図表11)。1人当たり預金残高の増勢が2000年以降やや鈍化しているのは、マイホーム需要や自動車需要が急激に高まるなかで、預金を取り崩して購入資金に充当する動きを反映したものととらえることもできる(中国人民銀行上海支店)。

住宅購入のためのローン制度としては、公積金制度と商業銀行による住宅ローンがある。前者は、雇用者と被雇用者が、住宅取得を目的として毎月給与の一定割合を積み立て、被雇用者が住宅取得時に、公積金ファンドから融資を受ける制度である。91年に上海で導入され、99年に全国一律の公積金管理条例が実施された。一方、商業銀行の住宅ローン業務は、中国人民銀行が98年に商業銀行に対する住宅関連融資規制を大幅に緩和し、都市部の全商業銀行が個人向け住宅ローンを取り扱えるようになったことを契機に急拡大を遂げた。住宅ローン残高は97年末の190億元から、2003年4月末には8,253億元に拡大した。その太宗を占める4大商業銀行の住宅ローン残高を見ると、2002年末時点で7,213億元と、前年末に比べて42.3%の大幅増となっている。

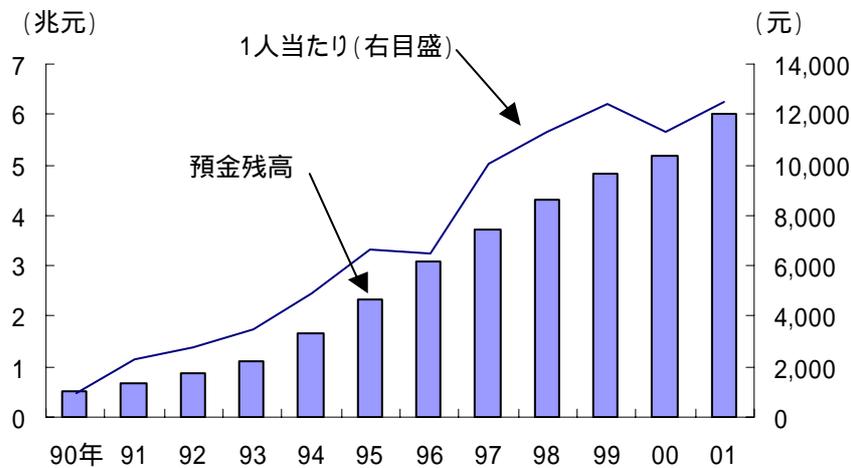
図表 10：都市部住民の1人当たり可処分所得



(注) 92年を100とした指数。

(資料) 中国国家统计局「中国統計年鑑2003」

図表 11：都市部住民の預金残高



(資料) 中国国家统计局「中国統計年鑑 2003」、CEIC Data

98年以降、住宅開発投資額、住宅着工面積、住宅竣工面積など供給サイドの統計は揃って力強い伸びを見せ、商品住宅の販売面積も97年から2002年の5年間に、7,864万㎡から23,702万㎡へと3倍に増加した(図表8、9)。この間に、マイホーム需要の高まりを背景に個人による購買比率も上昇し、2002年には96.2%に達した。一方で、急激な住宅市場の拡大に伴い、住宅価格の上昇、急激な供給拡大などバブル的な現象も一部に出始めてきた。

(2) 上海住宅市場の現状

a. 拡大する市場

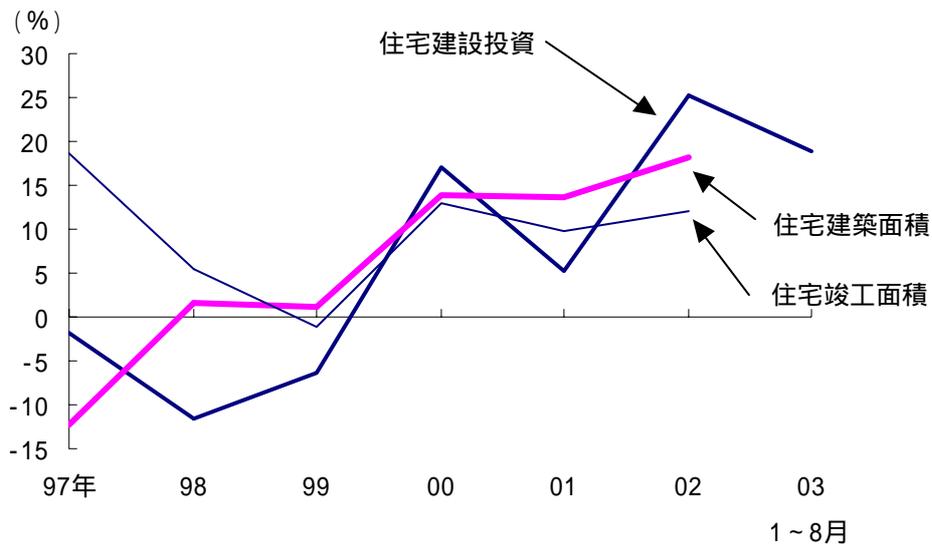
上海の住宅市場は2000年以降増勢が急激に強まった(図表12)。住宅投資額は99年を底に急拡大を遂げ、2002年の投資額は99年比で1.5倍に達した。2003年はSARSの影響があったものの、1~8月で見ると前年比18.8%増と増勢は衰えていない。住宅建築面積(建設中)および住宅竣工面積(完成)の統計でもほぼ同様の動きが見取れる。

上海不動産交易中心の統計で、新規プレセール(完成前の販売)物件の販売承認面積(供給)、同購入登記面積(需要)を見ると、最近のトレンドをより明確に把握することができる(図表13)。販売承認面積(供給)は、98、99年と2年連続で前年比減少した後、2000年以降回復に転じ、2002年に激増した。一方で、同購入登記面積(需要)は97年以降、堅調な拡大ペースを続けている。需要と供給のギャップを見ると、97~99年は大幅な供給過剰、2000年にほぼ均衡し、2001年以降は需要が供給を上回る状況が続いている。JLL等によれば、市内の新規分譲物件は2001年以降大半が完売状態となっており、既存の売れ残り物件が最近になってさばける例も散見されるという。

上海市内の分譲用住宅の空室面積(売れ残り在庫)を見ると、2002年末の134万㎡から2003年6月末には106万㎡に減少している(上海不動産交易中心)。ただし、この統

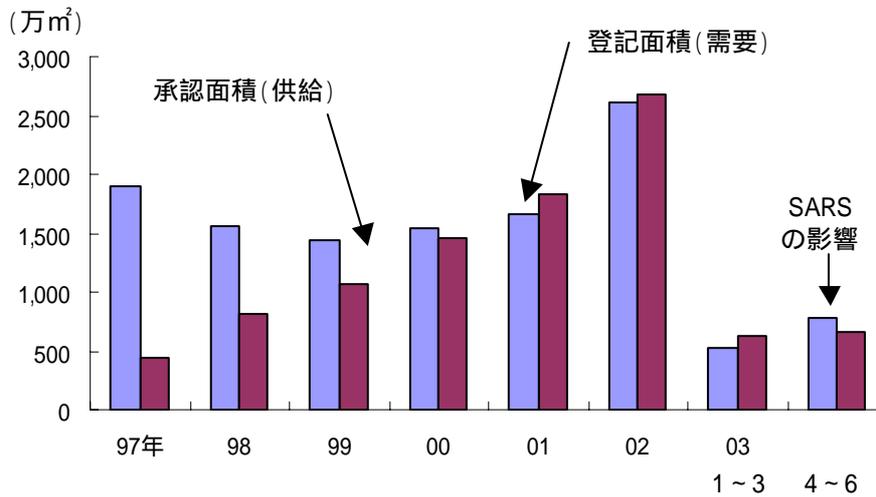
計は、近年竣工し販売物件として登録された住宅が主な対象になっているとみられ、90年代半ばに供給過剰で大量に売れ残った高級物件などが計上されているのか否かやや不透明な点もある。

図表 12：上海の住宅関連指標の推移（前年比変化率）



（資料）上海市統計局「上海統計年鑑 2003」、同「上海市房地產市場」

図表 13：プレセール物件の供給と需要



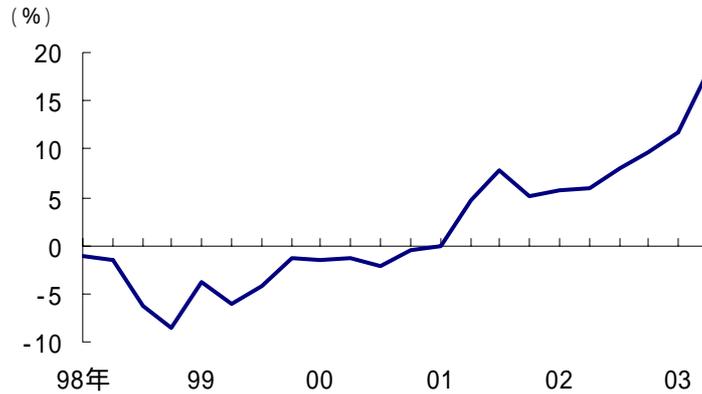
（出所）上海不動産交易中心

b. 統計からみた価格動向

上海の住宅価格は、近年の急激な需要増を背景に上昇圧力が強まっている。中国国家统计局（統計月報）によれば、上海の住宅販売価格は 2001 年初以降上昇に転じ、2003 年 4

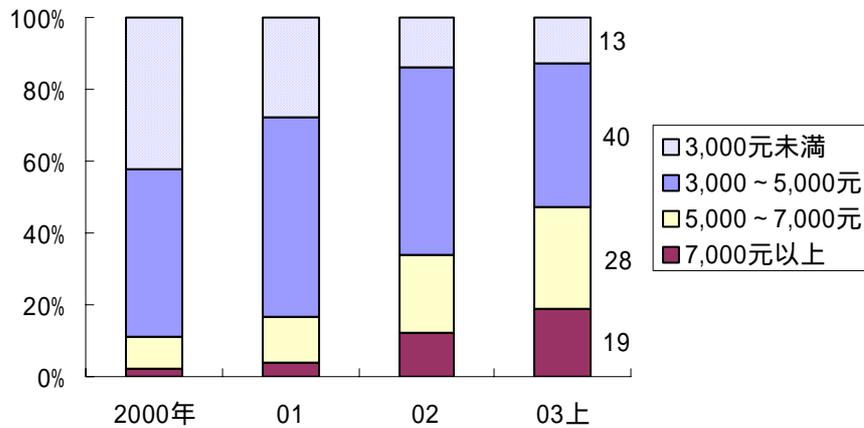
～6月期の前年比伸び率は18.1%に高まっている（図表14）。上海不動産交易中心の統計においても、住宅販売価格の伸び（前年比）は2001年12月が7.8%、2002年12月が13.1%と上昇基調にあることが見て取れる。

図表 14：住宅販売価格の推移（前年比変化率）



（出所）中国国家統計局

図表 15：プレセール物件の価格帯の推移



（注）平米あたり単価による区分（販売面積ベース）。
（出所）上海不動産交易中心

プレセール物件の価格帯からは、住宅の「高価格化」が毎年進行していることが窺われる（図表15）。7,000元/m²以上を高価格物件、5,000～7,000元を中上価格物件、3,000～5,000元を中下価格物件、3,000元未満を低価格物件とし、各価格帯のシェアを2000年と2003年上期で比べると、高価格物件（7,000元/m²以上）の比率は2%から19%へ、高価格物件と中上価格物件を合わせると（5,000元/m²以上）、11%から47%へと急上昇し

ている。一方、中下価格物件（3,000～5,000元）は2000～2003年上期の間、一貫して最も販売シェアの大きい「最大価格帯」となっているが、そのシェアは2001年の56%をピークに低下し、2003年上期には40%となっている。すなわち、「最大価格帯」は3,000～5,000元/㎡のレンジから5,000元/㎡以上のレンジにシフトしつつあると言える。なお、現地でハイエンド（超高級）物件とされるのは、現状1万元/㎡以上の高級マンションやビルタイプの住宅で、販売面積で見ると全体の1割弱を占めている。

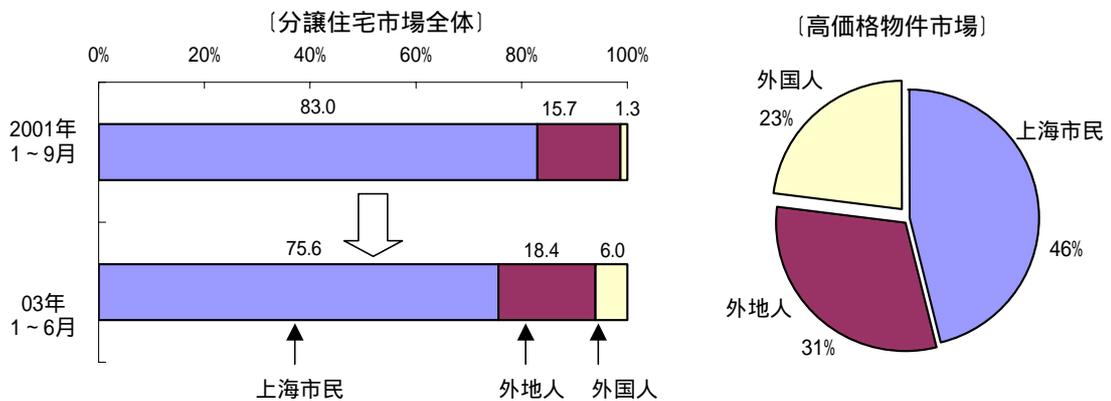
プレセール物件の平均販売単価を見ると、2000年の3,843元/㎡から2003年上期には5,315元/㎡に上昇しており、3年半の間に約4割上昇したことになる。

c. 主な購入層

上海住宅市場の主たる購入者は誰なのか、上海不動産交易中心のサンプル調査を参考に概観してみよう。

急増する住宅需要を支えているのは、主として上海市民であるが、上海市外の中国人（外地人）、外国人（華僑を含む）による投資も活発であり、そのプレゼンスは上昇傾向にある。2003年上期の分譲住宅購入者の内訳（面積ベース）は、上海市民が75.6%、外地人が18.4%、外国人が6.0%となっている（図表16）。これを、2001年1～9月の調査結果と比べると、上海市民のウエートが低下する一方、外地人、外国人のウエートが上昇しており、上海市外からの投資需要が旺盛なことを示唆している。

図表 16：上海分譲住宅の購入者内訳



(注) 1. 面積ベース。
 2. 高価格物件市場は2002年。
 (出所) 上海不動産交易中心、CB Richard Ellis

これを高価格物件（7,000元/㎡以上）に限ってみると、外地人、外国人のウエートがそれぞれ31%、23%に跳ね上がり、両者を合わせると5割を超える。さらにハイエンド物件（1万元/㎡以上）に限れば、上海市民、外地人、外国人の比率は3：3：4となり、上海市外の比率は7割に高まる。すなわち、高価格物件市場、特にハイエンド市場は、上海市

内の企業や富裕層の需要もさることながら、それ以上に外地の富裕層や海外からの投資によって支えられている。上海市外からの投資は、主に 資産価値の上昇を見越した転売目的の投機的需要に加えて、 中長期的な上海の経済発展に対する期待感を背景とする投資需要、 外資系企業が幹部社宅用に購入する実需などに分けられる。 は価格上昇にブレーキが掛かれば減退が予想される脆弱性を持ち合わせた需要、 、 は上海市場の将来性に対する期待感が損なわれなければ持続可能な需要と言い換えることもできる。今後 の需要が剥落したとしても、上海の経済成長のトレンドに大きな下方屈折要因が加わらない限り、 、 の需要は根強く残るとも言えるだろう。

(3) バブルの兆候に関する考察

現地の複数の不動産関連企業等からのヒアリングを踏まえて、住宅市場のどの辺りにバブルの兆候が垣間見えるのか考察したい。

a. ハイエンド市場

バブルの兆候が見られるのは、主として 1 万ドル / m²以上のハイエンド（超高級）市場とハイエンドに次ぐ高～中価格物件の市場である。

まず、ハイエンド市場は、上海市内外の富裕層、華僑・華人を中心とする外国人が主な購買層となっており、転売目的の投機的な取引の増加などを背景に、2000～2002 年にかけて価格上昇圧力が強まった。最も一般的なタイプは、1.2～1.5 万元 / m²、広さ 200～300 平米、物件価格 250～450 万元（円換算 4,000 万～7,000 万円）の高級マンションや一戸建てのピラタイプの物件である。不動産デベロッパーは高いマージンを確保しやすいハイエンド市場に相次いで参入し、高級住宅やピラの開発を急ピッチで進めた。その結果 2003 年に入って、市場に供給過剰感が始り、価格の上昇にもブレーキが掛かっている。

上海市政府は、ハイエンド市場の供給過剰に歯止めを掛けるために、土地供給の抑制、デベロッパー向け貸出の規制などの対策を検討中である。しかし、現在建設中の物件が今後相次いで竣工し市場に放出されること、デベロッパーの開発スピードが早期に鈍化するとは限らないことなどを勘案すれば、供給過剰を背景に価格下落圧力が強まるおそれもある。

JLL の陳立民董事は、主に 1.2～1.5 万元 / m²のカテゴリーのハイエンド市場で 2003 年後半以降、供給過剰感が強まり価格が下落基調に転じる可能性があるとして予測している。その後は、転売による利益が期待できなくなることから、投資需要の減退を招き、価格下落圧力がしばらく続く公算がある一方で、上海経済の将来に対する期待感、政府によるハイエンド市場に対する過熱抑制策の効果などから、下落幅は 1～2 割にとどまり、それ以上の下落リスクは小さいとみている。

b. ボリュームゾーン市場

第 2 に、ハイエンドに次ぐ高～中価格物件の市場である。販売シェアが急速に伸びている市場であることから、ここではボリュームゾーン市場と呼ぶことにする。現状は、ハイ

エンド市場のような供給過剰感はみられず、むしろ旺盛な需要を背景に価格が急ピッチで上昇している。

上海の分譲住宅は、第1期～第4期といったように時期を幾つかに分けて分譲されるケースが多い。ボリュームゾーン市場では、現状大半の新規物件が完売となり、かつ第1期、第2期、第3期と後になるほど価格が高騰する傾向が見られる。

現地のある分譲住宅プロジェクト(全1,600戸)の例を挙げると、2001年夏の第1期(150件)販売では、平米単価3,500円で完売となり、翌2002年夏の第2期(150件)では当初4,150円で売り出し、根強い需要を受けて最終的には4,850元に上昇した。わずか1年余りの間に販売価格は38%上昇したことになる。他の分譲プロジェクトにおいても、同様の現象が見受けられる。ボリュームゾーン市場の価格高騰は、より低価格帯の物件にも波及し始めている点にも注意を要する。

c. 対収入比で見て高すぎる住宅価格

価格の急ピッチの上昇に加えて懸念すべき点は、新規分譲住宅の中心価格帯が一般市民の収入と比べて高すぎることである。最近の分譲住宅の平均的な価格は、単価5,000元/m²、広さ120m²をベースにすれば約60万元となる。中国では通常、壁、キッチン、トイレ、浴室などの内装費用は物件価格に含まれない。内装費用を物件価格の1割相当とすれば、内装費込みの住宅価格は66万元となる。上海市民の平均世帯収入である約4万元(上海統計年鑑ベース)をベースに、住宅価格の対世帯収入比を算出すると16.5倍となる。

住宅価格の高騰が問題となった不動産バブル期の日本と比べてみよう。東京・横浜・千葉エリアの分譲住宅の平均価格、家計調査の年間世帯収入を使って算出すると、不動産バブルが弾けた直後の92年時点で、住宅価格の対世帯収入比は7.9倍(住宅5,351万円、年収676万円)となり、バブル崩壊により住宅価格の調整が進展した2002年時点では6.6倍(住宅4,223万円、年収644万円)に低下した。上海と日本を比較する際に、上海の経済が発展途上にあり今後も大幅かつ長期間にわたる所得水準の向上が見込まれる点は考慮する必要がある。しかし、それを差し引いたとしても、現在の上海の住宅価格を対世帯収入比でみると、バブル直後の日本と比べて相当割高なレベルにあることが窺われる。

次に、住宅、オフィスなどの不動産価格が高いことで定評のある香港とも比較してみよう。香港の不動産バブルのピークであった97年時点で、民間分譲住宅の平均価格は一世帯あたり年収の16.3倍に達していた(住宅425万香港ドル、年収26.1万香港ドル)。当時の香港では、香港域内の比較的所得の高い層(中～高所得層)や海外の投資家などが民間分譲住宅の主な購入者となっており、民間分譲住宅に手が届かない低所得者層は、香港政府が政策的に提供してきた低価格の公的分譲・賃貸住宅を利用していた。

ただし、香港の住宅価格は98年以降大幅に下落し、2002年時点ではピーク時の約4割の水準となった。その結果、2002年の民間分譲住宅の対一世帯あたり年収比率は6.5倍(住宅178万香港ドル、年収27.5万香港ドル)と、同時期の日本とほぼ同じレベルにまで改善した。すなわち、上海の住宅価格を平均世帯収入との比較で見れば、バブル期の香港と比

肩するレベルにあり、相当割高感が強いことが見て取れる。

上海の住宅価格は、ローンの返済額と収入との比較で見ても高すぎる感がある。住宅価格を最近の新規分譲住宅の平均価格帯である 50～60 万元とすれば、ローン借入額は 2 割の頭金を差し引いた 40～48 万元となり、最長借入期間である 30 年返済のローンを組んだ場合、月あたり返済額は 2,500 元前後となる。一方、上海の一世帯当たり平均月收入は 3,500～4,000 元である（上海統計年鑑ベース）。中国の物価水準の安さを勘案したとしても、この収入レベルでは月 2,500 元のローン返済負担にはとても耐えられず、最低でも 6,000 元程度の月收入が必要と考えられる。また、上記の返済負担は住宅ローン金利が現行の約 5% のレベルを前提としており、将来投資過熱抑制策として利上げが実施された場合には、金利負担の上昇に伴い家計のキャッシュフローが悪化ないしは破綻するおそれもないとは言えない。

上海市統計局の調査によれば、上海市民の 83% が、購買能力に対して住宅が高すぎると考えている。市民の希望する価格帯は、「20～40 万元」が 56%、「20 万元未満」が 35% となっており、大半の市民が 40 万元未満の購入可能なレベルの物件を求めていることを示している。仮に、住宅価格が 30～40 万元のレベルであれば、月当たり返済は 1,500 元前後（30 年返済のローンの場合）にとどまり、一世帯当たり平均月收入の 3,500～4,000 元と比べても許容範囲と言えるだろう。

上海の住宅需要のすそ野は広く、莫大な潜在需要が埋もれているとみられるが、現状需要と供給の間には、急増する高価格物件の供給、根強い低価格物件への需要という大きなミスマッチが存在する。今後、莫大な潜在需要を顕在化させていくためには、住宅価格の安定に加え、より低価格の物件を市場に供給することが求められる。上海市政府は、高価格物件が急増し、一般市民の購買力にマッチした住宅が不足している問題点を踏まえ、2002 年秋以降、一般市民の購入可能な 3,000～3,500 元 / m² レベルの低価格物件の建設プロジェクトを本格化させており、今後の動向が注目される。

(4) 住宅市場の見通し

a. 現地の見方

現地の不動産関連企業や国有商業銀行は、上海住宅市場の先行きを比較的強気にみている。代表的な見方を幾つか紹介すると、「供給と需要のバランスは維持されており、価格上昇スピードも経済成長率と比べて適正範囲内」（中国建設銀行）、「所得の向上、住民の住宅購入意欲の強さ、市場に対する管理体制の整備などを勘案すれば、上海の住宅市場の先行きは明るい」（上海土地管理局）、「現在の上海は、日本の 80 年代後半ではなく、60～70 年代の状況。一時的な調整局面はあるかもしれないが、市民の根強いマイホーム需要がある限り、直ぐにリバウンドするだけの潜在力がある」（日系不動産関連企業）、「バブルの兆しはあるが、価格上昇ペース、供給過剰感ともに現状さほど深刻ではない。2010 年の万博まで、投資増と所得増を背景に勢いが持続する可能性が高い」（現地エコノミス

ト)、といった見方である。一方で、中国人民銀行は、過度な投資ブームと価格の急上昇が将来の不良債権問題に発展する可能性を懸念し、慎重な見方をしているほか、「中価格物件でも市民の購買能力を超えており、住宅市場は過度の投資と投機の兆候を示している」(米系投資銀行)といったバブルを懸念する見方も一部にある。

b. バブル発生のリスク

今後を展望すると、短期的には上海の住宅市場で大規模な調整が起きる可能性は低いとみられる。2010年の上海万博まで高成長が持続することへの期待感、経済成長に伴う所得水準の向上、市民の根強いマイホーム志向などを背景に、住宅需要の堅調な拡大が見込まれるためである。しかし、以下のようなリスク要因には留意する必要がある。

第1に、住宅への需要は、上海市民の実需のみならず、市外の富裕層や外国人の投資など投機的な需要によっても押し上げられていること、第2に、足元の順調な景気拡大と2010年の万博開催を控えて、先行きの期待感が強まっており、不動産価格の急上昇が市民に許容されやすい環境下にあること、第3に、需給のミスマッチがあり、供給が不足する低価格物件を中心に価格上昇圧力がさらに強まる懸念があること、第4に、中国全体において、マネーサプライや銀行貸出残高が急激に増加しており、不動産バブルが醸成されやすい環境にあること、第5に、ハイエンド市場を中心に供給過剰を抑制する政策が打ち出されているが、現時点ではどの程度の効果を発揮するのか不透明であること、第6に、2010年万博開催後の投資需要の反動減に加え、先行きに対する期待感の低下に伴い投資・消費マインドが萎縮する懸念があることなどである。

今後も住宅価格の上昇が持続し、一般庶民の所得水準との乖離が益々強まり、バブルの兆候が本格的なバブルへと発展した場合には要注意である。輸出の減少による景気後退、万博後の投資減退など何らかの要因でバブルが弾けると、それを契機に供給過剰感から価格が下落に転じ、価格上昇期待が減退することによって需要が鈍化し、供給過剰感をさらに強めるといった悪循環となり、住宅価格が急落する懸念もないとは言えないからである。

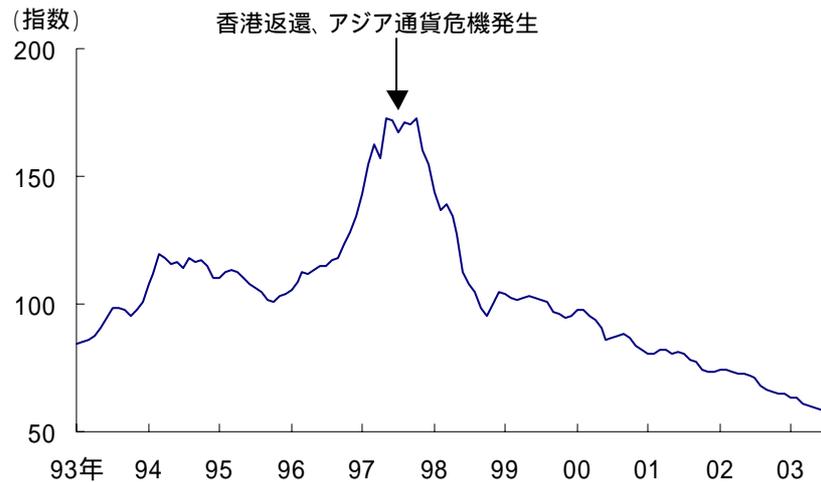
c. バブルが弾けた場合の影響

不動産バブルが弾けた場合の影響としては、住宅投資の鈍化に伴い景気への下押し圧力が強まる、関連産業であるセメントや鉄鋼産業、家具・内装品等の需要減を招く、資産価格の下落に伴い家計の消費マインドが冷え込むといったマクロ経済への影響に加え、金融機関のデベロッパー向け貸出の不良債権化によって金融システムがダメージを受ける懸念もある。「山高ければ谷深し」、住宅投資ブームが長期にわたって持続すれば、それだけその後の調整局面は長期かつ深刻化するおそれもある。

97年を境に住宅市場のバブルが弾けた香港のケースを考えてみよう。香港の住宅価格は80年代半ば以降趨勢的に上昇してきたが、95年後半～97年前半は返還ブームに伴う内外からの投資需要の増大を背景に価格が急騰し、2年間の上昇率は約7割に達した(図表17)。しかし、97年後半以降、返還ブームの終焉、アジア通貨危機の発生、さらには中国への返還と同時に誕生した董建華・行政長官が、低価格の公的分譲住宅の供給を大幅に増強する

方針を打ち出したことも加わり、住宅価格は大幅な調整を余儀なくされた。97年後半から約1年半の間に住宅価格は約4割下落し、その後も香港経済の低迷や投資需要の減退などを背景に、趨勢的な下落基調を辿っている。

図表 17：香港の住宅価格指数の推移



(注) 99年を100とする指数。

(出所) 香港特別行政区政府

図表 18：財務面で強固な香港の銀行セクター

	1997年	98	99	2000	01	02
自己資本比率	17.4	18.5	18.7	17.8	16.5	15.8
不良債権比率	2.1	7.7	10.1	7.3	6.5	5.1

(注) 地場銀行ベース。

(資料) 香港金融管理局「Annual Report 2002」

この間の住宅価格の大幅な下落は、香港経済に多大な影響を及ぼした。第1に、住宅やオフィスなどの不動産分野の需要が鈍化し、景気牽引力が低下した。第2に、逆資産効果やネガティブエクイティ（住宅の資産価値が住宅ローン残高を下回る状態）の増加を背景に、消費者のマインドが萎縮し消費低迷の一因となった。第3に、不動産バブルの崩壊と景気低迷があいまって、金融機関の不良債権が増加した。第1、第2の点は、97年から6年が経過した現在も尾を引いているが、第3の点に関しては不動産価格の急落にもかかわらず、影響は比較的軽微にとどまった。香港のデベロッパーは、97年以前の長期にわたる不動産好況期に高いマージンを確保してきたことから、総じて財務基盤が頑強であったことに加え、香港の金融セクターも、自己資本比率が概ね15%を上回っており、不良債権を

処理する体力が十分にあったことなどが主因とみられる（図表 18）。

上海の現状を香港と比べると、幾つかの相違点が見て取れる。まず、上海の住宅価格の上昇ペースは、97年以前の香港ほど急ピッチではない。加えて、上海の住宅市場における潜在需要の大きさを勘案すれば、将来一時的な調整局面を迎えたとしても、価格下落が需要を顕在化させる効果が見込まれることから、早期にリバウンドする公算もある。一方で、デベロッパーおよび金融機関の両セクターの脆弱性は、香港と比べて気掛かりな点である。上海のデベロッパーは現状、好調な住宅販売と価格の上昇を背景に、最低でも10~15%程度のマージン（販売価格に対する利益率）を確保し、業績を伸ばしている（現地不動産デベロッパー）。しかし、新興の小規模デベロッパーが大半を占め、概して資本の蓄積が十分でないこと、銀行借入を利用して事業を急拡大させる傾向が強いこと、足元で政府からの土地入札価格が急騰しており、将来の住宅開発コストに響く公算が高いこと、などを勘案すれば、将来バブルが弾けた場合に、住宅販売の不振と価格の急落に伴い、多くのデベロッパーが経営不振に陥るリスクはないとは言えず、巨額の不良債権を抱える国有商業銀行の経営にも不良債権の新規発生を通じて多大な影響が及ぶおそれもある。

(5) 不動産関連貸出に関わる懸念材料

バブルの兆候が出始めた段階で、不動産関連貸出の不良債権問題を議論するのはやや時期尚早ではあるが、中国における金融セクターの不良債権問題は、経済政策上の最重要課題の1つであることを考慮し、銀行の不動産関連貸出に関わる懸念材料についても言及する。

a. 不動産関連貸出と不良債権化の状況

中国人民銀行によれば、国内商業銀行の不動産関連貸出残高は、98年の3,106億元から2002年には1兆8,475億元に増加した（図表 19）。総貸出残高に占める割合も3.6%から11.3%に上昇した。このうち2002年末時点のデベロッパー向け貸出は6,616億元で、98年末と比べて2.5倍増、個人向け住宅ローンは8,253億元で19.4倍増となっており、共に劇的な伸びを示している。

上海に目を向けると、上海の商業銀行の住宅ローン残高は2002年末時点で1,086億元（上海統計年鑑ベース）、一方デベロッパー向け貸出残高は公表されていないが、現地の国有商業銀行等によれば、1,000億元を上回る規模に達している。したがって、両者を合わせた不動産関連貸出残高は少なくとも2,100億元、総貸出残高に占める割合は23%に上ることになる。中国全体に比べると不動産関連貸出比率は約2倍、特にデベロッパー向け貸出の比率が高い。

一方で、上海における不動産関連貸出残高の不良債権比率は、住宅ローンで1%程度、デベロッパー向け貸出で1割程度にとどまっている（2002年末）。デベロッパー向け貸出に関しては、93~95年当時の不動産バブル時の不良債権が依然としてかなり残っているものの、2000年以降の新規貸出分に関連する不良債権は非常に少ないという。ある国有商業

銀行上海支店は、上海市内のデベロッパー約 3,000 社の大半と取引関係があり、そのうち貸出先は約 1,000 社に上る。融資先の信用力に応じて格付けをしており、信用力の高い大手デベロッパーとの提携を強化する方針である。銀行の融資戦略上は、デベロッパー向け貸出よりも住宅ローンに重点が置かれているが、マンション建設資金を融資する銀行が住宅ローンも合わせて取り扱うのが慣例となっていることから、住宅ローンの増強を図るにはデベロッパーとの取引拡大が欠かせないという。通常の場合は、まずデベロッパーに建設資金を融資し、住宅の販売と同時に住宅ローンに振り替わっていく。したがって、住宅販売が好調に推移している状況下では、デベロッパー向け融資が不良債権化するリスクは小さいといえる。一方、住宅販売が不振に陥ると、デベロッパー向け貸出の一部が未返済のまま残ることになる。

図表 19：中国の不動産貸出残高の推移

(億元)

	1998年		2002年		増加率
	金額	シェア	金額	シェア	
不動産関連貸出	3,106	3.6%	14,869	11.3%	4.8倍
デベロッパー向け	2,680	3.1%	6,616	5.0%	2.5倍
住宅ローン	426	0.5%	8,253	6.3%	19.4倍
総貸出残高	86,524	100.0%	131,294	100.0%	1.5倍

(出所) 中国人民銀行

b. 中長期的なリスク

住宅販売が好調な状況下では、不動産関連の不良債権が急増するリスクは小さいとみられるが、将来を展望すると不動産バブルが弾けて不良債権が問題となる懸念はないとはいえない。

第 1 に、銀行の不動産関連貸出の規律に関する問題である。2002 年 11 月に中国人民銀行が一部の商業銀行で実施した調査によれば、規定に違反した案件は、件数で全体の 9.8%、貸付金額では全体の 24.9%に達しており、その多くはデベロッパー向け融資であったという。主要な違反事例は、4 つの許可証（4 証：土地使用権証、建設用地許可証、建設計画許可証、建設着工許可証）が不備、デベロッパーの自己資本がプロジェクトの総コストの 30%に満たない、個人向け住宅ローンの融資条件（頭金の割合など）を緩めたケースなどが挙げられている。このような規定に反する貸出は、将来の不良債権化リスクを高める可能性があると言えよう。

第 2 に、デベロッパーの信用リスクである。中国人民銀行、国有商業銀行などによれば、中国のデベロッパーの現状は、信用力の高い大手企業の数に限られる一方、自己資本の少ない中小企業が多数乱立する状態となっており、総じて財務基盤は脆弱である。デベロッパーの開発資金の構成を見ると、「自己資金」の割合は 3 割弱で、「国内ローン」および

「その他資金」が約7割を占めている(図表20)。「その他資金」とは、住宅購入者から預かったデポジット、プレセールの販売代金などを示す。建設した住宅が完売している局面では、財務基盤の弱さはさほど問題とはならないが、販売状況が悪化し、売れ残りが大量に生じるような状況では、「その他資金」部分の減少に伴いデベロッパーの資金繰りは急速に悪化し、金融システムの不良債権問題に発展するリスクが生じてこよう。

個人向け住宅ローンに関しては、不良債権が増加するリスクは相対的に小さいとみられる。まず、自己居住用の住宅ローンの場合には、住宅居住者(債務者)の毎月の収入を原資に返済されることから、収入の大幅減や失業等の所得環境の急変が生じない限り、不良債権にはなりにくい。

一方、投資目的の物件の場合は事情が異なる。多くのケースは、住宅価格の上昇を見越して、親戚などから資金を集め、住宅ローンを組んで購入し、転売までの間物件をリースしながらローンを返済する。この場合の返済原資は毎月のサラリーではなく、投資物件をリースすることによる賃貸料収入である。したがって、住宅市場の供給過剰感が強まり、物件の借り手が見つからなければ、賃貸料収入が途絶えローン返済に支障を来す。しかも、市場が停滞する局面では、容易には物件の転売ができないことから、住宅ローンが不良債権化する可能性が高まる。

現時点では、不動産市場が右肩上がりの拡大を続けており、デベロッパー向け貸出、住宅ローンともに不良債権問題はさほど顕在化していないが、今後の景気動向や不動産市場の需給バランスによっては深刻な問題へと発展するリスクもないとは言い切れない。将来、住宅市場を取り巻く環境の急変に伴い、デベロッパー向け貸出の4割、住宅ローンの1割が延滞したと仮定すれば、不良債権は中国全体で新規に約3,500億元増加することになり、不良債権比率を約3%ポイント押し上げるインパクトがある(2002年の残高ベース)。現時点の国有商業銀行の不良債権比率は公式発表で2割を超え、不良債権の削減が重要な課題となっているなかで、不動産関連貸出の不良債権化リスクは、将来に向けた懸念材料と見えよう。

図表 20 : 中国のデベロッパーの開発資金源

	合計	自己資金		国内ローン		外資利用		その他資金	
	億元	億元	比率	億元	比率	億元	比率	億元	比率
1997年	3,817	973	25.5%	911	23.9%	461	12.1%	1,472	38.6%
98	4,415	1,167	26.4%	1,053	23.9%	362	8.2%	1,833	41.5%
99	4,796	1,345	28.0%	1,112	23.2%	257	5.4%	2,082	43.4%
2000	5,998	1,614	26.9%	1,385	23.1%	169	2.8%	2,830	47.2%
01	7,696	2,184	28.4%	1,692	22.0%	136	1.8%	3,684	47.9%
02	9,750	2,738	28.1%	2,220	22.8%	157	1.6%	4,635	47.5%

(注) その他は、デポジット、プレセール販売代金などを含む
 (資料) 中国国家统计局「中国統計年鑑 2003」

(6) 今後の課題と政府の不動産バブル抑制策

不動産バブルの深刻化を防ぐためにはバブルの芽を早期に摘み取ることが肝要である。具体的な課題としては、第 1 に、高級物件の供給を抑える一方で、潜在的な需要の強い中～低価格物件の供給を増強し、需給のミスマッチを解消すること、第 2 に、投機的な需要を抑制することによって価格の上昇圧力を緩和させること、第 3 に、不動産関連貸出の過度な増加を抑え、金融システムに及ぶリスクを低減させることなどが挙げられよう。

中国政府内では昨年後半以降、不動産バブル発生リスクを巡り論議が高まってきた。こうしたなかで、中国人民銀行は 2003 年 6 月 13 日、デベロッパー向け融資に対する抑制と住宅ローンに関する管理強化を主な内容とする「住宅融資業務の管理強化に関する通知」（121 号文件）を発表した。

デベロッパー向け融資に関しては、デベロッパーの銀行借入額をプロジェクト総事業費の 7 割未満とする（3 割以上を自己資金で充当）、負債比率や未販売物件比率（完成在庫比率）の高いデベロッパー、富裕層向け高級住宅や別荘を開発するデベロッパーへの融資を抑制する、デベロッパーによる 4 証の取得を、銀行から融資を受けるための条件とする、などである。

一方、住宅ローンに関する管理強化は、分譲住宅の主体構造が完成済みの物件のみ住宅ローンの対象とする（プレセールに伴うトラブルの防止）、高級住宅・別荘等の購入や 2 件目以降の住宅購入（投資用物件）を用途とする住宅ローンについて、頭金の比率を通常の 2 割よりも高く設定し、貸出金利も通常比高目の利率を適用する、などである。主な狙いは、銀行の不動産関連貸出に関する規律を強化する、住宅関連貸出の過度な拡大を抑え、金融システムの不良債権増加リスクを軽減する、高級住宅、別荘の開発スピード・需要を緩和し、不動産バブルの発生を抑える、中・低所得者向け住宅開発を後押しする、などである。

しかし、住宅関連分野は内需拡大の重要な柱であることから、経済成長にブレーキを掛けかねないようなドラスティックな規制策はとりにくいのが実状である。実際に中国人民銀行による今回の市場過熱抑制策（121 号文件）は、現状「窓口指導」のレベルにとどまっており、細則は各地方の政府や金融機関に委ねられている。上海の住宅市場を見る限り、これまでのところ目立った効果は現れていない。過熱を抑制しつつ、住宅市場の安定的な拡大を維持するソフトランディングは、上海を始めとする中国の住宅政策における今後の最大のテーマとなり、政府はそれに向けて難しい舵取りを迫られることになる。

5. おわりに

本稿では上海の不動産市場に焦点を当てたが、不動産ブームは沿海主要都市部にとどまらず、全国化している点には注意を要する。上海に見られるような住宅価格の高騰、高級物件の供給過剰といった現象は、上海以外の主要都市、さらには地方都市にも広がりつつある。住宅、オフィスなどの不動産関連投資は、景気浮揚に効果があり、金融機関も成長

性が見込まれる数少ない分野として、デベロッパー向け貸出や住宅ローンの増強にしのぎを削っていることが背景にあるとみられる。住宅の売れ残りやオフィスの空室状況などは、上海よりも地方都市の方がより深刻であるという見方もある。地方都市の方が中央政府の目が行き届きにくい分、開発ペースにブレーキが掛からずバブルが深刻化するリスクが高いとも考えられる。上海など主要都市から地方へと広がった不動産バブルが、逆に地方から崩壊し始め、主要都市へと影響が及ぶリスクも否定はできない。

中国は近年、豊富な低コスト労働力を武器とする生産基地のみならず、高所得層の増加を背景に内販市場としての魅力も高めており、外資系企業の中国への関心は高まる一方であるが、高成長の歪みとも言える不動産バブルの行方にも今後注目していく必要があるようだ。

[参考文献]

緒方卓『中国の住宅産業』（日中経済協会「日中経協ジャーナル」、2001年7月）

田中修『不動産市場をめぐる議論』（上海エクスペローラー、2003年2月）

那珂邦和『上海の不動産開発』（Weekly Hong Kong、2003年7月）

上海市政府「上海房地產市場報告」、2003年1月

上海市房屋土地資源管理局・上海市統計局編「上海市房地產市場」、2002年

上海不動産交易中心「上海住宅發展的過去、現在和未来概述」、2003年1月

「2002年上海市房地產市場運行特性及2003年走勢」、2003年1月

「2002年7城市房地產發展情況比較」、2003年1月

「2003年上半年上海房地產市場運行情況分析」、2003年9月

中国建設銀行「関与当前房地產市場形成及住房金融業務發展的若干問題」（中国房地產金融、2003年3月）

CB Richard Ellis, People's Republic of China Market, 2Q 2003

DTZ, Asia Pacific Office Market Brief, 2Q 2003

DTZ, Property Times, Summer 2003

Jones Lang Lasalle, Greater China Property Index, July 2003

Qu Hongbin, "Tightening the credit tap", HSBC, September 2003

面談先

- ・ 日系不動産関連企業3社
- ・ 上海市房屋土地管理局
- ・ 中国銀行上海国際金融研究所
- ・ 中国建設銀行上海支店房地產信貸部
- ・ 中国人民銀行上海支店
- ・ CB Richard Ellis
- ・ DTZ Debenham Tie Leung
- ・ Jones Lang Lasalle