【不動産投資は調整局面入り？一部に引き締め行き過ぎ懸念も】

2004.6.2　**鈴木貴元　研究員**

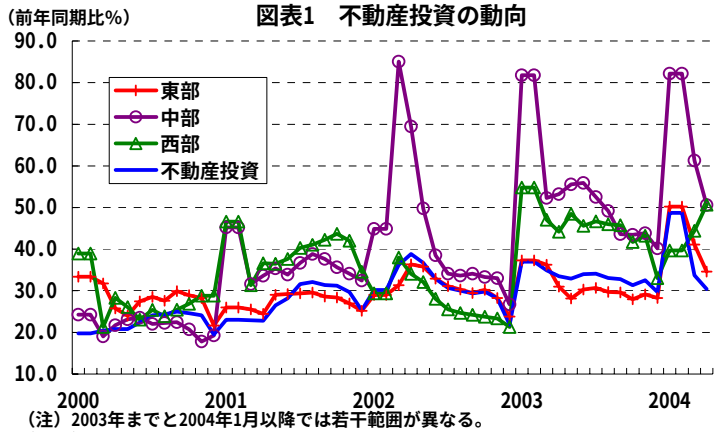
今週のトピックス　～　不動産投資関連指標に減速の兆し

地方都市を中心に過熱が続いていた不動産投資に、政府の投資抑制措置の効果もあり、減速の兆しが見えてきた。2002 年秋、朱鎔基前首相が広東省で不動産バブルの懸念を指摘し、2003 年半ば以降、政府が高級不動産開発・取得に関する融資の制限や許認可の厳格化を行ったため、一部の大都市で需給悪化による値崩れが見られていたが、この動きが徐々に広がっているようだ。

確かに、2004 年 1-4 月の不動産投資伸び率は前年同期比 34.6%増と、2003 年通年の伸び率（29.7%増（注））より依然として高かったものの、3 月に比べて 6.5%ポイント鈍化した。地域別に見ると、東部では既往ピークの今年 2 月の同 58.5%増から同 30.6%増に、また過熱感の強かった中部でも同じく 2 月の同 82.2%増から同 50.6%増に減速した。

（注）2003 年までと 2004 年以降では若干定義が変更されている。

図表1　不動産投資の動向



（注）2003年までと2004年1月以降では若干範囲が異なる。
（出所）CEIC

～　建築着工、資金調達状況が悪化

こうしたなかで景況感を示す全国不動産景気指数（国房景気指数）は 2 月以降、3 か月連続で低下。4 月の水準は 2003 年以降で最低水準となり、不動産景気の悪化が続いた。内訳を見ると、①4 月の土地開発面積指数と竣工面積指数はわずかながら前月に比べて上昇したが、②分譲建設物新規着工面積指数は、新規着工面積の伸び率の鈍化（1-2 月前年同期比 32.3%増→4 月同 18.9%増）により悪化傾向が続き、③不動産投資における資金繰りを示す資金来源指数も悪化（2 月 110.7→4 月 104.6）が続いた。

図表２　全国不動産景気指数（国房景気指数）　（95年＝100）

	2003/6	7	8	9	10	11	12	2004/1	2	3	4
国房景気指数	107.0	107.3	106.9	106.7	106.7	106.5	106.2	107.9	↘107.8	↘106.2	↘105.8
土地開発面積指数	116.0	115.3	115.8	114.9	115.1	114.5	110.3	117.8	118.3	114.2	114.4
分譲建設物新規着工面積指数	108.9	108.9	109.2	108.7	108.6	108.7	109.4	n.a.	n.a.	↘103.2	↘102.9
不動産開発投資指数	107.3	107.4	107.2	107.0	106.7	106.9	107.1	110.9	↘110.1	↘108.3	n.a.
竣工面積指数	111.5	110.9	109.2	110.0	109.9	108.7	106.3	n.a.	108.0	104.6	105.2
分譲建設物販売価格指数	97.7	97.8	97.7	97.3	98.1	97.6	97.5	95.5	95.9	98.3	99.3
本年資金来源指数	108.5	108.9	107.2	108.2	107.6	107.3	108.2	n.a.	110.7	↘107.5	↘104.6
分譲建設物空室率指数	96.5	95.1	94.1	95.8	95.3	95.2	93.6	n.a.	92.0	92.7	93.1

（注）網掛けは2003年6月以降で各指数が最も悪化した時期。
（出所）CEIC

②の新規着工指数については、西部で新規着工面積が同 6.0%増と急ブレーキがかかったことなどが響いたようである。これは、中央政府が不動産投資を本格的に抑制する前に駆け込み着工が起こり、足元その反動が現れたものと推察される。5 月 17 日の新華社電は、2003 年末、土地供給は政府機構（国土資源部土地取引センターなど）に限る、供給方式は無償割り当てから有料による入札、競売、譲渡にするという「第 4 号文書」の公布を前に、北京で駆け込み投資が見られたと伝えている。

また、③でみた資金繰りについては、2 月の金融工作会議（温家宝首相が融資の調整と金融改革の促進を強調)、3 月の全人代及び公定歩合・預金準備率の引き上げ、金融機関に対する指導の強化などにより、企業の銀行からの資金調達環境が急速に厳しくなっているようだ。

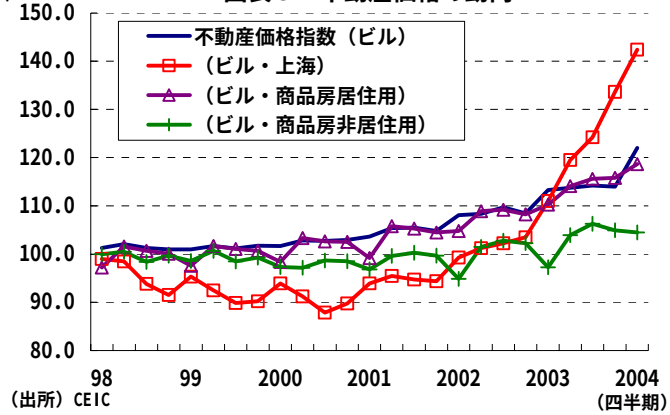
～　2004 年不動産投資は 20%増を予想

不動産価格は、全国的ベースでは依然として土地取引で年 8%前後、住宅で年 5%前後の上昇率が続いている。1-4 月は、上海、天津、江蘇など 6 省市の住宅価格が前年比 20%以上の上昇となったが、北京や河北、湖南など 8 省市では前年比マイナスとなった。今後については不動産投資に対する引き締め措置により供給が抑制されることから、不動産価格は総じて安定的に上昇するとの見方もある。しかし、銀行の貸出抑制や品質の低い物件の売れ残りが全国的な価格の下落につながるという見方が強まりつつあり、投資引き締め策の行き過ぎ懸念が早くも出てきている。

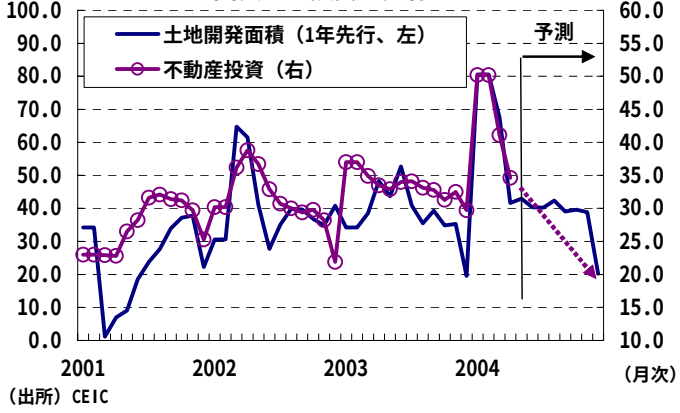
従って今後についても、①これまでの引き締め政策の効果に加え、②借入依存度の高い不動産業界に対する銀行のリスク警戒感の強まりや、③投資過熱が続く中、過熱の反動に対する地方政府の認識が広がることなどにより、伸びが鈍化していくとみられる。当面は 2003 年末の駆け込み着工分が下支え要因となるが、不動産投資の動向に 1 年先行する土地開発面積の動きから判断すると、2004 年通年で 20%増程度まで鈍化しよう。

2005 年も引き続き調整の年になると予想されるが、中期的には、①農村人口の都市への流入、②購買力の改善に伴う居住環境改善意欲の強まり、③不動産融資リスク管理の改善などにより、安定的な伸びへの回帰が予想される。今後数年の都市の人口増加率は年 4%程度、一人当たり面積の改善は年 3～5%、足元の建て替えラッシュが通常の建て替えサイクルにソフトランディングする場合の不動産ストックに対する建て替え率を年 4%とすると、10～15%程度の伸びに落ち着くと考えられる。

図表３　不動産価格の動向



図表４　投資の先行き



【不動産投資関連の主要指標】　（累計前年同期比%）

項目			2000	2001	2002	2003/1Q	2003/2Q	2003/3Q	2003	2004/1	2	3	4
不動産投資										50.2	50.2	41.1	34.6
	所有形態別	うち国有企業								60.5	60.5	58.6	38.2
	目的別	うち居住用建築物								46.4	46.4	35.9	32.2
		うち低所得者向け住宅								11.9	11.9	5.4	10.5
		うちオフィスビル								95.6	95.6	68.0	53.6
		うち商業ビル								64.9	64.9	61.0	48.6
		うちその他								44.5	44.5	42.7	29.7
	財源別	うち国家予算性資金								42.3	42.3	283.5	129.1
		うち国内借款								63.0	63.0	30.7	19.0
		うち債券発行								144.4	144.4	-86.1	433.3
		うち外国投資								143.2	143.2	105.3	-1.3
		うち自己調達								70.1	70.1	61.5	45.3
		うちその他調達								69.2	69.2	61.5	54.6
	うち東部		21.7	25.2	23.6	36.3	30.3	29.6	28.3	58.5	58.5	38.3	30.6
		うち北京	23.9	50.1	26.2	20.2	16.5	18.1	21.5	67.0	67.0	40.6	35.6
		うち天津	14.5	20.4	9.0	50.1	53.9	44.8	20.2	30.4	30.4	30.4	33.3
		うち上海	10.4	12.4	16.1	29.6	17.5	24.4	25.1	69.0	69.0	34.5	24.5
		うち江蘇	9.1	15.3	32.3	98.9	62.0	51.8	48.6	114.2	114.2	72.3	47.9
		うち浙江	36.5	50.4	35.1	37.5	41.4	41.6	34.2	51.4	51.4	47.0	48.2
		うち広東	22.9	13.5	18.5	13.5	7.5	10.0	8.3	33.8	33.8	14.0	13.0
	うち中部		19.3	32.5	26.7	52.3	55.9	43.6	40.2	82.2	82.2	61.3	50.6
	うち西部		28.8	34.6	21.3	47.1	45.6	45.8	33.0	39.7	39.7	44.4	50.6
	うち居住用東部		24.9	26.7	25.5	38.3	25.8	25.2	25.4	54.0	54.0	31.7	27.3
		うち北京	21.9	61.0	26.4	35.1	5.7	4.7	7.9	48.9	48.9	16.1	18.0
		うち天津	20.9	5.6	0.2	55.2	39.2	26.6	26.9	9.8	9.8	-18.5	6.1
		うち上海	21.2	18.4	17.6	25.9	15.1	20.2	21.7	67.5	67.5	33.5	24.1
		うち江蘇	6.6	20.5	26.3	97.3	56.4	46.3	50.2	102.0	102.0	66.6	43.3
		うち浙江	36.0	43.3	47.9	32.7	33.6	36.3	30.0	53.2	53.2	55.5	56.7
		うち広東	26.9	12.3	24.3	17.5	6.5	9.7	6.5	22.1	22.1	-1.3	1.3
	うち居住用中部		23.0	35.6	14.0	49.8	47.7	41.7	45.2	91.5	91.5	66.2	57.2
	うち居住用西部		35.1	34.7	19.8	41.6	34.6	37.3	31.6	31.0	31.0	40.4	51.4
土地購入面積（全国）			40.0	41.9	40.3	39.6	54.8	45.1	21.7	45.0	45.0	33.2	23.4
土地開発面積（全国）			22.2	40.9	19.6	67.5	40.3	39.1	20.2	59.9	59.9	29.7	32.7
分譲建設物着工面積			30.6	27.2	17.6	35.9	31.3	30.7	28.5	32.3	32.3	22.5	18.9
分譲建設物・建設中面積			15.3	21.5	20.1	29.0	28.2	26.9	26.0	44.7	44.7	33.2	30.9
分譲建設物（居住用）建設中面積			17.7	23.7	20.6	29.7	28.4	26.8	26.3	44.3	44.3	32.5	
	うち東部		14.5	22.5	20.5	26.8	26.0	26.2	25.7	38.8	38.8	25.1	
		うち北京	21.4	46.4	24.1	14.6	16.2	25.3	17.7	125.6	125.6	19.5	21.3
		うち天津	18.0	9.0	6.5	-1.0	12.7	7.0	11.1	59.5	59.5	7.8	
		うち上海	9.0	13.3	25.7	16.1	26.5	23.2	18.5	32.9	32.9	28.1	
		うち江蘇	-0.7	13.7	33.7	49.7	43.9	44.4	44.9	109.1	109.1	72.6	
		うち浙江	21.9	41.4	32.3	32.8	31.3	30.1	29.5	38.6	38.6	33.0	
		うち広東	14.3	13.2	11.3	16.3	10.0	10.4	11.0	8.0	8.0	5.0	
	うち中部		20.9	24.1	17.6	39.1	32.0	20.1	28.0	71.9	71.9	48.7	
	うち西部		28.0	28.1	24.1	35.3	34.3	35.8	26.6	48.8	48.8	50.2	
分譲建設物（居住用）竣工面積			17.0	19.0	18.0	44.3	38.6	32.8	21.0	30.7	30.7	21.2	20.5
	うち東部		11.1	14.6	20.0	52.8	38.1	32.4	20.3	17.2	17.2	6.4	
		うち北京	11.6	37.5	38.2	87.4	48.3	44.7	8.0	439.1	439.1	17.5	34.3
		うち天津	21.4	17.0	9.9	3.2	1.9	5.2	11.5	21.0	21.0	-1.8	
		うち上海	15.8	14.5	13.7	-0.5	31.5	36.3	25.3	6.4	6.4	20.9	
		うち江蘇	-4.3	1.9	29.4	-5.3	18.7	24.2	13.8	172.6	172.6	68.0	
		うち浙江	10.1	29.3	25.8	55.0	42.7	38.8	19.8	-21.2	-21.2	-8.6	
		うち広東	16.1	8.1	11.9	115.0	61.7	33.1	28.1	-2.9	-2.9	-12.3	
	うち中部		28.8	24.2	9.3	42.0	54.9	37.0	21.1	88.9	88.9	46.1	
	うち西部		27.6	28.2	22.1	16.1	27.4	30.4	23.3	47.3	47.3	69.0	
分譲建設物・販売面積			26.9	22.3	20.2	45.2	38.1	36.5	29.1	42.4	42.4	36.7	33.9
分譲建設物（居住用）販売面積			27.4	22.2	19.6	45.3	37.0	35.8	28.9	44.0	44.0	37.4	
	うち東部		25.0	20.5	17.3	47.3	32.5	30.8	25.5	38.3	38.3	28.6	
		うち北京	86.3	25.5	42.3	123.9	80.7	62.8	10.4	78.9	78.9	3.5	12.0
		うち天津	52.5	37.9	3.3	23.5	13.7	16.8	33.9	29.9	29.9	33.4	
		うち上海	17.5	24.2	11.6	2.9	12.9	13.3	21.0	18.1	18.1	37.7	
		うち江蘇	9.5	12.4	27.3	19.0	11.1	26.5	17.3	170.6	170.6	80.4	
		うち浙江	13.0	30.4	20.3	73.0	43.1	45.3	23.0	7.6	7.6	12.0	
		うち広東	31.4	10.4	2.8	36.6	31.6	22.4	26.6	7.9	7.9	20.7	
	うち中部		36.9	21.4	20.6	42.4	54.3	52.7	33.6	75.7	75.7	43.5	
	うち西部		26.6	30.0	26.8	40.7	39.1	40.0	35.2	43.7	43.7	64.2	

（注）数値は累計前年同期比のため、第4四半期の数値はその年の年間の数値と同じ。
（出所）CEIC