

論 説

何が中国の住宅ブームを支えているのか

三 輪 春 樹

はじめに

第1節 不動産ブームの再来

第2節 マネーサプライの膨張

第3節 行政による住宅価格抑制策

第4節 根強い住宅需要

第5節 ブームを作る地方政府

むすびにかえて

はじめに

中国の住宅ブームは2002年頃から始まった。2007年の景気後退と2008年のリーマンショックにより住宅価格は一時下落したが、その後の景気刺激策でV字回復を遂げた。回復後の一部都市における「バブル化」は今回の政策運営によるところが大きい。ただ、ベースマネーが不断增加する中国では、銀行貸し出しの増加を可能にする条件は常に整っており、マネーサプライの増加につながっている。今回は不動産関連銀行貸し出しの増加が不動産価格の高騰、とりわけ住宅ブームを作り出してきた。銀行融資を受けて膨らんだ需要と供給の側から、ブーム形成の背景を見ていきたい。

背景には、住民の間に資産として、また生活基盤として住宅を求める根強い需要があること、供給側に立つ地方政府が不動産開発業者と一体になって住宅ブームを作り出していることがある。

第1節 不動産ブームの再来

1 不動産ブームの再来

リーマンショック（2008年）とその後の金融危機による世界的な景気後退で、中国も外需の落ち込みから不況に見舞われた。しかも悪いことに、リーマンショック前にはほぼ1年にわたって引締め政策を採ってきたために生じていた国内投資の落ち込みに、それが重なったのである。この時中国経済はかなりの景気悪化が懸念される状況にあった。

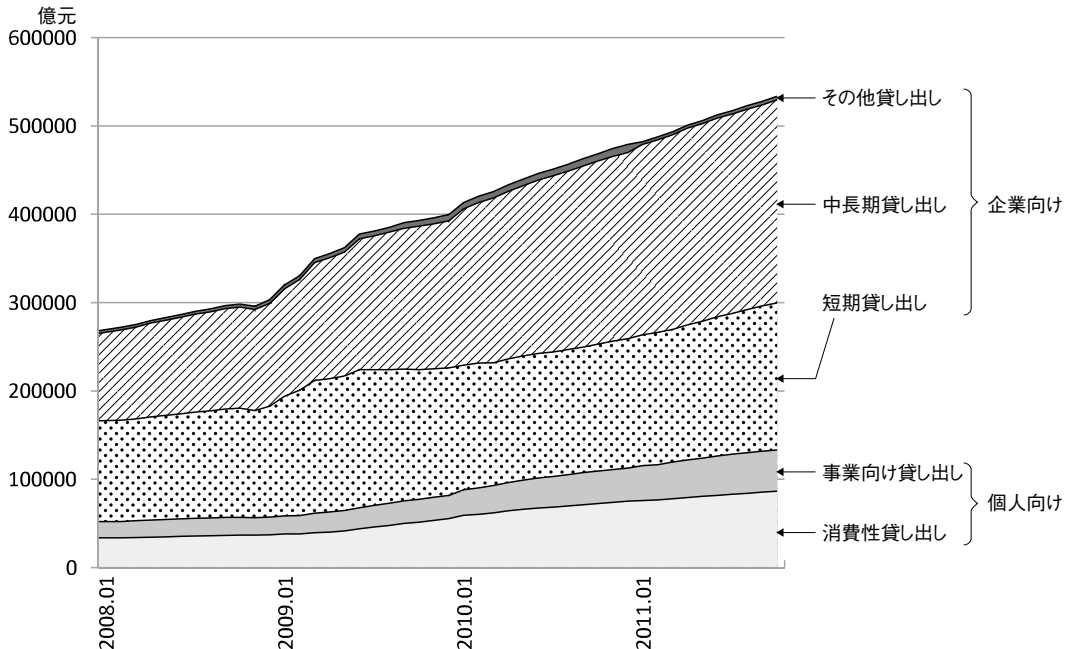
そのため、金融危機後に中国政府が採った対応策は素早いものであった。中国政府は、内需拡大を通じた景気の下支えを図るべく、4兆元（約56兆円）の大型景気刺激策を発表、直ちに実施に移

すとともに、「家電下郷」・「汽車下郷」政策などの消費促進策を通じた内需振興への取り組みを実施した。加えて、中長期的な発展に向けて産業基盤の確立を図るために、主要10大産業の調整振興計画を策定した。4兆元の財政政策では、支出の大半が、鉄道、道路、空港、水利などインフラ整備（1兆5千億元）や、四川大地震の復興（1兆元）に向けられた。資金は中央政府の予算によるものは3割にすぎず、その他7割は地方政府の予算、民間投資、銀行貸し出しにより調達するとされた。地方政府は07年からインフラ建設投資・土地開発投資の抑制を余儀なくされてきたが、今回の措置は中央政府がその頸木を放つものとなった。そのためインフラ建設投資・不動産開発投資が急増し、銀行貸し出しも同様に膨らんでいった。

金融政策では2008年11月に中国人民銀行が金融緩和策に転じ、預金準備率（法定、超過分）、基準金利（1年、6ヶ月、3ヶ月、20日、手形再割引）の全てを1ポイント弱引き下げた。銀行貸出の増加とその内訳（図表1）を見ると明らかなように、09年の上半期に銀行貸し出しが急増する。この銀行貸し出しの大幅な増加を受けてマネーサプライも09年以降急上昇していった。さらに、2009年5月27日にはミクロ面で一段と金融を緩和する措置が採られ、業種別にプロジェクトに最低求められる資本金の比率を多くの産業において5～10%ポイント引き下げ、銀行借り入れなどの債務の比率を引き上げること認めた。こうした一連の大規模な金融緩和策は即効果を表し、銀行から市中への貸し出し額が猛烈な勢いで伸びていった。

こうした財政面・金融面からの対策が功を奏して、中国の景気は急回復した。中国は2003年から07年にかけて5年連続の二桁成長を実現してきたが、四半期毎のGDP伸び率（前年比、累積）は、

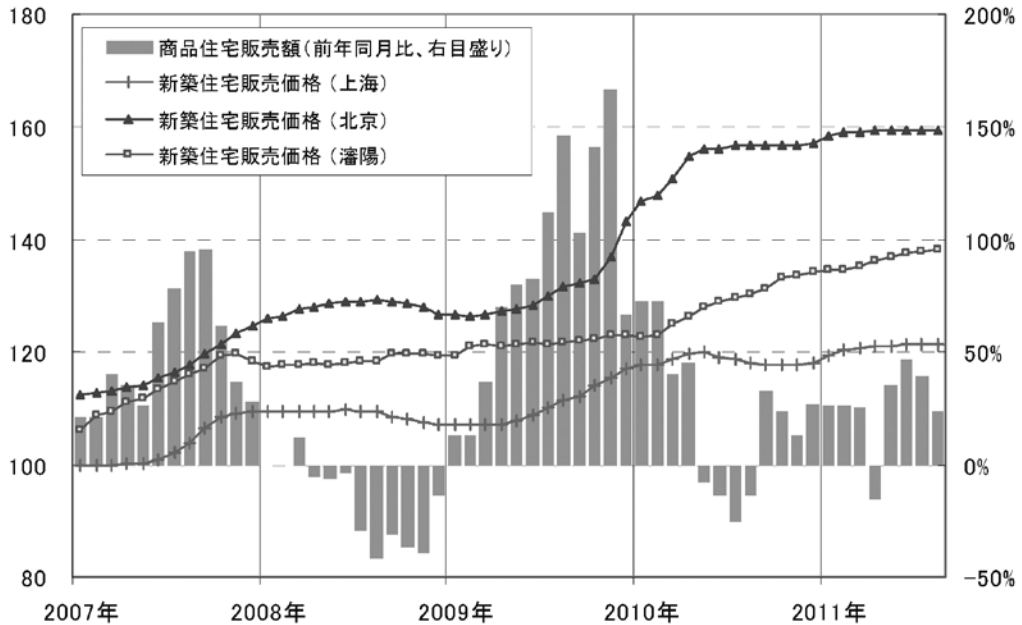
図表1 銀行貸し出しとその内訳



（出所）中国人民銀行より作成。

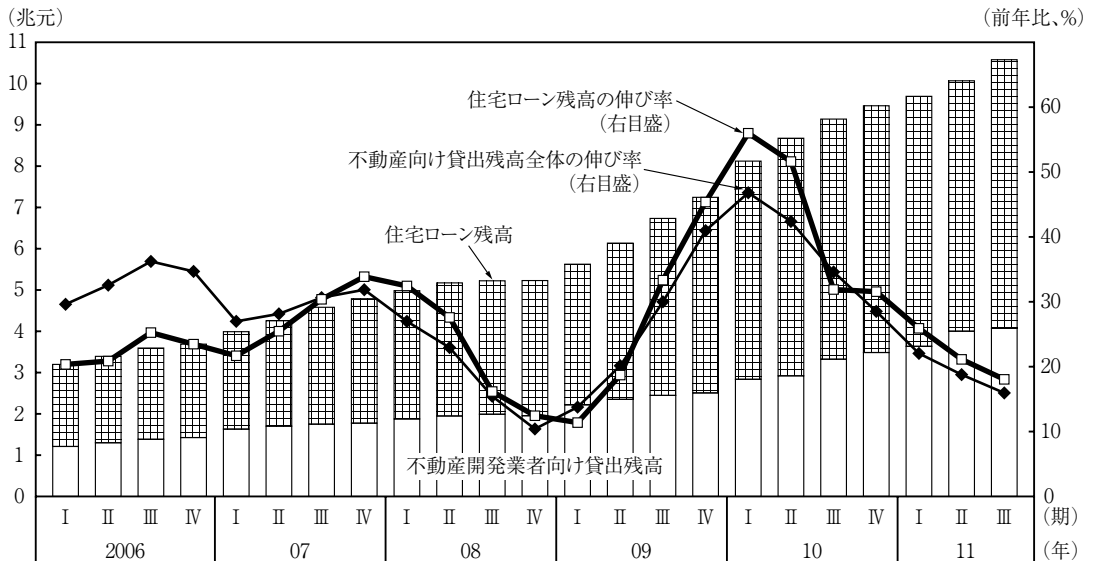
2007年第Ⅱ四半期に14.8%とピークを打った後、次第に低下してリーマンショック後の2009年第Ⅰ四半期には6.6%と落ち込んだ。しかし、景気刺激策の効果があってすぐにV字回復を遂げ（第Ⅱ四半期以降は8.2%, 9.7%, 11.4%）、2010年第Ⅰ四半期には11.9%とピークに達した。

図表2 新築住宅販売価格の推移



(出所) ニッセイ基礎研究所「Weekly エコノミスト・レター」2011.9.30.

図表3 不動産向け貸し出し残高



(備考) 内閣府「今週の指標」No.969および中国人民銀行より作成。

住宅ブームの再来もこの中で起きた。2002年から続いた不動産ブームも引き締め政策とリーマンショックの影響で2008年にはいったんは収まる動きを見せていた。増加を続けていた商品住宅販売額は前年同月比で減少し、また主要都市の新築住宅販売価格の上昇も止まり、2008年末には下落に転じた。しかし、10月に実施された、個人住宅取引の印紙税免除、一軒目取得契約税引き下げ、購入二年後取引税免除、住宅ローン金利下限引き下げ、借入可能額の引き上げなどの刺激策を受けて、2009年に入るといずれもすぐに上昇に転じ、再びブームを迎えた（図表2）。それを支えたのは銀行の不動産向け貸し出し残高の急増である（図表3）。新築住宅販売額はその後はなおも急上昇を続け、11月には前年同月比50%を超える上昇率となった。都市別の新築住宅販売価格はとくに、北京、上海、広東省（広州、深圳）などで大きく上昇した。10年5月頃からは、後述するように政府の住宅価格抑制政策や金融引き締め政策の効果があって販売額の上昇率は抑えられたものの価格は多くの都市で依然上昇を続けた。住宅は一般の人々にとっては容易には手に入らないものになり、市場はバブルと化したといわれた。

2 住宅「バブル」なのか？

不動産価格の急上昇、とりわけ住宅価格の高騰は、しばしば「バブル」とされる。しかし、バブルかどうかの判断は難しい。

バブルとは実体のない資産価格の上昇をいうのであって、価格が高騰したからといってそれがそのままバブルと見なされるわけではない。「バブル」という場合、経済学では一般に資産価格がファンダメンタルズ（経済の基礎的諸要因）から大幅に乖離して上昇することを指している。株や土地などの資産価格はそこから得られる期待収益（配当、地代等）を現在価値に割り引いた価格に落ち着くと考えられ、期待収益と、安全資産の利回りやリスクプレミアムなどを考慮した割引率とで説明できないような価格上昇が見られた場合をバブルと呼んでいる^{*1}。したがって、これらファンダメンタルズで説明できる上昇はバブルではない。

しかし、これらの値を実測することは難しく、統計データも得られない。そこで、ここでは利回り（＝収益／資産価格）をとって、それが裁定対象となる安全資産の利子率とどのくらい乖離しているのかを見てみることにする^{*2}。リスクの高い不動産への投資から得られる賃料収入の利回りが安全資産のそれを下回るまで、不動産価格の上昇が起きているのかどうか「バブル」の有無の判断基準になる。

金森は“中国发展观察”における試算を参考に、北京中心部のアパートの一ヶ月の賃貸料は、1平方メートル当りおおむね40～60円と見れば、「平均で見ると、3百万円で購入した広さ百平方メートルの物件を、年約6万元（月平均5千元×12ヶ月）で貸せる」ことから、収益利回りを2%（年賃貸収入（6万元）／売買価格（3百万円））と計算している^{*3}。このケースは明らかに異常な高値といえよう。

また、稲垣はCBリチャードエリス社のデータを用いて、中国15都市における高級住宅利回りを安全資産利回り（10年物国債金利）と比較し、バブルかどうかを検証している。それによれば高級

住宅の利回りは、09年第1四半期の時点では、平均で辛うじて安全資産利回りを上回っていたものの（+1.12ポイント）、第2四半期+0.60ポイント、第3四半期+0.03ポイントと低下、10年に入ると第1四半期には-0.03ポイントとマイナス値になった。直近の第2四半期は平均利回りが3.42%、長期金利が3.40%でその差は0.02ポイントである。「控除前の表面利回りであることを考慮すれば、賃貸収入だけではあまり儲からない」投資と言わざるをえない。10年に入ると第1四半期には、15都市中10都市が、第2四半期には9都市がマイナスになっており、「投資家が不動産価格の上昇を強く期待していることをうかがわせる。こうした水準まで不動産価格が上昇した場合は、一般にバブルと呼んで差し支えなからう」*4としている。一方で、高級オフィス、工業ビル、小売りビルなどではバブルと呼ぶほどのものではなく、また一般住宅についても「高級住宅ほどのバブルが生じていることはないであろう」*5としている。

筆者が2011年9月に大連等の一級都市で行った一般住宅に関するヒアリングにおいても、利回りは4%前後と、1年もの定期預金金利の3.5%をわずかに上回るだけであり、かなりの高値になっており、一般住宅においてもバブルの懸念がうかがえるといえよう。

また、上海では図表2で見ると、他都市と比べ新築住宅販売価格の上昇率が低く、下がっている時期もある。これは早くから上昇し、高値を極めていた外国人向けなどの高級マンションの価格が抑制されたためで、現在は8~10%の利回りが得られるが、逆にローカル向け分譲住宅では4~5%と非常に低くなっているという*6。これによれば、現在の上海のバブルは高級マンションよりはローカル向け分譲住宅で起きているといえよう。

3 「住まう」ことの価値

しかし、同じ資産とはいえ、株などの金融資産と土地などの実物資産とは幾分性格が異なる。前者が純粋な収益資産であるのに対し、後者は住宅が人々の暮らしの生活基盤であるなど、それぞれの使用価値を持っている。そのため使用者の実感から不動産が高すぎるなどの声が出される。

不動産の価値を客観的に測定しようとする試みもあり、『住宅緑皮書』では2010年9月時点の中国35都市における一般的な商品住宅の実際の取引価格に基づく「住宅バブル指数」を発表している*7。住宅バブル指数は、実際の住宅価格におけるバブル成分の割合を示しており、住宅バブル指数 = $1 - (\text{適正価格} / \text{実際の取引価格})$ の式で算出される。住宅バブル指数は0~1の間の値をとり、数値が大きいほどバブルの度合いも大きいことになる。

バブルの度合いの数値化は、前提条件次第で結果が大きく異なるとも難しい作業であり、あえてそれに挑んだことは多としたい。鍵は適正価格をどう評価するかである。『緑皮書』では、適正価格は経済のファンダメンタルズと公共インフラの水準を勘案して算出されているという*8。しかし、それはきわめて困難な作業に違いなく、その妥当性を判断するのもまた難しい。適正価格は住宅に「住まう」ことの価値から考えた方が良いのではないか。つまり、住宅に住むのに（例えば毎月）いくら支払う用意があるか、（毎月）住まいとしての使用価値に対する対価、すなわち賃貸料を目安にすることができる。したがって、将来支払うべき賃貸料の現在割引価値の合計が住宅の

適正価格ということになる。この場合も、住宅の適正価格＝賃貸料／利子率となる。

住宅価格の対年間所得倍率の高さをもってバブルだとする指摘もある。この場合、住宅の高値は確かに問題だとしても、直ちにバブルといえるのか？仮に実際の住宅価格が賃貸料を利回りで割り引いて得られる適正価格を上回った場合、理論的に考えれば住宅購入と賃貸との間で裁定が働く。人々は住宅の購入よりは賃貸を選ぶようになり、住宅価格の下落と賃貸料の上昇が生じ、両者は適正な水準に落ち着くであろう。住宅の賃貸料（とそれに基づく適正な住宅価格と）が所得と比べ「割高」であると考えられるのならば、それは住宅供給量の不足が原因である。住宅供給量の不足はバブルを生みやすいのは確かだが、賃貸住宅に住まうよりは自宅を購入して住もうとする選好が働かなければバブルは生じない。現在の中国にはそれが存在し、後に見るように政府の住宅政策によって作り出されてもいる。

第2節 マネーサプライの膨張

中国のインフレや住宅ブームの背景としてマネーサプライの膨張が指摘されている。しかし、08年以前とその後ではマネーサプライの膨張が生じた背景が異なっている。以前から中国では経常収支・資本収支の黒字を反映してベースマネーが増加、それがマネーサプライ（M2）を増加させ、インフレや「バブル」の元になっていると指摘されてきた。しかし、08年末からのマネーサプライ（M2）の急増は、ベースマネーの増加によるというよりは銀行の積極的な貸し出し（信用創造）によるものであった。

1 経常収支・資本収支の黒字と不胎化介入

中国は、貿易を中心とする経常収支と資金の流れを表す資本収支がともに黒字になっており、これらは人民元の上昇圧力をもたらしている。通貨当局は人民元レートの上昇を抑えようとして、外為市場においてドル買い・人民元売りの大規模な為替介入を行ってきた。これは直接、（通貨当局の資産としての）外貨準備と（負債としての）同額（人民元換算）のベースマネーを増やすことになる。外貨準備の増加分によって示されるように、介入の規模は、2008年には4兆元（GDPの9.4%相当）を超えた。2009年には経常収支黒字の減少を反映して介入額もいったん減ったが、その後再び増加している。その結果中国の外貨準備は10年末には2.85兆米ドルと、名目GDP比で5割近い金額にまで膨れ上がった。これは世界一の規模で、第二位の日本（9136億ドル）との差はますます広がっている。

ベースマネーの増加は、信用創造を通じて、広義のマネーサプライ（M2）を増やす。マネーサプライの増加は消費者物価（CPI）と資産価格（不動産価格、株価）を押し上げ、インフレやバブル生成の元になりかねない。インフレやバブルを未然に防ぐために当局は、マネーサプライ増加を抑えるべくベースマネーの回収に努める。いわゆる「不胎化」である。しかし、中国ではドル買い・人民元売りの大規模な為替介入に伴って放出された人民元が必ずしも不胎化されていない。それは金融緩和の意味を持ち、インフレやバブル生成への不断の圧力となってきた。

人民銀行がドル買い・人民元売り介入を行うと、市場に人民元が放出され、吸収されたドルが外貨準備として蓄積する。したがって、介入規模は外貨準備の増加額から知ることができる。人民銀行は放出された人民元を当初は国債を売却して回収してきたが、国債が不足すると自ら中銀手形（期間1年以下の中銀債）を発行して回収するようになった。介入規模は2004年の17,746億元から、05年18,618億元、06年27,769億元、07年29,397億元と増加し、08年には40,054億元にのぼった。09年には経常黒字の減少から24,681億元といったんは減少したものの、10年は32,683と再び増加に転じ、11年は7月現在で40,938億元に達している。このうち中銀手形の発行により回収されたのは2004年には8,047億元（介入額の45.3%）、05年9,217億元（49.5%）、06年9,445億元（34.0%）、07年4,729億元（16.1%）と推移し、08年には11,311億元（28.2%）に達するが、介入額に対し不胎化の割合は減少している。しかも09年からは中銀手形の新規発行の規模が満期による償却の規模を下回るようになり、ベースマネーが放出されるようになった。放出分を－で表せば、09年－3,716億ドル（－15.1%）、10年－1,567億ドル（－4.8%）、11年は7月現在で－21,257億ドル（－51.9%）である^{*9}。

なお、人民銀行は市中の人民元を回収する手段として中銀手形の発行のほか、市中銀行に適用する法定預金準備率を高め法定準備預金を増額するという方法をとっている。預金準備率（大手銀行）は2004年4月に7%から7.5%に引き上げられたのを皮切りに繰り返し引き上げられ、11年5月には21.5%にまで達した。それによる吸収額は、2004年には3,475億元、05年3,498億元、06年8,651億元、07年26,270億元、08年には13,472億元、09年19,731億ドル、10年39,622億ドル、11年は7月現在で56,151億ドルに上る。

中央銀行が政策手段を中銀手形の発行から預金準備率の引き上げに切り替えたのは、最近の国内金利水準の上昇や銀行新規融資の急増などで、人民銀行手形による不胎化政策には一定の限界があることや、人民銀行手形の発行に際して支払う利子がドル資金の米国短期債券などでの運用益を上回ることによって生じる不胎化コストを抑えることができること、などによるとされている^{*10}。

2 マネーサプライの増加

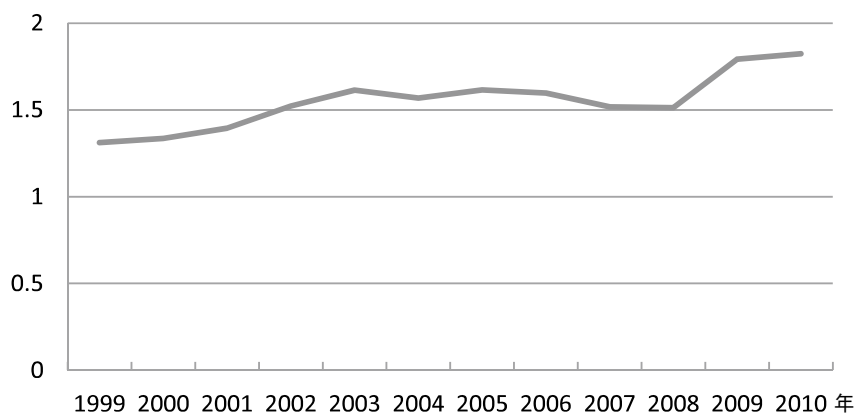
けれども法定準備預金による人民元の吸収は不胎化とはいえない。為替介入には金融市場に与える影響から見て二つの方法がある。一つは不胎化介入で、ベースマネー（したがってマネーサプライ）の変化を伴わない形で行われる為替介入をいい、もう一つが非不胎化介入、つまりベースマネーの変化を伴う介入をいう。当局が為替介入を行えばベースマネーが増減し、民間銀行の与信行動の変化を通じてマネーサプライの増減につながる。そこで公開市場操作を通じてベースマネーの増減を相殺し、マネーサプライに対する影響を中立化させることが不胎化といわれるものである。

外貨買い介入例にとってみると、不胎化介入の場合は、中央銀行が外貨買い介入を実施し、同時に（国内通貨で見て）同額の国債の売りオペを実施するものである。この場合、外貨買い介入により、民間銀行の銀行準備（日本の場合「日銀当座預金」と呼ばれる）が増加するが、同時に国債の売りオペによって、民間銀行の銀行準備は同額だけ減少し、結局銀行準備の変化はゼロとなる。銀行準備はベースマネーの重要な一部なので、不胎化介入の場合は、ベースマネーは不変に保たれる。

非不胎化介入は、中央銀行による国債の反対売買が行われないので、銀行準備が増減し、したがってベースマネーが増減する。ベースマネーの増減は、民間銀行の与信行動の変化を通じてマネーサプライの増減につながるの、非不胎化の外貨買い介入は、マネーサプライを増加させ、金融緩和の効果を持つことになる。

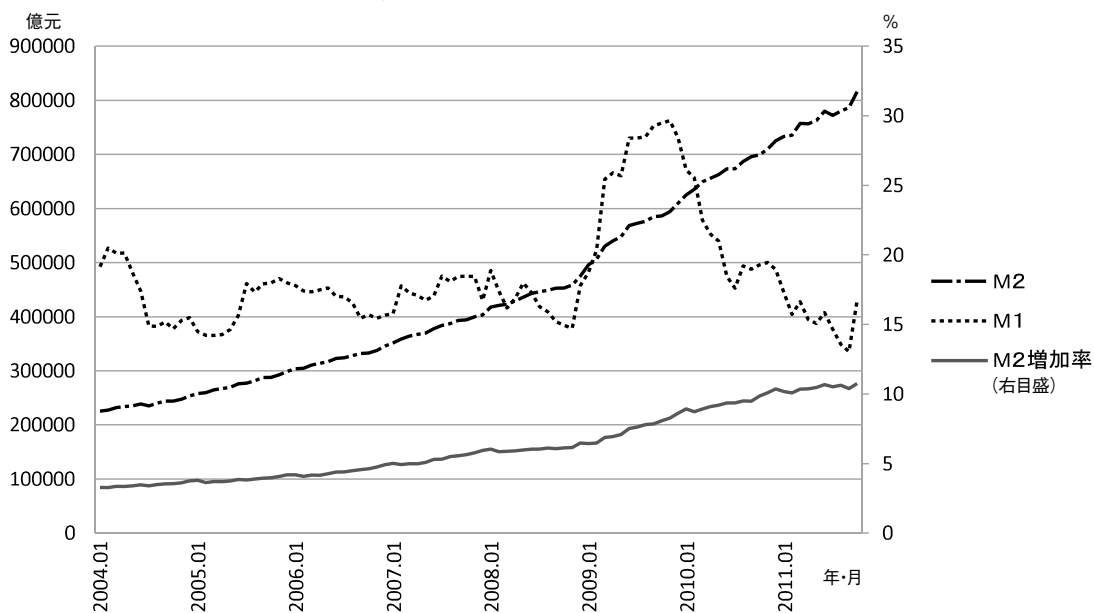
人民銀行が中銀手形を発行して市中から人民元を回収するケースでは不胎化の意味を持つが、準備預金として回収するケースではベースマネーの増加をもたらすので「非不胎化」と見なければならぬ。両者は同じ効果を持つ代替的な政策ではないのである。

図表4 M2／名目GDPの推移



(出所) 中国人民銀行，中国国家统计局より作成。

図表5 マネーサプライとその増加率



(出所) 中国人民銀行より作成。

人民銀行における準備預金が増加し、したがって準備預金と現金とを併せたベースマネーが増加したとはいえ、このベースマネーの増加がそのままマネーサプライを増加させ、インフレを惹起したり、バブルを生成させたりするわけではない。われわれが別稿^{*11}で強調したように、ベースマネーの増加が信用創造を通じてマネーサプライの増加につながるためには、借り入れ需要が不可欠で、それに銀行の貸し出しが応じるのでなければならない。「デフレ」状況にある日本とは逆に、中国ではインフレと住宅「バブル」が懸念されている。しかし、いずれの場合においてもマネーサプライが増えたとすれば、それは経済活動が盛んになり、資金需要が増加するからである。

マネーサプライ／名目GDP（いわゆるマーシャルのK）は2007、08年に落ち込んでいるが（図表4）、ベースマネーが減少した訳ではないので、引き締め政策とリーマンショックにより銀行貸し出しが減少したことで、信用乗数が低下したことによるものである。しかし、2008年のリーマンショック後の景気刺激策で銀行の貸し出しが伸び、マネーサプライ（M2）が急増した（図表5）。

3 金融の「引き締め」

インフレ、バブルの進行が加速したので、2010年になると人民銀行は金融引き締めに転じた。1月から法定預金準備率を順次引き上げ11年8月までの間に13回、計6.5%ポイント、四大商業銀行等向け、また10年10月、12月、11年2月4月と隔月で4回、計1%ポイントの金利引き上げを行った。金利引き上げはインフレ・バブル抑止には効果的だが、地域を選ばず全国一律で全産業に影響を及ぼすため積極的には採用されていない。景気動向に配慮した当局の慎重な姿勢が見て取れる（図表6）。

代わって多用された法定預金準備率の引き上げは銀行の貸し出し（信用創造）余力の削減を意図するものだが、超過準備が存在する中では超過準備が法定準備に組み替わるだけであり、必ずしも

図表6 金融政策の動向

実施日		預金準備率(大手行)		貸出基準金利	
		%	変化幅 p	%	変化幅 p
2010年	1月18日	15.5	+0.5	5.56	+0.25
	2月25日	16	+0.5		
	5月11日	16.5	+0.5		
	10月選別実施	17	+0.5		
	10月20日	17.5	+0.5		
	11月16日	18	+0.5	5.81	+0.25
	11月29日	18.5	+0.5		
	12月20日	19	+0.5		
	12月26日	19.5	+0.5	6.06	+0.25
	2月9日	20	+0.5		
2011年	2月24日	20.5	+0.5	6.31	+0.25
	3月25日	21	+0.5		
	4月6日	21.5	+0.5		
	4月21日	21	-0.5		
	5月18日	21	+0.5		
	6月20日	21.5	+0.5		
	12月5日	21	-0.5		

（出所）中国人民銀行ほかより作成。

金融引き締めにつながるものでもない。しかし、準備率が20%を超えるようになると超過準備金が減少、マネーサプライの伸び率を引き下げようになった。超過準備率は11年6月には0.8%にまで減少、銀行間市場の発達していない中国ではほぼ限界に近く、銀行の貸し出し余力を大幅に低下させるものとなった。そのため景気への悪影響が懸念され、インフレ率や住宅価格上昇率に落ち着きが見られるようになると直ちに引き下げられた（12月5日に0.5%ポイント引き下げ、21%にした。大手行向け）。

中国ではマネーサプライの伸びの調整にもっとも効果を発揮しているのは「宏観調控」（マクロ調整）といわれる銀行に対する強力な金融当局の行政指導である。預金準備率の引き上げなどは人民銀行の政策方向を示すのみで、実際の調整は「窓口指導」を通して実現されているといってよい。景気刺激策で投資が急増し、09年上半期には早くも過熱気配が見え始めると、7月には銀行監督委員会が銀行に対し地方政府インフラ建設向け貸付のリスクを警告する「窓口指導」を実施、また固定資産貸出管理暫定規則を公布するなどの予防策講じることで銀行貸し出しの増加を抑制した。また、貸し出しに関する直接的な指導の他、銀行経営の安定性に関する預貸比率（75%の上限）の規制や自己資本比率の規制（大手銀行：11.5%以上、12年1月施行）なども貸出抑制要因になっている。

第3節 行政による住宅価格抑制策

2009年に起きた住宅価格の高騰は、2010年になると前年比で上昇率が15%を超えるようになり、人々の不満はますます募っていった。そのため中央政府は、2009年末から住宅価格高騰の抑制策を打ち出していき、中央政府に急き立てられた地方政府も対策に重い腰を上げた。

1 中央政府の抑制策

不動産価格の上昇、中でも住宅価格の上昇は人々の生活に直接影響を及ぼす。住宅を入手できない人々の不満の高まりは、党・政府批判につながりかねない。そのため政府は、2009年末から住宅価格高騰の抑制策を打ち出していく。12月には国務院常務会議が不動産投資・投機抑制を目的に、個人の住宅譲渡益にかかる営業税の減免開始期間を購入後2年後から5年以上に長期化する方針（「国四条」）を発表、翌月から実施した。2010年になると、政府は1月、4月、9月と3度にわたり厳しい抑制政策を実施する。政策実施直後は価格上昇がいくらか沈静化するものの、しばらくすると効果が薄れてくるため改めて抑制策を打ち出すというパターンを繰り返し、内容を次第に強化していった。そして2011年1月に国務院常務会議の決定に基づき公弁庁が規制内容を一段と強化した「新国八条」を発表した（図表7）。

これらの政策は、図表に整理したように①住宅ローン貸し出し条件の厳格化、②住宅購入制限、③不動産関連課税、④地価安定と住宅供給についての地方政府の責任の明確化などからなっているが、中でも住宅ローン貸し出し条件の厳格化に主眼が置かれてきた。「新国八条」では2軒目の住宅を購入する際の住宅ローンの頭金比率下限を価格の6割に引き上げ、金利を基準金利の1.1倍と

図表7 住宅ローン貸し出し条件の厳格化

2010年1月	国务院公弁庁「不動産市場の健康で平穩な發展を促進することについての通知」（「国十一条」） ・2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの頭金比率下限を、住宅価格の30%から40%に引き上げ。
2010年4月	国务院常務會議「一部都市の住宅価格の急速な上昇を抑制することについての通知」（「新国十条」） ・1軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの頭金比率下限を、90㎡以上の物件について、住宅価格の20%から30%に引き上げ。 ・2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの頭金比率下限を、住宅価格の40%から50%に引き上げ。 ・2軒目の住宅購入に適用する住宅ローン金利を、基準金利の1.1倍以上とすることを義務付け。
2010年9月	人民銀行・銀行業監督管理委員會「住宅市場コントロール新政策」（「新国五条」） ・1軒目・90㎡未満の物件であっても、住宅ローンの頭金比率下限を、住宅価格の30%に引き上げ。 ・2軒目以降の住宅購入時は頭金50%以上、銀行からの貸出金利も1.1倍以上。 ・3軒目以降の住宅購入への住宅ローン供与禁止。 ・他の目的の消費者ローンを住宅購入に充当することを禁止。
2011年1月	国务院公弁庁「不動産市場コントロールをさらに着実に実施する旨の通知」（「新国八条」） ・3軒目以降の住宅購入への住宅ローン供与禁止。 ・2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの頭金比率下限を50%から60%に引き上げ。 ・2軒目の住宅購入に適用する住宅ローン金利を、基準金利の1.1倍以上とすることを義務付け。

（出所）各種資料より作成

し、さらに3軒目以降のローンを禁止した。

直近の政策で、もっともインパクトがあった「新国八条」は①住宅ローン規制のほか、②保障性住宅（低中所得者向け住宅）を新築、改築を含め2011年度中に全国で1,000万棟建設すること、③各地方政府が住宅用に払い下げる土地の7割以上を保障性住宅用に充当すること、④個人が住宅を購入して5年未満に転売した場合、販売収入全額（従来は販売収入－購入額）に営業税を課すること、⑤2011年の分譲住宅用地供給量は過去2年間の平均を下回ってはならないこと、⑥地元戸籍住民の住宅購入は2軒、地元以外の戸籍の住民は1軒に限定することなどを定めた。さらに注目されるのは、⑦各都市の行政府に第1四半期に新築住宅価格の抑制目標の公表を指示したことで、経済成長目標と一人当たり可処分所得増加率、住民の住宅費支払い能力に応じた新築住宅価格抑制目標を定めるよう求め、具体的な縛りを設けさせ、行政府の責任を問う姿勢を明確に打ち出した。

この不動産市場の健全化に関する政策は、7月の党中央政治局會議の主な決定事項や10月の国务院常務會議の要求内容でも確認され、次第に浸透していった。その効果は6～7月頃からの不動産市場調整の動きや、「金九銀十」といわれる9～10月の不動産販売シーズンでの販売不振に現れた。

2 地方政府の対策

地方でも、中央の方針に沿った措置を講じるとともに、独自の対策も実施するようになった。2010年9月の新国五条を受けて北京、上海、深圳、杭州、南京、寧波、福州、廈門（アモイ）の8市では住宅購入制限令を發布した^{*12}。

11年に入ると1月27日に国务院が「一部都市で個人向け住宅に対する不動産税の試験導入を行うことに同意する」とする通達を出したことを受けて、上海市と重慶市が個人所有物件に係る不動産税（房産税、日本での固定資産税）を地方税として翌日から試験的に導入することを発表した。新規購入住宅が対象で、上海は「新規購入の」2軒目から、重慶も「新規購入の」高級物件のみと、対象は一部に限定されており、税率も高くはない^{*13}。とはいえ需要抑制のために個人住宅への課税

図表8 上海市の住宅価格抑制策

I 住宅の追加購入に関する制限	
a. 上海に戸籍を有する家庭	<ul style="list-style-type: none"> ・既に2軒以上の住宅を保有している家庭による追加の購入は不可。 ・既に住宅を1軒のみ保有している家庭は、追加で1軒のみ購入可。
b. 上海に戸籍を有していない家庭	<ul style="list-style-type: none"> ・既に1軒以上の住宅を保有している家庭による追加の購入は不可。 ・2年以上の上海市の個人所得稅納付証明或いは社会保険納付証明を1年以上分を提供できる家庭は住宅を一軒のみ購入してよい。
II 資金調達面に関する制限	
	<ul style="list-style-type: none"> ・各商業銀行が供与する住宅ローンの頭金の設定、三軒目以降の購入に対する住宅ローンの停止政策や当地非居住住民への住宅ローン停止政策の厳格な実行。 ・住宅積立金貸付政策に相応の調整。 ・三軒目以降の住宅購入に対する住宅積立金貸付の停止。
III 課税面での規制強化	
	<ul style="list-style-type: none"> ・個人が住宅購入後、5年以内に当該住宅を譲渡した場合、売却価格の全額に營業稅を課税する。

(出所) 御旅屋他 (2011)

に踏み込んだ意義は大きく、税率によっては、住宅所有コストの上昇から住宅価格水準の抑制につながる政策であり、今後の動向が注目される^{*14}。

さらに、中央政府が地方政府の責任ある取組みを求めたことを受けて、地方政府の住宅価格抑制への取り組みも進み、住宅購入制限令（購限令）を發布する都市も増えた。一例として2011年1月に発表された上海市の購限令のポイントを示せば図表8のとおりである。

また、個別に数値目標の発表を指示したことを受けて各都市は新築住宅価格抑制目標を発表した。3月までに発表された各都市の目標を見てみると、北京市が安定ながら、前年比で価格低下を目指すとした以外は、すべての都市が住宅価格の上昇を容認するものとなっている^{*15}。多くの都市は、上昇率をGDPおよび／または可処分所得の伸び率以下・未満に抑えることを目標にしている（広州、深圳、厦門、瀋陽、済南、寧波、海口、昆明、銀川など）。具体的な数値目標を示したのは、上海市が8%を下回るとしたほか、蘭州（9%を超えない）、丹東（9～9.5%を超えない）、岳陽（10%を超えない）、錦州（13%を超えない）、などとなっており、中には15%を上回らないとした都市（西安）もある。住宅価格の下落は市政府の目指すところではないことがわかる。住宅価格の上昇を容認しつつ、せいぜいが人々の手から遠のいていくのを防ぐほどのものにしかっていない。

3 沈静化の兆しが問題

金融引き締めや中央政府の抑制策、中央政府に追い立てられた地方政府の対策もあって、11年6～7月頃から不動産市場に調整の動きが見え始めた。効果は、本来なら「金九銀十」といわれる9～10月の不動産販売の書き入れ時が期待はずれの販売不振に終わったことにも現れた。

図表9 2011年の70大中都市新築商品住宅価格指数の推移

対前月比変化幅	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
上昇	60	56	50	56	50	43	39	33	34	14
0.5%超	43	29	25	15	2	0	2	0	0	0
0.3%超0.5%以下	7	17	9	18	12	4	4	1	0	0
0.1%超0.3%以下	5	7	11	16	25	23	14	10	24	5
0%超0.1%以下	5	3	5	7	11	16	19	12	10	9
横這い	7	6	8	5	11	15	17	31	30	23
下落	3	8	12	9	9	12	14	16	16	33

(出所) 中国国家統計局より作成。

この間の住宅価格の推移を、国家統計局が発表している70都市新築商品住宅販売価格指数の推移で確認しておこう（図表9）。これは新築住宅のうち商品住宅の販売価格指数の変化を示したものである。対前月比で価格指数が上昇した都市の数は、11年の1月～5月頃までは50都市以上で推移していたが、6月以降は減少に向かっている。上昇幅を見ても0.1%以下ないしは0.3%以下がほとんどで、上昇率が大幅に落ちていることがわかる。逆に下落した都市が6月から増え始め、10月には33都市とほぼ半数を占めるようになってきている。「バブル」沈静化の兆しが見えたといつて良いのかもしれない。

けれども安易な楽観は禁物である。物価上昇率が4%台に落ち着き、住宅「バブル」沈静化の兆しが見えたことで、人民銀行は12月になると金融緩和に転じ、預金準備率を0.5%引き下げた。リーマンショック後の08年12月以来3年ぶりのことである。引き続き金利の引き下げも観測されている。銀行に対する融資規制の緩和も期待されている。

中国では、景気のオーバーキルを警戒して、引き締め策を十分にとり続けられない状況がある。住宅ブームも、過熱化し「バブル」化すれば問題だが、適度なブームであればむしろそれが望まれる。ブームを支えるのは、人々の間にある根強い住宅需要と不動産開発業者を包み込んだ地方政府＝供給側の開発熱である。それぞれ節を改めてみていこう。

第4節 根強い住宅需要

住宅ローンを規制し、投資・投機目的の住宅購入を抑えることで、住宅価格の上昇は落ち着きを見せ始めた。しかし、大幅な下落が生じているわけでもなく、ましてや「バブル崩壊」が見られるわけでもない。

人々の間に住宅に対する根強い需要があること、経済開発のために地方政府が不動産ブームを利用していることが、住宅価格の大幅な下落を遠ざけている。

不動産価格、とくに住宅価格が高いのは、資産として住宅が選好されているからである。

また、生活基盤としての住宅が強く求められるようになったということも挙げられる。

1 資産として住宅

中国では富裕層の資産保有手段として、とくに住宅が選好される傾向がある。背景には、貯蓄率

が高く保有資産が増えているものの、他の選択肢が限られていることがある。

中国では民間消費の伸びは勢いを欠いており、可処分所得のうち貯蓄に回る部分が多い。

2009年の時点で全国平均の貯蓄率は28.6%と日本の5.0%、アメリカの5.9%はもちろん、ドイツの11.1%（いずれも2009年）と比べても、極めて高い。中でも高収入家庭の貯蓄率が高く、収入別階層の最上位10%の家庭では38.1%と4割に近い貯蓄率である。次位の10%の高収入家庭でも32.1%となっている。

ではなぜ貯蓄率が高いのか。よく指摘されるのは社会保障の未整備による将来不安である。中国の場合は、社会保障制度が整っておらず、国民が将来に対して不安を抱え高貯蓄になっていると考えられる。年金保険や失業保険などの社会保障基金への加入率は都市部で4割程度、農村部では1割未満にすぎない。国有企業による保障がなくなったものの、地方政府は財政支出増加を抑えるため社会保障の整備に積極的に取り組んでこなかったためである。「頼りになるのはカネと人脈」との意識が国民の間に広がっており、貯蓄や投資に取り組む意欲が強い。生活防衛策として当座の消費を控え、老後の生活に充てるのは合理的な選択といえる。

また、中国ではゆとりのある家計の消費拡大を誘うような魅力的な商品・サービスが不足しているとの指摘もある。収入の多寡によって支出が左右されにくい食品、衣類、家庭用品等では高収入者の消費余力を吸収しきれず、また、収入が多くなれば消費も増えるとされる住宅、医療保険、教育文化娯楽の分野でも、魅力的な「金の使い道」が不足しているため、結果として高収入者の消費余力が貯蓄に向かっているという^{*16}。

近年、中国においては所得格差の拡大が著しい。中国経済が高成長を続ける中で、沿岸部と内陸部の所得格差および都市部と農村部の所得格差が拡大している。沿岸部・都市部に住む高所得者にとってはますます貯蓄率が高まっているものと考えられる。それが住宅に向かっているのである。

では、貯蓄が住宅という資産の形で保有されるのはなぜか？中国ではインフレが続いており（消費者物価指数CPIは2011年10月時点で前年比+5.5%）、他方で預金金利は低く抑えられているため（1年ものの定期預金金利は2008年12月の2.25%から徐々に引き上げられたものの2011年10月時点で3.5%）、実質預金金利はマイナスという状態が生じている。そのため値上がりが期待でき、インフレ耐性が強い不動産が保有資産として選ばれている。また、固定資産税がなく（前述の通り、上海と重慶で2011年1月から一部試験的に導入）、保有コストが安いことも理由として挙げられよう。

さらに「灰色収入」（グレーマネー）の存在がある。中国では企業の管理職などが企業の経費を個人消費に充てたり、公務員が給与以外に公金を費消したりしていることはよく指摘されている。高所得者の貯蓄率は統計で把握できる以上のものがある。加えて、腐敗や法令違反等に基づく灰色収入、黒色収入、不法所得などの「正常所得」以外の収入がある。正規の給与以外の所得が多く、正確な貯蓄率は補足しがたい。こうした貯蓄は銀行預金に向かうよりは、当局の把握が難しい不動産、とりわけ住宅の形で保有されることが多いという。

2 生活基盤としての住宅

しかし、値上りが期待できる資産として住宅が選ばれるためには実需がなければならない。

中国では近年、急速に都市化が進んでいる。都市人口は1982年の2億1000万人から2009年の6億2000万人へと増大し、都市に住む人口の割合は21.1%から46.6%へと上昇した。ここには居住期間が6ヶ月未満、あるいは居住証明書を取得していない「流動人口」が含まれていないことを考慮すれば、すでに人口の半分以上が都市部で生活していることになる。こうした都市人口の増加は都市における住宅需要を支える要因となる。

住宅価格の上昇は、最初は外国人駐在員や富裕層が多く高級住宅の需要が大きく、海外の華人などからのホットマネーも入りやすい上海から始まり、同様の条件を持つ北京、深圳、広州に及んでいった。そして沿海部の経済発展とともに人口移動が起き、沿海部諸都市へと住宅価格の上昇が広がっていった。また最近では内陸地域の中心都市でも人口が増えているが、それはリーマンショックに伴う沿岸部からの農民工帰郷に加え、内陸部で推進されてきた都市化の成果による。こうして都市に集中した人口が住宅に対する実需を形成し、住宅価格の高値を支えてきた。

とはいえ、賃借する方法もあり、都市住民が必ず住宅を購入しなければならないわけではない。住宅バブルとは、第1節で見たように、住宅価格が住宅賃貸料の現在割引価値を大きく超える場合をいうので、住宅を賃借するよりは購入しようとする人々の選好が働いている。

理由の一つとして、自分の住宅を持つことは男の甲斐性という考え方がある。住宅所有は結婚のための必要条件で、男女比の高まりで結婚できない男性も出る中、一人っ子で男の子にかける両親の期待は大きく、住宅購入のために家族で貯蓄に励むことになる。

また、中央政府の住宅政策も作用していよう。計画経済時代の福利厚生目的の公有住宅から、改革開放後には住宅が商品として販売されるようになる。中央政府は内需拡大の一つの柱に住宅市場を据え、一般庶民が住宅を取得できるように住宅積立金制度や住宅ローンなどの住宅金融制度を整備した。その後アジア金融危機後の経済減速下では、不動産業が経済成長を支える最も重要な柱とされ、「居者有其屋」（住むならマイホーム）の政策目標を掲げ個人の住宅購入を促していった。このように住宅の供給は産業の面からのみ捉えられ、福祉の面では捉えられず、また賃貸という視点が入っていない。賃借人への支援などがあり、また賃貸市場が発達すれば、住宅の購入と賃貸の間で裁定が働き、住宅購入需要への抑制が働くだろう。

住宅への根強い需要を作り出す地方政府の政策に戸籍制度の改革がある。地方政府は戸籍制度の改革を掲げ、住宅需要を焚きつけている。都市戸籍を取得したいならば（賃貸住宅に住まずに）住宅を買えと言わんばかりである。

3 戸籍制度の改革

中国の戸籍制度は、新中国建国後の内外の厳しい政治経済環境に対して、安定した社会秩序を形成し新政権の基盤を強化するための社会管理手段として作られた。当初は人口の自由な移動は許されていたが、農村から都市への人口流入の増加は、都市における失業問題の深刻化と国家財政負担

の増大を生み、戸籍管理制度の性格を大きく変化させ、1958年に確立した戸籍制度では農村から都市への転入はほぼ不可能となった。

この戸籍制度は長い間人口移動の抑制手段として利用されてきた結果、さまざまな社会的・経済的な問題を生み出してきた。戸籍制度は農民の身分を固定することで、農民に不平等な権利や機会を押しつけてきた。具体的には、食糧・副食品の定価・定量配給システム、就職システム、教育制度、住宅・医療・年金等の社会福祉制度において、農民は都市住民と比べさまざまな差別を受けている。改革開放後は農村から沿海部の経済発展地域への出稼ぎ労働者（農民工）が急増する。しかし、都市在住の農村戸籍の出稼ぎ労働者には、都市戸籍者が享受する諸種の行政サービスや医療・年金・住宅・教育の保障が与えられない。都市と農村間に存在した差別が都市内部に持ち込まれた形である。

しかし、都市住民における都市戸籍者と農村戸籍者の間の差別は大きな社会問題となり、戸籍制度改革が俎上に上り、農民工にも都市戸籍を与える動きがある。従来は「暫住戸籍」など、当該地方政府のみが認める「準都市戸籍」を発行するもので、沿岸部の経済発展地域の労働力需要の増大に対応し農村からの出稼ぎ労働力を受け入れつつも、彼らを管理し「準都市戸籍」とすることで諸種の行政サービスや社会保障負担を免れようとしたものであった。

ただ、近年、新しい動きもある。広東省など一部地域では2004年頃から農民工の不足問題（「民工荒」）が指摘されるようになったが^{*17}、彼らの都市定着を促すため一定の条件で都市戸籍を与えようとする動きである。広東省の2大都市である深圳と広州では都市戸籍取得の門戸を広げるためにポイント制を採用、一定のポイント以上で取得申請を認めることとした。例えば広州市では、地元の企業に500万元を投資した者には20ポイントを、市内に不動産を持つ者には20ポイントを付与し、一定の年齢の者、大学で学ぶ者、また省内出身者などにボーナスポイントを与え、130ポイント以上で申請を認めている。そのため農民工は、都市戸籍を獲得すべく、貯蓄に励み住宅を購入しようとするのである^{*18}。

格差と差別を生んでいる戸籍制度の改革を謳ってはいるが、学位や資産のある人々を優遇している面は否めず、住宅需要の生成と住宅価格の下支えに貢献していると考えられる。

第5節 ブームを作る地方政府

リーマンショック後の景気刺激策がマネーサプライを増加させ住宅バブルの源になったが、マネーサプライ→住宅バブルへの経路は、前節で見た需要の側だけではなく供給の側にもあった。むしろ、住宅バブルは供給側に立つ地方政府や不動産開発業者によって作られていったとも言える。

1 投資主体としての政財複合体

リーマンショック後の4兆元の景気対策の事業主体は、中央・地方政府だけでなく、多くの部分が政府機関、企業などに委ねられた。しかし、投資プロジェクトはいずれも政府の機関に所属しており、民間の投資も政府の認可が必要で認可機関のプロジェクトとみなされる。地方政府が認可し

た投資プロジェクトの中には地方政府が設立した企業のプロジェクトが少なくない。代表的なものが地方政府融資平台（融資プラットフォーム）である。

融資平台は登録上は普通の株式会社であるが、地方政府の財政資金による出資や土地等の現物出資で設立され、債券発行が原則禁止されている地方政府にかわって銀行借入れや社債発行による資金調達を行い、都市インフラ開発プロジェクトへの投融資活動を行う。地方政府が設立した融資平台は、省・市・県等様々なレベルをあわせると09年末に全国で8000社を超えと言われる、負債残高は7.38兆元であり、うち銀行借入残高は6兆元である^{*19}。4兆元の景気対策のための資金の多くは、銀行借入れなどにより融資平台が調達し、投融資に向けられていった。そのため09年度には融資平台の新規借入額は3兆元台にも達しており、債務が急増している^{*20}。

したがって、事業主体としての地方政府の役割は、直接出資する財政資金の比重と比べかなり大きく、地方政府は投資プロジェクトの重要な主役の一つといってよい。「民間企業」が実施するプロジェクトの後ろ盾として、地方政府は一方ではプロジェクト監督者でありながら、他方では公的というよりは私的な収益活動の主体としての役割を果たしているのである。

不動産開発業が発展してくると地方政府は国有不動産会社を多数設立してきた。国有企業は人事、経営、管理などの面で政府部門と密接な関係を持っており、国有の開発業者は良い土地を安く獲得し、また事業の許認可を得るためにこの関係を積極的に活用することができる。土地を獲得する際、国有企業は獲得コストが高くつく入札・競売よりは、政府との密接な関係を利用できる協議方式を選ぶという。激しい競争の中で、私営企業や外資企業も手を拱いているばかりではない。良い土地を安く入手し、許認可を得やすくするため、「『政府との特殊関係』を作ることに手段を選ばない」^{*21}。

国有企業であれ私営企業であれ、政府部門との密接な関係は政・財間の癒着・腐敗を生む源になる。政府役人の腐敗現象は非合法のケースだけでなく「合法」のものも含めれば、かなりの拡がりを見せる。企業は土地を安く入手したりすることなどで得た超過利潤を政府の役人やその他関係者との間で再分配し合うのである。このような仕組みは住宅価格を引き上げ住宅ブームを支えるとともに、住宅ブームの中でこそ可能になる。

不動産開発をめぐる棍谷の言う「一種の政財複合体」が形成されているとみて良い^{*22}。棍谷は、地方政府や不動産業者にさらに銀行を加えた「コーポラティズム」的な一種の政財複合体こそが、改革開放期の中国において「積極果敢な楽観主義者として」「積極的な投資拡大行動によって高成長を牽引してきた」としている。リーマンショック後においても、輸出が減少し内需主導型成長への転換が求められつつも、国内の消費需要が伸び悩む中で、積極的に固定資本投資を拡大し高成長を支えてきたのはやはりこの政財複合体だったのである。

呉はここに「中国的改革路線の限界」を見ている。「不動産の開発業者・仲介業者や投機筋といった利益グループと政府、とりわけ地方政府が実質的に一種の利益共同体を形成し、不動産に対する需給関係の形成や政策の意思決定、世論などに対する影響力を駆使しつつ不動産価格を意図的に急騰させてきた」^{*23}のであると。

2 不動産関連諸税・手数料への依存

1994年の分税制改革により、租税の中央政府と地方政府との間での分配比率が93年の22：78から56：44となり、地方政府は財政収入を大きく削がれ、税収不足に悩まされることになった。その中で分税制改革により主に地方政府が徴収することになった不動産関連の税金は、地方税収において重要な部分を占めている（図表10）。不動産税収制度に定められた税は、不動産税、都市土地使用税、耕地占用税、契約税、土地増値税、都市不動産税の6種類で、その他直接不動産業と関係がある税として、営業税、都市維持建設税、企業所得税、個人所得税、国内増値税などがある。不動産税収制度に定められた5種の税（図中の濃い網掛け）が地方税収に占める割合は2009年において18.4%で、これは年々高くなってきている。主要な4種目の不動産関連税（不動産税、都市土地使用税、耕地占用税、土地増値税）の7～8割が地級、県級政府の収入になることから、地方政府の中でも省政府よりとくに基層政府（地級、県級）の依存度が大きい*24。

こうした税収の他にも政府の各部門がさまざまな名目で不動産関連の費用（手数料）を徴収している。土地部門は耕地開墾費、土地使用権譲渡金、管理費、登記費、住宅立ち退き費などを管理しており、地方政府の財政部門は土地使用費、土地賃貸費などを管理している。ほかにも農業、不動産、水利、交通、郵便・電信、文物、防空、林業などの各種部署による雑多な費用収入がある。な

図表10 中央と地方の財政主要収入項目（2009年）

項目	単位：億元		
	国家財政収入	中央	地方
総計	68518.3	35915.71	32602.59
税収収入	59521.59	33364.15	26157.44
国内増値税	18481.22	13915.96	4565.26
国内消費税	4761.22	4761.22	
輸入貨物増値税・消費税	7729.79	7729.79	
輸出貨物増値税・消費税還付	-6486.61	-6486.61	
営業税	9013.98	167.1	8846.88
企業所得税	11536.84	7619.09	3917.75
個人所得税	3949.35	2366.81	1582.54
資源税	338.24		338.24
都市維持建設税	1544.11	124.19	1419.92
不動産税	803.66		803.66
印紙税	897.49	495.04	402.45
都市土地使用税	920.98		920.98
土地増値税	719.56		719.56
車船使用税	186.51		186.51
船舶屯税	23.79	23.79	
車両購入税	1163.92	1163.92	
関税	1483.81	1483.81	
耕地占用税	633.07		633.07
契約税	1735.05		1735.05
たばこ税	80.81		80.81
その他の税収	4.8	0.04	4.76
非税収入	8996.71	2551.56	6445.15

（注）網掛けは不動産関連諸税を示す。濃い網掛けは不動産税収制度に定められた税。

（出所）中国統計年鑑より作成

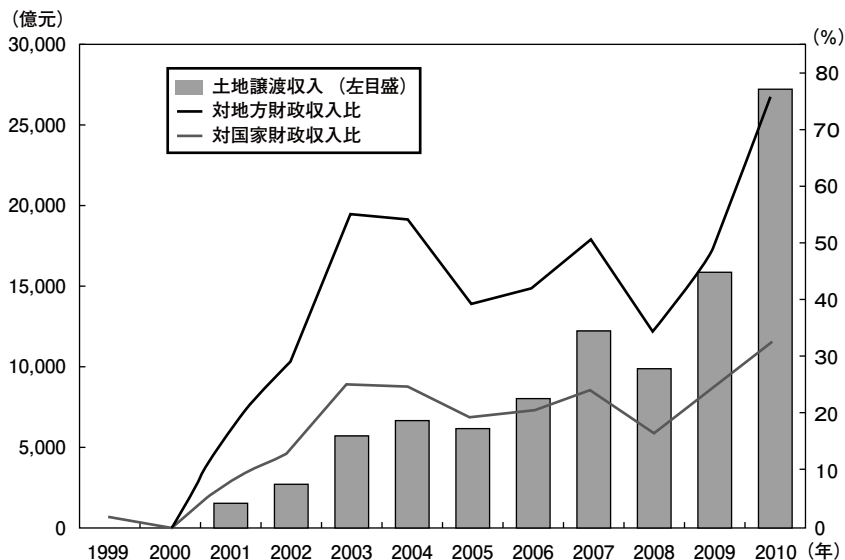
かでも後述する土地使用権譲渡金は金額が最大であるだけでなく、年々その規模が拡大している。しかし、これらは徴収部門が税務局でないため予算外収入とされ公式の統計には反映されていない。

地方政府の立場から見ると、不動産業界が発展すれば、不動産開発が必要とする土地の供給により土地使用権譲渡金ほかの収入が得られるだけでなく、恒常的な税収としての不動産関連税の収入が増加することになる。また不動産企業が納める営業税、不動産関連事業で発生するその他の関連税金も含めれば、地方財政の不動産業への依存度はさらに高くなる。地方政府にとって不動産業の発展は重要な意味を持っているといえる。

3 「土地売却」に走る地方政府

地方政府が不動産から得るさまざまな収入のうち金額が最大であるだけでなく、年々その規模が拡大しているのが土地使用権譲渡金である。中国では土地の私有が禁じられており、集団所有の農地などを地方政府が安い補償で収用・徴用して国有化し、使用者に販売している。譲渡されるのは住宅用地が70年、工業・商業用地が50年あるいは40年の有期の使用権だが、満期の際の扱いも不明で、いわば「土地売却」がなされているとみてよい。この土地開発の権限が地方政府に一元化されることで土地供給の独占状態が生じ、地価の上昇を招いている。また土地備蓄も認められ、地方政府は収用・徴用した農地を備蓄し、価格上昇を待つて利益を得ることも可能になった。これらは地方政府に対し土地開発に邁進するインセンティブを与えた。

図表11 地方政府の土地譲渡（売却）収入



(注) 土地譲渡（売却）収入額は、国土資源部発表。対国家財政収入の比と対地方財政収入の比は、収入の実績との比較。

ただし2010年の対地方財政収入の比は予算との比較。

(出所) 朱 (2011), 181頁。

こうして生まれる譲渡収入はすべてが地方政府に属し、しかも大部分が予算に組み込まれない「第二財政」「小金庫」として、議会の承認と監督も受けない使い勝手の良い財源となっている。朱によれば、その額は1999年には80億元であったものが、2007年には約1兆2000億元になり、2010年には2兆7000億元に達している。譲渡収入は2003年以降、地方財政収入の5割程度の水準で推移してきており、2010年には76.6%に達した^{*25}。

税収が不足するなか、他方で都市インフラの整備や都市産業設備・不動産開発への投資などで支出は膨らんでいった。土地使用権譲渡収入はそのギャップを埋め、開発を支える資金源となったが、地方政府が開発資金源としていかに多くを依存してきたかがわかる。

地方政府にとって、不動産「バブル」は避けなければならないものの、「ブーム」抑制政策を実行するインセンティブは沸いてこない。第3節で見たように、地方政府の掲げる住宅価格目標が決して「抑制政策」になっていないのはそのためである。

しかし、土地使用権譲渡、いわば「土地売却」は、これまで価格の付けられていなかった国有あるいは集団所有の土地を切り売りして成り立つ一種の錬金術にはかならない。利用できる土地は有限で、この錬金術は持続可能ではないが、中国経済の発展が開発に依存し、開発資金が「土地売却」という錬金術に支えられているとすれば、それこそ「バブル」と言わなければならない。

むすびにかえて

中国の金融危機後の対策は対症療法的なものではなく、「高すぎる対外依存、大きすぎる環境負荷・エネルギー消費、そして沿海部に偏りすぎた経済成長」といった「いびつな経済発展」の修正を狙ったものであったと見て、「こうした刺激策の実施が経済回復につながり、内陸部（中西部）の成長率が沿海部（東部）を逆転する等、経済発展モデルの修正の一端が現実の成果となって表れている」との評価がある^{*26}。たしかに、溝口（2010）も指摘するように今回の対応策には二つの刺激策が混在しているといつてよい。「一つは、中国経済の重要な成長エンジンである投資のアクセルを再度踏み込むことであり、一つは、従来型成長モデルからの脱却に必要な内需拡大の手立てである」^{*27}。速効が期待できる従来型の投資拡大で景気回復を図りつつ、同時により長期的には従来型成長モデルからの脱却を図ろうとしたのである。

しかし、結果から見れば前者の投資によって09年の急回復が実現したのであって、後者の国内消費の拡大はこれまでのところあまり大きな効果は見られない。むしろ前者による回復の成功が、後者の国内消費拡大による成長の途をより遠いものにしていく可能性がある。国内消費拡大のためには、それを阻害しているさまざまな障害を取り除いていかなければならないが、不動産開発は現在の中国経済の成長を支える最も大きな柱の一つになっているため、中央から地方までの各レベルの政府は不動産開発を基軸とする発展を維持しながら、問題の抜本的解決よりもこれ以上深刻化させないことを目標に政策運営を進めると考えられる^{*28}。この不動産開発・投資主導型発展はさまざまな問題の抜本的解決に向けた努力を一蹴してしまいかねないからである。不動産ブームが崩壊せず持続することは、それが組み込まれ、支えている投資主導型発展が持続することを意味する。した

がって、ブームの延長上に従来型成長モデルからの脱却を展望することはできない。

- * 1 株や土地などの資産価格はそこから得られる期待収益（配当，地代等）を現在価値に割り引いた価格に落ち着くという考え方によっている。ここで考慮されるのは，(i) その資産が生み出している今期の収益と将来の期待収益，(ii) 裁定関係にある安全資産の利回り，(iii) 固定資産の実効税率，(iv) リスクプレミアムなどの要因である。資産価格＝今期の収益／（安全資産の利回り＋リスクプレミアム－将来の期待収益の成長率＋固定資産の実効税率）で表される。

土地の場合「その資産が生み出している現在の収益」は地代。収益が高いほど資産価格も高い。加えて「その資産がもたらす将来の期待収益」，つまり将来の地代の変動予測も影響する。期待収益が高いほど資産価格も高い。「裁定関係にある資産の利子率」は，国債利回り等の長期金利に相当する。裁定関係にある資産の利子率が低いほど，当該資産の有利性が高まり，資産価格は上昇する。「リスクプレミアム」というのは，投資家が危険資産に対して求める追加的な期待収益率のことである。配当や地代といった株式や土地の期待収益は，あくまでも「期待」であって，国債の利回りなどと違って必ずしも将来安全確実に得られる保証がないため，国債などに比べより高い期待収益率が求められることになる。

- * 2 このことはすなわち上の式において，リスクプレミアム，将来の期待収益の成長率と固定資産の実効税率のそれぞれを0と見なしていることを意味する。
- * 3 金森（2011）。
- * 4 稲垣（2011），23頁。
- * 5 同前。
- * 6 「中国不動産の投資利回り」<http://www.chainavi.cn/shanghai>，2011.12.1.アクセス。
- * 7 兒（2011），214頁。
- * 8 算式の詳細は開示されていないが，インプットされる項目は，一人当たり可処分所得，旅客輸送量，貨物輸送量，地方財政支出，固定資産投資総額，都市部個人貯蓄額，消費財小売総額，輸出入総額，公共輸送車両台数，普通科高校生徒数，医師数の11項目となっている。
- * 9 以上は中国人民銀行より野村資本市場研究所が作成したデータによる。関志雄（2011）「鈍化する中国におけるマネーサプライの伸び」，『季刊中国市場研究』2011. Autumn，44頁。
- * 10 中国人民銀行は預金準備金に対しても付利しているが，その金利（2011年7月現在，法定預金準備金の場合は1.62%，超過準備金の場合は0.72%）は人民銀行手形（同，1年満期の場合3.4%）と比べて低い。
- * 11 三輪（2011）。
- * 12 北京，上海，杭州等では各世帯が購入できる住宅は1軒のみであるのに比べ，南京，深圳の政策はやや「緩和」され，各世帯が2軒まで購入できる。
- * 13 税率は取引価格に応じて変化し，取引価格が高いほど税率も高くなる。上海では税率（年）0.6%（住宅価格が前年平均販売価格の2倍以上），または0.4%（同2倍以内），重慶では高級住宅（平均販売価格の2倍以上の物件）を対象に，0.5%（住宅価格が平均販売価格の2～3倍），1%（同3～4倍），1.2%（同4倍以上）等となっている。
- * 14 不動産価格の抑制に想定していたような効果が見られなかったため，10月から対象を広げ個人が所有する既存・新築の一戸建てと新規で購入した高級物件にも課税する。最大1.2%となる。
- * 15 吉川健治（2011）「〈中国〉調整色強まる不動産の現状と展望」『アジア経済ウォッチ』No.11-57，みずほ証券リサーチ&コンサルティング。
- * 16 関山健（2010）「中国市場の現状と展望」，6頁。
- * 17 これに対して農民工不足は春節前後の一時的現象との指摘もある（人民日報 2011.02.03）。リース転換点を迎えたかどうかについても議論が分かれている。

- *18 この制度に対しては、「学位や資産のある人々を優遇しているとの批判がある」。「お金も高い学歴もない多くの工場労働者たちは、都市戸籍取得の可能性を高めるために、献血をしたりボランティア活動に時間を割いたりする」。(Financial Times, 2011/12/11, JPpress 訳)。
- *19 王雷軒 (2010)「景気対策で急増した地方政府の債務」、『金融市場』農林中金総合研究所, 2010年7月号, 22頁。
- *20 中国審計署は2011年6月, 初めて地方政府の債務状況についての監査報告を発表し, 地方政府の債務総額が2010年末現在, 10.7兆元を超えていることを明らかにした(内閣府「今週の指標」No.1006「中国: 地方政府債務問題について」)。景気の減速とともに銀行の融資が不良債権化するリスクを抱えていると言わなければならない。
- *21 任哲 (2009), 13頁。
- *22 梶谷 (2011), 197頁。
- *23 呉 軍華 (2005)「不動産バブルと中国的改革」JRI news release, 日本総合研究所。
- *24 任哲 (2009), 6頁。
- *25 朱 (2011), 181頁。
- *26 岡山信夫 (2010)「中国経済発展モデルの修正とバブル抑制」『金融市場』農林中金総合研究所, 2010年4月号, 1頁。
- *27 溝口由己 (2010)「国際金融危機と中国経済－成長モデルの転換をめぐる」, 研究報告書『グローバル金融危機と地域経済』新潟大学, 6頁。
- *28 呉, 前掲論文。

参考文献

日本語文献

- 稲垣博史 (2011)「アジアで不動産バブルは発生しているか～現時点で深刻・全面的なバブルが発生しているとはいいたくない～」『みずほレポート』2011年4月27日発行、みずほ総合研究所
- 井出多加子・倉橋透 (2011)『不動産バブルと景気』日本評論社
- 岡山信夫 (2010)「中国経済発展モデルの修正とバブル抑制」『金融市場』2010年4月号
- 御旅屋徹・竹内朋生・林述斌 (2011)「中国不動産市場の動向～引き締めと緩和を繰り返す不動産マーケット～『Ares不動産証券化ジャーナル』Vol.02, 2011年8月2日。
- 梶谷懐 (2011)『現代中国の財政金融システム』名古屋大学出版会
- 金森俊樹 (2011)「中国の『不動産バブル』はどの程度なのか？」大和総研Asian Insight, http://www.dir.co.jp/souken/asia/asian_insight/110614.html
- 朱炎 (2011)「持続性に向けた内需拡大の政策・制度的課題」、渡辺他監修 (2011) 所収
- 杜進 (2011)「転換期を迎える中国の都市化」、渡辺他監修 (2011) 所収
- 任大川 (2010)「中国の住宅価格と政府政策」『国際金融』1214号, 2010年7月1日。
- 任哲 (2009)「中国不動産業界における政府関与のジレンマ 中央・地方政府に視点から」『アジア研究』Vol.55, No.1, 2009年1月。
- 三尾幸吉郎 (2011)「中国のインフレと金融政策～景気減速とインフレの板ばさみの中で～」ニッセイ基礎研究所
- 三輪春樹 (2011)「日本の『デフレ』と金融政策」国士舘大学21世紀アジア学会『21世紀アジア学研究』第9号、2011年3月
- 武藤一郎・松永美幸・上山聡子・福本・智之 (2010)『最近における中国不動産価額の上昇について』日本銀行
- 渡辺利夫・21世紀政策研究所監修、朱炎編集 (2011)『中国経済の成長持続性促進要因と抑制要因の分析』勁草書房

渡邊真理子（2010）「中国のサブプライム危機の影響と対応」『比較経済研究』第47巻第1号、2010年1月

中国語文献

邓卫张・杰庄・惟敏主编（2010）『2010中国城市住宅发展报告』中国建筑工业出版社

高波（2010）『现代房地产经济学』南京大学出版社

倪鹏飞主编（2011）『住房绿皮书中国住房发展报告（2010～2011）』中国社会科学文献出版社

潘家华・李景国主编（2011）『房地产蓝皮书中国房地产发展报告』中国社会科学文献出版社

中国科学院预测科学研究中心（2010）『2010中国房地产市场回顾与展望』科学出版社