



中国不動産市場のハードランディングは 回避できる¹

張 承恵^{*}

陳 道富^{**}

要約

1. 海外の不動産市場におけるハードランディングの法則を見ると、①不動産市場の成熟段階や自国経済の成長力の弱い時期、②不動産が重要な金融資産になること、③不動産購入時の負債比率の上昇、がある。但し、中国の不動産市場では、中国国有の事情も勘案しなければならない。
2. 2011年第3四半期以降、中国政府による不動産取引抑制策の効果が現われ始めている。多くの都市で住宅価格の上昇が止まり、一部では下落に転じた。このため、住宅価格が近いうちに値崩れし、システムリスクが顕在化するとの見方も出ている。
3. 但し、中国の不動産市場は、まだ十年余りの歴史しかなく、底堅い需要が存在する。住宅制度にも整備や改善の余地があり、金融リスクの解消のための時間的余裕も与えられている。不動産価格の適正化は、健全な不動産市場の発展に寄与する。
4. また、中国には、不動産市場のハードランディング回避に向けた有利な条件として、①潜在成長力、②金融リスクへの対応能力、③金融市場への流動性供給余地、④潤沢な財政資金、がある。
5. 今後の不動産市場調整の政策的方向性として、①民間資金調達市場の規範化、②地方政府融資プラットフォーム会社への全体的対策の明示、③投機的行為を防ぐ所得税・不動産税導入、④未完成物件の保障性住宅への転換、が挙げられる。同時に、複数の要因によって引き起こされるリスクに対しては、政府は迅速かつ合理的に対応すべきである。

I. はじめに

2011年第3四半期以降、中国政府による不動産取引抑制策の効果が現われ始めている。多くの都市で住宅価格の上昇が止まり、一部では下落に転じた。不動産業界は関連産業の裾野が広く、銀行融資や地方政府融資プラットフォーム会社とも関係が極めて深いため、住宅価格の下落に対

¹ 本稿は「中国不動産市場のハードランディングは回避できる」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

^{*} 張 承恵 國務院發展研究中心金融研究所 所長

^{**} 陳 道富 國務院發展研究中心金融研究所綜合研究室 副主任

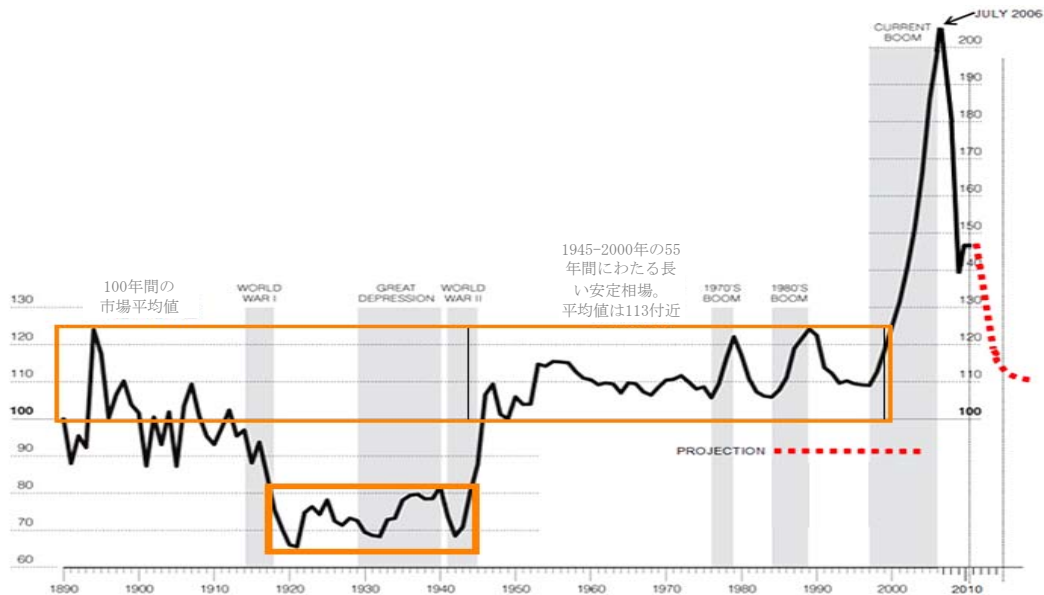
して住民やマスメディアの注目が集まっている。中には、住宅価格が近いうちに値崩れし、システムリスクが顕在化するとの観測もある。国際社会では、中国売りを煽る論調や行動も後を絶たない。中国経済において不動産市場が重要な役割を果たしている以上、中国の不動産市場における調整策に注目することは必要である。ただし、中国の不動産市場を分析する場合、中国固有の事情を踏まえておくことが求められる。不動産市場への調整策によってもたらされるリスクは無視できないが、リスクを過度に誇張することも望ましいとはいえない。中国経済の長期的な安定成長と構造調整を実現するために、中国は不動産市場に対して効果的な調整策をとり続ける必要があるが、これは必ずしも不動産市場のハードランディングを意味するものではない。中国には危機を回避するための条件が備わっている。

II. 海外の不動産市場におけるハードランディングの法則

1. 日米不動産市場のハードランディング

1890年から2007年までのおよそ120年にわたり、(下述の通り特定の時期を除き)²米国の住宅価格指数(実質)は基本的に100~130の範囲にあり、かなり安定した推移となっている(図表1)。その一方で、全国的な暴落の形で米国の不動産市場にハードランディングが起きたのは二回のみである。一回目は第一次世界大戦の前から第二次世界大戦が終了するまでの期間で、この時期は不動産市場が押しなべて不調であった。二回目は2006年に始まった今回の不動産市

図表1 1890年以降の米国の住宅価格(実質)の推移



(注) 過去の住宅価格指数の算出方法は以下の通り。1890~1934年：Blankhe、Winnick 両氏による22都市住宅価格指数を採用。1934~1953年：ボストン、ワシントン、シカゴ、ニューオーリンズ、ロサンゼルス の5都市の新聞広告に掲載された住宅価格の中間値を採用。1953~1975年：米国労働省が毎年1月に発表する消費指数のうち住宅購入部分の資料より算出。1975~1987年：連邦住宅公社監督局が毎年第1四半期に発表した住宅価格指数を採用。1987年以降はケース・シラー住宅価格指数を直接使用。

(出所) Shiller, *Irrational Exuberance*, Second Edition, Princeton University Press, (2005)

² 訳者注。

場における調整局面である。一回目のハードランディングは、経済に対してさほど大きな直接的打撃をもたらしておらず、逆に世界大恐慌によって不動産市場の回復が足を引っ張られる形になった。二回目のハードランディングは経済危機の発端となり、世界の経済及び金融に対して重大な打撃を与えた。

日本は第二次世界大戦後、大きな資産価格バブルを三度経験している。一度目は 1950 年代後半であり、二度目は 1970 年代始めに田中角栄首相（当時）が「日本列島改造計画」を打ち出した時期であった。三度目は 1980 年代末から 1990 年代初めにかけてのバブル景気の時期である。初めの 2 回は、調整局面が不動産市場のハードランディングにはつながらず、経済にも大きな影響を及ぼさなかった。重大な金融リスクをもたらし、経済のハードランディングに至ったのは、三度目のバブル景気の際である（図表 2）。

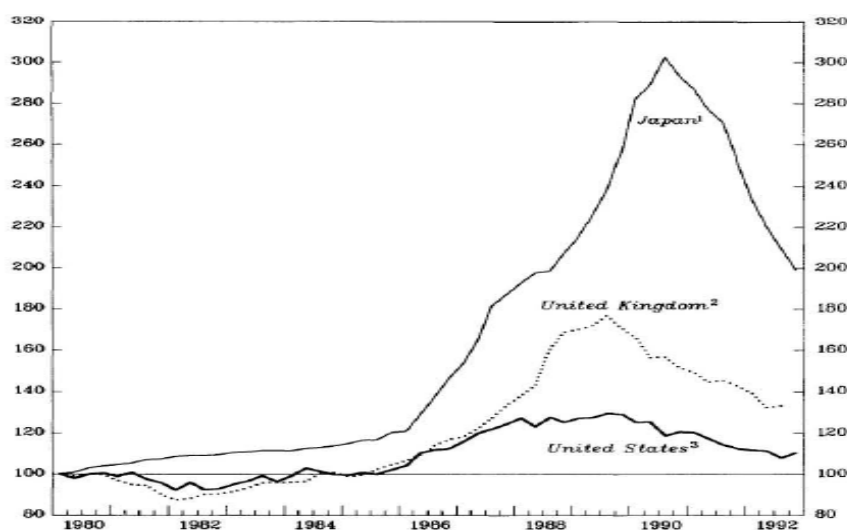
2. 不動産市場ハードランディングの法則

同じ不動産市場の調整でありながら、ハードランディングが起きる場合と起きない場合があるのはなぜだろうか。そして、経済に重大な打撃を与えたり、与えなかったりすることがあるのはなぜだろうか。この問いに答えるためには、海外の不動産市場におけるハードランディングの事例を基に法則を導き出す必要がある。過去の事例を振り返ると、不動産市場の調整が経済に大きな打撃を与える場合、次のような共通の特徴がみられる。

1) 不動産市場ハードランディングの第一の法則

第一の法則として挙げられるのは、不動産市場の調整局面が重大な悪影響を与えた事例は、不動産市場の成熟段階、あるいは自国経済の成長力が弱い時期に起きていることが多いことである。不動産市場が相対的に成熟している欧米では、不動産市場における取引中心は中古住宅であり、市場全体の 80%以上を占める。米国では 1980 年代以降、新築分譲住宅の年間販売数はほとんど 100 万戸以下だった。2000 年を過ぎてようやく 150 万戸に達したが、それでも住宅供給数の 1.2%程度であり、償却が終わった住宅を買い替える程度に過ぎない。

図表 2 1980 年代以降の日本、英国、米国の住宅価格（実質）の推移



（出所）IMF『国際金融安定性報告書』（1993）

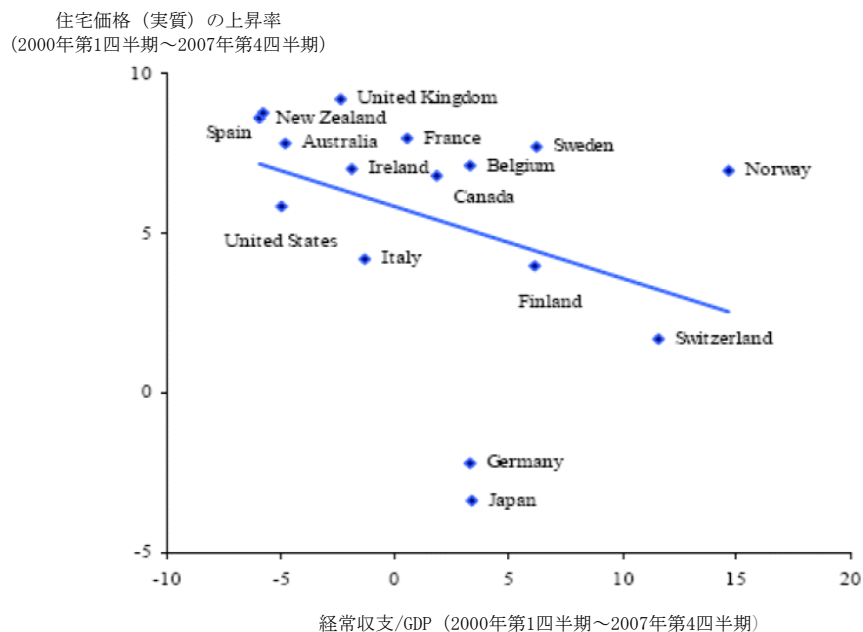
一方、一部の先進国では、経済成長力の減退に対して金融緩和政策による需要刺激策を取った結果、資産市場（特に不動産市場）が実体経済から乖離して急激に成長し、バブルが形成されることがしばしばあった。バブルを支える諸条件（通貨供給量及び市場に関する期待）が崩れると、不動産市場もたちまち崩壊する。ドイツを除く米国、日本、英国、アイルランドなどの先進国は「ポスト工業化」時代に新たな経済成長のエンジンを見出すことができず、不動産や金融業に過度に依存した結果、その後の危機を招いたのである。

図表 3 に示す通り、先進国のうちドイツ、日本を除く国は、経常収支が赤字（スペイン、ニュージーランド、米国、オーストラリア、英国、アイルランド、イタリア、フランス）であれ、黒字（ノルウェー、スウェーデン、フィンランド、ベルギー、カナダ）であれ、住宅価格（実質）が急速に伸びており、上昇率はいずれも米国を上回っている。

経済協力開発機構（OECD）は 2005 年に示した見解の中で、過去の事例を基に、不動産市場の発展は、実体経済の景気動向とほぼ一致するか、やや遅れて推移すると指摘している。ただし、今回の不動産価格の異常な高騰は、実体経済の景気動向とは完全に乖離している。図表 4 でも見られる通り、1990 年代中盤以降、OECD 加盟国では GDP のマイナス成長が常態化する一方、住宅価格は史上最高を記録した。

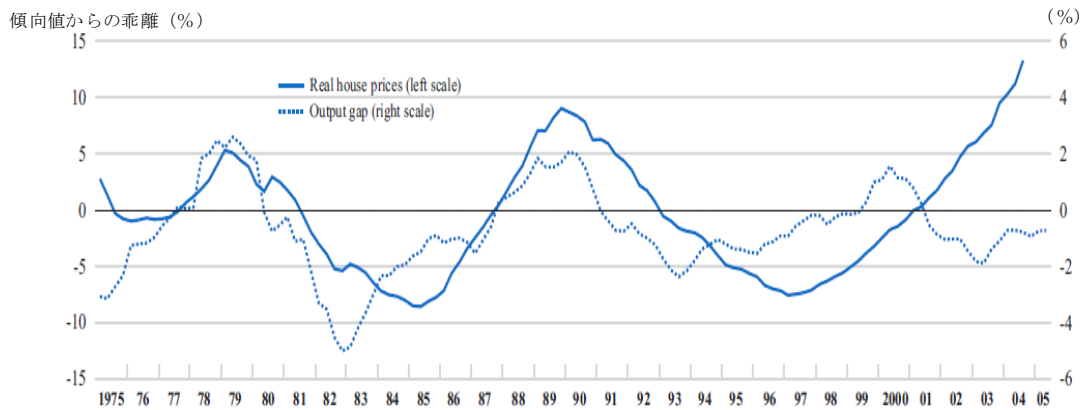
2000 年以降、先進国では企業部門が貯蓄の担い手になる異常事態が起きている。2000～2004 年の間、G6（米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリア）では、企業部門の貯蓄額が 10 兆米ドルを増え、新興国全体における経常収支黒字の 5 倍に達している（図表 5）。米国では、何度も不景気を経験する中で、各企業ともバランスシートの改善を進めてきたが、2001 年からの IT バブル以降はこの傾向がさらに鮮明になり、企業部門の貯蓄率が最も大幅に増え、貯蓄拡大の局面が最も長く続いた。このほか、企業部門は株式や現金などの金融資産も大幅に増やしている。自社株買いには税制上の優遇措置があるものの、金融担当者へ

図表 3 実体経済から乖離する先進国の住宅価格（実質）の上昇率



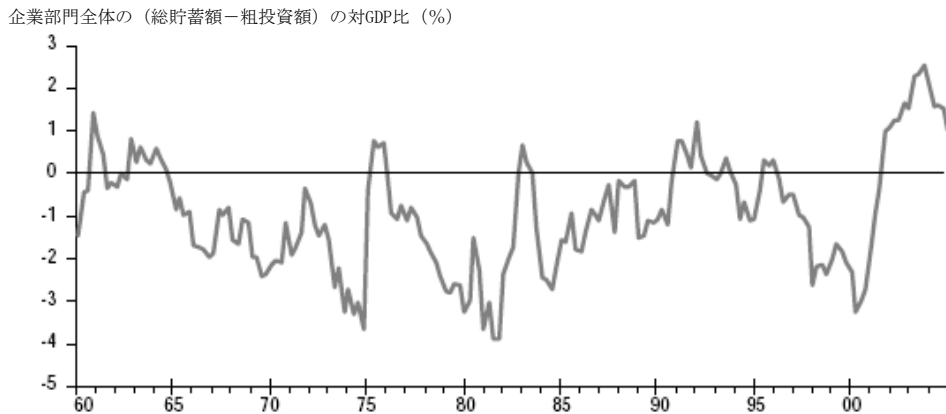
(出所) Ray M. Valadez, "The Housing Bubble and the GDP: a Correlation Perspective", Pepperdine University, 2010

図表4 経済成長サイクルから乖離する OECD 諸国の住宅価格（実質）



(注) 1. 線形トレンドを用いて住宅価格（実質）からトレンドを除去している。
 2. OECD 諸国のデータは、2000年購買力平価ベース GDP に基づく加重平均値。
 (出所) 『OECD 経済見通し』（2005）

図表5 複数回の不景気を経て米国では企業部門の貯蓄率が上昇



(注) ここでは金融機関を除外していない。
 (出所) Jan Loeys et al., "Corporates are driving the global saving glut", J.P. Morgan, 2005

のアンケート結果からは、出資者が自社株買いより配当の方を好むことが分かっている。つまり、会社が自社株買いを行うのは良い投資機会に恵まれない場合のみであり、配当を支払う代わりに買い戻しを行うことはない (Brav, 2003)³。資産市場が過熱する一方で企業の投資意欲が低迷している状況は、1980年代の日本と酷似している。

2) 不動産市場ハードランディングの第二の法則

第二の法則として挙げられるのは、不動産が重要な金融資産になると、経済システム、金融システムにリスクをもたらす重要な要因になることである。不動産が企業や家庭にとって重要

³ 米国において自社株買いがしばしば行われるもう一つの理由に 1990年代に導入されたストックオプション制度がある。この制度が存在するため、経営者は会社による自社株買いによって高値が維持されることを強く望んでいる (Weisbenner, 2000)。

な金融資産になると、不動産を担保とする信用創造が促され、不動産市場は実体経済とかけ離れた好況を呈し、経済の過熱につながりやすくなる。また、ひとたび不動産市場の調整が始まれば、ローン返済の滞納による住宅の差し押さえが悪循環の引き金になってしまう。

2002年、米国において不動産は有形資産の36%を占めたが2007年にはこの比率が38%に上昇した。これに呼応するように、機器・設備・ソフトウェアの比率は14%から11%に低下した。また、不動産担保ローンによる融資額が商工ローンや消費者ローンの融資額を大きく上回り、不動産担保証券は国債に代わり、債券市場において固定利回り型商品の主力となった。2005年には米国の家計部門において、不動産が総資産に占める割合は33%に達した。

3) 不動産市場ハードランディングの第三の法則

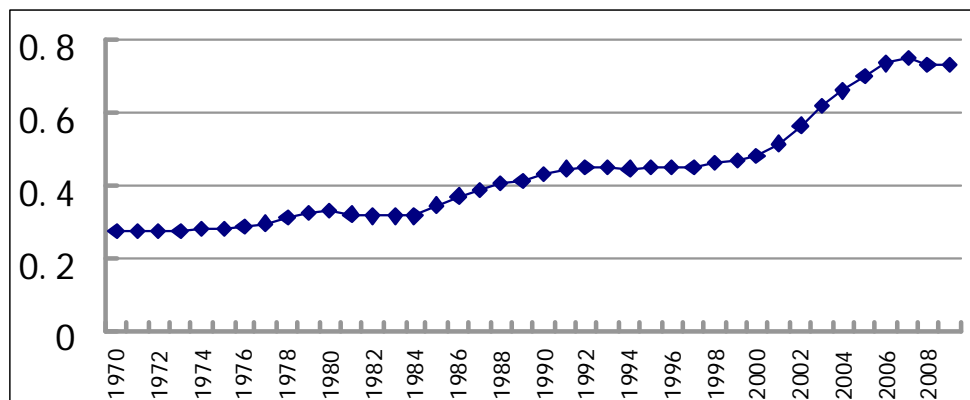
第三の法則として挙げられるのは、不動産が負債で購入される比率（負債比率）が過度に上昇すると、リスクが急激に高まることである。米国におけるサブプライム危機は、資産の証券化を利用して金融機関が住宅購入能力を持たない個人（サブプライム層）に対して融資を提供し、経済全体の負債比率が急激に上昇し、最終的に債務超過に陥ったために発生した。2000-2007年、米国、英国、カナダ、西欧における住宅ローン残高の対GDP比はそれぞれ73%、81%、49%、44%で、2000年よりそれぞれ25ポイント、27ポイント、9ポイント、13ポイント上昇している（図表6）。中でも住宅ローン担保証券を利用した取引の残高の伸びは著しい。

米国における住宅ローン残高の対GDP比は年々上昇している。2000年以降、過去のデータに基づくトレンドから乖離して、大きく上昇した。住宅ローン残高の対GDP比は2000年の48.2%から、2007年には史上最高の75%に達し、7年間で27ポイント近く伸びた計算になる。一方、1980～2000年を見ると、20年間でわずか15ポイント伸びたに過ぎない。

日本は1980年代後半のバブル経済の時期、一般市民や企業が投機的な投資活動に参加した。銀行や証券会社はこの動きを助長し、土地や株式が担保になっていれば、ためらうことなく融資を提供（土地価格が上昇し続けるとの期待もあって、一部では担保価値を上回る融資が行われた）し、顧客に対して株式や債券、投資信託の購入を呼びかけた。このように、バブルは資

図表6 1970年以降の米国における住宅ローン残高の対GDP比の急伸

(担保ローン残高/GDP)



(出所) Roberto Cardarelli and Deniz Igan, "The Changing Housing Cycle and The Implications For Monetary Policy", 2009, FED

本市場の循環を通じて拡大していった。しかし、ひとたびレバレッジを解消する過程に入ると、金融システムに対するリスクやマクロ経済に対するリスクが表面化したのである。

Ⅲ、中国における不動産市場の現状

2011年、中央政府は引き続き不動産市場への調整策を強化し、需要の抑制と供給の増加を並行して進め、これまでよりもきめ細かな行政的、経済的措置を打ち出してきた。2011年1月に公布した「一部都市における住宅価格の急激な上昇の断固たる抑制に関する国務院通知（略称：国八条）」や、住宅資産税の導入に向けた試行措置が相次いで実施に移され、「限購（住宅購入件数規制）」、「限価（住宅価格規制）」、「限貸（住宅ローン規制）」などの政策が本格化した。住宅購入件数規制の対象都市は2010年には20都市に満たなかったが、2011年になって40都市余りへと大幅に増加した。7月初めには、国務院常務会議で対象都市を地方都市（二線都市、三線都市）へ拡大する方針を発表、台州や珠海などの都市でも住宅購入件数規制が導入され、規制対象となる都市は50都市近くまで増えた。また、2011年10月末現在、1,000万戸の保障性住宅（中・低所得者向けの分譲住宅及び公営賃貸住宅）の建設計画が前倒しで実現した。

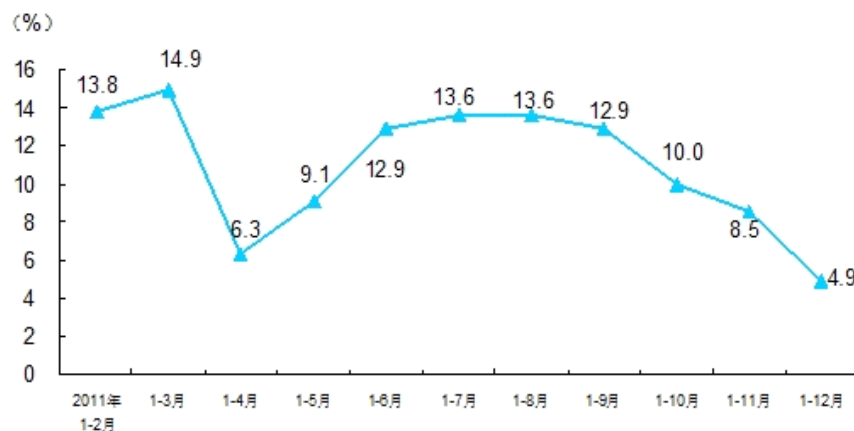
2011年の中国における不動産市場の状況については、以下の特徴が挙げられる。

1. 不動産取引量の伸び率が第2四半期と第4四半期に急減

2011年の全国の住宅・商業用不動産（オフィスビル、商業用店舗）の分譲販売面積は10億9,900万㎡で、前年より4.9%増えたものの、伸び率は前年より5.7ポイント縮小、同年1～11月に比べても3.6ポイント縮小した（図表7）。内訳を見ると、住宅販売面積が3.9%増、オフィスビル販売面積は6.2%増、商業用店舗面積は12.6%増だった。

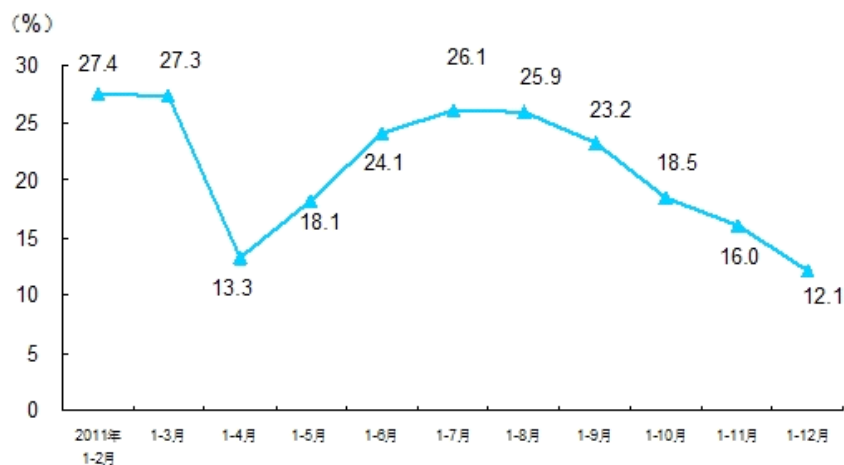
2011年の住宅・商業用不動産の分譲販売額は5兆9,119億元で12.1%増で、伸び率は前年比で6.8ポイント下落、同年1～11月と比べても3.9ポイント下落した（図表8）。内訳を見ると、住宅販売額が10.2%増、オフィスビル販売額は16.1%増、商業用店舗販売額は23.7%増であった。

図表7 全国の住宅・商業用不動産の分譲販売面積の伸び率



（出所）中国国家统计局

図表 8 全国の住宅・商業用不動産の分譲販売額の伸び率



(出所) 中国国家统计局

2. 不動産開発投資額の伸び率は高水準から下降傾向に

2011年の全国の不動産開発投資額は6兆1,740億元となり、前年より27.9%増えたが、伸び率は前年より5.3ポイント縮小し、同年1~11月と比べても2ポイント縮小した(図表9)。不動産開発投資額のうち、住宅開発への投資額は4兆4,308億元で前年比30.2%増、増加率は同年1~11月に比べて2.6ポイントの下落で、不動産開発投資額全体に占める比率は71.8%だった。

2011年の全国の不動産開発業者による住宅・商業用不動産の施工面積は50億8,000万㎡で、前年より25.3%増、伸び率は前年より1.2ポイント縮小し、同年1~11月と比べても2.6ポイント縮小した。そのうち、住宅施工面積は38億8,400万㎡で23.4%増となった。

2011年の住宅・商業用不動産の新規着工面積は19億100万㎡で、前年比16.2%増であった。伸び率は前年より24.4ポイント縮小し、同年1~11月と比べても4.3ポイント縮小した。住宅の新規着工面積は14億6,000万㎡で、前年比12.9%増となった。

2011年の住宅・商業用不動産の竣工面積は8億9,200万㎡で、前年比13.3%増であった。伸び率は前年より5ポイント拡大したが、1~11月より9.0ポイント縮小している。住宅竣工面積は7億1,700万㎡で、前年比13.0%増となった。

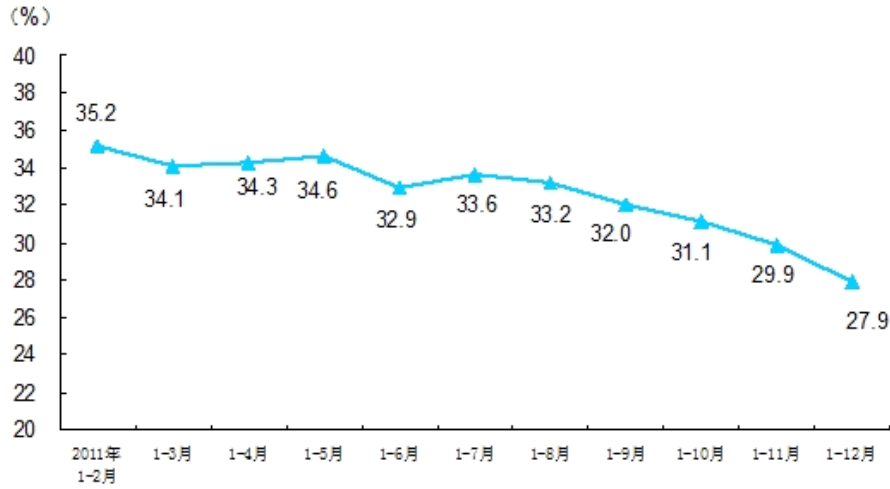
3. 分譲用住宅・商業用不動産の空室面積が拡大

2011年末時点の全国の分譲住宅・商業用不動産の空室面積は2億7,194万㎡となり、同年11月末と比べ1,763万㎡増となった。うち住宅の空室面積は1322万㎡増、オフィスビルは115万㎡増、商業用店舗は203万㎡増となった。

4. 土地購入面積と土地取引成約額が急速に減少

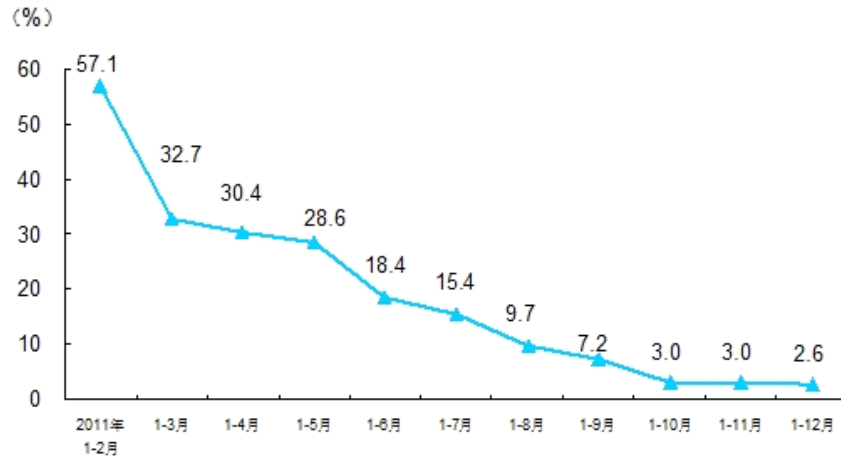
2011年の全国の不動産開発業者による土地購入面積は4億1,000万㎡で、前年より2.6%増えたが、伸び率は前年比22.6ポイント縮小し、同年1~11月と比較しても0.4ポイントの縮小となった(図表10)。土地取引成約額は8,049億元で1.9%下落した。2010年は59.3%の伸び率を記録していたのに対し、同年1~11月は4.3%増に過ぎなかった。

図表9 中国の不動産開発投資額の伸び率



(出所) 中国国家统计局

図表10 全国不動産開発業者の土地購入面積の伸び率



(出所) 中国国家统计局

2011年1～11月の時点で住宅用地の取引成約面積と地価水準は、引き続き2010年の同時期を下回っている。取引成約面積は11.0%の減少、ビル用地の地価は9.9%の下落となった。一方、北京などの十大都市では、成約面積が23.5%減少、地価が14.1%の下落で、下げ幅が全体を上回った。うち天津や杭州の成約面積は下げ幅が30%前後に達し、上海や南京のビル用地の平均地価は40%余り下落した。

5. 多数の都市で対前期比で下落、一部都市では対前年比でも下落

新築分譲住宅（保障性住宅を除く）の価格変動状況を見ると、2011年12月単月で、70の大・中規模都市のうち、前期比（＝前月比）で価格が下落した都市は52都市あり、横ばいが16都市であった。前期比で下落した都市が11月に比べて3都市増加したことになる。前期比で上昇した2都市の上昇率はいずれも0.1%である。前年同月比では、大・中規模の70都市のうち、価格

が下落した都市は 9 都市となり、11 月より 5 都市増えた。上昇率が縮小した都市は 55 都市に上る。12 月、前年同期比での上昇率が 5.0%以下に留まった都市は 60 都市あった。

一方、2011 年 12 月単月の中古住宅価格の統計によれば、大・中規模都市 70 都市のうち、前期比（＝前月比）で価格が下落した都市は 51 都市、横ばいが 16 都市だった。11 月と比べ、下落あるいは横ばいの都市が 4 都市増加したことになる。前期比で価格が上昇した都市では、上昇率はいずれも 0.2%以内だった。また、前年同月比では、70 の大・中規模都市のうち価格が下落した都市は 29 都市あり、11 月より 8 都市増加した。前年同期比での上昇率が縮小した都市は 33 都市あった。前年同期比の上昇率が 5.0%以内に留まった都市は 34 都市あった。

6. 不動産業者の資金繰りが悪化

2011 年、不動産開発業者の資金調達額は 8 兆 3,246 億円で、前年より 14.1%増加した。伸び率は 2010 年より 12.1 ポイント縮小し、2011 年 1～11 月に比べ 4.9 ポイント縮小した。うち国内融資利用額は 1 兆 2,564 億円で 2010 年と同額、対内直接投資（FDI）額は 814 億円で 2010 年と比べ 2.9%増、自己資金が 3 兆 4,093 億円で同じく 28.0%増、その他資金は 3 兆 5,775 億円で同じく 8.6%増だった。その他資金のうち、契約金・前受金は 2 兆 1,610 億円で 2010 年と比べ 12.1%増、個人向けローン融資額は同じく 8,360 億円で 12.2%減となった。

IV. 現段階における中国不動産市場の四つの特徴

次に述べる通り、中国の不動産市場には西側諸国の不動産市場とは本質的に異なる四つの特徴がある。このため、単純に海外における不動産市場の推移を中国の不動産市場に適用してその動向を予測することはできない。

1. 中国の不動産市場は発展途上にあり底堅い需要が存在

中国の不動産市場は 20 世紀末に誕生したばかりで、まだ十年余りしか経っておらず、なお発展の初期段階にある。市場の成熟度から見ると、北京、上海など少数の大都市（一線都市）で近年ようやく中古住宅の取引量が 60%程度にまで上昇してきたものの、成熟市場への道のりは長く、他の都市にとってはさらに遠い将来になるだろう。

現在、中国では「人口ボーナス」がまだ続いており、都市化率もまだ 50%に達していない。20 年後に都市化率が世界平均レベルの 70%程度に達するとすれば、年間 1,500 万人程度の農村人口が都市に移動することになる。過去 10 年間、中国の一人当たり所得は平均で年間 12%成長している。現在、多くの省が一人当たり所得の「五ヵ年倍增計画」を打ち出しているが、これに基づけば今後 5 年間の一人当たり所得の平均成長率は 19%に達することになる。所得が急増すれば、不動産に対する需要が大量に喚起され、価格引き下げによって販売量を伸ばすための前提条件が生まれる。流通する通貨が潤沢な市場環境においては、不動産相場が適正に調整されれば、多くの買い手が市場に参加する時期がやって来るだろう。

2. 構造改革の途上にある中国の不動産市場

不動産市場は（不動産の取引を行うという）社会的な役割を持つ一方で、商品市場と資産市場の両方の性質を兼ね備えている。国際社会を見ると、主要先進国では、形こそさまざまであるも

のの、必要に応じて保障性住宅を提供しているだけでなく、さまざまな人々の住宅需要に対応して多様な住居が存在し、合理的な住宅制度が整備されている。

一方、中国では社会保障型住宅の供給量がなお著しく不足している状況である。保障性住宅の比率は 10%に満たず、低所得層の住宅需要に対応しきれていない。ましてや中間層向けの住宅制度はほとんど整備されていない。「第 12 次五カ年計画」の期間、中国では新たに 3,600 万戸の保障性住宅を建設する予定であり、これにより都市住民に提供される住宅のうち、保障性住宅の比率を 20%程度に高めようとしている。住宅供給に構造的問題が存在する一方、政府の投資活動や不動産市場への介入など、改善策を打ち出す余地は十分にある。住宅制度の整備は、不動産市場の安定化にも寄与するだろう。

3. 不動産業の金融リスクは主に産業連関の波及経路を通じて発生

中国における不動産の負債比率は低いものの、金融商品としての性格は大きく強まっている。中国の不動産市場における負債比率は高くはない。銀行からのローン借入時に必要な頭金の比率も先進国より高く、中古住宅市場では住宅担保ローンの提供率が 60%程度にとどまる。文化的な背景から、中国人は大量の負債を抱えることを好まず、繰り上げ返済をよく行うため、家計部門の負債比率は全体として低い。2010年現在、住宅ローン残高の対 GDP 比はわずか 28%である。他方、金融危機直前の 2006 年、米国の家計部門における債務残高は GDP の 170%に達していた。銀行システムの側から見ると、中国の不動産関連融資（土地購入融資、開発融資、住宅購入融資）が貸出残高全体に占める比率は 20%程度であり、担保付きローン融資残高は GDP のわずか 12%で、米国より 60 ポイント低く、住宅ローン融資の証券化比率はほぼゼロである。現在、新築住宅の負債比率はわずか 2 倍程度、中古住宅に至っては 2 倍未満であり、数倍から数十倍に及ぶ西側諸国の負債比率に比べてはるかに低い。

他方、中国における不動産の金融商品としての性質は強まりつつある。住宅価格が絶えず上昇する中で、投資目的で住宅を購入する割合が増えている。民間の流動性が潤沢であることが住宅価格を押し上げる主な要因であり、都市化による需要の喚起がすべての原因というわけではない。不動産投資は資産価値の維持が目的である場合が多く、相当部分が現金決済で購入される。流動性を獲得する必要がない限り、たとえ不動産価格が変動しても、これらの投資家が集団的な投げ売りに走るとは考えにくく、海外で見られたような相場の暴落は起きにくいだろう。

このほか、中国の不動産市場では新築が主体であるため、川上・川下の関連業界への影響が大きく、地方の財政収入に対する貢献度も大きいため、不動産業は名実ともに「柱」となっている。また、不動産市場における投資や取引の規模はマクロ経済にも幅広い影響をもたらしている。2010 年、不動産部門の生産額は GDP の 5.56%を占め、不動産・建設業が GDP に占める割合は 12.22%に達した。2009 年と 2010 年の全国の土地権利譲渡による収益はそれぞれ 1 兆 5,900 億元、2 兆 9,100 億元に達した。

つまり、中国では不動産をめぐる金融リスクは高まっているものの、当該リスクは不動産業界におけるデレバレッジ（負債の返済を通じた市場の収縮）過程にはなく、主に産業連関を通じて波及するルートに存在する。これは、以下の点を示している。一つ目は、マクロ経済の安定を保ち、地方において必要な財政収入を確保するための措置は、いずれも不動産市場の調整局面で発生する金融リスクを抑制する効果があるという点である。二つ目は、不動産市場における金融リスクが表面化するまでには、連続的推移から非連続的推移に転換するプロセスがあるため、政府

には不動産市場で必要な調整を進め、金融リスクを解消するための十分な時間や余地が与えられているという点である。

4. 不動産価格の適正化は不動産市場の健全な発展のため

2010年以降、不動産市場の長期的かつ健全な発展を促すため、中国政府は土地、融資及び一部の行政措置を総合的に運用して不動産価格の急激な上昇を抑えるとともに、不動産の金融商品としての性格を薄めている。

政府による不動産市場調整の目的は、不動産価格の適正化により、不動産市場の長期的かつ健全な発展を促すことにある。現在のところ、住宅購入件数規制や住宅ローン規制は、なお住宅価格の急激な上昇を抑える役割を実際に果たしている。現在、一部の都市では不動産価格が下落しているが、政府による主体的な調整策が奏功した部分が大きく、不動産市場の不振や成長力の欠如によるものではない。今後の中国不動産市場の動向に対して、政府には政策の期間や程度を調整する余地が十分にあるといえよう。

V. 不動産業界のハードランディング回避に有利なマクロ条件

不動産市場の調整局面が金融リスクやマクロ経済の動揺をもたらすか否かの鍵となるのは、経済や不動産市場そのものの成長力、不動産市場における負債比率のほか、マクロ経済のデレバレッジの過程が短期流動性や償還能力に与える影響に対してどう対処するかである。マクロ経済の視点からみれば、中国には不動産部門のハードランディングを回避するための有利な条件が備わっている。

1. 経済の急成長を維持する潜在力

発展途上国である中国では、都市化、工業化、市場化、グローバル化がもたらす成長力がまだ完全に発揮されていないため、さらなる経済成長の伸びしろがあると見られる。より重要な点は、制度や構造にも大きな改善の余地があり、13億の人口がもたらす内需もまだ十分に開拓されていないことである。このため、今後の成長率が過去30年に比べてやや下降したとしても、依然として高い成長力を保つ潜在力がある。

2. 金融のシステムリスク対応能力が大幅に向上

近年、中国の金融機関におけるリスク管理や基礎的な制度の整備が大きく進んでいる。2011年第3四半期、中国資本の銀行における加重平均自己資本比率は12.3%に、貸倒引当金の引当率は270.7%に達し、自己資本(Tier1)及び貸倒引当金の総額は6兆元を超えた。2011年の第1～3四半期の純利益は8,173億元、資産利益率は1.38%、資本利益率は22.1%に達した。

10年前と比べ、中国の商業銀行のリスク対応力は大幅に改善され、住宅価格の適度な変動が、金融システムの安定的な運営に影響を来たすことはないだろう。このほか、中国の資本取引規制がなお撤廃されず、海外からの資金の動きは大きく制約されているため、国内資産市場に対する影響力も限られている。

3. 政府には最終局面で十分な流動性の提供が可能

中国には現在、3兆米ドルを超える外貨準備があり、約16兆元の預金準備金（21%の法定準備金）があり、さらに2兆元の中央銀行手形がある。商業銀行は4兆元余りの国債を保有している。中央銀行には政策を調整し、不動産相場の調整による流動性の問題に対応する十分な能力と余地がある。

4. 潤沢な財政の裏付け

経済の急発展に伴い、中国の財政収入も年々増えており、2011年には10兆元に達する見通しである。同時に、中国は財政赤字の水準、公的負債比率とも国際的な警戒ラインを大幅に下回り、財政の安全性は西側諸国よりはるかに優れている。このほか、中央政府と地方政府には数十兆元の国有資産があり、必要時には財政不足の補てんが可能である。

VI. 不動産市場の調整とハードランディング回避策

住宅価格が一般住民の購買力を大きく上回る都市が増えたため、社会生活やビジネス活動のコストが上がり、社会的緊張をもたらす重要な要因となっており、さらなる構造調整や長期的な経済の安定成長には不利となっている。不動産市場への調整を怠れば、中国により大きなリスクをもたらされるであろう。

ただし、不動産市場が本格的な調整局面に入った際に、適切な対応策をとることができなければ、ハードランディングとなる可能性は高まる。これに対し、中国政府として不動産の価格、取引量、投資額がある期間において下降または低迷することや、一部不動産業者の淘汰が行われることも容認すべきである。一方で、十分に警戒を続けた上で政策の準備を行い、経済・社会の不動産業界の調整に対する抵抗力を養う必要がある。これこそ、不動産市場の調整局面で動揺を免れるために不可欠なことである。

1. 民間資金調達と不動産市場の「囚人のジレンマ」⁴の克服

中国の不動産市場の需要は、調整局面を経てようやく健全な発展ルートに入ることになるだろう。ただ、さまざまな原因によって市場が「囚人のジレンマ」状態にある中、外部の力を借りて膠着状態を打開する必要がある。ここで、民間資金調達市場の調整や規範化が、一つの契機になるだろう。

第一に、民間資金調達市場における高利貸は、不動産資産に抵当権を設定している。彼らは流動性を獲得するために不動産の投げ売りを余儀なくされるため、不動産市場には外部から下げ圧力が働くことになる。

第二に、正規の資金調達ルートが狭められたため、一部不動産会社は民間資金調達市場に資金調達の場を求めている。2011年9月末現在、中国における土地信託残高は6,798億元に達し、2010年末より57.2%増加した。土地信託が最初の満期のピークを迎えるのは2012年2~3月で

⁴ 協力をすることが双方にメリットをもたらす可能性があったとしても、裏切りの可能性があるために協力することが困難である状況を指す喩え。不動産市場においては、売り手と買い手が取引を行えた方が望ましい状況であるにもかかわらず、売り手は価格を吊り上げ（または下げない）、買い手は取引を手控え、成約件数が減少することを指している。

ある。大まかな集計によれば、2012年に満期を迎える資金は1,758億元、また同年7月がピークの504億元となる見込みである。2012年は、第1四半期に366億元、第2四半期に368億元、第3四半期に716億元、第4四半期に309億元の満期を迎える予定である。不動産業界に対する調整措置を緩めない限り、不動産業者はより厳しい資金繰りを迫られ、不動産売却による資金回収を急ぐことになるだろう。このため、民間資金調達市場の規範化を通じて、不動産市場の調整を促し、下げ圧力を開放するべきである。

2. 市場に対して地方政府融資プラットフォーム会社への全体的対策を明示

地方政府の債務リスクは、不動産市場の調整局面に伴うもう一つの懸念材料である。現在のところ、地方政府融資プラットフォーム会社の全体状況・構造は明確であり、対処方針も明確である。審計署（会計検査院に相当⁵）や銀行業監督管理委員会が把握した状況に基づき、早期に明確な全体的対策を発表し、条件を満たした地方政府融資プラットフォーム会社に対しては、返済猶予措置などで流動性を支援するとともに、損失負担の原則を明確に示す必要がある。これにより、市場が地方債務リスクを的確に判断し、集団心理がもたらす不要なリスクを回避することが可能となる。

3. 住宅購入規制の範囲調整と投機的行為を防ぐ所得税・不動産税の導入

市場でひとたび下方調整が始まると、不動産市場の常として、自由落下のような暴落が起きやすい。ここでは、市場観測や観測の現実化が鍵となる。ひとたび市場で明確な住宅価格の継続的下落の観測が生じれば、現在実行されている一部政策（住宅購入件数規制など）が効果を失う。このため、政策対象範囲を適宜調整し、海外居住者や非居住者による必要性を伴わない住宅購入に的を絞った規制を行うことが望ましい。

調整と同時に、住宅取引に対する所得税・不動産税などを導入して投機的行為を抑制し、市場観測の変動による新たな投機ブームを抑える必要がある。政策調整を通じて、市場に「居住目的は奨励、投資目的は規制」という明確なシグナルを送る必要がある。中国にとって、不動産市場のハードランディングを防ぐカギとなるのは、一定の取引件数と投資額を維持することである。このため、適正な価格変動により、取引件数の変化を促すことが政策の方向性となる。

4. 保障性住宅の新規建設抑制と未完成物件の保障性住宅への改造

不動産市場の調整局面により、開発業者の淘汰は避けられず、一部業者は市場からの撤退を余儀なくされるだろう。不動産会社の破産、再編が市場に不合理な悪影響をもたらさないよう、政府は十分な準備をしておく必要がある。たとえば、新規建設よりコストが小さい場合、建設途中で放棄された未完成物件や価格が暴落した分譲住宅・商業用不動産を、政府が保障性住宅に改造することも考えられる。2008年の金融危機の期間、韓国でもこのような手法が使われ、住宅価格の下落と保障性住宅の不足という矛盾が解決された。このため、中央政府は地方政府の保障性住宅の建設目標を引き下げ、重点を保障性住宅に関する制度構築や関連設備の整備に移すべきである。市場に相場調整の観測がひとたび生じれば、ただちに政府の資金投入を強化すべきである。これにより、不動産市場の調整が平穏に進み、保障性住宅システムの建設も促される。

⁵ 訳者注。

つまり、調整局面による不動産市場のハードランディングのリスクを回避するに当たり、中国にはマクロ経済の条件、政策的な余地が十分に与えられているといえる。もちろん、これだけでは不十分であり、政府は不動産市場の動向に注目しつつ、的確な判断を下し、不動産市場の適正な調整局面を容認するとともに、複数の要因によって引き起こされるリスクに対しては、迅速かつ合理的な対応を打ち出す必要がある。

著者紹介

張 承恵 (Zhang Chenghui)

国務院発展研究センター金融研究所 所長

1957年上海生まれ。1994年中国社会科学院大学院卒業、経済学博士。

中国金融学院助教授、国務院発展研究センターマクロ部などを経て、2011年より現職。主要著書に『高技術産業：発展規律とリスク投資』（共著）などがある。

陳 道富 (Chen Daofu)

国務院発展研究センター金融研究所総合研究室 主任

1976年生まれ。2002年中国人民銀行研究生院（大学院）卒業、修士。専門は金融政策と金融改革。

主要著書に『中国私募基金報告』、『証券投資基金』などがある。

- ・国務院発展研究センター（DRC）は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。

