

最近における中国の不動産価格の上昇について

国際局 武藤一郎・松永美幸・上山聡子・福本智之

Bank of Japan Review

2010年3月

最近の中国の不動産価格は、都市部を中心として上昇が顕著であり、中国政府も過熱の抑制に向けた取組みを強化してきている。不動産取引の実需動向や民間部門のレバレッジをみると、中国の現在の不動産市場は、列島改造論から地価が高騰した日本の1970年代前半の状況と似ている。当時、日本では、第一次オイルショックによって、地価はいったん下落したが、直ぐに上昇トレンドに戻っていった。都市化に伴う住宅実需が旺盛であったこと、そして、家計・企業のレバレッジが低く、大規模なバランスシート調整圧力を溜めこんでいなかったことが、地価の上昇トレンドを支えたと考えられる。これらの点は、現在の中国にもあてはまっており、先行き、中国の不動産市場で調整が起きても、1990年代の日本のバブル崩壊のような大規模なものにはならないという見方ができるかもしれない。もっとも、現在の中国には、地方政府の不動産開発インセンティブの強さや海外からの投機的な資金流入など、1970年代前半の日本にはなかった、不動産市場の過熱を強め得る幾つかの要因が存在する。これらの要因と政策当局の対応が、不動産市場に今後どのような影響を及ぼしていくかが注目される。

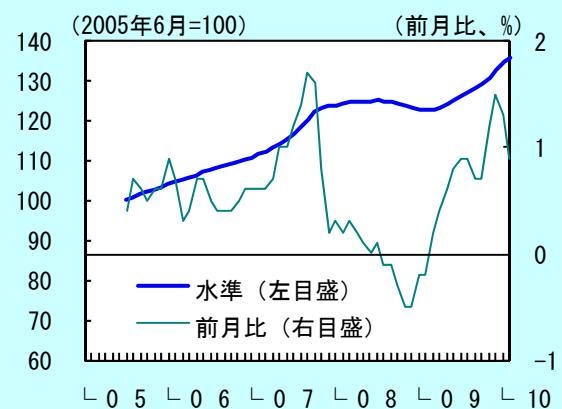
1. はじめに

最近の中国の不動産価格をみると、都市部を中心に上昇が顕著である。全国不動産価格は、過去の不動産ブームの反動と世界的な金融危機後の中国経済の急減速を受けて、2008年夏から09年初までは低下したが、その後上昇に転じ、09年末から2010年初にかけて、伸びを高めている。また、水準でみても、足許では、07～08年にかけての不動産ブーム期のピークを既に上回り、既往最高を更新している(図表1)。不動産価格のやや急速な上昇に伴い、その反動による調整がもたらす影響への懸念は徐々に強まっている。中国政府も、本年入り後、預金準備率の引き上げや、貸出を急増させた金融機関への窓口指導の強化など、過熱の抑制に向けた取組みを強化してきている。

本稿では、まず、最近の中国の不動産市場の動向を確認する。そのうえで、今後、不動産市場に調整が生じた場合、それがどの程度深刻になるか、過去の日本における不動産価格高騰期

との比較などを通じ、考察を行う。最後に、中国の不動産市場の過熱を適切に抑制し、中国が持続的な経済成長を実現するうえでの留意点を整理する。

(図表1) 不動産価格



(注) 全国、全用途。

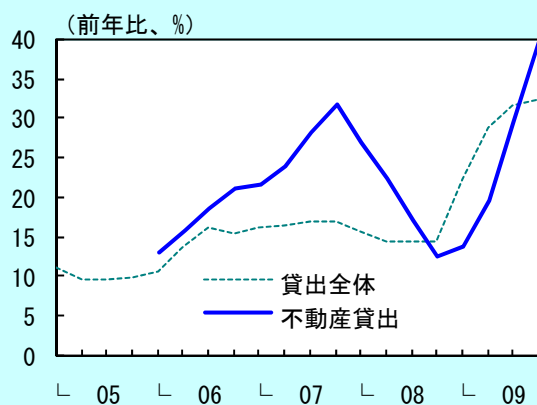
(出所) 中国国家统计局

2. 最近の中国不動産市場の動向

2008 年秋に深刻化した世界的な金融危機に対応するため、中国の金融当局は政策金利を数度にわたって引き下げたほか、それまで商業銀行に対して設定していた新規貸出額の上限（いわゆる「貸出総量規制」）を撤廃、融資拡大を奨励した。これを受けて、銀行セクターは 08 年末から融資姿勢を大幅に積極化し、政府による 4 兆元の大型景気刺激策に盛り込まれたインフラ投資プロジェクト関連などを中心に貸出を大幅に拡大した（図表 2）。

この間、不動産向け貸出は、当局の窓口指導もあって、2007 年秋から 08 年までは伸びが低下し続けた。しかし、09 年以降、特に後半になると、非常に緩和的となった金融環境を背景に、銀行は不動産関連融資を積極化させ、09 年末にかけて、不動産向け貸出の伸びは加速、全体の貸出の伸びを上回る姿となった。

（図表 2）不動産貸出



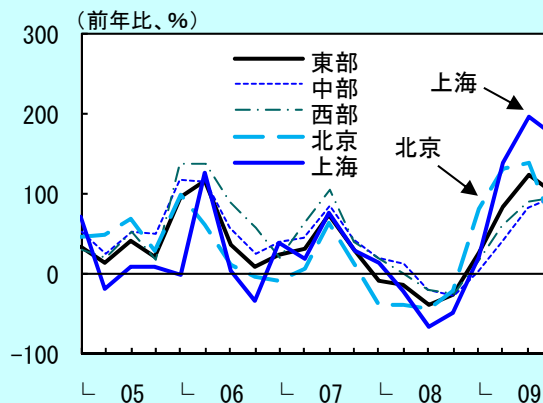
（出所）中国人民銀行

不動産販売も急速に伸びている。地域別にみると、上海や北京などの大都市を含む、東部で特に伸びが高まっているが、中部や西部などの内陸部も、東部の伸びを追いかける形で増加率を高め、現在では、全国規模で活況を呈している（図表 3）。

また、不動産価格の上昇率をエコノミー物件と高級物件に分けてみると、当局の価格コントロールが働いているエコノミー物件の価格は安定的に推移している一方で、高級物件の価格が、2009 年末にかけて、急速に伸びている（図表 4）。

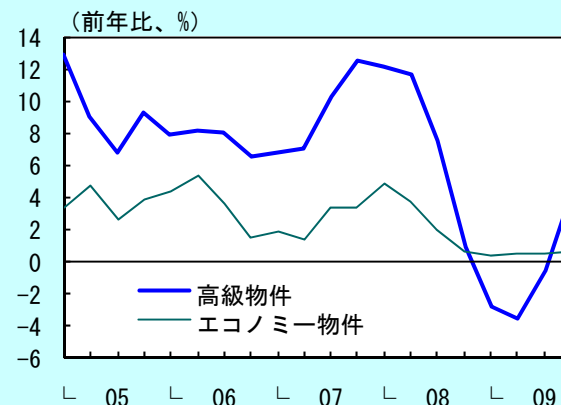
その結果、一部高級物件の価格は、都市住民

（図表 3）不動産販売額



（出所）中国国家統計局

（図表 4）物件クラス別の住宅価格上昇率



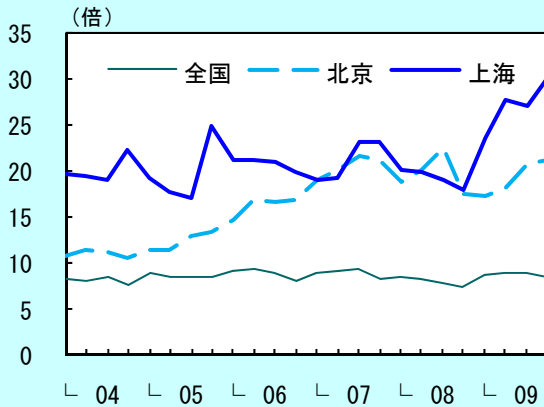
（注）エコノミー物件は、政府により価格の変動幅が統制された、中・低所得者向け物件。高級物件は、同等の立地における分譲住宅平均販売価格の倍以上の価格の物件。

（出所）中国国家統計局

の手の届かない水準に達している。北京や上海では、住宅の平均販売価格が、世帯年間可処分所得の 20～30 倍に達しているほか、上海では 2009 年中に、同比率が大きく上昇し、所得対比でみた不動産の割高感が急速に高まったことから、確認できる¹（図表 5）。一般に、不動産投機は高級物件を対象とすることが多いことを踏まえると、現在の中国での不動産価格の急速な上昇には、将来の値上がりを見越した投機的な購入も影響している可能性がある。

このような不動産市場の過熱感に対して、特に本年入り後、中国政策当局は、預金準備率の引き上げや貸出の窓口指導、2 軒目以降の住宅購入時の最低頭金比率引上げなど、過熱抑制に向けた施策を矢継ぎ早に導入している²。

(図表 5) 所得対比でみた住宅価格



(注) 各地の住宅平均価格/各地の一世帯当り年間可処分所得。

(出所) 中国国家統計局

3. 不動産市場における調整の可能性: 日本の資産価格高騰期との比較

以下では、今後、中国の不動産市場に仮に調整が入った場合、それがどの程度深刻になり得るか、過去の日本における不動産価格高騰期の状況との比較を通じて、考察を行なう。

過去の日本における不動産価格の推移を見ると、1960年代後半～70年代前半と、80年代後半に、特に急速な不動産価格の上昇が生じたことが確認される(図表6-①)。この2つの不動産価格高騰期は、その後の調整という点で、大きく異なっている。すなわち、70年代前半、不動産価格は73年にピークをつけた後、第一

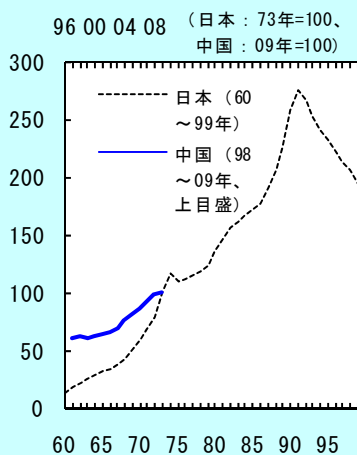
次オイルショックの発生により、74年に一旦やや下落したものの、比較的短期間で再び上昇に転じた。一方、不動産価格が80年代後半に急上昇した際は、90年をピークに下落に転じ、その後90年代を通じた長期的かつ大幅な下落となった。

日本の過去2回の不動産価格高騰期において、その後の調整の期間と深さが大きく異なった背景には、経済の成長段階が、両者で異なっていたことが挙げられる。すなわち、1970年代前半は、高度成長から安定成長への移行期とはいえ、依然高い潜在成長力を有していた時期であり、列島改造論を受けて都市化や産業構造高度化が進展し、国民所得が増加を続ける中で、不動産価格に対して自然な上昇圧力が加わっていた。一方、80年代後半には、都市化の進展、産業構造高度化が一段落しており、そうした中で発生した不動産価格の調整は、高度成長期のような高い潜在成長率を伴わなかったために、長く深いものになった。両者の比較からいえることは、仮に不動産市場の過熱が生じた場合でも、経済成長のどの段階で生じているかによって、その後の調整の深度は変わり得るということである。

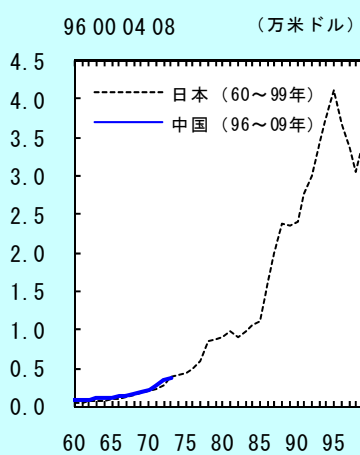
中国の成長段階を過去の日本と比較するために、まず一人当たり名目GDP(ドル換算値)をみると、現在の中国は、約3,500ドルであり、これを過去の日本と対比させると、1973年の水準(約3,800ドル)に最も近い(図表6-②)。

(図表 6) 日本の資産価格高騰期との比較

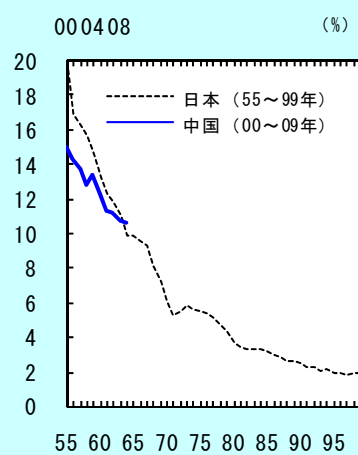
①不動産価格(指数)



②一人当たり名目GDP

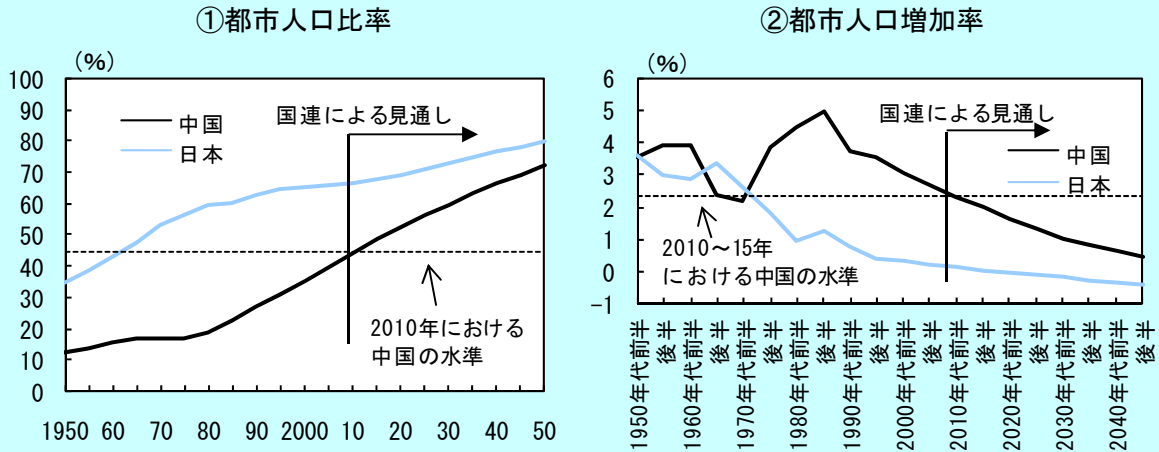


③第1次産業名目GDP比率



(出所) 内閣府、日本不動産研究所、中国国家統計局

(図表 7) 都市化の進展度

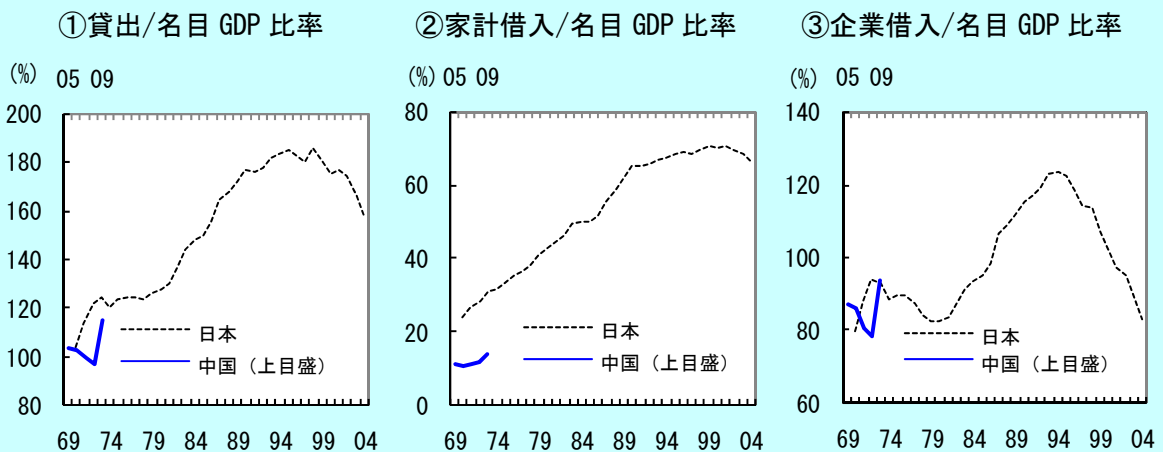


(出所) United Nations “World Urbanization Prospects: The 2007 Revision Population Database”

また、実質 GDP 成長率でみると、中国における過去 10 年間 (00~09 年) の平均成長率は 9.9% であり、日本の 73 年以前の 10 年間 (64~73 年) における平均成長率 (9.3%) と同程度である。一方、産業構造転換の進捗度の観点から、第 1 次産業名目 GDP 比率を見ると、2008 年現在の中国は約 11% であり、これは 1960 年代半ばの日本の水準に相当する (図表 6-③)。また、現在の中国の都市人口比率 (約 45%) は、日本の 1960 年初頭と同程度である (図表 7-①)。両国経済を単純に比較することはできないが、これらの指標を総合的にみれば、現在の中国の経済成長段階は、過去の日本でいえば 70 年代前半あるいはそれ以前に相当しており、潜在的な成長力は依然としてかなり高いと判断される。

特に、中国の現在の不動産価格の上昇には、都市化に伴う住宅購入の実需が、かなりの程度寄与しているとみられる。中国の都市人口比率 (約 45%) は、今後も比較的速いペースで長期間に亘り上昇していくことが見込まれている (図表 7-①)。日本では、高度成長期に、農村から都市への大規模な人口移動が生じ、これが住宅購入の旺盛な実需を生み出したが、現在の中国における都市化の進展は、当時の日本と同様に、不動産価格を実需面から押し上げる要因となっている。なお、日本の 80 年代後半における都市人口増加率は年平均 1% 弱に過ぎず、都市化が既に成熟した段階にあったことが確認できる。すなわち、日本の 80 年代バブル期は、都市化に伴う大規模な住宅実需を伴わずに不動産価格の高騰が生じたという点で、70 年代

(図表 8) 日本と中国のレバレッジ



(出所) 日本銀行、内閣府、中国人民銀行、中国国家統計局

前半の日本や現在の中国とは異なっているとみることができる。

最後に、不動産市場の調整の深刻さを想定するうえでは、債務主体のレバレッジ（負債による調達割合）の水準も、重要である。1980年代バブル期の日本経済や、現在の米欧諸国をみれば分かるように、企業や家計のバランスシートにおけるレバレッジの大幅な上昇は、その後の不動産市場の調整局面において、債務返済負担から、企業や家計の支出行動を抑制し、不動産市場の調整を深刻化させる可能性がある。

この点、中国における債務主体のレバレッジの規模を、金融機関総貸出の対名目 GDP 比で見ると、現在の中国は 110~120%程度であり、この水準は 1970 年代前半の日本に近い一方、ピーク時には 180%を超えるまでに拡大した 80 年代以降の日本と比較すると、低水準にある（図表 8）。家計と企業に分けてみると、中国における家計借入の名目 GDP 比率は 20%弱であり、80 年代末以降の日本と比較すると、3分の 1 以下に過ぎない³。

また、企業のレバレッジについてみると、中国では、2009 年に貸出が大幅に増加したことから、足許では企業借入の名目 GDP 比率が高まっている。しかし、過去の日本と比較すると、1970 年代前半の日本とほぼ同水準である一方、レバレッジが大幅に拡大した 80 年代後半以降の日本と比べれば、依然として低い水準にある。日本では、80 年代後半のバブル期に、企業が大幅に借入を行った結果、バブルが崩壊した後に、過剰債務問題が長期にわたって企業の投資支出を抑制した。しかし、中国では、近年、大企業を中心に投資資金を内部留保によって調達する割合が比較的高い⁴こともあり、レバレッジの水準は、過去の日本のバブル期に比べれば、抑制された状態にある⁵。このようなレバレッジの低さは、中国の企業部門での債務削減圧力が比較的小さいことを示している。

4. 不動産市場の過熱を強め得る要因

上記のような、潜在成長力の高さやレバレッジの低さは、中国で、現段階において、不動産市場の調整が生じるとしても、それが 1990 年代の日本のような深刻な調整とはならない可能性を示唆している。しかし、現在の中国には、

70 年代前半の日本にはなかった、不動産市場の過熱を強め得る幾つかの要因が存在する。

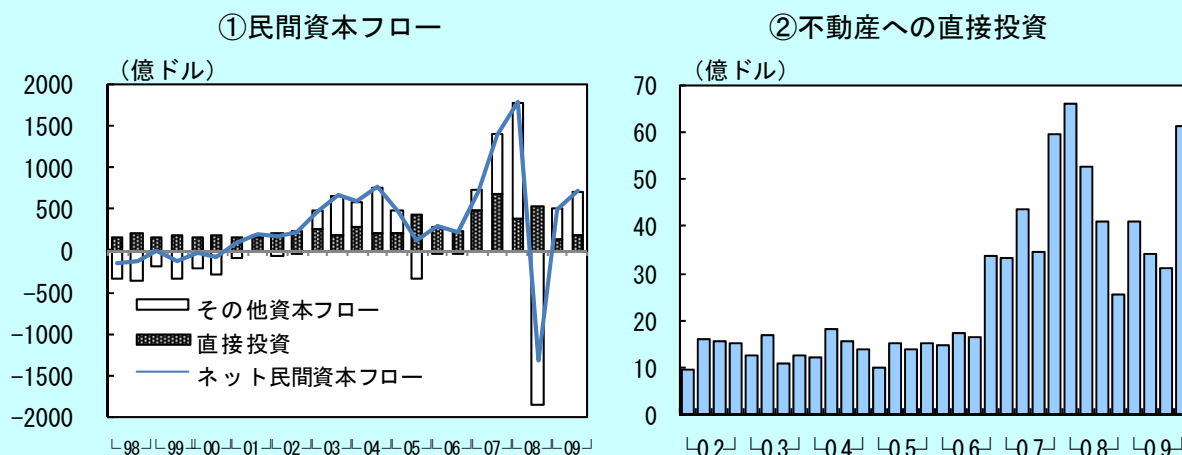
第 1 のポイントは、地方政府の不動産開発に対するインセンティブの強さである。1994 年の税制改革によって中央と地方の税率比率が調整されて以降、地方政府、特に下級の県政府は財源不足に悩まされ続けてきた。地方政府にとって財源不足を解消する重要な収入が不動産開発に伴う収入である。

2009 年における地方政府の財政予算収入は 3 兆 2,581 億元であるが、このうち、不動産関連の税金は 4,812 億元であり、予算収入の 15%程度を占める。しかし、地方政府の不動産収入は、予算外収入も含めると、これより遥かに大きい。地方政府が不動産開発により収入を得る典型的な方法は、政府が農民等の土地を従来の使用価値に近い価格で収用し、それを不動産ディベロッパーや自ら出資した「融資平台」と呼ばれる投融資企業に高値で譲渡するというものである⁶。こうした土地譲渡収入を主とする不動産関連収入の額は 09 年に 1 兆 3,965 億元（前年比 +35%）に達し、これらも含めた地方政府の財政収入に占める不動産関連収入の割合は、約 4 割に上るとみられる。

このような財政構造を持つ地方政府は、不動産取引が活性化することを歓迎する傾向があり、不動産ディベロッパーによる積極的な不動産開発や、地方商業銀行による不動産融資を、奨励するインセンティブを持つ。このため、中央政府が、不動産市場の過熱抑制に向けた融資抑制指導等の施策を打ち出しても、地方と中央のインセンティブ構造の相違から、過熱抑制の効果が想定どおりに現れない可能性もある。

第 2 に、海外からの資金流入の存在である。中国政府は、海外との資本取引に比較的厳しい規制を敷いている。それでも、近年は、中国経済の世界経済との結びつきの一層の強まりや、緩やかな資本規制緩和もあって、民間資本フローの規模と、振幅が大きくなっている。特に、当局の監視の外にある海外からの投機資金が、様々な形で、資本規制の抜け道を通して、中国国内に「ホット・マネー（熱銭）」と呼ばれる短期資金として流入していると言われる。中国の民間資本フローをみると、世界的金融危機が高まった 2008 年後半に流出超となったものの、

(図表 9) 中国の資産市場への海外資金流入



(注) 「その他資本フロー」は、「外貨準備増減－經常収支－直接投資」として試算。「ネット民間資本フロー」は「直接投資＋その他投資フロー」として計算。

(出所) 国家外貨管理局、中国人民銀行、中国商務部

09 年入り後再び流入超に転じ、09 年後半にかけて流入額が増加している。このうち、直接投資以外の「その他資本フロー」が顕著な振幅で動いており、この中には「ホット・マネー」も含まれていると思われる(図表 9-①)⁷。また、不動産業に対する直接投資も、09 年末にかけて増大している(図表 9-②)。

こうした海外からの資金流入は、現在の不動産市場の過熱感を高める要因にもなっている。海外からの投資資金は、現在の比較的厳しい資本規制の下でも、流出入のペースが速くなっている。このため、今後、中国の不動産市場に調整が生じることが投資家の間で懸念された場合には、急速な資金流出が生じ、調整を大きくさせる可能性もある。

5. おわりに：世界における中国経済のプレゼンスの高まり

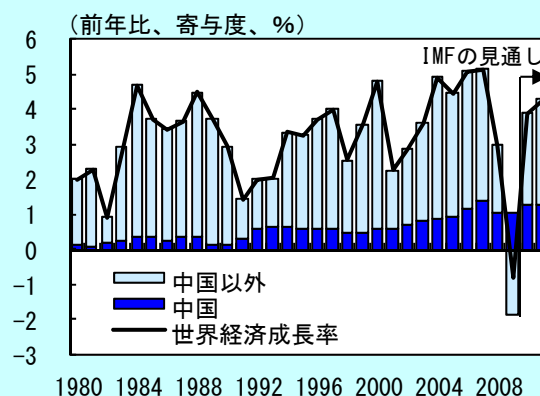
近年、中国は、世界の経済成長の牽引役としての役割を強めてきている。世界経済の実質成長率に対する中国の寄与度は趨勢的に高まっており、2007 年以降、米国を抜いて世界最大になっている(図表 10)。このため、中国経済が、資産市場の調整などをきっかけに、大幅に変動するようなことがあれば、世界経済に対して無視し得ない影響を及ぼす可能性も考えられる。

日本では、1970 年代に、地価がいったん下落した後、上昇トレンドに直ぐに戻ったが、第一次オイルショックによって、経済は、1973 年の

8%台の成長から、74 年のマイナス成長へと大きく落ち込んだ。つまり、潜在成長率が高く、資産価格の調整が小幅なもので済んだ場合にも、景気の大きな振幅は発生し得る。

中国の資産市場が健全に発展し、中国経済が安定的に成長することは、世界経済の回復モメンタムを維持するうえでも重要である。中国政策当局の対応が、引き続き注目される。

(図表 10) 世界成長率に対する中国の寄与



(注) 2010、2011 年は IMF による 2010 年 1 月時点の見通し。

(出所) IMF “World Economic Outlook”

¹ 所得対比でみた住宅価格は、一部の富裕層による取引が住宅価格を吊り上げている場合には、高めになる。北京や上海などの大都市で、所得対比でみた住宅価格が、全国平均よりも割高になっている背景には、所得格差が都市部で特に大きいことが影響しているとみられる。

² これ以外の不動産の過熱抑制策としては、例えば、個人

が住宅を転売する場合に、従来は購入後2年間に限り営業税を課していたが、昨年12月に、財政部が、課税対象期間を5年間に延長したことなどが挙げられる。

³ 昨年、中国指数研究院と搜房が共同実施した2009年中国不動産購入者消費調査研究によれば、住宅購入資金の調達について、アンケート回答者（北京・上海）のうち約6割が「自己資金による調達」（＝銀行からの借入なし）としている。

⁴ 世界銀行エコノミストのLouis Kuijs（2006）は、近年の中国企業の投資の主要な資金調達源は、急速に拡大した企業の内部留保であり、銀行の融資は人々が思うほど大きくないとしている（“How will China's saving-investment balance evolve?” World Bank Policy Research Working Paper No. 3958）。

⁵ 80年代後半の日本では、社債発行がかなりみられた一方、現在の中国での社債発行は未だ借入に比べると僅かである。これらを加味すると、現在の中国と80年代の日本とのレバレッジ格差は更に大きいとみられる。

⁶ 中国では、インフラ建設や不動産開発を「融資プラットフォーム」と呼ばれる地方政府が出資した投融資企業が、銀行借入や起債、または民間会社との共同出資という形で民間資金を呼び込んで実施することが多い。これにより、少ない財政資金でレバレッジを効かせた固定資産投資を行うことが可能となっている。投融資企業の正確な全体像は不明だが、例えば、09年11月23日付の中国の経済雑誌「財経」は、当局筋の情報として「現在、省・市・県など様々なレベルの地方政府が設立した投融資企業は全国で8,000社を超えており、これら投融資企業向けの銀行貸出残高は6兆円を突破している。そのうち固定資産投資向けの貸出残高は5兆円近い」と報道している。

⁷ 「ホット・マネー」の規模に関する議論の詳細は、露口洋介「近年の中国におけるホット・マネーの動き」（日銀レビュー、2009年7月）参照。なお、図表9-①における外貨準備増減の算出に当たっては、中央銀行と商業銀行間の為替スワップ取引、商業銀行による外貨での準備預金積立、外貨準備によるソブリン・ウェルス・ファンド（CIC）への出資、および外貨準備による国有商業銀行への資本注入を調整した。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行国際局 武藤一郎（E-mail : ichirou.mutou@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。