

# 景気調整期に入る中国経済

高島竜祐

北京五輪終了後、二〇〇八年の中国経済が昨年の一・九%という高成長から減速することは間違いない。注目されるのはその減速幅であり、米国発の金融不安と原油高が影を落とす世界経済の行方は、中国経済が軟着陸できるかどうかによって大きく左右される。不動産市場に着目して中国経済を展望してみよう。

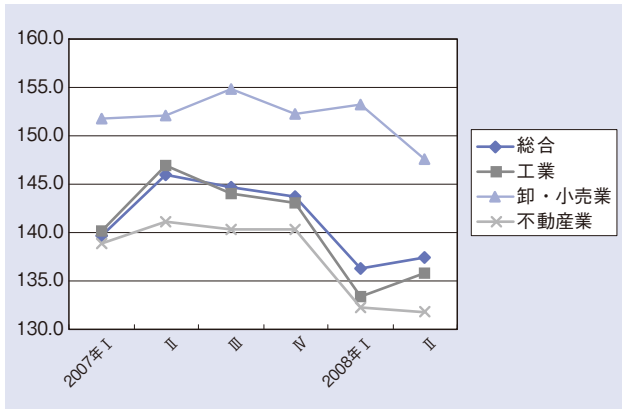
## ● 始まった不動産価格下落

### ① 深圳の不動産市場

北京五輪終了後に北京の景気が悪くなるという説は、北京の不動産投資がバブル状態にあり、それが崩壊するという見方が主な根拠になっている。この見方は、どうやら現実になりそうである。

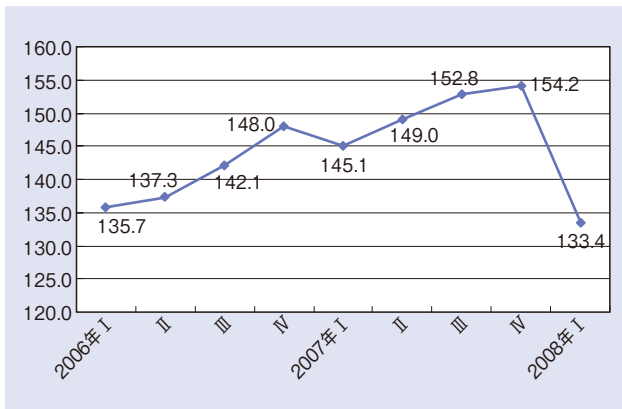
中国全体の不動産開発は依然として活況を呈しており、二〇〇八年一～五月の不動産開発投資は三一・九%増の九五〇〇億元余となっている。同時期の住宅施工面積も二六・六%増となっているが、販売面積は低下しており、作っても売れないために、不動産業の景気指数は全国でも北京でも二〇〇八年に入って低下傾向にある(図1、2)。

図1 企業景気指数(全国、四半期)



(出所) 国家統計局。

図2 不動産企業景気指数(北京市、四半期)



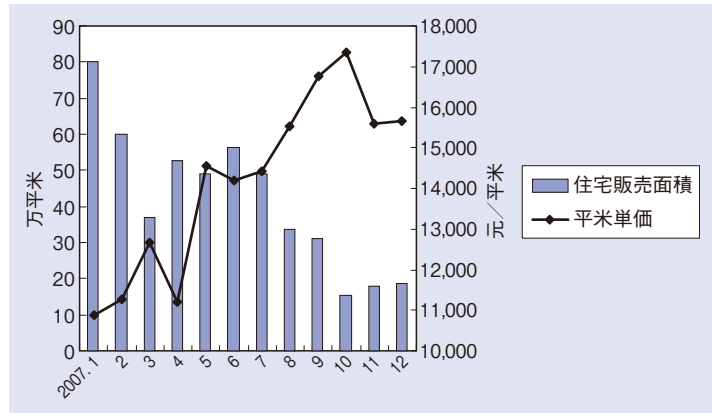
(出所) 北京市統計局。

中古マンションの販売価格が下がり、マンションを転売して値上がり益を得る個人投資家(中国語で「炒房族」)が苦境に陥ったのは、深圳が最初である。深圳では二〇〇七年一〇月をピークに住宅価格が下降に転じ(図3)、転売物件が売れなくなった。二〇〇七年上半期で五割も上昇した価格は二〇〇八年三月までには一気に二〇〇六年末の水準に戻り、六〇〇〇人へのぼる個人の投資者は逆ぎやのマンションを売るに売れず、銀行への返済に苦しんでいる。もともと深圳ではマンション購入の二割以上が香港人といわれ、それを見習った大陸の個人をあわせて購入者の五割以上が投資目的であった。二〇〇七年七月の外

地人による非居住物件の購入制限、当局の指導による銀行の住宅ローン融資削減、土地使用税の課税等により、マンションバブル崩壊がいわば政策的に引き起こされた。改革開放のいわば発祥地である深圳が不動産バブル崩壊の嚆矢となるとすれば、歴史は繰り返すということになる。

深圳の「炒房族」の代表例は、将来結婚する子供のために買ったマンションを売却してみたところ大きな利益を得て、味をしめてマンション投資にのめり込んだ主婦、海外留学から帰国して就職する前に友人から勧められてマンション投資を始め、簡単

図3 深圳市の住宅販売面積と価格 (2007年)



(出所) 5月1日付『新京報』記事より。

に大きな利益を得られることを知って就職せずにそのまま投資を続けている若者、といったところである。日本のバブル期の土地投資と異なり、法人でなく個人が主役であることが特徴といえる。

② 中国不動産市場の特徴

中央政府は、投機抑制と中低所得者向けの廉価マンション供給増加を目的に、実に二〇〇四年以来、不動産転売規制、農地転換規制、金利引上げ、土地使用税増税等の不動産規制策を連発してきたが、ついに二〇〇七年第4四半期以降、二〇〇八年に入って、まず広東省でその効果が明確に現れてきた。銀行融資の直接規制が最も効き目があったと言われ、政府のマクロコントロールがようやく浸透しつつあることを示している。

そもそも、かつての社会主義経済体制下の中国では、住宅は各自が所属する職場が無償で与えてくれるものであり、商品ではなかった。不動産市場の自由化が始まったのは八〇年代からであるが、不動産市場の本格的な発展は、九八年に福祉的な住宅配分を完全に廃止した時点から始まった。

その後現在に至るまでの一〇年間、土地の販売価格(使用権であるが、実質的には所有権と変わらない)は値上がりを続けた。開発業者は、地方政府と結びついて安い補償で土地を確保しさえすれば、銀行から開発資金の融資を受けられ、完成した建物の売却により自動的に利益が出る事業であっ

た。開発企業の株式評価でも、土地の保有面積がその企業の評価を決する最大要素であった。ところが今年に入り、土地価格が上がらなくなり、保有地の評価損が発生するようになると、土地保有は逆にリスクとなった。開発業者はビジネスモデルの転換を迫られており、保有から開発までの期間が短い「万科」モデル、販売ではなく賃貸収入を収益源にする「恒隆」モデル等、いくつかの先進企業が模範と見なされるようになってきた。

中国の不動産開発業、特に住宅産業は、この一〇年で急激に発展しただけに供給上の問題点が多く、市場も未成熟である。利益率の高い高級マンションや別荘ばかり建設し、中低価格住宅が不足していること、違法開発、虚偽広告、劣悪な品質などの悪質業者の問題が大きいこと、これらをコントロールする法律・制度とその執行力が未整備であること、等が挙げられる。政府は廉価賃貸住宅保障弁法を作り、廉価賃貸住宅の供給増加を住宅政策の目玉としているが、都市の住宅問題自体は途上国が都市化・工業化を進める上で不可避の社会問題である。問題は、国全体が豊かになるより早く、海外マネーも含む投機資金の行き先として都市住宅の乱開発が急激に進んでしまうことと、この点が、二一世紀に入って急成長している中国の、二〇世紀に高度成長した日本とは異なる悩みであるといえよう。

表1 2007年の歳出実績 (中央財政)

費目	支出額(億元)	構成比
教育	1,076.4	3.6%
科学技術	1,000.0	3.4%
社会保障・就業	2,303.1	7.8%
医療衛生	664.3	2.2%
環境保護	782.1	2.6%
農業・林業・水利	1,274.5	4.3%
工業・商業・金融	2,429.2	8.2%
国防	3,482.8	11.8%
対外債務利払い	993.5	3.4%
地方への財政移転	10,924.4	37.0%
その他	4,627.2	15.7%
全体	29,557.5	100.0%

(出所) 財政部の2008年3月全人大報告による。

表2 2008年1～5月の建築施工面積 (万平米)

	住宅 (同期比)		オフィス (同期比)		商業用 (同期比)	
	面積	増減	面積	増減	面積	増減
全国	154,500	126.6	6,840	106.6	20,522	114.7
北京市	4,397	98.7	1,109	96.9	1,107	92.9

(出所) 北京市統計局。

表3 調達先別2008年1～5月の不動産開発資金 (億元)

	銀行融資 (同期比)		外資 (同期比)		自己資金 (同期比)	
	金額	増減	金額	増減	金額	増減
全国	3,423	121.5	246	110.8	5,630	136.7
北京市	381	141.3	8	135.2	231	135.2

(出所) 北京市統計局。

## ● 四川汶川大地震と中国の不動産市場

① 不動産の価値概念の変化  
五月一二日に発生した四川省の大地震は、今後の政府の公共投資のあり方に長期的に影響を及ぼすと思われる。

壊れなかったビルのすぐ隣で、学校や病院など公共建築物が倒壊した例が目立ったことで、「建築物の耐震性」という概念が中国の一般庶民にはじめて広く認識され、地方政府の工事に対する汚職と手抜き横行への怒りが全国に広がった。今後は、四川省に限らずどの地方政府も建物の耐震性

を考慮せざるを得ず、「田舎の学校は都会の廃棄レンガで建てている」と噂されるような状況は改められるだろう。これは全国的に波及し、中国政府の公共投資コストを長期的に引き上げるに違いない。そして一般大衆も、「不動産も会動」(不動産の価値は不変ではない)ということを学んだ(國務院発展研究中心市場経済研究所の任興州氏が六月七日に清華大学で行った報告を参考にした)。地震保険制度もなく、倒壊した家のローン残額の返済義務も法的に不透明な中国の現状では、不動産投資は模様眺めとなり、買うより借りよう、という雰囲気が強くなった。マンションの高層階ほど値段が高いという常識も変わりつつある。地震は不動産バブルの崩壊を後押ししているようだ。

### ② 震災復興の財政支出とマクロ経済

財政部は七〇〇億元を投入して地震災害復興再建基金を設立することにした。うち四〇〇億元は倒壊した農家の家屋再建補助に充てるとされており、日本の復興支援より踏み込んで個人財産への政府補助も行うようだ。貧富の格差を考えれば現実的対応である。七〇〇億元の大半は中央予算安定調節基金、つまり過年度の超過収入の貯金から捻出しており、年初の南方地域の雪害とあわせ、これまでの貯金を今年の自然災害対策につき込む形になる。地震の陰に隠れているが、六月中旬の南部の大雨と洪水も、広西、広東、江西等に三八〇〇万人



地方都市でも古い平屋の民家を壊して高層マンションを建築している。最近ではむしろ地方都市のほうが不動産価格の上昇率は高い(内蒙古自治区フホト市)

以上の被災者と二六〇億元以上の損害をもたらしている。

復興再建基金設立は、国債発行によるものではないため、過剰流動性の直接的吸収には寄与しないが、五六〇億元にのぼる内外からの義捐金とあわせ、大量の資金を金融資産でなく実需のある実物資産に振り向ける効果があると言える。実質的には富裕層から被災民への収入の再分配という意味もあり、金融機関を含む一般企業の社会的責任感を高めたこととあわせ、バブル崩壊による金融危機回避に役立つという評価も可能だろう(復旦大学経済学院の孫立堅教授が五月二〇日付『二十一世紀経済報道』に寄稿した論考を参照した)。

中国の財政赤字は二〇〇七年実績で二〇〇〇億元とGDPの〇・八%しかなく、





田舎へ行って、  
条件のいい場所を再開して  
高層マンションを建て  
る。川沿いの新築マンシ  
ョン群と、その脇に残る昔  
ながらの平屋の民家（遼寧  
省本溪県）

国債発行から見て景気中立型の財政になつており、また、中央政府建設投資総額一三四億元という規模も全体歳出比四・五％で、大きすぎるとはいえない。途上国であるものの対外債務支払いも歳出の三・四％で、大きくはない（表1）。すなわち、徴税効率を上げてきちんと税収を上げられる仕組みができれば、政府支出を増やし、建設投資を増やす余地はマクロ経済的に見て十分あるといえよう。教育や医療など公的支出を増やすべき分野は多いのだが、大地震等の天災は、公共建設の品質の重要

性を人々に知らしめたので、特に長期的に政府建設投資の増加を促す方向に作用するだろう。将来は、総需要管理政策においても、現在のような金融政策一辺倒から公共投資を主要政策手段とする日本型へ近づいていくと思われる。

### ●北京の不動産市場

北京でも、不動産バブル崩壊は時間の問題と思われる。

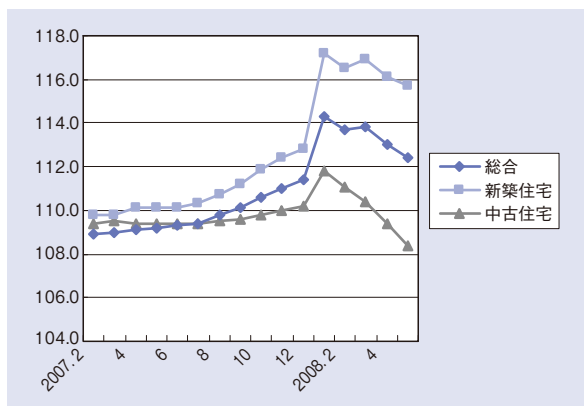
目下の北京の不動産開発は、首都らしくオフィスビルが相対的に多いこと、自己資金よりも銀行融資に頼る比率が比較的高いことが特徴である（表2、3）。五輪直前となった北京の場合、施工面積は既に前年比マイナスになっているが、販売量はもつと減少しており、一～五月の住宅販売面積は前年比四八・八％も減少している。

そのうちマンションについては、二〇〇八年一～六月の販売量が、四万六〇〇〇戸と戸数ベースで前年比三八％も激減している（北京房地產交易管理網の統計による）。販売価格を見ると、上昇幅は今年に入って低下し続けているものの、深圳と異なりいまだ上昇傾向は保っているが（図4）、実態はそうでもないようである。特に転売される中古物件は、「小投資者」と呼ばれる個人が投げ売りする傾向が強まっており、西二環路沿いの同じマンション群の新築物件が二万一〇〇〇元／平米であるのに対し、すぐ隣

の中古物件は一万二〇〇〇～一万五〇〇〇元／平米だという。二〇〇八年上半期の中古住宅の平均成約価格は九八五元／平米で、前年同期比一三・八％の上昇、二〇〇七年末との対比では一九％の上昇と、値上がりピークに達してストップしつつあり、今後は深圳同様に下降局面に入りそうである。

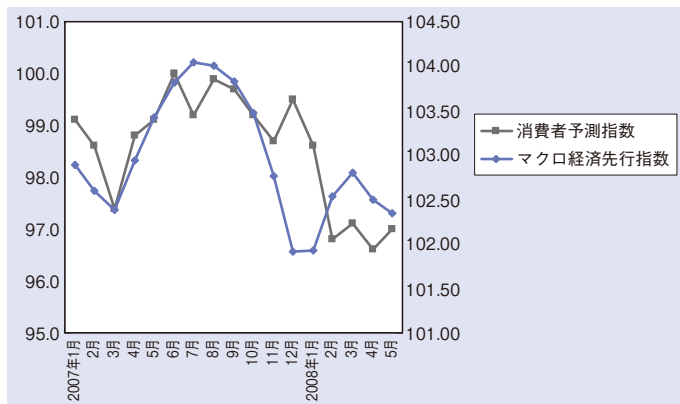
二〇〇八年七月現在における北京市内の新築マンション販売価格は、各社が宣伝している価格で見ると、平米あたり一万元台が主流である。二万～三万元の高価格物件は朝陽区に多く、オリンピックのメインスタジアムに近いところでは六・五万元というところもある。一万元以下の比較的安い物件は、大興区黄村、通州馬駒橋などに

図4 北京市の不動産販売価格指数（月別）



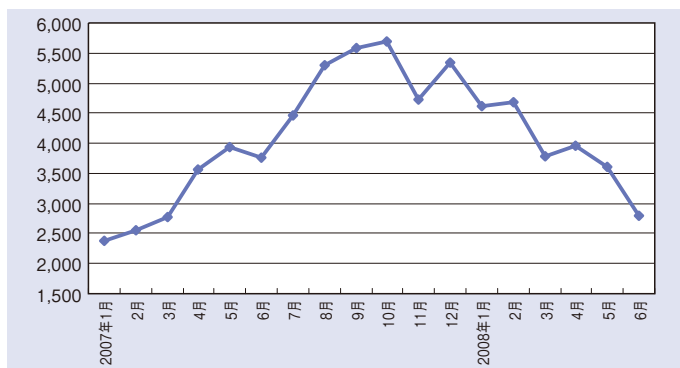
(出所) 北京市統計局。  
(注) 2007年と2008年の指数は不連続。2008年以降、基準値が前年同月値に変更された。

図5 景気の先行指標



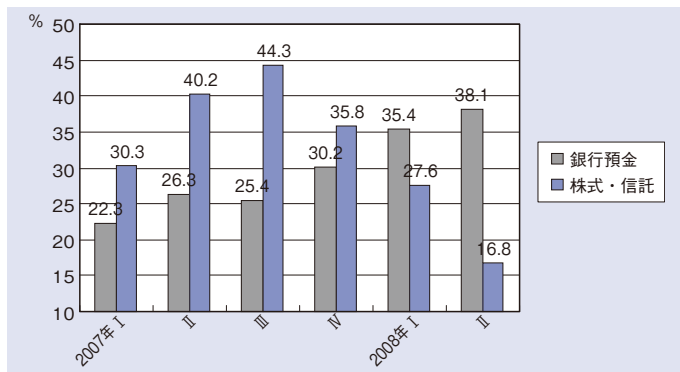
(出所) 国家統計局。

図6 上海深圳株価指数の推移 (Csinde300、月末値)



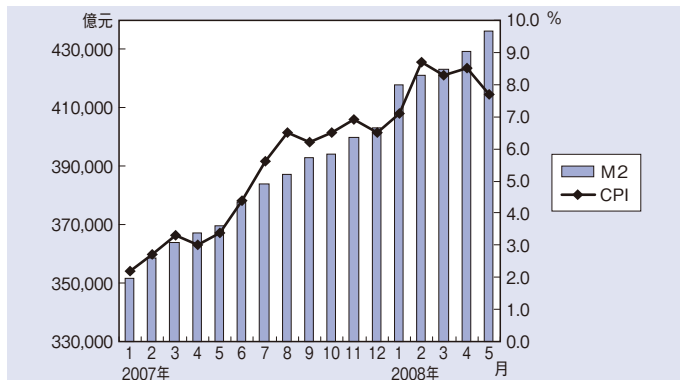
(注) 中証指数有限公司のCsinde「上海深圳300」の月末値。

図7 貯金と株式投資のどちらを選ぶか



(出所) 中国人民銀行調べ。

図8 マネーサプライとCPI



(出所) 中国人民銀行、国家統計局。

●景気はどう動くか

不動産市場は金融市場と密接なだけに、今後の景気見通しとも深く関連する。GDP成長率は、二〇〇六年の一一・六％、二〇〇七年の一一・九％から、二〇〇八年一～三月は一〇・六％に減速しており、四月～六月も一〇％台と推測されている。景気の先行指標も、二〇〇七年後半に低下し、

二〇〇八年に入った後は安定しており、景気は調整局面にあるものの、今後の大幅な悪化は見込まれていない(図5)。株価は下降傾向が続き、大衆の株ブームも冷めているが(図6、7)、二〇〇七年前半の異常な上昇分を打ち消しただけでも言え、経済全体のデフレや金融危機を招いてはいない。物価上昇と流動性過剰が依然として収まらないために金融引締めは継続されるだろう(図8)、引締めによる不動産バブルの崩壊も、銀行の損失を一定以下に留められれば、景気全体を大きく悪化させるほどのインパクトにはならず、中国政府の目論見

どおり、成長率九～一〇％程度への軟着陸ということになる。中国の商業金融機関の融資に占める不動産開発向け融資の比率は公表されていないが、一般的に、個人向け住宅ローンが二割程度を占めるのではないかとされている。各銀行の不良債権比率は高くないとされているが、不良債権予備率への引き当てが十分かどうかは分からない。不動産下落による金融への影響の程度が、五輪後の経済の焦点であろう。(たかしま りゅうすけ／在北京海外調査員)