

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## 中国不動産市場の健全な発展のための処方箋

～中国社会科学院年次報告書から～

財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部 上席研究員  
植田賢司

[ueda@iima.or.jp](mailto:ueda@iima.or.jp)

### <要 旨>

1. 政府系シンクタンクの中国社会科学院は、昨年未発表した中国不動産市場に関する年次報告書の中で、全国 35 都市における住宅バブル指数を算出している。多くの都市でバブルが発生していることを明らかにし、市場の過熱に警鐘を鳴らしたものと考えられる。
2. 中国政府は不動産価格の上昇を断固として抑制する姿勢を示し、次々に手を打っている。その効果が徐々に現れ、足元の不動産価格の上昇率は鈍化してきている。一方で住宅に対する需要は底堅く、市場の底割れの可能性は少ないと予想する。また、不動産融資の焦げ付きに対する銀行の耐性も低くない。現状ではオーバーキルによるバブル崩壊を過度に警戒する必要はないと考える。
3. 地方政府が土地所有権の払い下げにより利益を得るため、自ら不動産投機をあおっているというのが中国特有の問題である。また、中央・地方政府はこれまで、市場より低価格で販売・賃貸される低所得者向けの住宅などの建設

に積極的に取り組んでこなかった。今後の不動産市場の健全且つ持続的な発展のためには、不動産開発における政府の役割を見直し、制度の抜本的な改革を図る必要がある。

4. 報告書は、不動産価格上昇率の数値目標の設定、保障性住宅（P.7 に注記）の供給促進など、具体的政策提言を行っている。これらの政策は、中国社会の特殊性を考慮すると不動産市場の過熱抑制策として有効と考えられ、実際に採用され始めている。ただし、数値目標水準の妥当性、経済成長率や消費者物価目標とのバランスが今後の課題となる。

## <本 文>

中国社会科学院は 2010 年 12 月 8 日、中国の不動産市場に関する年次報告書「住宅緑書：中国住宅発展報告（2010－2011）」（以下、「緑書」）を発表した。中国社会科学院は、当局の政策に一定の影響力を有する政府系シンクタンクである。彼らが中国の不動産市場の現状をどのように評価し、不動産市場の過熱抑制のためにどのような対策が有効と考えているかを知ることは、今後の中国不動産市場の行方を占う意味で有意義なことと思われる。本稿では「緑書」の住宅バブル指数や政策提言を紹介し、今後の不動産市場の健全且つ持続的な発展のための処方箋について検討する。

### 「緑書」が示すバブルの度合い

2008 年の世界的金融危機発生後、中国政府は 4 兆元（約 52 兆円）に及ぶ巨額の財政出動や迅速な金融緩和政策を断行したが、その副作用として銀行は不動産関連貸出を積極化させ、中国の不動産価格が異常な高騰を見せた。

「緑書」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<sup>1</sup>の実際の取引価格に基づく住宅バブル指数を発表した。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、以下の式で算出される。

$$\text{住宅バブル指数} = 1 - (\text{適正価格} / \text{実際の取引価格})$$

例えば、住宅バブル指数 0.5 は実際の価格の中で 50%がバブルだということを意味している。住宅バブル指数は 0～1 の間の値をとり、数字が大きいほどバブ

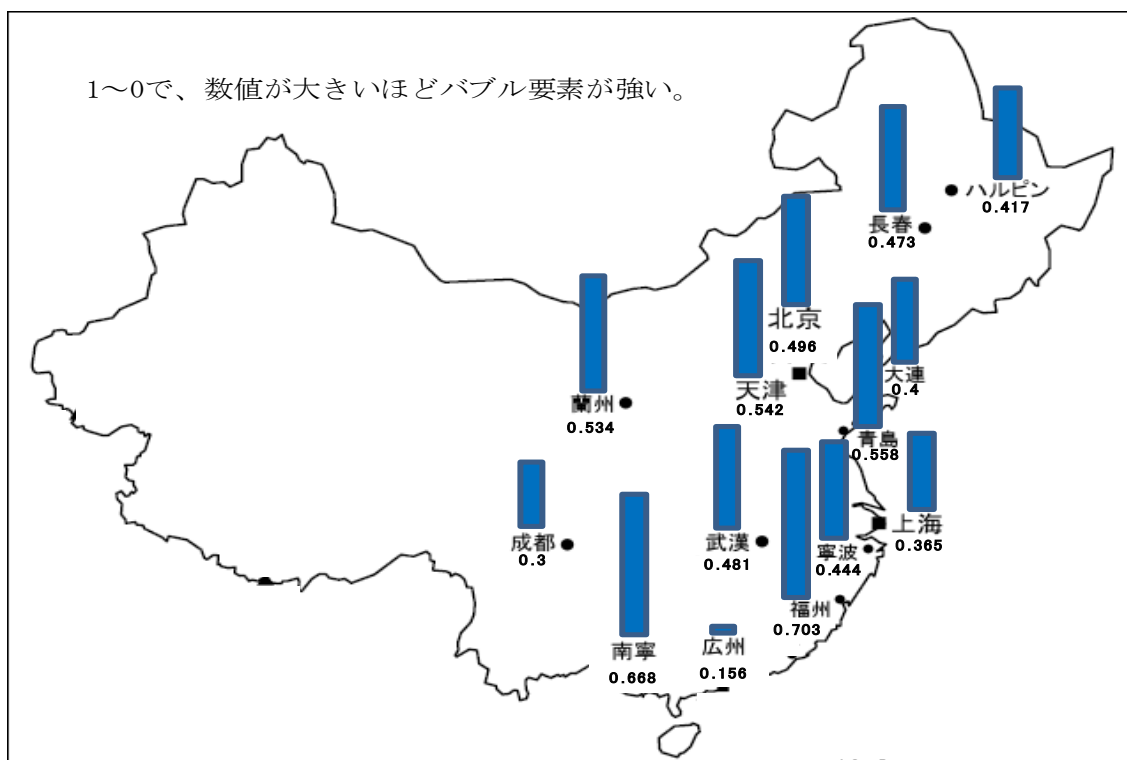
---

<sup>1</sup> 商品住宅とは、主に民間のデベロッパーが開発し、市場で流通する住宅。政府や国有企業によって分配される公有住宅等は含まれない。

ルの度合いが大きいことを表している。

35都市の住宅バブル指数の平均値は0.295となっており、中国住宅価格の約3割がバブル成分ということになる。個別の都市を見ると、住宅バブル指数0.5以上が7都市、同0.3~0.5が11都市、同0.1~0.3が8都市、同0.1以内が9都市となっている。住宅バブル指数の上位7都市は上から順に、福州、杭州、南寧、青島、天津、蘭州、石家で、これらの都市の住宅バブル指数はいずれも0.5以上である(図1)。一方、住宅バブル指数が0.1以内と比較的低い都市は、南京、重慶、太原、フフホト、瀋陽、アモイ、海口、銀川、ウルムチとなっている。沿海部にとどまらず、内陸部においてもバブルが形成されていることがわかる。

図1 中国主要都市別の住宅バブル指数



(出所)「緑書」

「緑書」の住宅バブル指数は、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。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。

そもそもバブル度合いの数値化は、前提条件次第で結果が大きく異なりうるため非常に難しい作業であり、これまでもあまり例がない。しかし中国社会科学院は、「緑書」において敢えて住宅の適正価格を提示し、市場価格との乖離を住宅バブル指数として発表した。数値の妥当性はともかく、現在起きているバブルに対する警鐘を鳴らし、これに対する政策対応の必要性を説く上では大いに意義があろう。

## 政府による市場過熱抑制策の効果

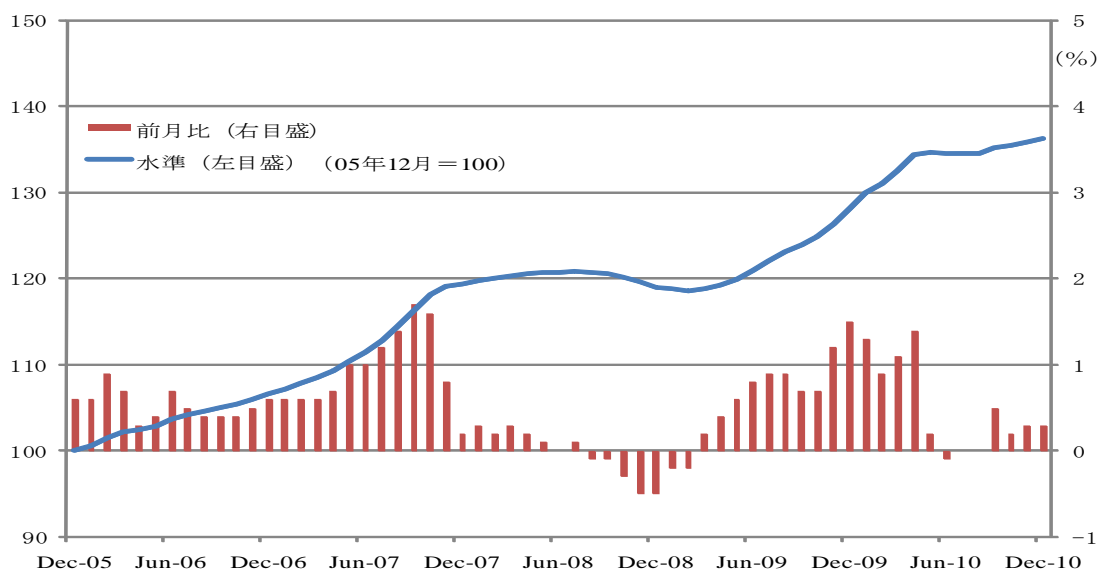
共産党指導部及び中央政府も、これ以上不動産市場の過熱が続けば、不動産を購入できない一般庶民の不満が爆発し、社会の安定が損なわれかねないことを強く危惧している。温家宝首相が2011年の全国人民代表大会の政治活動報告において「住宅価格の急騰を断固食い止める」との決意を表明したことにも表れている通り、中国政府は不動産市場の健全化に注力している。

政府は銀行の不動産向け貸出を抑制し、金融政策を引き締めの方角に転換した。住宅ローンの頭金比率の引き上げと優遇金利の撤廃を行ったほか、住宅用地の供給についても拡大している。また、多くの地方政府が一世帯の住宅購入を一軒のみとする「限購令」を公布し、上海市と重慶市では長らく議論されてきた不動産税が試験的に導入されるなど、次々に不動産市場の過熱抑制に向けた手が打たれている。

政府による一連の不動産価格抑制策の効果が徐々に現れ、足元の不動産価格の上昇率は鈍化してきている（図2）。「緑書」も、2011年の不動産価格について「安定的に推移し小幅な下落もある」と予測している。

過去に日本やアメリカでは、不動産市場の高騰（バブル）とその後の住宅価格下落に起因する金融システムの混乱と急激な景気後退が見られた。中国の不動産市場においても同様の事態が発生することを懸念する意見が一般的に聞かれる。

図2 中国不動産（オフィスを含む）価格<sup>2</sup>の推移



(出所) 中国国家统计局

しかし「緑書」は「中国経済は発展途上段階にあり、高い経済成長率や都市化を背景に住宅需要が根強い」と評価している。筆者としても価格が下落したところでは実需の買いが着実に入るため、住宅価格大幅下落の可能性は少ないと考えている。また、「緑書」が「主要商業銀行の不動産向け貸出（住宅ローンを含む）の比率は概ね 30%以内に収まっている」と指摘している通り、中国の銀行における不動産向け貸出比率は、必ずしも不健全な水準となっているわけでもない<sup>3</sup>。更に、当局が国内の銀行を対象に 2010 年に実施したストレステストでは、仮に不動産価格が今後 30%程度下落したとしても、銀行の経営に与える影響は軽微にとどまると結論付けている。以上を総合的に勘案すると、少なくとも現時点では、市場過熱抑制策のオーバーキルによるバブル崩壊とそれに伴う金融システムへの悪影響を過度に警戒する必要はないと考える。

<sup>2</sup> 中国国家统计局は、全国 70 都市の平均住宅価格指数について、2011 年 1 月からこれまで公表してきた全国平均指数の発表をやめ、都市別指数のみ公表している。全国平均の指数は実態を正確に反映せず誤解を招く、というのが全国平均指数廃止の理由である。

<sup>3</sup> BIS 年報や日本銀行「経済統計月報」によると、例えば、1990 年の銀行の不動産向け貸出比率は、米国 40%、英国 31%、カナダ 46%、フランス 31%、日本 27%、ドイツ 39%となっている（日本についてはノンバンク経由の貸出分を加えると、その比率は約 5%上昇する）。厳密な比較は難しいが、中国の約 30%という水準が特に高いわけではない。

## 「緑書」が示す処方箋

中国において特徴的なのは、地方政府が土地権利払い下げによって利益を得ることができるため、自ら不動産投機を好み、不動産価格を上昇させる原因となっているということである。中国では1994年の分税制<sup>4</sup>導入により財政の中央集権化が進み、地方政府の財源が大幅に縮小した。しかし、土地権利の売却益については、分税制の対象外として地方政府に全額留保されたため、地方政府は土地権利の売却益を財源とする錬金術によって地方経済の振興を図るようになった。不動産価格の高騰は地方政府にとってむしろ歓迎すべき現象であり、バブルを助長するインセンティブが働いていると言える。

不動産開発については、市場経済化の名のもと、政府とそれを取り巻く一部の業者や関係者が権力や情報を独占し、社会格差の拡大や汚職・腐敗の蔓延という事態を招いている。今後の不動産市場の健全な発展のためには、金融市場や不動産市場の透明性向上を推進するとともに、不動産開発における政府の役割を改めて見直し、制度の抜本的な改革を図る必要がある。

この点に関して、中国社会科学院が「緑書」の中で挙げている以下の政策提言に注目したい。

### 1. 不動産価格上昇率の数値目標の設定

不動産市場の過熱抑制のため、「緑書」は政府に不動産価格上昇率の数値目標を示すよう求めている。具体的には、2011年については不動産価格の年間上昇率を消費者物価上昇率と住民一人当たり可処分所得上昇率の間に設定し、その上昇率を5%以内とすることを提案している。

2011年1月に、中央政府が地方政府に対し3月末までに年間の住宅価格上昇率の数値目標を設定するよう求め、この目標を達成できなければ責任を追及することを決めた。これを受けて上海市政府などは、2011年の新築住宅価格の上昇率を同年の域内GDP成長率および住民一人当たりの年間可処分所得上昇率以下に抑制するとの目標を発表している<sup>5</sup>。

明確な数値目標を与えることにより、地方政府に言い訳や裁量の余地を与え

<sup>4</sup> 分税制とは、税金を税目及び納税主体により中央税、地方税、(中央と地方の)共有税に分ける制度。中央政府の財政収入確保を目的に導入された。

<sup>5</sup> 上海市が掲げる2011年のGDP成長率の目標は8%前後。2010年の都市部住民一人当たりの可処分所得は前年比10.4%増、農村部住民一人当たりの可処分所得は同11.5%増となっている。

ず、不動産市場の過熱抑制策の執行を徹底させることができる。少なくとも地方政府は不動産投機をあおるような行為を慎むだろう。数値目標の設定は、具体的達成方法が伴って初めて効果を発揮するものであるが、中国社会の特殊性を考慮すると、これくらい強引な政策の方が有効と考える。

## 2. 保障性住宅の供給促進

現在の中国の住宅市場には、高所得者用の商品住宅と低所得者向け保障性住宅が併存する。保障性住宅とは、市場より低めに設定された価格・賃料で販売・賃貸される低所得者向け住宅のことで<sup>6</sup>、通常は国の政策および法律法規に基づき、都市部において、地方政府が統一して計画・建設し提供するものである。統計データによれば、2003～2007年まで毎年建設された保障性住宅の床面積は年間の住宅建設総床面積のわずか5%に過ぎず、保障性住宅の投資総額が全住宅投資総額に占める割合は2000年の14.2%から2009年は4.4%にまで低下している。「緑書」は「住宅市場の行き過ぎた市場化により保障性住宅の建設が遅れている現状の改善が急務である」と指摘している。

中国では住宅市場の市場化が進展する過程で、あらゆる業種の企業がこぞって不動産開発分野に参入している。しかし、利潤の厚い大型高級物件を販売するほうがビジネスとして魅力的であることから、民間デベロッパーは大型高級商品住宅の供給を優先する。市場メカニズムだけに任せておくと、供給の大部分が商品住宅となり、保障性住宅の供給はほとんど増えないという状況に陥る。

本来、保障性住宅の供給は中央・地方政府が社会保障政策の一環として取り組むべき事業である。中国政府は、第十二次五カ年計画期間（2011～2015年）中、各種保障性住宅3,600万戸の建設を計画している。2011年は1,000万戸を建設し、投資額は1兆3,000億元を超える見込みである。計画が実現すれば、保障性住宅が住宅市場全体に占める割合は20%に達するとされる。

市場実勢より低価格で購入できる保障性住宅が十分に供給されれば、二つの面で効果が期待できる。まず、住宅価格上昇による不利益を被っている低所得者層に安価な住宅を供給することにより、社会問題化しつつある格差問題での不満を抑え込むことができる。中国社会は依然として多くの貧困層を抱え、経済成長の果実を享受できない層が多い。こうした人々の不満を解消することは

---

<sup>6</sup> 保障性住宅は、①廉価賃貸住宅：低所得世帯向けの低賃料公共住宅、②経済適用住宅：低中所得世帯向けの低価格住宅、③政策的賃貸住宅：廉価賃貸住宅や経済適用住宅の対象外の低所得世帯、立ち退き世帯、招聘された高級技術者、他の地域から異動になった機関幹部向けの低賃料公共住宅、の3種類からなる。

中国社会の不安定化を予防する上で極めて重要である。

もう一点は、安価な住宅を安定的に供給することにより、価格そして量の両面から不動産市場の過熱を抑制する効果である。高所得者向け高級物件への効果は限定的かもしれないが、投機的住宅購入に対する歯止めとしては極めて有効と考える。

## 今後の課題

「緑書」の政策提言は、政府も既に採用を始めており、その効果が期待される。今後の課題として以下2点を指摘したい。

まず、不動産価格上昇率の数値目標水準の妥当性の問題である。「緑書」では、2011年の不動産価格上昇率を消費者物価上昇率と住民一人当たり可処分所得上昇率の間とし、その上昇率を5%以内に設定することを提案している。不動産価格が緩やかに上昇或いは下落し、個人の所得がそれを上回る増加率で上昇すれば、徐々に両者のギャップは縮小し、住宅価格の割高感は解消されてゆく。しかし、不動産価格が現在年収の10倍と仮定し、今後毎年不動産価格が5%、所得が10%上昇するという前提条件でシミュレーションを行ってみると、不動産価格が年収の6倍程度という先進国並みの水準になるまでには11年もかかる計算になる<sup>7</sup> (図3)。上記は単純なシミュレーションだが、ギャップ解消の期間としてはあまりにも長過ぎる。中国では五カ年計画が中期目標として採用されており、これとの整合性からも5年程度での収斂を実現できる上昇率の設定が望ましい。

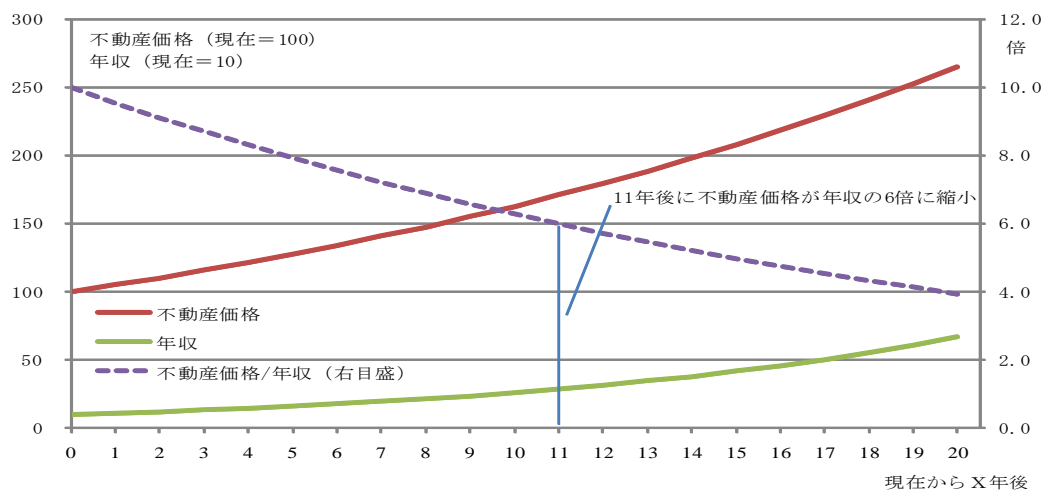
もうひとつは、この目標数値は経済成長率や物価上昇率と密接に関わっているという点である。政策目標は、住宅の適性価格と市場実勢を近付けることである。しかし、住宅の市場実勢価格を目標数値に向けて単純に抑え込もうとすると、経済成長率や物価上昇率の目標達成に悪影響が及ぶ可能性がある。中央・地方政府とも、住宅価格が経済全般に与える影響を考慮した上で、総合的な施策を打つ必要がある。

---

<sup>7</sup> 中国では、統計上捕捉されない「灰色収入」が存在し、不動産購入にあたり親や親戚による支援が広く行われているため、単純に個人の年収の何倍が妥当かという比較は難しい。



図3 不動産価格と個人所得とのギャップ解消に関するシミュレーション



(出所)「緑書」に基づき筆者作成

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2011 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>