

# どうなる中国の「不動産バブル」？



津上 俊哉

津上工作室  
代表

中国不動産市場が風雲急を告げている。昨年末までは「不動産市場の二極化」がいわれていた。つまり、都市を階層化して、第3、第4階層とされる地方中小都市では、市場が冷え込み、開発業者が売れない在庫を抱え始めたのに対して、第1階層とされる北京、上海、広州、深圳の4都市や沿海部の大都市、中部の省都など第2階層の都市では、依然需要も底堅いとされてきた。

ところが、市場の「調整」色は上位の都市にも広がり、第2四半期入りした4月以降は、ついに一線級都市でも住宅販売量が前年同期比で大きく下落、これにつれて値引き販売が始まって、市場には悲観的雰囲気漂っている。

## 業界人の衝撃発言

4月末には、輪をかけてショッキングな情報もたらされた。中国マンション業界の最大手企業「万科」で市場分析・予測を担当してきた毛大慶副総裁の発言速記録がネットに流出したのだ。この発言は住宅・都市農村建設省（住建部）系シンクタンクが主宰した非公開の意見交換会で行われたもので、以下のような内容だ。

- (1) 「不動産市場の二極化」状況は、今年の第1四半期に大きな変化が訪れた。第2階層都市では土地の供給過剰により、第1階層都市でも昨年の値上がりが急激すぎて、市場の消化能力が限界にきている。不動産投機防止策や金融引き締めの影響だけでなく、「反腐败」キャンペーンの影響（腐敗役人の物件投げ売り）も大きい。
- (2) この結果、万科が観測している重点24都市で、供給量の増加、成約量の減少、在庫の急増が月を追うごとに悪化し、第1階層都市でもデベロッパーの土地払い下げへの応札意欲が落ちている。
- (3) 主要国の歴史をみると、「人口1000人当たりの年間住宅建設戸数」が12を超えることはほとんどなかったが、2009～11年の中国の平均は大量の違法

建築、社宅、農村用地上の「小産権」住宅などを含まずに12に達した。第1階層都市は10～15の範囲だが、第2階層都市は30に達し、先行きが危惧される。第3、4階層都市は15を超える程度だが、経済力が弱い。

- (4) 1990年に東京の地価総額は4.1兆ドル（当時の米国GDPの63.3%に相当）、97年に香港の地価は5.7兆ドル（米国GDPの66.3%に相当）だったが、北京の地価は2012年に10兆ドル（米国GDPの61.6%に相当）に達した。恐ろしい数字だ。
- (5) 中国は過去10年投資依存、特に不動産やインフラ投資に依存した成長を続けてきたが、付加価値を真に創造する投資は少なかった。「今後も大量のインフラ投資需要があり、成長は続く」という学者がいるが、この投資は最も効率が悪い。「習・李新政」はこの成長パターンと決別しようとしているが、何が過去に代わる新しい成長点なのかはまだみえない。
- (6) 万科は人口動態についても研究した。いまは9億人が5億人を養う姿だが、2033年には5億人が9億人を養う姿になる。いまの日本のように、この比率が1：1に近づくと経済が衰退するもので、中国の不動産価格が永遠に上がり続けるなどと幻想をもつべきではない。

## 地方独自の「市場救済策」始まる

この発言は、連休中に次々とネット轉載されて社会に衝撃を与え、連休明けの株式市場では不動産関連株も下落したが、ある大手首脳は「不動産はマクロ経済を左右する。市場を下落させれば、政府が座視し得ないようなマイナスの連鎖反応を起こす」と反論、今後の政策対応に期待する発言をした。

それを裏づけるように、最近第2、第3階層都市の一部で、2010年から国務院が推し進めてきた「限購令」（住民が購入できる住宅数を登記手続きで制限する政策）を緩和する市場救済策が採られ始めた。先鞭

をつけたのは4月末の広西自治区で、天津滨海新区、杭州市蕭山区、無錫市、寧波市などの都市が後を追っている。

不動産投機の抑制は国務院の強い意志で進められてきた政策であり、このような地方独自の規制緩和は、ある意味「国禁を犯す」<sup>うらみ</sup>憾みがあるが、いまのところ、中央は矯正の動きをみせていない。

その背景には地方債務問題がある。国家審計署は昨年末、地方政府が直接・間接に負う債務総額を18兆元と発表した（昨年6月時点）。同時期に開催された中央経済工作会議では、今年の重点任務の3番目に「地方債務のリスク防止」が掲げられた。

景気減速で税収も伸び悩むなか、いまはどこも地方政府も土地払い下げ収入に依存して債務を償還している。その土地払い下げ収入は、昨年4.1兆元（前年比46%増）と急増、財政収入6.9兆元との比率は1：1.68に達した。しかも、財政収入のうち1.6兆元分は土地関連税収であり、正味の土地依存度はもっと高い。

市場救済に動いた上述の都市は、債務償還を土地払い下げ収入に依存する度合いが特に高い都市だといわれる。不動産不況で払い下げが減少すれば、上級政府に救済を求めるしかなくなるが、指導者はクビになってしまう。

しかし、この市場救済策が効果を発揮するとは考えにくい。毛副総裁が言うとおおり、中国の不動産はあまりにも値が上がりすぎ、供給が増えすぎた。国中が「さらなる都市化→マンション建設」ブームに沸き立ったが、人口移動の主力である農民工のいったい何%にこんな高値のマンションを買う経済力があるのか。さらなる高値を実現する唯一の<sup>みち</sup>途は、がむしゃらな金融緩和で資産インフレを起こすことだが、そこで起きるのは不動産価値の上昇ではなく人民元の価値の目減りでしかない。

## 息詰まる綱渡りが続く

以上を日本人が聞くと、「中国不動産バブル崩壊目前!？」と「脊髄反射」しそうだが、実際にはそれほど単純ではない。今後「中国不動産バブル」をめぐる情勢はどう展開していくだろうか。

幸か不幸か、政府が経済を強力にグリップしているせいで、にわかな経済破局が起きる可能性は低い。まず、土地価格が大幅に下落する可能性は小さい。地元政府が土地の供給を独占する市場構造では売り急ぎが起りにくいからだ。市場の調整は交易量の急減のかたちで起こるはずだ。

むしろ、土地払い下げ収入は今年第1四半期にも昨

年比40%の急増を続けている。中国全体が調整期に入ったのに、誰が土地を買い続けているのか——買いの主力は地方政府傘下の国有企業だろう。しかし、それは実質的には地方政府による借金の借り換えにすぎない。

上物は救済策を講じても値下がりが続く可能性がある。住宅ローンの担保掛け目は7割までと設定されており、下落幅が3割に届くか否かが天王山だ。あちこちの都市で届きそうだということになると、中国政府は、「日本の轍を踏まないために」資産インフレを起こしてでも、これを阻止しようとするかもしれない。

上物の新規建設の勢いも、やがてスピードが落ち、下流の実体経済（建設業、鉄、セメント等の建築材料など）が傷むだろう。金融も高利の民間信貸に頼る民間中小デベロッパーの破綻増加などにより、「体制外」の金融から傷みが広がるだろう。

そうやって、政府の関心やグリップ力が弱い領域から経済が傷んでいく——というのが私の読みだ。

## 低成長の痛みを耐えよ

そうして低成長がもたらす痛みを堪えてでも、バランスシートのこれ以上の<sup>きそん</sup>毀損を食い止め、経済の持続可能性を回復することができるかどうか中国経済の正念場である。言い換えれば、これ以上価値の低い投資を重ねて痛みを先送りしていると、中国経済のバランスシートは、遠からず破局的なかたちで修正するしなくなる。

毛副総裁は「習・李新政」を評して「過去との断絶を感ずる」と言う。李克強総理もそうしたいのだろうが、一方で「7.5%成長」の呪縛から逃れられない。その姿は、海水浴中に離岸流に捕まってしまった泳ぎ手に似ている（岸を目指して懸命に泳ぐが、岸との距離は開いていくばかり）。

痛みを堪えて、効率無視の「7%成長先に在りき」路線と決別する——それなしに経済の持続可能性を回復させる力は中国政府にも無い。

最新著  
好評発売中

発行元◎文藝春秋  
発行年月◎2014年2月  
総ページ数◎288ページ  
価格◎872円（税込）

