

## 投資再過熱の兆候

田中 修

はじめに

足元の中国経済の状況は、第1四半期 10.3%成長となっている。だが、この高い成長は正常であろうか。本稿では、現在の中国経済について懸念すべき点を指摘したうえで、当局がこれにどう対応しているかを解説する。

### 1. 中国経済の現状

#### (1) 固定資産投資が反動増となっている

第1四半期の全社会固定資産投資 27.7%増となり、都市部では 29.8%増、1 - 5月はさらに 30.3%に加速した。特に第1四半期の新規着工は 42%増となっており、これは本年が第11次5ヵ年計画の初年度であることと関連があろう。

これを省別で見ると、35%以上の増が 16 省に及び、業種別にみると 30 業種中 40%以上増のものが 16 業種にも及ぶ。投資の過熱は多くの地域・業種に広がっているのである。

しかも今回の投資過熱は、地方主導のものであることが明白となっている。地方の投資は全投資の約 90%を占めており、1 - 5月は 31.3%増であった。国土資源部も「都市の重大な土地違法問題には全て地方政府が関係している」と指摘している（新華社北京電 2006 年 6 月 6 日）。

#### (2) 住宅価格の上昇

2005 年には、北京の不動産価格が 20%近く上昇した。2006 年に入ると、4 月には 70 の大都市のうち 11 都市で新規建設分の住宅価格が 7%上昇し、うち 3 都市は 10%超であった。国家発展・改革委と国家統計局の調査によれば、5 月に大幅な価格の上昇がみられた都市は、大連 15.2%、深圳 13.7%、フフホト 11.4%、福州 10.3%、北京 9%であった（新華社北京電 2006 年 6 月 14 日）。

また、北京市統計局の発表では、5 月の普通住宅価格は 10.3%の上昇を示しており、価格の上昇が高級住宅から普通住宅にまで及んでいる（北京青年報 2006 年 6 月 21 日）。国家統計局の調査によれば、1 - 5 月の北京の住宅建設投資は 33%増であった（北京日報 2006 年 6 月 13 日）。

このように住宅価格の上昇が上海から全国に波及していくなかで、特に違和感をおぼえるのはフフホトの住宅価格上昇であるが、これについては 2006 年 6 月 13 日新華社フフホト電が、詳しくその内情を伝えている。それによれば、2004 年、フフホト市政府は住宅価格が低いことを心配し、何とか価格を吊り上げるべく土地収用囲い込みセンターを政府直屬機関として設置した。そして北京から地上げの専門会社を顧問に招き、本格的に地上げを開始したのである。その結果、2005 年には土地価格は 2004 年末の 1.1 ムー（15 分の 1 h

a) 30 万元前後から 50 万元以上、最高では 300 万元にまで上昇した。また、商品住宅の販売価格は、2004 年の 1 m<sup>2</sup>当たり 1590 元から 2005 年には突然 2400 元超に急上昇した。この結果、フフホト市は 4 億元超の売却益を得たのである。2005 年には中央は不動産に対しマクロ・コントロール政策を実行していたが、フフホト市政府は「わが道を行く」ことをやめず、高層で大きく華麗な高級住宅の建設を推進した。さらに同年 11 月、フフホト市政府は 6 箇所の優良地を北京に売りに出し、これに目をつけた外地のディベロッパーが続々と参入したことにより、分譲マンションの価格は一気に過熱した。

この新華社記事にフフホト市政府はうろたえたようである。中央の政策を無視して地上げをやっていたことが明白になれば、幹部の更迭は免れない。このため、6 月 16 日、フフホト市の韓志然党委書記はメディアに対し、「不動産市場の急速な発展はフフホト市経済の急成長の必然的結果であり、工業化・都市化プロセスが急ピッチであることの必然的結果である。旧市街地の再開発には、市民から感謝の手紙が来ているくらいだ。フフホト市の住宅価格が急上昇していることは好ましい事ではないが、フフホト市の住宅価格にはバブルは絶対存在しない」と宣言した(中国青年報 2006 年 6 月 19 日)。さらに、「フフホト市不動産発展状況に関するいくつかの説明」と題する文章を配布し、フフホト市の土地政策が中央の政策に合致するものであることを強調している(人民網 2006 年 6 月 21 日)。しかし、中国青年報はフフホト市民の声として、「住宅価格が高すぎることは耐え難い。飲まず食わずで 10 年お金をためても家を買えない」との苦情を伝えている。

このような住宅価格の高騰の一方で空室も増加している。5 月末の分譲マンションの空室面積は 17.8% 増加し、空いたままの商品住宅も 15.9% 増加しているのである。

### (3) マネー・サプライの増大

現在金融面では、過剰流動性の発生が指摘されている。1 - 5 月の M2 は 19.1% 増となっており、金融機関の人民元貸出新規増 1.78 兆元と年間目標 2.5 兆元の 7 割超をすでに達成している。

この金融機関の貸出急増の原因について、人民銀行第 1 四半期中国貨幣政策執行報告は次の 3 点を指摘している。

A 各地の新規プロジェクト着工が持続的に増加し、新規プロジェクト着工総投資計画の伸びが徐々に高くなっている。第 11 次 5 年計画の重大プロジェクトの建設が始動し、貸出需要が持続的に上昇している。

B 商業銀行の株式制改革・上場後、資本金が大きく補充され、資産収益・配当を引き上げるため、商業銀行は「早く貸して、早く利益を受ける」という思慮から、貸出を拡張する動機を強めている。

C 外貨の流入がかなり多く、マネーの環境が緩和しており、銀行が貸出を拡張する資金的条件を提供している。

### (4) 消費者物価は緩やかに上昇

第 1 四半期は 1.2% であったが、月別にみると、3 月 0.8%、4 月 1.2%、5 月 1.4% とな

だらかに上昇傾向を見せている。とくに5月は水・電気・燃料価格6.1%、ガソリン等13.2%、都市部交通費5.8%と原油価格の上昇が次第に物価に反映している（新華網北京2006年6月13日）。

また、人民銀行が行ったアンケート調査においても、都市住民で「物価が高すぎる」と判断する者の割合は24.4%となり、前回調査より2.3ポイント上昇した（新華網北京2006年6月15日）。さらに、人民銀行と国家統計局が全国の銀行家に行ったアンケート調査でも、下半期の経済について「過熱」、「やや過熱」を予測する者が26.6%に達している（中新社北京電2006年6月16日）。

人民銀行第1四半期中国貨幣政策執行報告は、価格の上振れリスクが下振れリスクより大きいと判断しており、上振れリスク要因としては、次の諸点を指摘している。

A 投資の速い伸びと工業生産の加速が、川上部門の原材料・燃料・動力購入価格を押し上げている。

B 水・電気・石油・天然ガス・土地等の資源性産品価格の改革が、資源価格と公共サービス価格の上昇をもたらしている。

C 労働賃金水準の上昇と社会保障制度の改革が、直接に価格総水準を押し上げている。

D 国際上の石油・非鉄金属等のほとんどの商品価格が高水準で波動していることが、国内価格に影響を及ぼしている。

E 現在、社会資金の流動性の過剰が続いており、マネー市場の利率が低位で運営されていることが、不動産等資産価格の持続的な上昇圧力を形成している。

このため、人民銀行報告は「わが国の経済成長が10%前後の高水準で持続していることを考慮し、加えて全世界の経済成長の見通しが好いことを考慮すれば、一定時期内に価格総水準が下落する可能性は相対的に小さく、むしろサービス価格・資産価格インフレ圧力が大きい。全般的なインフレの潜在リスクを注意する必要がある」と結論づけている。

#### （5）生産能力過剰の顕在化

国家発展・改革委が4月24日に行った新聞発表によれば、第1四半期においては、鉄鋼業の利潤が57.1%減少し、赤字企業の赤字額が2.3倍に膨らんだ。

他方、1-5月の投資の伸びは石炭63.9%、非鉄金属34.0%、交通運輸設備93.8%、紡績38.3%の増（4月）となっている。現在、鉄鋼・電解アルミ・鉄合金・コークス・自動車で生産能力過剰問題が深刻化しており、セメント・電力・石炭・紡績において潜在的に生産能力過剰問題が存在すると指摘されており（上海証券報2006年5月29日）、生産能力過剰と認定された業種でも投資拡大が継続していることになる。

人民銀行第1四半期中国貨幣政策執行報告も、この点を物価の下振れリスク要因として指摘している。

#### （6）財政収入の不正常な伸び

1-4月の財政収入は1.5兆元、22%増であり、2005年の財政収入の半分を達成した。しかし、楼繼偉財政部副部長は「この数字は喜ぶことはできない」とコメントしている。以

下のデータからも分かるように、財政収入の伸びの大きい省市では、生産能力過剰・住宅価格上昇が発生しているからである（第一財經日報 2006 年 6 月 6 日）。

（参考）各月において財政収入の伸びの大きかった省市

- 1 月 黒竜江 50.1%、内蒙古 39.4%、深圳 65.2%、アモイ 49.2%増
- 2 月 黒竜江 49.8%、陝西 43.6%、アモイ 51.8%、深圳 45.1%増
- 3 月 黒竜江 40.7%、アモイ 49.2%、深圳 47.3%増
- 4 月 黒竜江 41.9%、陝西 38.7%、アモイ 51.4%、深圳 48%増

## 2. 当局の対応

### (1) 人民銀行

4 月 28 日に人民銀行貸出基準金利を 0.27% 上げるとともに、27 日、会議を召集し窓口指導を強化した（6 月 13 日には窓口指導を更に強化）。

5 月 17 日と 6 月 14 日には、それぞれ商業銀行向けに 1000 億元の手形を発行し、資金を回収した。6 月分は、特に 5 月において貸出の伸びの高かった建設銀行・農業銀行等を重点対象にしており、利率も低いことから懲罰的意味合いが強いと解釈されている（第一財經日報 2006 年 6 月 14 日）。

6 月 16 日、預金準備率を 7 月 5 日から 0.5 ポイント引き上げ、8%（農村信用社は据え置き）とすることを発表した。人民銀行の責任者によれば、これにより 1500 億元の流動性が凍結されるとしている（中新網 2006 年 6 月 19 日）。

### (2) 国務院常務会議

温家宝総理は 5 月 17 日、国務院常務会議を開催し、次の各項目からなる国務院「6 条意見」を採択した。

A 住宅の供給構造を適切に見直す。

B 税制・貸出・土地政策による調節作用を更に発揮する。

C 都市の住宅移転の規模・スピードを合理的にコントロールし、受動的な住宅需要が過度に伸びることを軽減する。

D 不動産市場の秩序を更に整頓・規範化する。

E 都市の低家賃住宅制度の建設を加速し、エコノミー型住宅の発展を規範化し、中古住宅市場・賃貸市場を積極的に発展させ、低所得家庭の住宅困難を段階的に解決する。

F 不動産統計・情報開示制度を整備する。

さらに、6 月 14 日に開催された国務院常務会議では、当面の経済政策について次の 5 点が決定された。

A 農業・農村工作を引き続き強化する

B 固定資産投資の過大な伸びを断固として抑制する

違法な土地使用行為を断固として禁止し、重大土地違法案件を厳格に調査処分する。プロジェクトの新規着工を厳しく抑制し、特に生産能力過剰の業種の新規プロジェクト着工

を厳格に抑制する。

C 貸出の過度な伸びを更に抑制する

D 省エネ・資源節約・環境保護活動を際立たせてうまく行う

E 対外貿易の均衡ある発展を促進する

(3) 9 部委「15 条措置」

5 月 29 日、国务院弁公庁は建設部、国家発展・改革委、監察部、財政部、国土資源部、人民銀行、国家税務総局、国家統計局、銀行業監督管理委による「住宅供給構造の調整と住宅価格の安定に関する意見」を公表した（実施は 6 月 1 日）。これは、次の 15 の措置からなる。

A 住宅建設計画を制定・実施する

当地の住民が自ら住む需要を満足させる中低価格、中小型の普通商品住宅を重点的に発展させなければならない。

B 新たに建設する住宅構造の比率を明確化する

2006 年 6 月 1 日から、新たに着工する住宅は、建築面積 90 m<sup>2</sup>以下の住宅（エコノミー型住宅を含む）面積の比重を、開発建設総面積の 70%以上にしなければならない。

C 住宅譲渡に係る営業税を調整する

2006 年 6 月 1 日から、住宅を購入してから 5 年以内に転売した場合は、収入の全額に営業税を課税する。

D 不動産開発の融資条件を厳格化する

プロジェクトに対する自己資本の比率が 35%に満たない不動産企業には、商業銀行は融資してはならない。3 年間空室だった分譲マンションを、商業銀行は融資の抵当にしてはならない。

E 区別して、住宅ローン政策を適度に調整する

2006 年 6 月 1 日から、個人住宅ローンの頭金の比率は 30%を下回ってはならない。建築面積が 90 m<sup>2</sup>以下のものは、20%とする。

F 中低価格・中小型普通商品住宅の土地供給を保証する

中低価格・中小型普通商品住宅・低家賃住宅の土地供給が、その年度の居住用地総供給量の 70%を下回ってはならない。

G 土地放置に対する処置に力を入れる

契約後 1 年未開発の場合は土地放置費用を徴収し、2 年間未開発の場合は無償で土地使用権を回収する。

H 受動的な住宅需要を厳格に抑制する

2006 年の各地の住宅移転規模は、原則として 2005 年の水準以内とする。

I 不動産の開発・建設の全過程に対する監督管理を強化する

J 不動産取引における違法行為を適切に処分する

K 都市の低家賃住宅制度の建設を加速する

L エコノミー型住宅の発展を規範化する

M 中古住宅市場と賃貸市場を積極的に発展させる

N 健全な不動産市場の情報系統と情報発信制度を確立する

O 正確な世論誘導を堅持する

虚偽情報、悪意の投機、消費予測を誤らせる行為に対しては、厳格に処理する。

(4) 摘発

5月29日、監察部・国土資源部は、広東省、河南省、山西省における5件の重大土地違法事件を合同で調査・処分に乗り出した(中新社北京電 2006年5月29日)。

6月11日、北京市の劉志華副市長が罷免された。理由は「生活の墮落」(女性問題)ということになっているが、不動産絡みの汚職との見方も強い。

6月16日、北京の優良土地の95%を支配するといわれる北京首都創業集団のトップ劉曉光(元北京市計画委員会副主任、北京首都計画建設委員会副秘書長)が、首都空港において党中央紀律検査委員会に拘束された(中華工商時報 2006年6月21日)。

(5) 3部委意見

国家発展・改革委、国土資源部、銀行業監督管理委は「固定資産投資の抑制を強化し、新規プロジェクト着工を厳格に抑制することに関する意見」を定め、土地の審査許可、融資、生産能力過剰業種の新規プロジェクトの許認可方面を厳格に検査し、監督管理面の責任追及を行うことを決めた(第一財經日報 2006年6月21日)。

### 3. 有識者の意見

(1) 易憲容

これまで、知識人のうち不動産価格の高騰を厳しく論難していたのは、中国社会科学院金融研究所金融発展室の易憲容主任であった。彼は、「もし今年強制的に不動産市場の構造を調整する政策が実行できず、効果が顕れず、甚だしきは地方政府の抵抗に遭遇すれば、来年また新たなマクロ・コントロール政策を打ち出すことになる」とし、中国の不動産市場は基本的に政府主導の「政策市場」であることを強調している(毎日経済新聞 2006年6月7日)。

そして、不動産業は中国の支柱産業であるとの見解に対しては、中国の不動産市場は競争力に乏しく、いったん人口の伸びが緩慢化すれば住宅需要が減少し、容易に収縮する産業であり、資源を総合的に利用する能力も弱く、支柱産業としては持続不可能であると指摘し、政府の優遇政策に依存した不動産バブルは早晚破裂するとする(中国経済時報 2006年6月14日)。

さらに、今回の人民銀行・銀行業監督管理委の措置については、頭金の比率を建築面積90㎡で切り分ける方法をとると90㎡以下の住宅に投機が集中するだけであり、面積ではなく2番目・3番目の住宅の頭金を40-50%に引上げていく方が投機防止に有効であると指摘する(中国青年報 2006年6月1日)。

また、預金準備率の引上げについては、9兆元超の流動性が国内の銀行システムに存在するときに、1500億元を凍結しても流動性の収縮には限界があるとする。そして、現在の国内経済問題は政府管制下の低金利政策がもたらした結果であると指摘し、資金使用のコストである金利を引き上げるのが根本的解決の道であるとする(中国経済時報 2006年6月21日)。

## (2) 王小広

易憲容とともに、最近不動産価格高騰への批判を強めているのが、国家発展・改革委員会経済研究所経済情勢研究室の王小広主任である。彼は不動産業について10の嘘があると指摘する(市場報 2006年5月17日)。

A 不動産は国民経済・地方にとって最大・最重要の支柱産業である

不動産業は受動的な産業であり、主体性をもった産業ではない。

B 大衆は、不動産投資を行うことにより相当手厚い配当を得ることができる

大衆が投資する不動産は、ハイ・リターンはあり得ぬばかりでなく、リスクが極めて大きい。

C 金利の高低は不動産購入に影響を及ぼす重要な要因であり、短期的な利上げは不動産の伸びに大きな影響を及ぼす

不動産融資の金利は、20 - 30年の平均金利の水準で決まる。

D 一部のディベロッパーは、「我々は少数の高所得者のために住宅建設を行っているだけであり、彼らから金を稼いでいるだけで、貧乏人を害してはいない。貧乏人の住宅問題は政府がうまくやるべきことだ」と言う

ある産業が大多数の需要を満足させる力がないとすれば、それはその産業が未成熟なのであり、成功するはずがない。

E 自分で住む需要が多数を占めれば、バブルは発生しない

投資・投機性の住宅需要は、10%を超えればバブルを構成しうる。

F 都市化は、住宅価格上昇の主要な推進力である

北京・上海の毎年の新規人口増は、2004年で2.54%、1.81%と少ない。このような増加率で、今のような不動産の急速な伸びは不可能である。

G 土地不足と地価が住宅価格を決定する

北京・長江デルタ・広東をはじめ中国の多くの地方では、根本的に土地供給不足問題は存在しない。「土地不足説」は、ディベロッパーが住宅投機のためにでっちあげたものである。

(注) この点については、国土資源部も、北京市では住宅用地面積の53%でまだ住宅供給がなされておらず、長江デルタでも土地を有効利用すれば新用地の空間は存在するので、土地不足問題は現実には存在しないと指摘している(中国経済網 2006年6月22日)。

H 住宅価格収入が比較的高いことはバブルが存在することを説明しない。中国の国情は土地が極度に欠乏しており、これが中国の不動産価格が相対的に高いことの決定要因であ

る

住宅価格収入が比較的高いことは、住宅価格が高すぎる可能性を反映するのみならず、消費者の支払能力に問題が生じていることを意味している。住宅価格収入が高すぎることは即ちバブルである。

I 住宅価格は下がることはなく、不動産業の衰退はあり得ない

バブルが発生したときは、早く破裂する方が遅いよりましである。

J 住宅価格の上昇が GDP 成長率を超過しないよう維持すれば、不動産は健全といえる  
不動産投資は、長期的に GDP の数倍の高さで伸びることは不可能である。

また、王主任は「上海国際不動産大会」において、不動産の暴騰は中国経済の潜在力を消耗させるとして、次の 3 点のクラウドディング・アウト効果を指摘している（第一財經日報 2006 年 6 月 9 日）

A 不動産投資が持続的に伸びが高すぎると、創造的な競争力を生み出す他の産業にクラウドディング・アウトをもたらす

現在、多くの優秀な企業が製造業を行うのを止め、不動産に転向している。

B 中国の都市化プロセスを抑制する

都市化を加速し、「三農」問題を解決する 1 つの重要な方法は、都市の住宅価格の上昇をできる限り抑えることであり、これにより都市化のプロセスを加速することができる。

C その他の消費に影響を及ぼす

住宅に多く支出することになれば、その他の消費は減らすことになる。

まとめ

このように、当局は金融・税制・司法等あらゆる手段を総動員して、投資の再過熱、住宅価格の高騰、貸出の増大を押さえ込もうとしている。

しかし、2005 年も国務院は 2 度「8 条意見」を発出し、不動産市場をコントロールしようとしたが、結果的に失敗している（中華工商時報 2006 年 5 月 17 日）。その最大の原因は、人民日報 2006 年 5 月 29 日の指摘によれば、地方政府が職責を果たさず、不動産市場を放任し、監督管理に力を入れず、甚だしきはディベロッパーと共謀して住宅価格を吊り上げていることである。現在、土地から生み出される収益は地方政府が財政収入を増加させる主要なルートとなっているのである。また新華社記事 2006 年 6 月 12 日も、地方政府が主導して土地を違法に占拠していることを厳しく非難している。

今回の措置について、全国工商連不動産商会の聶梅生会長は、「少なくとも 50% のディベロッパーは淘汰されるだろう」と述べており（国際金融報 2006 年 6 月 6 日）。重慶では中小のディベロッパーが大量に土地を売って、事業からの撤退を開始したとの報道もある（第一財經日報 2006 年 6 月 5 日）。

しかし、他方で華遠集団の任志強総裁は、「歴史が証明していることは、住宅価格は全て永遠に上昇し続けるということだ」と豪語しており（上海証券報 2006 年 4 月 27 日）。中華



工商時報 2006 年 6 月 21 日は、国務院 6 条が発出された直後にディベロッパーが上海に集結し密議を行っており、今後激しい抵抗活動が予想されること、地方政府も地価・住宅価格という 2 大収入源を甘んじて放棄はしないであろうこと等から、措置の実現に疑問符を投げかけている。

このように、中央が地方政府・ディベロッパーになめられる形となったのは、1 つには、これまでの不動産政策が不動産バブルの崩壊を恐れ、投資の伸び率のゆるやかな抑制に終始し、適正な規模への是正に取り組もうとしなかったこと、第 2 には、人民銀行が人民元上昇圧力・ホットマネーの流入を警戒し、大幅な利上げをためらっていること、第 3 には、2004 年のマクロ・コントロール強化の際、陳良宇党委書記ら上海市指導部があからさまに造反したにも関わらず、これを不問にしてしまったことが指摘できよう。中央政府が中央の指示を受け入れない地方政府を断固として処分しない限り、既成事実を作り上げてしまった方が勝ちということになってしまうのである。今回の措置が真に投資再過熱・不動産バブルを抑え込めるかは、中央が強い指導力を発揮できるか否かにかかっている。(6 月 23 日記)