## 1：中国の不動産市場に何が起きているのか？

### 貴州省の巨大幽霊団地（高口）

「逆に壮観だな」

　目の前に広がる光景に思わず独りごちた。20階近い高層マンションが50棟ほども立ち並んでいる。隣には幹線道路が走っているとはいえ、周りには空き地が多く、雑草や畑が広がっている。荒野の中の巨大団地というわけだ。周囲が壁でぐるりと取り囲まれていることもあって、「人類最後の砦」といったSF小説的妄想がはかどる。

この巨大団地にはいったいどれほどの住民がいるのだろうか。それを確かめるため、日が落ちるのを待った。そこで目にした光景につい最初の言葉がもれた。なんと、夜になっても窓に光が灯った部屋は全体の1割程度。人の気配をほぼ感じないゴーストタウンがそこにはあった。

この巨大団地があるのは貴州省貴陽市だ。２０２３年、新型コロナウイルスの流行に伴う入国制限が解除されると、私は何度も中国にわたったが、最大のテーマは「中国不動産危機の現場を見る」ことにあった。ところが現場を見るのはそんなに簡単な話ではない。不動産価格は急落し、建設途中で工事がストップした「爛尾樓」（ランウェイロウ、資金難から工事が中止されたマンション）は２千万戸に達するとの推計もある。問題解決を求める抗議集会があったとのニュースもたびたび流れる。となれば、中国に行けばすぐにそうした光景が見られるような気になるが、実際に旅行した人は拍子抜けするだろう。上海や北京の中心地をちょっと見たぐらいでは不動産危機を感じることはない。いや、旅行者どころか、中国在住の日本人でもそうだ。２０２３年時点では「日本のメディアは煽りすぎでは？　そんな騒ぎは見たことがない」と説教してくる人もいた。さすがに悲観ムードがさらに強まった現在では見なくなったが。

中国不動産危機の気づきにくさには理由がある。今回の不動産危機だが、大都市ほど被害は小さく、地方ほど大きいという傾向がある。貴州省は古来、「天に3日の晴れなし、地に3里の平地なし、民に3分の銀もなし」とうたわれた貧困地域であり、地方政府が深刻な財政危機に陥っていることでも知られる。ここなら中国不動産危機の最前線を見ることができるはずだ。そう踏んだ私は２０２３年９月、貴陽市へと向かった。

高速鉄道で現地に到着すると、垢抜けない土臭さが漂ってきた。といっても、開発が進んでいないというわけではない。高速鉄道は快適だったし、駅もとてつもなくでかい。ビルも道路も立派だ。最近は東京に旅行に来た中国人の友人が「東京はビルが低いから青空が見えていいねぇ」などと言うので複雑な心境になるが、北京や上海はおろか地方都市ですら都市インフラの発展はすさまじい。前回、訪問したのは10年以上も前になるが、もはや別世界と言ってもいい。それでもやる気のなさそうな働き手、道端に広がる露店など、田舎くささが一目瞭然だった。公園には上裸で青空賭け麻雀を楽しむ中年男性の姿が見られた。シャツをまくり上げてお腹を出す、いわゆる「北京ビキニ」のおじさんもいっぱいだ。大都市では、街の文化的イメージを損ねるとして取り締まり対象となったこともありかなり数は減ったのだが、貴陽市ではまだまだ健在である。

田舎の代名詞的な扱いを受けてきた貴州省だが、この10年はむしろ有望な成長株とみられてきた。省都の貴陽市は常住人口６２２万人、省都として二線都市（一線都市は北京、上海、広州、深圳の４都市。これに続く第２グループの都市群を指し、現在は31都市が存在する）に名を連ねている。成長の起爆剤となったのは、習近平総書記の腹心である陳敏爾が２０１５年にトップ（省委書記）に就任したことが大きい。ビッグデータ産業の誘致を目玉産業とし、２０１６年２月には「国家ビッグデータ総合試験区」（通称、ビッグデータ特区）の認証を受けた。その後、マイクロソフトやアップル、ファーウェイ、アリババ、テンセントなど中国内外のIT企業が拠点を構え、「デジタルバレー」とまで呼ばれるようになった。日本企業も視察ツアーを行うなどホットな地域との評価を受けてきたが、その内実はかなりお寒い。確かにデータセンターはできたのだが、それだけで終わっている企業がほとんどだ。データセンター建設ではお金が動くものの、経営や研究開発にたずさわる高給取りの人材はほとんど貴陽市には住んでいない。

また、がっかり感の象徴的存在に貴陽ビッグデータ取引所がある。データ取引所そのものは、政府や企業が持つデータを自由流通させるという画期的な取り組みだ。産業にとってデータはきわめて重要だが、それを流通させる仕組みがないことは情報産業やＡＩ（人工知能）の発展にとってネックとなっている。もし、データが商品として流通するようになれば、巨大な経済価値を生むだろう。そのためのアイデアの一つがデータ取引所であり、貴陽市は世界的にも先行事例となった。そのチャレンジ精神はすばらしいが、「日に１００億元（約２０００億円）の取引額を目指す」と豪語していたのに、実際には設立７年時点の発表で累計取引額はようやく１億元突破という低調ぶりだ。

実際、取引所のサイトを見てみると、ほとんど稼働していない。「＊＊の街の空撮データ、持ってる人いますか？」「＊＊区の住民データ売ります」といった、インターネット黎明期にあった、売ります買います掲示板のような仕組みが主要機能なのだから取引されないのも無理はない（高口２０２３）。

変わらぬ土臭さに加えて感じられたのが景気の悪さだ。北京市や上海市と比べると、繁華街でもシャッターを下ろしている店が多く、明らかに空気感が違う。

「景気は悪いです。不動産価格も下がっています。私も２０２１年にマンションを購入したばかりですが、もう1割以上は下がりました」

貴陽市のベンチャー企業で働くWさん（30代、男性）は嘆いた。もともと上海市で働いていたが、成り上がりを目指すベンチャーに賭けたいと移住してきた。向こうでは手が出なかったマンションが安価で手に入ることも魅力の一つだ。ところが購入するやいなや、不動産危機が始まった。

「貴陽の不動産価格が上がり始めたのは２０１０年代に入ってから。中国の中でも遅いほうなので、まだまだ上昇余地がある。ビッグデータ産業の誘致も順調だ。だから不動産価格は絶対に下がらない、上昇神話は続く……と言われていたのですが。自宅として購入し今のところ売却予定はないので困っているわけではないですが、投資用に購入した知人は大変です。まあ、完成しただけでも御の字です。私のマンションのデベロッパーは“あの”恒大集団（エバーグランデ）なので、一歩間違えば大変なことになっていました。」

今回の不動産危機は２０２０年秋、デベロッパー大手・恒大集団の投資商品デフォルトから始まった。同社はその後、資金難から下請け事業者に代金を支払えなくなり、建設工事がストップした物件が続出した。そうなれば、いつまで待っても家は完成しないのに、住宅ローンは支払わなければならないと地獄のような状況に陥る。Ｗさんはぎりぎりのタイミングだったという。

さて、貴陽市にも多くのマンション建設現場があるが、不動産危機の最前線を追うゴーストタウン・ハンターとして、目星をつけていたのが「西南上城」という、先に上げた巨大高層マンション団地だ。

「碧桂園」（カントリーガーデン）が建設した物件である。同社は２０１６年から２０２１年まで６年連続で売上ランキング・トップの座を獲得し続けた中国不動産業界の絶対王者だったが、今や瀕死。恒大集団と並んで中国不動産危機を象徴する存在だ。

この西南上城は観山湖区という貴陽市でもつい10年ほど前に農村から市街地に行政区画が変更されたばかりの地域にある。中国では２０１０年代半ばから郊外に「新城」（ニュータウン）の建設が進んだ。値上がりを見込んだ市民が購入はするものの、交通の便が悪いところが大半で、ほぼ住民のいないゴーストタウンが量産されている。不便な場所にあるだけに、がんばって目指さなければたどりつけない新城を一目みたいと気合いを入れて現地に向かった。

路線バスの終点からさらに20分近く歩いて、ようやく目的地にたどりついた。片側4車線の立派な道路が荒れ地を貫き、その脇に巨大団地が広がっている。20階近い高層マンションが50棟ほど並んでいると書いたが、１～２キロおきに同規模の巨大団地がいくつかある。

団地は敷地が高い塀で囲われている。いわゆるゲーテッドマンションだ。中国では「小区」、あるいは高級感がある場合には「花園」と呼ばれ、新しいマンションはほとんどがこの形式を採用している。西南上城は歩行者の出入り口に顔認証ゲート、車にはナンバープレート認証ゲートが設置されているほか、フライトアテンダントのような制服を着た女性スタッフがいた。他にも男性警備員の姿まで見かけた。こんな田舎でこんなに警戒する必要があるのか不思議だが、防犯上は安心できそうだ。

### 反故にされた約束（高口）

中国メディアの報道によると、西南上城は2016年から建設が始まり、2021年に完成したという。最後に作られた部分は廊下や駐車場の内装がケチられていたとのことで、不動産危機でデベロッパーの資金が消える直前、滑り込みセーフでの完成だったようだ。

　販売当時は「敷地内にスターバックスも！　豪華な商店街もスポーツジムも完備。すべてがそろっている」がうたい文句だったが、こちらは多くが実現していないのだとか。

「別にスタバは要らないですけど、困るのは学校です」

住民の女性によると、名門学校の分校が誘致されるという約束だったが、実際にできたのは中学（日本の中学・高校に相当）だけ。小学校がない。不便な場所に建てる代わりに、必要なものは全部そろえるから安心してご購入ください……という約束が反故にされるとなると、確かにしんどい。

　ただ、不動産危機がなかったとしても、約束がすべて守られることはなかったのではないか。商業施設や教育施設が運営できるだけの消費者がいないからだ。

　団地には商店街が設けられているが、テナントは半分以上が空いている。「テナント募集」の貼り紙が貼られたガラス窓ごしに中をのぞいてみると、什器やゴミが残されたままのテナントが多い。まるで夜逃げしたかのようだ。商店街の一角にあるレストランに入り、従業員に話を聞いてみた。

「大きな団地だけど、住民はあんまり住んでいないから、思ったほどお客さんが来ません。でも、うちの店は味に自信があるから大丈夫。周りのライバルも減りましたし」

　確かにこの巨大団地には人が少ない。窓を見てもカーテンがかかっていない部屋ばかりで、生活の気配を感じるのはせいぜい3割ぐらいか。夜になって明かりがついた部屋を数えれば、はっきりわかるだろう。日が落ちるのを待った。

果たして、夜になると、想像を超えた景色が広がっていた。明かりがついているのは全体の1割程度しかない。エレベーターホールの電気だけが小さく灯った、真っ暗なマンションまである。これぞゴーストタウンというムードに包まれる。

### 拡大する危機（高口）

前述したとおり、中国の不動産危機は地方や郊外ほど深刻だった。そのため、当初は大都市に住んでいる日本人には深刻さは伝わらず、日本メディアは騒ぎすぎなのではと言われたほどであった。だが、時間が経つにつれ都市部の状況も悪化している。

不動産危機は当初、価格の下落ではなく主に取引量の減少という形で表れていた。というのも、不動産デベロッパーにとっても地方政府にとっても、あるいは一般市民の売り手にとっても住宅価格の下落は歓迎できない事態だからだ。特に新築物件では値下げすると、その前に高い値段で購入していた人々が怒り抗議運動を展開といった社会問題にまで直結することもある。

そのため、値下げするとしても統計には表れないような形で行われてきた。もっともキテレツなものだと、「一軒買えば無料でもう一軒プレゼント」というセールだったり、農民向けに「代金の一部はスイカなど収穫した農作物で支払えます」というキャンペーンだったりと、形を変えた値下げがある。

不動産市況がより反映される中古住宅の場合でも、値下がり局面ではなかなか売り物件が出ず、統計にあらわれにくい。しかし、２０２４年に入ると、状況は変わった。７月の主要70都市中古住宅価格指数（前年同月を１００とした価格指数）を見ると、北京市が92・８、上海市が94・4、広州市が87・6、深圳市が90・２と、中国を代表する一線都市でほぼ1割の下落となっている。

グラフ, 折れ線グラフ

自動的に生成された説明

出所：国家統計局

中古住宅価格に下落が反映されたのは、「不動産価格の反転はない」とあきらめ、値段を下げて売りに出すケースが増えているためとみられる。昨年５月の統計ではほぼ100前後、つまり統計上では価格はほぼ下落していなかった。この時点でも「主要都市は1割、地方主要都市は2割、地方都市は3割下がった」などとささやかれていたが、この1年間で下落トレンドは主要都市にまで拡大している。物件の立地など条件にもよるが、「2割、3割値下げしても買い手がつかない」という愚痴もよく聞く。統計以上に悲観的なムードが広がっているのだ。

２０２１年に突入した中国不動産市場の低迷に対し、中国政府も無策だったわけではない。住宅購入制限の緩和や、住宅ローンの貸し出し要件緩和および頭金比率の引き下げ、不動産デベロッパーの資金支援など、各種の対策を打ち出している。

2024年5月17日には「切り札」的な新政策も導入された。「地方政府が不動産在庫を直接買い上げる」というものだ。

地方政府が購入した不動産は、低所得者向け住宅としての利用が想定されている。この施策のために中国人民銀行（中央銀行）は3000億元（約6兆6000億円）の貸出枠を設定した。

実際に地方政府に融資する大手国有銀行が拠出する金額を合わせると、合計5000億元（約11兆円）が住宅在庫買い上げに活用されることになる。

この「切り札」政策が発表されると、一部不動産企業の株価が高騰するなど大きな反響を呼んだ。

今の苦境を脱するためには、政府の資金注入は不可欠とみられていた。とはいえ、これまで大儲けしてきた不動産企業を税金で救うとなれば庶民の反発も強いだけに、政府はなかなか動けないのではないか。不良債権処理が遅れてバブル崩壊の傷をいたずらに大きくした日本の二の舞になるのではないか―。そのような懸念も広がっていた。

それだけにこの新政策については、「国が本気を見せた」とポジティブな反応が広がったわけだ。

だが、新政策発表から1カ月あまりが過ぎた今、その期待も薄れている状況だ。

住宅在庫買い上げの実務が始まるにはまだ時間がかかるというのもさることながら、11兆円程度の資金ではまったく足りない、との見方も強い。

国家統計局によると、5月末時点の住宅在庫は3億8712万平米。1平米1万375元（2022年の住宅平均価格）で計算すると約4兆元（約88兆円）の在庫があるだけに、現時点で用意されている資金だけでは不十分だ。

しかも、一度着工した建設プロジェクトはそう簡単には中止できず、今も着々と新たな物件が完成している。住宅在庫は昨年末から5月末までに約5000万平米増加している。先ほどの計算を当てはめると、毎月1000億元（約2兆2000億円）の売れ残りが新たに誕生していることになる。

また、用意された11兆円はあくまで融資であって返済する必要がある。低所得者向け住宅のために新たに借金を増やすのは、地方政府にとってあまりそそられない選択だ。そもそも地方自治体の多くは財政難に陥っていることを考えると、どれだけ積極的な動きが見られるのかは疑問が残る。

国際通貨基金(ＩＭＦ)は２０２４年８月、中国との４条協議の結果を発表した。毎年実施しされている加盟国調査で、ＩＭＦのエコノミストチームが経済、金融政策を調査、評価するもの。発表によると、ＩＭＦ理事の多くはより大規模な不動産対策を求めたが、一部の理事の反対が反対したという。この内実についてブルームバーグが詳細を伝えている。今後４年間で、ＧＤＰの５・５％、すなわち１兆ドル（約１４５兆円）の資金を中央政府が投入すべきとの提案だったという。ＩＭＦは中国経済が中長期的に減速していくが、急ブレーキはないとの見通しを続けている。２０２４年７月の世界経済見通しでは２０２４年の成長率を５％、２０２５年を４・５％と予測した。数字は楽観的だが、その一方で不動産問題については適切な対処をすることが前提との提言を繰り返してきた。２０２４年の４条協議ではついに具体的な方策との規模にまで踏み込んだというわけだ。

一方、中国政府はこの提案を拒否した。中国政府はどのように問題を認識し、解決策を考えているのかは本書全体を貫くテーマとなる。

## ２：ポストコロナの不動産危機（梶谷）

### 導入（高口）

中国の不動産危機は複雑だ。前章で大都市と地方についても述べたが、それに加えて、２０２０年を起点とするコロナ禍以降の財政金融政策の歪み、２０１４年を起点とする都市化政策の失敗、20世紀世紀末から続く合理的バブルという、短期、中期、長期のマクロ経済の問題が今、同時に噴出しているという側面があるからだ。

不動産危機を理解するには、この異なる要因を個別に解き明かす作業が必要となる。本章から第4章をかけて、この3つの問題それぞれに光を当てていく。まずはポストコロナの不動産危機について見ていこう。

対策に１兆ドルを投入せよ、ＩＭＦにここまでの提案をさせるほどに悪化した中国の不動産危機だが、最初の火の手は意外な形で上がっている。

「還我血汗銭！（血と汗で稼いだ金を返せ！）」

２０２１年９月13日、広東省深圳市にある中国不動産デベロッパー大手・恒大集団の本部ビル前で抗議集会が開かれた。いや、深圳だけではない。中国各地の恒大集団のオフィス前で同様の抗議集会が開催された。

　中国では給与未払いや債務不履行が裁判で解決することは少ない。ともかく騒ぎを起こし政府の仲介によって解決を図るのは常套手段で、「血と汗で稼いだ金を返せ」というシュプレヒコールもありふれたもの。とはいえ、しかし、中国トップクラスの巨大企業が矢面に立たされるのは異常事態だ。

いったい何が起きたのか？　伏線となったのは２０２０年8月の不動産規制だ。上半期に一線都市（北京市、上海市、広州市、深圳市の四大都市）を中心に不動産価格が急上昇したため、中国政府は新たな規制を打ち出した。自治体ごとに詳細は異なるが、銀行の住宅ローン融資残高の上限設定や、現地に戸籍を持たない者の購入制限、またはある世帯が2軒目の住宅を購入する際には頭金比率と住宅ローン金利を引き上げるといった手段が採用された。偽装離婚によって世帯を分けて住宅ローンを申し込むという手法を防ぐために、離婚後も一定期間は同一世帯とみなすという、珍妙な規定まで導入されている。

　これまでも類似の規定は導入されてきたが、不動産企業に大きな打撃を与えるものではなかった。今回、危機の引き金となったのは「3つのレッドライン」と呼ばれる、債務削減義務だ。

　不動産デベロッパーに対し、「負債の対資産比率を70％以下に」「純負債の対資本比率を100％以下に」「手元資金の対短期負債比率を100％以上に」との3つの基準を設定した。すべての基準に違反した場合、レッド企業に分類され、有利子負債を増やすことが認められなくなる。ともかく借金を重ねて経営規模を拡大することこそが勝利の道というのがそれまでの中国不動産業界の勝利の方程式だったのだが、負債を減らさなければ会社が潰れるという真反対の構図となったからだ。

どの不動産デベロッパーも大慌てだったが、この時点では恒大集団固有の問題だとみられていた。というのも、同社は拡大路線の急先鋒。金をかき集めるために社員に自社の投資商品を買わせてまで金をかき集めていたほか、下請け事業者の支払いもさんざん遅延させるなど、あまりにも強引な手法で知られていたからだ。新たな規制でヤンチャしすぎた会社が一つ潰れる……といった理解が大半だった。

ところがそこから危機が拡大していたのはすでに述べたとおり。単独企業の危機ではなく、不動産業界全体の、いや中国経済全体の危機となった。危機が拡大したのは当然だ。なぜならばその背景にはマクロ的な背景があるからだ。短期的なマクロ背景、その要因はコロナ禍に伴う経済対策が生んだ歪みにある。

### **迅速かつ大胆な金融緩和（梶谷）**

それでは、コロナ禍以降の中国のマクロ経済政策を振り返ることから始めよう。まず金融政策を取りあげよう。結論から先に言うなら、新型コロナウイルスの流行に伴う金融対策は、きわめて迅速かつ大胆なものであった。

２０２０年１月23日、中国政府は湖北省武漢市の都市封鎖を発表した。その数日後には湖北省全域に封鎖は拡大される。その後、3カ月近く湖北省から出ることも入ることも許されない封鎖状態が続いた。同時に中国全土で約1カ月にわたり外出規制がしかれた。オフィスにも工場にも出勤は許されず、原則として全国民に外出自粛が要請された。働けないのだから経済活動の急速な収縮も当然だ。２０２０年第１四半期の経済成長率は前年同期比でマイナス６・９％減と大きく落ち込んだ。マイナス成長は１９９２年から始まったＧＤＰ四半期統計で初の事態。また、２０２２年の上海ロックダウンや中国全土でのコロナ感染爆発でもマイナスとなることはなかった。この四半期統計だけでも、２０２0年1月の14億人外出自粛がもたらした経済的打撃の大きさがわかるだろう。

この危機的な状況に対して、まず行われたのが迅速な流動性の供給である。低金利で資金を供給することで、企業が潰れないようにという手当である。早くも2月1日には、中国人民銀行（PBC）、財政部、中国銀行保険監督管理委員会、証券監督管理委員会、国家外貨管理局という経済政策を管轄する5つの部署が連名で、「新型肺炎流行の影響を最小限にするために金融政策を強化する通知」を発表した[[1]](#endnote-1)。同通知では、医療部門等を中心に特定分野の企業に対する優遇貸付を速やかに行うための潤沢な流動性の供給などが盛り込まれている。

この通知を受けて、PBCは湖北省など肺炎の流行が深刻な地域の企業、そして医療品や生活物資を生産する産業、さらには防疫上影響を大きく受ける小売り、宿泊、飲食などの産業、小型零細企業などを対象として、最優遇貸出金利（ローンプライムレート、ＬＰＲ）を下回る低金利融資を実施した。

やや専門的な話となるが、ＬＰＲ以下の低金利融資を実現するためには以下のような手法が用いられた。。まずPBCによる低金利の貸出資金が各金融機関に供給され、さらに財政部によって50％の利息が補填されたうえで、特定業務分野の企業に対して実行された。再貸出は1年物の中期貸出ファシリティ（MLF）によって行われるが、適用金利は従前の3.25％から3.15％に引き下げられた（露口、2020）。このほか、2月3日及び4日に人民銀行は資本市場の流動性不足を回避するためにリバース・レポで1.7兆元の資金を銀行間市場に供給したほか、2月20日には1年物LPR金利4.15％から4.05％へ0.1％引き下げている。

コロナ対策がもたらす未曾有の金融危機を防ぐべく、できる手段をかき集めてきた印象だ。

### 金融緩和のメカニズムと効果

この流動性供給の効果を検証した研究を紹介しよう。北京大学を中心とした、中国におけるイノベーションと企業家精神に関する企業調査（ESIEC）チームは、2020年2月と5月の2回、事前にサンプリングした中小企業に対して電話インタビューを実施した（Dai et al., 2021)。調査対象は河南省、広東省、浙江省、上海市、甘粛省、遼寧省、北京市の7つの省で、調査サンプルは2513社（うち292社はすでに廃業、回答率は51.3％）である。

2月の調査では、中小企業が直面している深刻な問題として、資金繰りが苦しい、という回答が最も多く、原材料や労働者不足、契約不履行といった回答が続いた。それが5月になるとこれらの問題を挙げる回答は大きく減少し、代わって需要不足が新たな問題として浮上している。２月以降の対策が効果をあげたと考えられる。

数ある流動性供給の施策でも、大きな役割を果たしたのが迅速な貸出金利引き下げであった。この背景には、金利ベースの金融政策の実現に向けて、PBCが長い時間をかけて地道な取組みを続けてきたことがある。

図1は中国の政策金利の推移を示したものである。中国人民銀行（PBC）は従来、金利を規制するとともに、窓口指導による銀行融資の総量コントロールを実施し、対象となる産業（不動産やインフラなど）に融資を誘導していた。政府が必要と考える産業に資金を送り込めるという意味では都合のいい制度だが、政策金利を変えても市中金利が操作できないという課題があった。そこで貸出しの総量を規制する、あるいはマネーサプライ成長率を目標とするなどの量的なコントロールを併用することでカバーしてきた。

2017年12月にPBCはマネーサプライの数量目標の公表を中止、数量ベースの金融政策をとりやめた。代わってローンプライムレートが政策金利として運用する金利ベースの金融政策への段階的移行を決定した（Chen=Tao, 2018)。

**図1：中国の政策金利の動向**

グラフ, 折れ線グラフ

自動的に生成された説明

（出所）中国人民銀行ウェブサイト（[http://www.pbc.gov.cn/）](http://www.pbc.gov.cn/%EF%BC%89)

改革後の金融政策運営について、中国人民銀行総裁の易鋼氏（当時）が『金融研究』に発表した論文をもとに整理しておこう（易、2021）。図2に示されているように、人民銀行が直接働きかけを行うのは短期市場におけるリバースレートと、長期市場における中期貸し出しファシリティ（MLF）である。これらの政策金利の水準に合わせて、レポレート及び、LPRといった市場基準金利の水準が決まり、市場基準金利の動きを反映して市中の貸出金利が決まってくる。

改革後、各種の貸出金利を加重平均した平均貸出金利は2019年3月の5.69％からLPRの引き下げに合わせて徐々に低下し、20年6月には5.06%まで低下した。その後、2021年12月の追加的なLPRの影響を受けて、平均貸出金利も4.76％の水準まで低下している。政策金利の変更によって実際の貸出金利を引き下げることに見事に成功したわけだ。コロナ禍を予想した改革ではなかったが、危機においてもこの地道な取り組みが効果を発揮したことは踏まえておくべきだろう。

**図2：金利調整を通じた金融政策のメカニズム**

ダイアグラム

自動的に生成された説明

(出所) 易（2021）

**図3： 社会融資残高成長率（対前年、％）**

グラフ, 折れ線グラフ

自動的に生成された説明

（出所）図表1に同じ

ただし、流動性供給の施策はすべてがうまくいったわけではない。2021年になると、金融は緩和が続けているにもかかわらず、実際の投資や需要の伸びにつながらないという状況があらわれる。それが端的に表れているのが社会融資総額の成長率の推移を示した図３である。

社会融資総額とは中国独自の金融用語で、銀行融資に加えてノンバンクを通じた融資（委託貸出や信託融資などのいわゆる影の銀行）、さらに企業間金融などを含めた社会全体の信用供与の伸びを示したものである。図３では社会融資総額を構成する各種の資本供給チャネルの増減が示されている。特に大きな落ち込みを示しているのが「銀行引受手形」だ。これは企業間での信用供与の動向を示すものとなる。２０１７年からは企業部門の負債削減を目指す「デレバリッジ政策」の影響で減少を続けていたものが、２０２０年に入るとコロナ対策の金融緩和の効果で成長に転じ、２０２１年に入ると再び減少に転じた。「人民元貸し出し」はこの間、ほぼ横ばいで推移しているが、全体で見れば社会全体への信用供与の伸びは鈍っていることがわかる。この停滞は投資に対する企業の消極姿勢を反映したものだ。その背景には、ポストコロナの経済政策の中で財政支出が力強さを欠いていること、不動産市場への締め付けが、少なからず影響している。

### 控えめだった財政支出

経済対策において、金融と財政が両輪をなす。金融が迅速な対応を見せたことはすでに述べたが、では財政はどうであったのか。もともと中国政府は、一種の財政均衡主義を採用しており、一般公共予算（日本の一般会計に相当）の財政赤字をGDPの3%以内に抑えてきた。コロナ禍によってその姿勢には変化が見られたのだろうか。

2020年の全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）はコロナ禍を受けて、例年より2か月遅れでの開催となった。その場で公表された国家予算案では、地方特別債の発行枠を、前年比１兆６０００億元増の３兆７５００億元と大きく増加させた。さらに、感染防止対策の費用として、１兆元規模の特別国債発行も盛り込まれた。これにより、財政赤字はGDPの３・６％に達した。これまで事実上の「上限」と考えられていた３％を上回ったという意味では積極的とも思えるが、前述した湖北省の封鎖、14億外出自粛による消費需要の落ち込み、雇用の不安定化に対応するためには不十分だった。

図4は、ＩＭＦのデータに基づき、各国のコロナ禍対応の追加財政支出と流動性支援策をまとめたものである。中国は地方自治体による雇用イニシアチブへの資金提供、最低生活保障の適用範囲と給付金の拡充、貧困世帯をカバーするため社会支援プログラムの拡張など、総額３兆１０００億元（約62兆円）。GDPの約４・８%に相当する。日本の＊＊＊円、＊＊％、米国の＊＊円、＊＊％など、他の主要国と比べるとかなり控えめなものであることは否めない。

加えて、この３兆１０００億元のうち、約６割に相当する１兆８０００億元は税収や社会保険料の免除、または支払い期間延期という内容だ。

・湖北省の雇用主及び全国の中小企業は社会保障費免除

・この対象外の企業であっても売り上げが減少した企業には社会保険料の支払いを年末まで延期

・中小企業や個人事業主に融資を行う金融機関に対して、利息に対する付加価値税を免除

・コロナ禍で影響を受けた企業に対し、欠損金の繰越期間を延長し、投資控除による法人所得税減免

といった施策である。

「流動性支援」については、地方政府が運営する年金基金への国庫補填を基金額の3％から4％に引き上げること、地方税収に対する税収還付率を5％に引き上げること（3月1日～6月30日）、政策融資銀行3行が、中小企業・零細企業や個人事業者を対象に融資金利の支払いを免除するクーポンを発行すること、高速道路の通行料や空港や鉄道のサービス料の一部を減免すること、電力料金を５％引き下げること（一部の産業を除き2020年末まで）鉄道の物流料金を6月末まで50％引き下げること、公営住宅家賃支払いを3ヶ月間免除し、その後も減免することといった内容だった。

日本や米国などの主要国では個人や事業者に直接給付金などを配るという形での支援が行われたが、中国では本来払うべきものを減免、延期するという支援が中心だったわけだ。

**図4：主要国政府によるコロナ関連支援策（対GDP比）**

グラフ, 棒グラフ

自動的に生成された説明

（注）数値は2021年9月27日時点のもの。

（資料）Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic

さらに付け加えると、追加的財政支援策の過半は産業政策的な内容であった。５Ｇ通信基地局整備、データセンター、都市間鉄道、超高圧送電など、「新インフラ」と呼ばれる新たなテクノロジーの導入、普及に必要な財源として特別地方債発行枠を１兆６０００億元引き上げる、ＮＥＶ（新エネルギー車。純電気自動車とプラグインハイブリッド車、燃料電池車を総称する中国独自のカテゴリ）購入補助金の延長などだ。こうした公共事業や補助金は需要拡大に寄与するものではあるが、世界の国々が必死に現金を配ろうと努力していたことに比べると（日本では現金10万円の一律給付の実施のため、市役所など地方政府公務員が忙殺されていたことが思い出される）、ずいぶんと迂遠に見える。

これらの財政資金による支援策のうち、特に中小企業の経営を下支えしたのは社会保険料の免除・繰り延べだったことが、企業へのアンケート調査などから明らかになっている（Dai [et.al], ２０２１）。ただし、政府に支払う金を免除、または延期するという政策を、積極的な財政出動の効果と言ってよいかどうかは疑問であるが。

この社会保険料の免除、繰り延べにしても、実は中央財政が自ら拠出するものではなかった。中国の社会保障制度に詳しい澤田ゆかりによれば、全国の社会保険基金を合計した収支決算は、２０２０年に突然赤字に転落する（澤田、2021）。その金額は約２００９億元（約４兆円）に達した。社会保険基金収入の中でも最大のウェートを占める、基礎年金収入が免除、繰り延べによって大きくへこんだためだ。

結局、免除、繰り延べという救済策も国庫によってカバーされたのは一部だけで、その他の赤字分は積立金の取り崩しによって穴埋めされたのだった。もともと高齢化や労働力の流出によって収支が悪化していた地方の年金基金に大きな打撃を与えたと、澤田は指摘している。例えば、黒龍江省、遼寧省、青海省では正社員を対象とした基礎年金が底をつき、中央財政と他省から６８１億元の財政援助を受けざるを得なかったという。コロナ対策の恩恵は将来社会保険の給付を受ける人民によって支払われていたわけだ。

財政面から見たコロナ対策についてまとめよう。予算の赤字額を増やすなどある程度は対応する姿勢は見せたもののその規模は不十分で、むしろ主眼は中央政府の財政赤字＝政府債務の拡大を抑制に置かれていた。そのしわ寄せは分社会保険基金や地方政府の財政への負担となっていた。

### 副作用としての企業部門の債務拡大（梶谷）

十分な財政出動が行われなかったことは、その後の中国経済に様々なひずみをもたらした。まず挙げられるのは、民間部門の債務が急拡大し、そのことが社債のデフォルト不安を拡大させたことである。ＢＩＳ（国際決済銀行）が出している各国の債務残高の統計（図５）を見てみよう。習近平政権は過剰債務対策として2017年から債務削減を進めるデレバリッジ政策を進めてきた。その結果、２０１９年末の段階で企業部門の債務残高はGDP比１４９・３％にまで抑えられた。しかし、コロナ禍以後は一転して拡大に転じ、２０２０年９月末の時点では１６３・１％にまで拡大している。そのため、過剰債務問題の再燃が懸念されるようになった。

**図5　債務残高の対GDP比（％）**

グラフィカル ユーザー インターフェイス, アプリケーション

自動的に生成された説明

出所：BIS (<https://www.bis.org/>)

それを裏付けるように、２０２０年11月上旬、政府系半導体大手の紫光集団が経営難に陥ったほか、２０２１年４月には中国財政省が６割出資する不良債権処理会社、中国華融資産管理の信用不安が発覚するなど、政府系大企業の資金繰り悪化が表面化した。

コロナ禍の債務残高増大は世界共通の事象だ。だが、中国の特徴が特異なのは政府部門の債務拡大が不十分という点にあった。世界的に見ると、政府部門が率先して債務拡大して危機対策にあたっていたのに対し、中国では政府財政は消極的で需要を作り出せないでいた。金融と財政、この両輪のうち前者が緩和を続けたのに後者が消極的であれば、行き場を失った緩和マネーは投資へと向かい、資産バブルへとつながる。その対象となったのは不動産市場であり、一線都市の不動産価格急上昇へとつながった

住宅市場の高騰に市民の批判の声が高まるのを恐れた政府は２０２０年８月、「三つのレッドライン」を導入。もともと多額の債務を抱えていた上に、コロナ禍の金融緩和によってさらに債務を膨らませていた多くの不動産企業はハシゴを外され、一気に資金繰りに苦しむようになった。

２０２１年9月には全国主要70都市の平均新築マンション価格が６年５か月ぶりに値下がりするなど、不動産市場は急速に冷え込んでいった。さらに、２０２２年３月末から約2か月間上海市で実施されたロックダウンに代表される、ゼロコロナ政策に基づく長期間にわたる都市封鎖がもたらした経済的打撃もこの状況に追い打ちをかけた。

いずれにせよ、恒大集団の問題はコロナ禍後の緊急措置として行われた大胆な金融緩和によって膨れ上がった債務が、政府の不動産企業への引き締めによって一気に不良債権化したものであり、より本質的な問題は個別企業の経営というより、マクロ経済政策において金融政策に過度に依存したことにあることは明らかだろう。

### 民生部門の保障不足と格差の拡大

十分な財政出動が行われなかったことによるもう一つの問題として、経済の回復過程において、民生部門の保障が十分に行われず、格差が顕在化したことがあげられる。特にコロナ禍で雇用が不安定化する中で、財政出動を通じた十分な救済策がとられなかったことは、社会の不安定要素の一つとなることが懸念された。５％代前半で推移していた調査失業率は２０２０年２月に６・２%と一気に跳ね上がった。その後減少を続け、9月には5・4％とコロナ前の水準に回帰したが、この数値は必ずしも実態を反映したものではない。中国社会科学院の張**斌らの**推計によると、3月期の最も雇用状況が厳しかった時期における都市における失業者数は７～８０００万人、失業率にすると約20％に達していたという（張、２０２０）。

すでに述べたように、中国ではコロナ禍を踏まえた政府の救済策は、市民や企業に対して直接行われるのではなく、企業への低金利融資や社会保険の減免といった形で行われた。繰り返しになるが、社会保険の減免とは基金の切り崩しなので、労働者が将来受け取るはずのものが現在の企業への補填に使われているに等しい。

ただ、このような民生問題を抱えながらも、今のところ中国社会はそれほど顕著な社会の不安定化に見舞われてはいない。その背景には、もちろん政府による抑圧により問題が顕在化しないという理由もあるが、中国社会における労働市場の流動性の著しい高さが、コロナ禍による失業問題の深刻さを覆い隠している側面を無視することはできない。

例えば中国の労働問題に詳しい石井知章は、コロナ化による労働市場の需給の矛盾が広がる中、「業務の爆発的拡大によって労働力不足に悩む企業の問題を解決すべく、「従業員シェアリング」モデルが生み出され、異業種間で直面する労働力の需給ギャップを一時的に解決する有効な手立てとなった」と指摘している（石井、２０２０）。これは、製造業やＩＴ系の大企業が、一時休業している飲食店、ホテル、大型スーパーなどの従業員を一時的に雇用するものであり、財政による休業補償が得られない中、労働者の生活を一定期間支える上では効果を上げたといわれる。

このような労働市場の流動性の高さが、失業問題がもたらす社会不安を和らげるカギであることは、中国の指導者層の言動からも伝わってくる。たとえば、５月には、李克強首相（当時）が山東省煙台を訪れた際に、「露店経済は雇用を生み出す重要な源だ」と評価した。仕事を失った人々が露店を開き、たくましく稼ぐ姿をポジティブに評価したのだった。企業と正規に雇用契約を交わしていない、零細個人事業者や非正規労働者によるインフォーマルセクターが失われた雇用を吸収すると期待したのだ。

さらには、フードデリバリー配送員やライドシェアドライバーなどのギグ・エコノミー、すなわちインターネット・プラットフォームを通じた短期的な雇用・労働形態の広がりも、コロナ禍の需要ショックに伴う失業者の増大のショックを緩和するのに寄与したと考えられる。

日本でも近年、ギグエコノミーは拡大しているが、アルバイトと同程度と賃金水準は高くはない。一方、中国のギグエコノミーは各社のシェア争いが過熱していたという側面もあって、一般的な非熟練労働者よりも収入が高いケースが多かった。ただし、その労働環境には問題点も多い。中国人民大学教授の常凱は、これらのプラットフォーム労働者が、多くの場合まぎれもない雇用労働者でありながら、契約上はその点があいまいな「雇用類似」と呼ばれる就労形態をとっており、そのため労災などのリスクに対し脆弱で、社会保障が不十分であることを指摘している（常２０２４）。

こうした労働市場の流動化は、コロナ禍による一時的な失業問題の解決に好都合というだけではなく、習近平政権の目指す経済改革にも適合的だった。習近平政権は「供給サイドの改革」を掲げた。「過剰生産能力の削減、過剰在庫の削減、デレバレッジ（企業債務の削減）、企業のコストダウン、脆弱部分の補強」という一連の構造改革政策を通じて、経済の効率性を向上させ、これまでの資源投入型の成長に代わる持続的な経済成長を目指すというものだ。この改革を推し進めれば、低効率の企業を潰し、働いていた労働者はより高効率の企業に移らざるを得ない。

労働者にとっては新たな仕事を探さなければならない労働市場の流動化は痛みが大きいが、政権にとっては望んだ方向という側面があるわけだ。ただ、痛みが広がりすぎれば、人々の強い反発を招く。コロナ禍による「持てる者」と「持たざる者」との間の矛盾を閑話することも必要となる。習近平政権は２０２１年に「共同富裕」なるスローガンを大々的に打ち出した。字面からして社会主義に逆戻りするのではないか、民間経済を縮小して国有経済の社会とする構想なのではないかと取り沙汰されたが、その真意は真逆だと見ている。一連の改革が、格差の一層の拡大を伴うことを不可避と見たうえで、その批判が政権に向けられることを防ぐために、いわばワクチンのような予防的措置として「共同富裕」を前面に打ち出したように思われる。

三つ目の問題点は、一部の地方政府の財政状況の悪化が顕在化したことである。たとえば、東北部の黒竜江省鶴崗市政府は２０２１2021年12月下旬に職員採用計画を取り消し、財政再建計画を実施することを公表し事実上「財政破綻」したと伝えられた（程２０２２）。また一部の地域では、財政資金が不足するため公務員の実質的な賃金カットが行われていることも伝えられた。

もともと地方政府の財政は、地方政府が収容した農地などの土地所有権の売却益に多くを支えられてきた。その収入が、2020年の不動産市場の締め付けによって大きく落ち込むこととなったことが直接の理由とされる（中沢２０２１、孫２０２１）。公務員の基本給は中央政府によって定められており、地方政府が独自の判断で減給することはできないが、ボーナス分の支給に土地関連の収益を当てていた地方政府は多く、その分がカットされたのではないか、というわけだ。

このような地方政府の財政資金不足が生じる背景には、付加価値税や企業所得税など地方政府の主な財源がコロナ禍による企業の納税免除・繰り延べ措置によって落ち込む中、中央財政からの補填が十分ではなかった、という点も大きい。すでに述べたように、地方専項債の用途がインフラ投資に限定されているという状況の下で、地方政府がコロナ禍による経済活動へのショックを直接受け止めざるを得ない状況にある、といえよう。

## ３：新型都市化は何をもたらしたのか？

本章では２０１４年を起点とする新型都市化政策がもたらした失敗を取りあげたい。この新型都市化とは、２０１４年の「戸籍制度改革をさらに推進するための意見」で打ち出されたもの。中国では都市戸籍と農村戸籍が区別され、農民は都市労働者となっても戸籍を移転することはできず、「出稼ぎ農民」という身分から抜け出せないでいることはよく知られている。新型都市化は都市戸籍と農村戸籍の区分を廃止し、農民が都市住民となるための条件整備を明確にした。ただし、どの都市でも受け入れが自由になったわけではない。都市の規模別に市街地人口1000万人以上を超大都市、500万〜1000万人未満を特大都市、100万〜500万人未満を大都市、50万〜100万人未満を中等都市、50万人未満を小都市と分類した上で、超大都市、特大都市への人口流入を減らし、それ以下の都市を発展させるという方針だ。都市化といっても大都市をさらに巨大化させるのではなく、小粒な都市を増やす、中規模の都市を大きくするというわけだ。ただ、今振り返れば、この習近平の目玉政策は裏目に出たと言わざるを得ない。

というのも、多くの人々は「都市に住みたい」のではなく、「北京や上海のような大都市に住みたい」と考えている。ハコだけ作ってもそれに見合うだけの需要はない。そもそも都市は一定の空間に産業と人口が密集することにより、効率を上げ、人間の交流に伴うイノベーションを促進させることに真価がある。先日まで畑だったド田舎に巨大マンション群を作り上げても、“なんちゃって都市”にしかならないというわけだ。

実際には人口の移動・定着が思うように進まず、更には将来的な人口減少が予測されるにも拘わらず、住宅建設は主に三線都市、四線都市といった中小の都市に集中してきた。

この問題に関して、上海交通大学の陸銘教授は、中国政府が進めてきた都市化政策が、中小都市の建設にこだわるあまり、大きな非効率を生んでいることを指摘し、それを「低密度の都市開発」と名付けている。都市開発が「低密度」であることによって、サービス業の発展が抑えられる、労働者の実質賃金が抑えられる、あるいは過剰な債務を地方が負うことになるといった様々な問題が生じている、というのだ（陸、２０２２）。その上で陸教授は、今後は人口500万人以上の都市に人口を集中させるよう、戸籍改革を含めた都市化政策の見直しを行うべきだ、と提言している。

実際、ハーバード大のケネス・ロゴフとIMFエコノミストの楊元辰は、2021年以降の不動産市場の低迷において供給過剰がより深刻で、価格が大幅に下落するという事態を招いているのは、北京、上海、深圳、広州の四大都市（一線都市）や各省の省都を中心とした大都市（二線都市）ではなく、三線以下の地方都市であると指摘した（Rogoff=Yang, 2022）。ロゴフらの推計によれば、三線以下の都市居住者は全都市人口の66%を占めているにすぎないが、都市における住宅ストックの72%以上を占めている。また、2020年には、三線都市における建設業の総生産額は、全国の約80％を占めていたという。

しかし、上述のような「低密度の都市開発」と急速な高齢化が相まって、三線都市では今後の住宅需要の回復が見込めない状況にある。ロゴフらは、2021年に発表された論文において、中国のマンション需要はすでに頭打ちになっており、今後は価格の調整が避けられないことを指摘したが（Rogoff=Yang, 2021）、そのような需給バランスの偏りがより深刻なのが三線都市以下の中小都市であることは間違いない。その一方で、三線都市の住民は、大都市に比べて家計資産のうち不動産に占める割合が著しく高く、また地方政府は財政資金調達における土地使用権の有償譲渡収入に依存する度合いが高い。これらは、三線都市においては住宅価格の下落が地方財政の健全性や市民の消費行動に対してより大きな影響をもたらすことを意味している。

### 恒大集団の粉飾決算から見えたこと

新型都市化が残した問題はそれだけではなかった。地方の中小都市を発展させよという習近平総書記の大号令に従って、需要のない地方に大量の不動産物件を作ってしまったことで、誰も欲しがる人のない不動産在庫が大量に生まれたのではないか。２０２４年３月、恒大集団の粉飾決算が明らかになったことで、見えなかった課題が明らかになってきた。

中国証券監督管理委員会（証監会）は２０２４年３月、恒大集団が決算を粉飾していたと発表した。２０１９年に２１３９億元、２０２０年に３５０１億元の売上を水増ししていた。この粉飾額はもともと発表されていた２０１９年売上の45％、２０２０年売上の69％に相当する。

つまり、本来の売上はざっと半分以下しかなかったというわけだ。粉飾するにしても限度があるというか、さすがに盛りすぎではないかと驚くが、筆者が衝撃を受けたのは金額だけではない。恒大集団の経営危機が少なくとも２０１９年には始まっていたという“時期”の問題も驚きだった。つまり、前章で取りあげた、コロナ禍の経済対策と副作用とは異なる文脈の危機に恒大集団は見舞われていたことになる。

[グラフ, 棒グラフ, ヒストグラム

自動的に生成された説明](https://www.fsight.jp/mwimgs/e/1/1000m/img_e134a059ffaa68b57dea3963b8e0e694411499.jpg)

出所：国家統計局、各社決算資料をもとに筆者作成。2023年の売上は上半期

いったい恒大集団に何が起きていたのだろうか。いや、その前にこの粉飾決算で隠された不振は本当に恒大集団だけのものだったのだろうか。中国の住宅販売統計を見ると、２０２１年まではプラス成長を続け、２０２２年から落ち込んでいる。恒大集団、そして同じく破綻危機に瀕している碧桂園も基本的に中国全体のトレンドと歩調を合わせてきた。ところが恒大集団だけが実は２０１９年から外れ値になっていたということになる。

これをどう理解するべきだろうか。「恒大集団だけがなんらかの経営失敗の結果として落ち込んだ」というのが一般的な解釈だが、筆者の考えはそれとは違う。「恒大集団が粉飾していたように、中国不動産業界の落ち込みも隠されていたが、それが遅れて露見しつつある」というものだ。

### 市街地改造が生み出した地方不動産バブル

陰謀論のように思われるかもしれないが、何の根拠もない思いつきというわけではない。第一の論拠は、住宅以外の不動産販売は早々にピークアウトしていた点だ。

[グラフ, 折れ線グラフ

自動的に生成された説明](https://www.fsight.jp/mwimgs/6/1/1000m/img_61aa88e078d882b7ea3eafb748ea49f8312493.jpg)

出所：国家統計局資料をもとに筆者作成

前述のとおり、住宅販売は２０２１年まで成長しているが、オフィスビル、別荘（高級一軒家）・高級マンション、商用不動産の販売額は２０１６年、17年がピークだった。ただ、住宅は不動産販売の8～9割を占めている絶対的主力だけに、こうした“その他”の不振はさほど大きな注目を集めてこなかった（図表2）。

もう一つの論拠が「新型都市化に伴う都市再開発の急ブレーキ」だ。中国の住宅販売額は２０１５年から猛烈な成長を続けている。その背景にあったのが「新型都市化」であり、その一環として旧市街地改造が大々的に推進された。古い町を取り壊し、再開発するというものだ。中国の再開発といえば、政府が強権的に取り壊しを指示し、拒否すれば電気や水などのライフラインがさっくりと止められ、さらには地上げ屋によってムカデや糞尿が投げ込まれたり騒音を流されたりという嫌がらせ、ショベルカー突撃で無理矢理破壊……などなど、かつての日本を上回る悪辣地上げがくり広げられてきたが、2010年代半ばになると様相が変わる。

以前は立ち退いた住民には代わりの住宅が提供される形式が一般的だった。不便な場所にあったり、好立地だと追加料金を支払わないといけないなど不満が多く、もめごとの原因となっていた。それが2010年代の旧市街地改造では、代わりの住宅を提供するのではなく、立ち退き金を支払う形が推奨されるようになった。この政策によって最強の住宅購入予備群が生み出され、中国の住宅販売価格は高成長を始めた。

実需によって地方の不動産需要が活況を呈すると、今度は投機的な需要も生まれてくる。買うだけ買って空き家のまま放置し値上がりを待つ、この投資手法は大都市で行われてきたが、それが地方に広がったのだ。しかも、地方のさらに畑のド真ん中に作られた巨大団地といった、「よっぽどの車好きで、毎日長時間、運転したくてたまらない人以外は住めないのでは」的な物件までもが投資目的で売れていった。

第１章で紹介した巨大幽霊団地はその典型だ。こうした巨大団地は「新城」と呼ばれる。ゴーストタウン化した新城の数はどれほどあるのか。正式な統計はないが、状況をうかがわせる資料は存在する。西南財経大学家庭金融調査研究センターが２０２２年末に発表した報告書によると、中国全土の空き家率は26.6％に達しているという。この報告書をもとに、中国全土の空き家は１億２０００万戸、２０１７年比で倍増と推計されている。中国不動産取引仲介企業、貝殻找房（KE Holdings）の調査部門が2022年8月に発表した報告書だ。主要28都市を調査した結果、一線都市の空き室率は7％、二線都市が12％、三線都市が16％と、田舎になればなるほど空き家が多い。そして、築年数別の空き家率を見ると、完成から1年未満のマンションは空き家率が30％と一番高く、そこから築年数が伸びるほどに空き家率が下がっていくという傾向が明らかとなった。日本の空き家問題は「住む人がいなくなった地方の古い家がたくさんある」だが、中国では「地方の新築マンションが空っぽのまま放置されている」と大きく異なる。ちなみに、この報告書は発表後まもなくして公開中止となった、政府にとって都合が悪い内容なのだ。

　さて、不動産市場の活況をもたらした、旧市街地改造“特需”だが、実はほんの４年間だけの突風だった。というのも、本来の目的から逸脱し、さほど古くもないマンションを建て替えるといった、地方政府主導の乱開発が目立つようになったからだ。この問題を中央政府は危惧し、２０１７年ごろから都市再開発にブレーキをかけはじめる。資金の出し手である政策銀行、すなわち国家開発銀行と中国農業発展銀行も資金の拠出をしぶるようになった。その結果、２０１９年には旧市街地改造着工数は前年から半減している。この時点で不動産産業への打撃が心配されていたが、安定した成長は続いていた……はずだった。

　ところがどうだろう、粉飾分を除いた恒大集団の“真実の売上”を見ると、旧市街地改造の縮小と期を一にして売上が急減していることが浮き彫りとなった（図表3）。

[グラフ, 棒グラフ, 折れ線グラフ

自動的に生成された説明](https://www.fsight.jp/mwimgs/f/e/1000m/img_feb780f4ef9204e6cac7ad62fa94cf71419474.jpg)

出所：国家統計局、恒大集団決算をもとに筆者作成

“特需”を享受していたのは恒大集団だけではなく、中国不動産業界全体。だったら、他の企業も本当に売上を伸ばしていたのだろうかと、私が疑念を持つのも理解していただけるのではないだろうか。

### 不動産企業の債務、その源泉とは

新型都市化とそれに伴う旧市街地改造はすでに過去の話なので、メディアに取りあげられる機会は少ないが、リサーチすればするほど、この時代にリスクが高まっていたことが浮かび上がる。

以下の図表4は恒大集団の売上と負債の推移を示したものである。同社は2兆3882億元（約50兆円、2023年6月末時点）という、とんでもない金額の負債を抱えているが、それは2015年から急激に増加したことがわかる。

[グラフ, 棒グラフ

自動的に生成された説明](https://www.fsight.jp/mwimgs/b/3/1000m/img_b311a3c217eab37153932cd4c33dc61c412705.jpg)

出所：恒大集団各年決算資料をもとに筆者作成

当時、中国不動産業界で流行した経営戦略は「高負債、高杠桿、高周転」（高負債、高レバレッジ、高回転）と呼ばれている。戦略的に負債を増やして、自己資本以上の金をかき集めることで、土地取得から建設、販売、資金回収までの期間を徹底的に早めて回転を上げ、一気に成長できるという筋書きだ。

負債を増やすといっても、メインの手法は銀行融資や社債発行ではない。下請け事業者や建材サプライヤーへの支払いを遅らせることで資金を捻出したのだ。住宅を売った金は速攻で回収、一方で下請けへの支払いは限界まで遅らせる。この時間差によって、次の建設プロジェクトに着手する資金が生み出される。

　中国では俗に「どれだけ支払いを遅らせられるかが、会計担当者の腕のみせどころ」と言われるが、それにしても恒大集団はやりすぎ感が否めない。現時点で買掛金はなんと１兆元（約21兆円）を超えている。それでも拡大戦略が機能している間は、いつかは払ってもらえたのだが、経営危機が深刻化するにつれて支払いはどんどん遅れていき、ついにブチ切れた下請け事業者がボイコット。工事がストップする物件もでていた。

恒大集団と並び、今、不動産危機のド真ん中にいるのが碧桂園だ。新型都市化の波にのって急成長した企業であり、現在では債務危機のまっただ中にある。

[グラフ, 棒グラフ, ウォーターフォール図

自動的に生成された説明](https://www.fsight.jp/mwimgs/6/d/1000m/img_6da10ff7d61beb7da51be10955e148ce448753.jpg)

出所：碧桂園各年決算資料をもとに筆者作成

同社も２０１５年から債務を膨らませてきた。ピーク時の２０２０年は１兆７６００億元（約37兆円）という、これまたとてつもない規模にまで膨らんでいた（図表5）。ただ、同社が買掛金を（相対的に）低水準に抑えている点で恒大集団とは異なる。碧桂園にとっての打ち出の小槌は前受金、すなわち予約販売した不動産の売上だ。

中国では不動産は予約販売制で、完成前から販売契約が完了する。契約から工事完了までの期間は平均1～2年と言われている。住めるようになる前から住宅ローンの返済がはじまるのは経済的にも大変だし、アクシデントで建設工事がストップすればこの期間は無限に延びる可能性がある。社会問題になりやすいとして、中国の専門家からも予約販売を禁止するべきだとの提言もあるが、不動産業界の構造そのものにかかわる問題だけに禁止はしづらい。

中国政府も一応の対策は打ち出している。たとえば「建物の最頂部まで完成するまでは予約販売は不可」という規定がある。ただ、これにも抜け道はあって、とりあえず一番上までの骨組みを一気呵成に作り上げてしまえば、完成していない状態でも予約販売は出来てしまうのだ。そうすれば、後はもう急ぐ必要がなくなってしまう。ひどい時には工事がストップし、壁も貼られない骨組みだけのマンションが何年も雨ざらしという羽目になる。

政府はこれとは別に、予約販売で得た資金を供託させることで、不正に流用できないようにする制度もつくっている。おかげで、予約販売だけして後は逃亡というケースは減ったようだが、供託金を担保に金を借りるといった抜け道もあり、高債務という経営戦略を変える効果はなかった。

２０２０年の不動産規制で「３つのレッドライン」と呼ばれる、デベロッパーの債務制限策が盛り込まれ、それが不動産市場下落の引き金となったことはすでに述べた。中国政府はこれまでにも不動産に対する規制と緩和を繰り返してきたが、デベロッパーの債務削減をターゲットとした規制は初だった。結果として、未曾有の不動産危機を誘発する引き金となったわけだが、おそらくは新型都市化を機に激増した不動産デベロッパーの債務増加への対応を考えたためだろう。

### 「世界一高い未完成建築」の今

膨大な負債を積み重ねて作った「新城」、その多く不便な僻地にある。どのような物件が作られてきたのか。実際に現地を取材した。

「でかい」

そのビルが目に入ると、思わず驚きの声がでた。高銀金融１１７。高さ５９７メートルと、高層ビルとしては世界第６位である。だが、このビルには「世界一高い未完成建築」という不名誉な肩書きもある。２００８年の着工から７年後には最頂部まで完成したのだが、そこでデベロッパーの高銀地産公司が資金難に陥り工事が頓挫。これまでに５００億元（約1兆円）以上もの建設費が注ぎ込まれたというが、それでは足りなかったようだ。

廃墟マニア垂涎のこの巨大建築を見てやろうと現地へ向かった。天津市中心部から車ならば30分ほどでいける距離にあるが、バスで行くと１時間以上もかかってしまう。日々の通勤にはちょっとしんどい。ちなみに地下鉄延伸計画はあるものの、現時点では着工時期すら未定だという。しばらくは陸の孤島のままだ。

さて、最寄りのバス停から10分ほど歩いてようやく高銀金融１１７にたどりついた。周りに高いビルがないこともあり、巨大なシルエットがはっきり見える。ともかくでかい。敷地は壁で囲まれているが、隙間からのぞくと人や重機はなく、工事再開の気配すらない。外壁をはらずに放置している箇所もあり、むき出しの鉄骨が錆びているさまが見える。まだ建設中という触れ込みだが、今後完成してもここに入居したい人がどれだけいるのやら、疑問に思う。

この高層ビルは商業施設とオフィスとして使われる予定だが、周囲を取り巻くようにマンションが建ち並ぶ。同じ不動産デベロッパーによるもので、商業施設、オフィスビル、マンション、高級戸建て住宅をセットで開発しようという構想だ。

落ち着いた外装、広い歩道、緑豊かな庭園など、高級感が漂う。ただ、建設中断時間が長かったためか、隙間から雑草が顔を出すなど、早くも廃墟感が漂い始めていた。

マンションには業者が出入りし、工事が進められていた。近隣にあった食堂で話を聞くと、昨年秋から建設が再開されたという。

今さら建設を再開しても買い手が付くのか、どこから資金がわいてきたのか、気になるところだが、これにも理由がある。２０２２年8月、中国政府は爛尾楼の建設を促進するため、２０００億元（約４兆円）の基金を設立した。国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国輸出入銀行が貸し手で、地方政府が借り手という座組で、不動産デベロッパーの資金難で工事が止まった住宅の建設を進めるという内容だ。基金設立にあたっては「住宅完成と民生の安定は地元政府の責任として受け止めよ」と指示されている。つまり、放置すれば責任が問われる。自身の出世にかかわると、地方政府の官僚たちが必死に解決に取り組んだ。

一生に一度の買い物として住宅を購入したのに、建設途中で放置されてしまった。そうした残酷物語は中国ではありふれている。経済を守るためとはいえ国が動いたのはいい話だと素直に受け止めていたが、天津市の不動産販売仲介業者として働いていたという知人の女性によると、そんな簡単な話ではないという。国の支援によって住宅は完成したとしても、マンション街の中核となるはずの高銀金融１１７は巨大な廃墟のまま。そんな物件を引き渡されても困るだけというわけだ。また、マンション群のうち第１期販売分はほぼ完売しているというが、第２期以降はほとんど売れていないという。ＩＭＦが未完成マンションを完成させるために税金１兆ドルを投入するべきと提案したことはすでに述べた。ＩＭＦに限らず、多くのエコノミストが政府の支援によって未完成マンションを完成させるべきとして意見が一致している。

ただ、実際の購入者たちは必ずしもその意見には賛同しないだろう。新城の多くは陸の孤島のような不便な場所にあり、実際に住むには不便だ。それでも購入したのは今後、さらに周囲が開発され学校や商業施設も整備されるからという約束手形があったからであり、何より今後も価格が上昇すると期待していたからだ。物件ごと、購入者ごとに考えは違うだろうが、完成させなくていいから返金してくれという人は相当数いるだろう。

### 脱ゴーストタウンの成功例

もちろん、ゴーストタウンから抜け出した実例もある。「成功例」として知られるのが上海市西部のテムズタウンだ。名称からわかるとおり、英ロンドンをコピーした、テーマパーク的な外観の街である。石畳の道路、れんが造りの街並み、清掃員や警備員まで英国風のコスプレをしているという手の込みようだ。英国風の高級感の演出にあわせて、価格が高い一軒家も多い。

２００６年に完成すると、世界中のメディアで、「中国は街並みまでパクるのか」と取り上げられた。一方、不動産としての人気は今一つ。バスでしか行けない不便な立地、市中心部から遠く近場には仕事がないという、陸の孤島っぷりがネックとなった。そのため中古価格は低迷した。購入者の多くは投資目的で、住民もほとんどいない。結局、英国風ゴーストタウンが完成してしまった。

完成から20年近くたった今、テムズタウンはもはや世界のメディアから取りあげられることはなくなったが、中国国内からは注目の街だ。それが脱ゴーストタウンの成功例という位置づけである。

いったい何が起きたのか。英国風の街並みを生かして、結婚写真撮影の聖地になったことは一因だ。私の訪問時には10組以上の新婚カップルが街のあちらこちらで撮影していた。写真館も数店舗あった。ただ、これだけではたいして金は落ちない。

　結局のところ、復活した理由はもっと地味な話である。テムズタウンが位置する上海市松江区には多くの大学が誘致された。今や毎年10万人もの入学者が集まってくる。学生相手の商売も増えたほか、卒業生が起業した会社もできた。松江区全体が発展する中、テムズタウンは交通こそ不便だが、周辺より不動産価格が安いからと中古物件を買う人が増え始めた。ウェディングドレスの群さえ気にしなければ、割安で住める地域なのだ。

　ただ、この復活が起きたのは２０１０年代半ばのこと、テムズタウン完成から10年近くが過ぎてからの話である。街が機能するにはかなりの時間が必要となる。そして、今できたてほやほやの新城にはその時間は残されていないだろう。

　中国の出生数は１９８０年代後半から減少を始め、202３年は９０２万人と、10年前からほぼ半減している。住宅購入者の大半は新婚夫婦。若い世代が減れば住宅需要は確実に減少する。

### 習近平肝いりの「雄安新区」へ

こうした惨状を見ると、「新城」の開発はストップせざるを得ないはずだ。ところが、その流れに逆行するように、市場最大の新城の建設が着々と進んでいる。それが習近平総書記の肝いりプロジェクト、「千年の大計、国家の大事」と位置づけられた雄安新区だ。

２０１７年、中国共産党は新たな巨大都市である雄安新区の建設計画を発表した。北京市から南西に約百キロ離れた場所に位置する。ただの農村だった場所に、企業の本社や研究機関などを移転し、新たな都市を作り出そうという壮大な計画だ。

計画発表直後は中国内外のメディアでも大きく取りあげられた雄安新区だが、最近ではほとんど話を聞くこともなくなった。いったいどこまで建設が進んでいるのか。ニュータウンの失敗が広がるなかで、この国家プロジェクトは成功するのか。現地にいって、この目で確かめてみることにした。

といっても、現地にたどり着くのは一苦労だった。雄安新区までは中国版新幹線が開通しており北京から1時間ほどで到着する。ただ、駅があるのは雄安新区の外れだ。19ものプラットフォームがある、巨大な駅がひなびた街のなかに屹立しているさまは壮観というべきか、異様というべきか。駅から中心部までは20キロほどあるため、さらにバスで1時間はかかる。日本の新幹線は街中に駅があることがほとんどだが、中国版新幹線の新駅は、空港のように郊外にあることが多い。鉄道は早いが、駅から市街地までのアクセスを考えると、あまり時間短縮にならないこともしばしばだ。

仕方なく車をチャーターしていくことにしたが、手配するのはちょっと面倒だった。旅行サイトの標準プランは北京市内半日観光や万里の長城ツアーで、雄安新区行きはない。電話で説明してようやく対応してもらえた。北京市でチャーターの仕事を始めて数年になるという運転手が来てくれたが、雄安新区に行くのは初めてだという。計画発表当初は早くも人気観光地になったと報じられていたが、すでに観光地としての人気は消え失せたようだ。北京から1時間半ほど車を走らせると、目的地に到着した。直通の高速道路も車はまばらにしか走っていない。

到着後、まず訪問したのは市民サービスセンターだ。役所、展示施設、映画館、企業オフィスなどが集まる施設である。雄安新区発表後、真っ先に作った視察団受け入れ施設という意味合いが強い。オープン当時の報道を見ると、無人コンビニや、自動運転の清掃車、宅配車といったハイテク設備が目玉であった。ところが、訪問時点でそうした人目を引くものはすべて消えていた。無人コンビニは中国ネット通販大手JDドットコムの運営。雄安新区以外でも無人コンビニを複数店舗展開していたが、結局うまく行かず事業を廃止してしまった。完全無人化は高コストすぎる、それならばセルフレジや自動販売機で十分、これが現時点での中国の結論のようだ。ともあれ、ハイテクコンビニの代わりに水や軽食を販売しているのは、どこにでもありそうな雑貨店だけとなっていた。

自動運転の清掃車、宅配車もメンテナンスが面倒なのか、敷地の隅に放置されていた。自動運転バスもバス停が撤去されている。観光客も来ないので、もうハイテクアピールは十分ということだろうか。

### おもちゃのブロックのような街

隣には巨大なビジネスセンターが建つ。コンベンションセンター、ホテル、オフィス、マンション、幼稚園などが一体となった複合施設となる。立派な建物だが、たまにイベントがあるぐらいで普段はまったく使われていない。人の気配のない真新しい建物は、まるでおもちゃのブロックのようだ。そのブロックを計画に沿って配置していく。居住区から徒歩15分以内に中学高校や病院、公民館、スポーツ施設、徒歩5分以内に幼稚園やコンビニがあるといった具合に、公共施設だけではなくお店など民間商業施設の場所までかなり細かく指定されている。ただ、いつになったら住民が入るのかはまだ見当もつかない。とりあえず作られた建物は相当長期にわたり放置されることは間違いないが、誰も住まないで傷まずに維持できるのか、なにより頭でっかちの計画が思惑通り進むのか、気になるところだ。

北京市にある大企業の本社や大学などの研究施設に移転するよう中国政府は号令をかけているが、出張所を作る程度で本格移転する動きはまだない。中国では大都市への戸籍転入のハードルは高い。価値ある北京戸籍を捨ててまで、ゴーストタウンのようなこの町に移住したがるモノ好きはいないだろう。

しかも、完成はまだまだ先だ。市民サービスセンターから少し外れると重機がせわしなく動き回る建設現場と手つかずの荒れ地が広がっている。雄安新区は2035年の完成を目標としている。約200平方キロの市街地に200万人が暮らすという計画だ。市民サービスセンターは約38平方キロの初期開発地域に位置している。つまり、建物が建っているのはまだ全体の2割程度で、残り8割はこれから作る段階だ。

雄安新区の中核病院として建設されている宣武病院、その周囲はまるで沙漠で、運転手が思わず悪態をつくほど。建物の建設は進んでいたが、道路や駐車場はこれからだ。中国官製メディアはよく進捗を記事にしている。豪華な病院やスポーツセンターの写真が記事を飾るが、現地を訪問してみると、撮影の構図を工夫して周囲の荒れ地が入らないようにしているのがよくわかる。

### 習近平のレガシーはゴーストタウン

車窓から建設現場と荒れ地を眺めると、この巨大プロジェクトはまだまだ表面をひっかいた程度の進捗でしかないことがよくわかった。２０２３年時点ですでに５千億元（約10兆円）超の建設費が投じられたというが、完成までには少なくともさらに数倍の投資が必要になることは間違いない。

果たしてこの巨大プロジェクトを完成させることができるのか。そもそも必要があるのか。疑問視する声もあるが、習近平総書記はなお、このプロジェクトを重視している。習近平総書記の任期は２０２７年までだが、まだ後継者が確定していないのでさらに５年続投する可能性が高い。つまり、引退は２０３２年以降になるわけだが、その時点でレガシーとして雄安新区を完成させておきたいという意図があるのではないか。

「鄧小平が築いた深圳経済特区、江沢民が主導した上海浦東経済新区に続く、第三の全国的新区」が雄安新区の位置づけだ。偉大なる先人たちは都市という目に見える形でレガシーを残してきた。ならば自分もという構造があるのではないか。もっとも、中国が世界的な貿易システムと連結したことを象徴する深圳、国際的な商業金融センターとしての地位を確立した上海と比べると、雄安新区の意義は不透明だ。下手をすると、「数十兆円のゴーストタウン」を作り上げ、中国不動産市場を危機に陥れたことを示す、負のレガシーとして残るのかもしれない。

# ４：中国不動産市場と「合理的バブル」

### 「バブル」とはなにか

２章で短期、３章で中期の時間軸における問題を見てきた。いよいよ本章では長期の問題を考えてみたい。20世紀末から続く不動産バブルはなぜこれまで崩壊しなかったのか。この不可解な現象は、中国社会と経済の根幹をなすといっても過言ではない。

まず、中国の不動産価格がどのように推移してきたのかを見てみよう。図6はマンションを含む住宅価格、およびオフィスや商業施設の面積当たり販売価格（総販売価格を販売面積で割ったもの）の推移だ。この価格は２００３年から上昇を始め、２０２１年までほぼ一貫して上昇してきた[[2]](#endnote-2)。

**図6　不動産販売価格の推移**

グラフ

中程度の精度で自動的に生成された説明

出所： CEIC Data、国家数据

この現象は「バブル」だったのだろうか？

議論に入る前に、そもそも「バブル」とはどのような状態を指すのか、経済学に基づいて整理しておこう。一般的には、ある資産のファンダメンタルズ（本質的価値。その資産を保有することによって得られる収益、市中金利、経済成長率などの各種条件を総合的に加味して算出するもの）と取引価格を比較し、両者が大きく乖離しているようならばバブルと判断される。たとえば、住宅価格であれば賃貸利回りと市場金利によってファンダメンタルズが決定される。

賃貸利回りだけで見るならば、中国不動産は明らかにバブルだった。日本では賃貸利回りは５～８％が一般的とされているのに対し、中国の一線都市では１％前後という低さであった。２０２４年になって不動産価格が下落したため、相対的に利回りは上がったが、それでも２％に到達したという水準だ。つまり、あるマンションを購入する価格は50年分の賃貸価格と同水準というわけだ。価格下落前の水準だと百年分になる。そのマンションが50年、百年の耐久性があるはずもなく、「マンションに住むという価値」と価格を比べれば絶対に賃貸が得だ。それでもみなが不動産を欲しがったのはその物件が今後値上がりすることに期待を賭けたからにほかならない。ファンダメンタルズと乖離して投機的な価格の上昇が始まると、さらなる値上がりを予測した投機マネーによって値段がつり上げられ、その価格上昇がさらなる投機マネーを呼び寄せ……というループに陥り、典型的なバブルが生じる。

ただ、ファンダメンタルズと取引価格に差があることだけでは、「バブル」かどうか判定はできない。不動産価格の上昇に伴ってファンダメンタルズも同時に上昇していることも多く、投機マネーが投機マネーを呼び込むループに陥っているかどうかは簡単には判別できないからだ。

計量的に厳密に判断する際には、共和分分析という手法が使われるのが一般的だ。複数の時系列データを比較し、たがいの乖離が広がっていく「発散」と呼ばれる関係なのか、あるいは一時的にファンダメンタルズの乖離が見られたとしても、どこかの時点で安定した均衡関係に戻ってくるのかを見るわけだ。ファンダメンタルズと資産価格を比較し、「発散」、すなわち資産価格がファンダメンタルズと乖離してひたすら高騰していくようであればバブルとする、これが一般的な結論である。

では、中国の住宅価格はどうか。意外に思われるかもしれないが、近年行われた実証研究では、一部の地域と期間を除けば不動産価格は必ずしもバブルではないという結論を示すものが多い。このことは、ファンダメンタルズと住宅価格という二つの変数の間に長期的に安定した関係がある、すなわち住宅価格が定常状態にあることを示している。

それはなぜなのか？一つの理由は、住宅価格がファンダメンタルズから発散しそうになるたびに、政府当局が住宅ローンの制限やマンション頭金の引き上げなどの価格抑制政策を発動し、住宅価格は定常状態に引き戻されてきたということが考えられる。実際、中国政府は住宅価格が上がりすぎれば規制し、下がりそうになると手綱をゆるめるというコントロールを頻繁に行ってきた。しかし、そのように政府の介入が価格の抑制に効果を上げることができたのは、そもそもファンダメンタルズからの乖離幅が、政府がコントロール可能な範囲に収まっていたからではないだろうか。もし乖離幅があまりに大きければ、わずかばかりの介入が大幅な価格調整をもたらしかねず、価格の乱高下をもたらしかねないからだ。

むしろ、こう考えたほうがいいだろう。。資産価格がファンダメンタルズを大きく上回り乖離した状況にあるが、その乖離は広がらないで安定した定常状態にある。ファンダメンタルズを超えたバブルの価格がついた状態で安定しているという状況だ。膨れあがった風船が破裂するように熱狂的な投機の末に崩壊するというのが一般的な「バブル」だとしたら、ぱんぱんに膨らんだ風船が同じ大きさのままずっと浮かんでいるという状況とたとえられるだろう。

先に、一般的なバブルとは「資産価格がファンダメンタルズと乖離し、かつ、その乖離がどんどん広がるもの」との定義を紹介した。これとは別の形のバブルがあるのではないか。すなわち「資産価格がファンダメンタルズと乖離」している点では共通しているが、その「乖離は広がることはなく安定した関係にある」点で異なる。

バブルとはどんどん膨らんで破裂するからこそ「バブル」なのではないか。安定したバブルなどバブルではないのではないか。多くの方はこうした疑問を抱くのではないか。一見すると矛盾しているかのような説明だが、経済学の「合理的バブル」という理論を用いることで理解できる。

### 合理的バブル

バブルとは熱狂や衝動など非合理的な感情がもたらしたものとのイメージが一般的ではないか。確かに、ファンダメンタルズ（本質的な価値）以上の価格で資産を購入するのだから合理的とは思えない。しかし、経済学は合理的な経済主体（ホモ・エコノミクス）、すなわち正確な予測能力、損得を判断する完璧な計算能力、計画を完遂する実効能力を備えた、現実離れしたスーパーマンたちによる社会であってもバブルは発生することを証明した。合理的な判断の積み重ねによって生まれるバブルなので、「合理的バブル」と呼ぶ。

合理的バブルはどのような場合に発生するのか。フランス国立社会科学高等研究院のジャン・ティロール教授は「低金利下での高成長」という状況では、合理的バブルによる価格高騰が起きている資産を、上の世代から下の世代へと売買することで、経済全体の資源配分の効率性を改善し、すべての世代の人々の消費水準を向上させられると証明した（Tirol, 1985)。

そのメカニズムをわかりやすく説明するために用いられるのが世代重複モデルである。このモデルでは人間の一生を労働できる若年期と働けない老年期とに分ける。若年期で得た収入の一部（わかりやすく図では半分としている）を老年期のために貯蓄する。第1世代が老年期に入ると同時に、第2世代の若年期が登場する、という繰り返しである。

もし貯蓄を何も運用しない、たとえばタンス預金のような形で保有していたとするならば、生涯所得、これまたわかりやすく百万円と仮定する、を若年期に半分の50万円消費し、老年期にもう50万円消費することになる。

ここに経済成長と金利の要素を加えてみよう。経済成長も単純化し、1世代ごとに生涯所得が20％ずつ増えることにする。第1世代は若年期に百万円を稼ぎ、50万円を貯蓄する。第2世代は１２０万円稼ぎ、60万円を貯蓄する。第3世代は１４4万円稼ぎ、72万円を貯蓄する。

この時、若年期の貯蓄につく貯蓄が10％、経済成長より大きく下回る水準だった場合には何が起きるだろうか。

もっとも、中国は日本に比べてはるかに高い成長率を持続してきたし、GDPの水準を上回るような公的債務の拡大が生じているわけでもない。その代わりに、不動産価格の上昇が長期的に持続する、いわゆる「合理的バブル」が生じてきたのではないだろうか。

グラフィカル ユーザー インターフェイス

自動的に生成された説明

出所：　著者作成

（注）　収入は1期あたり20％で成長する一方、金融機関に預けた場合の金利は1期あたり１０％であると仮定している。

第1世代は50万円を貯蓄、老年期には10％の金利がついて55万円になっているが、経済成長のほうが、より拡大ペースが速いので第2世代の若年層は60万円を消費できるようになっている。第2世代が老年期になった時の消費は66万円だが、第3世代の若年層の消費は72万円とやはり追いつかない。

成長率が金利を上回る、これはマクロ経済学では「動学的非効率」と呼ばれる状況だ。この状態では投資が飽和状態にあり、資本が過剰に蓄積されているため、通常は成長率を上回るはずの金利がそれを下まわっている。このような時には、市場取引では最適な資源配分は実現されない。政府が強制的に構成員間の資源を再配分することで、全体の満足度を向上させされる余地がある。

例えば、もし政府が経済成長率と同じ金利20％の国債を発行した場合はどうなるだろうか。貯蓄の代わりに国債購入を選んだ第1世代は老年期に60万円を消費できる。第2世代は72万円と消費を増やすことができる。つまり、経済全体の資源配分の効率性を改善し、図8-1の状態に比べ、すべての世代の人々の消費水準を向上させることが可能である（図8-2）。

ダイアグラム

自動的に生成された説明

出所：　著者作成。

ダイアグラム

自動的に生成された説明

出所：　著者作成。

もしくは、政府の介入がなくても、各世代が経済成長に連動して価値が上昇するような資産、たとえば不動産資産に投資することでも動学的非効率は解消できる。国債の代わりに投資利回り20％の不動産物件に投資したしても同じ結果が得られるわけだ（図8-3）。

この世代間の効率的な資金移転には、「ファンダメンタルズより高く取引される資産があり、しかもその価値は年々上昇すること」が必要だと、ティロール教授は証明した。前述した「低金利下での高成長」、より厳密に言えば成長率が金利を上回っていることと会わせて、この2つが「合理的バブル」が発生する条件となる。

近年、この合理的なバブルという理論は、改めて注目を集めるようになっている。コロナ以前の世界経済は長らく低定金利時代が続き、成長率が金利を上回る状況が続いていた。ゆえに、世界各国のさまざまな資産で合理的バブルが起きているのではないかと指摘されるようになってきたからだ。

たとえば、櫻川（2022）は、成長率が金利を上回る状態が持続するとき、定常状態の経済でもGDP成長率を上回らない程度の資産バブルが長期間持続すると指摘した。このような持続するバブルこそが「合理的バブル」にほかならない。櫻川はまた、成長率が金利を上回る「低金利の経済」のもとでは、バブルは次々と対象を変えながら流転していくことを主張している。たとえば、1980年代における不動産と株式のバブルが終焉した後の日本経済では、国債がバブルの対象となっており、そのことが日本の巨額の財政赤字を支えているという。要するに、低金利の下での高成長と合理的バブルの発生とは表裏一体なのだ。

中国は日本に比べてはるかに高い成長率を持続してきたし、GDPの水準を上回るような公的債務の拡大が生じているわけでもない。そう、中国では国債ではなく、不動産を対象とした、「合理的バブル」が生じてきたのではないだろうか。

**図7　GDP成長率と平均貸出の推移**

グラフ, 折れ線グラフ

自動的に生成された説明

出所：　CEIC Data、国家数拠点

注：　実質平均貸出金利は、金融機関貸出金利の加重平均値を、商品小売価格指数によって実質化したもの。

図7を見ると、中国においても、リーマンショック後から一貫して成長率が平均貸出金利を上回る状態が続いていた。また、同時期に住宅価格上昇率も５％弱という水準で安定していた。この時期の中国経済が、先ほどに述べた合理的バブルを生み出す２つの条件を備えていたことがわかる。

中国において、このような「合理的バブル」を生み出すための条件が成立したのは、胡錦濤政権においてのことであった。先ほども述べたように、合理的バブルの温床となるいわゆる「動学的非効率」と呼ばれる状況とは、投資が飽和状態にあり、資本が過剰に蓄積されているため、通常は成長率を上回るはずの金利がそれを下まわるような状況を指す。胡錦濤政権期（2002～2012年）においては、①国有企業改革、企業間競争の激化などに伴う労働分配率の趨勢的低下、②金融機関からの借入れが困難な非国有企業が内部留保（企業貯蓄）を増加、③社会保障整備の遅れによる家計部門の高い貯蓄率などが深刻化した（梶谷、2018）。このことは、資本が過剰に蓄積されていく状態、すなわち「動学的非効率」な状態をもたらしやすかったと考えられるからだ。

特に、リーマンショック後の景気刺激策は、市場に対する政府の介入の度合いを増大させ、「国進民退」と一部の経済学者などから批判される事態を招いた。そのような地方政府主導の過剰な固定資本投資とセットになった一連の景気刺激策は、上記のような資本が過剰に蓄積されている状況を一層深刻化させたと考えられる。図7が示すように、リーマンショック後の中国経済において、成長率が金利を上回るとともに、住宅価格が一定の比率で上昇するという現象が続いた背景には、胡錦濤政権期にこのような過剰な資本蓄積が慢性化したことがある。

なお、図7を見ると、実質GDP成長率と実質平均貸出金利は２０２１年から２０２２年にかけてきわめて接近している。合理的バブルが発生するために必要な成長率＞金利という条件が自明のものではなくなっているのだ。この成長率と金利の接近が２０２１年から始まった不動産市場の低迷とも大きく関係していると見ている。

### 賦課方式の社会保障の不備

ここまで合理的バブルという視点から、中国で長期にわたり不動産がファンダメンタルズ以上の価格で取引されていたことを分析してきた。ここでもう一つ、社会保障の不備が合理的バブルに拍車をかけたことを付け加えておきたい。

中国の公的年金制度は公務員や公共病院医師や公立学校教師が加入する公務員基本年金、企業被雇用者が加入する都市職工基本年金、そしてそれ以外の人々を対象とした都市・農村住民基本年金がある。公務員の年金はきわめて手厚い一方で、残る二者はきわめて不十分な支給しかない。都市・農村住民基本年金は農村向け年金と非正規労働者向け年金を統合したもので、都市職工基本年金と比べて給付額はわずか20分の１と低い（片山、2017）。それと比較すれば、都市従業員基本年金の給付はまだましだが、別の問題がある。都市職工基本年金は賦課方式の共通基金に、積み立て方式の個人口座を組み合わせた「二階建て」方式だ。賦課方式とは若い世代の保険料で上の世代を扶養する仕組み、積み立て方式とは自分の口座に保険料を積み立てる仕組みを指す。積み立て方式では自分がもらう保険料は自分自身が貯めることになるので、少子高齢化によって世代間の不公平が生じないというメリットがある。

年金が破綻するのではないか、若い世代は納付額に比べて給付額が少ないのではないかなどと言われている日本からすると、積み立て方式のほうが望ましく思えるかもしれない。しかし、積み立て方式とはつまるところ強制的に貯蓄させる制度にほかならない。すでに述べたとおり、金利が成長率を下回っている動学的非効率の状況では、貯蓄は老年期の消費を減らしてしまう。一方、賦課方式はというと、不動産という同じ効果を持つ。ゆえに賦課方式の養老年金によって世代間の資源移転をはかることが、動学的非効率の状況において、経済厚生を上昇させるものとなることが広く知られている（二神、2012）。

すなわち、動学的に非効率な状況において、政府部門が老齢年金などの社会保険の仕組みを整え、社会保障などのサービスを充実させれば、そういった状況を生み出した元凶である過剰な資本蓄積が抑えられ、不動産バブルが発生しなくても、全ての世代の経済厚生を向上させることが可能になる。一方、社会保障制度の整備が十分ではない場合、過剰な資本蓄積が抑えられず、経済が動学的に非効率な状態から抜け出せないことになる。

しかし、すでに述べたように、現在の中国の公的年金制度は、人口の大部分を占める農民層や都市非正規労働者に対しては、そもそも十分な額の年金が支給される仕組みとなっておらず、また都市の正規就業者にとっても、世代間の資源移転を含まない積み立て方式の年金が大きなウェートを占めている。近年の中国における資産バブル発生の原因が動学的非効率にあるのだとしたら、その一端は、このような公的年金制度に代表されるように、政府が十分な世代間の資源移転を行っていないところにその原因の一端があることは、明らかであろう。

そのように、賦課方式の年金を通じた世代間の資源移転が十分ではない状況の下で、人びとは「安心した老後」を過ごす手段として、マンションを購入してきたという経緯がある。またこのことは、中国においてマンション購入がしばしば「安心した老後を過ごすため」という動機から行われる、現在の中国における社会事情とも合致している。例えば都市に住む比較的裕福な家庭では、自分の息子が結婚して住むための二件目のマンションを購入するケースが多い。この背景には、値上がりを続けるマンションをあらかじめ保有していなければ結婚相手が見つからないため、両親だけではなく祖父母もマンション購入のための金銭的援助を惜しまない、という事情がある（斎藤、2023）。同時に、両親にしてみれば老後の生活のサポートを息子夫婦に期待する、という強い動機も存在する。このような社会的な意識を背景に、男子の人口比率が多い地域では、マンションの値上がりがより大きい、という実証研究も存在する(Wei=Zhang=Yin, 2017)。

このような賦課方式の年金制度の不備を背景とした根強い都市部でのマンション需要の存在は、今世紀に入ってからの継続的な不動産価格の上昇を支えてきたとともに、旺盛な不動産建設を通じてさらなる資本蓄積の原因にもなっていた、ということができるだろう。

### 合理的バブルを享受した中国人民

前節では、長期にわたる中国住宅価格の上昇を、合理的バブルというマクロ経済の視点で読み解いた。こうした経済学の理論は往々にして実感とは異なるものだが、中国の不動産に関しては不思議なほどに腑に落ちる。というのも、マンションさえ購入してしまえば後は自動的に価格が上がり、資産は増え、老後は安泰という発想は広く共有されているからだ。

筆者（高口）は２００５年から２００８年にかけて、中国・天津市に留学していた。趣味の一つが雑誌あさりで経済誌からスポーツ誌、パソコン誌、文学誌まで乱読していたが、よく見かけた特集が「物価上昇に打ち勝つために」。成長率が金利を上回る状況なので、金を銀行に預けてしまうと実質的な価値は目減りする。なんらかの投資をするしかないが、中国株は未成熟で経済成長と連動せず頼みにならない投資手段だ。他にもさまざまな投資手段があるが、リスクは高い。詐欺も横行している。ほぼ唯一にして絶対に安心の投資手段が不動産だった。

「房奴」（住宅ローン奴隷）なる言葉が流行語となったのは２００７年のこと。毎月の返済額が世帯収入の過半を超えるという、無理な住宅ローンを組んだ人々を指す。50％どころか、月収を上回るほどの過酷な返済計画で家を買ったというエピソードもしばしば伝えられた。こうしたニュースは非理性的な住宅は購入はやめましょうというメッセージとともに報じられていたが、現時点で評価すれば「房奴」は勝ち組である。その時点では無茶な買い物に見えたかもしれないが、不動産価格はその後安定して値上がりし続けた。無茶だろうがなんだろうが、早く買えば買うだけ得だったのだ。

結婚にあたっては新郎の両親がマンションを購入する、家が用意できないと結婚できない。これは中国で古くから続く伝統文化のように想われているが、実は２０００年代中盤以降に作られた伝統だと、齋藤淳子（２０２３）は指摘している。合理的バブルという言葉は知らなくても、多くの中国人が不動産さえあれば一生安泰という意識を持ち、家持ちの男と結婚すれば老後の不安が消えるという意識になったのだろう。

忘れられないエピソードがある。数年前、深圳市でタクシーに乗った時の話だ。おしゃべり好きの運転手が身の上話をし始めた。もともと人民解放軍の兵士として駐屯したのが深圳生活の始まりだった。除隊後、小さな左官屋を始めた。建設ラッシュに乗って仕事は拡大し何人も人を雇うようになったが、次第に競争が激しくなり、素人経営では太刀打ちできなくなり、会社を潰してしまった、と。今はタクシー運転手で生活費を稼ぐ毎日です……なんと返事していいのかわからずしばらく沈黙の時間が続いたが、運転手は窓の外を指さして言った。

「ちょっと高いマンションが見えるでしょう？　あそこに自宅があります。2部屋買いましてね。自分用と息子夫婦用です。価格ですか。今は1部屋2億円ぐらいかな（笑）。買った時の何十倍になりましたよ」

しんみりとした空気からのどんでん返しに思わず吹き出しそうになった。

２０００年代半ばに家を買った人は相当の無理をしてでも購入した人が多かったわけでが、１９９０年代なかばぐらいまでは政府機関や国有企業に勤めていると、無料で家が配給されるケースが多かった。無料で得た家がどんどん価格上昇していくのだから笑いが止まらない。

筆者（高口）の妻の実家も無料で得たものだ。１９７６年に唐山大地震が起きた。公式発表で死者24万人、実際にはそれをはるかに上回る死者が出たと推計されている大災害だ。義理の母が住んでいた家も被災し全壊した。その際、壊れた住宅の代替を提供するのではなく、世帯人数にあわせて家が提供された。もともと小さな家に数家族が詰め込むように住んでいたのから、ほとんどタダで家をもらったようなものである。それが数千万円程度の値段に跳ね上がったのだから、社会主義ありがとうというしかない。

沖縄県で高級民泊3棟を経営しているＷさん（男性、30代）も、この社会主義ありがとう組の一人。立派な実業家だが、「親が20年前に買ったセカンドハウスを売ったら、東京のタワマンが2部屋買えるぐらいの金額になってしまいまして。そのタワマンも値上がりしたので、1つ売って民泊経営を始めた次第です。私のことを富裕層と言われると違和感がありますね。北京では安い時に不動産を買っていた人なんてごろごろいます。普通の人ですよ」と話す。

では、不動産投資は絶対に安心だったのかというと、数は少ないながらも失敗例もある。その典型例を見ようと、中国西部・重慶市に飛んだ。重慶市渝北区の中心、超一等地に立地するマンション、瀛丹大厦だ。１９９９年に着工した後、現在にいたるまで完成していない。建設途中に工事が止まってしまうランウェイロウのもっとも初期の事例の一つである。超一等地なのだから他に買い手がつきそうなものだが、できなかったのには理由がある。中国のマンションは予約販売制で、完成する数年前には契約が成立している。書いてはもう代金を支払っているので、建設を引き付いた企業は売上を得られない。本来ならば行政が解決するしかないが、金はだしたくない。まさに八方塞がりだ。

２０２０年になってこの案件はようやく進展を見せた。もとの購入者に対しては購入代金の元本を返済することで解決。新たなデベロッパーが完成させて、新たな購入者を募ると、行政が決めた。この解決策は元の購入者にとって認められないものだった。

「私たちが奪われたのは金ではなくて時間だ。周りのマンションはこの20年で10倍以上に値上がりしている。資産形成するための元手と時間を奪われたので、元本だけ返してもらっても意味がない」と抗議集会を開催したと伝えられている。失ったのは元本だけではなく、資産形成の機会というわけだ。

現地に行けば、今でも抗議のビラぐらい張り出されているかもしれないと踏んだのだが、きれいさっぱり消されていた。もはや泣き寝入りするしかなかったのだろうか。

この瀛丹大厦を見ると、きれいに塗り直しているものの、20年前に作った本体部分が隠しきれずに姿を見せていた。さび付いた鉄骨、レンガを積んでしっくいを塗っただけの壁、外見はきれいにとりつくろえるのだろうが、中身は20年前の水準、技術で作られている上に、外壁もないまま放置されていたため劣化も激しい。これを今さら新築マンションと言い張って売り出すのはいかがなものか。

中国の予約販売制度はこのような問題を何度も起こしてきた。もともとは資本を持たないデベロッパーでも事業を行えるように許されてきた仕組みだが、今や弊害のほうが多いとも指摘されている。

## ３．合理的バブルのゆくえ

前節で紹介したティロールによる議論によれば、合理的バブルの発生を通じて世代間の資源配分が行われ、すべての人々の経済厚生が改善する（いわゆるパレート改善）。中国を対象とした研究でも、合理的なバブルによって国有企業への非効率な投資を縮小し企業間の資本配分を改善する効果を持ったという論文もある（Ge=Yuan, 2022）。

となると、今世紀に入ってから続いてきた中国の不動産バブルは基本的にみんなを幸せにした、素晴らしいものであった……と言えるのだろうか。それははなはだ疑問である。

第一に、すでに取りあげたが、年金が不十分なためにその代替手段として使われたという側面がある。また第二に、資産価格の上昇は、社会保険の提供に比べて限られた層の経済厚生を上昇させるに過ぎず、経済格差を拡大させる性質を持っていることも見過ごせない。北京市や上海市の不動産を購入できれば勝ち組だが、買えなかった人は中国の高成長から取り残された。その意味では巨大な富を生み出した中国の不動産バブルも、その恩恵にあずかれた人はごくごく一部と言える。

第三に、度重なる不動産バブルの発生によっても動学的に非効率な状況は基本的に解消されておらず、ティロールのモデルにおいて想定されていた、バブルの発生が資本の過剰蓄積を解消させるような働きが生じていなかったことが指摘できる。

このようなことから、本章でこれまで述べてきたように、合理的バブルをもたらした中国経済における資本の過剰蓄積が解消に向かう中で、政府が不動産市を場ソフトランディングさせ、予想される経済の混乱、およびその長期化を招くことを避けられるかどうかは、いまだ不透明な状況にあるといわざるを得ない。

資本の過剰蓄積が解消され、これまで続いてきた成長率が金利を上回るような状況が終焉すれば、不動産市場において生じてきた合理的バブルも持続不可能になることは、経済理論の上からも明らかだ。そうなったとしても、例えばバブル崩壊後の日本で生じたように、低金利の国債を広く国民が保有するか、あるいは都市の正規雇用者しかカバーしていない賦課方式の公的年金を、全国民に拡充するなどの手段で世代間の資源移転を図れば、しばらくは低金利の下で人々の不満を抑えつつ、一定の経済成長を実現することは可能である。しかし、その場合でも住宅価格の下落は避けられず、このまま値上がりが続くと考えていた中間層の間で混乱が生じるのは必至だろう。

一方で、相変わらず足元の不動産市場の低迷は現在（２０２４年７月）においても回復の兆しがない。2022年11月には不動産会社の経営不振によって多くの販売済みのマンションの建設がストップするという状況を受けて、「足元の不動産市場の安定健全発展に対する金融支援の実施に関する通知」（「金融16条」）が発表され、「保交楼（購入したマンションの引き渡しを保証する）」をスローガンに、住宅の建設を支え、それ以上の価格下落を防ぐための包括的政策が実施された。また翌2023年2月には、政策金利を据え置きながらも中期貸出ファシリティを通じて銀行間市場に1990億元を供給するなどの緩和策が講じられた。その結果、住宅ローン金利は低下し、主要70都市の新築マンション価格はわずかに上昇に転じた。しかし、この上昇は長続きせず、同年6月以降には再び多くの都市で住宅価格は下落するようになった。

政府はこれに対し、2023年6月と8月に1年物および5年物のローンプライムレート（LPR）をそれぞれ0.1%引き下げ、さらに2024年2月には5年物LPRを0.25%引き下げるという措置を採った。しかし、これらの利下げにもかかわらず、2024年第一四半期になると不動産価格は再び下落傾向を強めており（図８）、これに合わせて住宅販売価格や面積も再び落ち込みを見せている（図9）。同年5月には地方政府が主体となりマンションの在庫を買い取り安価な住宅に転換して提供したり、あるいはマンションの保有者に既存住宅の売却と買い替えを促進するインセンティブを与えたりする（「以旧換新」）一連の政策を導入したほか、住宅ローンの下限も撤廃された。ただし、さらなる金利の低下は銀行の利鞘を圧迫して不良債権処理を遅らせる、あるいは人民元安を招くなどの声もあり、住宅価格の下落を食い止めるだけの効果があるかどうかは疑問である。

**図８ 商品住宅価格指数の動向（対前年比）**

グラフ が含まれている画像

自動的に生成された説明

出所：　国家統計局ウェブサイト（[https://www.stats.gov.cn/）](https://www.stats.gov.cn/%EF%BC%89)

**図9　住宅市場の動向（年初からの累計額、対前年比、％）**

ダイアグラム

自動的に生成された説明

出所：　図8に同じ

本章では、長期にわたって一定の資産価格の上昇が見られる「合理的バブル」が、これまで続いてきた中国の不動産バブルの本質である、ということを述べてきた。ただ、合理的バブルもバブルである以上、いずれは終焉を迎えることは避けられない。もちろん、現在がその時期なのだ、と考える人も多いだろう。だが、筆者はこれまで不動産における合理的バブルが、中国全体の成長率を支えてきたことを踏まえ、もうしばらくはその終焉を先送りすることが可能だし、そのことが望ましいと考えている。その理由は主に2つある。一つは、繰り返しになるが、中国の預金、貸出金利にはまだまだ下げ幅があり、金融政策次第ではこれ以上の不動産価格の低下を食い止めることが可能だからだ。前述のような金融機関の利鞘の縮小に対しては、経営の効率性を高めるような指導を強化するなど、別途対策を講じるべきだろう。もう一つは、不動産バブルが終焉しても現在のように消費が落ち込まず、人びとが安定した生活を送るためには、賦課方式の年金の拡充をはじめとしたより普遍的な社会保障制度の充実が不可欠だが、現状ではその条件が整っているとはとても言えないからだ。

このようなことを踏まえて筆者は、当局が不動産不況に端を発した現在の難局を乗り切るためには、低金利政策と消費を下支えする財政出動によって当面の経済成長率を維持しつつその間に不動産価格の下落に伴う社会不安の拡大に備えた社会保障制度の拡充と整備を行わなければならない。

しかし、三期目を迎えた習政権は、どうもこのような「時間稼ぎ」の政策の実施を潔しと思っていないようだ。そしてこのような不動産市場の低迷とそれに対する政府の対応は、消費の低迷や地方政府の財政難というわかりやすい連鎖だけでなく、EV（電気自動車）や太陽光パネルなどグリーンテックの輸出急拡大という意外な「結果」をもたらしている。次章以降で、合理的バブルのほつれがもたらした問題を見ていきたい。

## 補論　：ＡＭＳＺ基準を用いた中国経済における動学的効率性の検証

### 動学的効率性に関するＡＭＳＺ基準

本章で述べたように、経済が動学的に非効率な状態にあるかどうかを判断するには、実質成長率と投資収益率、あるいはその代理変数としての実質金利の水準を比較すればよい。資本ストックが増加するに従いその限界生産性は逓減するので、資本が過剰に蓄積される状態の下では、投資収益率（＝資本の限界生産性）は経済成長率を下回るはずだからである。

ただし、この判断基準は、中国のように金融市場・資本市場が十分に効率的ではなく政府によって金利が低い水準に規制されている場合には、現実に適用するのが難しくなる。そこでエイベル＝マンキュー＝サマーズ＝ゼックハウザー（Abel=Mankiw=Summers=Zeckhauser、1989）は、代替的な方法として資本市場が不完全であっても成立する動学的非効率性の条件として、粗投資率が資本の分配率を上回っているという条件を示した。資本部門が生産の増加分以上に資源を消費するような経済は投資が過剰であり、動学的な効率性が満たされていないと考えられるからである。

彼らは、1960年から1984年にかけてのＯＥＣＤ加盟国のデータを用いて実際に動学的効率性の推計を行い、例えば高度成長期の日本のような投資率の高い経済であっても、それを上回るような高い資本分配率が見られるため、実際に動学的非効率が成立しているわけではないことを示している。そこで以下では、エイベルらが非効率の用いた手法（ＡＭＳＺ基準）を用いて、近年の中国経済における、動学的効率性の検証を行う。なお、ＡＭＳＺ基準を用いて中国経済動学的効率性の検証を行うにあたって注意が必要な、統計データに関する特有の問題点については、梶谷（2024）を参照されたい。

**推計結果**

前稿で検討したように、資金循環表では資本家の所得が過小に評価される傾向があり、省ごとのデータの合計値は固定資本形成の値を過大に評価している。よって、動学的非効率性の推計にあたっては、粗投資額の推計については資金循環表に示された全国レベルの値を用い、粗資本所得を推計する際には国家統計局国民経済核算司・中国人民銀行調査統計司編（2008）ならびに各年の『中国統計年鑑』に示された資金循環表の値と、中国国家統計局国民経済核算司編（2007）および中国統計年鑑各年版に記載された省ごとのデータの合計値の双方を用いた。

また、ADSZ基準による動学的効率性の推計に当たっては、ＧＤＰから労働者報酬と生産税純額（生産税額－補助金）、を控除したものをＧＤＰで除して求めているが、その際前節で示したような資本家の労働報酬分を推計し、それを控除したものと、そのような控除を行わないもの二つのケースについて推計値を求めている。さらに粗投資額としてはＧＤＰの支出面のデータにおける、「資本形成総額」を用いたものと、在庫投資を含まない値である「固定資本形成総額」を用いたもの、二つのケースについてそれぞれ推計を行った。以上の、三つのオプションに対応した具体的な推計方法は、表1におけるＡからＦにまとめられている。そして、その結果をグラフで示したのが図10である。この図からは、用いたデータのオプションによって推計値にはかなりの幅があり、AからFまでの推計値を慎重に見比べる必要があることがわかる。

表１　AMSZ基準の推計方法について

|  | **粗資本収益率の推計法** | **経営者労働報酬の控除** | **投資の内容** |
| --- | --- | --- | --- |
| Ａ | 全国データを使用 | なし | 総資本形成 |
| Ｂ | 全国データを使用 | なし | 総固定資本形成 |
| Ｃ | 省データを集計 | あり | 総資本形成 |
| Ｄ | 省データを集計 | あり | 総固定資本形成 |
| Ｅ | 省データを集計 | なし | 総資本形成 |
| Ｆ | 省データを集計 | なし | 総固定資本形成 |

出所：　筆者作成。

図10　AMSZ基準による動学的効率性の推計結果

ダイアグラム

自動的に生成された説明

出所：　筆者作成

図10からは2009年以降においてはどのような推計方法を用いても経済全体が動学的に非効率な状態にあったことが示されている。これは、2008年秋におけるリーマンショックを受けて発動された総額4兆元とされる大規模な景気対策 によって、政府主導によるインフラ建設や企業の設備投資が各地方で大々的に行われるようになったことを背景としている 。

また、図3では2014年ごろからその過剰資本蓄積が徐々に解消の方向に向かっていることが注目される。2020年の段階ではかろうじて動学的な非効率な状況は維持されているものの、2021年以降の不動産需要の低迷の背景には、合理的バブルをもたらした資本の過剰蓄積が解消に向かっていることが一つの要因として働いていることが、この分析結果からも明らかだといえよう。

1. 「関于進一歩強化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知（銀発〔2020〕29号）」中華人民共和国中央人民政府ウェブサイト、2020年1月31日、[http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-02/01/content\_5473639.htm、2020年3月23日アクセス](http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-02/01/content_5473639.htm%E3%80%812020%E5%B9%B43%E6%9C%8823%E6%97%A5%E3%82%A2%E3%82%AF%E3%82%BB%E3%82%B9)） [↑](#endnote-ref-1)
2. （注：　中国の不動産価格には二つの公式指標がある。一つは図6で示された用途別の平均販売価格、もう一つは70都市ごとの新築・中古住宅価格の対前年伸び率の指標である。これら二つの指標は別々に推計されており、連動性はない。特に前者は実際の物件の価格上昇を正確に反映しておらず、注意が必要である。なぜなら、そこで示された販売価格の上昇率は、同じような物件の価格変化を比較したものではないからだ。例えば、ある都市の不動産販売価格が10%上昇した場合、その10%の一部は販売された物件の質の向上によるものである可能性があり、同じ条件の物件の価格上昇を表したものではない、という問題がある） [↑](#endnote-ref-2)