

中国経済のマクロ安定性

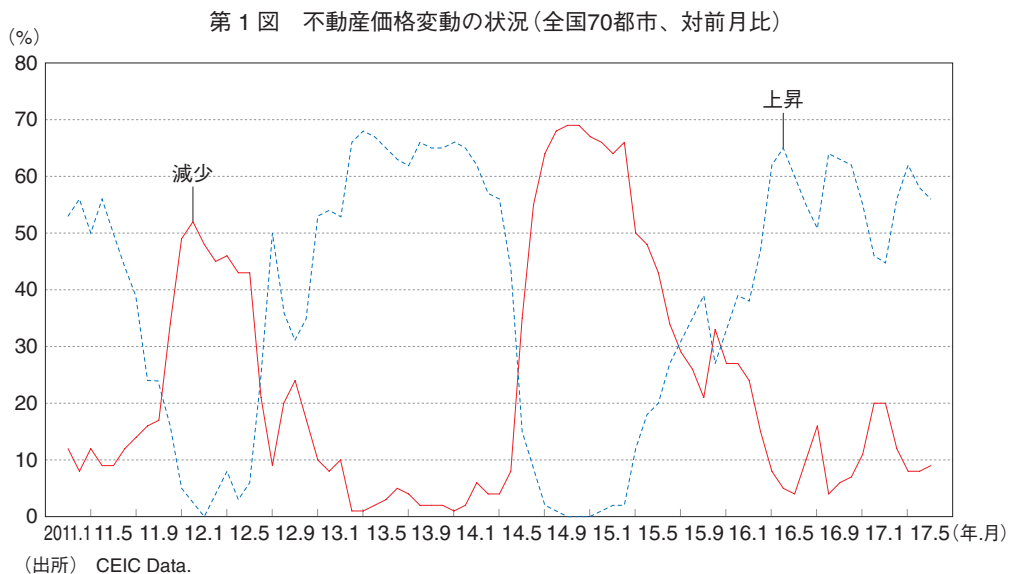
不動産市場の行方と地方財政

梶谷 懐
Kajitani Kai

はじめに——目下のマクロ経済と不動産市場の動向

2015年夏に上海総合株価指数の急落と政府による株価維持策、さらには人民元の対ドル基準値の大幅な切り下げが行なわれて以来、中国のマクロ経済の安定性に対し世界的な関心が集まるようになった。当時の一連のマクロ経済の変調は、端的に言えば、為替制度の硬直性によって金融政策の機動性が失われることから生じたものであった（梶谷 2017）。これに対し、中国人民銀行は、主要通貨によって形成される通貨バスケットを参照しながら、人民元のドルに対する変動幅を緩やかに広げていくという対応策をとってきた。

2016年も後半になると、当局による緩やかな人民元安への誘導と、それに合わせた財政・金融面での緩和策が功を奏し、景気回復の流れが続いてきた。長らく低下傾向が続いていた生産者価格指数（PPI）は2016年9月から前年同月比でプラスに転じ、同12月には+5.5%、2017年2月には+7.8%と上昇ペースが加速した。同時に、長らく低迷が続いていた不動産市場にも明確な上昇の機運が生じた。第1図は全国70都市の新築不動産販売価格の対前月比が増加している都市と減少している都市の数の推移をそれぞれ示したものである。2015年末には減少と増加がほぼ拮抗していたが、2016年3月になると上昇しているのが62都市と減少の8都市を大きく上回り、その後もほぼ同じような趨勢が続いていることがわかる。



このような不動産バブルの再燃への警戒が生じたこと、また2016年11月に米大統領選でトランプ氏が勝利して以降、米国の金利上昇と米ドル増価への期待が高まったことに伴う資金の海外流出懸念への対応から、政府は資金の対外移動を規制するとともに、国内金融政策を引き締め気味に転じた。2017年3月の全国人民代表大会（全人代）で、中国人民銀行の周小川行長は、金融政策のスタンスについて「穏健中立」という表現を用い、従来の「穏健」よりやや引き締め気味で推移させるという姿勢を明らかにした。このような金融政策のスタンスの変化の結果、2017年に入って銀行間金利ならびに債券利回りは急上昇し、一時期バブルの再燃が懸念された不動産価格の上昇も一段落している。

このように中国のマクロ経済の不安定な状況に対応して、不動産市場の動きも政策の影響を強く受けやすい不安定な状況が続いている。いずれにせよ、近年の不動産市場が政府の引き締めがなければ絶えず過熱気味になり、時にバブルと言われる上昇傾向をもっていたことは間違いない。

本稿では、このような中国不動産市場の「バブル体質」を、中国が伝統的に抱える中央・地方間の財政構造にみられるようなマクロ経済の構造上の問題として理解するという立場をとる。まず第1節では、近年の不動産価格の高騰の背景として、住宅・商業用地の使用権の供給が地方政府によって独占されているという供給面の問題を指摘する。第2節では、不動産などの資産バブルの背景として、近年の中国が「資本の過剰蓄積」とも言うべき状況に陥っていることを指摘する。第3節では、中国経済がこれまで地方政府によって牽引されてきた「資本の過剰蓄積」から脱却し、地方財政の規律化を図るためにどのような課題に直面しているかを検討する。

1 中国の不動産市場——土地供給の独占性とバブル体質

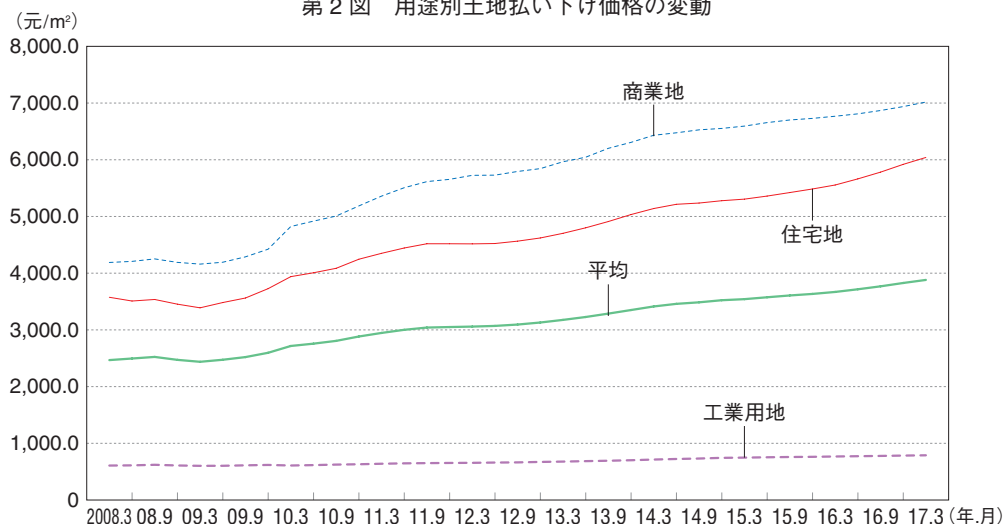
(1) 土地使用権取引市場の構造

中国の不動産市場は、土地・住宅とも何度か大きな価格上昇を経験している。これについては、過剰な資金供給に起因する「バブル」であるという見方と、価格の高騰は土地の供給が制限されていることに起因する制度的なものであり、今後の都市化の進展に伴うマンション需要の高まりを考慮すれば「バブル」とは言えない、という大きく分けて2つの見方がある。以下では、この点を、中国の不動産市場のよりミクロな制度的側面に注目しつつ検討することにした。

第2図は、全国主要105都市における、地方政府による土地使用権の払い下げ用途別平均単価の推移を示したものである。いずれの都市においても住宅用地および商業用地の払い下げ単価は工業用地のそれを大幅に上回っていることがわかる。

中国の不動産市場の最大の特徴は土地が公有であり、取引が許されるのはその使用権のみであるのに対し、その上に建設される住宅などの不動産には個人・法人の所有権が認められている点にある。また、都市と農村とでは個人所有が認められた土地の「使用権」の包括性や市場における流通性に関して大きな格差が存在する（第1表）。このことが、中国の不動産市場をそれぞれ性格の異なるいくつかの層からなる、複雑な構造をもつものになっている。

第2図 用途別土地払い下げ価格の変動



(注) 数値は全国主要105都市における土地使用権払い下げ価格の平均値である。

(出所) CEIC Data.

第1表 中国の土地制度

	所有権	使用权の範囲	使用权の市場流通
都市	国有	包括的	ほぼ自由な取引
農村	集団所有	限定的(「農業経営請負権」)	強い制約(特に非農業目的への転用)

(出所) 筆者作成。

まず地方政府が、農地や都市の旧市街などの土地を収用し、その「使用权」について開発業者などに対して有償で譲渡を行なう市場が存在する。これが不動産の一次市場である。次に、開発業者などが地方政府より取得した土地を開発し、マンションなど不動産を建設して、土地の使用权と不動産の所有権をセットにして個人や企業に売り出すのが二次市場である。さらに、そのように二次市場で売買された物件についての中古市場や賃貸契約は、三次市場における取引として理解できる。

このうち、二次・三次市場については、経済主体間でかなり自由で競争的な取引が行なわれていると考えられる。しかし、たとえば二次市場における不動産価格は、一次市場において地方政府により独占的に供給される土地の希少性によっても大きく左右される。

一次市場における土地使用权の有償払い下げには大きく分けて協議方式、競売・入札の2つの方法が存在する。このうち協議方式は、主に工場や公共施設などの建設用地を特定の開発業者や企業に対して価格を協議したうえで払い下げるものである。ただし、その有償譲渡全体に占める比率は、現在ではかなり減少している。1990年代末以降、競争入札を推進する政府の方針もあり、住宅用地などでは競売・入札方式が大部分を占めるようになっているからである。

このように、有償譲渡については土地の使用目的によって明確に異なった譲渡方式が採用されており、その価格に大きな差がある(第2図)。この現象は独占企業による典型的な「価格差別化戦略」として理解することが可能である。

価格差別化戦略とは、市場において価格決定力をもつ独占企業が、需要の価格弾力性

(ある財の価格が1%上昇したときに、その財への需要が何%下落するかを示した値)が大きく異なる2種類の買い手に直面したとき、価格弾力性の大きな買い手に対して製品により低い価格をつけるというものである⁽¹⁾。

中国の土地の一次市場のケースでは、工場の建設用地については地価や人件費などのコストが少しでも安いところに立地する誘引が高いことから、工場建設用地に対する需要は、地価に対する弾力性が非常に大きい。それに対し、住宅地・商業施設はもともと地元の住民の需要を当て込んで建設が行なわれるため、他の地域との代替性が低いと考えられる。このため、一定の収益が見込めるのであれば少々コストが高くても当該地の土地を取得する誘引が働く。すなわち、工場建設用地に比べ、住宅地などの需要の価格弾力性はかなり小さいのである。

土地の供給を独占的に行なっている地方政府は、価格弾力性の大きな工場建設用地に関しては、少しでも多くの工場を誘致し将来の税収を確保するため土地を非常に安い価格で供給する一方、価格弾力性の小さい住宅用地では高い価格での供給を行なっていると考えられる。地方政府がこのような価格差別化戦略を行なうのは、そのことによってより大きな独占レントを享受することが可能になるからである。

実際のところ、第2図をみれば商業・住宅地の払い下げ価格と工業用地の払い下げ価格の間にはかなりの差があり、しかもその差が年々拡大していることがわかる。また、経済開発区などの工場建設用地に進出する企業は土地取得コストぎりぎりの低価格で土地の払い下げを受けていることが指摘されている。

このように、不動産市場に関しては、地方政府による土地使用権の独占供給と用途に応じた価格差別化によって住宅用地などの供給が絞られたことが、価格高騰のもうひとつの重要な要因として働いてきたことは否定できない。近年における不動産価格の高騰も、過剰な流動性による「バブル」的な側面と、土地市場のゆがみによって生じる制度的な側面が常に働いているということを意識しながらその動向をみていく必要があると考えられる。

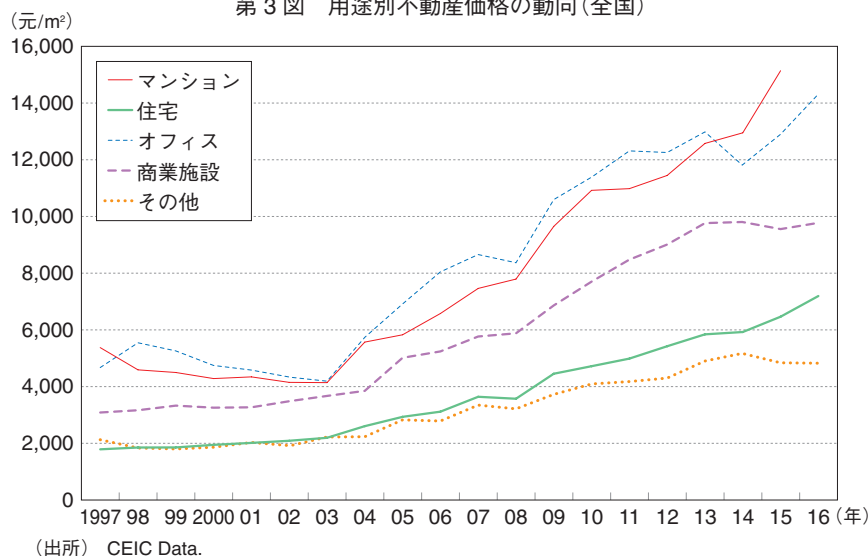
(2) 不動産市場のバブル体質

上述のような土地市場の制度的なゆがみに加え、国内に十分な投資先がないなかで国内・海外の余剰資金が流れ込んだため、ストックとしての不動産価格は、2003年ごろより都市におけるマンション・オフィス・商業施設を中心に高騰を続けている(第3図)。

さて、中国の不動産市場について論じるときに注意しなければならないのは、その価格指標の信頼性の問題である。公式の住宅価格指標には、全国の住宅販売価格を販売面積で割った単純な平均価格(新築住宅平均販売価格)と、前年の同様の販売物件とのマッチングに基づいて不動産価格の上昇率を推計するケース・シラー指数を全国の主要70都市について求めた価格指数(全国70大中都市住宅販売価格指数)の2種類が存在する。

ウー、トン、リュウ(Wu, Deng, and Liu 2012)は、これらの住宅価格指標について、いずれも実際の価格上昇率を過小評価していることを指摘している。すなわち、住宅価格の単純な平均価格では、条件の良い物件ほど価格の上昇トレンドを反映する前に早く買い手がついてしまうため、その年の価格上昇率が十分に反映されず過小評価されてしまう。さらに、販売

第3図 用途別不動産価格の動向(全国)



物件のマッチングによって価格指数を求めるやり方では中国のような中古物件の販売量が少ない市場の動向を十分に反映しないという問題がある。そこでウーらは、ヘドニック関数に年次ダミーを加えることによって独自の価格指数を推計した。そして、2006年から2010年までの住宅価格指数について単純な平均価格では年平均1.87%、マッチングによる価格指数では1.02%の上昇率であったのに対し、独自の推計では年平均3.94%の価格上昇がみられることを示した。

また、ファン、グウ、シュン、チョウ (Fang, Gu, Xiong, and Zhou 2015) は、ウーらと同様の手法を用いて2003年から2013年まで10年間の中国の一線都市、二線都市、三線都市⁽²⁾における住宅価格の上昇率を、それぞれ13.1%、10.5%、7.9%であると推計した。日本のバブル期を含む1980年から1990年までの平均地価変動率が9.34%であることを考えても⁽³⁾、この時期における中国の不動産価格の高騰ぶりがわかるであろう。

政府当局は、このような近年の不動産価格の高騰を問題視し、マンション購入の際の頭金の比率を引き上げたり、金融機関の住宅ローンに総量規制を行なうなど、しばしば強引とも言える引き締めを行ってきた。政府が不動産価格の高騰を問題視する最大の理由は、不動産投資の増加が、民間部門の債務拡大と表裏一体になっており、資産価格が落ち込むと銀行あるいは「影の銀行」を通じたローンの多くが不良債権化し、信用危機など経済の目詰まりを起こす可能性が高いからである。

国際決済銀行 (BIS) が公表した数字によると、2016年12月末の金融機関以外の民間の債務残高は国内総生産 (GDP) の166.3%と、バブル期の日本における数字を大きく上回った。また、中国の全国銀行業監督管理委員会 (銀監会) が公表した数字によると、2016年12月末の時点で金融機関の不良債権は1兆5123億元、商業銀行全体の不良債権比率は1.74%となる。これは先進国の水準と比べてもかなり低い数字だが、不良債権の分類基準があいまいで実態を反映していないことが指摘されている。2015年末の時点での潜在不良債権比率は8.6%と公式統計の5倍に達するという試算もある (関 2016)。

また、不動産など資産価格の継続的な上昇は「持てる者」と「持たざる者」の間における資産格差の拡大をもたらし、社会不安を増大させかねないことも当局の懸念材料である。たとえば、北京大学中国社会科学調査センターが2014年7月に発表した『中国民生発展報告2014』で公表された調査結果では、2012年の中国における家計純資産のジニ係数は0.73に達し、1%の富裕層が、中国の全財産の約3分の1を占めているとされた（張 2014）。このような資産格差の拡大は、言うまでもなく上述のような住宅資産の私有化、市場化、ならびに土地使用权を含めた資産価格全般の高騰によって生じたものである。また、家賃収入やキャピタルゲインなど「持てる者」にとってのフローの資本所得の上昇をもたらし、ひいては家計間の所得格差の拡大にも寄与していると考えられる。

いずれにせよ、不動産価格の上昇は社会における格差を深刻化させ、ハードランディングの影響が大きいと、バブルが大きくなりすぎる前に介入して不動産市場を抑える、というのが政府の基本姿勢だと言ってよいだろう。

2 「資本の過剰蓄積」と資産バブル

以下では、前節でみてきた中国不動産市場の「バブル性質」の背景に、「資本の過剰蓄積」とも言うべきマクロ経済の構造上の問題が存在することを指摘したい。

まず、資本が過剰に蓄積される経済とはどのような状態を意味するのか、マクロ経済学の基本的な考え方に基づいて簡単に整理しておこう。ここで言う「資本の過剰蓄積」とは、端的に言うと、固定資本投資の収益性が低下し、明らかに現在の投資を減らして消費を増やしたほうが経済厚生は増加するにもかかわらず、消費が抑制され、さらなる資本投資が持続的に行なわれるような状況を指している（齊藤 2004）。

ここで重要なのは、「消費の時間選好率」と「投資の収益性」との関係である。「消費の時間選好率」とは、将来の消費よりも現在の消費を好む割合であり、現在の消費1単位と、それと等価になるような将来の消費との比率によって定義される概念である。一般に消費を将来まで待つことには何らかの代償が必要とされるため、将来の消費を現在の消費に換算する際には将来の消費を割り引く必要がある。このときに用いられる割引率が「消費の時間選好率」である。たとえば、時間選好率が年率5%だとすると、現在の消費1万円分に相当するのは1年先の1万500円分の消費、ということになる。

設備投資の収益率（実質金利）が消費の時間選好率を下回るような状況では、設備投資を減らして消費を増やしたほうが経済厚生は増加する。たとえば、時間選好率が年率5%の時に実質金利が2%だとすると、将来の収入のために貯蓄や投資を増やすよりも、現在の消費を増やしたほうがより大きな経済厚生が得られるということになる。

経済が「過剰資本蓄積」の状態にあるとは、資本ストックの蓄積が十分に進んで、すでに投資の収益率が時間選好率を下回っているにもかかわらず、投資の勢いが止まらず、さらに資本蓄積が進んでいくような状況のことを指す。このような状況下では、資産価格上昇による「キャピタルゲイン」への期待によって、投資の実質的な収益性の低下が埋め合わされることになる。すなわち、資本の過剰蓄積は資産バブルの発生と非常に親和的なのである。

中国経済が、「過剰資本経済」の傾向を強めるきっかけは、海外資本の積極的な誘致、国有地使用权の払い下げを通じた都市開発の推進、そして、それまで国有企業などが提供していた住宅の民間を通じた供給への転換、さらに内陸地域への財政補助金を用いたインフラ建設の本格化など、江沢民政権期（1989—2002年）に実施された一連の経済政策に求められよう。

しかし、その動きが本格化するの、むしろ2002年以降の胡錦濤政権期のことであった。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金融機関からの借り入れが困難な非国有企業による内部留保（企業貯蓄）の拡大、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、「過剰資本蓄積」の背景とも言うべき現象は、胡錦濤政権以降に深刻化したと考えられるからである。そのことは、21世紀に入って、GDPの構成部分のうち、投資の伸び率が突出して高くなっていったことに端的に表われている。今世紀に入って投資の伸び率はほぼ一貫してGDPの伸びを上回り、またその成長への寄与率は平均して50%を超え、高いときには80%を超えていた（丸川・梶谷2015）。

特に、2008年のリーマン・ショックに端を発する世界金融危機を受けて大規模な景気刺激策が実施されて以降は、固定資産投資の効率性が顕著に低下しており、景気対策の名目でかなり非効率な投資プロジェクトまでもが実施されたことが指摘されている（三浦2013）。

習近平政権に入り、経済が「新常态」と呼ばれる安定成長期に入ったことが宣言され、過剰な生産能力の削減を目指した「供給体制の改革」が強調されるなど、過度な投資依存経済への見直しがみられるようになった。しかし、2015年から2016年にかけての株式市場の急落やPPIのデフレ傾向など、マクロ経済の先行きが懸念されると、需要を下支えするために積極的な公共事業を行ない、「オールド・エコノミー」の活性化に頼らざるをえないという状況にある（齋藤2017）。

いずれにせよ、21世紀に入ってから中国経済が、景気対策と格差縮小を目指して進められてきた内陸部を中心とした旺盛な資本投資が、資本の非効率な配分をもたらし、投資の限界生産性を低下させることで、資本の過剰蓄積をいっそう深刻化させた、という面は否定できないだろう。そのようなメカニズムを牽引してきたのが、次節でみるような「融資プラットフォーム」や「影の銀行」を利用した地方政府の旺盛な投資行動である。

3 地方財政の規律化と不動産市場

(1) 融資プラットフォームと土地財政

社会的なセーフティネットの構築が不十分な下で高成長を続けており、所得の上昇分に比べて国内消費が伸び悩んでいる中国にとって、地方政府主導で行なわれる固定資産投資は、その高成長を支える国内需要の最大要因になってきた。このような政府主導による積極的な投資行動の影響は、道路建設のようなインフラ投資にとどまらない。国有企業の設備投資行動も、中央・地方政府による政策的な意向の影響を強く受けていると考えられるからである。

中国の地方財政は正規の税収のほかに、さまざまな非正規のルートを通じてその資金不足を補ってきた。近年では、土地使用权の払い下げを通じた資金がそのような地方政府の自主

財源として大きな位置を占めてきたことはすでにみたとおりである。そして、2008年のリーマン・ショックとその後の景気刺激策によって広範にみられるようになったのが、地方政府が「融資プラットフォーム」と呼ばれるダミー会社を設立し、銀行からの融資や社債発行によって地域の開発資金を調達する手法である。このような手法が拡大した背景には、長らく地方政府が自由な地方債の発行を制限されてきた一方で、中央政府が決定した景気刺激策を執行するための資金の大部分が、地方政府の自主財源にゆだねられた、という事情がある。

2011年6月に、政府審計局（会計検査院に相当）は、地方政府の実質的な債務の規模を確定するための大規模な調査を行ない、地方の実質的な債務残高をGDPの約27%に当たる約10.7兆元と発表した。そのうち、約6500社の融資プラットフォームを通じた債務は全体の債務の46.4%に達するとされた（丸川・梶谷2015）。

このような融資プラットフォームについて、中央政府は早くからその存在を問題視し、その整理・縮小を狙った政策を打ち出してきた。たとえば、2012年3月には、銀監会が「地方政府融資プラットフォーム貸し出しのリスク管理に関する指導意見」を公表し、プラットフォーム企業の債務を状態に応じて分類して整理するとともに、新規の銀行融資を厳格に規制した。

しかしそこで浮上してきたのが、銀行システムの外部の存在としての「影の銀行」⁽⁴⁾を通じた資金調達の増加である。中央政府は、プラットフォーム企業に対する新規の銀行融資を厳しく規制してきた。しかし、このような当局の規制の強化は、皮肉なことに正規の銀行融資以外の「影の銀行」からの資金調達を増加させる結果をもたらした。

2013年末に発表された、政府審計局による中国の政府債務に関する調査報告書（中国審計署2013）は、同年6月末の時点で、地方政府の実質的な債務残高が17.89兆元に達し、前回の調査に比べても70%以上増加したことを明らかにした。その後も融資プラットフォームや「影の銀行」を通じた地方政府の隠れ債務拡大の勢いは止まらず、2015年末には債務残高は35兆元に達したと指摘する専門家もいるという（呉紅・于・王・董2017）。

このように、度重なる政府の景気刺激策と融資プラットフォームや影の銀行を通じた貸し出しの増加により、中国経済は次第に債務残高の重荷に苦しめられるようになっていった。民間経済主体が過剰な債務残高を抱えた状況の下では、特にデフレや不況によって企業の売り上げ予測が減少すると、不良債権が急速に拡大し、信用収縮が起きてしまうリスクを抱えている。中国政府は「新常态」と呼ばれる安定成長路線をとるなかで、過剰債務状態からの脱却を図りつつ、経済がデフレに陥らないよう適度の景気刺激策をとり続けるという、難しいかじ取りを迫られている。

(2) 地方債発行とPPP方式によりバブルは防げるか

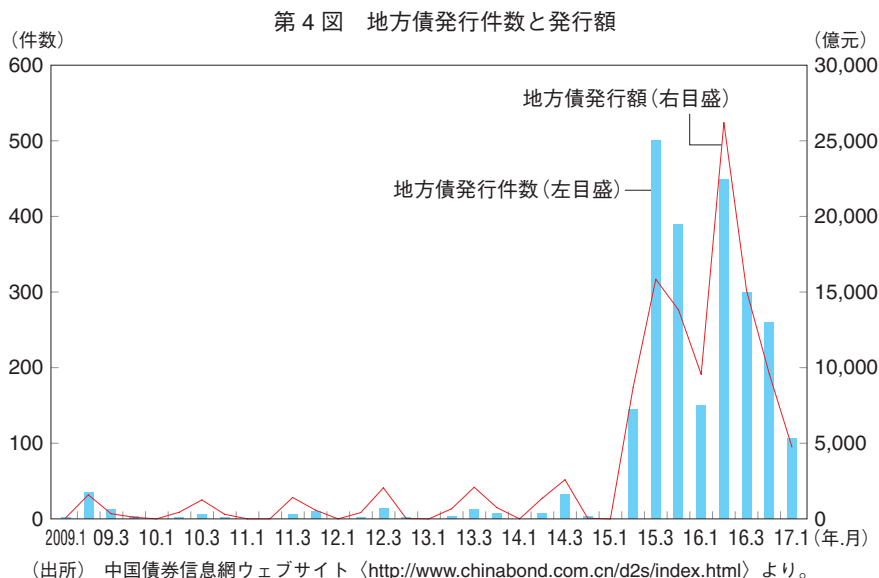
融資プラットフォームを通じた民間債務の拡大とそれに伴うリスクに対応するため、中央政府は地方債の発行に関する制限の緩和に踏み切った。まず2009年以降、リーマン・ショック後の景気対策を実施するために、2000億元規模の地方債の中央政府による代理発行が実施された。そして、2011年から上海市、深圳市、浙江省、広東省といった沿海部の省と市で地方債の自主発行が開始された。その後、地方債発行の権限をもつ地域は順次拡大し、2015年

3月には制限が撤廃された。

また、2014年9月に国務院が発表した「地方政府性債務の管理強化に関する意見」では、地方政府の起債メカニズムの改善や予算管理の強化を通じて、地方政府が抱える債務リスクを解消させるという方針が打ち出されている。この方針は、より具体的には融資プラットフォームを通じて拡大してきた地方政府の隠れ債務を、地方債の債務に置き換えることを通じて、より透明性の高い、低リスクの債務として管理していくことを目指している。第4図が示すとおり、これらの政府の方針に伴い、2015年から地方債の発行件数および発行高が急激に上昇している。

地方債の発行と共に、公共事業などの財源獲得手段として新たに注目されているのがPPP（Public-Private Partnership）方式である。これは公共部門と民間部門が行なう連携事業を指す広い概念で、建設・資金調達を民間が担って完成後は所有権を公共セクターに移転する「BTO（Built Transfer Operate）方式」や、施設の所有権は公共部門に残したまま、施設の経営権を民間事業者に授与する特許経営（コンセッション）方式などがある。現在中国で注目されているのは、政府と民間資本が共同出資して新たに企業を設立し、その企業が政府から権利を授与されて、インフラなどの公共財や公共サービスの提供を行なうという特許経営方式の変形である。

融資プラットフォームが、地方政府が責任を曖昧にしたまま関与することで、債務とリスクを拡大させてきた反省を踏まえ、PPP方式により設立される独立事業体の債務は、地方政府の財政とは明確に切り離されることが謳われている。地方政府の財源獲得手段に中央政府が強いたがをはめてその活動をコントロールするだけでは、成長に大きなブレーキがかかってしまう。むしろ求められているのは、地方政府がより規律のある市場メカニズムにのっとって資金調達を行なうことである。上記のような地方債の発行拡大の動きや、独立事業体が市場規律に基づき資金調達を行なうPPP方式の推奨は、この方針に沿ったものだと言えよう。財政部によると、2017年3月末の段階で政府が把握しているPPP方式のプロジェクトの件数



は1万2300件に達し、投資総額は14.6兆元になるという。

しかし、地方債の発行やPPP方式による地方財政の規律化へはまだまだ険しい道のりが続きそうである。2017年になり金融政策が引き締めへに転じ、債券市場や銀行間市場の金利が高騰すると、証券会社による債券の偽造取引問題なども相次いで発生するなど、債券市場のリスクが高まっている。今年6月末までの社債発行額は約9800億元と、前年の半分程度に落ち込んだほか、それまで順調に伸びてきた地方債の発行も停滞している（第4図）。また、PPP方式による投資案件は貴州省や新疆ウイグル自治区など財政収入が不足気味の地域で急速に伸びる傾向があるなど、地方政府の新たな「打出の小槌」になりかねず、なかにはかなり高リスクの投資案件もあるのではないかと指摘されている（呉紅・于・王・董2017）。

（3）遅れる不動産税の導入

地方政府による不動産開発への傾斜と「融資プラットフォーム」などを通じた隠れ債務の拡大を制御し、不動産バブルの再発を防止するための有効な手段が、本格的な不動産税の導入である。従来中国の税制にも、「不動産税」と名のついた税金は存在していたものの、「不動産税」および外資企業の保有する不動産を対象とした「都市不動産税」では、その課税対象は営業目的の物件に限定されており、住宅は対象外とされてきた。

2011年の1月には、個人所有の住宅に対する不動産税の課税が、全国に先駆けて重慶市と上海市で導入されている。2013年11月12日に終了した中国共産党の第18期中央委員会第3回全体会議（3中全会）において採択された「全面的な改革深化に関する若干の重大問題の決定（以下「決定」）」は、社会・経済のさまざまな分野で、かなり踏み込んだ改革の方針を示したが、住宅を課税対象とした不動産税の導入の方針も示された。しかし、マンション等を対象とした全面的な不動産税の導入を通じ、不動産開発にかかわるレントの税収への一元化の試みは、現在に至るまでまだ議論の段階にとどまっている。

ファン、グウ、シュン、チョウ（Fang, Gu, Xiong, and Zhou 2015）は、政府による包括的な不動産税の導入が遅れている理由として、次のように指摘している。すなわち、不動産税の導入はこれまで積極的な不動産投資を支えてきた高い利益率を引き下げると共に、地方政府の「土地財政」への依存度が下がることが、不動産価格上昇期待を抑える働きをもつため、不動産市場を一気に冷え込ませる恐れがある。また、このような不動産市場の冷え込みは資産価格の下落だけでなく一般的な物価水準、すなわち経済のデフレ化をもたらし、超過負債を抱える民間経済に多大なリスクをもたらす恐れがある。

それでも、不動産税の導入による地方政府の「土地財政」からの脱却は、上述の地方債やPPPなど市場を通じた地方財政の規律化の実現にとっても避けることのできない課題である。いずれその導入に向けて、政治的な決断が必要とされよう。

おわりに

本稿では、中国不動産市場の「バブル性質」に代表されるマクロ経済の不安定性を、中央・地方間の財政構造や、「資本の過剰蓄積」といったマクロ経済の構造上の問題から考察してきた。

本稿では紙幅の関係から詳しく触れることができなかつたが、資産バブルの鎮静化や地方財政の規律化にあたっては、金融制度改革を通じて適切な金融政策の実施と金融市場の規律化を同時に進めていくことが不可欠となる。特に注目されるのが、金融・資本市場に対する行政機関による監督体制の改革である。もともと中国の金融・資本市場への行政監督は、中央銀行である人民銀行と、銀行、証券、保険の業種ごとに置かれた監督管理委員会による「一行三会」の分業体制で行なわれていた。しかし、こういった縦割り型の体制では、業種をまたがった新たな金融サービスの登場や、銀行への厳しい規制の網をかいくぐった「影の銀行」の拡大、そしてP2P融資（Peer-to-Peer lending）に代表されるフィンテック（金融と情報技術〔IT〕を融合した新サービス）の普及、といった新たな事態に十分対応できないことが指摘されていた。

2017年2月に「一行三会」の金融監督機関が合同でまとめたとされる文書「金融機構の資産管理業務規範に関する指導意見」では、銀行、証券、保険といった業種を横断した金融商品のリスク管理など、これまでの縦割り型の監督体制を統合する新たな金融・資本市場の監督体制を目指す方針が明確に示された。そして7月14日から15日にかけて、北京で開催された全国金融工作会議では、業種横断的な監督を行なう機関として「国务院金融安定発展委員会」の設置が決定された。このような金融監督体制の改革が、市場の安定化につながることを内外にアピールできるかどうか、改めて当局の「市場との対話能力」が問われることになろう。

- (1) 入場券の学生割引や、タクシーの夜間割増料金制などが典型的な価格差別化戦略として知られている。
- (2) ここで言う「一線都市」は北京、上海、広州、深圳の4大都市、「二線都市」は直轄市である天津およびほとんどの省都および副省級都市（合計36都市）、「三線都市」は85の地級市を中心とした中小の地方都市を指す。
- (3) この数字は国土交通省のデータ（国土交通省 2017）から得られた1980年から1990年までの全国地価の対前年変動率を単純平均して求めたものである。
- (4) 中国の「影の銀行」の形態として圧倒的に多いのは、信託会社や商業銀行が簿外取引を通じて金融当局の規制の目をかいくぐるかたちで金融仲介業務を行なうものである。代表的な形態として銀行が販売する「理財商品」と、主に信託会社などによって販売される「信託商品」の2つが挙げられる。このうち、理財商品は銀行が販売する金融商品であり、多くは国債や社債、さらにはインターバンク市場などで運用されている。一方、信託会社によって販売される「信託商品」は、企業融資や不動産投資、あるいは融資プラットフォームを通じた地方政府の開発プロジェクトなどが主な運用先となっている。

■参考文献

[英語文献]

Fang, Hanming, Quanlin Gu, Wei Xiong, and Li-An Zhou (2015) “Demystifying the Chinese Housing Boom,” *NBER Working Paper*, No. 21112.

Glaeser, Edward, Wei Huang, Ma Yueran, and Andrei Shleifer (2017) “A Real Estate Boom with Chinese Characteristics,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, No. 1, pp. 93–116.

Wu, Jing, Yongheng Deng and Hongyu Liu (2012) “House Price Index Construction in the Nascent Housing Market:

The Case of China,” *IRES Working Paper Series*, IRES2011-017.

Wu, Jing, Joseph Gyourko, and Yongheng Deng (2015) “Evaluating the Risk of Chinese Housing Markets: What We Know and What We Need to Know,” *NBER Working Paper*, No. 21346.

[中国語文献]

張春泥 (2014) 「北京大学中国社会科学調査中心召開『中国民生發展報告2014』新書發布」、中国家庭追跡調査ウェブサイト (〈<http://www.issas.edu.cn/cfps/xinwen/News/2014/2014-07-27/231.html>)、2017年7月17日アクセス)。

中国審計署 (2013) 『全国政府性債務審計結果』 (〈<http://sjc.upc.edu.cn/picture/article/60/c4/af/2cf5dac345fb90f6da6fd1b187e7/891a20e0-f687-48e6-9021-402949ffa805.pdf>)、2017年7月17日アクセス)。

呉紅毓然・于海榮・王曉霞・董兢 (2017) 「再查地方隱性負債」『財新周刊』2017年第21期。

[日本語文献]

梶谷懐 (2017) 「中国の金融リスクと人民元の国際化」『東亜』5月号。

国土交通省 (2017) 『平成29年地価 公示全国の地価動向』 (〈http://tochi.mlit.go.jp/pdf/h29_tikakouji_kanren_data.pdf)、2017年7月17日アクセス)。

齊藤誠 (2004) 『成長信仰の桎梏——消費重視のマクロ経済学』、勁草書房。

齋藤尚登 (2017) 「中国経済——オールドエコノミーの下支えで急減速を回避」『大和総研調査季報』Vol. 25 (〈http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/china/20170301_011767.pdf)、2017年7月17日アクセス)。

関辰一 (2016) 「中国で深刻化する過剰債務問題——潜在不良債権比率と不良債権規模の推計」『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol. 16, No. 62。

丸川知雄・梶谷懐 (2015) 『超大国・中国のゆくえ4 経済大国化の軋みとインパクト』、東京大学出版会。

三浦有史 (2013) 「投資効率の低下が続く中国経済——金融・国有企業改革の実行が求められる習近平体制」『Research Focus』No. 2012-19。

かじたに・かい 神戸大学大学院教授
<http://www2.kobe-u.ac.jp/~kaikaji/kajitani@econ.kobe-u.ac.jp>