

中国経済講義： 不動産と地方財政リスクのゆくえ

2023年7月15日 世界資本主義フォーラム講演

梶谷懐（神戸大学大学院経済学研究科）

kajitani@econ.kobe-u.ac.jp

本報告の内容

1. 不動産市場の低迷とその背景
2. ポスト・コロナの中国のマクロ経済政策と地方財政の問題
3. マクロ経済の動学的非効率性と「合理的バブル」

1. 不動産市場の低迷とその背景

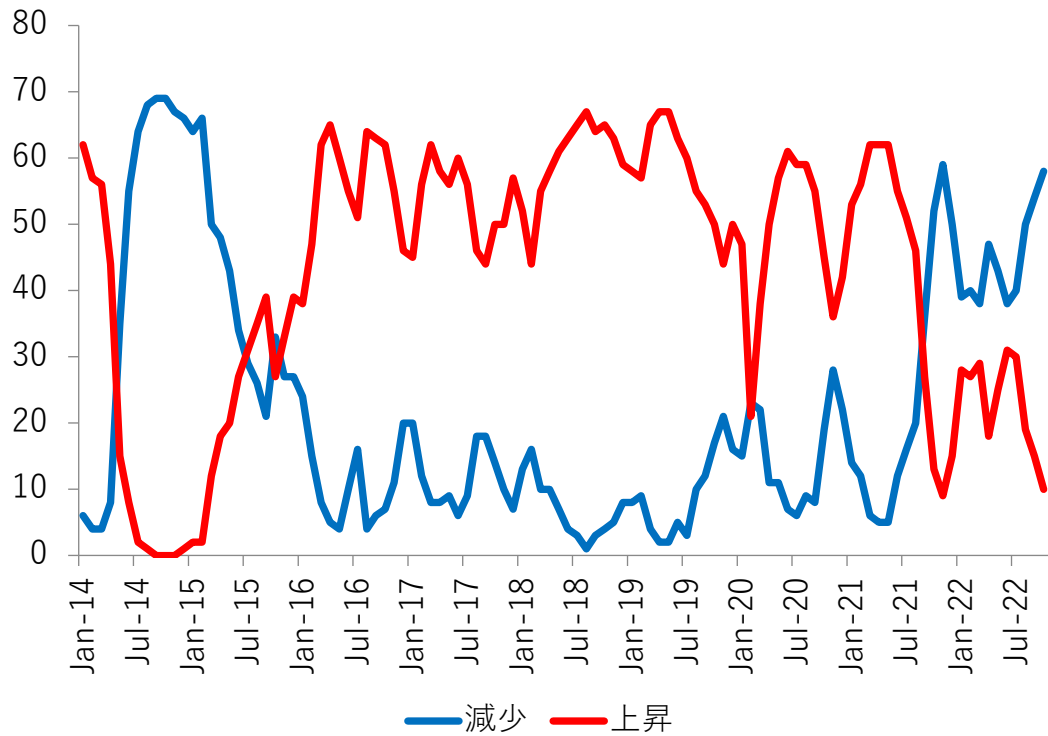
2020年以降の不動産市場の動向

- 2020年夏まで： 不動産市場に多額の資金流入、住宅価格高騰
- 2020年8月：「3つのレッドライン」（①前受け金などを除く資産負債比率が70%以下、②自己資本に対する純負債比率が100%以下、③短期負債を上回る現金保有の3条件）
- 21年7月： 恒大集団のデフォルト懸念、株価・社債暴落、取り付け騒ぎへ（12月に部分デフォルト）
- 21年9月：70都市の平均新築マンション価格が値下がり
- 21年12月：中央政治局会議で不動産規制修正の方針
- 22年4～6月： 上海ロックダウン
- 22年夏： 住宅購入者のローン支払い拒否問題顕在化
⇒「保交楼、保民生」
- 22年11月11日：中国人民銀行と銀行保険業監督管理委員会「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）

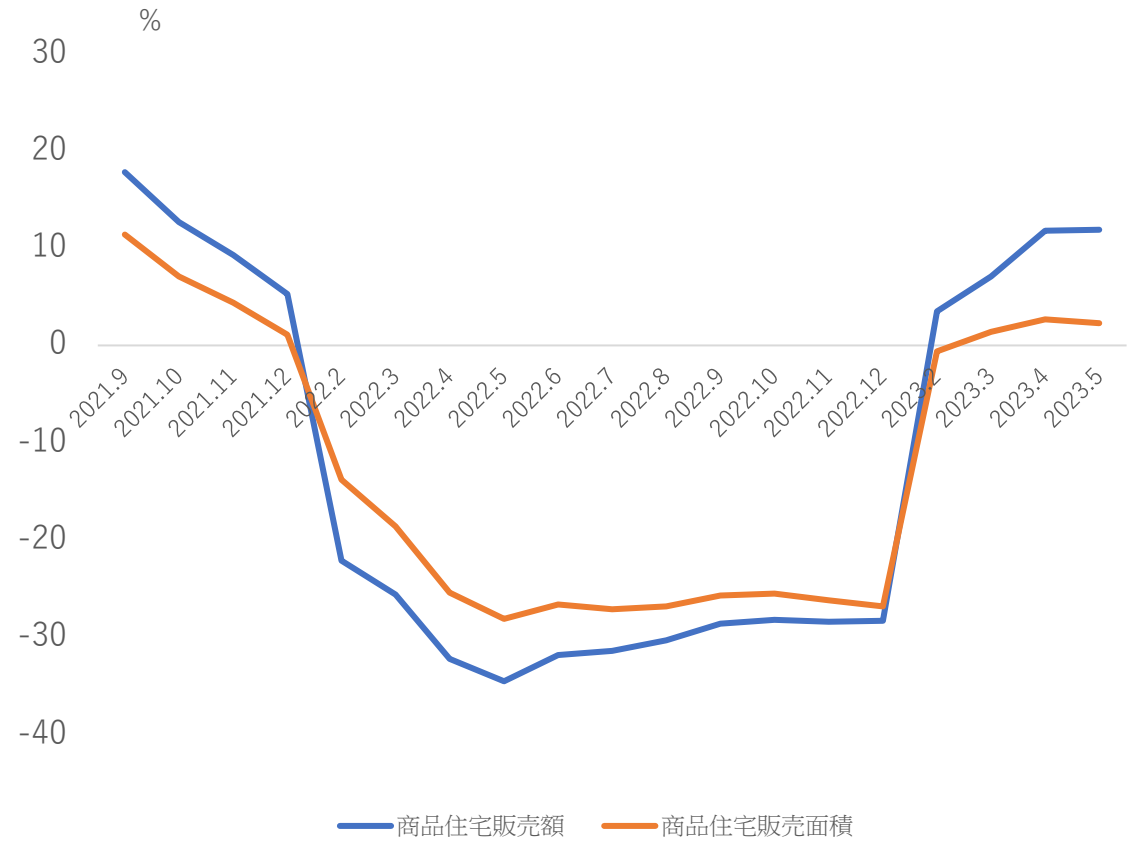
不動産市場「危機」の四つの側面

- (1) 個別の不動産企業の経営というミクロ的な側面
- (2) 新型コロナウイルス禍以降の中国の財政・金融政策というマクロ経済政策の側面
- (3) 中国の都市化の展望という長期的発展の側面
⇒ 中小都市への移住に重点（新型都市化）、**「低密度の開発」**
- (4) 継続する合理的バブルを通じた世代間資源移転スキームの終焉という側面
⇒ 2022年になり、この点が前面に

不動産価格変動の状況（全国70都市、対前月比）



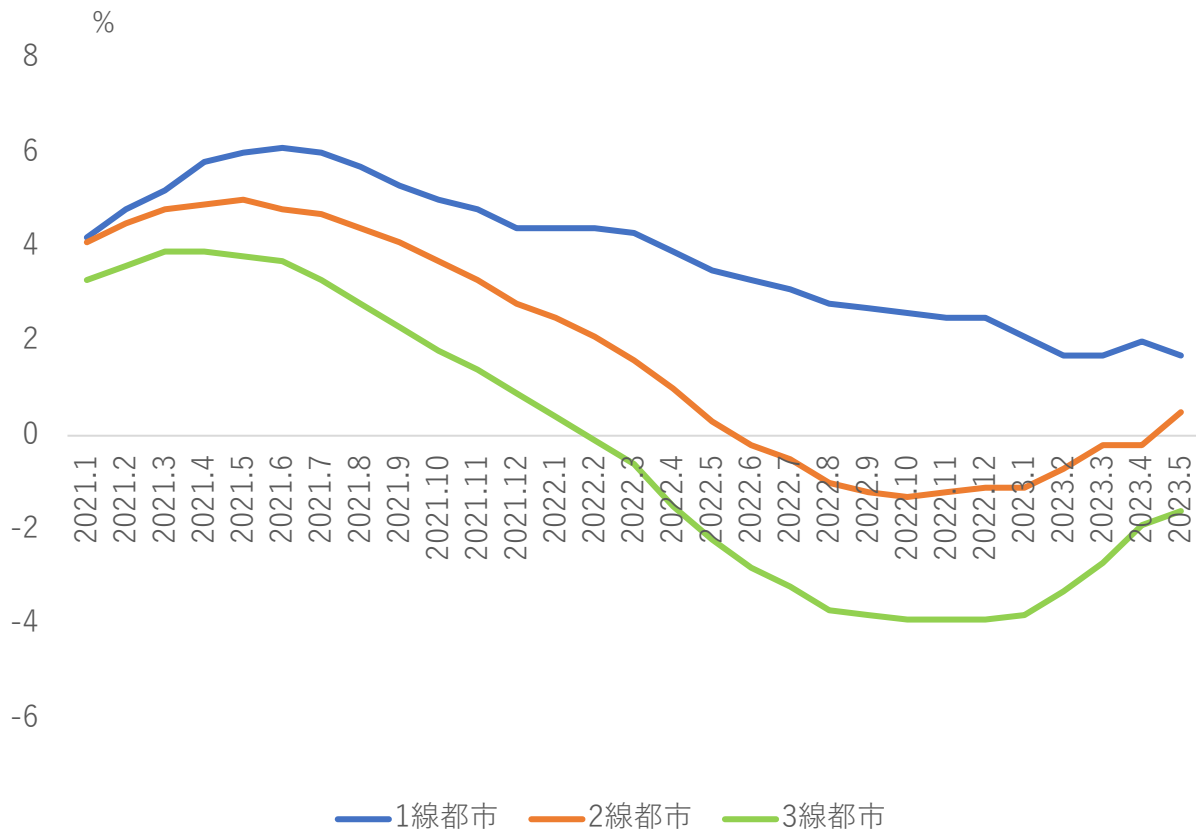
住宅市場の動向（年初からの累計額、対前年比、%）



出所： CEIC Data (<http://www.ceicdata.com/ja>)

出所： 国家統計局ウェブサイト
<http://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=A01>

深刻な3線都市の価格下落



- Rogoff=Yang (2022)
- 過剰な不動産ストックと継続的な過剰建築の問題が、3線都市で特に深刻
- 人口減少や大幅な価格下落が予測されているにもかかわらず、住宅建設は3線都市に集中
- 3線都市の地方政府は財政資金において特に土地売却に依存

Rogoff=Yang (2021)

- 様々な要因（マンション空き室率の増加、新規世帯の増加率の鈍化、家計の収入上昇率の低下、など）を検討した上で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
- 産業連関表を利用して、様々な関連産業（鉄鋼やコンクリートなどの中間投入、建設業からの労働力投入、銀行業からの資本投入を含む）中国の不動産部門のGDPへの貢献度を29%と推計
⇒住宅部門の需要が20%低下すると、他の部門への波及効果を通じて、中国全体の生産水準は5~10%低下すると試算

「金融16条」の主な内容について (リサーチ & アドバイザリー一部中国調査2022b)

1. 不動産融資の安定的維持
2. 「保交楼」金融サービスの実施
⇒ 政策銀行による「保交楼」特別貸出の提供など
3. 経営リスクに陥ったデベロッパー企業の対応に協力
4. 住宅購入者の金融面での権益の保障
⇒ 元本返済の期間延長を法律に基づき実施
5. 一部の金融管理政策の段階的な調整
⇒ 不動産向け貸出集中度管理制度の猶予期間の緩和
6. 住宅賃貸に対する金融支援の強化
⇒ 国有銀行による総額3兆1950億元の融資枠設定

不動産市場は持ち直すのか？

- 2023年2月： 政策金利を据え置く一方で、中期貸出ファシリテイを通じて銀行間市場に供給する1990億元増加（3か月連続）
 - ⇒住宅ローン金利はLPRギリギリの水準に低下
- 2023年2月の主要70都市の新築マンション価格は、平均で前月比0.3%上昇（1年半ぶり）
- 2023年6月、1年物、5年物のLPRを0.1%利下げ
 - ⇒景気を反転させるには不十分・・・元安懸念が足かせに

2. ポスト・コロナの中国のマクロ経済政策 と地方財政の問題

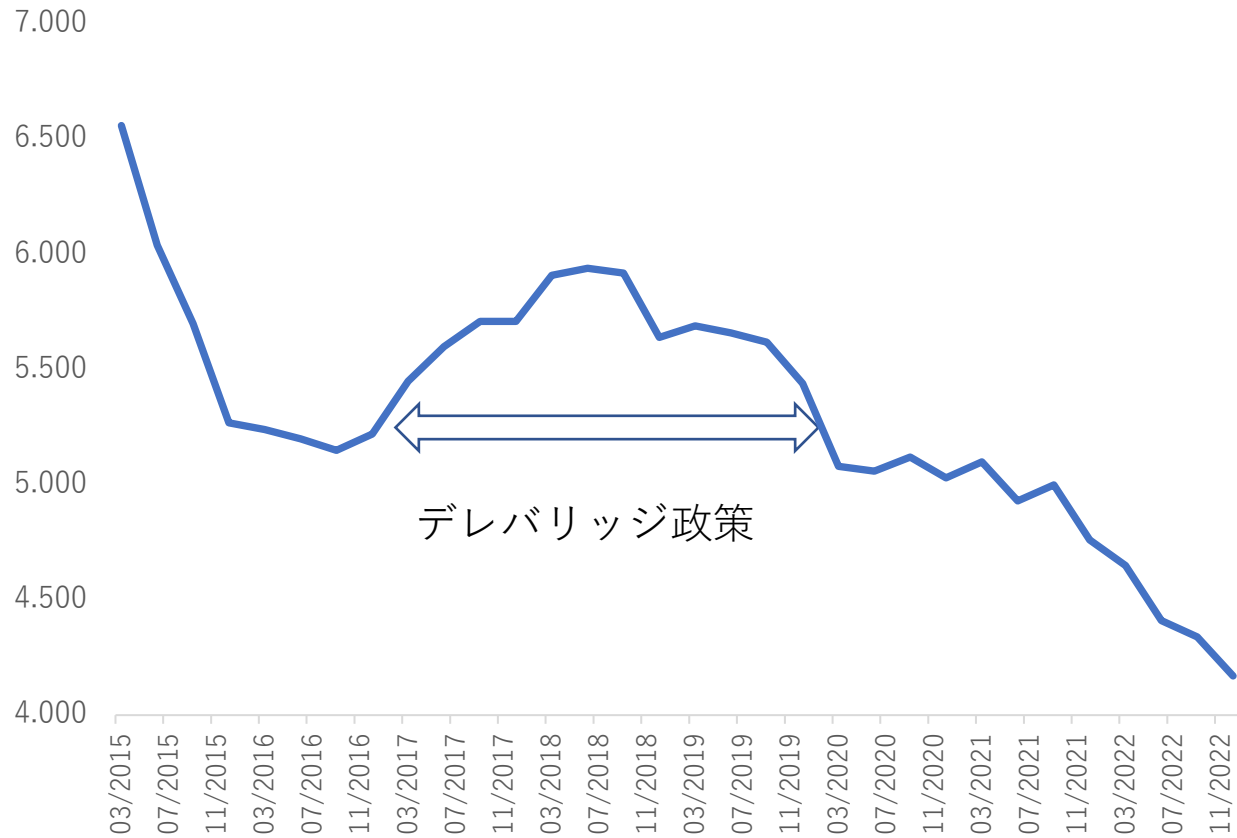
－迅速な金融緩和と、力強さを欠いた財政出動－

コロナ後の迅速な金融緩和

- 経済活動の急速な収縮を緩和するために流動性の供給を優先
- 2月1日：中国人民銀行、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
 - ⇒ 特定分野の企業に対する優遇貸付を速やかに行う
- 中国人民銀行：貸出市場報告金利金利（ローンプライムレート、LPR）の水準を大幅に下回る低金利融資の実施を決定
 - ⇒ 財政部によって50%の利息を補填、感染防止に必要な物資や生活必需品など、特定業務分野の企業に対して実行

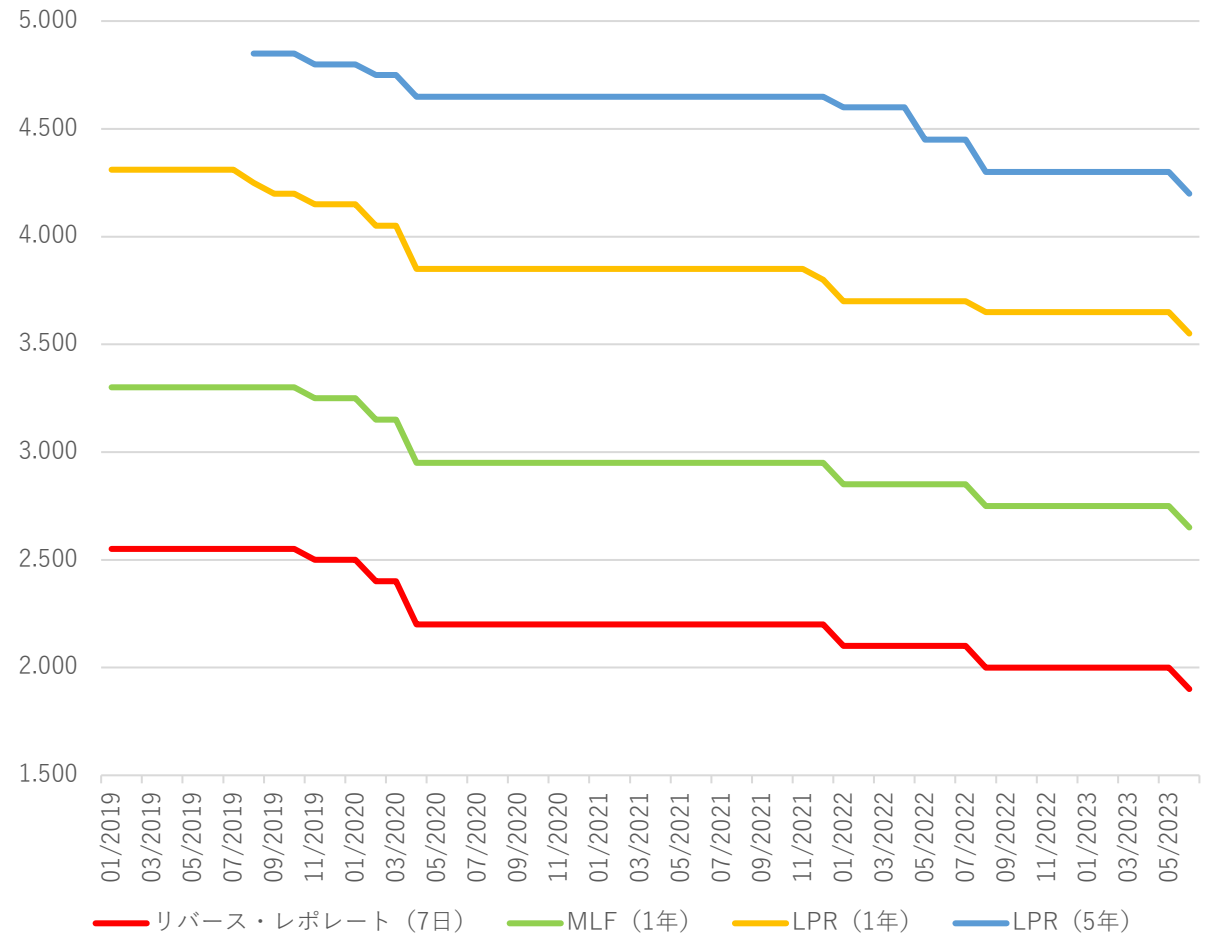
コロナ後の金融緩和

貸出加重平均金利の推移



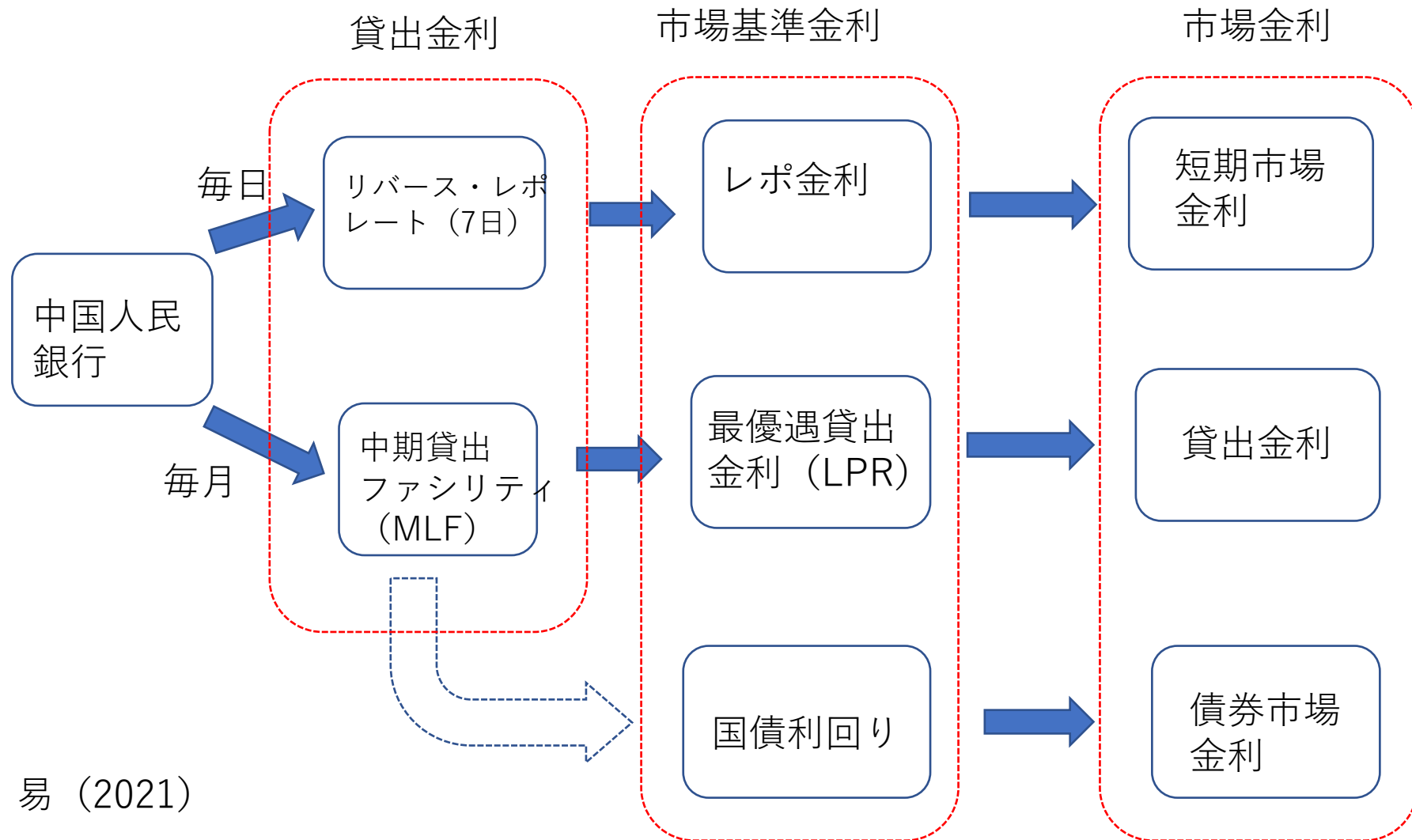
出所：CEIC Data

貸出金利の推移



出所：中国人民銀行ウェブサイト <http://www.pbc.gov.cn/>

金利調整を通じた金融政策



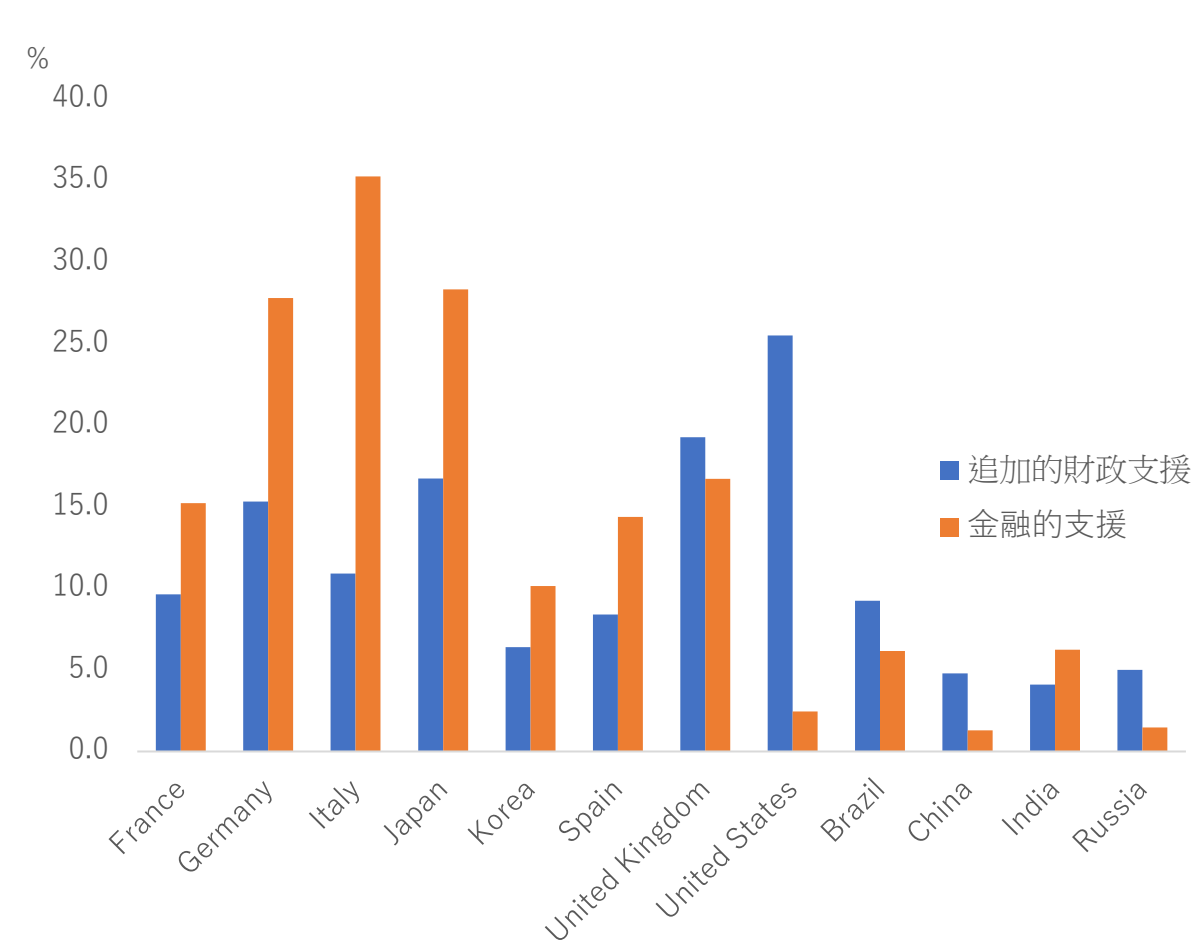
控え目な財政出動（2020年国家予算案）

- 感染防止対策の費用に充てるための1兆元規模の特別国債を発行
- 地方特別債の発行枠を、3兆7500億元と昨年（2.15兆元）に比べ大きく増加

⇒ 財政赤字は対GDP比の3.6%以上と、これまで事実上の「上限」と考えられていた3%を大きく上回る

- 5Gなど高速通信網の整備、さらにはデータセンターやAI、スマートファクトリーなどのイノベーションが著しい分野を中心とした、いわゆる「**新インフラ建設（新基建）**」への投資
 - 社会保険額の減免による年金基金などの赤字拡大
- ⇒ 財政による補填は不十分、地方政府の負担増

主要国政府によるコロナ関連 財政・金融支援策（2020.1～、対GDP比）



※日本の追加財政支出（78.9兆円）。

- 一人当たり10万円の現金給付（12.9兆円）

- 持続化給付金（中小企業1社あたり2百万円、自営業者百万円（2.3兆円）

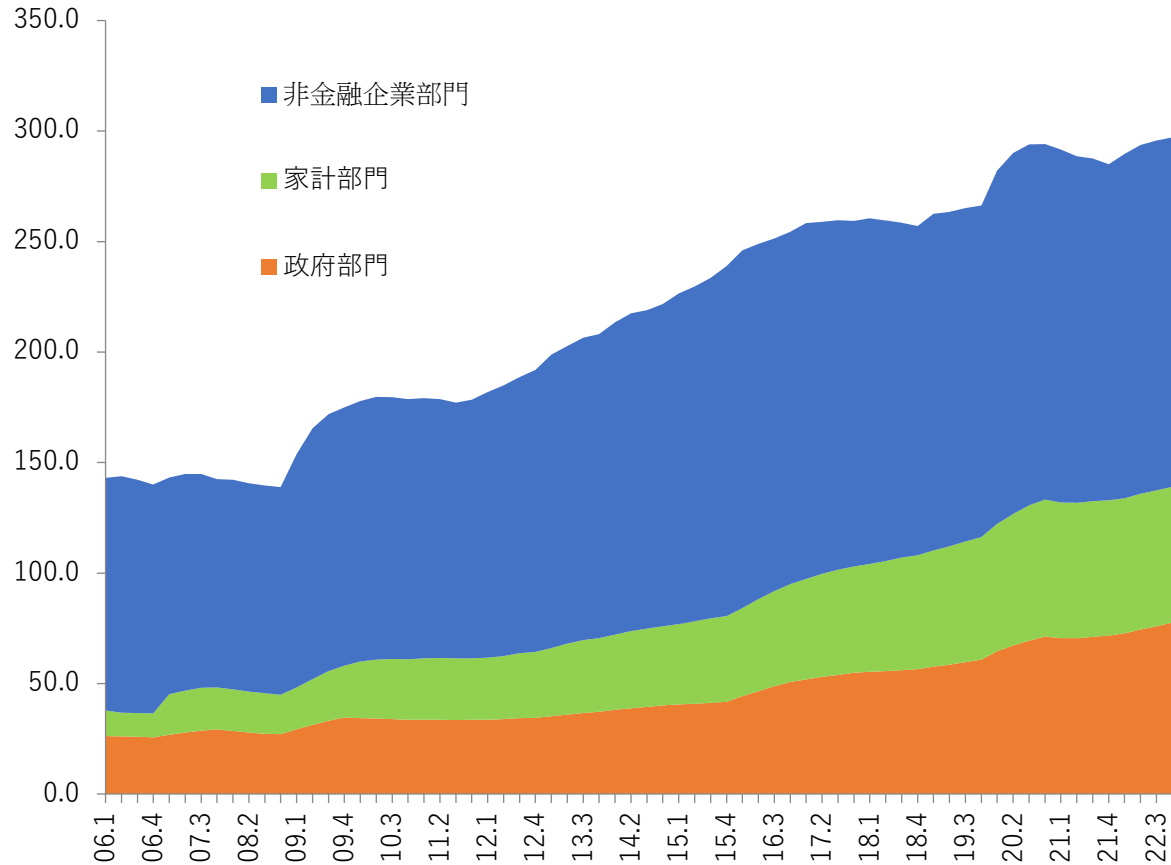
- 雇用調整助成金の拡充（0.9兆円）。

⇒これらは中国ではすべて実施されず。

- **社会保険の繰り延べ**。影響を受けた企業や家計の税金や社会保険料の支払いを1年間延期するもの（**3兆円**）。

コロナ対応と債務問題

債務残高（対GDP比）

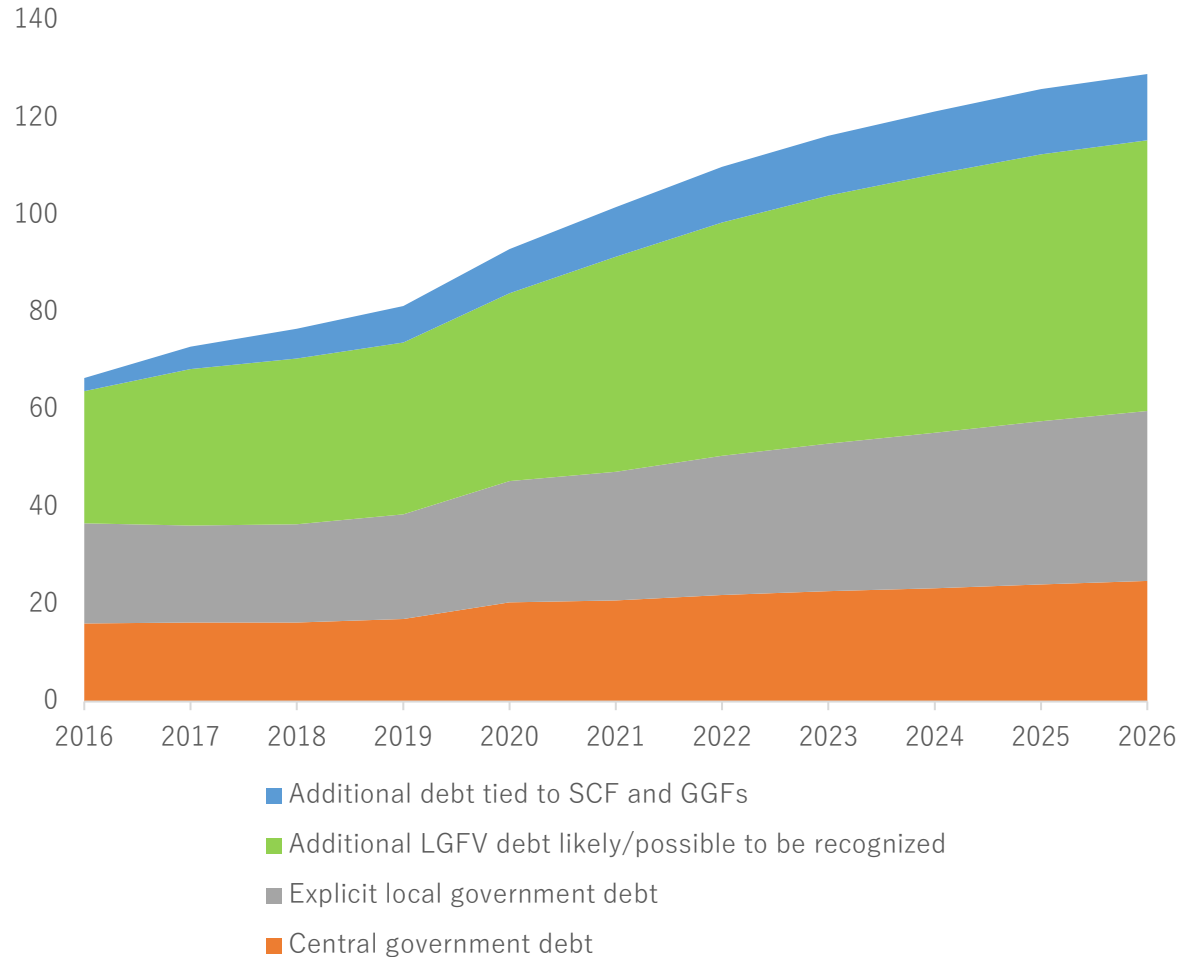


- コロナ危機への対応から企業の債務残高が再び拡大（20年6月末、GDPの162.5%）
⇒返済猶予などの公的支援終了により社債の債務不履行が顕在化
- 11月上旬、政府系半導体大手の紫光集団の資金繰り難が表面化
- 2021年には中国財政省が6割出資する不良債権処理会社、中国華融資産管理が信用不安に
- 2021年夏、恒大集団のデフォルト問題が顕在化

中国の地方政府の隠れ債務の再拡大

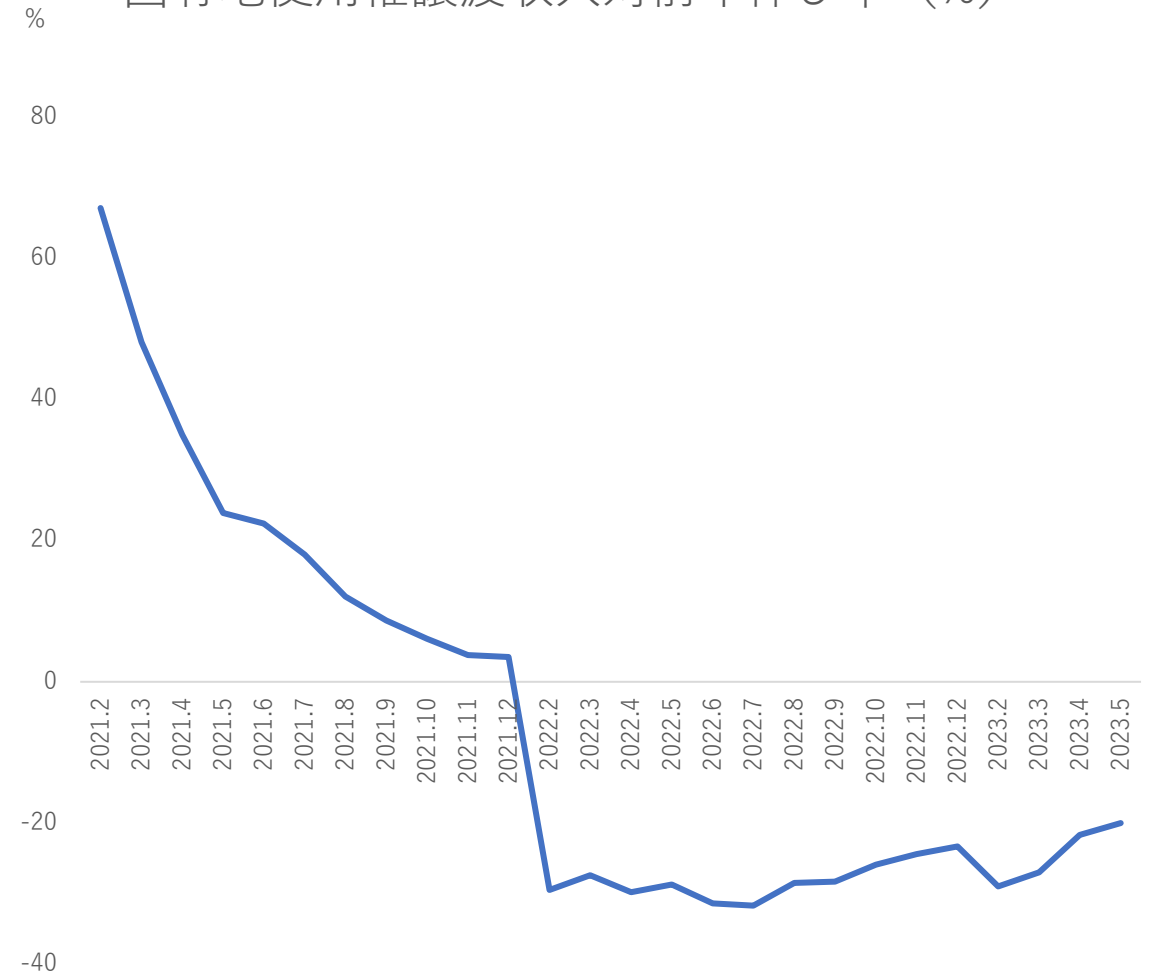
- コロナ禍後、地方政府が改めて融資平台（LGFV）に資金調達を依存する構造があらわに
 - 背景に不動産市場の冷え込みによる地方政府の土地使用権譲渡収入の落ち込み
 - 22年12月：貴州省遵義市の融資平台（遵義道橋建設集団）の社債がデフォルト・・返済期限を20年繰り延べし、前半の10年間の返済は利払いのみとするという債務の再編
- ⇒ 地方政府による「**暗黙の保証**」
- 信用収縮阻止のため、国有企業が「融資平台」に25年の長期ローンを供与？
 - 2023年6月： 審計局が70以上の地方政府で政府の資産を融資平台などに買わせるなどの手段で861.3億元の財政収入を水増ししていると報告

広義の政府債務の動向（IMF推計、予測値含む）



出所：IMF（2022b）

国有地使用权譲渡収入対前年伸び率（%）



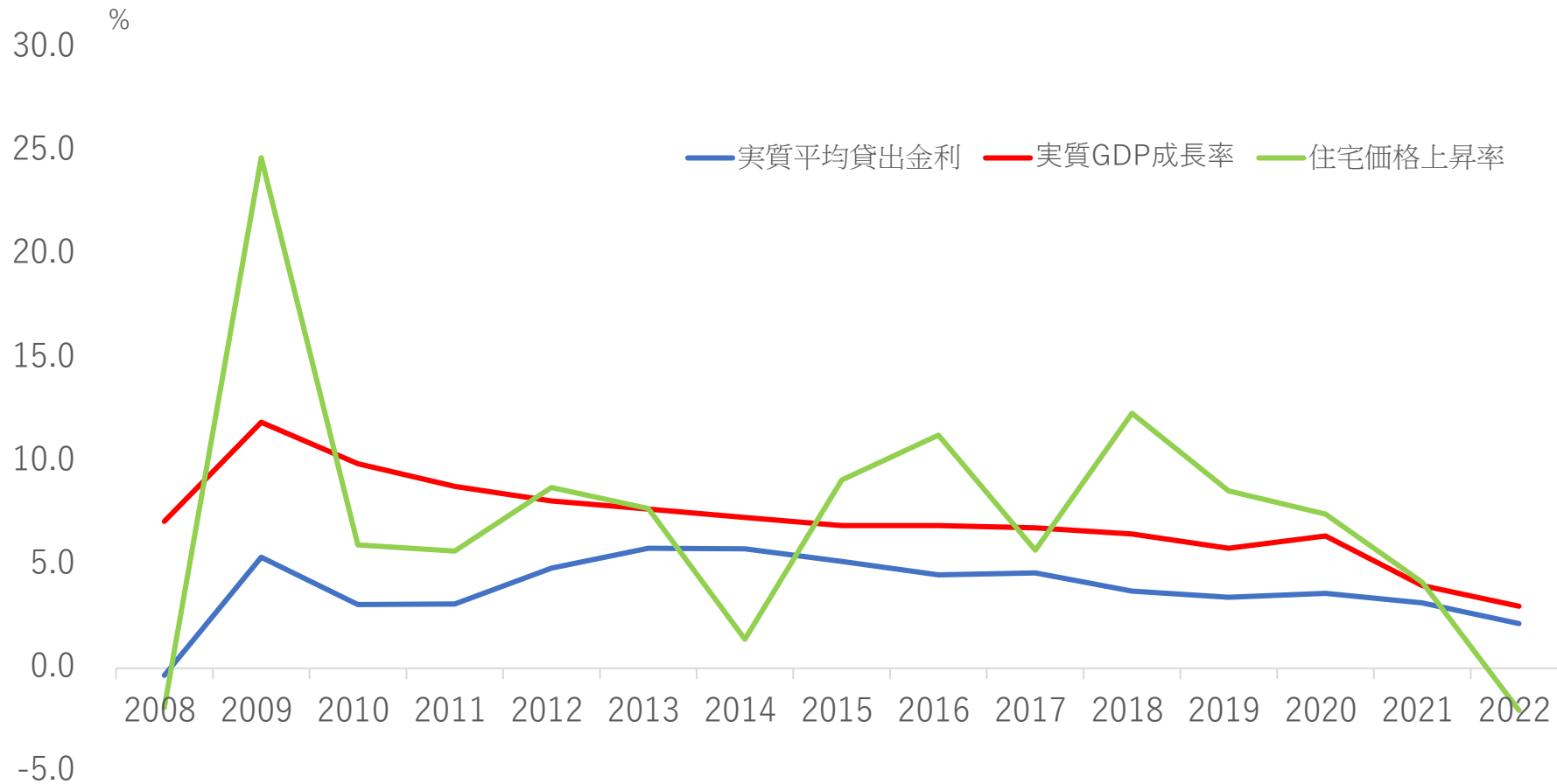
出所： 財務省ウェブサイト「財政収支状況」
 (<http://www.mof.gov.cn/index.htm>)

3. マクロ経済の動学的非効率性と「合理的バブル」

低金利の経済とバブル（櫻川昌哉『バブルの経済理論』）

- 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ことを指摘
 - ⇒ 定常状態の下で持続するバブルこそ「合理的バブル」
- 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
 - ⇒ 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

金利、成長率、住宅価格の推移



出所： CEIC Data、国家統計局ウェブサイト
住宅上昇率は、全国平均の新築販売価格の対前年比として求めた。

動学的非効率性と「合理的バブル」の理論

- 分権的な経済において投資が飽和状態にあるとき（実質成長率が資本収益率を上回るとき）、異時点間の資源配分に関して、市場取引を通じてはパレート最適な配分が実現されない状態をさす。
⇒ 政府による強制的な主体間の資源再配分、あるいは「合理的バブル」の発生により、全ての経済主体の厚生を向上させる余地がある

消費の時間選好率と固定資本投資の生産性との関係：

- 消費の時間選好率 (ρ) ・ ・ 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
- ケース 1： 固定資本投資の生産性 $>$ 時間選好率
(+ 技術進歩)
→現在の消費を犠牲にして投資に回した方が、将来の投資が拡大して経済厚生は拡大する
- ケース 2： 固定資本投資の生産性 $<$ 時間選好率
(+ 技術進歩)
→現在の投資を減らして消費を増やした方が経済厚生は増加する

※投資が過剰に行われる状態

- 資本ストックが増加するに従い、固定資産投資の生産性（資本ストックの限界生産性）は逓減
- 固定資本投資の生産性 = 消費の時間選好率（+ 技術進歩）となる水準で、経済厚生は最適に
- 消費者が投資主体として物的資産ストックを保有する
ケース： キャピタル・ゲイン（ロス）が、時間選好率と投資の生産性のギャップを埋める

※時間選好率（+ 技術進歩） = 固定資産投資の生産性（実質金利） + キャピタル・ゲイン

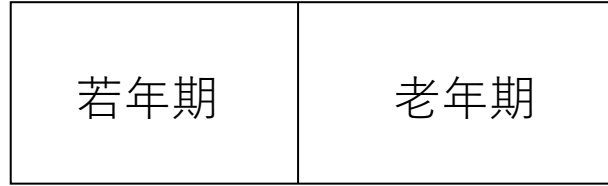
「資本の過剰蓄積」の進行と 動学的非効率性

- 資本ストックが増加し、固定資産投資の生産性が時間選好率を下回っているにもかかわらず投資を拡大
⇒ 資産価格の上昇による「キャピタル・ゲイン」の上昇によってそのギャップが埋め合わされる・・・資産バブルの発生
- さらに固定資産投資の生産性 < 経済成長率（人口増加率 + 技術進歩）になるまで（「黄金律（Golden Rule）」・・・一人当たり消費を最大にする定常状態を超えて）資本蓄積が進む・・・「動学的に非効率」な状況
⇒ 政府による強制的な主体間の資源再配分、あるいは「合理的バブル」の発生により、全ての経済主体の厚生を向上させる余地がある

世代重複モデルと 「合理的バブル」の理論

- 政府発行の債券や、世代を超えて売買される不動産はファンダメンタルな価値の裏づけを持たない
⇒ 持続的に価格上昇するとしたら、それは「バブル」に他ならない。
- 動学的非効率性が成立する（成長率 $>$ 利子率）状況の下では、資産バブルの発生が、世代間の資源配分の効率性を改善し、全ての世代の消費を拡大させる

世代重複モデルⅠ： 1期あたり10%の金利で資産を運用するケース
(経済は每期20%ずつ成長と仮定)



収入・100万円
貯蓄・50万円

消費・50万円+
5万円

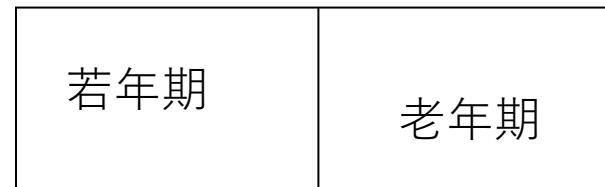
第Ⅰ世代



収入・120万円
貯蓄・60万円

消費・60万円+
6万円

第Ⅱ世代



第Ⅲ世代

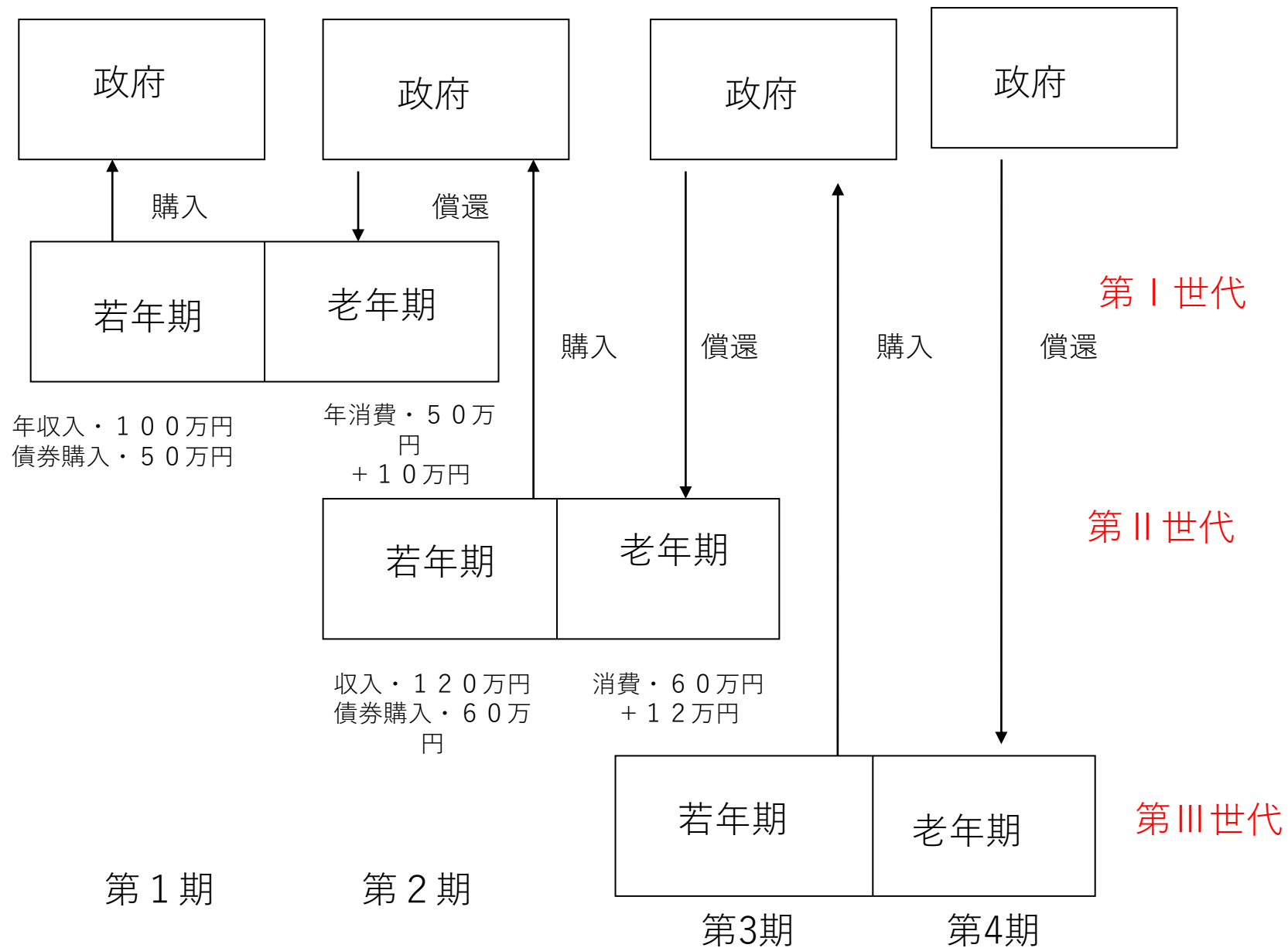
第1期

第2期

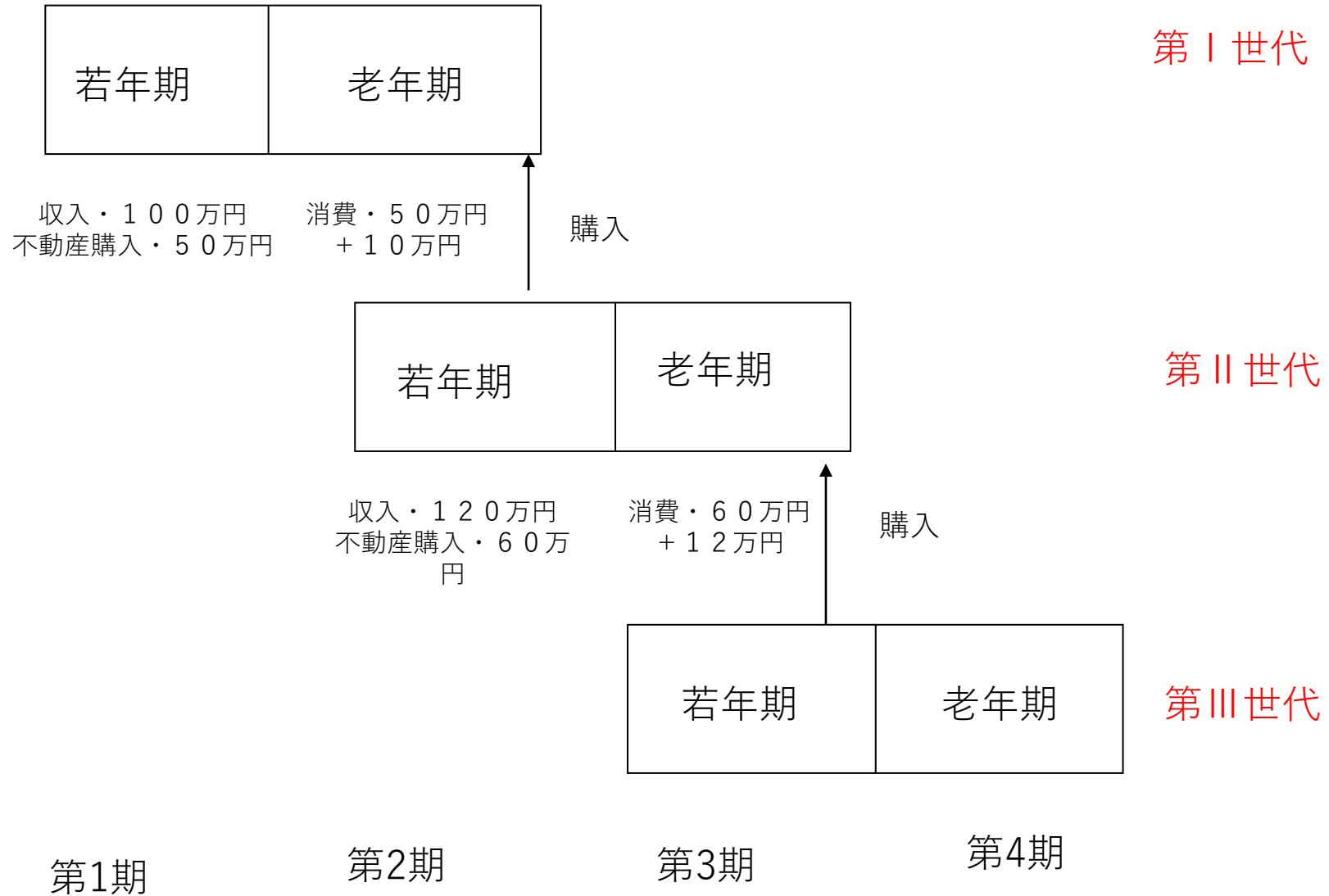
第3期

第4期

モデルII：政府が経済成長率（20%）に等しい金利の国債を発行するケース



モデルⅢ： 貯蓄・国債購入の代わりに不動産投資を行うケース



マンション実需動機と「老後の安心」

- 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
 - 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が、その背景には老後の生活のサポートを息子夫婦に期待する、という強い動機が存在する
 - Wei=Zhang=Liu (2017) : 住宅資産が結婚市場における選別のための重要な変数=地位財であるとするれば、結婚相手をめぐる競争の激しさが、より高価な家・アパートを追求する動機となる
- ⇒ 地域ごとの男性比率と住宅価格上昇率に正の関係

「動学的非効率性」に関するAMSZ基準（梶谷、2012）

動学的効率性の条件：

1. 実質利子率（資本収益率） $>$ 実質GDP成長率
2. 資本分配率－固定資産投資のGDP比 > 0

※完全競争的で均整成長経路に乗った経済の下では1. 2は一致するが、中国のような規制金利の経済では前者の基準は望ましくない

(Abel=Mankiw=Summers=Zeckhauser, 1989)

⇒各国の $(\text{総資本所得} - \text{固定資産投資}) / \text{GDP}$ の値を計算

A M S Z 基準を用いた中国経済における動学的効率性の検証

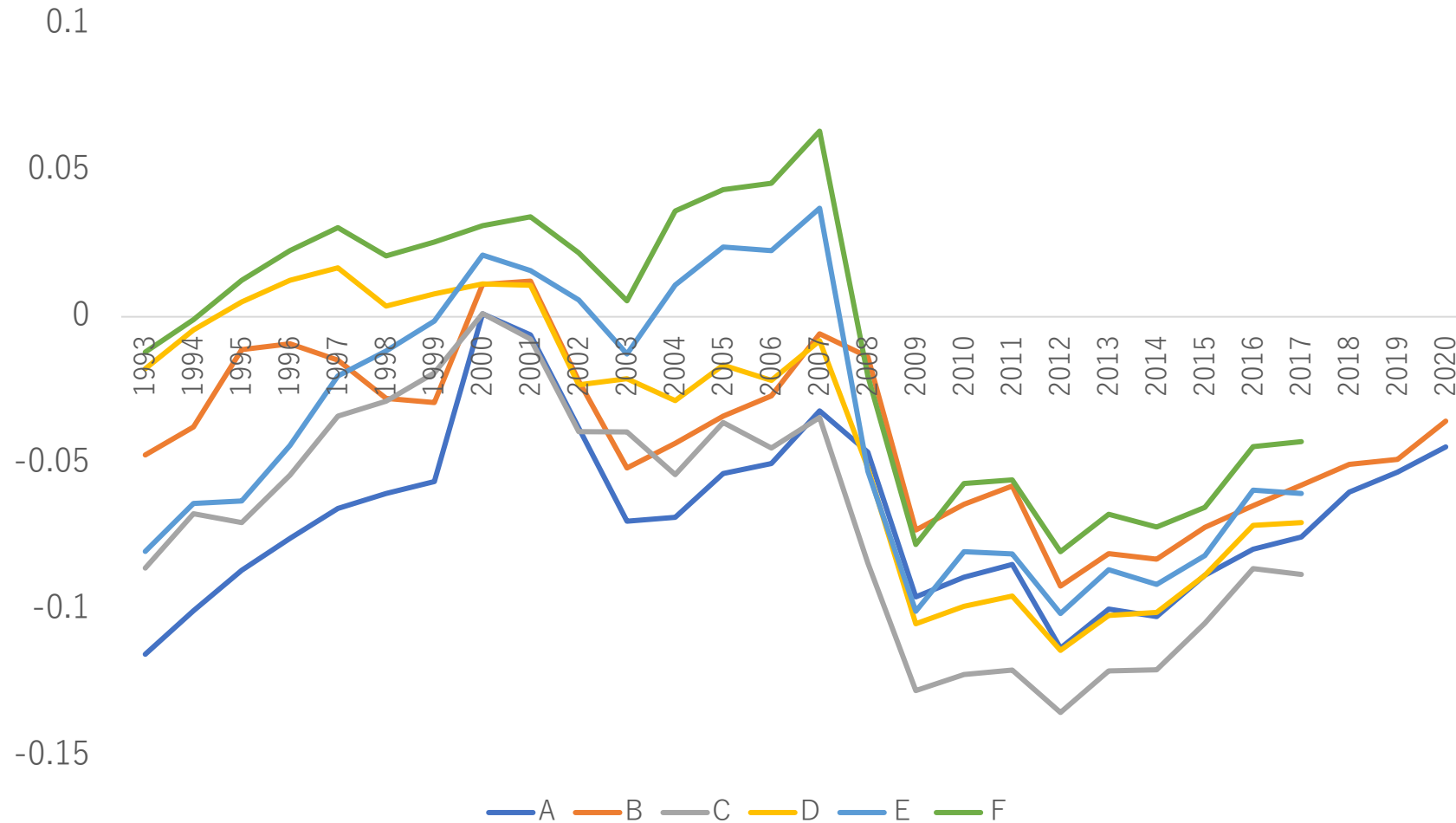
- 粗資本所得を推計する際には省ごとのデータの推計値を用い、粗投資額の推計については省ごとのデータを用いた推計値と、全国レベルの値との双方を用いる。
- 資本家の労働報酬分を推計し、それを控除したものと、そのような控除を行わないものの二つの推計値を求める。
- 粗投資額としてはGDPの支出面のデータにおける、「資本形成総額」を用いたものと、在庫投資を含まない値である「固定資本形成総額」を用いたもの、二つのケースについて推計を行う。

⇒2009年以降はすべての推計で「**動学的非効率性**」が示される

A M S Z 基準（表 1）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

中国全体における動学的効率性の検討



出所: 中国国家统计局国民经济核算司編(2007)『中国国内生産総値核算歴史資料1952—2004』中国統計出版社
国家统计局国民经济核算司・中国人民銀行調査統計司編(2008)
国家统计局編(各年版)『中国統計年鑑』中国統計出版社

まとめに代えて

- 中国は迅速かつ大胆な金融緩和でコロナ禍に対応
- 個人や業者などを対象とした現金給付などの財政出動には消極的、社会保険料の減免も財政資金により補填されず
 - ⇒不動産市場の規制により、債務負担が企業と地方財政に重くのしかかることに
- 不動産市場については世代間資源移転を含む構造的な問題が背景に
 - ⇒当面の価格下落は金利の引き下げなどで対応可能だが、同時に社会保障の充実や不動産税の導入など、高齢化に向けた「安心できる老後」のための制度設計が必要

参考文献

- 梶谷懐 (2012b) 「中国経済の動学的非効率性に関する実証分析－AMSZ基準を用いた検討－」『国民経済雑誌』第206巻第5号
- 梶谷懐 (2021) 「中国「恒大」危機が映すもの(上) 過度な金融政策依存 リスク」『日本経済新聞』11月24日
- 櫻川昌哉 (2021) 『バブルの経済理論：低金利、長期停滞、金融劣化』日本経済新聞出版
- 澤田ゆかり (2021) 「社会保障の課題分析－ポスト・コロナ時代のリスクに向けて」『日中経協ジャーナル』第335号
- リサーチ&アドバイザー一部中国調査室 (2020b) 「2020年の政府予算案から見た財政政策の動向」『MUFGバンク(中国)経済週報』第452期、2020年6月3日。
- リサーチ&アドバイザー一部中国調査室 (2022a) 「国務院『経済をしっかりと安定させる包括的な政策措置』」『MUFGバンク(中国)経済週報臨時号、』130期、2022年6月8日
- リサーチ&アドバイザー一部中国調査室 (2022b) 「中国は金融面の不動産支援政策を打ち出す～不動産市場の冷え込みに警戒」『MUFGバンク(中国)経済週報』574期、2022年11月22日。

参考文献

- Abel, Andrew B., Mankiw, N. Gregory, Summers, Lawrence H., and Zeckhauser, Richard J. (1989), "Assesing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence." *Review of Economic Studies*, Vol.56, pp.1-20.
- Dai, Ruochen, Feng, Hao, Hu, Junpeng, Jin, Quan, Li, Huiwen, Wang, Ranran, Wang, Ruixin, Xu, Lihe, and Xiaobo Zhang (2021), "The impact of COVID-19 on small and medium-sized enterprises (SMEs): Evidence from two-wave phone surveys in China," *China Economic Review*, Vol. 67.
- IMF (2022a), *Fiscal Monitor, April 2022 Fiscal Policy from Pandemic to War*, IMF.
- IMF (2022b), "People's Republic of China: 2021 Article IV Consultation," *IMF Country Report*, No. 22/21
- Rogoff, Kenneth and Yuanchen Yang (2021), "Has China's Housing Production Peaked?," *China & World Economy*, Vol. 29, pp.1-31.
- Rogoff, Kenneth and Yuanchen Yang (2022), "A Tale of Tier 3 Cities," *NEBR Working Paper*, 30519.
- Wei, Shang-Jin, Zhang, Xiaobo and Yin Liue (2017), "Home ownership as status competition: Some theory and evidence," *Journal of Development Economics*, Vol.127, pp. 169-186.
- 易綱 (2021) 「中国人民銀行中國的利率體系與利率市場化改革」『金融研究』2021年第9期、<http://www.pbc.gov.cn/hanglingdao/128697/128728/128835/4351958/index.html>