

### 3. 中国の投資の持続性

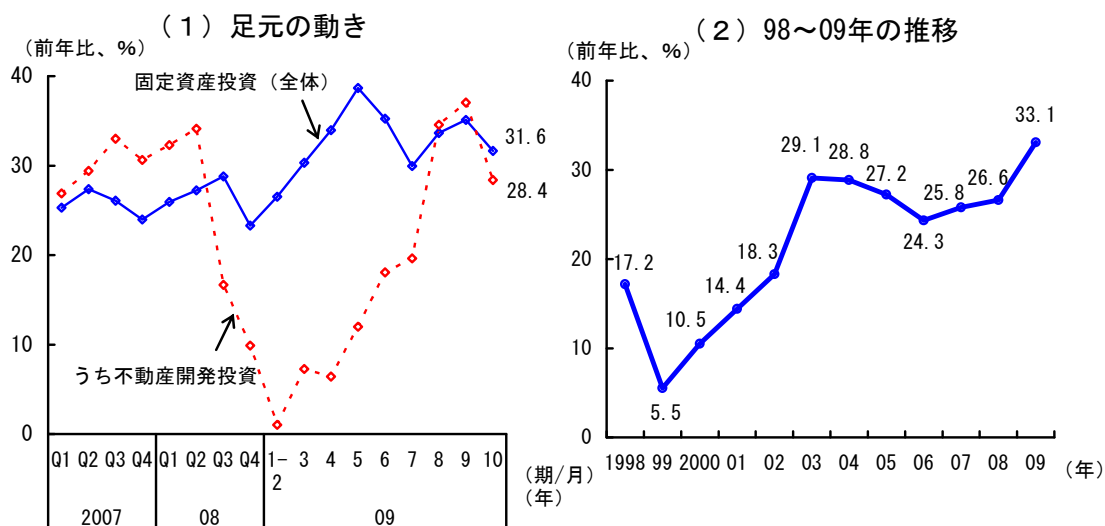
#### (1) 最近の投資動向

##### ●固定資産投資は高い伸びが続いている

固定資産投資（都市部）は、08年9月に発生した世界金融危機の影響を受け、年末にかけて減速基調にあったが、08年11月に打ち出された4兆元の対策を始めとする内需拡大策の下支えや金融緩和により、09年年初から再び伸びが高まった（第1-2-25図）。09年3月以降はおおむね前年比30%超の高い伸びが続いており、1～10月累積の伸びからみると、09年は過去10年間で最も高い伸びとなる。また、固定資産投資全体の2割超を占める不動産開発投資は、不動産需要の高まりを背景に09年初から徐々に伸びを高め、09年8月以降の伸びは08年6月の減速前の水準にまで回復している。

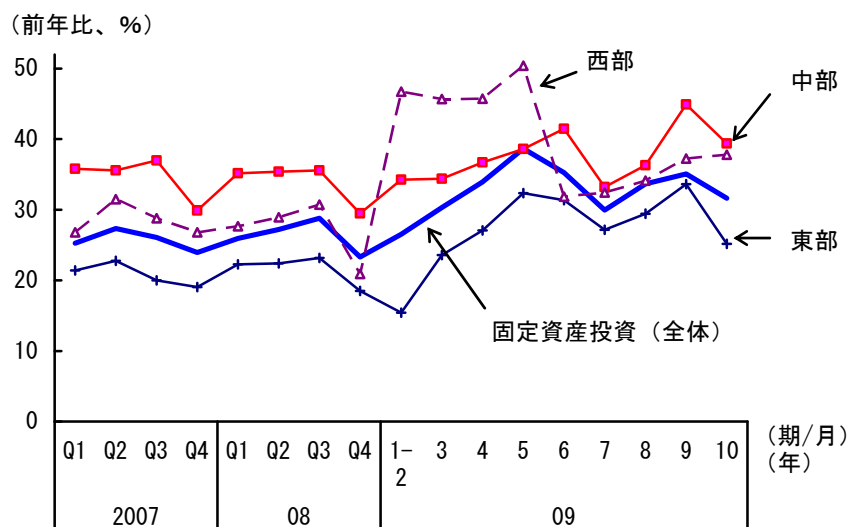
なお、地域別の伸びを09年についてみると、5割近いシェアを占める東部を中・西部が上回って推移しており、04年以降にみられた中・西部の投資拡大傾向は依然として続いている（第1-2-26図）。

第1-2-25図 固定資産投資（都市部）：09年は過去10年間で最も高い伸び



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
 2. 月次、四半期の伸びは内閣府推計値。  
 3. 09年の値は1～10月累積の伸び。

第1-2-26図 固定資産投資（都市部、地域別）：09年も中・西部を中心に投資は拡大



- (備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
 2. 東部は北京市、天津市、河北省、遼寧省、上海市、江蘇省、浙江省、福建省、山東省、広東省、海南省。  
 中部は山西省、吉林省、黒龍江省、安徽省、江西省、河南省、湖北省、湖南省。  
 西部は内モンゴル自治区、広西チワン族自治区、重慶市、四川省、貴州省、雲南省、チベット自治区、陝西省、甘肅省、青海省、寧夏回族自治区、新疆ウイグル自治  
 3. 月次、四半期の伸びは内閣府推計値。

## （2）4兆元の対策の効果

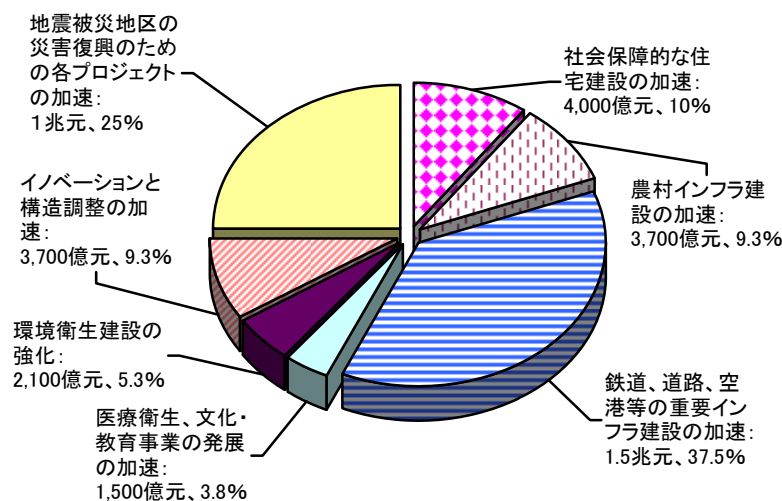
### ●鉄道等インフラ関連を中心に投資は拡大

中国政府は08年11月に内需拡大策を打ち出し、11年末までのおよそ2年間に鉄道等のインフラ投資や災害復興プロジェクト等を含む4兆元規模（約53兆円、名目GDP比約13%）の対策を実施すると発表した（第1-2-27図）。中国政府によれば、4兆元のうち、新たにねん出された財政支出は中央政府負担分の1.18兆元とされ、地方政府や民間企業等の負担分である残り2.82兆元については、第11次5か年計画にあった既定の事業が一部含まれている。

対策の実施に当たっては、地方政府の厳しい財政状況にかんがみ、財源不足を補うため、09年は初めて地方債の発行が認められた<sup>9</sup>。また、投資促進のため、5月には、不動産開発や鉄道、道路等一部の固定資産投資事業における最低資本金比率を引き下げることも決定された。

<sup>9</sup> 具体的には、地方債の発行を財政部（中央政府）が代理で行うことにより、2,000億元規模の資金を市場（個人を含む）から調達することとした。

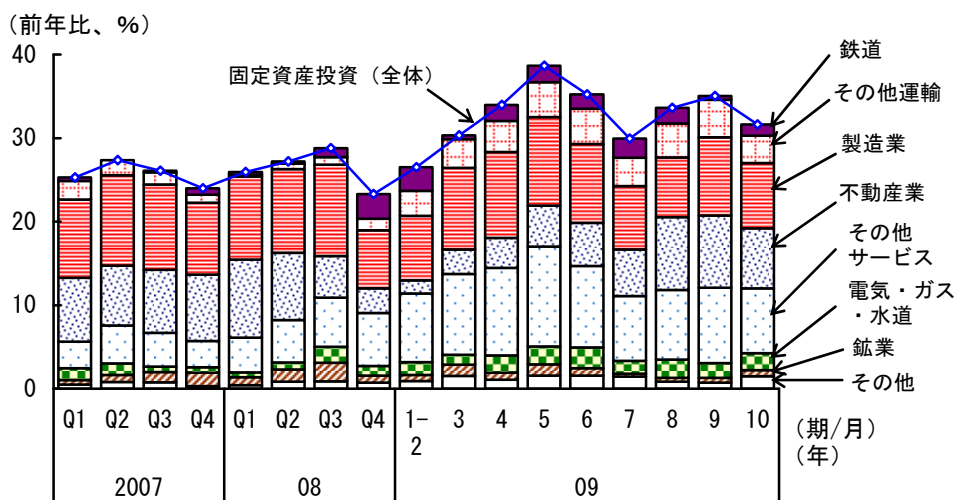
第1-2-27図 4兆元の対策の内訳：インフラ建設が中心



(備考) 1. 中国国家発展改革委員会より作成。  
2. 09年3月時点。

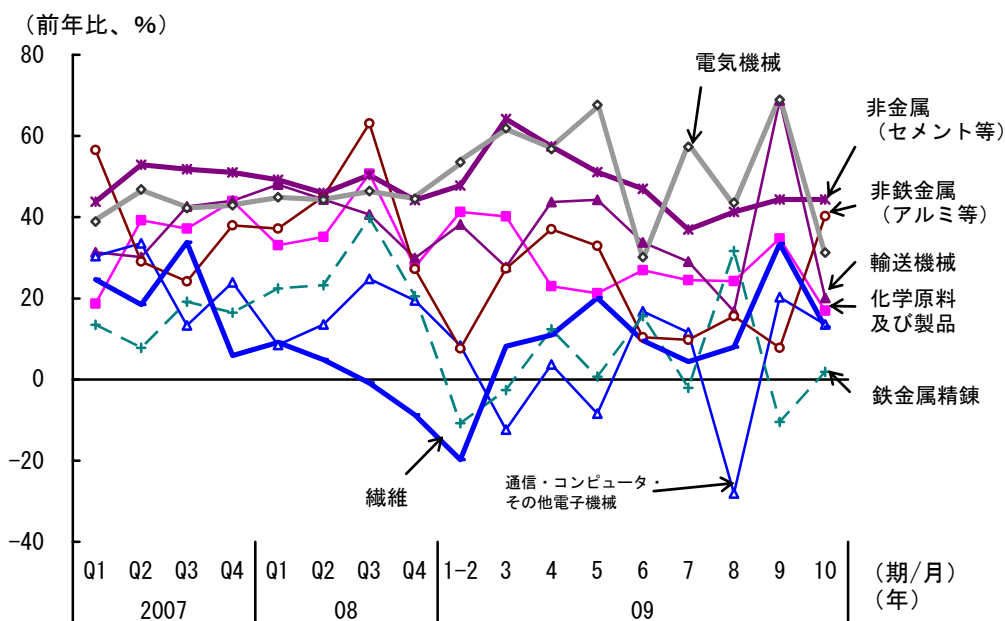
4兆元の対策の効果もあり、固定資産投資（都市部）の伸びは高まっていった。部門別にみると、対策が開始された08年10～12月期には鉄道や道路を含むその他運輸への投資が急拡大し、09年も引き続き増勢を保って推移した（第1-2-28図）。また、製造業では、輸出関連産業である繊維等一部の業種では弱い動きとなっているが、4兆元の対策を含めた一連の景気刺激策の影響を受けたと思われる電気機械や非金属業（セメント等）等では高い伸びが続いた（第1-2-29図）。

第1-2-28図 固定資産投資（都市部、部門別寄与度）：  
鉄道やその他運輸への投資が急拡大



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。  
2. 月次、四半期の伸び及び寄与度は内閣府推計値。

第1-2-29図 固定資産投資（製造業、主要業種別）：  
電気機械や非金属（セメント等）等で高い伸び



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。  
2. 月次、四半期の伸びは内閣府推計値。

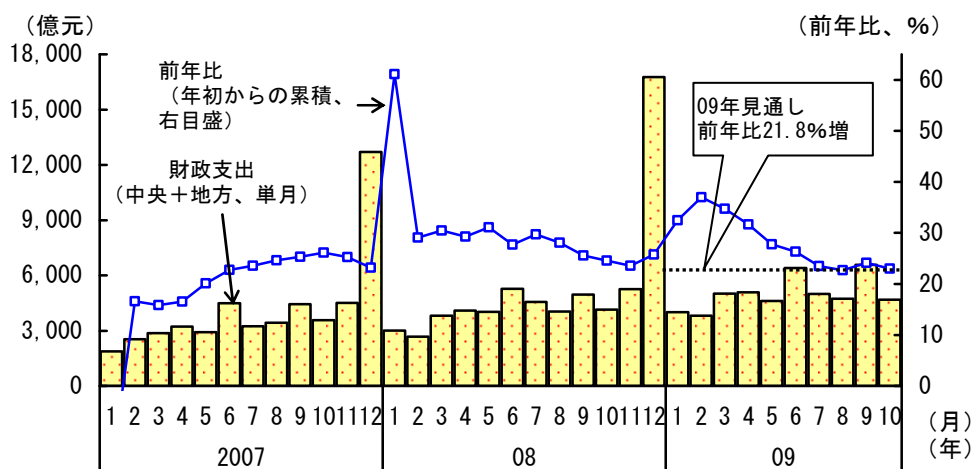
### (3) 短期的な投資の見通し

#### ●投資は当面拡大する見込み

投資の当面の先行きについて、09年半ばから横ばいの伸びか若干の減速が続いており、年内はこの傾向が続くと見込まれる。4兆元の対策も含め、09年の公的投資は前倒しで実行されたとみられ<sup>10</sup>、中国の財政支出（中央政府＋地方政府）は、09年の財政支出予算が前年実績比21.8%増であるのに対し、09年前半の実績は25%超の伸びと高くなっている（第1-2-30図）。このため、財政支出のペースは年後半に減速し、公的投資の押し上げ効果も年後半にかけて弱まってきたと考えられる。他方で、住宅やオフィスビル等の不動産需要の高まりを背景に、不動産開発投資は09年8月以降も前年比30%近傍の高い伸びをみせており、不動産開発投資が年後半の投資を下支えしていると考えられる。

<sup>10</sup> 財政部は、4兆元の対策（09年中央政府負担分4,875億元）を含む09年中央政府公共投資予算（9,080億元）のうち、5月31日までに61.9%に当たる5,620億元を配分したと発表した。また報道によれば、国家發展改革委員会の張平主任は、8月末までの中央政府投資が今年の投資総額の79%を占めたと報告した。

第1-2-30図 中央政府・地方政府の財政支出動向：09年後半は減速



(備考) 1. 中国財政部より作成。  
2. 09年見通しは、09年予算(76,235億元)を基に算出。

10年を見通したとき、景気が回復基調にあり、4兆元の対策も継続することから、投資は引き続き拡大していくとみられる。例えば、4兆元のうち中央政府投資分については、09年の4,875億元を20.7%上回る5,885億元が投資配分されることとなっている。また、金融緩和が当面継続されることも、今後の投資拡大に寄与するものとみられる。

ただし、09年8月の国務院常務会議(閣議)では、鉄鋼、セメント、板ガラス、石炭化学、多結晶シリコン、風力発電の6業種を「生産設備過剰業種」に指定し、これら6業種については原則として生産能力拡大投資を今後許可しないこととなっている。これらのいわゆる「生産設備過剰業種」においては、今後投資が抑制される見通しである。

また、今後の投資の下方リスクとして、中国の景気回復が軌道に乗った際の公的投資の削減や金融引締めへの転換が挙げられ、この場合、投資の伸びは前年比20%台半ばに抑制される可能性がある。

#### (4) 中長期的な投資の持続性

今後中国において投資が中長期的に拡大していくかどうかをみるためには、中国が直面する構造的な問題に注目する必要がある。現在実施されている第11次5か年計画(06~11年)では、地域間格差等の是正を強調し、「社会主義の調和の取れた社会(和諧社会)」の実現を目指しているが、こうした背景には、05年以前の数年間、高い経済

成長を実現した一方で、生産設備過剰や地域間格差が拡大したことなどの問題があった。

以下では過去の投資拡大の経緯を確認した上で、生産設備過剰問題、投資の地域間格差という投資に関する2つの構造問題に注目し、中長期的な投資の持続性について検証したい。

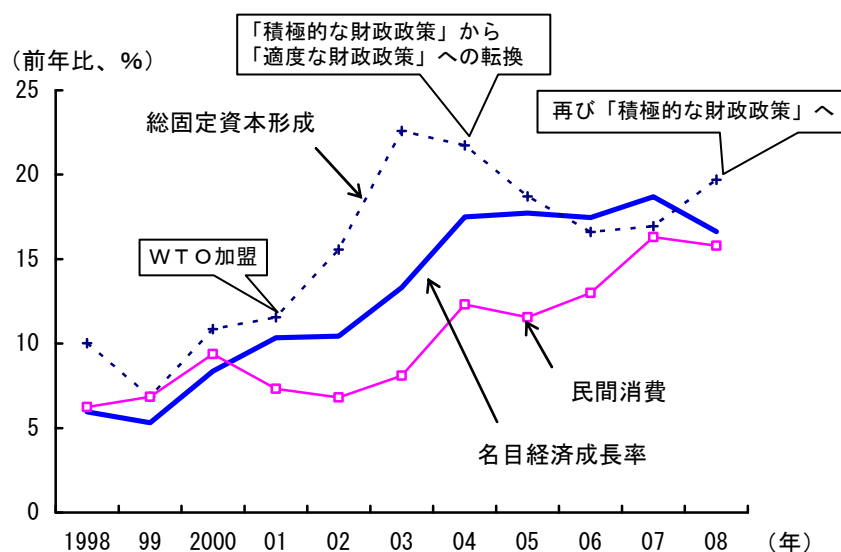
### ●03年以降、中国政府は投資抑制に転換

98～03年の間、中国では「積極的な財政政策」や「適度に緩和した金融政策」が続いたことなどにより、03年には投資の名目の伸びが前年比22.6%増となり、名目経済成長率を約10%ポイントも上回った（第1-2-31図）。このため、03年当時、中国では、地方政府主導によって不動産開発投資や鉄鋼等一部製造業で過大な投資が行われているのではないかと懸念が広がった。また、電解アルミ生産等においては供給過剰ではないかとの見方も広がった。

このため、中国政府は、04年には拡張的な財政政策を見直し、「適度な財政政策」に転換するとともに、金融政策においては預金準備率の引上げ等に踏み切った。こうした政策転換により、05～07年の投資はやや減速したものの、前年比15～20%の伸びにとどまった。

ただし、08年11月には世界金融危機の影響による景気減速の懸念から再び「積極的な財政政策」と「適度に緩和した金融政策」に転換した。これにより09年の固定資産投資（都市部）の伸びは過去10年で最も高くなっている。

第1-2-31図 名目経済成長率（需要項目別伸び率）：03年まで投資は加速



(備考) 中国国家统计局より作成。

## ●生産設備過剰問題

このように、特に03年頃から、一部製造業において生産設備が過剰になっているのではないかという懸念が広がり、09年には、世界金融危機発生の影響による外需の大幅減少により、この問題への懸念が一層強まった。こうした懸念を背景に、中国政府は、鉄鋼、セメントといった従来より生産設備の過剰が懸念されていた業種に加え、板ガラス、石炭化学、太陽光発電用の多結晶シリコン、風力発電設備といった業種の実生産設備過剰を指摘した<sup>11</sup>。

例えば、鉄鋼業界では、現在、中国には粗鋼生産を行う企業が500社余り存在し、上位5社の生産量を合わせても全体の3割にも満たないといわれており、中小メーカーが多数存在する構造となっている。こうした背景の下で、国家発展改革委員会は、08年末時点での中国の粗鋼生産能力は6億6,000万トンに達する一方、市場需要量は5億トン弱であり、設備過剰であると指摘している。

生産設備過剰は供給過剰をもたらし、結果として企業収益を悪化させ、産業全体としての国際競争力を低下させるおそれがあるほか、不良債権を増加させるリスクもある。なお、過去の日本でも1950年代後半から70年代初頃の高度成長期当時、企業の期待成長率が高く、積極的な設備投資行動がとられていた。しかし、70年代には変動相場制への移行や石油ショック等の外的要因の大きな影響を受けて生産設備過剰が顕在化し、アルミ業や合成繊維業等の産業は「構造不況業種」と呼ばれ、その後の処理に長期を要することになった。こうした我が国の事例をみても、中国の生産過剰設備問題は、将来に問題を深刻化させないよう真剣に取り組まなければならない課題といえる。

## ●東部と中西部の格差是正の動き

また、投資の地域別構造を08年の全社会固定資産投資のシェアで見ると、東部が5割強、中・西部が4割半ばと投資は東部に偏っている。しかし、04年以降、中・西部が東部における投資の伸びを上回る傾向がみられる（第1-2-32図）。

1978年の改革開放以来、党の実力者であった鄧小平が提唱した「先富論」<sup>12</sup>思想を背景に、中国沿海部は改革の恩恵を最も受けて飛躍的な発展を遂げたが、一方で西部との地域格差は拡大していった。このような問題等を是正すべく、政府は2000年から

---

<sup>11</sup> ただし、今後の需要拡大が見込まれる太陽光発電用多結晶シリコンや風力発電設備については、地理的に生産設備が偏っていることや、技術が未成熟な段階での設備過剰が問題視されている。例えば、地方財政に余裕がある長江デルタ地域等にこういった現象がみられるとされている。

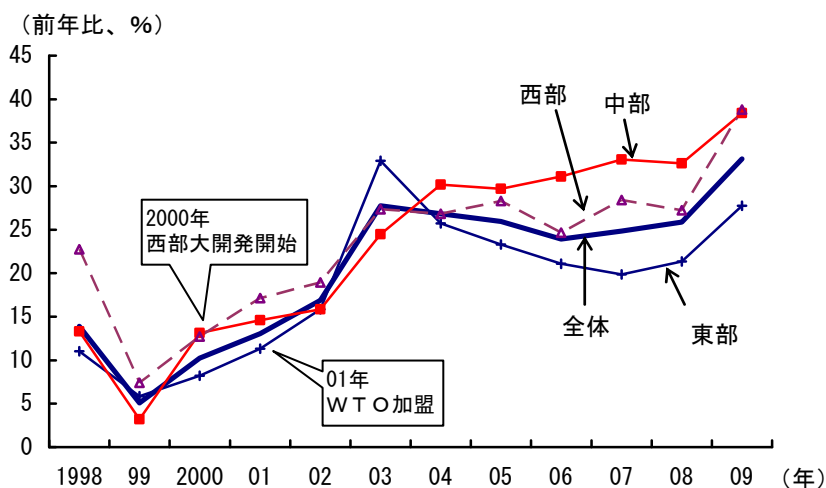
<sup>12</sup> 一部の人々や地域が先に豊かになることを許容し、先に豊かになった人々や地域がその他の人々や地域を先導し、手助けをして、共に豊かになるという思想。



西部大開発<sup>13</sup>を推し進めており、豊富な鉱物資源や水資源等を有する西部地域に対して、鉄道・道路建設のインフラ整備等の投資の誘導を行っている。また、中部も先進地域の東部と後進地域の西部の発展をつなぐ位置にあることに加え、南部と北部を結ぶ地理的優位性を持つことから、物流拠点として投資拡大が続いている。さらに、中部地域の振興を重視する政府は、09年9月に「中部地区台頭促進計画」を取りまとめ、15年までに電力や交通等のインフラを重点的に整備し、ハイテク産業を育成する見通しである。このため、中部における投資も今後更に拡大することが見込まれ、引き続き中・西部の投資シェア拡大が予想される。

第1-2-32図 全社会固定資産投資（都市部+農村部、地域別）：

04年以降、中・西部の伸びは東部を上回る



- (備考) 1. 中国国家統計局より作成。  
 2. 09年の値は都市部固定資産投資の1～10月累積の伸びを用いた。  
 3. 地域に含まれる省・都市については第1-2-26図に同じ。

このように、中長期的な投資の持続性をみる上では、過去の成長過程で生じた構造問題に注意する必要がある。中国においては、一部の製造業における生産設備過剰懸念から投資が抑制される可能性がある一方、投資の地域間格差の是正により、インフラ開発等の投資需要の拡大が見込まれることから、中長期的にも投資は堅調に拡大するものとみられる。

<sup>13</sup> 1999年に打ち出された中国の国家プロジェクト。その対象地域は、四川、重慶、貴州、雲南、陝西、甘肅、青海、新疆、チベット、寧夏の10地域となっている。



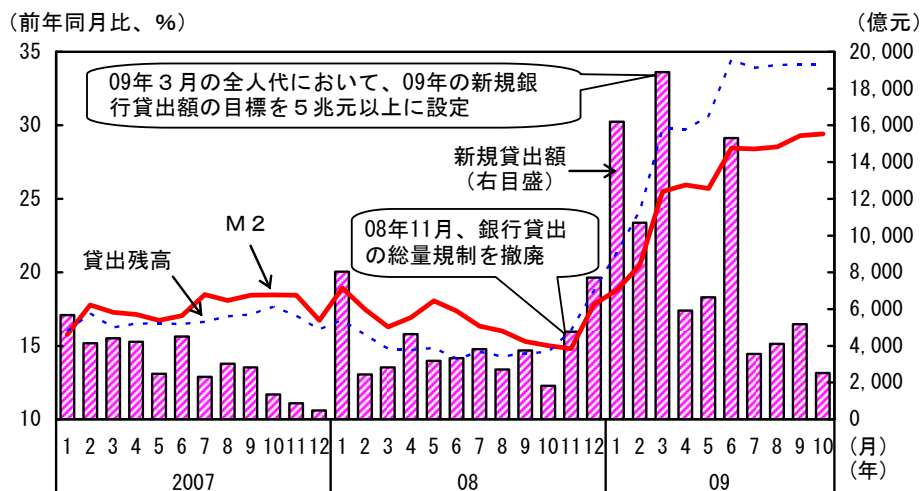
## 4. 中国の資産バブルの可能性

### (1) 緩和的な金融環境

#### ●銀行貸出の増加

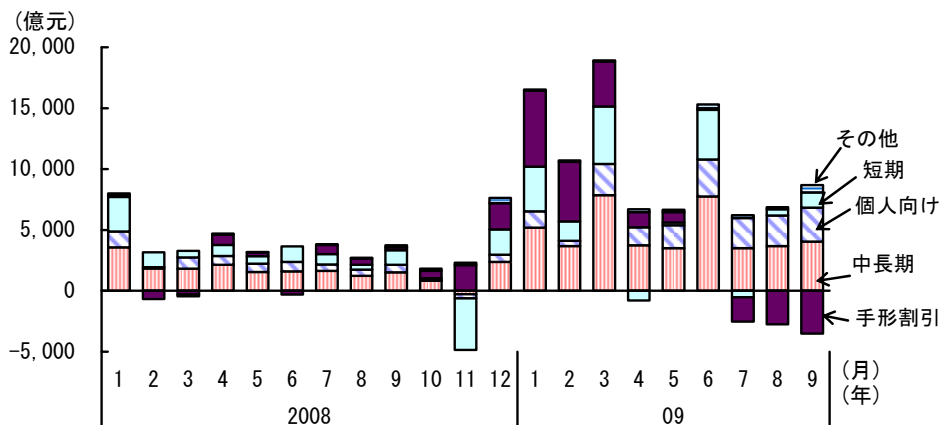
銀行貸出は、08年11月の総量規制撤廃後急増し、09年上半期には、前年同期比約3倍増となったが、足元では伸びに落ち着きがみられる（第1-2-33図）。しかし、09年1～10月の新規貸出額は8兆9,027億元となっており、全人代で設定された「年間5兆元以上」という目標の1.7倍を超えている。新規貸出額の内訳をみると、中長期貸出が貸出の約半分を占めており、4兆元の景気刺激策や地方政府の投資プロジェクト等に振り向けられているものと考えられる。しかし、最近では、個人向け貸出の割合が高まっており、住宅ローンや自動車ローン等が増加しているとみられ、個人の資金需要も旺盛であると考えられる（第1-2-34図）。

第1-2-33図 新規貸出、マネーサプライ(M2)：09年に急増



(備考) 中国人民銀行より作成。

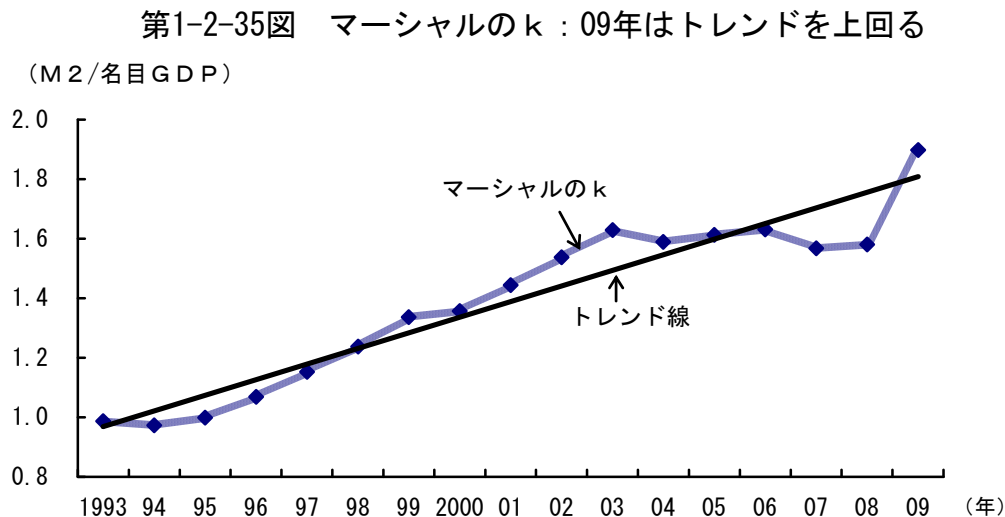
第1-2-34図 新規貸出額の内訳：直近は個人向けも増加



(備考) 1. 中国人民銀行より作成。  
 2. 人民元信貸収支表の残高より、単月の増加額を算出。  
 3. 09年7～9月の手形割引がマイナスとなっているのは、中長期に振り替えているためと考えられる。

## ●マネーサプライ（M2<sup>14</sup>）の増加

銀行貸出の増加に伴い、M2も急増し、高い伸びで推移している。（前掲第1-2-33図）。M2の総量を名目GDPで除したマーシャルのkをみると、09年は、1～9月累計で急上昇し、トレンド線を上回っている（第1-2-35図）。これは、GDPとの対比でみたM2の総量がトレンドを超えて市中に出回っていることを意味している。



(備考)1. 国家統計局、中国人民銀行より作成。  
2. 09年は、1～9月の伸び率で算出。

このように、銀行貸出が増え、M2の伸びが名目GDPの成長率を上回っている。これは、緩和的な金融情勢を背景に、一部のマネーが資産へ向かい、バブルが起こっているのではないかと懸念を持たせる。以下では、株式市場、不動産市場における動向を分析する。

## (2) 株式市場の動向

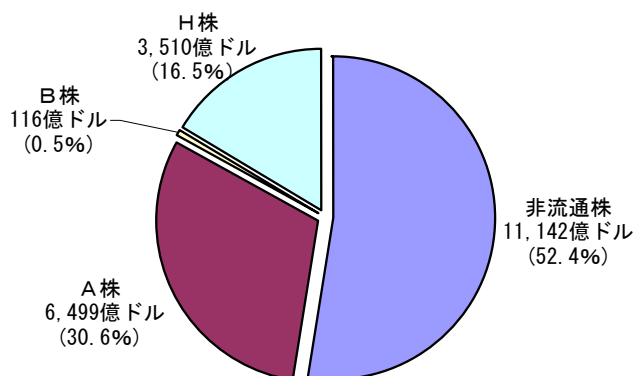
### ●中国株式市場の特徴

中国株式の特徴としては、第一に、同じ上場企業の株式に流通株と非流通株が存在することである。流通株は市場で取引可能な株であるのに対し、非流通株とは、国家、地方政府等が保有する株式で、取引所での売買ができない株のことである。08年12月時点で、非流通株は株式時価総額全体の約5割を占めている（第1-2-36図）。このため、流通株の株価は非流通株の動向（例えば、市場外の相対取引）の影響を受けるという

<sup>14</sup> M2は、M1（現金通貨＋要求払預金）と、政府や金融部門以外の定期預金等を合計したものの。

特殊な構造を有している<sup>15</sup>。

第1-2-36図 株式時価総額の内訳(08年12月)：非流通株が約半分を占める



(備考)1. 上海、深セン証券取引所より作成。  
2. カッコ内は、株式時価総額全体に占めるシェア。

第二の特徴として、市場がA株市場とB株市場に分かれていることが挙げられる。A株市場では中国本土の投資家と適格国外機関投資家（QFII：Qualified Foreign Institutional Investors）のみが購入できるのに対して、B株市場では、国内外の投資家が共に購入できる。このように海外投資家の市場を区別することで、中国政府は、外国からの資本流入をコントロールしている。なお、国内市場で発行するA株、B株以外にも、海外市場で発行するH株やレッドチップ株等<sup>16</sup>もある（第1-2-37表）。

第1-2-37表 代表的な中国株の種類と特徴

種類	A株	B株	レッドチップ株	H株
取引場所	上海 深セン	上海 深セン	香港	香港
決済通貨	人民元	上海:米ドル 深セン:香港ドル	香港ドル	香港ドル
株式時価総額 (08年12月、億ドル)	上海 : 4,672 深セン : 1,827	上海 : 55 深セン : 61	3,709	3,510
投資可能者	中国本土の投資家 適格海外機関投資家 (QFII)	中国本土投資家 以外も投資可能	中国本土投資家 以外も投資可能	中国本土投資家 以外も投資可能
その他特徴	流通株の大部分を 占める	2001年より 中国国内投資家にも 開放	中国資本の 企業が上場 (登記は香港)	中国資本の 企業が上場 (登記は中国本土)

(備考)1. 各種資料より作成。  
2. 中国本土の投資家には、香港、マカオ、台湾の投資家は含まれない。

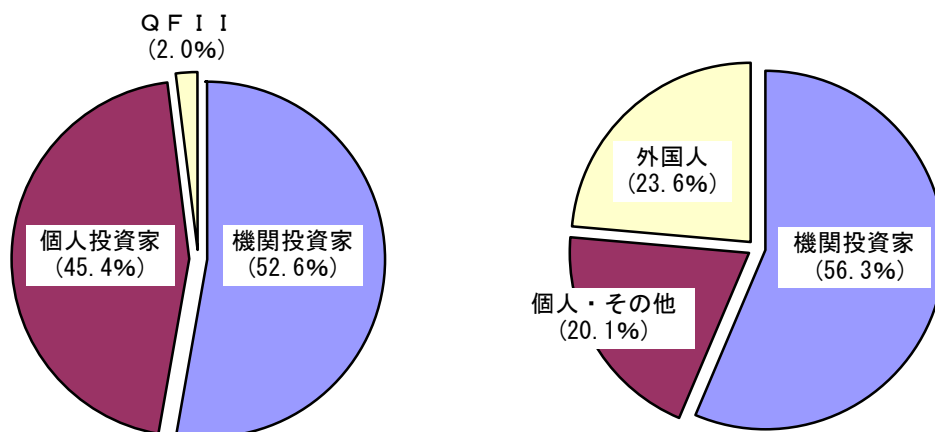
<sup>15</sup> 05年に、中国証券監督管理委員会は、非流通株に流通権を与える非流通株改革を実施した。これを受け、現時点では既にほとんどの上場企業が改革を終了している。非流通株は徐々に市場に放出されており、非流通株のシェアは減少傾向にある。

<sup>16</sup> 09年10月には、深セン証券取引所で中国版ナスダックといわれる新興企業向けの市場「創業版」の取引が開始されている。

また、流通A株の保有者の構成をみると、個人投資家が約半分を占め、日本と比較して、個人投資家の比率が大きいことが分かる（第1-2-38図）。逆に、Q F I I（海外投資家）は、全体の2%程度であり、日本において海外投資家の保有が個人投資家のそれを上回るのと対照的である。

第1-2-38図 株式保有者の内訳：海外投資家の保有は少ない

(1) 中国の流通A株式保有者内訳(08年) (2) 日本株式保有者の内訳(08年度)



(備考)1. 中国証券登記結算公司、国家外貨管理局、中国人民銀行、東京証券取引所等より作成。  
 2. カッコ内は、株式全体に占める時価総額のシェア。  
 3. Q F I Iとは、適格国外機関投資家のこと。

### ●上海総合株価指数の07年からの動向

上海証券取引所のA株とB株の双方で構成される代表的な株価指数である上海総合株価指数をみると、07年10月に6,000ポイントを超えて最高値をつけたが、その後、下落が続き、08年10月には2,000ポイントを下回った（第1-2-39図）。しかし、09年に入ってからには上昇を続け、8月には3,500ポイントを超え、年初来約84%の上昇となった。このため、株式バブルを懸念する声が聞かれるようになった。しかし、その後は再び下落傾向を示した。この下落の背景には、人民銀行が四半期ごとに発表する「貨幣政策執行報告」（8月5日）において、金融政策の「微調整」（原文では「動態調整」）に言及し、これが、市場への金融引締め観測につながったことが挙げられる。なお、その後、中国政府は、金融緩和は継続すると繰り返し市場にメッセージを発しており、9月には下落が止まった。

第1-2-39図 上海総合株価指数の推移：直近では上昇傾向

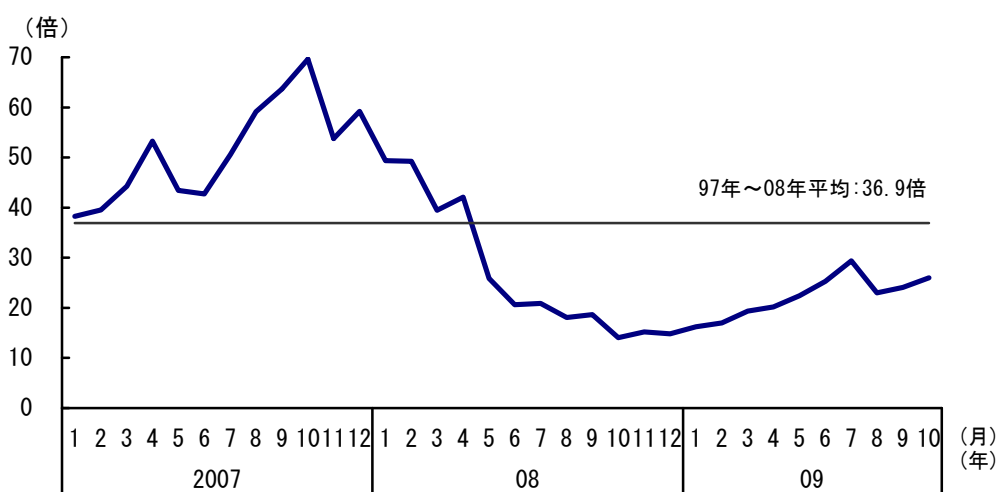


(備考)ブルームバーグより作成。

●上海総合指数の直近の動向

11月中旬時点の株価は、07年最高値と比較してなお低く、急激な上昇基調にもない。株価収益率（P E R：Price Earnings Ratio）も、過去の平均を下回っており、株価が過度に高水準にあるわけではない（第1-2-40図）。ただし、9月に入ってから再び上昇基調に転じ、9月から10月末の2か月間に約12%上昇している。大幅な金融緩和により、流動性が過剰となっている状況は、株価上昇の背景になっている可能性があり、今後の動向を注視する必要がある。

第1-2-40図 上海総合株価指数のP E R：過去平均を下回る



(備考)1. 上海証券取引所より作成。  
2. P E Rは、株式発行会社数の加重平均。

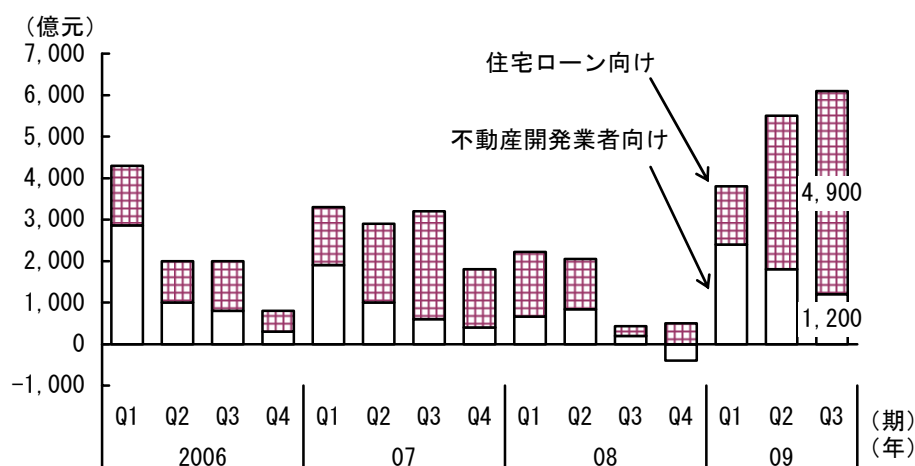
### (3) 不動産市場の動向

#### (i) 最近の動向

##### ●09年は不動産価格が急速に上昇

中国の不動産市場をみると、09年には公的投資の拡大や各種住宅購入促進策<sup>17</sup>を背景に、住宅やオフィス等の需要が急速に高まり、08年半ば以降下落基調にあった不動産価格は上昇に転じている(第1-2-41図)。中国の不動産価格の動向を示す代表的な指標である主要都市建物販売価格をみると、全体では09年3月以降前月比プラスの伸びで推移しており、価格は上昇基調にある(第1-2-42図)。また、価格水準としても09年6月には世界金融危機以前の水準を取り戻している。

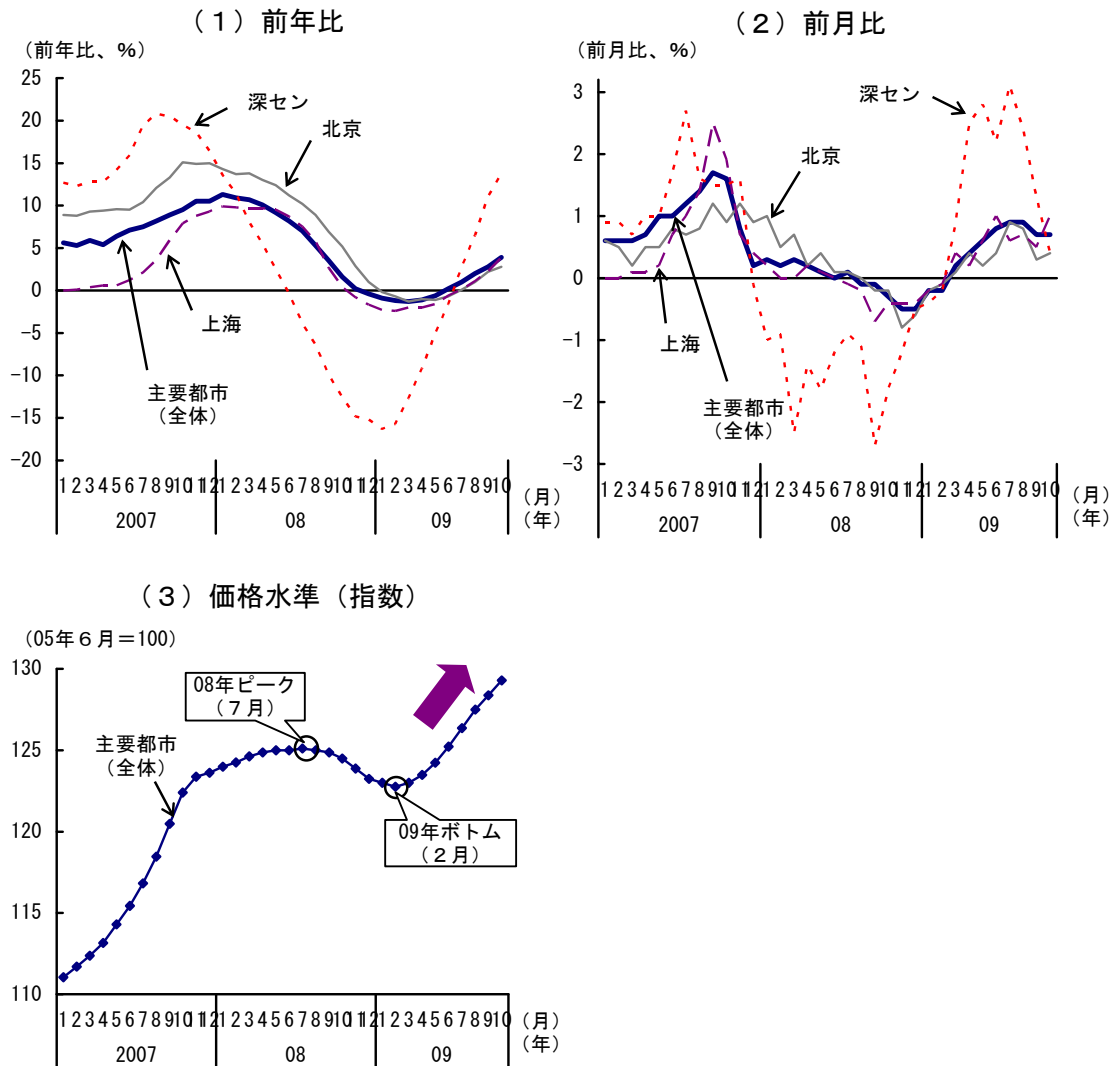
第1-2-41図 商業銀行の不動産向け新規貸出：  
住宅ローン金利引下げ等を背景に増加



(備考) 中国人民銀行より作成。

<sup>17</sup> 中国人民銀行は、08年10月27日から個人向け住宅ローン金利の下限を貸出基準金利の70%に引き下げるとともに、住宅購入にかかる頭金の下限をこれまでの30%から20%に引き下げる等の住宅購入促進策を打ち出した。

第1-2-42図 主要都市建物販売価格：09年は上昇基調

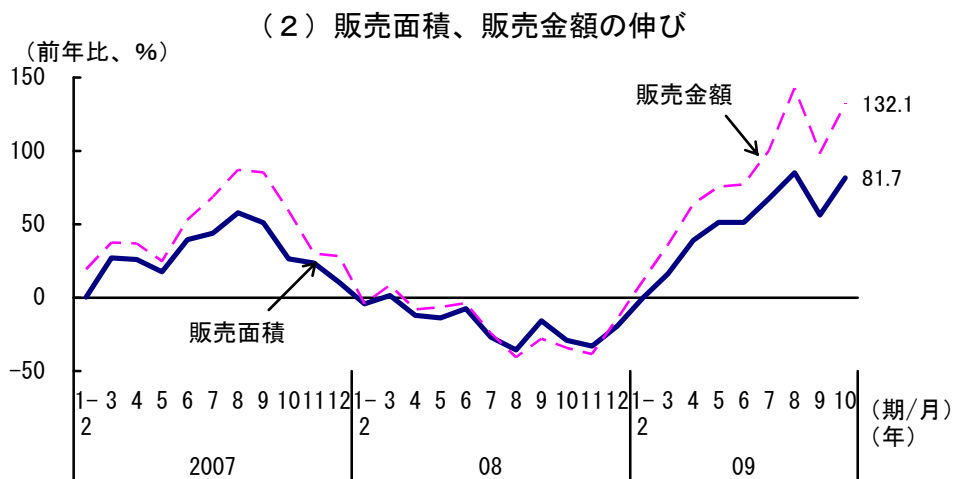
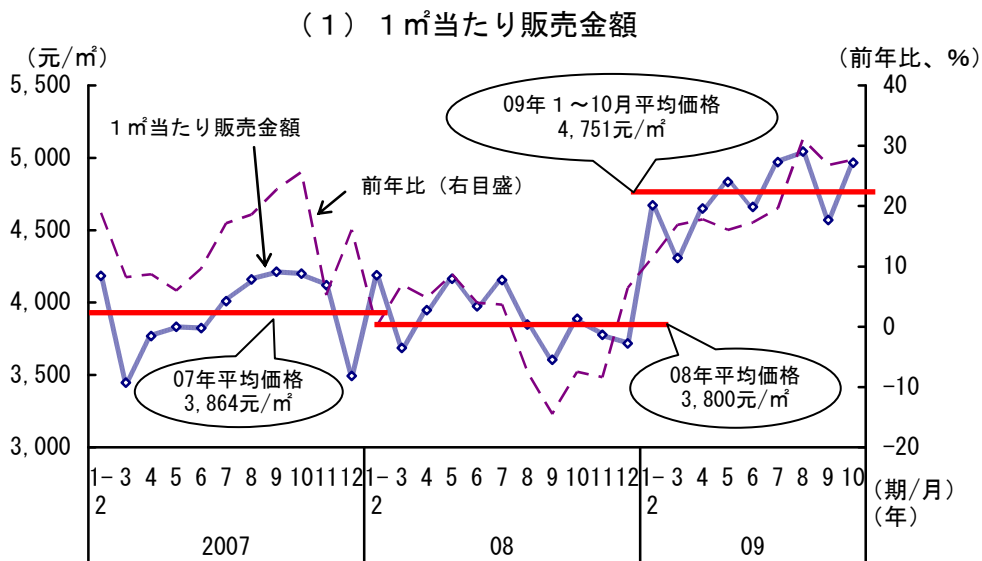


(備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
2. 価格水準は05年6月を100として指数化。内閣府試算。

これに対し、住宅やオフィス等商業用不動産の実際の取引動向を示し、より市場動向を敏感にとらえていると考えられる分譲建物取引の統計をみると、1㎡当たりの販売価格は、08年に3,800元であったのに対し、09年1～10月には4,751元と20%超も上昇しており、不動産需要が急速に高まっていることがうかがえる(第1-2-43図)。また、販売金額、販売面積とも、09年初から前年比で高い伸びで推移し、8月には販売金額が前年比142.7%増、販売面積は同85.1%増となっている。



第1-2-43図 分譲建物販売動向：09年に入り不動産取引は活発化

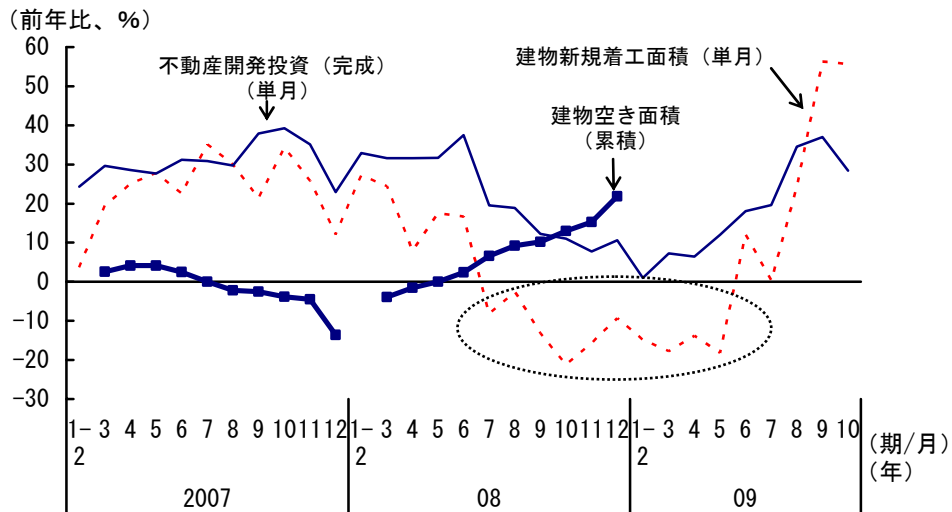


(備考) 1. 中国国家統計局、中国統計年鑑2009より作成。  
 2. ここでいう分譲建物とは「商品房」を意味し、事前に政府当局の認可を受けて不動産開発企業が建設し、市場で販売される住宅や商業用ビル等の分譲不動産物件を指す。

●一方、不動産開発は09年半ばまで低調

こうした09年初からの不動産需要の高まりに対し、不動産開発は09年半ばまで低迷した。08年後半の不動産需要減退を受けて、在庫（建物空き面積（累積））は加速度的に積み上がっていたため、新規着工は09年5月まで前年割れが続き、不動産開発投資も金融危機前の伸びを下回って推移した（第1-2-44図）。その後は在庫調整が進展するとともに6月以降の新規着工は前年比プラスの伸びとなったばかりか、不動産開発投資も金融危機前の伸びを回復するなど、不動産開発は再び活発化している。

第1-2-44図 不動産開発動向：09年6月以降活発化

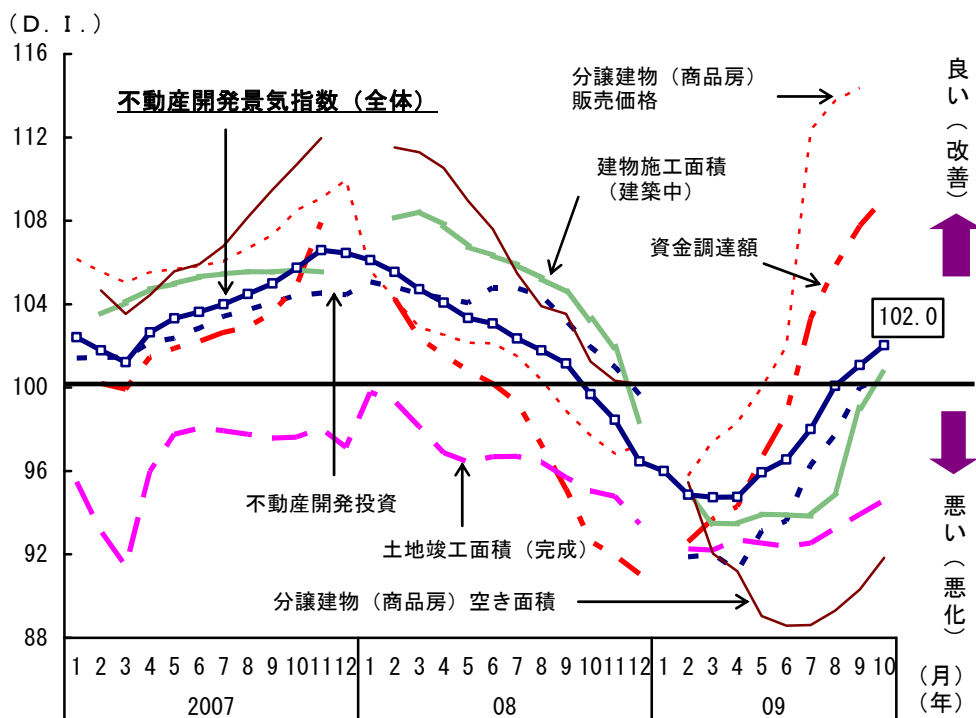


(備考) 1. 中国国家統計局より作成。  
2. 建物空き面積は08年までの公表となっている。

●景況感は09年半ば以降改善

また、不動産市場の景況感を表すとされる不動産開発景気指数をみると、09年5月以降改善基調にあり、8月には中立水準である100ポイントを上回って拡大局面入りしている（第1-2-45図）。ただし、分譲建物空き面積（在庫）については、8月以降緩やかな低下（指数ではプラスへ改善）がみられるものの、過去のトレンドからみてもなお相当高い水準で推移していることから、不動産市場全体としては供給過剰が続いている可能性が高い。このため、09年初からの分譲建物販売価格の上昇は、一部地域の物件について需給がひっ迫していることによるものと考えられる。

第1-2-45図 不動産開発景気指数：景況感は09年5月以降改善



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
 2. 不動産開発景気指数は、中国の不動産市場の景況感を表しており、100を超えると良い(改善)、下回ると悪い(悪化)と判断される。同指数は、不動産開発投資、資金調達額、分譲建物(商品房)空き面積、建物開発(施工)面積、土地開発(竣工)面積、分譲建物(商品房)平均販売価格の6つの項目(指数)から合成されている。例えば、分譲建物(商品房)空き面積は、100を下回ると空き面積の拡大を意味する。

## (ii) 不動産バブルの可能性

09年は中国の景気が回復基調にある中、マネーサプライの急増が大量の余剰資金を生み出している可能性があることから、これらの余剰資金が住宅等の不動産に向かい、不動産バブルをもたらすことが懸念されている。以下では、中国の不動産バブル発生の可能性について過去の例と比較して検証することとしたい。

### ●03年以降、不動産価格の伸びは加速

不動産価格の過去の上昇局面をみると、実質経済成長率が2けたを記録していた03～07年の間、不動産価格の伸びは大幅に高まった。特に03～04年と07年に大幅な上昇がみられ、両時期においては不動産バブルが発生しているのではないかと懸念が広がった(第1-2-46図)。ただし、懸念されたのは全国的なバブルではなく、むしろ上海や北京等の大都市を始めとした局地的なバブルであった。

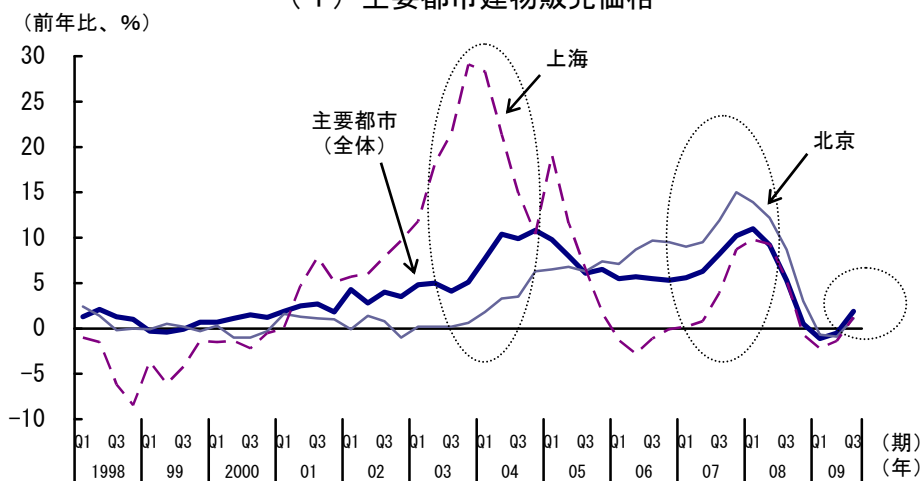
まず、03～04年について振り返ると、当時中国では経済の過熱論争が浮上し、上海を中心に不動産開発ブームが起こっていた。胡錦濤国家主席ら指導者も不動産市場の過熱を指摘しており、03年の「人民銀行第2四半期貨幣政策執行報告」では「不動産に局部的な過熱現象が存在する」と指摘された。こうした背景には、国有企業による住宅供給廃止に伴う持ち家奨励、北京五輪や上海万博の開催決定、株式市場低迷で行き場を失った余剰資金が不動産市場に流れ込んだことなどの要因があった。

また、07年は、過去10年間で中国が最も高い経済成長を遂げた年であり、貿易黒字の急増を背景とした国内の過剰流動性が懸念された時期でもあった。08年の北京五輪開催等を好材料として上海総合指数も過去最高値をつけるなど、投資ブームが到来し、これに伴って不動産価格の上昇も加速した。こうした状況を受けて、中国人民銀行は07年の「人民銀行第3四半期貨幣政策執行報告」で「一部の地域で不動産価格が急騰しており、明らかに非理性的な要因が存在している」とバブル発生の可能性を指摘した。

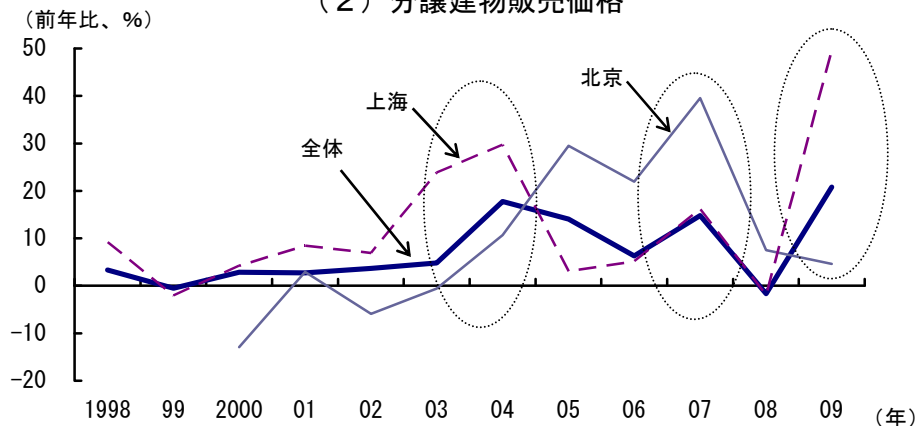
第1-2-46図 不動産価格（長期時系列）：

不動産バブルの懸念が強まった03～04年と07年

(1) 主要都市建物販売価格



(2) 分譲建物販売価格

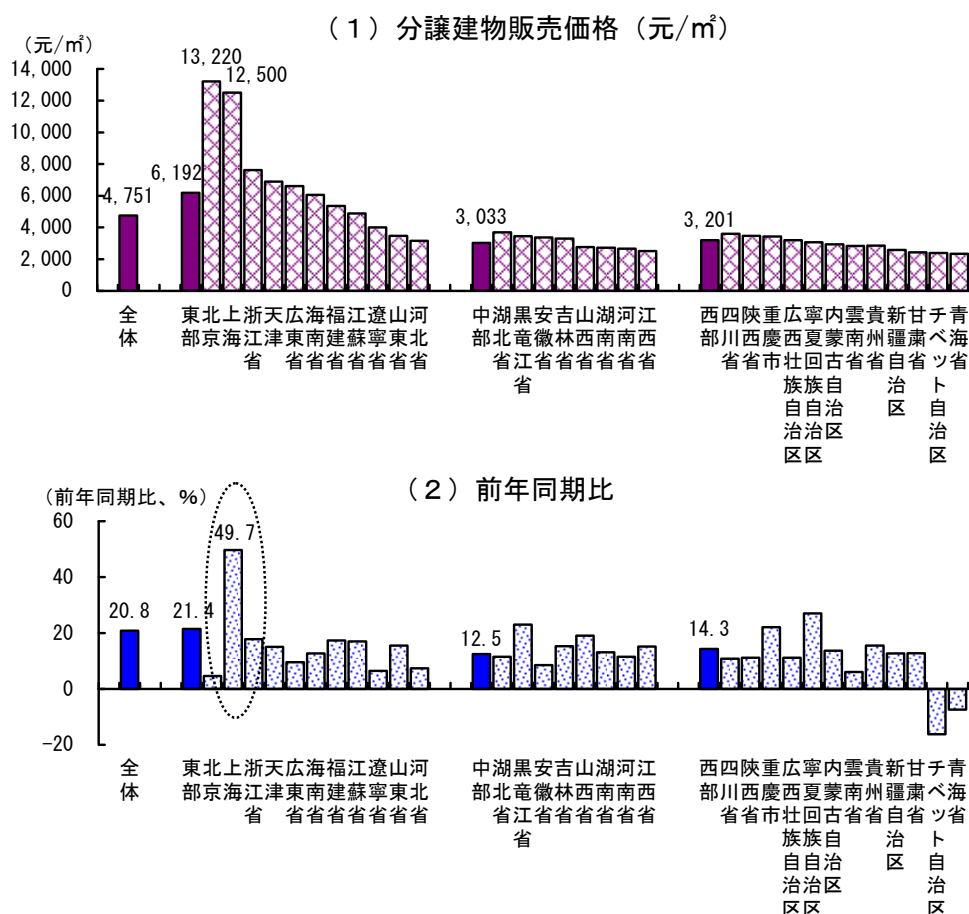


(備考) 1. 中国国家統計局より作成。  
2. 09年の分譲建物販売価格は1～10月の平均価格を用いた。

## ●09年の不動産価格上昇の検証

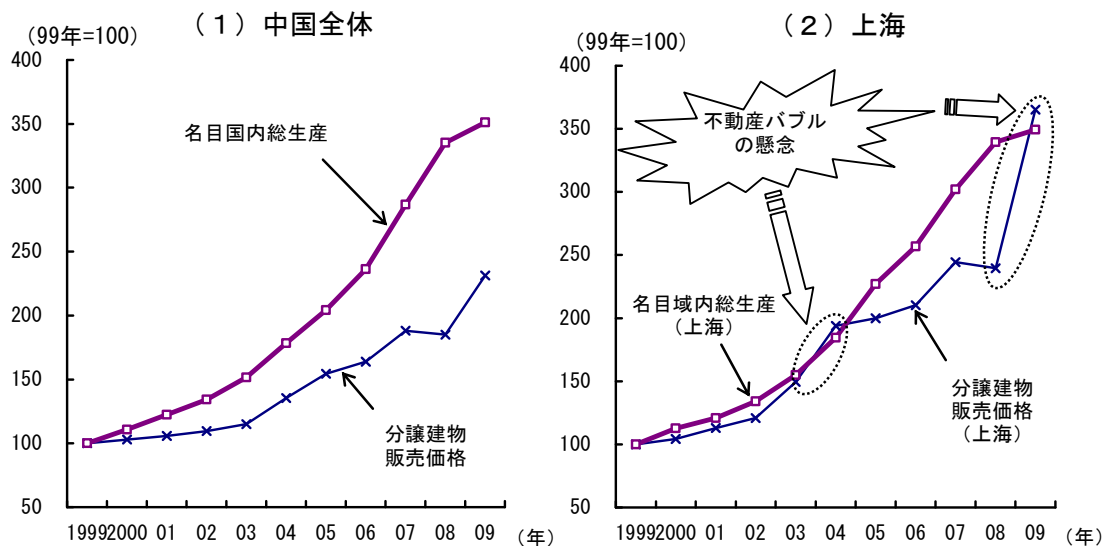
景気回復基調への転換、公的投資拡大、マネーサプライの急増等を背景に、09年の不動産価格は上昇に転じた。特に分譲建物販売価格については、09年は過去10年間で最も高い伸びとなっており、中でも上海では、10年の上海万博の開催に伴う投資需要増を見込んだ動きもあるとみられ、価格の伸びは前年比49.7%増と突出している（第1-2-47図）。なお、09年の主要都市建物販売価格の伸びは、分譲建物販売価格の伸びに比べると低水準であるが、これは前述のとおり、後者の統計がより市場動向を敏感にとらえていることによるものと考えられる。

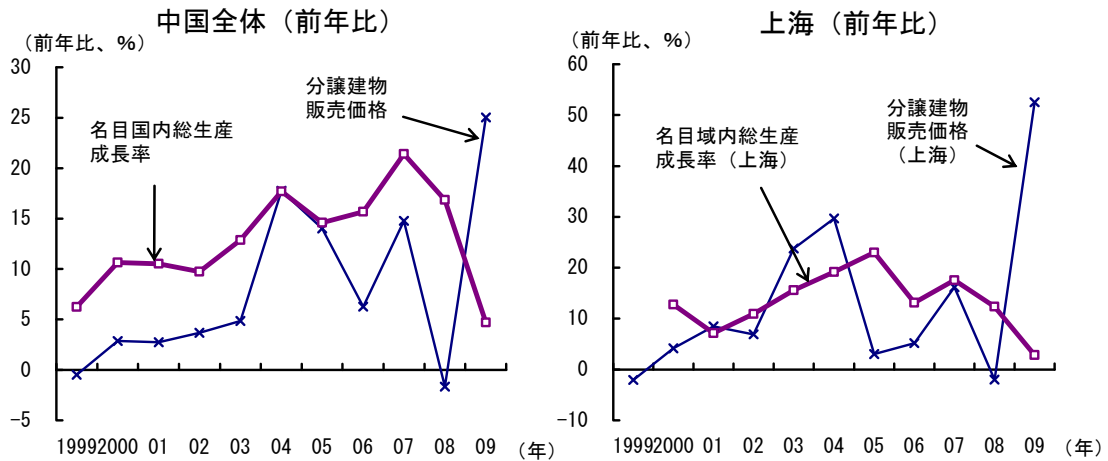
第1-2-47図 09年の分譲建物販売価格（都市別、1～10月累積）：上海が最も上昇



ここで、09年における不動産バブル発生の可能性について検証するため、実体経済の成長と不動産価格の上昇について比較してみる。統計が入手可能で、かつ不動産価格が比較的安定し、ファンダメンタルズを反映していたとみられる1999年を起点に、名目国内（域内）総生産と分譲建物販売価格の推移をみると、中国全体では、分譲建物販売価格は名目国内総生産を大きく下回って推移しており、09年時点では両者には大きな開きがある（第1-2-48図）。これは実体経済の成長を不動産価格上昇が下回って推移していることを意味する。他方、上海についてみると、分譲建物販売価格は、不動産バブルが懸念された04年には名目域内総生産を上回る上昇をみせた。また、同年の販売面積の伸びは前年比53.3%増と急増しており、5か年平均伸び率も大幅に上回っていたことから、04年当時、上海では実需に加え、投機的な不動産売買が活発化していたものと考えられる（第1-2-49図）。05年以降については、分譲建物販売価格は名目域内総生産を下回って推移したが、09年には名目域内総生産を再び上回る上昇をみせており、販売面積の伸びも08年の減少の反動はあるものの5か年平均伸び率を大幅に上回っている。こうしたことから、09年においては上海を始め一部の都市で局地的な不動産バブルが発生している可能性があると考えられる。

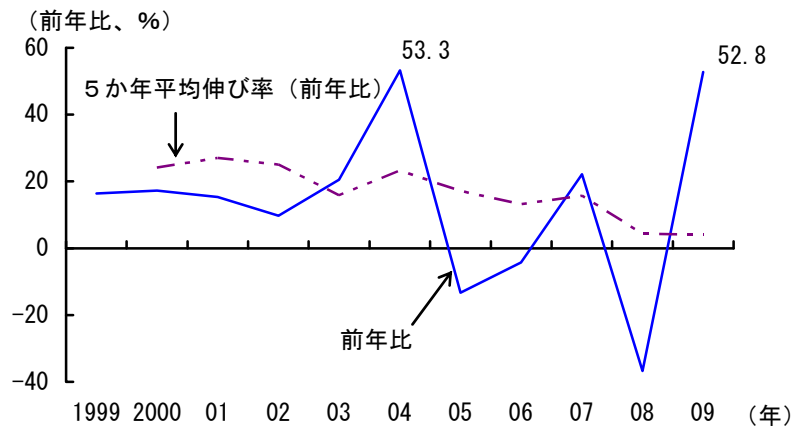
第1-2-48図 名目国内（域内）総生産と分譲建物販売価格との比較：  
上海で不動産バブル発生の可能性





(備考) 1. 中国国家統計局、中国統計年鑑2009より作成。  
 2. 09年の名目国内（域内）総生産は1～9月累積の伸びを用い、08年の値を乗じて算出した。分譲建物販売価格は1～10月の平均価格を用いた。

**第1-2-49図 分譲建物販売面積（上海、長期時系列）：**  
**09年は投機的な不動産売買の可能性**



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。  
 2. 09年は1～10月累積の販売面積の前年比を用いた。

近年、中国では都市化が進行しており、都市人口も増加していることなどから、都市における住宅への需要は非常に高いものとなっている。ただし、09年においては、こういった実需に加えて、インフレに強い資産として不動産に投資する層や投機筋が現れていると考えられる。このため、近い将来に不動産市場に対する過熱抑制策が採られる可能性もあり、今後の不動産市場の動向には注意が必要である。