

巻頭言：深刻な中国の不動産市場のゆくえ

岸 真清 (経済学博士)

アジア近代化研究所副代表、中央大学商学部教授

中国の不動産市場の不振が地方財政に及ぼす影響は深刻である。本年3月、第11期全国人民代表大会第5回会議において、温家宝首相が、地方政府の債務に関して異例の警告を発するとともに、リスク対策強化の必要性を訴えた。昨年 of 地方政府の銀行借入金が約140兆にのぼった上、その4割の借入金の返済期限が本年12月に迫っていることが懸念材料になっている (朝日新聞2012年3月12日)。

実際、地方財政の赤字は根深い問題をはらんでいる。税収が中央政府に集中する中で、地方政府は、原則として、債券発行による資金調達を認められていないため、財源を土地売却収入に求めざるをえないという脆弱な税構造を形成してきた。その構造の下で土地価格の下落が生じると、地方財政をゆきづまらせることになる。

同時に、農民サイドの不満が高まっている。中国は土地国有制度を敷いているので、農民は使用権だけを所有することになる。地方政府がその権利を安く購入して市場で高く売ることによって得た利益を財源に充てるという手段をとってきたが、土地の高騰によって得られるはずの恩恵に、農民、住民が与るところか、マイホームの獲得を難しくしてしまったことが、問題を大きくしている。

土地価格の急落は、その程度は別として、バブルの崩壊を示唆する。土地への投資、投機によるバブルの醸成とその崩壊は中国に限ったことではない。また、中国の不動産バブルは、アジア通貨危機、サブプライムローン問題と異なって、海外からの資金流入を要因とするものではなく、日本のバブル崩壊と同様、国内の資金チャンネルの歪みに基づいている。しかし、これらのバブルは、いずれも、不動産・株式投機と弱いチェック機能を主因とすることで共通している。

バブル点に至ったのは、結局、レバレッジ (負債金融) に依存した投資、投機が続き、金融経済の肥大化と収穫逨減現象が顕著になった段階でさえ、投機が継続したためである。その過程で、労働賃金、貯蓄のフロー指標と、地価、株価のストック指標が乖離し、後者が前者を大幅に上回ることになる。フロー指標とストック指標の乖離は所得格差を広げることになるが、バブルを醸成した理由は、金利やマネーサプライ (マネーストック) などの政策手段が、新しく登場する金融商品との競合の中で不動産投資をコントロールするのを難しくする政策波及経路の弱化、リスク負担機能、審査機能、資金供給機能に加えて、情報収集・審査・監視機能によって構成される情報生産機能を総合した銀行の与信機能の低下、さらに、財務内容が脆弱であることに加えて、収益および損失が他産業に比

べ大きく変化する土地取引固有の問題点による。

中国の場合、地方政府が不動産市場に介入したことによって、不動産取引に内在する脆弱な財務内容、政策波及経路および銀行の与信機能の弱化を増幅したものと考えられる。すなわち、不動産を担保とした借入れ行動に関する審査、監査、ディスクロースを不十分なものにしたと考えざるをえない。

そこで、市場メカニズムを高め、農民、住民のニーズと金融サービスを一致させるしくみの構築が喫緊の課題となる。1990年代にも国営企業の不良債権処理をめぐって金融改革が行われたが、不適正な財務会計原則、地方役人の干渉、閉鎖ないし破産した金融機関の売却や証券化のための流通市場が未整備であることなどの問題を残していた。そこで、90年代末に、国営企業と中央政府・地方政府の介入を避け、金融機関の経営効率を改善する目的の下で、中央銀行の監督体制の強化、商業銀行のリスク意識の高揚およびモニタリングに主眼が置かれることになった。また、中国人民銀行、中国保険監督委員会、中国证券監督委員会による監督体制が敷かれることになった。

金融改革は地方の金融システムにも及び、都市信用組合を核とする地方銀行の設立、農村信用社の再編が行われた。2000年代に入って、国営商業銀行による中小企業向け貸出比率は増加傾向にあることは事実であるが、このうち小企業の場合、特に短期資金依存度が高いのが課題になっている。

この観点から、債券市場、株式市場の活性化を含めた長期金融システム整備の必要性が生じる。中国の金融改革は、市場メカニズムを重視しているが、その発展方式と切り離して考えることができない。政策融資と商業融資を分離したのもその流れにあるが、さらに市場メカニズムの機能とチェック機能を高めるためには、中央政府と地方政府の分業体制の見直しや住民の参加が必要になる。地方債市場の整備がその一案になるのではないのだろうか。