

中国が直面する家計債務増加のリスクとジレンマ

調査部 上席主任研究員 三浦 有史

目 次

1. はじめに
2. 急拡大する家計債務
 - (1) 家計債務はGDP比49.3%へ
 - (2) 可処分所得比では107.2%
 - (3) 返済負担は可処分所得比39%
3. 住宅市場の特徴
 - (1) 強い値上がり期待
 - (2) 都市化の進展と戸籍取得条件の緩和
 - (3) 一次市場は政府独占
4. 家計債務増加のリスクとジレンマ
 - (1) 中長期的に成長を下押し
 - (2) 環境変化に伴う金融リスク
 - (3) 政府は足元の成長鈍化を懸念
5. おわりに—不動産税導入による市場健全化

要 約

1. 中国の家計債務残高は、2018年3月時点でGDP比49.3%に達した。可処分所得比で見ると2017年時点で107.2%と、サブプライムローン問題が表面化したアメリカの2007年末の水準（124%）に近づきつつある。債務の9割を占めるのは住宅ローンである。家計の債務負担率は住宅ローンを利用している世帯に限ってみると2016年で39%に達し、2007年のアメリカ（32%）を上回る。中国は住宅ローンの普及率が低いため、ローン利用世帯の返済負担は非常に重い。
2. 中国の住宅価格は大きく値崩れすることなく上昇を続けており、住宅購入意欲が衰える気配もない。この背景には、①中国の住宅市場は値上がり期待が優勢な市場であること、②都市化と人材獲得競争によって都市人口が増え続けていること、③地方政府が宅地を供給する一次市場を独占し、住宅価格を高い水準で維持していることがある。
3. アメリカの金融危機にみるように家計債務の増加はリスクを伴う。国際通貨基金（IMF）は、経済発展の初期段階では家計債務の増加により経済成長を押し上げる効果があるものの、発展段階が上がるとともにその効果は弱まり、経済の安定性を損なう変動が起きやすくなるとする。中国は2014年に後者の段階に移行しており、今後、住宅ローンの普及に伴い個人消費が伸び悩む可能性が高い。
4. 家計債務の増加は金融の安定性も脅かす。足元の家計および不動産開発企業向け融資の不良債権比率は低いものの、①家計のローンの伸び率が預金の伸び率を上回っていること、②不動産開発企業の資産負債比率が悪化し続けていること、③消費者ローンなどの短期資金を住宅ローンに流用するようになっていることから、住宅関連融資は不良債権化しにくいという経験則が当てはまらなくなると思われる。
5. 家計債務の増加に起因する成長減速や金融不安定化というリスクを回避するためには債務増加ペースを抑制する必要がある。しかし、政府の動きは鈍く、強い値上がり期待が住宅ローンの拡大を誘発する構造はほとんど変化していないため、中国は家計債務の増加により、予想を上回るペースで成長が鈍化すると見込まれる。
6. 景気の腰折れを回避しながら、住宅ローンを抑制する政策として不動産税の導入が期待される。同税は投資目的の住宅需要を抑制する効果が期待できることから、住宅市場に内在するバブル要素を排除する格好の政策といえる。しかし、中国共産党は12月の中央政治局会議で2019年は住宅市場の調整を重点政策にしない方針を明らかにした。中国経済はますます非効率で内外のショックに対して脆弱な体質になることが懸念される。

1. はじめに

中国の家計債務が内外の注目を集めている。中国における債務問題はこれまで国有企業や地方政府の問題として語られることが多かったが、家計も注意を要すると指摘され始めたのである。上海財経大学高等研究院は過剰債務問題に対する関心が薄れるなかで家計の抱える債務が見落とされてきたとしたうえで、家計債務の増加によって金融システムが不安定化すると同時に成長鈍化のリスクが高まっていると指摘した。国際通貨基金（IMF）も2018年10月に発表した「国際金融安定報告」において家計債務の増加に強い懸念を表明した。

米中貿易摩擦の激化を受け、中国経済に対する楽観的な見方は急速に萎んだ。2018年7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比6.5%と、2009年1～3月期（6.4%）以来の低さであった。1～11月の社会消費品小売総額（小売売上高）の伸び率も同+9.1%と低調で、10%を下回るのは2003年以降では例がない。さらに、1～11月の固定資産投資も同+5.9%と統計が遡れる1998年以降で最も低い。ただし、すべての統計が成長減速を示しているわけではない。1～11月の鉱工業企業の利潤総額の伸び率は同+13.6%、輸出は同+11.8%、1～9月の家計の可処分所得も同+6.6%と堅調であった。

企業業績、輸出、家計収入はいずれも安定しており、先行きを悲観する必要はないように見える。しかし、中国は先進国へのキャッチアップが進み、全要素生産性（TFP）の伸びが鈍化すると同時に、労働力人口が減少することで潜在成長率が低下する局面にある。ここに米中貿易摩擦の激化に起因する先行き不安が加わり、減速見通しが勢いを増しているというのが現状である。目下の中国経済に対する最大の関心は、対米関係の改善や景気対策によってどの程度減速をコントロールできるのかに向けられている。

対米関係の帰趨が中国経済に大きな影響を与えることは論を俟たない。しかし、中国経済の減速は家計債務の増加を受けた構造的な問題であり、たとえ対米関係が正常化しても中国は減速が不可避な局面にあるとみる必要がある。家計債務の増加は金融の安定性を損なうだけでなく、ローンの返済に苦しみ家計が支出を抑制することで個人消費ひいては経済成長を下押しするからである。事実、中国は小売売上高の伸び率が可処分所得ほどには伸びない状況が続いている。

本稿は中国の家計債務に焦点をあてる。まず、家計債務がどのような水準にあるのかについて、GDPと可処分所得との対比、住宅ローンの返済負担という点から検証する（2.）。次に、何度もバブルが叫ばれながらも価格が下がらない中国の住宅市場の特徴を明らかにする（3.）。そして、債務の拡大によって中国がどのような問題に直面しているのかについて解説し（4.）、不動産税の導入が家計債務の抑制に効果的であることを指摘する（5.）。

2. 急拡大する家計債務

家計債務の何が問題なのか。GDPと可処分所得との対比で検証したうえで、家計の住宅ローンの返済負担が非常に大きいことを紹介する。

(1) 家計債務はGDP比49.3%へ

家計債務の増加に最初に警鐘を鳴らした中国の研究機関は上海財経大学高等研究院である。同研究院

は、2018年8月、家計債務が金融リスクを高めると同時に個人消費の下押し要因になるとするレポートを発表した（田・黄・宇・王 [2018]）。中国における債務といえどもっばら企業と地方政府の問題であり、貯蓄率が高い家計は健全とみられていたが、同レポートはこれを覆し、内外の関心を集めた。

同研究院は、政府が金融危機回避に向け企業の債務削減を進めたことにより、過剰債務問題に対する関心が薄れるなかで、家計の抱える債務が見落とされてきたとしたうえで、中国の家計債務は際立って高い水準にあるとはいえないものの、だからといって問題はないとするのは間違った見方であり、個人消費や企業の業績に悪影響を与え、安定成長、ひいては金融システムそのものを脅かす深刻な問題であると位置付けた。

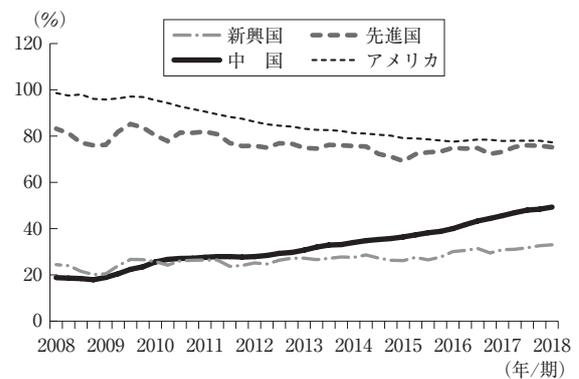
中国の家計債務残高は2018年3月末時点でGDP比49.3%に上昇した（図表1）。この水準は先進国と比べ高いとはいえない。先進国には、スイス（128.3%）、オーストラリア（122.2%）、デンマーク（117.3%）など、100%を超える国があり、その平均も75.2%と中国よりかなり高い。新興国との比較においても同様のことがいえる。中国は新興国平均（32.6%）を上回るものの、新興国のなかにはタイ（68.2%）やマレーシア（67.2%）など、中国よりも高い国がある。

問題は家計債務の増加ペースが非常に速いことである。2006年第1四半期～2017年第1四半期までの家計債務の対GDP比をみると、中国は11.5%から49.3%に上昇した。これは世界のなかでも類を見ない増加スピードといえる。中国は今後GDP拡大ペースが次第に鈍化すると見込まれることから、家計債務は増加ペースが変わらなければ2025年前後にGDPを上回ることになる。

また、図表1や図表2では把握できない家計債務があるとされていることも深刻な問題といえる。その一つは住宅公共積立金である。都市就業者、とりわけ都市戸籍保有者は雇用保険などの社会保障と同じように雇用主と非雇用者が折半で住宅購入資金を積み立てることが義務付けられている。加入者は積立金を引き出すだけでなく、わが国の住宅金融支援機構の財形住宅融資のように基金から低利融資を受けることが可能である。しかし、これは上の家計債務に含まれていない。

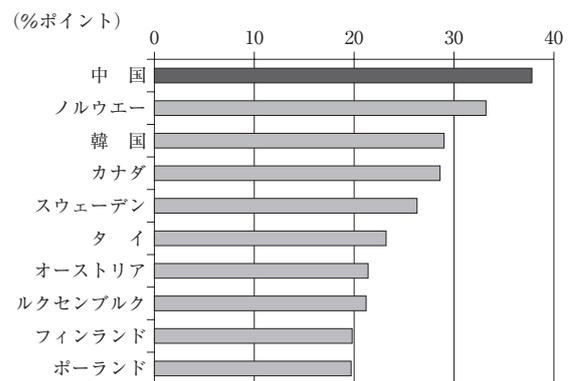
もう一つはP2Pを通じた債務である。P2Pは個人や自営業の間で利用される短期の資金仲介プラットフォームである。P2Pは新たな資金調達ルートとして急成長を遂げ、その一部は住宅購入に用いられて

（図表1）GDP比でみた家計債務残高



（資料）BIS資料より日本総合研究所作成
（注）新興国は中国を除く。

（図表2）家計債務の上昇幅（上位10カ国）



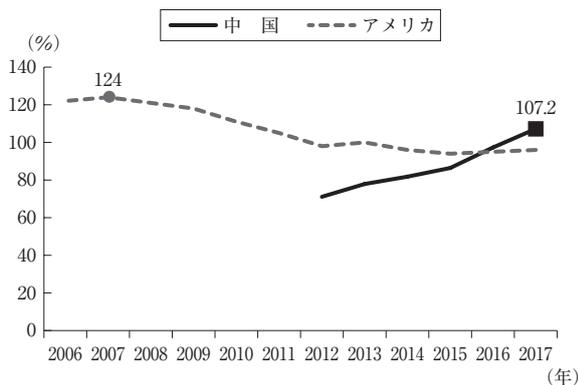
（資料）BIS資料より日本総合研究所作成
（注）上昇幅は2018年1Q値－2006年1Q値で算出。

いるとされる。積立金を利用した融資残高は2017年末で4.5兆元（注1）、P2Pは1.2兆元である（注2）。両者を加えると家計の債務残高は46兆元となり、GDP比でみた債務は48.4%から55.3%に上昇する。なかでも、P2Pは期間のミスマッチが深刻であるにもかかわらず、前年比+50.0%と急伸していることから注意を要する。

(2) 可処分所得比では107.2%

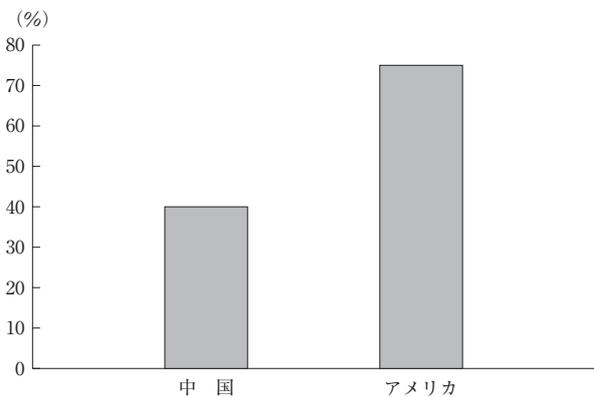
家計の債務残高は、可処分所得比でみると格段に上昇する。上海财经大学高等研究院は、可処分所得比でみた家計の債務残高は2017年末時点で107.2%と、2012年の71.1%から急速に上昇し、サブプライムローン問題が表面化したアメリカの2007年末の水準（124%）（注3）に近づきつつあるとした（図表3）。GDP比でみるよりも可処分所得比でみた家計債務の水準が高くなるのは、分母となる可処分所得の規模が相対的に小さいためである。アメリカの一人当たり可処分所得は2016年で4万3,186ドル（注4）と、一人当たりGDP（5万7,589ドル）の75.0%に相当するが、中国は労働分配率が低いため2万3,821元と一人当たりGDP（5万9,660元）の40.0%に過ぎない（図表4）。

（図表3）可処分所得比でみた家計債務残高



（資料）田・黄・宇・王 [2018]、NBS、連邦準備理事会（FRB）資料より日本総合研究所作成

（図表4）一人当たり可処分所得の一人当たりGDP比（2016年）



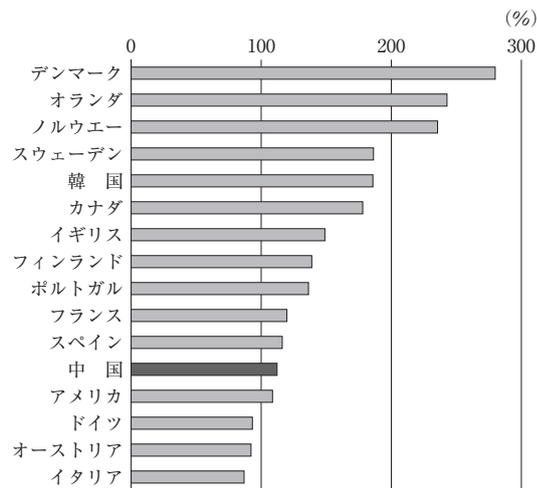
（資料）NBS、Bureau of Labor Statistics資料より日本総合研究所作成

もともと、家計の抱える債務の9割は住宅ローンである（甘ほか [2017]）。中国の住宅ローンは変動金利が主体で、平均22年（注5）をかけて返済する長期債務である。都市化に伴う旺盛な需要を背景に住宅ローンの取り扱いが急増し、その残高が年間の可処分所得を上回るのは決して異常なこととはいえない。実際、比較対象を経済協力開発機構（OECD）加盟国に広げると、可処分所得比でみた家計の債務残高が100%を超える国が多い。中国人民銀行（以下、人民銀行とする）は可処分所得比でみた家計の債務残高を2017年で112.2%と、上海财经大学高等研究院の推計をやや上回る水準にあるとみるものの、それでも先進国と比べ際立って高いとはいえない（図表5）。

しかし、先進国に比べ低水準という理由で安心するわけにはいかない。金融市場が発展し、市場へのアクセスが容易な先進国と中国を単純に比較することはできないからである。GDP比でみた家計部門の債務残高と金融市場の発展度合いの間には正の相関があり（Svirydzenka [2016]）、銀行から資金

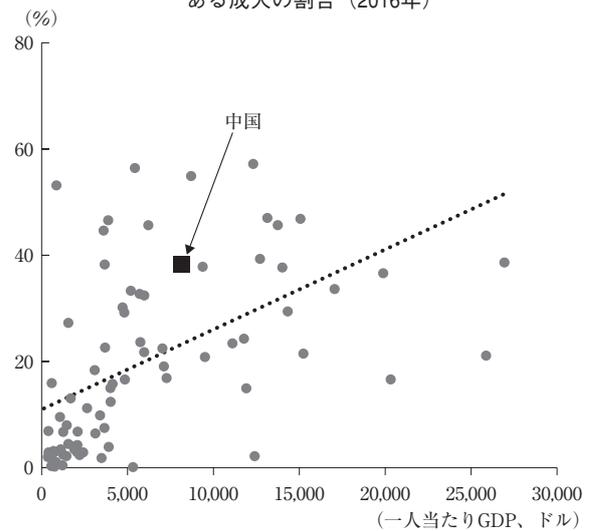
を借り入れている成人の割合をみると、中国は開発途上国の中では高いものの、それでも4割に満たない(図表6)。にもかかわらず、GDP比や可処分所得比でみた家計の債務残高が先進国並みに高いことは、実際に住宅ローンを組んでいる世帯の債務が非常に大きいことを意味する。

(図表5) 家計債務残高の可処分所得比 (2017年)



(資料) OECD資料、中国人民銀行 [2018] より日本総合研究所作成

(図表6) 開発途上国で商業銀行から借入のある成人の割合 (2016年)



(資料) IMF資料より日本総合研究所作成

可処分所得比でみた債務の増加スピードも非常に速い。アメリカは可処分所得比でみた債務が72%から106%に上昇するまでに16年(1988年第2四半期~2004年第2四半期)を要したが、中国はわずか5年(2012~2017年)でこの過程を通過した。これも他に類をみないスピードといえる。2017年は可処分所得の伸び率が名目GDPの伸び率を6年振りに下回った。今後もこの傾向が続けば、可処分所得比でみた債務はGDP比でみた値以上に上昇することになる。

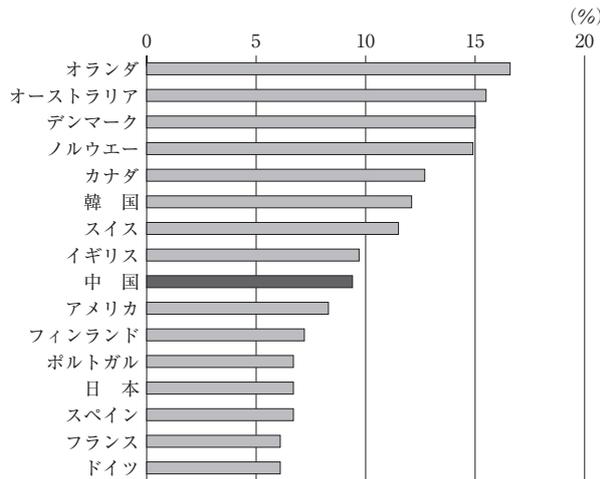
(3) 返済負担は可処分所得比39%

中国の家計債務における最も深刻な問題はローンの返済負担が大きいことである。返済負担率は返済額を可処分所得で除して得られる。可処分所得と債務残高がフローとストックを比較しているのに対し、可処分所得と返済額というフローとフローを比較するものであることから、家計が直面する日常の負担感を端的に表す。中国の返済負担率は2017年で9.4%と(図表7)、住宅バブルが囁かれる先進国に比べかなり低く、人民銀行は「国際的にみて平均的な水準」(中国人民銀行 [2018])とする。

しかし、これは住宅ローンを組んでいない世帯を含む全世帯の可処分所得で返済額を除いたものであり、実際の負担率とかい離している可能性が高い。中国では一般的に住宅ローンの返済は収入の3割以下に抑えないと生活水準を下げることになることとされているにもかかわらず、現地報道をみると返済負担が「危険水準」とされる月収の4割を大幅に上回り、消費支出を抑制せざるを得なくなった事例(注6)が数多く報告されている。

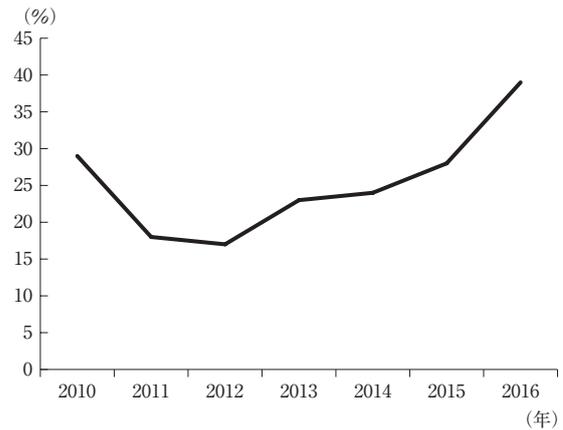
例えば、香港の広発証券によれば、住宅ローンを利用している世帯に限ってみると可処分所得に対する返済額の比率は、2014年から急上昇し、2016年には39%に達し（図表8）、2007年のアメリカ（32%）を上回ったとされる。中国では住宅ローンに苦しむ人は住宅の奴隷という意味で「房奴」と称される。

（図表7）家計部門の返済負担率（2017年）



（資料）OECD資料、中国人民銀行 [2018] より日本総合研究所作成
 （注）返済負担率=家計部門の返済額/家計部門の可処分所得×100。

（図表8）住宅ローンを抱える世帯の返済負担率

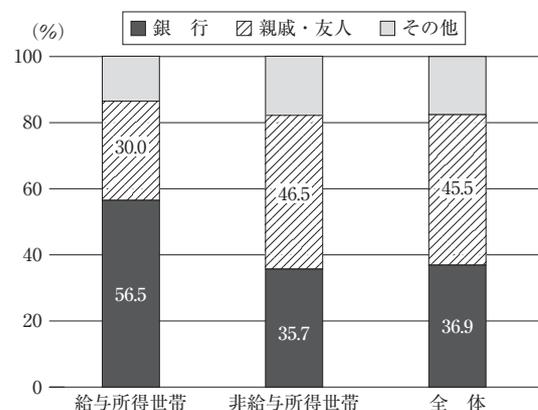


（資料）「中国人手裏已經没有大量存款了！拿什麼撐住房價？」
 2017年7月10日搜狐網より日本総合研究所作成
 （注）返済負担率は住宅ローンを抱える家計のみで算出。

この背景には、前出図表6でみたように、住宅ローンを組んでいる世帯が多くないことがある。住宅ローンの普及率についてのデータは少ないものの、IMFは2013年で10%を若干超える程度としている（IMF [2017]）。また、国家統計局は2002～2009年で住宅ローンを組んだ世帯は住宅を購入した世帯の17%に過ぎないとし、家計の資産や負債について調査している西南財経大学中国家庭金融調査研究センターの「中国家庭金融調査」でも、2013年時点でその割合は3割に満たないとされる（注7）。いずれも住宅を購入した世帯を分母において計算されているため、分母に全世帯を置けば住宅ローンの利用率はかなり低いといえる。

給与所得者のローンについて調査した同研究センターが2017年に発表した「中国工薪階層信貸發展報告」では、親戚や友人から借りる人が多い（図表9）、給与所得を得ている世帯のなかで住宅ローンを組んでいるのは2017年で27.2%とされる（甘ほか [2017]）。給与所得を得ている世帯は全体の26.0%に過ぎないこと、また、自営業などの非給与所得世帯は給与所得世帯に比べ住宅ローンへのアクセスが限られ、親戚・友人といったインフォーマルなチャネルへの依存度が高いことから、全世帯でみた住宅

（図表9）消費者ローンの資金借入チャネル（2017年）



（資料）甘ほか [2017] より日本総合研究所作成
 （注）その他は消費者金融など。

ローンの利用率は2割に満たないとみられる。これはわが国（ただし、二人以上の世帯）の4割（注8）の半分の水準である。

返済負担は重いものの、中国では住宅ローンは不良債権化しにくいとみられている。人民銀行の『金融安定報告2018』によれば、個人向け融資の不良債権比率は2017年末時点で1.5%と低く、住宅ローンについてはわずか0.3%とされる。この背景には、①頭金の比率が高く、融資額が担保評価額の6割程度に抑えられていること（注9）、②安定的な経済成長のもとで家計の所得が順調に伸びていること、③住宅価格が上昇を続けているため、返済意欲が低下しないこと、④親戚・友人といったインフォーマルな借入チャネルが柔軟に機能していることがある。

このため、中国では住宅ローンが不良債権化し、金融危機の引き金を引くという見方は少ない。しかし、家計が抱える債務は地域によってかなりの差があり、リスクが皆無というわけではない。上海财经大学高等研究院は、可処分所得比でみた債務残高は地方によって異なり、福建、広東、浙江、重慶、北京については2017年で130%を超え、全国平均の107.2%を大幅に上回るとしている（田・黄・宇・王[2018]）。人民銀行もGDP比でみた家計の債務残高は、上海と浙江は2017年でそれぞれ65.5%と65.4%と全国平均の49.0%を超えるとしている（中国人民銀行[2018]）。

（注1）「三部門聯合發布《全国住房公積金2017年年度報告》」2018年6月2日、中国政府網（http://www.gov.cn/xinwen/2018-06/02/content_5295391.htm）

（注2）「2017年P2P平台貸款余額、成交量TOP100（名單）」2018年1月3日、網貸之家（<https://www.wdzc.com/news/yc/1730395.html>）

（注3）“Figure 1, Panel 1: Aggregate Household Debt-to-Income Ratio”, January 11, 2018, Board of Governors of the Federal Reserve System (<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/household-debt-to-income-ratios-in-the-enhanced-financial-accounts-20180109.htm>)

（注4）“Personal income, Table 4.10 Personal income, 1996, 2006, 2016, and projected 2026”, Beaurou Labor Statistics (<https://www.bls.gov/emp/tables/personal-income.htm>) より引用（2018年11月7日アクセス）

（注5）「個人房貸期限半年縮短兩月 6月M2增速創曆史新低」2017年7月13日、新華社（http://www.xinhuanet.com//fortune/2017-07/13/c_129654305.htm）

（注6）「貸款買房必看！房貸月供占收入的比例多少為好？」2017年8月30日、房天下（http://zhishi.fang.com/xf/qg_308127.html）

（注7）樊穎、楊贊「社会資本、人力資本与中国城鎮居民住房抵押貸款需求」2018年9月14日、武漢大学『經濟評論』2018年第4期（<http://jer.whu.edu.cn/lwjb/2018-09-14/4644.html>）

（注8）「家計調査報告家計収支編 平成29年（2017年）平均速報結果の概要（第2-7表 年間収入五分位階級別1世帯当たり1カ月間の収入と支出）」、総務省統計局（<http://www.stat.go.jp/data/kakei/sokuhou/nen/pdf/gy00.pdf>、2018年11月7日アクセス）

（注9）中国人民銀行[2018]によれば、2017年時点で住宅ローンの貸出額は担保評価額の59.3%とされる。

3. 住宅市場の特徴

中国では過去何度もバブルの危険性が指摘されてきたが、住宅価格は値崩れすることなく上昇を続けている。家計の負担は重くなるばかりであるが、住宅購入意欲が衰える気配はない。この背景にながめるのか。

(1) 強い値上がり期待

中国の住宅購入意欲が衰えない要因の一つとして強い値上がり期待が指摘できる。期間や地域を細か

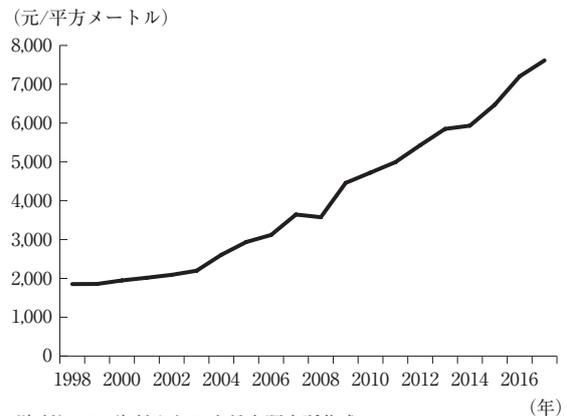
くみると多少の変動はあるものの、住宅価格は「商品性住宅」と呼ばれる分譲住宅が販売されるようになった1998年からおおむね右肩上がりの上昇を続けてきた（図表10）。価格上昇が顕在化する前の2003年の住宅価格は平方メートル当たり2,197元であったが、2017年には7,614元と3.5倍になった。年平均9.3%で上昇する住宅を購入することは、安心して住める「マイホーム」を手に入れたと同時に、容易には価値が損なわれない資産を手に入れたことを意味する。

住宅は家計の資産の大半を占める。中南財經政法大学によれば、家計は2016年で96万8,456元の資産を有するが、その8割が不動産となっている（図表11）。都市と農村では、住宅の評価額にかなりの差があるため、都市では資産に占める不動産の割合はさらに高いと思われる。中国では、わが国の固定資産税のように不動産の所有に対して課税する制度が上海と重慶にしか導入されていないため、値上がり期待できる住宅に資産を移すことは極めて合理的な資産の保全・運用方法といえる。

住宅は非常に高い買い物であり、所得格差の大きい中国では購入できる層は限られるはずである。都市の住宅面積を平均100平方メートル（注10）として、住宅の平均価格を計算すると716万元となる。これは都市世帯の年間可処分所得の7.7倍に相当し、北京では20倍に達する。主要先進国では6倍を超えないことから、中国の住宅価格は沿海大都市を中心にやはりかなり高いといえる（図表12）。それでも「房奴」を覚悟して住宅購入するのは、住宅価格が上昇を続けているため、先延ばしするほど購入が難しくなると考えられていることがある。

国家統計局によれば住宅価格は2014年に入ると下落し、9月には調査対象70都市のうち前月比で価格が上昇した都市はゼロとなり（図表13上）、2015年3月まで厳しい状況が続いた。しかし、そうしたなかでも先行きの不動産価格の「下落」を予想した人は少ない。人民銀行によれば、同期間中、住宅価格の「上昇」を予想する人の割合は常に「下落」を予想する人を上回っており、両者が逆転したのは2015年1～3月期に限られる（図表13下）。中国の住宅市場は値上がり期待が優勢な市場であり、自己実現的期待によって価格が上昇を続けている側面がある。

（図表10）住宅販売価格の推移



（資料）NBS資料より日本総合研究所作成

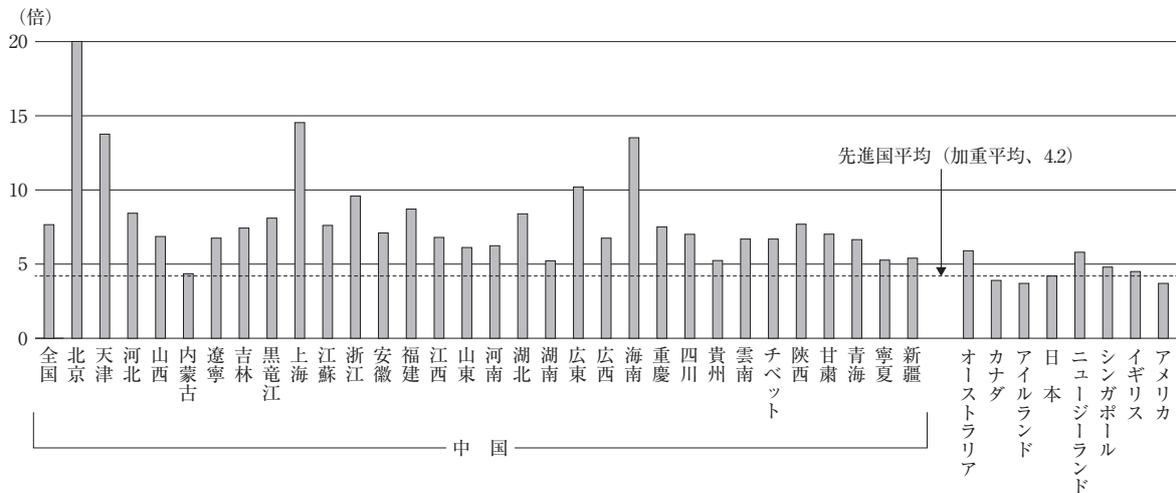
（図表11）家計の資産構成（2016年）

資産/項目		全国	都市	農村
金融	現金	6,059	7,381	4,625
	普通預金	49,103	64,138	32,870
	定期預金	61,862	84,018	38,032
	理財商品	12,533	18,155	5,409
	小計	149,188	-	-
非金融	生産経営性資産	47,874	59,879	35,110
	不動産	744,108	1,115,330	337,754
	自動車	81,283	116,326	45,827
	その他耐久消費財	26,920	36,821	16,288
	小計	819,268	-	-
合計	968,456	-	-	

（資料）中南財經政法大学中国収入分配研究中心 [2017] より日本総合研究所作成

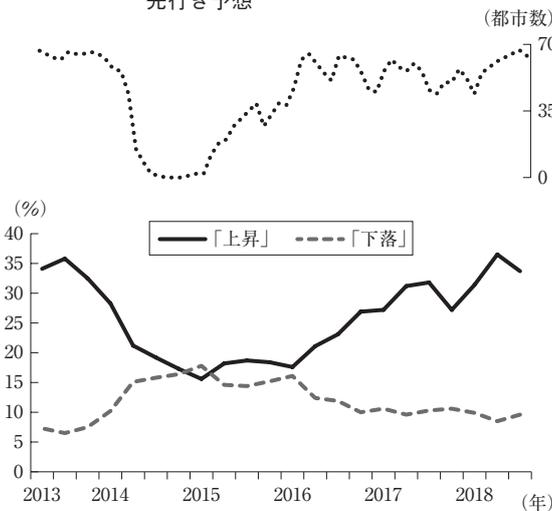
（注）少額の資産を除いているため、小計は各資産項目を足し合わせたものと一致しない。

(図表12) 可処分所得比でみた住宅価格の国際比較 (2017年)



(資料) NBS資料、Felipe, Paul and Christian [2018] より日本総合研究所作成
 (注) 中国は平均住宅価格/世帯の可処分所得で算出。平均住宅価格は、住宅面積を102平方メートルとし、それに各年の1平方メートル当たりの価格を乗じて求めた。先進国の加重平均は調査サンプル数による。

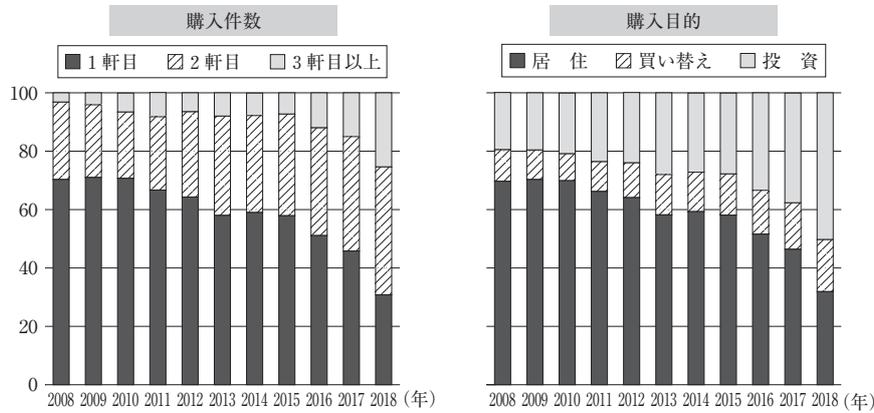
(図表13) 住宅価格が上昇した都市と住宅価格の先行き予想



(資料) 人民銀行「城鎮儲戸問巻調査」、NBS資料より日本総合研究所作成
 (注) 「変わらない」と「分からない」は除く。

強い値上がり期待は、投資目的の住宅需要を刺激し、住宅価格のさらなる上昇を招来するという悪循環を引き起こしている。中国は1990年代後半に実施された国有企業改革により、就業先から住宅の払い下げがなされたため、持ち家率は7～8割に達し(注11)、わが国と変わらない水準にある。南西財経大学によれば、都市の住宅購入に占める「二軒目」の割合は、2018年3月時点で43.8%と、「一軒目」の30.8%を上回り、購入目的についても、「投資」が50.3%と全体の過半を占める(図表14)。中国の住宅市場は投資色を強め、価格変動に脆弱な市場に変容しつつある。

(図表14) 住宅購入件数と購入目的



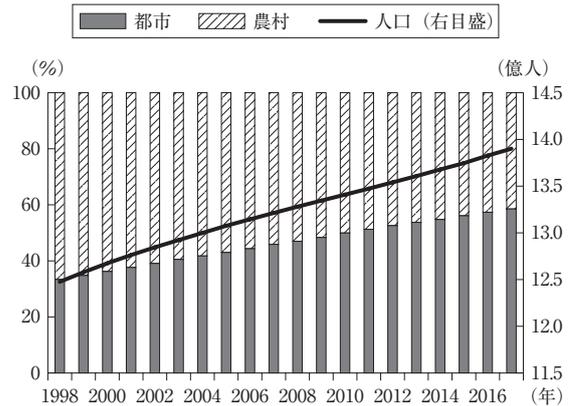
(資料) 西南財経政法大学中国金融調査与研究中心 [2018] より日本総合研究所作成
 (注) 2018年は1～3月期。

(2) 都市化の進展と戸籍取得条件の緩和

都市化も底堅い住宅需要を支える要因の一つといえる。都市化は急ピッチで進んでいる。2017年の都市人口（常住人口ベース）は8億1,347万人と、全体の58.5%を占め、2000年の36.2%から大幅に上昇した（図表15）。都市人口は毎年約2,000万人規模で増加している。その内訳は、500万人が「農民工」と呼ばれる農村から都市に流入した人であり、残り1,500万人が都市化推進政策によって都市住民となった人である。中国は就業人口の27.0%が第一次産業に属し、周辺の東南アジア諸国に比べ高い水準にあること、また、都市化政策によって都市の面的拡大が図られていることから、この勢いはまだしばらく続くと見込まれる。

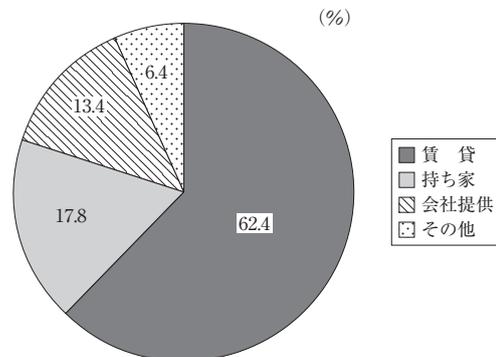
住宅需要を押し上げているのは農民工である。農民工は2017年で2億8,652万人と都市人口の23.5%を占める。農民工の持ち家比率は2017年で17.8%と低く（図表16）、依然として2億人超が居住地に住宅を所有していない。農民工の年収は2017年で4万1,820元（注12）と都市私営企業の4万5,761元と大差がないものの、雇用が不安定で郷里への送金もあることから住宅購入のハードルは高い。低所得者向けの公的住宅の整備が遅れていることもネックとなっており、そうした公的住宅

(図表15) 都市農村の人口比



(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

(図表16) 農民工の住宅事情（2017年）



(資料) 国家統計局「2017年農民工監測調査報告」より日本総合研究所作成

を購入あるいは賃貸している農民工は3%に満たない（注13）。そうしたなかでも農民工の持ち家比率は2009年の0.3%から着実に上昇しており、今後も都市の住宅需要を下支えすると見込まれる。

過熱する地方の人材獲得競争も住宅需要を押し上げ要因である。都市は厳しい都市戸籍取得条件を設けることで、都市人口が急激に増加することを制限してきた。規制が最も厳しい北京市では、①四つの資格、②二つの基礎指標、③七つの誘導指標を満たさなければ都市戸籍を取得できない（図表17）。このうち後者の二つは点数化されており、基準点を超えなければ都市戸籍は取得できない。持ち家の場合は賃貸の2倍、博士課程修了者は学士の2.5倍の点数が与えられるといった仕組みになっているため、実際に都市戸籍を取得できるのは高所得・高学歴人材に限定される仕組みである。

（図表17）都市戸籍取得要件（北京市のケース）

四つの資格条件	二つの基礎指標	七つの誘導指標
<ul style="list-style-type: none"> ・ 居住書の保有 ・ 法定退職年齢以下 ・ 社会保険納付7年以上 ・ 刑事罰なし 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 合法・安定的な就業先 ・ 合法・安定的な住居 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 学歴 ・ 居住地域 ・ 技能 ・ 納税 ・ 年齢 ・ 表彰 ・ 公安拘留歴

（資料）「北京市積分落户管理弁法（試行）」（2017年より施行）より日本総合研究所作成

しかし、2014年に労働力人口が減少に転じたことを受け、一部の都市は戸籍制度の緩和を通じて高学歴人材を呼び込む政策を打ち出し始めた。2017年2月、湖北省武漢市が高学歴人材を誘致するため、大学卒業の学歴を有する一定年齢以下の人に都市戸籍を与えると表明（注14）して以降、同様の政策を発表する都市が増えている。遼寧省瀋陽市は、博士、修士、学士の学歴を有する人が住宅を購入する場合、それぞれ6万元、3万元、1万元を支給するとする（注15）など、人材誘致に補助金を投入している。

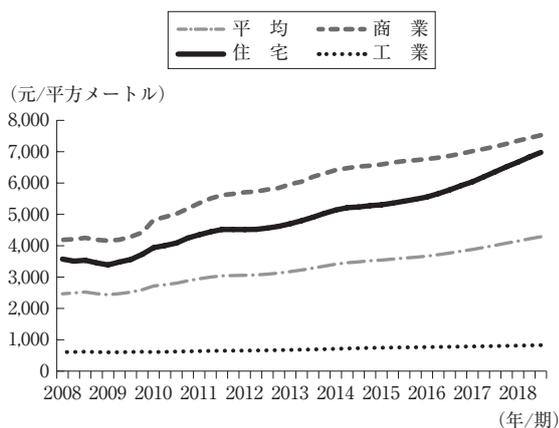
労働力人口の減少に伴う人材不足は高学歴人材以外でも顕在化すると見込まれる。2017年8月、山東省済南市が中等職業教育を修了した人でも都市公的年金に2年加入していれば戸籍が取得できるとしたように（注16）、多くの都市が戸籍取得条件の一層の緩和に踏み切られると思われる。一連の政策は住宅の在庫処分を目的とした一時しのぎの政策とする見方もあるが、2010～2016年で人口が減少した都市はすでに84に上るとされることから（注17）、人材誘致競争は今後も過熱し、住宅需要のすそ野を広げる役割を果たすと思われる。

（3）一次市場は政府独占

住宅価格が下がりにくいもう一つの要因として中国特有の宅地供給システムをあげることができる。中国の土地は国有であり、地方政府が農地や旧市街地を収用し、その使用权を不動産開発業者に有償で譲渡する一次市場、そこに建物を建設し土地の使用权と建物の所有権を販売する二次市場、そして、中古市場や賃借契約が主体となる三次市場に分類できる（梶谷 [2018]）。中国の住宅市場の特徴は、二次および三次市場は自由な市場であるのに対し、一次市場は供給者が地方政府に限られる独占的な市場となっていることにあり、地方政府は宅地の供給量をコントロールすることで住宅価格を高い水準に維持することができる（図表18）。

住宅価格を妥当な水準に引き下げるとともに公的住宅の整備を進めることで、高まる住宅需要に応えることは地方政府の重要な役割である。しかし、不動産開発業者から得る土地使用権譲渡収入は地方政府の重要な財源になっているため、地方政府にはそうしたインセンティブが働きにくい。譲渡収入は、わが国の特別会計に相当する政府性基金の歳入に計上されるが、2017年には5兆2,059億元と過去最高を記録した（図表19）。これは一般会計の歳入の5割に相当する規模である。

（図表18）用途別にみた土地譲渡価格



（資料）CEICより日本総合研究所作成
（注）2018年は第3四半期まで。

（図表19）土地使用権譲渡収入と一般会計歳入比



（資料）CEIC、NBS資料より日本総合研究所作成

地方政府は譲渡収入のすべてを自由に使えるわけではないが、立ち退きなどの補償に充てられるのは5割程度で、残りを開発投資に向けることができる（注18）。これは投資主導型経済の元凶とされてきたが、景気減速を受け、特別債の発行条件を緩和するなどして地方政府に景気の下支えを要請している中央政府は地方政府を批判できる立場にない。2018年の譲渡収入は10月時点で前年同期比32.1%増の4.7兆元となり、2017年を上回る勢いである（注19）。習近平政権は経済成長のけん引役を投資から消費へ移すことを政策課題に掲げたものの、地方政府は高い成長率と財源を確保するため、容易には不動産開発に依存した投資主導型経済から抜け出すことができないのである。

（注10）国家統計局資料より、2016年の一人当たり住宅面積36.6平方メートル、都市の世帯の平均人数2.8人として計算した。

（注11）「一線城市房屋自有率超70% 高房價城市槓桿水平更低」2018年11月14日中国経済網（<http://finance.china.com.cn/industry/20181114/4808394.shtml>）

（注12）国家統計局の「2017年農民工監測調査報告」による平均月収（3,485元）を12倍したもの。

（注13）「2017年農民工監測調査報告」2018年4月18日、国家統計局（http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201804/t20180427_1596389.html）

（注14）「市人民政府關於進一步推進戶籍制度改革の実施意見」2017年2月17日、武漢市政府（http://www.wuhan.gov.cn/hbgovinfo_47/szfggxxml/zcfg/gfxwj/201702/t20170220_101642.html）

（注15）「瀋陽市人民政府弁公庁關於支持高校畢業生到區域就業創業の実施意見」2018年5月17日 瀋陽市政府（<http://www.shenyang.gov.cn/zwgk/system/2018/05/17/010215178.shtml>）

（注16）「關於印發《濟南市公安局貫徹落實〈濟南市政府關於進一步深化戶籍制度改革の実施意見〉調整完善戶口遷移政策實施細則》的通知」2017年8月10日 濟南市政府（http://www.jinan.gov.cn/art/2017/8/10/art_2793_722135.html）

（注17）「当城市不再長大」2018年3月21日、中国青年報（http://zqb.cyol.com/html/2018-03/21/nw.D110000zqgnb_20180321_2-09.htm）

(注18) 「2017年中国財政収入来源及財政支出投向情况分析」2018年4月16日、中国産業信息 (<http://www.chyxx.com/industry/201804/630751.html>)

(注19) 「2018年10月財政収支情况」2018年11月13日、財政部 (http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/tongjishuju/201811/t20181113_3066040.html)

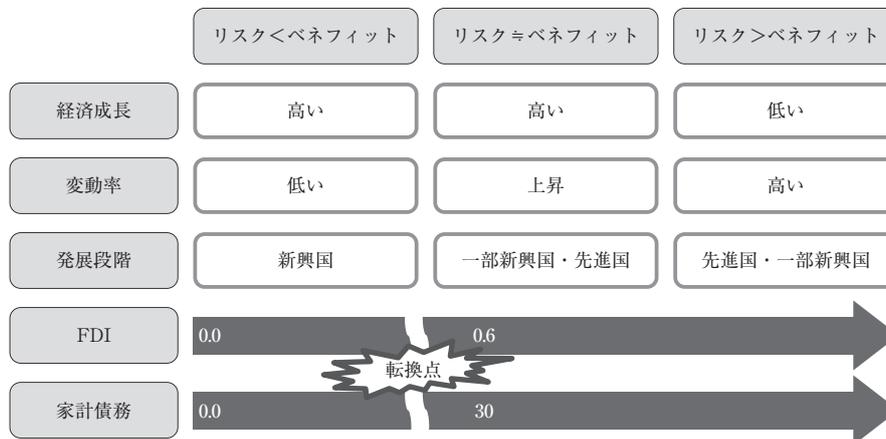
4. 家計債務増加のリスクとジレンマ

家計債務の増加は消費と経済成長を鈍化させるとともに、金融の安定性を損なう要因になる。政府は増加ペースを抑制し、成長の持続性を高める必要がある。果たしてそうした政策は採られているのだろうか。

(1) 中長期的に成長を下押し

中国のような開発途上国において金融セクターの発展は経済発展に不可欠の要素とされてきた。家計が将来の所得を担保に借入を行うことで住宅や自動車を手に入れることは人々の生活を豊かにするだけでなく、経済成長も促すからである。しかし、アメリカの金融危機にみるように家計債務の増加はリスクを伴う。IMFは1980～2013年の123カ国のパネルデータを分析し、経済成長と変動率（volatility）はトレードオフの関係にあり、経済発展の初期段階では家計債務の増加は経済成長を押し上げる効果があるものの、経済発展が上がるのに伴いその効果は弱まり、経済の安定性を損なう変動が起きやすくなる、つまり、リスクがベネフィットを上回るとしている（図表20）。

(図表20) 家計債務が経済成長と経済変動率に与える影響



(資料) Shary et al [2015] ほかにより日本総合研究所作成
 (注) 家計債務は残高のGDP比 (%)。

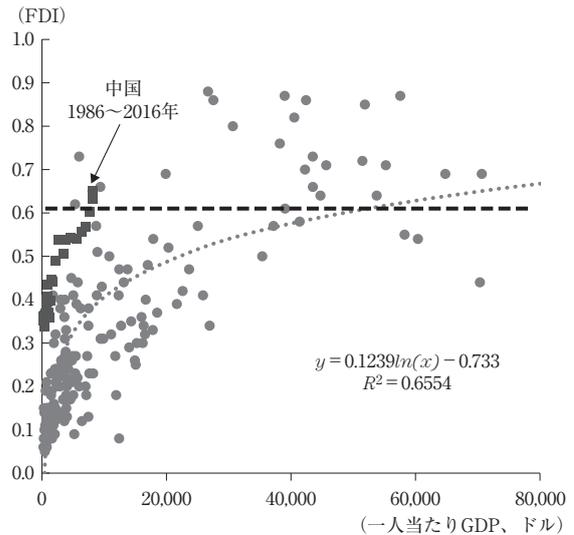
リスクが便益を相殺し、差し引きゼロとなる転換点は、金融発展指数（Financial Development Index: FDI）が0.6に達する辺りとされる。FDIは金融セクターの発展度合いを把握するためにIMFが作成しているもので、金融制度と金融市場を①深化、②アクセス、③効率性という三つの側面から評価した結果を合成した指数である（Svirydzenka [2016]）。家計債務は金融セクターが発展した結果であることから、当然のことながらFDIと家計債務残高（GDP比）との間には強い相関があり、0.6というFDIは

GDP比でみた家計債務残高の30%に置き替えられる (IMF [2017])。

FDIは発展段階を表す一人当たりGDPと正の相関があり、先進国は開発途上国に比べFDIが高い (図表21)。図表の回帰式からは転換点を迎えるのは一人当たりGDPが5万ドルに達した時点であるため、多くの開発途上国にとって転換点は無縁の話といえる。しかし、中国は事情が異なる。図表21に中国の1986～2016年の動きをプロットすると、中国は一人当たりGDPが1万ドルに達していないにもかかわらず、2014年に転換点を超えている。中国はすでに家計債務の増加によるリスクがベネフィットを上回る局面に突入しているといえる。

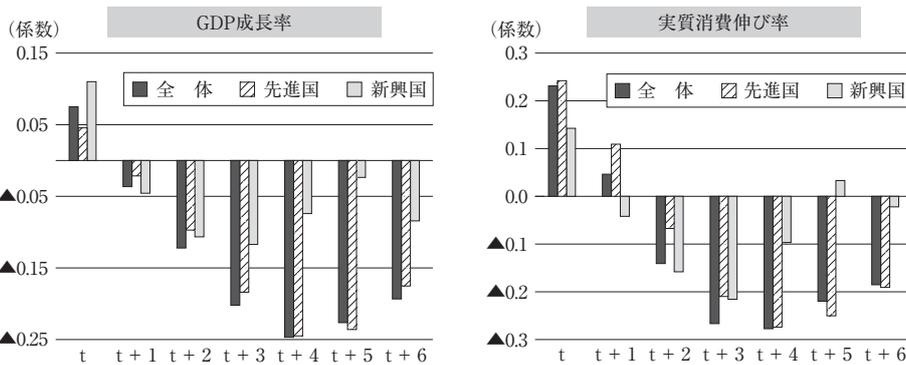
家計債務の厄介なところは足元の景気を押し上げる効果はあるものの、中長期的にみると経済成長や消費を抑制してしまうことである (図表22)。IMFは、2017年10月の「国際金融安定報告」でこの問題を取り上げ、先進国35カ国、中国を含む新興国45カ国を対象に家計債務の増加が経済に与える影響を分析し、GDP比でみた家計債務残高が5%ポイント上昇すると、3年後の実質GDP成長率を1.25%ポイント引き下げる効果があるとしている (IMF [2017])。

(図表21) 一人当たりGDPとFDI (2016年)



(資料) IMF資料より日本総合研究所作成

(図表22) 家計債務の増加がGDPと個人消費に与える影響

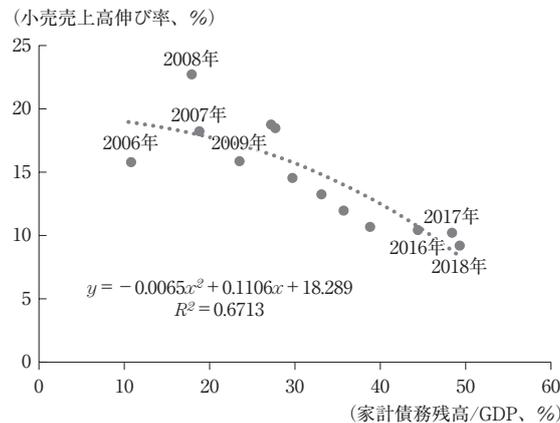


(資料) IMF [2017] より日本総合研究所作成
(注) GDP比でみた家計債務が1%ポイント上昇した場合の影響。

家計債務の増加が経済に悪影響を与えるのは、ローンの返済負担が重しとなり、消費支出を抑制せざるを得ない世帯が増えるためである。返済負担が最も大きいのは住宅ローンである。中国では住宅ローンの普及に伴い個人消費が伸び悩む可能性が高い。実際、小売売上高の伸び率は、2008年に前年比+22.7%を記録して以降ほぼ一貫して鈍化しており、2018年は1～10月に前年同期比+9.2%と低調であることから、15年ぶりに10%を下回るとみられる。わが国では個人消費減速の理由としてもっばら米中貿

易摩擦の激化があげられるが、それは家計債務の増加を受けた構造的な変化であり（図表23）、個人消費の低迷に起因する成長減速は今後一層鮮明になるとみる必要がある。

（図表23）家計債務と小売売上高の伸び率



（資料）BIS、NSB資料より日本総合研究所作成
 （注）小売売上高の2018年は1～10月値、家計債務残高/GDPは3月末値。図表中の数字は西暦年。

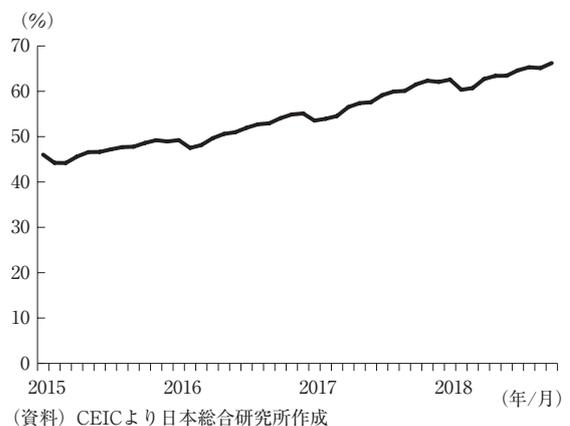
（2）環境変化に伴う金融リスク

前述したように、中国では家計が債務不履行に陥るリスクは低いとみられている。実際、中国メディアによる個別銀行に対する調査（注20）をみても、2018年6月時点の住宅ローンの不良債権比率は国有大手である工商銀行が0.29%、建設銀行が0.25%と低水準にある。不動産開発企業の不良債権比率も高いとはいえない。国有大手では農業銀行が1.45%、株式制商業銀行では上海浦東発展銀行が0.63%、中信銀行が0.61%、興業銀が0.78%、光大銀行が1.73%、平安銀行が1.03%、杭州銀行が1.86%となっている。いずれも同期の商業銀行全体の不良債権比率1.86%（注21）を下回る。

しかし、次に指摘するように、家計や不動産開発企業を取り巻く環境は著しく変化しており、住宅関連融資は不良債権化しにくいという経験則は次第に当てはまらなくなると思われる。

第1に指摘できるのは家計のローン残高の伸び率が預金残高の伸び率を上回っていることである。預金残高に対するローン残高の比率は、2018年10月時点で66.2%と、統計が遡れる2015年1月の46.0%から20.2%ポイントも上昇した（図表24）。中国の貯蓄率は世界的にみても非常に高く、2018年10月時点で家計はローン残高（46兆元）を上回る70兆元の預金を保有している。これは家計債務が不良債権化することはない論拠とされてきたが（クローバー [2018]）、人口高齢化により貯蓄率の低下が見込まれることから、現在のペースで住

（図表24）家計のローン残高/預金残高比率



（資料）CEICより日本総合研究所作成

宅ローンの増加が続ければ、ローン残高が預金残高を上回るのは時間の問題といえる。

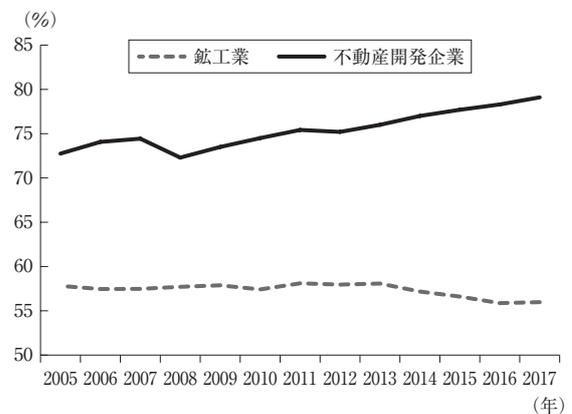
中国の家計は健全であるという常識は、ローン残高が預金残高を上回る前に覆される可能性がある。中国はわが国と同様、所得階層による金融資産の偏りが大きく、上位所得層に預金が集中しているためである。西南財経大学によれば、2014年時点で所得上位1割の世帯が預金全体の74.9%を保有する一方、55%の世帯が貯蓄なしとされる（注22）。高い貯蓄率が債務不履行を防ぐ安全装置として機能する世帯は期待されるほど多くない。所得格差を示すジニ係数が2016年に上昇に転じ、金融資産格差の拡大に拍車がかかると見込まれることも不安材料といえる。

第2は不動産開発企業の資産負債比率が悪化し続けていることである。不動産開発企業の資産負債比率は、住宅価格が高騰した2008年から上昇し、2017年で79.1%と鉱工業の56.0%を大幅に上回る（図表25）。しかも、2005年に5.3兆元と鉱工業（14.2兆元）の4割にすぎなかった不動産開発企業の負債は、2017年に57兆元と鉱工業（63兆元）の9割の規模に達している。上場している不動産開発企業トップ100社に限定しても同比率は79.4%と高く、100%を超える企業が28社もある（注23）。住宅ローンの頭金規制の強化などにより在庫が増えれば、債務不履行に陥る企業がでてきてもおかしくない状況にある。

第3は消費者ローンなどの短期資金が住宅ローンに流用されるようになってきていることである。政府は2017年に入り、①金利引き上げ、②頭金比率の引き上げ、③購入後一定期間の売却禁止といった規制を相次いで導入し、高騰する住宅価格の抑制を試みた（注24）。住宅購入のハードルはあがったものの、前図表13でみたように価格上昇に対する期待は根強く、購入意欲が弱まることはなかった。この結果、消費者ローンやカードローンなどで調達した短期資金を住宅ローンの頭金に充てる世帯が増えた。2017年1月に前年同月比20.1%増にとどまっていた家計向け短期融資残高の伸び率はそれ以降急速に上昇し、10月には同41.2%と中長期融資残高の倍近い水準に達した（図表26）。

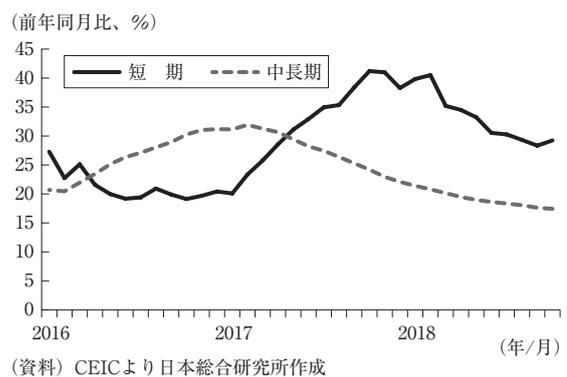
家計向け短期融資残高は、2018年10月時点で8.4兆元と、長期融資残高の32.8兆元の4分の1の規模に過ぎないものの、人民銀行は家計が短期借入資金を長期借入の原資とする満期変換を行っていることを問題視し、商業銀行に短期消費者ローンの審査を厳格化するよう求めた（注25）。これにより短期融資残高の伸び率は30%を割り込むまで低下したものの、依然として中長期融資の伸び率を大幅に上回る。

（図表25）資産負債比率の比較



（資料）NBS資料より日本総合研究所作成
（注）資産負債比率=負債/資産×100。

（図表26）家計向け融資残高の伸び率



（資料）CEICより日本総合研究所作成

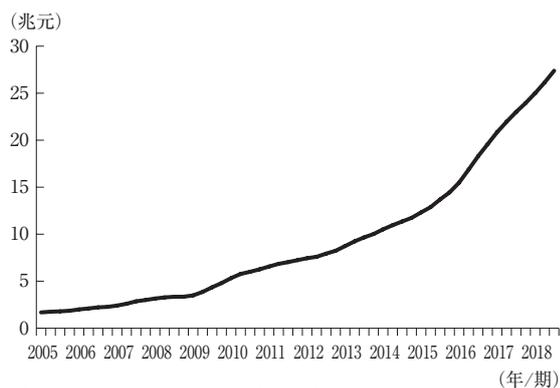
この背景には、短期消費者ローンで調達した資金の用途を完全に把握することは難しいこと、また、それを収益源とする銀行が審査の厳格化に積極的でないことがある（注26）。住宅購入に流用される短期消費者ローンはその性格の曖昧さ故に「灰色信貸」と呼ばれ、2017年だけで8,000億元に達するとみられる（注27）。

（3）政府は足元の成長鈍化を懸念

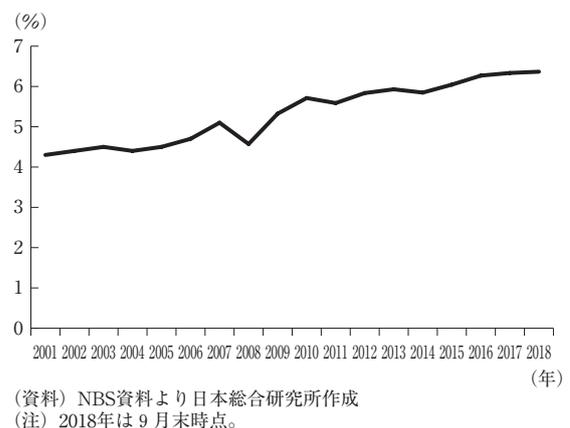
中国経済は住宅価格が上昇し続けるという前提のもとで家計、企業、政府が行動することで循環し、成長を続けてきた側面がある。家計は住宅を購入することで容易に値崩れしない資産を獲得する一方、企業は需要が供給を上回る環境下で安定的な収益をあげてきた。そして、政府はこうした環境を維持することによって土地所有権譲渡収入を得ると同時に高い経済成長を実現することができた。しかし、これは持続性に欠けるリスクの高いゲームである。

家計債務の増加に起因する成長減速や金融不安定化というリスクを回避するためには債務の増加ペースを抑制する必要があるが、政府の動きは鈍い。家計債務の増加を抑制するということは住宅ローンを抑制することにはほかならず、中国経済を支えてきた好循環を止めることになりかねないからである。住宅ローンは2005～2017年で年平均25.1%と名目GDPの同13.2%を大幅に上回る勢いで伸びてきた（図表27）。一方、GDPに占める不動産業の割合は2018年9月末時点で6.4%であるが（図表28）、格付け会社ムーディーズによれば鉄鋼やセメントといった製造業や建設業など、不動産業と関係の深い業種を合わせると、GDPの25～30%に相当するとされる（注28）。住宅ローンの伸び率を抑制した場合、中国経済は許容範囲を超える減速に見舞われる可能性がある。

（図表27）住宅ローン残高



（図表28）GDPに占める不動産業の割合



より深刻な問題は住宅ローンの抑制によって値上がり期待にどのような影響が及ぶかが見通せないことである。史上最も厳しいとされた2017年以降の規制下でも値上がり期待が損なわれなかったように（前図表13参照）、市場の値上がり期待は非常に強い。これを是正するには思い切った措置が必要となるが、期待のぶれ幅を事前に予想することは難しい。値下がり期待が予想を超えて強まった場合には、買い控えが広がり、不動産開発企業の経営が行き詰りかねない。また、投資目的で住宅を購入した世帯が

資産が目減りを回避するため売却を急ぐような事態に陥ると、市場の混乱は避けられない。

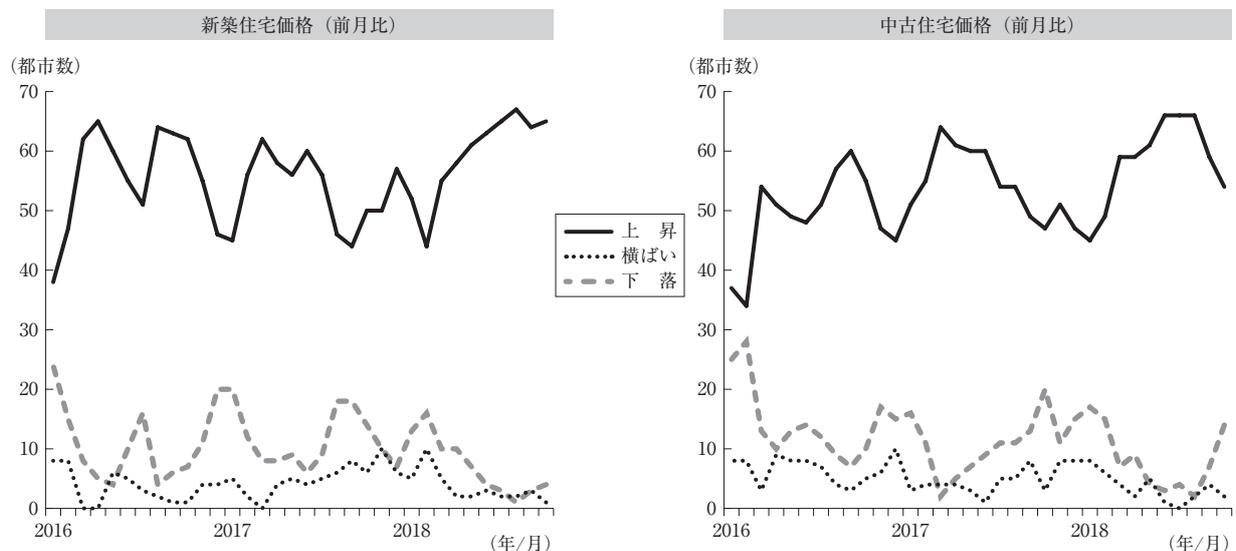
欧米では、住宅ローンの主体となっている20歳代の人口が減少することや、2016～2017年の住宅価格の値上がりが顕著であったことから、中国の住宅市場は早晩冷え込み、成長下押し要因になるとの見方が示されるようになってきている。米カンザスシティ連邦準備銀行は、住宅産業のアウトプットが10%低下すると、GDPは2.2%下押しされるとみる（Cook, Nie and Smalter Hall [2018]）。欧州中央銀行も同様に、住宅価格が6%、住宅販売額が32%低下すると、GDPをその後5四半期にわたって累計で2%下げる効果があると試算する（Nelsen [2018]）。

米中貿易摩擦の激化を受け、景気下振れリスクが高まるなか、政府は住宅市場への介入に及び腰である。代替策として注力しているのが賃貸住宅市場の拡大である（注29）。賃貸住宅市場の拡大は住宅市場を過度に冷ますことなく、家計債務を抑制できる政策と考えられているためである。中国は購入を前提に住宅整備が進められてきたため賃貸住宅市場が小さく、賃貸住宅に住む人は人口の1割に過ぎないことから（注30）、市場拡大の余地が大きい。

政府は不動産投資信託（REIT）や賃貸住宅を原資産とする資産担保証券（ABS）を活用して賃貸住宅の整備を促し、2020年までに都市の住宅難を解消するとしている。しかし、今のところ賃貸住宅の供給量は少なく、北京や上海などの一部の沿海大都市では家賃が可処分所得の5割を超えるなど（注31）、賃貸住宅市場の拡大によって住宅難を解消するという理想には程遠い状況にある。

家計債務を抑制し中長期的な失速を回避するか、あるいは、債務増加を黙認し足元の減速を回避するか、ジレンマに直面した政府は後者を選択しているようにみえる。中国共産党は、7月末の中央政治局会議で年後半の重要経済課題の一つとして住宅価格の抑制をあげたものの（注32）、10月に新築住宅価格が上昇した都市は70都市中65都市と、2月の44都市からはほぼ一貫して増加している。中古住宅は直近のピーク（6～8月）の66都市から減少したものの、依然として54都市で上昇が続いている（図表29）。

（図表29）70都市における新築および中古住宅価格の動向



（資料）NBS資料より日本総合研究所作成

根強い値上がり期待が住宅ローンの拡大を誘発する構造はほとんど変化していないため、中国では家計債務が増加し続けることにより、予想を上回るペースで成長が鈍化していくと見込まれる。政府は景気対策を打ち出すであろうが、9月以降に表明された鉄道建設投資の促進や個人所得税の減税といった一連の景気対策が投資効率のさらなる低下や課税ベースの縮小といった問題を孕んでいるように、打てる手は限られる。こうした悪循環から脱却するためには、習近平政権は目先の成長率を維持する政策から成長の持続性を高める政策に軸足を移す必要がある。

(注20) 「20家上市銀行房貸報告：房地產不良貸款率抬頭」2018年9月8日、搜狐網 (http://www.sohu.com/a/251888111_481484)

(注21) 「2018年商業銀行主要監管指標情況表(季度)」2018年11月19日、中国銀行業監督管理委員會 (<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/3954F0B0DF6C47F2AB36C1085791F448.html>)

(注22) 「中国儲蓄率究竟有多高？結果讓人大吃一驚」2016年12月3日、搜狐網 (https://www.sohu.com/a/120543551_556861)

(注23) 「淨負債率中不能說的秘密：上市房企淨負債率TOP100」2018年5月13日、搜狐網 (http://www.sohu.com/a/231435152_179625)

(注24) 詳しくは、「政策調控年！盤点2017年全国重点房產政策」2018年1月18日、房天下Fang.com (<http://ts.news.fang.com/open/27617170.html>)

(注25) 「借“消費貸”買房？小心影響你的征信」2017年9月13日、搜狐焦點 (<https://house.focus.cn/zixun/3a61279a1f28b871.html>)

(注26) 「“首付貸”屢禁不止，灰色房貸杜絕的根本在哪裏？」2017年9月8日、搜狐網 (http://www.sohu.com/a/190617016_99979822)

(注27) 「消費貸淪為房貸馬甲，去年8000億流入樓市？」2018年5月3日、網貸之家 (<https://www.wdzc.com/hjzs/ptsj/20180503/631608-1.html>)

(注28) “Moody’s: Property sector remains central to China’s economy, tighter credit supply constrains growth”, 25 May 2018, Moody’s Investors Service (https://www.moody’s.com/research/Moodys-Property-sector-remains-central-to-Chinas-economy-tighter-credit-PR_384220)

(注29) 「國務院弁公印發《關於加快培育和發展住房租賃市場的若干意見》」2016年6月30日、中国政府網 (http://www.gov.cn/xinwen/2016-06/03/content_5079470.htm)、「關於在人口淨流入的大中城市加快發展住房租賃市場的通知」2017年7月18日、住房城鄉建設部 (http://www.mohurd.gov.cn/wjfb/201707/t20170720_232676.html)

(注30) 「2018年中国住房租賃市場發展趨勢預測【圖】」2018年3月20日、中国產業信息 (<http://www.chyxx.com/industry/201803/617744.html>)

(注31) 「房租“十月圍城”：北京三環外漲幅最大」2018年11月8日、房產家居 (http://home.zhoushan.cn/shouji/2018/1108/article_2895.html)

(注32) 「穩中求進 精準施策－從中央政治局會議看下半年中国經濟六大信」2018年7月31日 中国政府網 (http://www.gov.cn/xinwen/2018-07/31/content_5310879.htm)

5. おわりに—不動産税導入による市場健全化

景気の腰折れを回避しながら、住宅ローンを抑制する政策がないわけではない。わが国の固定資産税に相当する不動産税の導入である。中国には住宅の取得と売却に対して課税する制度はあるものの、所有に対して課税する制度はない。このため、少しでも余裕のある世帯にとっては預金を住宅に換えることが最も効率のよい資産運用方法となり、住宅需要を押し上げる要因となってきた。不動産税はこのメカニズムを抜本的に変え、住宅を保有していない中間所得層以下の人々の需要を満たす契機になりうる。

不動産税は2011年に上海と重慶で導入されており、2016年末の中央經濟工作會議で習近平総書記が「住宅は住むものであって、投機の対象ではない」(注33)と発言したこともあり、立法化が期待される段階にある。同税の最大の利点は、投資目的の住宅需要を抑制する一方で、居住目的の住宅需要を押し上げる効果が期待できる点にある。前述したように、住宅需要の5割が投資目的となっている。所有する住宅の価値に応じて税金を納めることになれば、投資目的の需要はかなり抑えられることになろう。

他方、住宅価格の下落によって居住目的の住宅需要は拡大するはずである。不動産税は住宅市場に内在するバブル要素を排除する格好の政策といえる。

もちろん不動産税の導入によって市場が混乱するリスクはある。住宅価格の下落により、財務体質が悪化している不動産開発企業は破たんし追い込まれるかもしれない。また、逆資産効果が働くことで、個人消費も落ち込むであろう。行き場を失った資金が海外に流出する懸念もある。不動産開発を後押しする一方で住宅ローンを拡大してきた銀行も大きな影響を受けるはずである。しかし、現行の不動産税は課税対象が高級住宅や2軒目などに限られ、税率もおおむね購入価格の1%未満と低いことから、その設計を工夫することで市場に与える影響を和らげる余地は十分に残されている。

一方、中国共産党は2018年12月に開催された中央政治局会議で、北京、上海、広州、深圳といった大都市だけでなく、その他の都市でも住宅価格が調整局面に入ったとして、2019年は住宅市場の調整を重点政策にしない方針を明らかにした(注34)。前図表29でみたように、市場が調整局面に入ったことを示す明確な証拠はない。にもかかわらず、こうした方針を示した背景には、米中貿易摩擦の激化を見据え、内需の柱となる住宅市場を冷ますわけにはいかないという苦しい台所事情がある。この結果、中国経済は景気対策の副作用が蓄積されることにより、ますます非効率で内外のショックに対して脆弱な体質になることが懸念される。

(注33)「習近平告訴你房子不是拿来“炒”的」2016年12月23日、人民網 (<http://fj.people.com.cn/n2/2016/1223/c377118-29507501.html>)

(注34)「中央政治局會議定調明年經濟，機構解讀來了！」2018年12月14日、第一財經 (<https://www.yicai.com/news/100079389.html>)、「昨天政治局會議未提房地產調控，但政策不會轉向」2018年11月1日、第一財經 (<https://www.yicai.com/news/100050473.html>)

(2018. 12. 21)

参考文献

(日本語)

- ・梶谷 穰 [2018]. 『中国経済講義』中公新書2506 中央公論新社
- ・クローバー・アーサー [2018]. 『チャイナ・エコノミー』東方雅美(翻訳) 白桃書房
- ・田中信彦 [2017]. 「なぜ中国の住宅は値上がりするのか～「家 (family)」と「家 (house)」をめぐる中国人の大いなる悩み」NEC Business Leaders Square wisdom. (<https://wisdom.nec.com/ja/business/2017102601/03.html>)

(英語)

- ・Cook, T., Nie, J. and Smalter Hall, A. [2018]. “How Much Would China’s GDP Respond to a Slowdown in Housing Activity?”, *Kc Fed The Macro Bulletin*, FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY. (<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/research/macrobulletins/mb18cookniesmalterhall0912.pdf>)
- ・Carozzi, F., Cheshire, P. and Hilber, C. [2018]. “14th Annual Demographia International Housing

Affordability Survey: 2018 Rating Middle-Income Housing Affordability”, London School of Economics. (<http://demographia.com/dhi.pdf>)

- ・ IMF [2017]. Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk? (<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017>)
- ・ Nelsen, T. [2018]. “Imbalances in China: is growth in peril from a housing market downturn”, ECB Economic Bulletin, Issue 5/2018, ECB (https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201805_01.en.html)
- ・ Sahay, R., Čihák, M., N’Diaye, P., Barajas, A., Bi, Ran., Ayala, D., Gao, Y., Kyobe, A., Nguyen, L., Sabrowski, C., Svirydenka, K. and Reza Yousefi, S. [2015]. “Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets.” IMF Staff Discussion Note 15/08, IMF (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>)
- ・ Svirydenka, K. [2016]. “Introducing a New Broad-based Index of Financial Development”, IMF Working Paper, WP/16/5 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1605.pdf>)

(中国語)

- ・ 甘犁・魏昆・路晓蒙・趙雨培・趙雨培・王香 [2017]. 『中国工薪階層信貸發展報告』西南財經大学中国家庭金融調查研究中心 (<https://chfs.swufe.edu.cn/Upload/研究成果/研究報告/中国工薪阶层信贷发展报告详版.pdf>)
- ・ 西南財經大学中国金融調查与研究中心 [2018]. 「2018年一季度城鎮家庭資産指数調查」(<https://chfs.swufe.edu.cn/Upload/研究成果/研究報告/2018%20年一季度城鎮家庭資産指数報告%20.pdf>)
- ・ 田国強・黄曉東・寧磊・王玉琴 [2018]. 「警惕家庭債務危機及其可能引發的系統性金融風險」上海財經大学高等学院『政策研究報告』2018年第3期(総第58期) (http://iar.shufe.edu.cn/kindeditor4.1.10/attached/file/20181007/20181007102610_86163.pdf)
- ・ 中国人民銀行 [2018]. 「中国区域金融運行報告(2018)」(<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3564228/index.html>)
- ・ 李若愚 [2016]. 「居民部門槓桿率的國際比較及啓示」2016年5月12日国家信息中心 (<http://www.sic.gov.cn/News/456/6331.htm>)
- ・ 中南財經政法大学中国收入分配研究中心 [2017]. 『中国居民收入与財富調查報告(2017年)』經濟科学出版社