

中国不動産バブルと バブル崩壊の影響に関する考察

静岡県立大学グローバル地域センター

特任教授 柯 隆

2025年8月

内容

はじめに	3
1. 中国不動産バブルの生成原因	4
不動産ブームは不動産バブルへ	4
なぜ不動産バブルは崩壊したのか	6
不動産バブル崩壊の影響は	6
2. 中国の土地制度と不動産開発	8
中国の土地所有制と都市再開発のあり方	8
都市化ボーナスと都市化の罫	10
中国社会を分断する戸籍管理制度	11
3. 都市化と都市再開発	13
高度成長を支えた都市再開発	13
地方政府にとってのフリーランチ	14
地方政府とデベロッパーとの結託	15
定期借地権という時限爆弾	16
私有財産権の侵害と都市再開発のあり方	17
ナショナリズムの高揚とインフラ施設の巨大化	18
4. 地方政府、国有銀行と不動産デベロッパー	19
不動産バブルとシャドーバンク	19
リコノミクスと脱レバレッジ	21
中国経済における不動産業の存在	23
中国経済が直面する「失われた 20 年ないし 30 年」の可能性	25
5. 若者の結婚の条件：マイホームの所有	26
中国社会の異変、なぜ人口が減少したのか	26
なぜ中国の若者は賃貸市場を敬遠するのか	27
失業者の急増と寝そべる若者たちの悲鳴	29
中国社会のジェネレーションギャップ	30

¹ 本論は静岡県立大学グローバル地域センターの研究プロジェクトの研究成果として取りまとめたものである。本研究のもともとの趣旨は日中のバブル生成とバブル崩壊原因に関する考察と比較である。本論は中国のバブル生成の制度的かつ政策的背景を明らかにし、バブル崩壊の原因を明らかにすることにするものである。なお、本論は静岡県立大学グローバル地域センターを代表するものではなく、文責は筆者個人に属するものである。

6. バブルは必ず崩壊する、その行方	32
中国人の貯蓄行動	32
中国人の消費行動	33
中国人の投資行動	35
中国の不動産バブルも必ず崩壊する	37
終わりに、動産バブルの崩壊と金融危機の可能性	39
不動産バブルの崩壊は金融システム危機を意味する	39
心配される国有銀行の不良債権問題	40
金融システム危機の可能性	42
参考文献	43

はじめに

資産バブルは往々にしてそれが崩壊するまでバブルとは認識されないことが多い。1990年代の日本の資産バブルはまさにその典型だった。バブルが崩壊するまで、それが持続不可能なものであることは日本社会の少数意見だった²。財界幹部はもとより大学の経済学の教授たちの多くも日本の好景気がまだまだ続くとみていた。

同様に、中国の不動産バブルもまったく同じようである。コロナ禍前、筆者は中国の多くの経済学専門家と意見交換した。彼らのいずれも中国の不動産市場はまだバブルではないとはっきりと反論していたことが記憶に新しい。彼らが上げる理由として14億人の総人口を基とする実需の強さがある。若者はみんなマイホームを買うので、不動産開発（供給）はまだまだ足りないぐらいであるといわれていた。2021年、大手不動産デベロッパー恒大集団がデフォルト（債務不履行）を起こすまで、不動産バブルが崩壊するとは誰も考えていなかった³。2025年8月25日に恒大集団の上場廃止が決まった。これは中国の不動産バブル崩壊とそのあと処理の新たな一步を意味するものである。

一般的に資産バブルが発生する原因は投機目的のマネーゲームである。投機に走る個人や機関投資家は資産価格を異常に押し上げてバブルが大きく膨らむ。ただし、バブルが崩壊する原因は一つだけではなく、複数の要因が重なることが多い。問題はバブル崩壊後の対応である。それを処理するのに要する時間の決定変数は政策当局の政策決定と政策実行である。日本のバブル崩壊後の処理は30年もかかり、「失われた30年」といわれている。アカデミックにおいて、中国は日本化する可能性がある指摘されている。

中国不動産バブル崩壊のきっかけは3年間続いたコロナ禍による内需の急激な委縮だった。コロナ禍前には、不動産市場はすでに過熱になっていた。習近平主席自身は国内で行う演説のなかで「不動産は投資や投機の対象ではなくて、住むためのものである」と述べていた。この発言をきっかけに国有銀行はデベロッパーへの新規融資を慎重に行うようになった。大手不動産デベロッパーを含めて、キャッシュフローに問題が生じるようになり、不動産開発熱が徐々に減退していった。それに加えてコロナ禍により、若者失業率が急上昇するようになり、一般家庭は生活防衛に走った。その結果、需要は急速に委縮し、デベロッパーの在庫が大きく膨らむようになった。

しかし、中国特有の現象として、マンションなどの販売は物件が完成する前に住宅ローンが実行されるのが一般的であるため、開発途上のマンションが未完のままになってゴーストタウンになるケースが急増している。これは不動産バブル崩壊の傷を深める原因である。

総じていえば、不動産バブルの崩壊は急激な景気低迷によるものだが、不動産不況が長期

² 1990年代初期の資産バブルの危険性を指摘した数少ない有識者に現日銀総裁植田和男氏、イェール大学名誉教授浜田宏一氏、元財務官榊原英資氏が有名である。

³ 恒大集団が実際に香港高等裁判所に清算命令を出されたのは2024年1月だった。

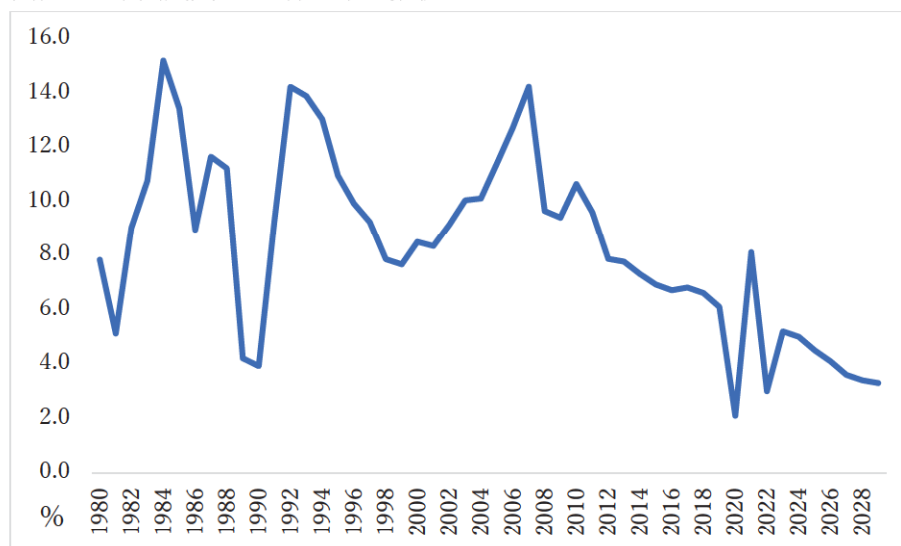
化して逆に景気を一段と減速させることになる。いわゆる中国経済は負のスパイラルに陥っているのである。また不動産不況の長期化をきっかけに中国経済はデフレに陥り、かつて日本でみられた貸し渋りと貸しはがしは中国でも考察されている。そういう意味では、中国経済の日本化は十分にありうるものである。ただし、その影響の深刻さは日本以上となる恐れがある。本論はこのような問題意識を持って、中国不動産バブルの生成原因と不動産バブル崩壊の影響を明らかにすることにする。

1. 中国不動産バブルの生成原因

不動産ブームは不動産バブルへ

2008 年の北京オリンピックの前から大規模な都市再開発が行われた。それに合わせて、高速道路が伸び、高速鉄道も開通した。2024 年末現在、中国の高速道路総延長は 184,000 キロに上り、高速鉄道総延長は 46,000 キロに達した。いずれも世界一である。北京や上海などの駅舎や国際空港ターミナルは大規模化していった。振り返れば、中国経済の高度成長期のピークはまさに 2008 年の北京オリンピックと 2010 年の上海万博のころだったとみられている。

図表 1 中国実質 GDP 伸び率の推移



注：2025 年以降は IMF の経済見通しによる

資料：中国国家统计局

図表 1 に示したのは中国の実質 GDP 伸び率の推移である。2008 年、中国の一人当たり GDP ははじめて 3000 ドルを超えた。一人当たり GDP が 3000 ドルを超えて、モータリゼ

ーション（マイカーの保有）が始まり、マイホームを買うのがブームとなっていった。中国政府はさらなる経済成長を達成するために、不動産開発を積極的に進めた。不動産開発は単なる建設業だけでなく、建材、家電、流通、ビルメンテナンスなど波及係数の大きい分野である。結果的に中国政府は都市再開発と不動産開発を経済成長をけん引するエンジンと位置付けた。ただし、マイホームの需要を遥かに上回るスピードで不動産開発が進んでいった。

当時、出張などで中国に訪れる日本人はとにかく中国の変化に驚いたはずだった。大都市を中心に日本のタワーマンションのような高層マンションが相次いで建設された。逆に、海外旅行に出かける中国人は東京はもとより、ニューヨークやパリ、ロンドンをみて、中国の都市開発と比べ物にならないほど開発が遅れていることに驚いたようだった。なぜ彼らは先進国の大都市をみて驚いたのだろうか。中国の都市再開発は基本的に旧市街を根こそぎ取り壊して、その上で新しい街を建設するやり方だった。しかも駅舎や空港ターミナルは必要以上の大きさにするのが一般的である⁴。それに対して、先進国の大都市は基本的に旧市街を残す前提で部分的に再開発した。新しさという意味は確かに中国の大都市に及ばない。しかし、文化の保存、都市交通インフラの利用効率などを考えれば、中国スタイルの都市再開発にはさまざまな問題が潜んでいる。詳細は後述することにする。

2010 年ごろ、中国に出張して何回も中国の経済学者たちと議論したことがある。論点は中国の不動産ブームはあと何年続くのか、だった。当時、中国の経済学者たちは、中国の不動産ブームは「剛需」（絶対に必要不可欠な力強い需要）によって支えられている。14 億人の中国人はみんなマイホームを購入したい。したがって、不動産ブームは長期にわたって続くと主張した。確かに彼ら自身も不動産神話を信じて、マイホーム以外に、投資目的で 2 戸目、3 戸目のマンションを購入していた。ちなみに、当時の住宅ローンの金利は 6 % 以上だった。冷静に考えれば、これだけの金利をカバーするマンションの値上がりを見込めなければ、マンション投資はペイしない。彼らは経済専門家であり、自らがマンション投資を行っていることから、市況についてどれだけ楽観的になっていたのか、その一片を覗うことができる。

しかし、崩壊しない資産バブルは世の中に存在しない。当時（2010 年ごろ）でも、大都市の不動産価格は中国の勤労者家族の年収の 20 倍ぐらいに達していた。不動産ブームは明らかに不動産バブルになっていて、このまま持続できるとは思えなかった。問題は賛同してくれた中国人経済学者がほとんどいなかったことだ。

⁴ 江沢民時代、上海市社会科学院王占院長（当時）とのインタビューで「インフラ整備は幼い子供のためにお洋服を作るようなもので、現在の身長に合わせてお洋服を作ると、子供の身長はたちまち大きくなり、お洋服は着れなくなる。だから最初から大き目の洋服を作ったほうがいい」と力説されていた。王氏の論理は間違っていないが、そのシナリオ通りになる条件として中国経済は向こう数十年間、高い成長を持続することがある。しかし、現実予想以上に厳しいものである。中国の経済成長率は予想以上に減速してしまった。

なぜ不動産バブルは崩壊したのか

中国の不動産バブルがすでに崩壊したかどうかについて、当初、専門家の間で意見が分かれていたが、最近、不動産バブルがすでに崩壊したことについて専門家の間でコンセンサスが得られている。問題は不動産バブルが崩壊したあとの中国経済が日本化 (Japanification) するかどうかにある。すなわち、日本と同じように失われた 20 年か 30 年を喫するのではないかということである。2023 年 9 月、中国国家统计局副局长だった賀鏗氏は中国国内で開かれたあるフォーラムで、中国の不動産市場は供給過剰の問題が深刻で今、売りに出されている住宅は 14 億人が入居しても余るぐらいと述べたといわれている。中国の不動産市場がここまで供給過剰になっているというのは言い過ぎだが、供給過剰であることはほぼ間違いないことだろう。

中国の不動産バブルが崩壊した理由は、開発のプロセスで大きく地上げされた結果、不動産価格が異常に上昇したことにある。デベロッパーは地方政府から地上げされた土地を入札して、それを担保に銀行から融資を借り入れる。そのプロセスで地方政府の幹部および銀行の幹部に多額の賄賂を贈るとするのは中国不動産業界の周知の事実である。そして、不動産建設の材料費や人件費の上昇も加わる。経済は順調に成長している段階で不動産開発は順調に進み、デベロッパーの売り上げも順調に拡大していた。本業に絞って不動産開発に専念するデベロッパーはさほど大きな問題に直面していなかったようにみえたが、バブルが崩壊すれば、これら「健全に」経営していたと思われたデベロッパーも同様に経営難に直面するようになった。2021 年にデフォルトを起こした恒大集団を例にとってみると、本業の不動産開発のほかに、電気自動車の開発、プロサッカーチームの買収、遊園地の建設と運営、ミネラルウォーターの製造販売などを手広く手掛けていた。2023 年に創業者の許家印氏が当局に拘束された。

ただし、中国の不動産バブルの生成原因と崩壊の仕方は 30 年前の日本が経験したバブル崩壊とは異なるものだった。結論を先取りすれば、日本のバブル崩壊は金融システムに飛び火し、都市銀行を含む大手金融機関まで倒産したが、それ以上バブル崩壊の影響が広がらなかった。とくに重要なのは、日本が 30 年を失ったといわれているが、技術は失っていない。それに対して、中国のバブル崩壊は国有銀行に飛び火するだけでなく、地方財政にも飛び火し、深刻な社会不安を引き起こす恐れがある。それはサプライチェーンの再編と重なり、外国企業が工場をほかの途上国に移転しているため、中国は技術を失う可能性がある。この点について詳細は後述することにする。

不動産バブル崩壊の影響は

不動産バブルは先進国でも新興国でも起こりうるものだが、中国で不動産バブルが大き

く膨張するのは構造的な要因によるところが大きいと思われる。政策面の原因についてはすでに述べたが、中国政府は都市再開発に伴う不動産開発を経済成長のエンジンと位置づけしている。制度面の原因について、土地の入札手続きの透明性を欠いているため、地上げがされやすい。

あらためて中国の不動産バブルの原因とプロセスをみてみよう。現象面的にみると、富裕層は投資目的で不動産を購入することで不動産バブルに拍車をかけた。だが、上で述べたように、家は住むためのもので投資されるものではないとの習主席の呼びかけと3年間のコロナ禍によって、不動産の需給バランスは大きく崩れてしまった。しかし、その前に、中国政府が不動産開発を含む都市再開発を経済成長をけん引するエンジンとして位置づけたことが不動産開発の過熱化に火を付けた。不動産バブルが終息する前提は、供給が需要に見合うレベルにまで価格が下がって需給がリバランスすることである。中国不動産市場の需給関係をみると、今のところ、サプライサイドの調整より需要の委縮が速いため、リバランスするのに予想以上に時間がかかる。中国政府はデベロッパーの倒産による不良債権問題の浮上を恐れているため、サプライサイドの調整に躊躇しているようにみえる。

不動産不況が長期化して、経済成長率が一段と押し下げられる恐れがある。中国では、不動産業のGDPに占める割合は30%に達するといわれている。要するに、不動産バブルの崩壊は、経済成長をけん引するエンジンが弱まることを意味する。

そして、不動産バブルの崩壊は間違いなく市中銀行（そのほとんど国有銀行だが）に飛び火する。デベロッパーはすでに債務返送を延滞している。マンションを購入した個人の一部も住宅ローンの返済を延滞している。結果的に市中銀行のバランスシートに巨額の不良債権（Non-performing loan）が現れると予想される。

次に不動産バブル崩壊の影響は地方政府に飛び火する心配がある。中国の地方政府は地方債などを起債して巨額の債務を抱えている。とくに地方政府は、銀行から融資を受けやすいように「融資平台」と呼ばれる投資会社をたくさん設立している。これらの投資会社は政府保証あるいはサポーティングレターを手に国有銀行から巨額の融資を受けている。この融資を最終的に返済する義務があるのは間違いなく地方政府である。土地財政が崩壊していない局面においては、地方政府はなんとか切り盛りができた。経済が順調に成長しているなか、地方政府に対するガバナンスが機能していないため、地方政府が貴重な財源を無駄遣いすることが横行している。中国の市役所や区役所はアメリカの議会の建物と同じぐらい大規模なものが多い。これらの役所建物の建設費と修繕維持費はいずれも地方財政にとって重い負担になっている。なお、このシステムについて詳しくは第4章で説明する。

繰り返しになるが、中国の年金などの社会保障基金は各々の市政府が所管している。地方財政が破綻状態に陥れば、年金ファンドも資金が枯渇してしまう恐れがある。

したがって、総合的にみれば、中国政府は不動産バブル崩壊に迅速に対処しなければならないが、中国政府の対応は明らかに遅れている。問題はどのように対処するかである。このまま状況を放置していくと、不動産バブルの崩壊は不動産業に限らず、金融、行政、さらに

は共産党の統治体制を脅かす心配がある。

2. 中国の土地制度と不動産開発

中国の土地所有制と都市再開発のあり方

私有財産を否定する共産主義国家であるはずの中国で、なぜ不動産が自由に取引でき、バブルにまでなったのか。改革・開放以降、経済の自由化を進めるなか、私有財産を認めるようになったが、土地の公有制は今も維持されている。ここで、まずは中国における土地の公有制の歴史を振り返ってみよう。

中華人民共和国が建国されたのは1949年のことだった。その5年後、中華人民共和国憲法が制定された。その第5条には、「(工場などの)生産資料(資本財)の所有制は国家所有制(全人民所有制)、合作社所有制(労働者集団所有制、個人労働者所有制と資本家所有制)」とある。それに第6条では、「鉱物資源、水質資源、国有林、荒地およびその他の資源はすべて全人民所有とする」と記されている。

そもそも中国では、私有の土地を国有化するプロセスは必ずしも憲法改正に従って行われたわけではない。国共内戦の終息後、毛沢東の共産党政権は社会主義体制を実現するために、資本家などの私有財産を国有化(全人民所有)しなければならないと考えた。そのために、1954年、政務院(のちの国務院)は「公私合営暫定条例」を制定した。それによって、資本家所有の企業は国家(政府)と資本家の合同経営企業に改められた。しかも時間が経つにつれ、資本家は徐々に経営権を失ってしまった。企業の営業収益は株主の持ち株に応じて配当が支払われたが、1956年以降、配当が廃止され、持ち株の金額に応じて5%の利息が支払われるようになった。利息の支払いも1966年9月、文化大革命の勃発とともに停止された。

憲法の改正をみるかぎり、1950年代の半ばまで中国共産党は私有財産あるいは資本家所有制を認めていた。その後、毛は社会主義体制の構築を急ぎ、資本家の私有財産を没収するため、公私合営を急いだ。都市部では、国有企業と集団所有制企業に集約され、農村では、人民公社が設立された。農民が所有していた牛や驢馬(ろば)なども人民公社の集団所有となった。中国の農民は名実ともに無一文の存在となった。

1978年、最高実力者だった鄧小平氏は改革・開放を進めるにあたって、どのように経済自由化を進めればいいのかについて真剣に悩んだといわれている。都市部では、国営企業と集団所有制企業に自主経営権を付与するかどうかが焦点だった。農村では、農家を単位とする生産請負責任制を導入していいかどうか、激しい論争となった。自由化を認めれば、改革・開放が社会主義路線から逸脱してしまう恐れがある。しかし、自由化を認めなければ、経済がさらに低迷するのは目にみえていた。

結局のところ、リアリストの鄧小平氏は工業についても農業についても部分的に自由化を認めた。鄧小平の言葉を援用すれば、「白猫だろうが、黒猫だろうが、ネズミの捕れた猫はいい猫だ」である。換言すれば、「社会主義だろうが、資本主義だろうが、経済成長を実現できれば、それでいい」ということになる。のちに、鄧小平氏は「社会主義かどうかのイデオロギーの論争をするな」と周囲に指示したことがあるといわれている。

仮に改革・開放初期、鄧小平氏の経済自由化の決断がなかったら、のちに都市再開発も簡単に進まなかっただろう。中国の政治指導者にとって一つの難題は、いかにして土地の国有制を維持しながら、都市再開発を進めるかにある。

中国では、憲法上で土地の公有制がはじめて定められたのは1982年に改正された憲法（俗に「82年憲法」と呼ばれている）だった。その第10条では、「都市の土地は国家の所有に属す。農村と都市郊外の土地について、法律で国家所有と規定されているもの以外は、集団所有とする。国家は公共利益の必要性に応じて、法律に基づいて土地を徴用することができる。いかなる組織あるいは個人も土地を違法に支配し、売買し、貸し出してはならない。いかなる組織および個人も土地を合理的に利用しなければならない」と明記されている。このなかで都市再開発、不動産開発の妨げになっていたのは「土地を違法に売買してはならない」という規定である。土地を違法に売買してはならないと書かれているが、実際は土地の売買を禁止するということである。

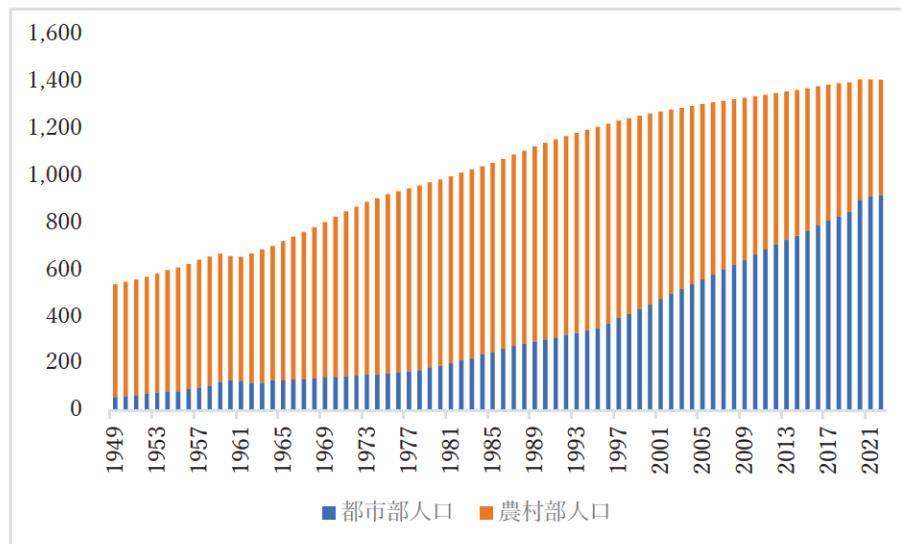
改革・開放初期、中国には資本家もいなければ、地主もいなかった。毛沢東時代は30年近く続いた。共産党高級幹部以外、大半の中国人は貧しい生活を送っていた。長い間、中国共産党は人民に「共産党がなければ、新中国もない」とのプロパガンダを吹き込んでいた。しかし、人民が理解していた新中国は決してみんなが極貧な生活ではないはずだった。最高実力者の鄧小平氏にとって経済が発展しなければ、人民の生活も豊かになれない。そうなると、共産党の統治体制も危うくなると思われた。鄧小平氏本人は社会主義路線を断念したわけではない。経済の自由化を進める目的はあくまでも共産党指導体制を強化するためである。この点は習近平主席の考えと相通じるところもあれば、相違する部分もある。

ここでは、中国の不動産バブルとバブル崩壊を考察することを目的にしているが、実はもっと重要な考察は共産党一党支配体制が存続できるかどうかに関係する重要な問題である。すなわち、経済の自由化は共産党一党支配体制にとって必然的な結果を意味するものかどうかという設問に答えなければならない。習近平主席の考えでは、明らかに自由化と共産党統治体制は両立しないものとみているようである。これまでの40年間、歴代の共産党総書記は経済の自由化を限定的に進めることがあっても、資本主義の道を進めていいとは考えたことがない。したがって、経済の自由化は手段であり、目的ではない。とくに、習近平政権になってから、イデオロギー的には完全に毛時代に逆戻りしているようにみえる。

都市化ボーナスと都市化の罫

習近平政権が正式に発足したのは2013年3月。当時、統計上、中国の都市部人口は7億3000万人であり、農村部人口は6億3000万人だった（図表2参照）。それから10年経って、2022年、都市部人口は9億2000万人に増え、農村部人口は4億9000万人とはじめて5億人を下回った。

図表2 中国都市部人口と農村部人口の推移



資料：CEIC

実は、習政権が誕生した当初から、生産年齢人口の減少はすでに見えていた。長年、中国経済をけん引してきた人口ボーナスが人口減少により徐々にオーナスになるのはわかっていて。習政権の1期目（2013–18年）、李克強首相（当時）は都市化を進め、都市化ボーナスによって経済成長を図ると明言していた。

経済成長と都市化の関係について、経済学的にみれば、農業の生産性に比べ、工業およびサービス業の生産性は高いため、農業人口を減らし、工業とサービス業に従事する都市人口を増やせば、マクロ経済全体の効率がよくなり、それによって経済はさらに成長すると考えられている。したがって、産業間の労働力の移動、すなわち、都市化を進めようとする考えそのものは間違っていないが、現実には産業構造の高度化が遅れているため、都市化ボーナスを十分に享受できないでいる。

中国で若い農家の都市部への出稼ぎは1980年代にすでに始まっていた。問題は低付加価値の製造業から中付加価値、さらに高付加価値の製造業への高度化が遅れているため、習政権が誕生した2013年以降、産業間の労働力の移動によるマクロ経済の効率化が期待されているほど実現されなかったことである。サプライチェーンの中国離れは中国经济の全要素生産の改善をさらに妨げる可能性がある。図表2に示した都市人口の増加は戸籍管理上の

データである。一部の農家は戸籍（住民票）を都市部に移転する前にすでに都市部で出稼ぎしていたため、統計上、都市部の人口が増えるほど経済は成長しないという「怪現象」がみられる。李克強前首相が期待していた都市化ボーナスは不発に終わった。

ここで、習政権が進める都市化の内実についてみてみよう。中国では、北京や上海などの最大規模の都市は一般的に「一線都市」（一級都市）と呼ばれている。それより少し規模が小さい都市は「二線都市」（二級都市）、「三線都市」（三級都市）に分けられる。国家統計局の定義によると、「一線都市」は北京、上海、広州と深圳の4都市である。「二線都市」は天津、大連、長春、南京などの省都で計31都市がある。さらに、無錫、洛陽、温州など中規模の35都市は三線都市になる。これら70都市は統計局が不動産価格をモニタリングする基準地点になっている。三線都市よりも規模が小さい四線都市はかつての県や鎮といった小都市であり、全国で数百を数える。

習政権が進める都市化は主に人口300万人未満の小規模「四線都市」への農家の移住を進めることである。しかし、中国の小規模都市は往々にして産業基盤が弱く、農家が移住しても、仕事が見つからないことが多い。農家だったとき、野菜などについて自給自足できたが、都市部に移住して、仕事がなければ、生活は逆に困窮してしまう。したがって、都市化は単純に農家を都市部へ移住させることなく、職業のあっせんや職業訓練の強化など行政サービスの強化を求められているが、地方政府はそれに十分に応えられていない。一方、農家は都市部に移住しても、社会保障基金への積み立ては不十分であるため、年金や健康保険などの社会保障基金をひっ迫させる要因になる。これまでの10年間で振り返ればわかるが、中国の経済成長に都市化ボーナスはいわれるほど貢献していない。

中国社会を分断する戸籍管理制度

振り返れば、中国で最初に全国的に統一した戸籍管理制度が導入されたのは中華人民共和国が成立した10年後、1958年のことだった。同年1月「戸口登記管理条例」が発令された。中華人民共和国が建国されたあと、スターリン主義の監視社会が始まり、そのスタートはまさに戸籍管理制度が導入されたことだった。日本でも住民票による戸籍管理が行われているが、それは住民を監視するためのシステムではない。中国の戸籍管理制度のもう一つの意味は、農村戸籍の住民が戸籍（住民票）を都市部へ自由に移転することができないという社会を二分することである。実は、弊害はそれだけではない。都市と都市の間での戸籍の移転も原則として禁止されていた。たとえば、天津市の戸籍を持つ住民が何らかの都合により北京や上海に戸籍を移転しようとしても、認められなかった。1978年の改革・開放まで、各々の市政府の戸籍管理は「総量規制」のようなやり方で、天津市の住民の一人が上海市に移転しようとした場合、上海市の住民が天津市に移転しなければならない、いわゆる戸籍交換が原則だった。まるで人質交換のようなものだった。当時、すべての都市では、住宅事情

がひっ迫していたため、余分に移住を希望する住民を受け入れることができなかったのが実状だった。

実は、毛沢東には戸籍管理制度を導入するにあたって、別の目的があった。毛沢東は一国の経済力の象徴が工業生産高であると信奉していた。とくに、鉄鋼などの重厚長大な産業の発展が経済発展を表す重要な指標であると思っていた。毛沢東が考えたのは農業を以て工業の発展を支援することだった。毛は頭のなかで、工業が英米などの先進国に迫いつき追い越すことを最優先に考えていた。具体的には、農民を農村に固定させ、相対的に生活レベルの高い都市部へ出てこれないように戸籍管理制度が導入された。毛は工業を発展させるために、農民を搾取した。具体的には、穀物などの農産物の買い付け価格を低く抑え、それを以て都市部で工業に従事する住民の生活を保障した。結果的に農民の生活レベルが下がり、農民の生活が想像以上に苦しくなった。農民が自由に都市部に移住できれば、たくさんの農民が都市部に押し寄せる恐れがある。だが、戸籍管理制度の導入により都市部に戸籍がない農民は都市部へ移住できない。

一方、毛は工業のキャッチアップを急ぐあまり、農業生産を粗末にした。とくに、1958年、毛は鉄鋼生産量を増やすため、「大躍進」運動という史上最大の茶番劇をプロデュースした。全国民は家にある鉄製の道具などを持ち寄り、それを溶かして、鉄鋼生産量としてカウントした。農家も農作業を止めて、鉄鋼生産に従事した。毛がプロデュースした「大躍進」はすぐさま大惨事をもたらした。その後の3年間、農産物は不作になり、数千万人が餓死した。政府共産党はこの史実を隠蔽するために、この大飢饉を「自然災害」として性格づけた。しかし、当時の気象記録を調べた歴史家によると、当時、大規模な洪水や干ばつが起きた記録が見つからないといわれている。この大飢饉は天災ではなく、毛沢東による人災だった。

問題は毛沢東の悪政の責任が徹底的に追及されなかったことである。3年間の大飢饉の責任を免れるために、毛沢東は1966年から文化大革命を発動した。経済が破綻状態にあり、都市部の大量の若者は就職先がなく、途方に暮れていた。このまま行ったら、毛に対する批判が噴出しかねない。そこで毛は若者に「造反有理」と呼び掛け、学校の先生などの知識人を迫害するように煽った。無知な若者たちは知識を手あたり次第迫害し、学校の校長や先生などが多数殺害された。文革が終わったあとも、犯人たちの罪は追究されていない。

経済建設が日に日に停滞していくなかで、人々の生活はますます困窮していった。毛は1976年に死去した。1978年に改革・開放へ舵を切られるまでの30年近くの間、住宅の建設はほとんど行われなかった。とくに都市部の住民の住宅事情は想像を絶するほど悪化していた。上海のような商業都市でも、一人当たりの平均居住面積は3㎡程度だったといわれている。中国人は夢のなかで少しでも広い家に住みたいと願った。その反動から今、中国で不動産神話が沸き起こった。ちなみに、2022年現在、中国都市部住民の平均居住面積は36㎡前後に達したといわれている。これから重要なのは不動産開発をどんどん加速させるのではなくて、住居の格差を平準化させ、持続可能な生活様式を実現することである。

3. 都市化と都市再開発

高度成長を支えた都市再開発

これまでの 40 余年間の改革・開放の歴史を振り返れば、いくつか重要な節目があった。

そもそも改革・開放が始まったのは 1978 年だった。鄧小平を中心とする長老たちは自らが受けた迫害経験をもとに、政治指導者への個人崇拜に終止符を打ち、経済を成長させる改革・開放へ舵を切った。しかし、改革・開放の前提はあくまでも共産党指導体制を維持しなければならないというのが前提と設定された。そのなかで公有制の維持は一つの柱になっている。この点は今も崩れていない。

1989 年 6 月 4 日、鄧小平の命令により、人民解放軍は北京の天安門広場に集まって民主化を要求する学生と市民に対して発砲した。俗にいう「天安門事件」が勃発した。仮に天安門事件が起きなかったら、中国社会の民主化は大幅に進展する可能性があったが、人民解放軍は発砲して民主化要求運動が鎮圧されてしまった。それをきっかけに、先進国を中心として、中国に対する厳しい経済制裁が行われた。前掲の図表 1 で確認できるが、1989 年と 90 年、中国の経済成長率は大きく落ち込んだ。そのまま行った場合、改革・開放の芽は萎んでしまう恐れがあった。リアリストの鄧小平は民主化に反対したが、同時に、鎖国政策にも反対した。1993 年春、高齢の鄧小平は香港に近い深圳に行って改革・開放の加速を呼び掛けた。民主化せずに改革・開放を加速させるのは、政治改革を行わないで経済の活性化を図るという考えだった。

中国経済は民主化こそしていないが、それをきっかけに、経済統制がいくらか緩められたため、一気に活性化した。中国経済がキャッチアップに成功したのは参入してきた外資のお陰だった。中国には豊富な労働力があって、それを生かす産業が弱小だった。外資と国内労働力を組み合わせることで、大量の安い製品と商品を生産して海外に輸出することで外貨を稼ぐことができた。このビジネスモデルは中国経済の神話を現実のものにした。1990 年代に入って、民営企業が徐々に台頭した。これらの民営企業も中国経済をけん引することになった。1990 年代半ば以降、新たに台頭してきたのは不動産デベロッパーだった。これについては後述することにする。

2001 年、中国は念願の世界貿易機関（WTO）に加盟した。WTO 加盟こそ中国経済を高度成長期に導く重要な節目だった。なぜならば、WTO 加盟を申請したとき、朱鎔基首相（当時）は金融市場を含む中国市場を全面的に開放すると約束したからである。それをきっかけに、外国企業は中国に大挙して進出するようになった。それまで中国に直接投資した外国企業の多くは製造業だった。その狙いは中国の廉価な労働力を利用して、作った製品と商品を輸出することだった。中国の WTO 加盟以降、外国の流通業を含むサービス企業も相次いで中国に進出した。しかし、中国政府は約束と違って市場を完全に開放しなかった。これは

2018年のトランプ政権による中国に対する経済制裁の原因になっている。

中国の不動産デベロッパーの多くは1990年代半ば創業されたものだが、躍進的な成長を果たしたのは2000年代に入ってからのことだった。その背景には、やはり中国のWTO加盟がある。

2003年、江沢民主席と朱鎔基首相は退任した。新たに就任したのは胡錦濤主席と温家宝首相だった。胡錦濤政権になって、中国の不動産市場はすでに過熱気味になっていた。温家宝首相は不動産ブームの過熱を警戒しながらも、経済成長をけん引する不動産業の役割に強い期待を寄せていた。胡錦濤政権において中国政府は毎年8%成長を目標として掲げていた。それを実現するには、不動産開発が都合のよいエンジンだった。

そのうえ、温家宝首相はある重要な決定を下した。

中国では、社会保障基金は全国一律のプールになっていない。各々の市政府は独立した基金を管理している。上海や深圳など経済発展の速い地域においては社会保障基金の財源は潤沢であるが、内陸を中心とした経済成長が遅れている地域の社会保障基金の財源は不足しがちである。とくに、内陸の若者は沿海部の大都市で出稼ぎしているため、年金保険料をきちんと収めていないことがある。それに高齢化も進んでいる。温家宝首相は地方（市）政府の土地使用権（定期借地権）払い下げの売り上げを各々の市政府に帰属させた。この決定は地方政府にとり不動産開発・都市再開発を進める強いインセンティブとなった。同時に、不動産バブルをもたらす一因となった。

地方政府にとってのフリーランチ

中国の地方政府行政は日本とまったく違うやり方で運営されている。日本では、地方の首長は選挙で選ばれ、中央政府（首相官邸）から指図を受けることはない。地方政府は中央政府に逆らう政策を取ることも多々ある。地方の首長は選挙民の要望に応えることを優先にしないと、選挙で落選してしまう恐れがある。

中国では、地方政府の首長（省長、市長、県長など）のいずれも共産党中央のトップダウンによって任命されている。形式的に、人民代表大会で選ばれているが、それは単なる形式に過ぎない。なぜならば、地方首長を選ぶ「選挙」は「同額選挙」と呼ばれるもので、対立候補のない「選挙」だからである。したがって、省長（知事）や市長などは市民の要望よりも、中央政府の指示に忠実に従わないといけない。

民主主義の選挙が行われていない弊害として、市民の監督・ガバナンスを受けないことが指摘される。国の規模が大きいため、中央政府の監督は行き届くはずもない。ちなみに、中国には31の省があり、661の都市がある。それぞれの省に省長と副省長（複数）、市に市長と副市長（複数）がいる。中央政府による監督はそもそも不可能である。往々にして地方の首長の腐敗などが発覚するきっかけは、同じ省政府あるいは市政府の内紛が多い。たとえば、

市長が副市長より多くの賄賂をもらうなどした場合、副市長によって告発されてしまう。むしろ、副市長も賄賂をもらっているのです、結果的に共倒れになるケースが多い。一例をあげれば、高架道路を建設する際、誰を責任者に任命するかを巡ってもめることが多い。市長は自分の腹心を責任者に任命し、その責任者は建設会社を選定する。建設会社からたくさんの賄賂をもらうが、いつも悩むのは市長と副市長（複数）の間でいかに「配分」するかである。

中国の古典に「貧しきを患えず、均しからずを患える」との教えがある。賄賂を均しく配分できなければ、それが発覚してしまう。したがって、中国では都市再開発には腐敗はつきものである。都市再開発が本格化してから不動産開発関連でどれぐらい幹部が腐敗によって追放されたかについて、正確な統計がないが、何千何万人の規模ではないはずである。習近平政権になってからだけでも数百万人の腐敗幹部が追放された。そのほとんどは不動産腐敗と切っても切れない関係にある。

土地使用权の入札について、透明性が担保されていないため、どの業者が落札できるかは行政の責任者との「関係」によって決まるケースがほとんどである。そのうえ、地方政府は土地使用权の払い下げで巨額の財源を得ているが、その用途についてガバナンスが機能していないため、無駄が多い。もともと温家宝前首相は社会保障基金を強化するための財源と決めていたが、地方政府は役所建物の建て替えや地方幹部の福利厚生などに流用するケースが多い。省政府や市政府の役所建物はもとより、区役所の建物でさえ、米国議会の建物に匹敵するほど大規模になるケースも少なくない。地方政府にとって土地財政で得られた財源はフリーランチそのものだった。

地方政府とデベロッパーとの結託

中国で、なぜ不動産価格がこんなに高くなったのか、と不動産デベロッパーにインタビューすると、彼らは一概に土地が高いからと答える。なぜ土地が高いのかと聞くと、地方政府が地上げをしているからといわれている。地方政府は毎年払い下げする土地の量（面積）を意図的に調整しているようだ。土地の供給量が少なければ、地代は自ずと高くなる。デベロッパーは土地を入札するとき、地方政府の要求に応じて高めの価格を提示せざるを得ない。

経済が順調に成長しているとき、地代が高くても、マンションなどの物件が売れば、不動産バブルの問題は浮上してこない。現に中国の有識者や専門家の多くは、中国が人口大国で土地の供給が不足なため、不動産価格が下がることはないとは断言していた。この強気の展望こそ不動産バブルの形成を助長したのだった。

経済学的な考え方では、一般的に価格は、原価と合理的な利益によって決まると考えられている。デベロッパーにとって落札した土地の価格が高ければ、それをマンションなどの物件の価格に転嫁するしかないため、土地価格の上昇によって不動産価格も一段と上昇する。

そもそも土地使用权の払い下げにおいて地代の合理性が担保されていない。地方政府は

土地の供給量を意図的に調整することで地上げを図る。デベロッパーにとっては地代を抑えることで利益を最大化することができない。しかも、地方政府の幹部・担当者に賄賂を払う必要があるため、地代に加え原価がさらに積み上がりやすい。結局のところ、デベロッパーにとって利益を最大化するための手法は、完成した物件を値上げすることと工事材料費を抑えることである。このうち、前者について不動産価格が市場競争に晒されているため、好きなように値上げすることができない。結果的に工事材料費を抑えるしかないのだが、必要以上に工事材料費を抑えると、手抜き工事になる可能性が高い。実際、品質に問題が多い物件が多数販売されている。

定期借地権という時限爆弾

前述した通り、地方政府が払い下げしている土地使用権、すなわち、定期借地権は宅地 70 年、商業用地 50 年と設定されている。厳密にいうと、中国の個人が購入する不動産（土地＋家屋）のうち、土地は 70 年未満の定期借地権である。なぜ 70 年未満かという、宅地の定期借地権は 70 年と設定されているが、デベロッパーが不動産開発に要する年数がその中に含まれているからである。たとえば、デベロッパーが土地を落札してから、それを開発するのに、5 年かかったとすれば、個人が家を買ったときの土地の定期借地の残存期間は 65 年しかないという計算になる。これについて何が問題かという、ある個人が定期借地残存期間 65 年しかない家を買って 20 年住んだあと、売りに出すと、その家の定期借地残存期間は 40 年しか残っていないということになる。理論的に定期借地残存期間の短い家の価格が経過年数を以て割り引く必要がある。

しかし、実際の不動産売買をみると、中国人は家を買うとき、定期借地残存期間を気にしているように見えない。数十年先のことを気にしてられないのが実状であろう。また、中国ではみんなで渡れば怖くないという考えが根強い。結論的にいえば、定期借地契約が満期になっても、強制的に退去させられることはないほとんどの人は考えている。仮に、強制的に退去させられようとしても、自分だけではなく、ほとんどの人は同じ境遇にあるため、なんとかなると思われている。

一つの可能性として、将来的に定期借地権を再契約して期間を延ばすこともありうる。しかし、そうなると、膨大かつ難しい作業になる。日本では、毎年、土地の基準価格となる路線価が発表される。それをもとに土地の価格が算定される。それに対して、中国では、土地の路線価が調査・発表されていない。定期借地権再契約を行う際の地代の算定は難航する可能性があると思われる。現在、契約されている定期借地権契約のなかで地代がどれぐらいいを占めるかについて住民に告知されていないケースが多い。

そもそも中国では公有制を全人民所有制と言い換えることが多い。論理的に考えれば、国家が人民に付託し、土地を管理してもらっているだけである。人民が自分の土地を有償で購

入しないといけないのは理屈的に合わない。したがって、人民が有償で買うのは建物であり、土地ではない。土地は人民自身のものである。むしろ、現実的にはこのようなロジックは通用しない。この議論を深めていけば、社会主義体制そのものがひっくり返されてしまうことになる。なぜならば、社会主義・共産主義は制度的に矛盾だらけのものであるからだ。現実的に中国のシステムは社会主義体制を冠した共産党指導者を中心とする特権社会である。

したがって、不動産バブルの問題は単なる経済問題ではなくて、土地制度と政治システムにかかわる深刻な問題である。日米など民主主義の国でも、不動産バブルが崩壊する経済危機が起きるが、それはあくまで経済問題であり、市場メカニズムの枠組みでバブル崩壊の後処理をしていけば解決される。しかし、中国のような社会主義特権社会では、不動産バブルの崩壊は社会システムを揺るがす一大事になりうる。

私有財産権の侵害と都市再開発のあり方

中国は社会主義体制であるといわれているが、国家の体制における最大の問題は人権が恣意的に侵害されることである。その典型例の一つは私有財産に対する侵害である。2007年に制定・施行された「物件法」の第4条は、「国家、集団、個人の物件は法律によって保護される。いかなる団体および個人でもそれを侵害してはならない」と規定している。

しかし、中国では共産党は法を凌駕しているため、法律があっても、それが守られないことは日常茶飯事である。したがって、「物件法」で定められている私有財産の保護についてどれほどの効力が発揮されているかは定かではない。少なくとも、中国のマスコミおよびインターネット SNS に書き込まれている情報をみるかぎり、個人の住居が強制的に撤去される案件が多数報告されている。それを整理すると、概ね二種類のパターンがある。一つは、道路などのインフラを整備する計画において、個人の住宅が予定の線路上にあり、その撤去をめぐる条件が住民と開発業者との間で折り合わないことで、開発業者は住民の家屋を強制的に取り壊し撤去するケースである。もう一つは、不動産開発を展開する計画区域にある既存の家屋を、十分な賠償金を払わず強制的に撤去するケースである。現行の物件法に則っていえば、このいずれのケースも法律に違反する可能性が高いが、住民側としてなすすべがないのが中国社会の現実である。なぜならば、開発業者は政府や公安警察と結託して、賄賂を払っている可能性が高いため、政府と公安警察は住民の言い分を聞き入れないことが多いからである。絶望した住民は開発業者に抗議するため、プロパンガスやガソリンに火をつけて自殺する悲しい事件も多数起きているほどである。

日本では、個人の私有財産はいかなる法人でも個人でも、たとえ国家権力でもそれを侵害してはならない。事実として、成田空港問題のように民有地取得と騒音問題などを端に発した抗議運動は日本で社会問題化した事実がある。それに対して、中国では、個人の私有財産が侵害されても、政府は基本的に開発業者側に立つことが多い。とくに、都市再開発事業は

往々にして、政府は専門の業者に外注することが多い。請負業者は計画通りに開発を進めようとするため、既存家屋の取り壊しに反対する住民に対処するために、マフィアを動員することも多々ある。

2000年代以降、出張や旅行などで中国を訪問して帰ってきた人が一概に驚くのは中国の都市再開発のスピードだった。諸外国ではありえないほど速いスピードで都市再開発が進められている。諸外国の都市再開発の基本は歴史と文化が凝縮されている旧市街を残しつつ、新しい街を作るというモデルが多い。しかし中国では、旧市街を完全に取り壊してそのうえで新しい街を作るやり方である。しかも、旧市街に住む住民は強制的に退去させられ、あっという間に New Town が誕生する。この「中国的スピード」は世界的に賞賛されていた。工事現場で働くのは出稼ぎ労働者がほとんどであり、長時間労働のうえ、人件費も安い。ちなみに、清華大学の歴史学者秦輝は、中国型開発モデルの比較優位性は人権を無視できるボーナス（「低人権紅利」）であるといわれている。

ナショナルリズムの高揚とインフラ施設の巨大化

30年以上も前のことだが、中国地方都市から汽車で北京に入る場合には、北京市中心部の北京駅が利用されていた。1996年、北京西駅が完成して開業した。みんなからすごい駅といわれて、わざわざ見に行ったことがある。というのは当時、中国の交通インフラの調査を行っていたからである。行ってみたら、確かに驚いた。何に驚いたかという、その大きさがだった。駅舎はもとより、タクシー降り場からプラットフォームまで大きな荷物を引っ張って歩くのに、相当たいへんだろうなと感じた。

北京では、2019年に第三の空港「北京大興国際空港」が開業した。筆者は利用したことがないが、利用したことのある人によると、チェックインカウンターから搭乗口まで普通に歩くと、30分以上かかるといわれている。中国では、大きい＝強いという理屈からこういう unnecessary 巨大インフラ施設が建設されている。

まったく関係のないことだが、昔、路地裏の経済学で有名な日本人エコノミスト竹内宏氏に同行して中国で講演したことがある。講演のあと、主催者が宴会を催してくれた。メイン料理の一つは魚の頭で作ったスープでとてもおいしかったが、その器をみてみんな驚いた。竹内さんは「柯さん、あなたの国では、限度という概念がないのか」と皮肉をいわれた。というのは魚の頭のスープを盛る「どんぶり」はどんぶりのサイズではなくて、赤ちゃんをお風呂に入れるベビーバスぐらいの大きさの「ドンブリ」だったからである。

昔、あるロシア人にいわれたことがあるが、ロシア人にとって大きいというのは美しいことを意味する。この点については、中国人はロシア人にかぎりなく似ているかもしれない。はじめて北京に行ったとき、天安門広場に立って正直にその大きさに圧倒されてしまった。天安門のお城の上に一度だけ上ったことがある。そのとき、連れていってくれた中国の幹部

はこのお城の上から下にいる人を見下ろすと、大きさは18分の1になるように設計されたといわれた。本当かどうか分からないが、確かに下の人は小さくみえた。

しかし、これだけの広場を作る必要性があったのだろうか。公園だったら、まだわかるが、何かの記念行事を行うための広場としては大きすぎると感じた。

2000年代に入ってから、中国では、次から次へと巨大なインフラ施設が作られた。そのほとんどは必要以上の大きさになっている。大きすぎるとするのは逆に考えれば、土地やエネルギーなどの資源効率が悪いことを意味する。中国は確かに大きい国だが、土地について決して豊かな国ではない。すなわち、土地について余裕がない。なぜならば、14億人の人が共存しており、山や川などでは人が住めないため、実際に人の居住に適する土地はそれほど豊富ではない。

温家宝元首相（2003–12年）は、在任中、将来起こりうる食糧危機を心配して、いくら都市再開発するといっても、農地を侵食してはならないと呼び掛けた。温元首相が示した試算によれば、18億畝（中国1畝≒6.667アール）のレッドラインを死守しなければならないということだった。その温家宝元首相が退任して10年以上経過した。今、中国の農地は実際どれくらいあるか、誰もわからない。最近、農業の専門家が警鐘を鳴らしているのは、中国で食糧不足が起きる可能性があるということである。1994年、レスター・ブラウンは「誰が中国人を養うか」という論考を発表した。この警鐘は今も重要な意味があると思われる。

4. 地方政府、国有銀行と不動産デベロッパー

不動産バブルとシャドーバンク

中国で、不動産バブルが大きく膨らむ背景には、不動産開発にかかわるシャドーバンクと地方政府所属の「融資平台」（platform）という投資会社がある（図表3参照）。その融資の多くが銀行から来ている。このなかで、とくに注目すべきはシャドーバンクの「活躍」である。もともとシャドーバンクは影の銀行と呼ばれ、銀行のバランスシートに載せていないオフバランス取引である。中国銀行業監督管理委員会の報告書によると、中国のシャドーバンクが急成長するようになったのは2008年ころからだったといわれている。2008年というと、ちょうど北京オリンピックが開かれた年であり、同時に、アメリカでサブプライム危機が起きる年だった。

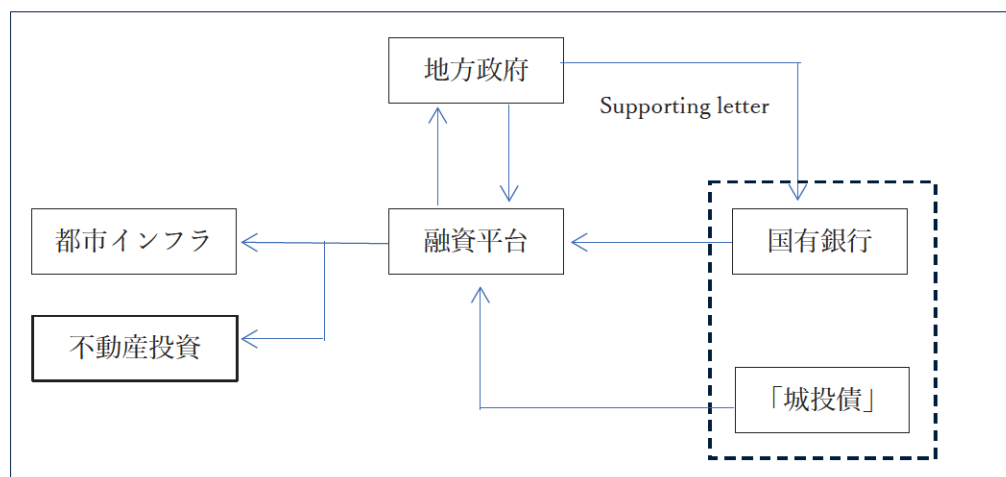
なぜシャドーバンクが急成長したかについてその原因はすでに明らかになっている。人民銀行（中央銀行）が金融引締政策を強化すると、金融市場では流動性不足（資金不足）が顕著になるため、シャドーバンク、すなわち、影の金融市場でファイナンスすることは盛んになる。こうしたなかで、金融監督は不十分であるため、資金を調達するノンバンクなどにおいてありえない高い利回りを約束する「理財商品」と呼ばれる投資信託金融商品がたくさ

ん販売された。

10 年ほど前のことだが、筆者は勉強のため、北京で理財商品を買ってみたことがある。買ったのは国有銀行の窓口だった。国有銀行の支店に行くと、預金に来る人でも、銀行員は積極的に理財商品専用窓口案内しようとする。話を聞いてみると、売られていた理財商品はその銀行のものではなくて、不動産デベロッパーや「融資平台」などの理財商品を銀行が仲介しているものだった。当時、銀行の定期預金の金利は 4 % 台後半だったが、理财商品の利回りは 5 % 台後半から 16 % まで様々なものがあった。銀行員はそれを勧誘するとき、極力言葉を濁して、リスクがあることをいわない。

最終的に 5 % 台の理财商品を一本買ってみた。満期は 157 日での商品だった。実際、手続きしてみると、「この商品にリスクがあって、自己責任で購入する」といったような文章を購入申込書に手書きで複写させられた。要するに、買う人はいざデフォルトになった場合、銀行は責任を負わないと覚悟しないとイケない。しかし、勧誘されたとき、リスクについてまったく説明されなかった。

図表 3 参照 中国地方政府設立の「融資平台」の仕組み



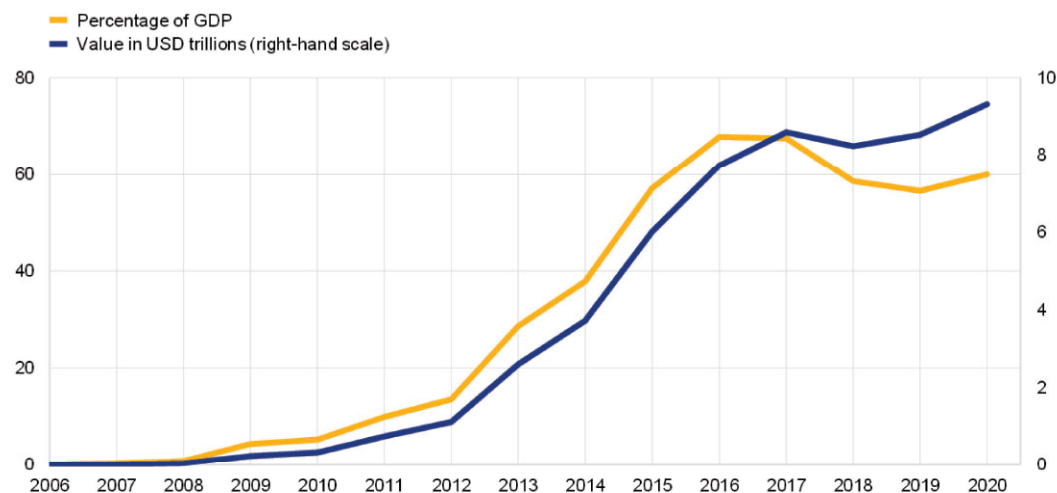
資料：筆者作成

銀行は買う気にさせてから、リスクがあることを申込書に書かせながら、「実際は、デフォルトの可能性はほとんどないよ」と筆者のそばで言っていた。銀行の窓口で銀行員があれだけ積極的に理财商品を勧めたことから、おそらく銀行および銀行員個人に対するキックバックがあるのではないかと推察される。

先進国の銀行でも、投資信託の金融商品を販売することがあるが、銀行本体の預貯金業務との間で厳しいファイアウォールが設けられている。中国では、銀行の窓口で理财商品を買ってくる個人の多くは、その理财商品のことを銀行が単に仲介している金融商品であると理解していないはずである。銀行が売っている理财商品だからリスクがないと思い込んで買っている人が多い。いざデフォルトが起きたとき、銀行が返済してくれると誤解している

人が少なくないと思われる。とくに 10%以上の利回りを「約束」する理財商品などはほとんど元本も戻ってこないものと覚悟しておかなければならない。幸い、筆者が勉強のために購入した理財商品は満期の翌日に元利ともに取り戻した。

図表 4 中国のシャドーバンクの金額と GDP シェアの推移



注：2022年末現在、中国のシャドーバンク残高は10兆ドルに迫り、GDPの60%に相当する

資料：ECB Economic Bulletin, Issue 2/2022

近年、中国政府は理財商品を中心とするシャドーバンクの膨張を警戒して、銀行の理財商品の仲介を厳しく管理するようになった。しかし、図表4に示したように、理財商品の残高とGDPに占める割合は依然高い水準にある。その背景には、旺盛な資金需要があって、国有銀行を中心とする正規金融機関はそれに応えていないからである。2023年になって、不動産バブルは崩壊し、それにとまって理財商品などのシャドーバンクのファイナンスも少し下火になる可能性がある。

リコノミクスと脱レバレッジ

2000年代に入ってから中国経済を振り返れば、楽観的な期待に基づいたデベロッパーの高いレバレッジによって債務が積み上がる半面、高い経済成長が成し遂げられた。高い成長を支えたのは高いレバレッジと高い債務比率だった。すべての根本にあるのは政府共産党が高い経済成長の実現を政策目標として掲げたことにある。近年、不動産市況が悪くなるにつれ、不動産デベロッパーの資産が目減りし、債務超過に陥った。とくに、不動産デベロッパーはたくさんの外債を借り入れた。FRBはインフレ抑制のため、急激に利上げを実施した。その結果、中国不動産デベロッパーはドル建て債務の返済を延滞するようになった。

ドル建て債券のデフォルトは不動産バブル崩壊と金融システム危機の本源的な原因ではないが、引き金となった可能性がある。

李克強前首相は在任期間中（2013－23 年）、一連の経済政策を打ち出した。これらの経済政策はレーガノミクスとアベノミクスに因んでリコノミクスと命名された（図表 5 参照）。総括すれば、リコノミクスは安易な金融緩和を行わず、脱レバレッジと構造転換が柱であった。習政権が正式に誕生したのは 2013 年 3 月だった。それまでの 30 余年間、中国経済は奇跡的な高成長を成し遂げた。

図表 5 レーガノミクス、アベノミクスとリコノミクスの比較

レーガノミクス	アベノミクス	リコノミクス
1980 年代	2012 年～	2013－23 年
・ サプライサイド経済学 ・ 規制緩和 ・ 減税による景気刺激 ・ 小さな政府	3 本の矢 ① 異次元の金融緩和 ② 機動的な財政政策 ③ 成長戦略	・ 無理に金融緩和せず ・ 脱レバレッジ ・ 構造転換

資料：筆者作成

しかし、中国経済の奇跡は政府共産党にとって間違いなく重荷になっている。中国共産党は選挙で選ばれていないため、その正当性を証明する唯一の方法は高い経済成長を実現し、人民生活を裕福にすることである。事実、中国共産党は幹部を昇進させる評価基準において高い成長を実現できたかどうかをなによりも重要視している。ちなみに、習政権になってから、幹部を昇進させるかどうかの基準は経済成長を実現できたかどうかに加え、習主席への忠誠心がもっとも重要視されているようだ。高い成長率の実現は共産党への求心力を強化するためのツールだが、習主席への忠誠心は習主席への求心力を強化するツールである。両者は本質的に同じものといえる。

習政権になってから、それまで毎年目指していた 8 % 成長を実現できなくなったため、李克強前首相は無理に 8 % の高い成長を目指さなくても、6－7 % の中高成長を目指せばいいのではないかとわずかながら方針を転換した。当時、それは「新常态」（ニューノーマル）と呼ばれていた。リコノミクスが唱えた脱レバレッジはまさにこうした背景から生まれたものだった。

仮にリコノミクスが額面通りに実施されたら、不動産バブル崩壊を免れたのかもしれない。しかし、習政権において権力の一極集中は予想以上に進み、李克強前首相は歴代首相のなかでもっとも弱い首相となった。理念があるが、それを実施する力がない。結局のところ、正しい問題意識に基づく正しい政策が提案されたが、ほとんど実現しなかった。習政権になってから、経済成長率は年を追うごとに下がり、「新常态」で唱えられた 6－7 % の成長率すら実現できなくなった（前掲図表 1 参照）。予想以上に経済成長率が下がったため、習政権は不動産開発を促して経済成長を維持せざるを得なくなった。前述した通り、中国国内の

研究者の推計によれば、不動産および不動産関連産業の GDP 比は約 30%に達しているといわれている。逆にいえば、製造業およびサービス業が経済成長をけん引する力が弱くなっているということになる。

見方を変えれば、習政権にとって不動産バブルの崩壊は致命傷になる可能性が高い。だからこそ不動産バブルの崩壊を許すわけにはいかない。詳細は後述するが、習政権が考えているのは不動産バブルの崩壊を受け入れてその後処理をすることではなくて、いかにバブルが崩壊しないようにデベロッパーを救済するかということのようだ。むろん、中国政府がバブル崩壊を食い止められるかどうかは未知数である。仮にデベロッパーを救済するにしても、数百社を数えるデベロッパーをすべて救済するわけにはいかない。その線引きが難しい。

中国経済における不動産業の存在

前述の通り、中国は社会主義国家であり、制度的にみれば、土地は公有制である。また、政策面において国有企業が優先されているのも特徴的といえる。図表 6 に示したのは中国企業資産総額ランキングトップ 10 の推移である。2023 年、アリババが 10 位に入ったほか、すべては大型国有企業である。石油などのエネルギー企業や金融機関および鉄道建設など重厚長大企業がほとんどである。

むろん、これらの国有企業は資産規模が大きいだけで、政策的に優遇されているから、市場を独占して規模がますます大きくなっている。胡錦濤政権（2003－13 年）の 10 年間、国有企業による市場独占が一段と強化され、「国進民退」が進んだ。とくに、2009 年、中国政府はリーマンショックの影響を抑えるため、4 兆元の財政出動を実施したが、そのほとんどはこれらの大型国有企業に流れた。

図表 6 中国企業資産総額ランキングトップ 10 の推移

	2010 年	2015 年	2020 年	2023 年
1	中国石油	中国石油	中国石油化工	中国石油化工
2	中国石油天然ガス	中国石油天然ガス	中国石油天然ガス	中国石油天然ガス
3	中国移动	中国建筑	中国建筑	中国建設
4	中国鉄道建設	工商銀行	中国平安保険	中国中鉄
5	中国中鉄	中国移动	工商銀行	中国平安保険
6	中国人寿保険	上海汽車	中国中鉄	中国鉄道建設
7	工商銀行	中国中鉄	上海汽車	京東集団
8	建設銀行	中国鉄道建設	中国鉄道建設	中国移动
9	中国建筑	建設銀行	中国移动	工商銀行
10	中国銀行	農業銀行	中国人寿	アリババ

資料： <https://www.caifuzhongwen.com/>

一方、中国の不動産デベロッパーの大半は民営企業である。会社の規模は国有企業に及ばないが、収益性が高かったため、そのほとんどが創業されてから 20 年程度で中国屈指の億万長者となった。図表 7 に示したのは中国の億万長者、ミリオネアトップ 10 の推移である。わかりやすいように、ミリオネアトップ 10 の経営者ではなく、その会社名を示している。2020 年、コロナ禍が始まったときのミリオネアトップ 10 の 5 位には恒大集団の許家印氏がランクインした。7 位は最大手デベロッパー碧桂園の楊国強氏だった。2023 年、不動産バブルは崩壊し、中国本土のデベロッパーはすべてランキングから抜け落ちた。7 位の長江実業は香港の財閥である。

図表 7 中国ミリオネアトップ 10 の変化

	2010 年	2015 年	2020 年	2023 年
1	ワハハ	万達	アリババ	養生堂
2	海普瑞	アリババ	テンセント	テンセント
3	求玖紙業	ワハハ	養生堂	拼多多
4	三一集団	テンセント	順豊	寧徳時代
5	Baidu	シャオミ	恒大集団	ティックトック
6	華彬	蘇太華系	美的	網易
7	東方希望	Baidu	碧桂園	長江実業
8	万達	汎海	網易	美的
9	蘇寧	蘇寧	拼多多	吉利
10	世茂集団	万向・華彬	牧原	アリババ

注：①太字は不動産業、②表中に示したのは社名だが、ミリオネアはこれらの会社の創業者または経営者である

資料：胡潤百富

これまでの 20 余年間、中国経済にとって不動産業は間違いなく力強いエンジンだった。だが 2023 年、不動産バブルが崩壊して、中国経済は失速してしまった。中国経済が失速したと断言しているのは習政権が有効な経済政策を打ち出せず、経済成長率が急に減速しているからである。

むろん、これは中国不動産業がこのまま衰退していくことを意味するものではない。中国にとってはこれからも都市再開発を進めていく必要がある。重要なのは、不動産業を発展させる市場環境と市場のルールをきちんと整備していくことである。不動産業は単なる建設業だけでなく、金融を含めて、個人にとって資産を運用する重要な市場である。むろん、土地の希少性を考えれば、土地が一握りの富裕層に過度に集中してしまうことは社会不安につながる心配がある。なによりも、中国共産党が現在の体制を社会主義と謳っている以上、これ以上格差の拡大を看過してはならない。したがって、不動産開発ブームと不動産バブルは単なる経済の問題ではなくて、中国社会に内在する政治経済問題の縮図である。

中国経済が直面する「失われた 20 年ないし 30 年」の可能性

一部の研究者の間で中国経済の日本化が議論されている。不動産バブルの崩壊という現象面では、似ているところがあるかもしれないが、本質的には異なる問題である。米国スタンフォード大学客員研究員許成鋼氏（専門は理論経済学）は、目下の中国経済は構造的に 1970 年代のソ連経済とよく似ていると指摘している。許氏の指摘の理由は政府による経済統制という意味で似ているということにある。30 年前の日本の資産バブル崩壊は基本的に市場の失敗だった。その後のバブルの後処理において政府の失敗が指摘され、立ち直るのに時間がかかってしまい、失われた 30 年を喫した。

それに対して、中国の不動産バブルとバブル崩壊の起因は政府の失敗である。上で述べたように、中国政府は不動産開発を経済成長のけん引役として位置づけしている。すなわち、土地の公有制が堅持され、不動産課税、すなわち、固定資産税がいまだに導入されていない。不動産に投資し、たくさんの物件を所有している個人にとっては不動産保有のコストが安く、一攫千金のゲームだった。不動産投資ブームについて習政権執行部も危機感を抱いている。習主席自身は「住宅は住むためのものであり、投資対象ではない」と呼び掛けている。問題の本質は不動産に投資してはならないということではなく、過度な不動産保有を制限するならば、不動産関連の課税を導入する必要があるということである。

不動産投資は法的に認められている個人の自由である。不動産投資が過熱したのは、不正行為に加え、その機会コストが安いからである。過熱し過ぎた不動産投資を冷やすために、制度を改革し、関連の政策を実施する必要がある。習政権が直面する問題は市場経済型の制度が十分に整備されておらず、政府共産党は政策よりも市場に直接介入しがちである。政府共産党の市場介入は即効性がある半面、経済のハードランディングをもたらすリスクも高い。習主席の呼びかけは市場を直接統制するものであり、往々にして逆効果である。

2023 年末現在、習政権は金融緩和政策を以て不動産バブルの崩壊を食い止めようとしているように見える。しかし、同年 12 月に開かれた共産党中央経済工作会议で習主席が行った演説をみれば、具体策が打ち出されていない。現状において不動産デベロッパーを救済するレスキューの融資を実施しても、問題の解決を先送りするだけであり、重要なのは構造改革である。

これまで、日本ではバブル崩壊の後処理を行うのに 30 年かかった。これから、中国の不動産バブル崩壊の後処理には何年かかるのだろうか。現段階では、断定的にいうことはできないが、日本経済を取り巻く外部環境と中国経済を取り巻く外部環境とを比較して大きく異なることが分かる。

日本経済のデフレは 30 年間続いたが、輸出製造業は順調に日本経済を支えていた。それに対して、中国経済にとって米中対立とサプライチェーンの再編は経済成長を妨げている。

習政権は目の前の状況の深刻さを十分に理解しておらず、内循環、すなわち、自力更生で経済成長を実現しようとしているようだ。しかし、中国の経済構造は輸出依存のものであり、内需だけで成長を持続させるのはそもそも無理なことである。

最近、中国国家统计局報道官の記者会見を聞いていると、都合の悪い経済統計を言葉で粉飾しようとしている傾向が強い。すなわち、具体的な経済統計をいわずに、経済が改善に向かっているというように言葉を濁す場面が多い。しかし、不動産バブルは崩壊し、経済が回復する力は弱い。国家统计局が正しい統計を発表しなければ、ポリシーメーカーは正しい政策を考案する明確な根拠がない。このままいくと、中国は失われた 20 年ないし 30 年を喫する可能性が高くなる。

5. 若者の結婚の条件：マイホームの所有

中国社会の異変、なぜ人口が減少したのか

中国は世界一の人口大国だった。しかし、これはすでに過去型となっている。今やインドが世界一の人口大国になっている。中国にとって一番深刻なのは人口の減少だけではない。高齢化が急速に進んでいることは深刻な社会問題になりつつある。

約 10 年前に、筆者は中国の介護制度を調査するために、北京のある「社区」（コミュニティ）を見学させてもらった。北京市内の古い団地だが、いわゆる独居老人が多く、子供はみんな独立して生活しているといわれた。公的な介護保険が整備されていない中国で、独居老人の多くは介護難民になっている。

高齢化問題とコインの表と裏の関係にあるのは少子化問題である。人口が減少したのは出生率が急速に低下しているからである。なぜ出生率が急低下しているかについて、一番の原因は 40 年間も続いた一人っ子政策の解除が遅れたからである。長年、中国政府は一人っ子政策を徹底するために、「計画出産委員会」を設立して一人っ子政策を徹底的に貫徹させた。実は、一人っ子政策の解除に一貫して抵抗していたのはまさにこの「計画出産委員会」だった。その言い分は、この委員会には全国組織で約 650 万人の職員がおり、一人っ子政策が撤廃されたら、これらの職員は失業してしまうため、一人っ子政策を撤廃してはならないという本末転倒の主張だった。仮に 2010 年ごろ一人っ子政策が撤廃されていれば、人口の減少を緩やかにすることができた可能性があった。

出生率を押し下げるもう一つの要因は子育てのコストが年々高くなっていることである。中国社会、とりわけ都市部では、子供の教育熱が高く、小学校に入る前からピアノなどの習い事をさせるのが一般的になっている。小学校に入ってから下校後、進学塾に通う学生が多い。なによりも、名門小中学校のエリアのマンションやアパートは「学区房」と呼ばれ、普通の物件よりも倍以上高いことが多い。親にとって子育てコストは想像以上の経済的負

担になっている。結果的に子供を産まない若者は増えている。

さらに、出生率を押し下げるもう一つ意外な原因は不動産価格の高騰、すなわち、不動産バブルである。中国の若者は結婚の条件としてマイホームを購入することがある。まるでマイホームすら購入できない人は結婚する資格などないといわんばかりである。むろん、20代や30代の人にはマイホームを買うほどの経済力がほとんどない。中国では、一般的にマイホームを買うとき、住宅ローンを借りる際の頭金は購入代金の30%である。多くの人は頭金を用意することができず、親の支援を受けて頭金を払う。親は我が子が結婚できないのを見て見ぬふりをすることができず、老後の資金の一部ないし全部を我が子に渡す。代わりに、自分の老後は我が子に面倒をみてもらおうと夢を見る。しかし、こうしたなかで我が子を支援する経済力のある高齢者はまだいいほうだが、経済力のない高齢者も少なくない。その場合、若者はマイホームを買うことができず、結婚を断念せざるを得ない人が多い。結果的に結婚したくても結婚できない若者も少なくないため、出生率はさらに低下してしまっているといわれている。

2013年3月、習近平政権が正式に誕生したあと、それまで中国経済の高成長を支えていた若くて教育された豊富な労働力、すなわち、人口ボーナスがオーナスとなっている。前述した通り、李克強前首相は都市化ボーナスに対する期待を寄せていた。しかし、前述した通り、都市化が中国経済をけん引する力は思ったよりも強くない。現実問題として出生率が低下し、人口動態の少子高齢化が急速に進んでいることから中国経済はこれから需要不足に直面することになる。不動産開発の観点からみると、出生率が低下していることから不動産需要もなかなか上向かない可能性が高い。中国国内の専門家のコンセンサスでは約2000万戸が供給過剰になっているといわれている。この数字は現実味のあるものと思われる。出生率が低下するなか、当面は在庫の物件を値下げして売るしかなく、新規の開発プロジェクトへの着手は難しいと思われる。北京や上海などの大都市を中心に中古物件を含めて価格がすでに3割下落したといわれている。それでも若者の失業率が高止まりし、失業していても、賃下げが実施されているため、不動産の買い控えが目立つ。したがって、中国の不動産市場は需要不足が長期化する可能性があり、サプライサイドの調整も必要であると考えられている。

なぜ中国の若者は賃貸市場を敬遠するのか

日本では、若者は大学を卒業して、会社に就職したら、自宅から通う人は別として、多くの人は賃貸でアパートを借りて住む。日本の賃金体系は今でも年功序列であるため、就職してから、ある程度年数が経って給料が徐々に上がれば、結婚に向けてマンションを買う人が多い。なかには、結婚してからも賃貸マンションやアパートに住む人も少なくない。賃貸で家を借りるメリットには気楽さがあると思われる。とくに財産形成を考えないで、気楽に生

活したい人にとって賃貸で家を借りるのは決して悪い選択ではない。そして、低所得層の人々は家賃の安い公団住宅を申し込むこともできる。すなわち、日本では、各々の所得層の多様化した需要に応える形で住宅の供給も多様化している。

それに対して、中国では、不動産バブルは崩壊したが、賃貸に乗り換える人が少なく公団住宅も整備されていない。低所得層は住む家がなく、大都市の一角がスラム街化する傾向がある。数年前に北京市政府は街の景観をよくするために、「低端人口」（低所得層の人々）を本籍地に強制送還する措置を講じた。それを直接指示したのは習政権常務委員の一人の蔡奇氏（当時は北京市長）だった。都市部でスラム街が出現すると、治安が悪くなるのは確かなことだが、だからといって、住民を本籍地に強制送還するやり方は明らかに乱暴すぎるといわざるを得ない。北京市の経済力であれば、日本の公団住宅のような住宅を整備して、抽選で入居を受け入れることができるはずである。これらの「低端人口」と呼ばれる低所得層の人々はたいてい北京市で飲食や宅配などのサービス業に従事していた。彼らが本籍地に強制送還されてから、北京市民の生活に支障を来すようになったと報道されている。

中国の都市部では公団住宅が整備されていないだけでなく、民間の賃貸マーケットも大きく育っていない。賃貸マーケットが育つには、貸すほうと借りるほうはいずれも賃貸契約を守ることが前提である。しかし、中国では、法律の整備は進んでいるが、法の執行がきちんと行われていないため、契約をきちんと守る文化が十分に根付いていない。すなわち、借りるほうも貸すほうも相手が一方的に契約を破棄するのを心配してトラブルになるのを回避したいと考えるのである。

それに、中国人が賃貸で家を借りたくないもう一つの理由は資産形成ができないと考えるからである。すなわち、仮に10年間、賃貸で家を借りた場合に、せっせと毎月家賃を払っても、10年経って、自分になんの財産も残らない。中国人は日本人と違って、財産形成に関心が高い。上でも述べたが、中国人にとってマイホームはステータスシンボルである。ただし、ビジネスを行う人、とりわけ、店を経営する人は、店舗の不動産を買う人が意外に少なく、たいていの人は賃貸で店舗を借りる。それはビジネスが失敗するリスクがあり、家賃は店の経費として計上できるからであろう。

総じていえば、中国人は自分が住む家としてマイホームを買う志向が強い。人口の多い国であるため、みんながいつせいにマイホームを購入しようとして、不動産市場は一気にブームとなった。実需と潜在需要を考えて、投資家も中国の不動産市況を楽観的に見通すようになった。

一方、経済発展とともに、所得格差は急速に拡大した。富裕層はマイホームではなく、投資目的で二戸目、三戸目の物件を買っていった。不動産ブームが過熱しすぎて、中国政府は銀行に通達を出して、二戸目以上の物件を購入する個人に対して、頭金を引き上げしたり、住宅ローン金利優遇を引き下げたり、さまざまな措置を講じた。ただ一つ、前述したように固定資産課税をいまだに導入していない。

富裕層は投資目的で二戸目や三戸目の物件を購入しても、賃貸に出す人が少なく、ほとん

どの人は物件が値上がりするのを待って転売してキャピタルゲインを狙う。一般的にマイホームとして買う場合は、実需であり、不動産ブームが大きく膨らみにくいといわれている。投資と投機が盛んになると不動産バブルが大きく膨らむようになる。

中国は日本と同じように貯蓄率の高い国であるが、日本とは異なる面もある。日本人はお金をためても、無理にリターンを求めず、多くの人は金利がゼロでもせっせと銀行に預金する。それに対して、中国人はリターンを求める傾向が強い。結局のところ、個人の金融資産は直接的ないし間接的に不動産市場に流れ、不動産バブルを拡大させた。

失業者の急増と寝そべる若者たちの悲鳴

コロナ禍で医療従事者と警察官とみられる政府の役人たちがある若夫婦を隔離施設に連れていかうとしたとき、どんなに説得しても、若夫婦は応じなかった。最後に、役人たちは「このまま拒否すると、お前たちの子供の将来の進学にも支障を来すぞ」と脅した。それに対して、若夫婦はまったく動じる様子をみせず、「安心してくれ、子供を産まないから、我々は家族のなかで最後の世代だ」と返した。のちにこの若夫婦が返した「最後の世代」はネットで流行語となった。

3年間のコロナ禍は終息したが、中国社会と中国人の心に予想以上の深い傷跡を残した。中国政府はコロナ禍でどれぐらいの企業が倒産したかを発表していないが、ネットの SNS などの書き込みによると、約 400 万社の中小零細企業が倒産したといわれている。中国最大の商業都市上海でも、市中心部の商店街がシャッター通りと化してしまった。

どの国も同じことだが、中小企業はもっとも雇用に寄与するセクターである。中国政府が 2023 年 7 月に発表した同年 6 月の若者（16－24 歳）失業率は 21.3%と前代未聞の高水準である。それでも、この公式統計の若者失業率が過小評価されている可能性があるといわれている。それと同じ時期に北京大学張丹丹副教授⁵は中国政府が発表した若者の失業率に実家に戻って生活している、実際は失業状態にある若者（約 1600 万人）を加算すると、実際の若者失業率は 46.5%に達するとの推計を発表した。張副教授の推計は、若者の二人に一人は失業しているという計算である。2023 年 7 月、中国政府は若者の失業率の定義に問題があるとして、その発表を停止した。逆にいえば、若者の失業が改善されていないから発表できなくなった。本当の統計を発表すると、社会問題になるのを心配しているからであろう。その後、若者失業率の定義が変えられ、積極的に就職活動を行っていない人、親と同居している人、少しでもアルバイトしている人などが失業者としてカウントされない。2025 年 6 月の若者失業率は 13.2%と発表されているが、実態はその倍以上のはずである。

中国人の若者の目の前にあるのはかつてないほどの格差社会である。しかも、格差は徐々

⁵ <https://opinion.caixin.com/2023-07-17/102076568.html>

に固定化している。共産党高級幹部の子供は進学や就職において常に有利な立場にあり、特権を利用することができる。かつて、毛沢東の時代（1949－76 年）、中国共産党は嘘でもみんなは平等であると唱えていた。今の中国社会は、共産党総書記・国家主席を中心とする同心円のようなもので、その権力の中心との距離によって有利か不利か決まるようになっている。李克強前首相は一時期「大衆創業、万衆創新」を提唱していた。そもそもみんなが創業するのはありえないことである。また経済が登り坂にあるときは創業しやすいが、下り坂にあるとき、創業しても、失敗する確率が高い。若者は創業する資金すら調達できない。一国の首相が大衆創業を提唱するのは気持ちが分からないことでもないが、ある意味では無責任といわざるを得ない。

都市部の中国人若者は小学校から高校まで習い事と受験勉強に奔走し、なんとかして大学に進学しても、卒業後、就職ができない。目の前にある厳しい現実には立ち向かう実力がなく、自分の将来について絶望してしまう。人間はほかの人も自分と同じように苦しんでいるのを見ると、まだ頑張れる可能性があるが、同級生のなかに共産党高級幹部の子供がいて、自分はどんなに成績が優秀でも、幹部の子供にかなわず、相手は親が用意してくれる素晴らしい就職先につき、自分はどこからも内定をもらえない。これでは、絶望してしまうしかない。中国では、毎年どれぐらいの人が自死しているか、公式統計が発表されていないが、マスコミの報道によれば、最低 30 万人前後といわれている。コロナ禍以降、若者の失業率の上昇に伴い、若者の自死が増えているとみられている。なぜならば、ネットの SNS で若者の自殺の動画がたくさんアップされているからである。

中国社会のジェネレーションギャップ

中国で社会問題を深刻化させている要因の一つは社会の変化が速すぎて、60 代以上の高齢者が社会の変化に十分に適応できないでいることである。一例をあげれば、中国でキャッシュレス決済は急速に普及し浸透している。タクシーやバスに乗ろうとしても、支払いは現金ではなくてすべてキャッシュレス決済を使わなければならない。

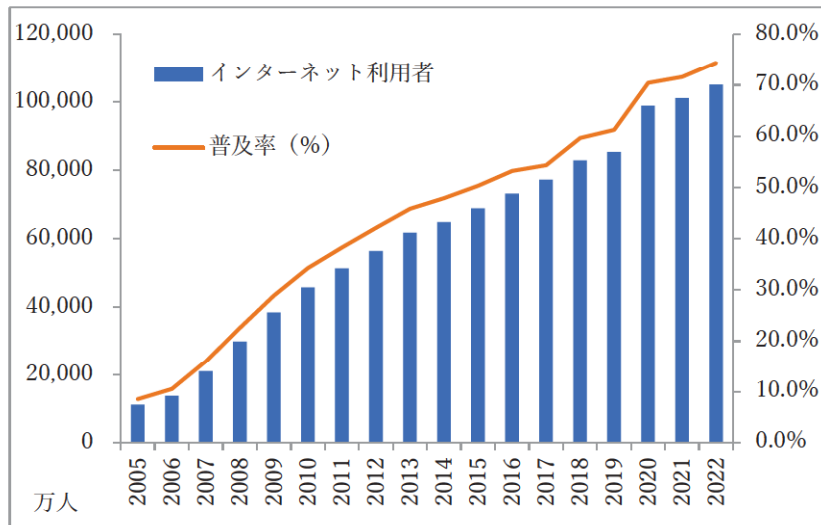
中国社会のジェネレーションギャップはキャッシュレス決済が使えるか使えないかという目にみえるもの以上に、目にみえない意識の違いのほうが予想以上に大きい。中国では、スマホは普及しており、ネット・ユーザーは 10 億人を超えている（図表 8 参照、2022 年末現在 10 億 5000 万人）。若者を中心にネットの SNS を利用してさまざまな情報に接している。大胆に言えば、中国人若者は先進国の若者と比較して意識的に大差がない。

中国共産党は学校教育のなかで愛国教育を強化しているが、毛時代ほど効果がないはずである。イデオロギーの愛国教育によるマインドコントロールは外からの情報のシャットダウンが重要である。中国の若者の中には VPN をインストールして海外の SNS にアクセスする人も少なくない。海外の SNS に中国国内のさまざまな動画などがアップされている

のはその証左である。

政治学者や歴史学者の一部は習近平政権が毛時代への逆戻りを図っていると指摘しており、実際にその意思があるかもしれないが、習執行部にとりそれは簡単な作業ではない。何と言っても、中国人はいくらか自由を味わった。再び北朝鮮のような鎖国社会に逆戻りすることについて社会的な合意を得ることができない。

図表 8 中国のネット・ユーザーの推移



資料：中国インターネット情報センター（CNNIC）

ジェネレーションギャップは諸外国でも考察されるものだが、中国社会のジェネレーションギャップはそれ以上に大きいものである。60代以上の高齢者は毛時代に教育を受けていまだにそのマインドコントロールが解かれていない者が多い。40代以下の若い世代は改革・開放以降生まれた世代であり、イデオロギー的な影響が比較的小さい。40代と50代は中二階の世代であり、これからの中国社会の柱になるが、大きな変革を期待できない。現在40代以下の世代が上がってくると、中国社会は大きく変わる可能性が出てくる。むしろ、共産党の指導体制を堅持するために、習政権はイデオロギー教育を強化している。それがどこまで浸透するかにもよるが、中国社会が本格的に変化するのが遅れる可能性もある。

こうしたなかで、足元の中国とこれからの中国を分けて展望すると、足元の景気減速と不動産バブル崩壊によって、中国社会は足踏みする可能性が高くなる。不動産バブルの崩壊が経済危機に発展するかどうかによって習政権の政治基盤が揺らぐ可能性もある。だからこそ2023年12月に開かれた共産党中央工作会議で習主席は演説のなかで繰り返し「(国家の)安全維持」を連発した。これからの5年ないし10年、中国経済は中低レベルで成長していく可能性が高く、中国人に落ち着いて反省する時間を与えることになる。このように考えれば、低成長は必ずしも悪い話とはかぎらない。

これまで若い世代の中国人は激変する社会に適応するように奔走してきた。無理してマ

イホームを購入しようとするのはその典型例といえる。本来、自分らしい生活とはどのようなものを反省する好機となる。中国社会の合意形成は学校教育のなかで共産党への忠誠心を誓わないといけないと教わっていることから各々の個人の独立思考力が弱い。親の世代は毛時代の影響が強くて、子の世代は本来個性が認められるはずだが、かなり個性が殺されている。見方を変えれば、ジェネレーションギャップは親の世代による子の世代への影響が弱くなるきっかけとなる。半面、中国の伝統文化が壊れるきっかけでもある。むしろ、中国の伝統文化は毛時代にすでに壊れている。10年間続いた文化大革命は中国の古典文化を根こそぎに壊してしまった。当時、学校教育のなかで漢文はまったく教えられなかった。だからこそ中国の家族において親孝行がとくに形骸化してしまった。中国のような古い多民族国家がそれを支える精神的支柱を失って、社会が安定するとは思えない。不動産バブルの崩壊は中国社会にメリットとデメリットの両方をもたらすことになると思われる。

6. バブルは必ず崩壊する、その行方

中国人の貯蓄行動

今から約20年以上前のことだが、北京である国際カンファレンスに参加したことがある。このカンファレンスの主催者は当時の人民銀行（中央銀行）金融研究所所長謝平氏（当時）を招いて、我々海外から参加者とのディスカッションを行った。謝氏が何を話したか、ほとんど覚えていないが、一つの問題提起だけ今も鮮明に覚えている。彼は、アメリカ人は借金をして、目の前の生活を幸せにしているという。中国人は借金しないから経済も発展しないうえ、自分の生活も幸せになりにくい指摘した。当時は朱鎔基元首相の時代で、中国国内のエコノミストの間でクレジット経済を推進すべきとの論調が強く出されていた。すなわち、中国人もアメリカ人に習い、もっと借金すべきとのことだった。

もともと中国の銀行はほとんど国有銀行である。国有銀行は個人はもとより民営企業にもほとんど融資をしようとしない。それゆえ、中国ではいまだにクレジットカードが普及していない。広く使われているのはデビットカードである。クレジットカードとデビットカードの違いは、クレジットカードはカード保有者が事前に設定した限度額の上限まで利用でき、事後的にカード会社に使ったお金を払う仕組みである。設定される上限額はいわばその人の信用度である。だからクレジットカードと呼ばれているのであろう。アメリカなどでは、クレジットカードすら持っていないという人は信用がないということを意味する。それに対して、デビットカードはそれとリンクする口座にあるだけの金額を利用できるカードであり、限度額が設定されていない。たとえば、口座に1000円しかなければ、1000円までしか使えない。1億円があれば、1億円まで使える。

ある意味では、中国の国有銀行が個人に住宅ローンを貸すようになったというのは大き

な進歩だったといえる。それでも、中国人の気質からして銀行から借金して消費するのはまだ一般的ではない。そのなかで、家や車を買うときは、抵当権を設定してローンを組むことができる。1999 年、中国で「担保法」が制定・施行された。銀行は国有企業以外の法人や個人への融資について基本的に有担保原則である。中国の銀行は個人に融資を行う際、家や車などの固定資産を担保に設定している。

それでも、中国では、高齢者ほど節約を美德として消費を控える傾向がある。基本にお金があれば、できるだけ貯蓄しておく。この点については日本人とほとんど同じである。おそらく日本人の貯蓄行動と比較して中国人が異なるのはここから先である。リターンを求めるのが中国人で、日本人はリスクをとってまでリターンを求めない。だからこそ銀行の預金金利がゼロになっていても、ほかの運用方法を考えないでせっせと預金する人が多い。一方、中国人はお金を貯めたら、できるだけリターンを最大化しようとする。銀行の定期預金の金利は世界的にみて、高い水準にあり、物価は大きく高騰していないのに、中国人はそれ以上のリターンを求める傾向が強い。

ただし、中国では、株式に投資する人が極端に少ない。国務院発展研究中心の元エコノミスト呉敬蓮氏は、かつて「中国の株式市場は賭博場のようなものである」と指摘したことがある。それに対して、実際株式に投資したことのある経済学者はおそらく大損したからだろうか、「賭博場はまだルールというものがあるのに、今の株式市場にはルールがない」と批判した。中国で株式市場が設立されてから、何回かブームが起きたあと、大暴落した。とくに個人投資家の多くは大損してしまい、株式投資のリスクがそれで周知徹底された。

個人投資家にとって不動産投資は証券投資と違って、紙くずになるリスクが低いから選好されていると思われる。しかし、個人にとってマンションを購入するのはかなり高額投資であり、往々にして家族や親戚からお金を借り入れてマンションを購入するケースが多い。なかには、親友同士でお金を出し合ってマンションに投資する「群」（クラブ）まで現れている。むろん、実際に不動産投資ができるのは一握りの富裕層だけである。多くの人は定期預金よりも投資信託の一種である理財商品に投資しているが、それに対する管理がずさんで、詐欺も横行しているため、大損した人も少なくない。中国人にとって、貯蓄するのはいいが、どのように運用すればいいかは悩みの種である。

中国人の消費行動

一般的に経済学の観点からみると、消費者の消費行動（消費関数）は所得と経済成長に対する期待によって決まるものと考えられている。政策当局は消費者の消費行動に影響をあたえる政策手段として、金利を調整することが多い。目下の中国人の消費性向を大きく変えたのは間違いなく 3 年間のコロナ禍、とりわけ厳格な隔離措置を中心とするゼロコロナ政策だった。

コロナ禍前の中国人の消費性向はかつてないほど楽観的なものだった。世界主要大都市のブランドショップの前で朝から行列を成していたのは中国人観光客だった。パリでは、中国人観光客によるブランド品の買い占めを防ぐために、一人一回の入国につき、買えるブランド品の数量が制限されたほどだった。当時、中国の一人当たり GDP はまだ 10000 ドル程度だった。明らかに合理性を欠いた消費行動の背景に、間違いなく所得に対する期待があった。

一般的に賃金は労働生産性によって決まるものとされているが、これほど短期間に中国人の労働生産性が大きく上昇するとは思えない。したがって、賃金はある程度上昇することがあっても、大きくは上昇しない。資産運用で得られるリターンについて、株価はほとんど上昇せず、軟調に推移していた。投資信託の理財商品も時折デフォルトのニュースが SNS などで散見されている。可能性として一番高いのは不動産投資で得られるリターンである。

それ以外に、中国人の消費行動、とりわけ海外でブランド品を買いあさる人々の動きをみると、公費で買う人は意外に少なくない。中国国内で公費を使って買い物するときには、税務署公認の公式の領収書がなければ、経費として計上できないことになっている。それに対して、海外で買い物する際の領収書は経費として計上できる。そのため、個人でビジネスをやっている人は経費として買い物する人が少なくなかった。なによりも、政府の役人およびその家族は海外で買い物して、領収書を知り合いの企業に回して払ってもらうことも多々あるといわれている。これは賄賂そのものだが、日常茶飯事である。

中国国内に目を転じると、高級なレストランの消費者の多くは公費で飲み食いするものである。これは日本の料亭とよく似ている。普通のレストランの場合、中小企業の経営者やビジネスマンの利用が多い。なかには、経費を使って接待する客も少なくない。実際、中国でビジネスの商談の 9 割以上はレストランでの食事のときに決まるといわれている。中国国内の社会学者によれば、賄賂は中国社会の潤滑油のようなものだといわれている。この表現で賄賂を正当化することができないが、言おうとしている意味は分かる。

不動産開発についても、実はよく似ている。デベロッパーは大規模な不動産開発を進めるプロセスで、土地の入札と資金調達でお世話になった役人と銀行の幹部を接待するのはもとより、もっとも重要なキーパーソンにマンションをプレゼントするのが慣例となっている。近年、追放された共産党幹部には数十戸ないし百戸以上のマンションを所有している人が少なくない。彼らの給料などの正規所得でこれだけ大量の不動産を買えるわけがない。

また、アメリカの西海岸やカナダなどにいくと、豪邸に住み、高級スポーツカーを乗り回す若い中国人のほとんどは共産党高級幹部の子供である。その親への賄賂として、海外の不動産や高級スポーツカーをプレゼントする業者が多い。海外での贈収賄は中国国内で発覚しにくい。

中国人の消費性向を検証すると、諸外国の消費者行動と大きく異なる点が見受けられる。中国では賄賂という潤滑油によって商談が順調に成立し、経済も成長すると思われる。中国社会ではこのようにして富が下から上へ巻き上げられるスピードが予想以上に速い。

したがって、中国の高額消費をけん引し支えてきたのは一握りの富裕層と中間所得層である。低所得層は搾取されるばかりで、なすすべがない。

コロナ禍は中国社会に影を落とし、中国人の消費行動も大きく変化している。たくさんの中小零細企業は倒産し、大手不動産デベロッパーはデフォルトを起こし、中国経済をけん引するエンジンが失速してしまった。最近の消費者物価指数はマイナス推移となり、内需が大きく落ち込んでいる。経済成長の失速に拍車をかけているのは習政権による民営企業への締め付けの強化である。同時に、反スパイ法が改正・施行され、外国企業は中国にある工場をほかの新興国へ移転している。これらの動きのいずれも失業を増やすものである。日本にはインバウンドの外国人観光客が戻ってきているが、中国人観光客が思ったより戻ってきていない。多くの中国人は消費より家計を守る貯蓄性向を高めている。

中国人の投資行動

中国の金融市場は国有銀行によって独占されている。長い間、民間のプライベートセクターには旺盛な資金需要があるが、民営企業はよほど強い担保資産を持っていないければ、国有銀行から融資を受けることができない。多くの民営企業が創業する際の資金の大部分が「自己資金」である。民営企業の自己資金とは、自らの蓄えと親戚や友人に対する借金である。ビジネスが軌道に乗ってから、原材料の仕入れや従業員のボーナス支給など大量の現金が必要なとき、民営企業は往々にして地下銀行からお金を調達せざるを得ない。むしろ、中国では、地下銀行は違法な存在である。しかし、中小零細企業の資金需要に国有銀行が応えないため、地下銀行は成長する合理性がある。

中国で、地下銀行がもっとも発達しているのは民営の小規模製造業が発達している浙江省や福建省などの沿海地域である。一般的に地下銀行が地域を跨って大きく成長する可能性は低い。なぜならば、地下銀行自身も貸し倒れのリスクを管理するため、地域密着型でなければならないからである。すなわち、お金を借りに来るのはたいてい顔見知りの中小企業の経営者であり、お金を借りる経営者も期日通りに返済しないと、地域での名声に傷がつくので、よほどのことがなければ、貸し倒れが起きない。

タイやインドなどの新興国でも、マイクロファイナンスが盛んであるが、ほかの新興国は中国ほど小規模製造業が成長していない。スリランカなどの新興国では、農業関連のマイクロファイナンスが盛んに行われている。主に穀物の種の仕入れや化学肥料と農薬を買うお金が必要で農民はマイクロファイナンスを利用して資金を調達する。

中国では、一部の民営企業がキャッシュフロー管理に成功し、ビジネスの急成長を成し遂げた。吉利やBYDなどの自動車メーカー、アリババやテンセントなどのビッグテック企業、滴滴出行（配車アプリ）、新東方（進学塾）などは目覚ましく成長した。これらの民営企業が成功した背景には、国有企業との競争を避けてニッチなビジネスに専念したこと、巨大な

国内マーケットに立脚していること、厳格なキャッシュフロー管理などの要因がある。

日本人は一般的に親戚や友人同士の間でお金のやり取りはあまり盛んではないが、中国人は親戚や友人同士の間でお金の借り貸しが思ったより盛んである。トラブルが多いが、ビジネスの助けにもなる。とくに民営企業の場合、私的に投資を受け入れることが多い。

中国人のお金のやり取りについて、近年大きな変化がみられている。従来のお金の借り貸しは地域密着型がほとんどだったが、2000年代に入って、インターネットを介した資金の融通が行われるようになった。それはP2Pと呼ばれるネットファイナンスである。2010年代に入ってから中国でP2Pは急成長を成し遂げた。その背景には、旺盛な資金需要、投資意欲の強い個人、中央銀行の金融引き締め政策、インターネットの普及などがある。問題は借り手の資格審査がきちんと行われていないため、詐欺などのトラブルも多発していることである。P2Pの問題は借り手の法人や個人の資質とP2Pサービスを提供するプラットフォーム企業の資質である。もともと中国では、金融市場が開放されておらず、金融サービス業への参入が厳しく規制されている。しかし、インターネットというものの特殊性と借り手企業の旺盛な資金需要に加え、一般家計の投資意欲も強いため、P2Pを中心にネットファイナンスは急成長した。それに対する監督とルール化が十分に行われていないため、トラブルが多発するようになった。

上で述べたように、コロナ禍を経て、中国では、貯蓄性向が高まり、投資需要が盛んになっている。しかし、安心して投資できる金融商品が少ないため、中国人の巨額の貯蓄はマグマのようにうねりを打ちながら右往左往している。マクロ的にみると、国有銀行を介する金融仲介は非効率であるため、中国における資金配分は極端に効率が悪い。一般的に家計の投資行動は、収益性、安全性と流動性のバランスを取りながら、ポートフォリオを最適化すると思われる。日本人は安全性と流動性を大事にする傾向が強いように思われるが、中国人は収益を最大化しようとする傾向が強い。収益性を大事にしすぎる結果、リスク管理を粗末にする傾向がある。証券投資もそうであるが、不動産投資も同じである。不動産バブルの崩壊は不動産投資を行っている家庭にとってnightmare（悪夢）となる可能性がある。

なぜ中国人はリスク管理を粗末にしてまで利益を最大化しようとしているのか。それは中国人が欲張りだからといわれると、そうかもしれないが、その背景にあるのは、これまでの30年間、経済成長率があまりにも高く、奇跡的な成長といわれるぐらい大成功したことである。結果的に中国人は将来に対して無意識のうちに楽観的になっている。要するに、中国人の意識のなかで成長するのは当たり前であり、成長が鈍化するのは一時的なことに過ぎないと思われている。中国人は将来を見通すバランス感覚に著しく欠けている。

中国の不動産バブルも必ず崩壊する

一般的にバブル形成の背景を検証すれば、政府の失敗によるものと市場の失敗によるものの両方がある。30年前の日本の経済バブルとバブルの崩壊を振り返れば、バブルの後処理について政府の失敗があるが、バブルの原因は市場の失敗によるところが大きいと思われる。それに対して、中国の不動産バブルは経済成長をけん引するエンジンと位置づけられていたことから政府の失敗によるところが大きいといえる。これからバブル崩壊後の処理について、政府はリーダーシップを取って対処しないとイケないが、基本は市場メカニズムに則って透明性を担保しながら、処理していくべきである。

そもそも不動産開発、あるいは都市再開発を推進することは国土計画の一環だろうが、経済成長をけん引するメインエンジンと位置づけるのは明らかに間違っている。中国政府の経済政策は成長目標、すなわち、成長至上主義を前提にしているため、中央省庁と地方政府を中心に政府共産党が掲げる成長目標を達成するために、無理に不動産開発を促した。その結果、不動産バブルが起き、マクロ経済の効率も低下している。不動産開発がブームとなって、それによって得られる収益が上がり、人々は地道な研究開発を行わなくなった。実は、不動産開発は経済成長をけん引するエンジンではなくて、経済成長と相応のスピードで進めていかないとイケないものである。格差の大きい中国社会では富裕層は大豪邸に住もうとする。共産党高級幹部はどんな豪邸に住んでいてもランニングコストを負担しない。これまでの30年間、中国の都市面積はどんどん拡張していった。半面、農地面積は急速に減少してしまった。中国は食糧不足という潜在リスクに見舞われている。

習主席は何度か「灰色のサイを警戒すべき」と呼び掛けたことがある。中国社会および政府共産党にとって不動産バブル崩壊は間違いなく灰色のサイである。そもそも灰色のサイとは高い確率で起きる大規模な潜在リスクのことである。習主席の呼びかけからすれば、共産党中央執行部は目前に迫るリスクを十分に認識しているように思われる。ただし、中国では、民主主義の選挙が行われていないため、共産党幹部は一般的に記者会見を開くのを極端に嫌う傾向がある。記者会見は政治指導者が人民と情報を共有する重要なチャネルであるが、中国では、執行部の危機意識は人民と共有されにくい。これもリスクが危機に発展して、傷が深まりやすい体質の一因になっている。

不動産バブルの問題はバブルそのものよりも、バブルになった原因を明らかにし、バブルの後処理を速やかに行うことが重要である。マクロ経済の観点からみると、不動産バブルは間違った資源配分の産物とみることができる。非効率な資源配分をもたらし金融システムを改革しなければならない。バブル崩壊後の処理について、これ以上傷が深まらないようにするために、迅速な対応が重要だが、同時に、その透明性と公平性が担保されなければならない。政府がデベロッパーや金融機関の救済に乗り出す場合、どういう手続きを踏まえて救済を行うかの説明責任を果たす必要がある。この点は専制政治の政府共産党にとって一番の難題になると思われる。ブラックボックスのなかで、救済作業を行うと、社会の不公平

性はさらに増幅する恐れがある。したがって、不動産バブルの崩壊は単なる経済の問題ではなくて、習政権の経済運営と政治システムの力量を試される試金石になる。

終わりに、動産バブルの崩壊と金融危機の可能性

不動産バブルの崩壊は金融システム危機を意味する

理論上、不動産バブルは基本的に貨幣的現象と総括することができる。一般的に人々はマイホームを購入する場合、それは実需によるものであり、バブルになりにくい。しかし不動産投資、とりわけ不動産投機はキャピタルゲインの最大化が目的であり、過剰な利益を追求する関係者（デベロッパーや地方政府など）のレント・シーキングが展開されると、不動産価格が適正水準を大幅に超え、バブルになりやすくなる。それでも、中国では、不動産の証券化が遅れている。地上げを企てる主役は地方政府とデベロッパーである。個人は不動産価格の上昇を期待して不動産投資を行うものが多い。不動産投資や投機は手段が限られているが、地方政府とデベロッパーと国有銀行の癒着が横行している。

不動産価格の上昇を下支えしているのは個人によるマイホーム購入の実需である。大口投資家ほどではないが、安定した仕事に従事している人であれば、30年の住宅ローンを組んで、マイホームを購入することができる。それは実需である。しかし、個人の実需を実現する前提として、失業しないことと給料は緩やかに上昇していくことである。10年または15年前に、2戸ないし3戸買った人ならば、うちの1戸ないし2戸のマンションを売ってローンを返済すれば、マイホームを手放さなくて済むが、1戸しか購入していない個人にとって、コロナ禍に直撃され、給料が減額されていれば、ローンの返済が滞ることになる。それは中国語で「断供」（ローンの返済ができなくなること）といわれるもので、そのリスクが日に日に現実味を帯びてきている。

中国社会で漂っている不安の空気はまさに20代から40代の人の住宅ローンの返済が滞るリスクが増幅していることである。本来、年収の低い低所得層は無理に住宅ローンを借りるべきではないはずである。これはアメリカで起きたサブプライム危機の教訓でもある。

一般的に、日本人社会では横並び意識が強い。実は、中国人社会は日本人社会以上に横並び意識が強いかもしれない。もともと中国人は個性が強く、ほかの人と同じ行動を取らなくてもいいと考える人が多いはずである。しかし、1949年、中華人民共和国が成立してから、愛国教育が強化され、若者の愛国心を喚起するために、個性を抑制して、共産党に対する忠誠心を求める均質化した教育が徹底されている。結果的に中国人社会は本来の気質と違って横並び意識が予想以上に強くなっている。

たとえば、同じ会社の同僚、あるいは同じ大学を卒業した人は、だれかが家を買ったという噂が流れると、ほかの人にもその人に追随する。日本人にとっては同窓会などの集まりは友情を温めるのが目的といわれるが、中国人にとって同窓会は、互いの仕事と生活を探るのが目的である。まず、質問するのは、どういう家を買ったか、どういう車に乗っているのか、子供は海外に留学しているかというプライベートの質問がほとんどである。

中国で不動産バブルが急速に膨らんでいたとき、富裕層がけん引役となり、不動産投資を増やし、不動産価格を押し上げた。これまでの20余年間の都市再開発と不動産開発を振り返れば、何でもできると思われる政府共産党は暴走する不動産市場をまったく制御できなかった。中国共産党の関心事はただ一つ、自らの正当性を証明する高い成長率の実現である。不動産市場がバブルになっても、高い成長率を実現さえできれば、それでよしと政府共産党のポリシーメーカーたちは考えていた。共産党内部の考課システムによれば、各々の幹部、たとえば、各省の省長（知事）、各市の市長の業績を評価するもっとも重要な指標は計画で打ち出された成長率目標を達成できたかどうかである。不動産開発は明らかに経済成長をけん引する手段になったのである。不動産バブルの形成と崩壊の背景には、すべての関係者のモラルハザードがある。もっとも責任が重大なのは政府のポリシーメーカーである。

大胆に言えば、不動産バブルはマネーゲームであり、バブルが崩壊して必ずや金融システムに飛び火し、金融危機を引き起こすことになる。金融危機は、このマネーゲームの参加者にとって悲劇になる。

心配される国有銀行の不良債権問題

そもそも不動産バブルが崩壊しなくても、国有銀行のバランスシートに絶えず不良債権が生まれる構造になっている。なぜならば、国有銀行の主な融資先は国有企業であり、国有企業は借りた資金を契約通りに返済しないことが多く、利払いを滞り、国有銀行にとって不良債権になるからである⁶。上で述べたように、朱鎔基首相（当時）時代、いかなる政府部門も国有銀行に圧力をかけ、融資を強要してはならないと「商業銀行法」に盛り込まれた。しかし、現実的に政府部門が国有銀行に融資を強要する事態が絶えることはなかった。

一つは、地方政府は経済成長目標を達成するために、国有銀行に融資の拡大を求めることがある。国有銀行の地方支店の支店長はこの要請を拒否することができない。もう一つは不動産デベロッパーの依頼を受けて、地方幹部が国有銀行支店に不動産開発プロジェクトへの融資の拡大を求めることがある。本来、国有銀行地方支店は融資の拡大を拒否できるはずだが、融資を行うと、関係者からの贈賄があるため、その要請に応じることが多い。

習政権になってから、習主席は国有企業をより大きくより強くするように呼び掛けている。しかし、国有企業を大きくすることはできても、強くすることはできない。国有企業は同じ業種の国有企業を吸収・合併（M&A）すれば、規模が大きくなる。すなわち、1 + 1 = 2 のゲームである。たとえば、中国には、電車の車両メーカーは南車と北車の二つの国有

⁶ 朱鎔基時代、国有銀行の不良債権を分離するために、4大国有銀行（中国銀行、建設銀行、工商銀行、農業銀行）の傘下にそれぞれ1社ずつ資産管理会社（AMC）が設立され、国有銀行から不良債権を簿価で買い取った。そのあとの処理について財政資金がAMCに注入された

グループがあった。2014 年 12 月、南車と北車が合併して、中車集団が誕生した。同じように、鉄鋼、石油と国有自動車メーカーなどの重厚長大産業でも吸収・合併が行われた。一方、国有企業を強くするというのは $1 + 1 > 2$ にすることである。国有企業を強くすることができれば、40 年前、改革・開放政策を実施する必要はなかったはずである。

中国政府が大型国有企業の吸収・合併を進める狙いは、資産総額がもっとも大きいフォーチュン 500 にランクインさせ、習主席が目指す強国復権の「中国夢」を実現するためである。ある意味では、習主席の面子プロジェクトともいえる。確かに、2022 年のフォーチュン 500 には、中国企業がもっとも多い 136 社ランクインした。二位はアメリカの 124 社だった。しかし、これらの中国企業の資産規模こそ大きくなっているが、収益性は必ずしもよくない。企業の吸収・合併が収益性強化に寄与する前提条件として、技術力とブランド力と収益力を強化しないとイケない。しかし、中国の大型国有企業は吸収・合併によって資産こそ「 $1 + 1 = 2$ 」になっているが、収益性は「 $1 + 1 < 2$ 」になることが多い。これらの国有企業の吸収・合併には、国有銀行が深く関わっている。仮に国有企業の ROA（総資産の収益性）を測った場合、むしろ低下傾向にあることが分かる。

しかし、習主席が国有企業をより大きくより強くすると呼び掛けた以上、国有銀行はそれに応えざるを得ない。たとえ国有企業の業績が悪いと知っていても、国有銀行は融資を行わざるを得ない。その融資の一部が契約通り返済されなければ、国有銀行にとって不良債権となる。このような「政策融資」の一部はコンスタントに不良債権になる。これは「政策性不良債権」と中国国内で呼ばれている。政府部門の責任であるゆえ、政府はそれを処理する責任を負わなければならない。国有銀行は不良債権を引き当てるため、一定規模の利ザヤを確保しないとイケない。人民銀行はこの現実を無視することができない。

こうしたなかで、不動産バブルが崩壊した。国有銀行にとってさらに多額の不良債権が生まれる可能性が高くなっている。景気が悪くなると、国有銀行の業績もさらに悪化するため、国有銀行はどのようにしてこれから生まれる不良債権を引き当てるのだろうか。

1998 年、朱鎔基首相（当時）は国有銀行の収益力を強化するために、不良債権の切り離しを断行した。1999 年、4 大国有銀行に対応して、それぞれ 1 社ずつ資産管理会社（AMC）が設立された。具体的な改革として、国有銀行のバランスシートからそれぞれに対応する AMC に不良債権を簿価（Face Value）で移転させた。そうすることのメリットは国有銀行のバランスシートが壊れなくて済むことである。4 社の AMC は簿価で買い取った不良債権を処理したが、完全に取り立てることができなかった。穴の開いた部分については段階的に財政から補填された。そのプロセスにおいてインフレーションが一定レベルで維持され、その分のコストが相殺された。逆に、デフレに突入した場合、そのコストが加算されてしまうリスクが出てくる。しかし、これから生じる不良債権を 1998 年のやり方で処理することはできない。4 大国有銀行はすでに上場しているうえ、仮に国有銀行と国有企業を救済するにしても、その責任を問わなければならない。なによりも不動産バブル崩壊が原因で生じる不良債権について政府は財政資金を持って直接補填することができない。結果的に、国有銀行

の収益性が下がり、金融システムリスクが高まる恐れがある。

金融システム危機の可能性

結論を先取りすれば、中国で局所的な金融危機は絶えず起きているが、中国の金融システム全体が危機に陥る可能性は今のところ、高くないと思われる。不動産バブル崩壊によって国有銀行の財務体質はかなり弱くなっている。しかし、中国は非常に大きい国であり、国有銀行、とりわけ4大国有銀行はその内部管理として、各々の省レベルの支店（中国では、1級支店と呼ばれ、計31支店がある）を一つのユニットとして経営が行われている。北京にある本店はこれら省レベルの支店間の資金の過不足を調整するが、基本的に各々の省内で資金の融通が行われるようになっている。

金融危機はその情報の伝達によって広がる。1998年、日本で金融危機が起きた。都市銀行や大手証券会社は相次いで倒産した。そのきっかけはS&PやMoody'sなどの格付け機関がこれらの金融機関の信用格付けを下げたことだった。世界中のマスコミがそれをいっせいに報じたことにより金融危機に発展してしまった。

それに対して、中国は日本と違って、中国政府が情報を統制することができる。たとえば、ある地方の支店で取り付け騒ぎ（Bank run）が起きたとしても、その情報が他の地方へ伝わらないように、中国政府は情報統制を強化することができる。まず、公式メディアはその情報をまったく報じない。インターネットのSNSで書き込まれる可能性があるが、なにを書き込まれても、リアルタイムで削除される。中国で、このようなことが日常的に行われているため、かなり有効な措置である。たとえば、2023年、秦剛外相が失踪して、のちに解任されたが、中国政府が公式に秦剛外相を解任したと認めるまで、中国の公式メディアはいっさい報じなかった。中国国内のインターネットのSNSでその情報を拡散しようとする人がいたが、すぐさま書き込みが削除され、そのIDも永久に停止された。ごく一部の若者はスマホにVPNをインストールして、インターネットのファイアウォールを突破してツイッターなど海外のSNSを閲覧しているが、トータルの人数は少ないため、大きな「波」を起こすほどではない。

したがって、中国で起こりうる金融危機は局所的なもので、中国政府の情報統制によって全国的な危機に発展しにくい。こうしたなかで、もっとも危機に陥りやすいのは中小国有銀行である。これらの小規模金融機関は全体の資金量が少ないうえ、不動産関連融資の割合が大きい。これまでも、中小国有銀行にお金を預けた個人がある日、突然、預金を下ろせなくなってパニックになったことが起きている。人々はその地方の人民銀行支店の前で抗議活動を展開した。しかし、多くの場合、預金は全額戻ってこない。

地方では、こうした突発的な事件に対処する方法として、抗議する預金者グループのリーダー役を「社会不安扇動罪」に問う形で連行して、群衆を分散させる。だからこそ、中国で

は、国防予算よりも社会治安維持費のほうが大きく拡大している。

結果的に「点」になっている局所的な金融危機はある程度増えるが、「面」になりにくい。むしろ、力づくでこうした抗議活動を抑えても、危機そのものの解決にはならない。重要なのはすでに不良債権になっている資産を処理して、新たな不良債権が生まれないように、金融監督を強化することである。しかし、それは簡単な作業ではない。上で述べたように、国有銀行への融資の一定の割合は不良債権になる傾向がある。ここで、朱鎔基改革の初心に立ち返って、銀行融資の独立性を担保して、法治とガバナンスを強化することが重要である。

最後に、中国の不動産バブル崩壊と景気減速による日本経済と日本企業への影響について敷衍しておきたい。前述したように、不動産バブル崩壊により中国市場は徐々に委縮する可能性がある。習政権は大胆かつ有効な景気対策を打ち出していない。このままデフレが進行すれば、日本企業と日本経済への影響は避けられない。ただし、2018年、トランプ政権は中国に対する経済制裁を始めた。2020年から3年間続いたコロナ禍を受けて、日本企業はリスク管理の意識がそれまでに以上に高くなった。同時に、日本政府はサプライチェーンの分散をある程度進めてきた。バイデン大統領が提唱しているデリスキングは日本企業にとって重要な示唆になる。問題なのは、日本企業は完全に中国から撤退する、いわゆるゼロ・チャイナを進めることができないことである。自動車産業の例をあげれば、2023年、中国の自動車販売台数は3000万台に達し、世界最大の自動車市場となっている。日本の自動車メーカーと部品メーカーにとって中国市場を放棄することは得策ではない。したがって、日本企業にとってウィズ・チャイナの戦略、すなわち、中国市場でのビジネスを続けながら、中国市場の縮小を補うために、第三国の市場を開拓する戦略を強化する必要がある。ここで強調したいのはチャイナ・リスクを管理するための護送船団づくりである。日本にとって中国と付き合うために、もっと知恵を絞って戦略を構築する必要がある。

参考文献：

- 尾崎春生 (2007)『中国の強国戦略 2050 年への発展シナリオを読む』日本経済新聞出版社
柯隆 (2021)『「ネオ・チャイナリスク」研究 ヘゲモニーなき世界の支配構造』慶応義塾大学出版会
—— (2018)「中国『強国復権』の条件 『一带一路』の大望とリスク」慶応義塾大学出版会
—— (2017)「習近平思想の浸透に向け、金融改革の新局面を迎えた中国経済」『金融財政事情』8月5日
—— (2015)『爆買いと反日』時事通信社
—— (2010)『チャイナ・クライシスへの警鐘—2012 年中国経済は減速する』日本実業出版社

- (2016a)「中国不動産バブルの謎 (中国の不動産統計)」『金融財政事情』11 月 21 日
- (2016b)「中国の構造転換、ゾンビ企業の閉鎖と『債转股』」『JBIC 中国レポート「中国智库」』(第 3 号)
- (2013)「中国の影の銀行と銀行の影の問題」『JBIC 中国レポート「中国智库」』(7/8 月号)
- (2007)『中国の不良債権問題』日本経済新聞出版社
- デズモンド・シャム (2022)『私が陥った中国バブルの罠：レッド・ルーレット』草思社 (神月謙一訳)
- 津上俊哉 (2017)『米中経済戦争の内実を読み解く』PHP 新書
- 寺島実郎 (2012)『大中華圏 ネットワーク型世界観から中国の本質に迫る』NHK 出版
- 瀬古美喜・冒涇 (2005)『中国の住宅価格変動分析』「住宅土地 経済」 夏季号
- Arthur R. Krober (2016) “China’s Economy: What Everyone Needs to Know, First Edition” Oxford University Press (邦訳：チャイナ・エコノミー：複雑で不透明な超大国 その見取り図と地政学へのインパクト) 東方雅美訳、白桃書房、2018 年)
- Joseph Stiglitz (1996) “Whither Socialism?” MIT Press
- Rawski, T. G. (2001) "What is happening to China's GDP statistics?" China Economic Review Vol. 12. No. 4.
- Steinberg, James and Michael E. O’Hanlon (2014) *Strategic Reassurance and Resolve, US-China Relations in the Twenty-First Century*, Princeton University Press (邦訳：米中衝突を避けるために 戦略的再保証と決意) 村井浩紀、平野登志雄訳、日本経済新聞出版社、2015 年)
- Kenneth Rogoff, Yuanchen Yang “Sliding property prices may presage a painful economic adjustment” IMF Dec. 2024
- 張維迎 (2015)『市場与政府：中国改革的核心博弈』西北大学出版社
- 易憲容 (2005)『中国房地產市場過熱与風險預警』「財貿經濟」
- 吳敬蓮 (1999)『当代中国經濟改革：戰略と実施』上海遠東出版社 (邦訳：『現代中国經濟改革』青木昌彦監訳、NTT 出版、2007 年)

