

中国における不動産バブルの発生要因：地域発展戦略の視点から*

穆 堯 芋（環日本海経済研究所）

はじめに

中国の不動産価格は、2011年後半から下落し始めたが、依然として高い水準にある¹。温家宝首相は、2012年3月14日の記者会見で、国内の住宅価格は適当な水準を大幅に上回っていると認めた。日本では、中国の不動産バブルをめぐる議論が様々な視点から展開され、特に、その発生メカニズムと今後の展開について検討が重ねられている。

不動産バブルの概念について、定説は存在しないが、『経済辞典』（金森久雄等編、有斐閣、p.1025）における「バブル」の概念を不動産分野に限定すると以下の通りとなる。すなわち、不動産バブルとは、不動産価格が投資家の期待によってファンダメンタルズの価値から乖離することである。投資家の上昇期待が招く不動産価格の上昇はファンダメンタルズと無関係に起こりうるため、実体のない価格上昇として「バブル（泡）」と称される。中国の不動産バブルをめぐるこれまでの議論は、不動産バブルの発生状況とその実態、不動産バブルの発生要因とメカニズム、中国政府による政策対応の展開状況、不動産バブルの影響と今後の方向性に集中している。不動産バブルの発生状況について、梁・陸（2008）は「不動産価格対家計平均年間収入比率」と「不動産購入価格対賃貸価格

比率」を計算し、2006年から2007年にかけて深圳市と広州市の不動産価格が異常ともいえるほど膨らんだと指摘した。吉富（2008）は全国レベル及び地域別のデータを検証し、不動産価格が全国一律ではなく、地域ごとにより異なる動きを示していることを明らかにした。孟（2005）は、2002年以降の不動産バブルは、（全国ではなく）一部の地域で発生したものだと主張している。筆者のこれまでの現地調査において、北京・上海・広州及び一部の省都の不動産価格は上昇していたが、地方都市では大きな動きはなかった。すなわち、中国の不動産バブルは全国的にはなく、部分的に発生していると考えられる。

中国の不動産バブルの発生要因について、以下の点が指摘されている。すなわち、不動産市場の需給関係のアンバランス、投機目的による資金流入、金融市場における過剰流動性の発生、地方政府の土地頼みの財政事情、不動産業界の既得権益集団による不当な市場操作、などである。また、不動産価格は1つの要因によって変動するのではなく、いくつかの要因の複合的な影響を受けて変動する。

本稿は、中国の不動産バブルの発生要因に関する先行研究を整理したうえで、これまでの研究では分析されなかった地域発展戦略による不動産バブルへの影響を検討する。具体的には、中国政府

キーワード：

不動産バブル、地域発展戦略、株式市場、不動産価格、海南国際観光島

が近年頻繁に策定・承認している地域発展戦略には不動産バブルを誘発し、またはそれに加担している一面があることを指摘したい。地域発展戦略は、不動産価格の上昇期待を誘発する意味で、前述の要因と深く関連している。後述のように、中央政府による地域発展戦略の承認は、当該地域の不動産関連株価及び不動産価格の急上昇をもたらし、前述の部分的な不動産バブルを誘発し、またはそれに加担する重要なファクターとなっている。既存の文献には、地域発展戦略を不動産バブルの発生要因として検討するものはなく、本稿は中国の不動産バブルを理解するための新しい知見を提供したい。

中国政府は、2000年代後半から次々に地域発展戦略を打ち出し、2012年3月現在までに19件の省レベルの発展戦略を国務院が承認した。既存の中央政府主導の「西部大開発」や「東北振興」と比較して、これらの新しい地域発展戦略は、その策定プロセス、実施組織、財源、管理監督において、地方政府が主導的な役割を果たしていることが特徴である。地方政府は当該地域の発展戦略を策定し、中央政府に承認させることを競い合っている。中央政府が承認すると、地域発展戦略はいわゆる「国家戦略」に昇格し、全国から注目されるようになる。金融市場では、当該地域における国の重点的な支援や地方政府による大規模な経済プロジェクトの整備が見込まれ、投機的な資金が全国から流入する。その結果、当該地域の不動産関連株価及び不動産価格が高騰し、不動産バブルが発生する。本稿ではこのようなメカニズムを詳細に分析する。さらに、海南国際観光島の事例を取り上げ、地域発展戦略が不動産バブルに与える影響を明らかにする。

なお、不動産バブルであるかどうかの判断基準については、本稿の主要な分析対象ではなく、説得力のある基準を見出すことが困難である。例えば、不動産価格の時系列データを取れたとしても、標準価格の何倍を基準としてバブルと判断するの

か、また、中国では標準価格がどのように決まるのかについて、適切な方法は見当たらない。したがって、本稿で検討する不動産バブルは、不動産価格の急激な上昇を指していることにとどめることとする。

1. 不動産バブルの発生要因に関する論点整理

日本には、中国の不動産バブルの発生要因に関する研究が豊富に蓄積されている。これらの先行研究を整理し、代表的な論点を紹介する。具体的には、以下5つの論点が浮かび上がってくる。

① 不動産市場の需給関係のアンバランス

吉富（2008）は、都市人口の増加、都市再開発による土地利用の拡大、結婚、居住環境改善などによる不動産需要が増大しているにもかかわらず、都市における土地の払い下げ面積は2005年から減少傾向が続いており、竣工面積は販売面積を下回っていると指摘した。不動産市場における供給の先細りが一部地域で発生している。

宋（2010）は、都市部住民の可処分所得が最近10年間で約3倍に増加したため、不動産購買能力が拡大していることを紹介した。不動産需要の内訳としては、前述の都市人口の増加及び居住環境改善のための買換えのほか、住宅賃貸市場の未整備が実需の増大に繋がった。

② 投機目的による資金流入

吉富（2008）は、中国では海外への投資が制限され、預金金利が消費者物価上昇率よりも低いため、余剰資金の行き場がなくなり、不動産に投機的資金が集まる結果になったと力説した。個人が所有する住宅に関しては、取得や転売の際に複数の税が課せられているが、保有に関しては事実上課税されていないため、投機対象としての住宅の魅力が高い。

梁・陸（2008）は深圳市の不動産バブルの要因を分析した。具体的には、購入と転売を繰り返すことで得られる莫大な利益、産業構造の転換の遅

れによる投資先の欠如、人民元の切り上げによる外国資本の流入等が挙げられた。

孟（2005）は「温州の住宅購入集団」という投資グループの動きを注目した。温州人は2001年に上海の不動産市場に投資し、巨額な利益をあげた後、北京、山東、四川、重慶などの市場にシフトし、これら地域の不動産価格の急上昇をもたらした。特定の地域集団による不動産バブルへの影響を分析した重要な研究である。

③ 金融市場における過剰流動性の発生

吉富（2008）によると、中国は、外貨準備を確実に積み上げており、過剰流動性の発生に対する圧力は依然として大きい。バブルになりやすい環境である。梁・陸（2008）は、拡張的な金融政策の下で住宅に対する融資が急スピードで増加したと指摘し、2001年から2007年までのM2の年平均増加率は17.18%に上り、2007年12月末時点でM2の総額は40.34兆元になったと紹介した。

柯・王（2010）は国有銀行における過剰な融資について、国有銀行は国有企業グループに融資し、その資金が国有企業グループ傘下の「財務公司」のようなノンバンク金融機関を通して、資金管理用途のルールに触れることなく不動産や株式市場に流れたと指摘した。国有企業の投機活動の仕組みを検討した研究である。

④ 地方政府の土地頼みの財政事情（土地財政）

徐（2011）は、「土地財政」²は中国特有の土地依存型の地方財政システムであり、土地使用権の譲渡収入は地方財政にとって決定的に重要であると指摘した。これによると、地方政府の土地譲渡金収入は、2010年に2.9兆元（約41兆円）に達し、同期の地方財政の予算内収入（4.1兆元、約57兆円）の3分の2規模に膨らんだ。住宅バブルが猛威を振るう中で、地方政府は最大の受益者である。また、同論文は、中国の土地市場における二重価格構造の存在も明らかにした。すなわち、地方政府は企業を誘致するために工業用地を低い価格で提供する一方、土地譲渡金などの収入を得るため

に住宅用地・商業用地を高い価格で競売するという二重構造が形成されており、地方政府にとって利益の最大化が図られている。

孫田夫（2008）は地方財政の構造を検討した。地方政府の財政収入は、予算内収入と予算外収入の2つに分けられ、予算内収入の1割前後は土地取引・建設関連の税収で、予算外収入の半分は土地払い下げによるものだと言われている。地方政府による不動産市場救済策は、住宅購入者のためでもなければ不動産業者でもなく、地方政府自身の財政のためであると言っても過言ではない³。

梁・陸（2008）は税制面からのアプローチを行った。中央と地方政府の分税制には、国税が大きな割合を取り、地方に残された分は、地方政府が担う公共サービスの規模に比べてどうしても足りない。財政支出と収入の溝を埋めるために、地方政府は別の収入源を探さなければならず、現時点では、土地使用権の譲渡収入は最大の源泉であると指摘した⁴。

中央と地方の関係について、孟（2005）は不動産投資を抑制しようとする中央政府と、それを拡大しようとする地方政府との間に、一種の「博奔」（ゲーム）関係が成立していると指摘した。ほかに地方財政管理制度及び中央と地方の調整制度に関する分析は、孫一萱（2001a）、甘（2011）などの研究もある。

⑤ 地方政府・デベロッパー・投機者などによる不当な市場操作

宋（2010）の分析では、土地取引の過程において、地方政府あるいはその担当者は、合法的にも非合法的にも巨額な経済的利益を享受することが可能である。具体的には、地方政府は所轄地域の土地使用の独占権を利用し、低価格で農民から耕地を強制的に収用し、高価格でデベロッパーに譲渡して高収益を得るなどの行為を行っている。また、地方政府は意図的に土地の供給を制限し、土地価格を高騰させた後に売却し、暴利を貪ることも可能である。デベロッパー・仲介業者・金融機

関・投資家・地方政府などの市場関係者は、一種の利益共同体を形成し、不動産投資利益の長期化かつ最大化を追求している。世論・価格操作・政策誘導などによって、恣意的に不動産バブルを膨らませた側面がある。

宋（2010）は、地方政府が不動産市場への関与を推し進めている背景には、前述の巨大な経済的利益だけでなく、政治的な利益もあると指摘した。GRP成長率が地方政府幹部の業績を評価する主要な指標であるという状況においては、不動産バブルを引き起こしてでも、それを最大限利用しようとしている。これは地方政府の担当者にとって、一種の合理的な選択肢である。

任（2009）は、不動産市場における国有不動産企業の行動を検討した。それによると、国有不動産企業は、政府との強い関係を利用して土地を取得し、莫大な投資利益を上げている。一部の政府機関は、国有不動産企業に変身したり、出資して国有不動産企業を立ち上げて政策的な便宜を図ったりしている。このような行為は、すべて巨大な経済利益に誘引されたものである。

以上のように、中国の不動産バブルの発生要因をめぐり、様々な分析が展開されている。5つの論点はいずれも説得力のある分析であり、中国の不動産バブルを理解するうえで、極めて重要な視点である。本稿は、これまでの分析とは別の側面から、すなわち、地域発展戦略という新しい視点から不動産バブルの発生要因を検討する。以下、地域発展戦略の概要を紹介し、不動産バブルの発生要因としての側面を検討する。

2. 中国における地域発展戦略の策定状況

地域発展戦略とは、中央政府または地方政府が策定した当該地域の発展を促進するための総合的な政策ビジョンである。中国では、「5カ年計画」という全国規模の発展戦略と、地域の経済的特色を生かした地域の発展戦略がある。この2つの発

展戦略は、車の両輪のように、中国全体の発展政策を担っているといえよう。

中国の地域発展戦略の策定は、中華人民共和国建国（1949年）初期に遡る。1950年代には、全国基本建設における中部地域・西部地域への政策的支援が行われ、工業企業が沿海部に集中する産業構造の改善が図られた。1960年代には、「文化大革命」と相まって「三線建設」と呼ばれる戦略が行われ、国防上の理由で沿海部から内陸部へ強制的に産業移転が行われた。1970年代末期から、中央政府は改革開放路線に切り替え、沿海地域開発戦略を策定し、沿海地域の開発を優先的に行った。2000年代初頭からは、地域間格差を是正するための地域発展戦略が策定され、「西部大開発」や「東北振興」策が打ち出された。いずれも中央政府主導の地域発展政策であった。

2000年代後半から、中国の地域発展戦略は新しい展開を見せている（表1）。既存の中央主導の発展戦略と比べて、省・直轄市・自治区（日本の都道府県に相当、以下省と呼ぶ）が自らの経済発展戦略を制定し、中央政府の承認の下で推進するという新しい方式が生まれている。地域発展戦略の策定の意図、策定プロセス、実施の主体、財源、監督・評価体制等の面において既存のものと根本的に変わっている。地域発展戦略の主旨は、地域格差の是正から、異なる地域発展モデルの構築に変化し、策定プロセスも中央主導から地方主導に変わっている。地方のイニシアチブによる各地域の特色を生かした発展モデルの萌芽ともいえる斬新なアプローチが多く見られる。

2008年1月、国務院が「広西北部湾経済区発展計画」を承認し、中央政府として承認した最初の省レベルの地域発展戦略となった。以降、地域発展戦略が頻繁に策定され、2011年11月までに中央政府が承認した省レベルの地域発展戦略は19件に上った。省レベルの地域発展戦略のほか、市レベルのものもあるが（大都市中心）、策定の頻度及び対象地域の経済規模からみれば、省

表1 近年中央政府が承認した省レベルの地域発展戦略

No.	承認時期	発展戦略名	対象地域	主な目標（2020年まで）	実施主体
1	2008年1月	広西北部湾経済区発展計画	広西チワン族自治区の南寧、北海、欽州、防城港（4市）	1人あたりGRPは全国平均を上回る、国際地域経済協力区の整備	広西チワン族自治区
2	2008年12月	長株潭都市群地域計画	湖南省の長沙、株洲、湘潭（3市）	都市化率80%以上、1人あたりGRP11万元以上	湖南省
3	2008年12月	珠江デルタ地区改革発展計画要綱	広東省の広州、深セン、珠海、仏山、江門、東莞、中山、惠州、肇慶（9市）	1人あたりGRP13.5万元以上、サービスの割合60%以上	広東省
4	2009年6月	江蘇沿海地区発展計画	江蘇省の連雲港、塩城、南通（3市）	1人あたりGRPは東部地域平均水準に、都市化率65%	江蘇省
5	2009年6月	関中-天水経済区発展計画	陝西省の西安、銅川、宝鶏、咸陽、渭南、陽凌、商洛の一部、甘肅省の天水市	1人あたりGRP4倍増、科学技術の進歩と経済成長への貢献	陝西省・甘肅省
6	2009年7月	遼寧沿海経済帯発展計画	遼寧省の大連、丹東、錦州、営口、盤錦、葫芦島（6市）	都市化率70%、大連北東アジア国際物流センターの整備	遼寧省
7	2009年12月	黄河デルタ高効生態経済区発展計画	山東省の東營、濱州、濰坊市の寒亭区、壽光、昌邑、徳州市の楽陵、慶雲県、淄博市の高青、煙台市の萊州（19の市・県・区）	1人あたりGRP14万元、工業固体廃棄物再利用率97%、都市部廃水処理率85%	山東省
8	2009年11月	中国図們江地域協力開発計画要綱	吉林省の長春市、吉林市の一部、延辺朝鮮族自治州	長吉図地域GRP4倍増、森林保有率68%以上	吉林省
9	2009年12月	甘肅省循環経済総体発展計画	甘肅省全域	固体廃棄物再利用率75%、工業用水再利用率95%（2015年まで）	甘肅省
10	2009年12月	鄱陽湖生態経済区計画	江西省の南昌、景德鎮、鷹潭及び九江、新余、撫州、宜春、上饒、吉安の一部（38の県・市）	水質は国家基準レベルⅢ以上、1人あたりGRPは全国平均水準に	江西省
11	2010年1月	皖江都市帯産業受入移転模範区計画	安徽省の合肥、蕪湖、馬鞍山、銅陵、安慶、池州、巢湖、滁州、宣城、六安市の金安区、舒城県（59の県・市・区）	長江デルタ地域と経済的補完関係の構築	安徽省
12	2010年5月	長江デルタ地域計画	上海市、江蘇省、浙江省（3省）	サービス業中心の産業構造、1人あたりGRP11万元（核心地域13万元）	上海市・江蘇省・浙江省
13	2010年6月	海南島国際観光島計画要綱	海南省全域	観光関連収入1,240億元、GRPに占める観光産業の割合12%以上	海南省
14	2011年1月	山東半島藍色経済区発展計画	山東省の海域、青島、東營、煙台、濰坊、威海、日照、浜州市の无棣、沾化	海洋関連のGRP成長率は年平均12%、1人あたりGRP13万元	山東省
15	2011年3月	浙江海洋経済発展モデル地域計画	浙江省の海域、杭州、寧波、温州、嘉興、紹興、舟山、台州の市内地及び沿海市・県（舟山群島・対州列島・洞頭列島含む）	海洋関連産業GRP1.2兆元	浙江省
16	2011年3月	海峡西岸経済区発展計画	福建省全域、浙江省の温州、衢州、麗水、広東省の汕頭、梅州、潮州、揭陽、江西省の上饒、鷹潭、撫州、贛州	台湾との経済連携の強化	福建省・浙江省・広東省・江西省
17	2011年5月	成渝経済区地域計画	重慶市31の区・県、四川省内15市	経済力が最も強い地域の1つに、地域経済一体化の進展、1人あたりGRP6.5万元、都市化率60%	重慶市・四川省
18	2011年7月	広東海洋経済総合試験区発展計画	広東省の海域、広州、深セン、珠海、汕頭、惠州、汕尾、東莞、中山、江門、陽江、湛江、茂名、潮州、揭陽（14市）	海洋関連産業GRP1.5兆元、全体の4分の1に（2015年まで）	広東省
19	2011年11月	河北沿海地区発展計画	河北省の秦皇島、唐山、滄州（3市）	地域経済の一体化が進展、全国に強い経済力を持つ地域の1つに	河北省

出所：中国政府の公文書、各種新聞報道より作成

レベルの地域発展戦略は、現在の中国において最も重要な地域発展戦略といえよう。中国は30年あまりの高度成長を経て、異なる地域でそれぞれ特有の市場要素が形成され、それに適合する発展戦略を地方主導で策定するという方向性にあると考えられる。

3. 地域発展戦略による不動産バブルの発生状況とメカニズム

(1) 不動産バブルの発生状況

近年打ち出された地域発展戦略は、程度の差こそあるが、地域の不動産バブルの発生に影響を与

えてきたと言えよう。中央政府承認の地域発展戦略は、地域の不動産バブルを誘発した場合もあり、ほかの要因で発生する不動産バブルに加担した場合もある。その発生状況について、以下3つの側面から説明する。

まず、地域発展戦略が中央政府に承認されると、当該地域の不動産関連株価が上昇し、不動産価格が高騰した。例えば、海南、新疆、チベット、重慶、四川、広西、吉林、青海など、地域発展戦略が公表された地域または今後公表される可能性が高いと思われる地域において、不動産バブルの発生が見られた⁵。具体的な事例を挙げてみよう。2007年、広西チワン族自治区（以下広西省）では、中央政府が広西北部湾に対する経済支援策を打ち出すという情報が流れた関係で、投機的資金が当該地域に流入した。その結果、2007年半ばから年末にかけて、注目地域である北海市（広西省）の新築不動産価格は17%から20%前後上昇した⁶。さらに、2008年2月21日、国務院が「広西北部湾経済区発展計画」を承認したと公表されると、広西省関連企業の株価が一斉に上昇し、「五洲交通」、「北海港」、「河池化工」、「桂冠電力」などインフラ関連株価も高騰した⁷。また、海南省では、国際観光リゾート地を目指す発展戦略を中央政府が認可すると（2010年1月4日）、海南島の不動産価格は異常に高騰した。「21世紀経済報道」の記事によると、同省三亜市にある高級物件の「鳳凰島」では、1月11日の発売当日に700件の部屋が完売し、最高価格は70,000元/平方メートルを記録した⁸。さらに、吉林省では、「中国図們江地域協力開発計画要綱」が国務院に承認（2009年11月）されてから1年余りで、対象地域の1つである延辺朝鮮族自治州琿春市の住宅価格は約2倍に高騰した⁹。

次に、中国の株式市場では、2007年から「地域ブロック」¹⁰という新しい概念が生まれ、投資家の資本はこの概念に誘導されてバブルの発生に貢献している。「地域ブロック」とは株式市場に

おける地域別上場企業の集合であり、金融取引の専門用語になっている。地域発展戦略が中央政府に承認されると、投資家による当該地域への関心が高まり、当該「地域ブロック」の関連株が上昇する。例えば、2011年3月2日、中央政府が「成渝経済区区域計画」（重慶市・四川省）を承認したことが公表されると、「重慶（成渝）ブロック」関連78社の株価は平均にして0.73%上昇した。インフラ整備・不動産関連企業の株価の上昇が顕著であった¹¹。また、この頃「地域ブロック」は業界用語として、証券専門誌に頻繁に取り上げられるようになった。2010年、中国証券報が「地域ブロック」を取り上げた記事は20本、証券日報は13本、上海証券報は15本、証券時報は9本であった¹²。さらに、中国証券報は有望な地域を「上海ブロック」、「海南ブロック」、「新疆ブロック」など12のブロックに分類し、地域ごとに政府の政策動向を紹介している¹³。

第3に、地域発展戦略の策定及び中央政府の承認は、投資家の取引行動に実質的な影響を与えている。投資家の関心は、かつて自動車、環境、エネルギーなど有望と言われる産業に向けられていたが、いまは地域発展戦略が中央政府に承認される可能性の高い地域はどこかに変化している。「中国地図を見て株を買う」投資家が増え¹⁴、株を売買しているというより、「地域」を売買していると指摘されるほどである¹⁵。投資家は今後承認される地域発展戦略を予測しながら、政府からの情報収集を懸命に行っている。一部のマスメディアも、発展戦略対象地域における不動産関連株価の上昇を予測し、投資家に株の購入を検討するよう勧めている¹⁶。このような投資家の行動により、地域発展戦略が公表されると、不動産のみならず、当該地域の建材、港、道路、鉄鋼、化学工業、素材、家電、自動車、ホテル、観光、流通など幅広い分野の上場企業の株価が上昇する。しかし、不動産関連株の高騰が最も顕著である。

中央政府承認の地域発展戦略は、地方の不動産

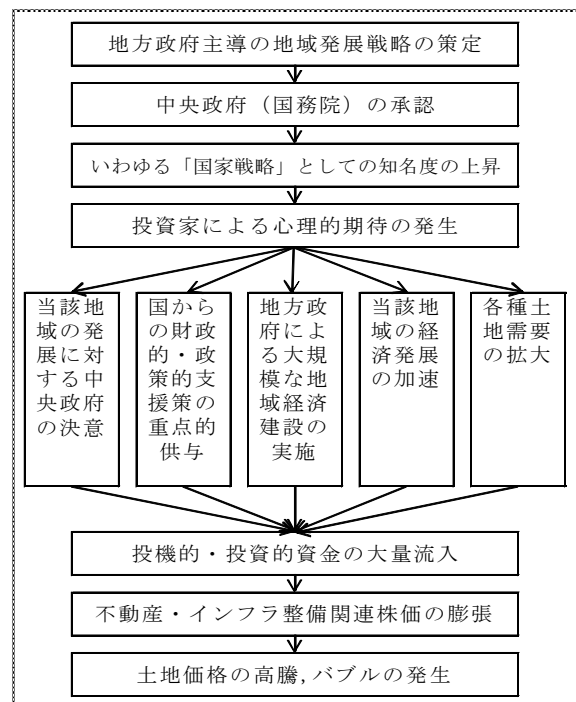
バブルを誘発し、またはそれに加担してきたが、その具体的な態様について詳細に検証することは難しい。不動産バブルの発生要因は複雑で、地域発展戦略の弊害のみで説明されうる部分が限られている。地域の不動産バブルの要因として、様々なことが考えられるが、それぞれの要因を定量的に検証することはできない。この点では、既存の不動産バブルに関する先行研究も同様である。また、地域発展戦略の公表時期とバブルの発生時期は必ずしも一致しておらず、その関連性を検証することも困難である。なぜなら、地域発展戦略の承認時期に対する投資家の予測は、政府関連情報の収集状況に依存しているからである。情報は確実でない場合もあれば、政府の動きにより承認時期が変わる場合もある。このような状況の中で、海南島に発生した不動産バブルは、その時期及び不動産関連株価の動きからみると、地域発展戦略が不動産バブルを誘発した典型的な事例であると考えられ、後に詳細に検討したい。

(2) 発生のメカニズム

図1は、地域発展戦略に起因する不動産バブルの発生メカニズムを表している。地方政府の行政担当者は、地域の経済発展及び自身の業績作りのために、積極的に地域発展戦略を策定している。策定した地域発展戦略を中央政府に承認させ、国家級に格上げする。いわゆる「国家戦略」として、国務院から各省庁・地方に通知し、当該地域の知名度を向上させる。この動きに対して、マスメディアも大々的に報道し、全国の投資家の関心を引き寄せる。「国家戦略」への格上げは、当該地域の発展に対する中央政府の強い決意を示し、当該地域の発展は全国にとっても重要であると考えられるようになる。さらに、国からの財政的・政策的支援が重点的に行われるほか、地方政府も地域発展戦略を実行するために、大規模な経済プロジェクトを実施すると見込まれるようになる。当該地域の経済発展が加速し、インフラ整備・工業・商

業・住宅・レジャーなど様々な土地需要が生まれ、土地価格が急速に高騰すると予測される。マスメディアの報道と相まって、投資家による心理的期待が連鎖的に拡大し、全国からの投機的資金が当該地域に流入する。大量の資金は株式市場に流れ込み、不動産・インフラ整備関連の株価が一気に上昇する。これらの結果、土地価格が高騰し、不動産バブルが発生する。これが、地域発展戦略に起因する不動産バブルの発生メカニズムである。地域発展戦略による不動産バブルは、当該発展戦略が中央政府に承認される前から始まる場合がある。なぜなら、中央政府がいわゆる「国家戦略」として承認するという情報は、事前に何らかの形で、金融市場に流れ込むことがあるからである。投資家にとっては、発展戦略が承認される前に土地を取得する（あるいは土地を所有する企業の株を取得する）ことができればより望ましい。地価が高騰したら、それを売却して高い利益が得られる。事前に確実な情報が得られるかどうかについては、投資家の情報収集力により相違している。

図1 地域発展戦略による不動産バブルの発生メカニズム



出所：筆者作成

しかしながら、地域発展戦略の本質に対する投資家の理解には、大きな間違いがあると思われる。すなわち、地域発展戦略は、中央政府の承認を経て「国家戦略」に昇格し、中央政府から財政的・政策的な支援策が重点的に供与されるという認識が間違っているということである。穆（2012）が示したように、地域発展戦略には、国家的な意味があると認められるが、中央政府が実施するものではなく、地方政府が主導的な役割を果たして実施するものである。中央省庁からの支援はあり得るが、地域発展戦略の実行は基本的に地方政府の財源及び施策に依存している。中央政府は、それぞれの地域の経済的特性を生かし、多様な地域発展モデルを地方主導で構築することにより、地域間の経済協力が促進されることを期待している。中央政府から、個別の地域に集中的財政支援や優遇策が提供されることは考えられない。このような誤解は、後述の地域発展戦略によって誘引される不動産バブルの早期の終結に関係している。

地域発展戦略による不動産関連株価の上昇は、その発生の程度により、必ずしも当該地域の不動産バブルを意味するものではない場合がある。地方にとって、地域開発に必要な資本を誘致する意味において、一定の範囲内の株価の上昇は有意義であろう。また、投機的資金が一部の地域に流れることにより、マクロ的には全国における不動産バブルの発生の圧力が低減することも考えられる。地域発展戦略による不動産バブルへの影響は、地域性の制約を受けながら、その度合により地方経済ないし全国経済にとってプラスの影響を与えることも考えられる。しかしながら、後に検討するように、地域発展戦略により集まった資金は明らかに投機的なもので、地域の関連株価を大きく変動させ、不動産価格が急激に上昇する場面においては、不動産バブルを誘発する危険性がある。

また、前述の他の要因と対比すると、不動産バブル発生要因としての地域発展戦略は以下の特徴がある。まず、地域発展戦略は不動産バブルが発

生する明確なきっかけであり、時期的に見て国務院の認可と不動産関連株の高騰に因果関係があると認められる。次に、地域発展戦略はほかの複数の要因と関連している。例えば、地域発展戦略の承認は不動産市場の需給関係に影響を与えるほか、投機的資金の流入を引き起こし、地方政府の土地財政の運営にも大きな影響を及ぼす。これらはすべて不動産バブルの形成に貢献している。第3に、中央政府は頻繁に地域発展戦略を認定しており、程度の違いがあるものの、それに起因する不動産バブルは絶えず発生している。以上をまとめると、地域発展戦略は不動産バブルを引き起こす構造的な要因ではなくても、政策的な要因として極めて重要なファクターであるに違いない。

4. 「海南国際観光島」の事例検討

海南島の事例検討は、以下3つの理由で本稿の分析に有益であると考えられる。第1に、地域発展戦略による不動産バブルの発生について、その度合からみると最も顕著に表れたのが海南島である。第2に、ほかの地域と比較すると、海南島の不動産バブルの発生時期と、当該地域発展戦略の承認時期との間には明確な関連があると認められる。第3に、利用可能なデータとして海南島の不動産関連上場企業の株価があり、その変化に対する検討が可能な点である。

海南島は海南省政府の所管地域で、暖かい気候と美しい海を持ち、中国では有名な観光リゾート地である。海南省政府は、「海南国際観光島」を目指す発展戦略を策定し、中央政府の承認を要請した。2010年1月4日、中央政府は「海南国際観光島の建設と発展の促進に関する若干の意見」を公表し、海南島の地域開発を国家レベルで支援することを明確にした。さらに、2010年6月19日、国務院は「海南島国際観光島規画要綱」を正式に承認し、海南島をめぐる地域発展戦略を国家レベルに昇格させた。

中央政府の動きから、海南島を「中国のハワイ」として発展させる国の決意が示されたと見られ、海南島に投資する機運が一気に高まった。金融市場では、中央政府が海南島に対して重点的に支援することが期待された。また、地方政府である海南省政府の強力な支援の下、道路、港、空港、ホテル、観光施設、不動産などの建設プロジェクトが始まることも予測された。海南島の地域開発が急速に進み、土地需要の拡大が必至であると見込まれた。

2010年1月4日、海南島に多くの土地（使用权）¹⁷を所有する不動産関連上場企業の株が上昇し始めた。表2は、海南島では良く知られている不動産関連上場企業「羅頓發展（ST羅頓）株式会社」、「海南高速道路株式会社」、「海口農工貿（羅牛山）株式会社」3社の概要を示しているが、いずれも広い土地を所有する多業種経営の企業グループである。海南国際観光島に対する中央政府の支援の姿勢が明らかにされてから、前述の地域発展戦略による不動産バブル発生メカニズムが働き始め、3社の株価が急激に高騰した¹⁸。「ST羅頓」の株価は、2010年1月4日の1株6.73元（始値）から2月12日の1株16.27元（終値）に上昇し、わずか1カ月余りの間に2.4倍に高騰した。「羅牛山」は同6.28元から同12.60元に上昇し、2.0倍に高騰した。「海南高速」は2010年1月4日の同5.66元から2月4日の同10.94元に上昇し、1.9倍に高騰した。また、中国経営報の記事では、1月4日から2月9日まで、海南省上場企業全体の売買回転率¹⁹は6.57%となり、海南企業の株が頻繁に取引されたことが確認できる²⁰。

不動産関連株価の高騰の背景には、地域発展戦略に関連する海南省政府の土地利用制限策の影響もあったと考えられる。海南省政府は2010年1月15日に、海南島における土地の譲渡及び新規開発プロジェクトの認可を一時ストップさせた²¹。国務院による「海南島国際観光島規画要綱」の正式認可を待ち²²、それまでは土地に関する大規模な

譲渡や開発を行わないことを決めた。この政策決定は、海南島における土地供給量の減少をもたらした。一部の不動産企業に大きな打撃を与えた。一方、すでに土地を持っている不動産会社にとって、その土地の価値が高く評価されるようになり、海南省政府の政策は不動産関連株価の高騰に拍車をかけた結果となった。上述の3社の場合、海南省政府の土地制限策が公表される前から土地を所有しているため、投資家に株を買われて株価が高騰した。いずれにしても、地域発展戦略に関連する中央政府と地方政府の政策の動きは、海南島における不動産バブルの発生に貢献し、短期的には決定的な役割を果たしたと考えられる。

不動産市場の状況を見てみよう。2010年1月に、いわゆる「国家戦略」への期待に加え、海南省政府の制限策が響いた結果、海南島の不動産価格は「暴噴」ともいえる高騰ぶりを見せた。合徳成強（2010）によると、省都海口市の住宅価格は、1月からわずか数カ月の間に、4,000元/平方メートルから18,000元/平方メートルに高騰した。著名な観光地で知られる三亜市では、中国大陸から大量の投機的資金が流れ込み、住宅価格は6,000元/平方メートルから一気に20,000元/平方メートルに高騰した。住宅価格が1平方メートルにつき、1日に3,000元以上値上がりした事態が起これ、一等地では最高70,000元/平方メートルまで上昇した²³。不動産価格は、海南島の経済規模と人々の生活水準から大きくかけ離れ、深刻な不動産バブルが発生した。前述のように、不動産バブルの発生には様々な要因があるが、海南国際観光島をめぐる地域発展戦略の策定と承認は、当該地域の不動産バブルを誘発したものであることは明らかである。

しかし、2010年4月以降に入ると、前述の3社の株価は急激に下落し、早くも6月には1月4日以前の水準に戻った。不動産関連株価の高騰は短期間に終わった。国務院が「海南島国際観光島規画要綱」を正式に承認した6月19日前後も、

表2 海南省の一部不動産関連上場企業の概要と土地所有状況

No.	会社名	上場名	上場市場	証券コード	業種	所有土地
1	羅頓發展株式会社	ST羅頓	上海証券取引所	600209	ホテル経営, 建築, エネルギー, 電子設備, 不動産など多業種経営	所有土地120ヘクタール以上
2	海南高速道路株式会社	海南高速	深セン証券取引所	000886	高速道路の設計・工事・保全, 不動産, 流通, 観光, エネルギー, 港開発など多業種経営	海口, 三亜などに20万平方メートル以上の不動産物件を開発。所有土地62ヘクタール以上
3	海口農工貿(羅牛山)株式会社	羅牛山	深セン証券取引所	000735	農産品, 農畜, 不動産, 建築, 自動車部品, 化学工業, 家電製品など多業種経営	所有土地660ヘクタール以上, うち130ヘクタールが開発可能

出所：http://stock.cn.yahoo.com（2012年3月16日確認）及び各種新聞報道より作成

3社の株価には目立った動きはなかった。投資家にとって、海南国際観光島という「国家戦略」の蓋をいったん開けてしまうと、投資の魅力を維持することは難しくなる。当該地域に対する投資家の短期的な期待は、経済発展を促すための投資行動に変化しなかった。不動産関連株に対する投資家の売買行為は、明らかに投機的なものであった。株価の下落について、まず、地域発展戦略が認定されると、関連株は投機対象としての価値がなくなるため、新規の資金流入は考えられない。すでに投資した投資家（中国大陸の投資家が多いと思われる）も、地域の成長に関する予測は明確ではないため、保有株を高値で売り出す行動に出る。このことは関連株価の急落をもたらす。もっとも、投資家は地域発展戦略が描くビジョンを完全に信頼しておらず、投資というより投機的な行動を選択する傾向がある。

以上、海南国際観光島の事例検討を通じて、地域発展戦略に起因する不動産バブルの実態を明らかにした。海南島における不動産バブルの発生には複雑な要因があると思われるが、地域発展戦略は重要なファクターの1つであろう。上述の先行研究で指摘されたとおり、不動産市場における需給関係のアンバランスや金融市場の過剰流動性の発生なども不動産バブルを助長したと考えられる。

5. 地域発展戦略による不動産バブルの特徴

(1) 不動産バブルの不確実性

地域発展戦略による不動産バブルには、発生の地域、時期、規模の不確実性があり、政策的に対応することが難しい。地域発展戦略には明確な対象地域はあるが、すべての対象地域に不動産バブルが発生するわけではなく、当該地域に対する投資家の行動を把握しにくい。また、不動産バブルの時期は様々であり、その度合いも違う。

地域発展戦略による不動産バブルの発生の不確実性は、当該地域の知名度が関わっているほか、投資家における発展戦略の具体的な政策に対する理解、地域の経済発展に対する予測、地方政府の施策など多くの要素と関連している。前述の海南島では、不動産関連株価の高騰が見られ、一定の期間続いた。一方、安徽省では、「皖江都市帯産業受入移転模範区規画」という地域発展戦略があり、中央政府に承認される前には、港関連企業の株価が上昇した。しかし、当該戦略の承認が公表された途端に、その企業の株価が逆に下落した²⁴。投資家の期待が消えたからであろう。地域発展戦略がどの地域に、どの程度の不動産バブルを引き起こすかについて、事前に把握することは困難であり、対応することも難しい。

(2) 地域経済に与える長期的な影響

地域発展戦略がもたらす不動産バブルは、長期的にみて地域経済にマイナスの影響がある。投機的資金が、短期利益を求めて不動産市場に流入した結果、長期投資に必要な資金が抑えられる恐れがある。地域発展に必要な長期的なインフラ整備、企業の技術革新と国際競争力の強化などに対して、投資家の関心は薄いと言わざるを得ない。国際商報によると、2009年に海南島における不動産開発投資は287.9億元に達し、前年比44.3%増加したが、製造業関連投資は同33.9%減少し、重点工業企業50社の営業利益も同36.9%減少した。不動産開発で工業関連企業への投資が抑えられたと指摘した²⁵。また、先行研究にあったとおり、不動産バブルは土地頼みの地方財政に大きな影響を及ぼしている。土地価格が上昇しているときには、地方政府の土地関連収入が増えるが、不動産バブルが崩壊した時に、高価格で土地が販売できなくなり、深刻な財政難に陥る恐れがある。また、不動産価格が上昇する前に市街地や郊外の土地を安く確保し、しばらくして高く譲渡するというサイクルが成り立つが、バブルが崩壊したらそれが維持できなくなる。

むすびにかえて

中国の不動産バブルの発生要因に関するこれまでの研究では、不動産市場における需給関係のアンバランス、投機目的による資金流入、金融市場における過剰流動性の発生、地方政府における土地頼みの財政事情（土地財政）、地方政府・デベロッパー・投機者などによる不当な市場操作の要因が挙げられている。本稿は、これらの研究で注目されていない地域発展戦略という新しい視点から、海南島の事例を通じてその発生要因とメカニズムを検討した。

地方政府主導の地域発展戦略は、中央政府の承認を経て、いわゆる「国家戦略」に昇格して知名

度を高め、金融市場における投資家の関心と呼び寄せる。投資家は、当該地域に対する国の重点的な政策支援、地方政府による経済開発の推進、地域経済発展の加速などを予測し、土地需要の拡大を見込んで投機的資金を投入する。その資金が大量に流入した場合、当該地域の不動産関連株価を上昇させ、不動産価格の高騰をもたらす要因となる。これは地域発展戦略が不動産バブルを誘発し、またはそれに加担するメカニズムである。

地域発展戦略は本来、中央政府の支援の下、地方政府が実施し、当該地域の長期的な経済発展を促進する役割を担う。しかしながら、本稿の分析で明らかにしたように、地域発展戦略の策定及び中央政府の承認は、当該地域の不動産関連企業の株価を高騰させ、不動産バブルを引き起こすというマイナスの一面もある。不動産バブルは、地域住民の生活を直撃するほか、中央政府のマクロ経済の運営に対してもマイナスの影響を及ぼす。さらに、過度な不動産バブルは、工業関連企業への投資資金が抑えられたり、地方財政に危険をもたらしたりして、長期的にみて地域経済へのマイナスの影響が大きい。中国政府は、地域発展戦略による不動産バブルの影響をしっかりと認識したうえで、投資家に対して地域発展戦略の意義及び政策の中身を詳細に説明し、当該地域への投機的資金の流入を最小限にとどめるべきであろう。

本稿にはいくつかの課題が残されている。まず、地域発展戦略に起因する不動産バブルの全容について、地域別不動産価格の変化のデータを用いて検証するという課題である。本稿は事例分析の手法を利用してその実態及びメカニズムを解明したが、すべての対象地域に対する検証を今後の課題にしたい。次に、海南島などの現地調査を実施し、地方政府・不動産企業・投資家などに対するヒアリングを行い、各市場プレーヤーの行動パターンからみる不動産バブルの実態をより詳細に把握するという課題である。最後に、不動産バブルの発生要因について、地域発展戦略とほかの要因との

関連性を検証する課題が残されている。

* 本稿は、国際東アジア研究センター（ICSEAD）2011年度研究プロジェクト報告書「中国都市部の不動産バブルの発生メカニズム」第2章を修正・加筆したものである。本稿の執筆にあたり、同センターの戴二彪主席研究員から貴重なコメントをいただいた。なお、本稿の内容の一部は、2011年10月1、2日に開催された「2011年度北東アジア学術研究大会」にて行った報告に依拠している。コメンテーターの唱新教授と司会の南保勝教授から貴重なコメントをいただいた。この場を借りて感謝を申し上げます。

- 1 「中国の不動産バブルは弾けるのかー全国各地で不動産販売数が減少、価格が下落」日本経済新聞 2011年9月21日より。
- 2 徐（2011）によれば、土地財政（土地関連収入）の構成は以下のとおりである。①土地の使用、売買に直接的に関わる土地使用税、土地増値税（付加価値税）、耕地占用税、契約税関連収入、②土地の使用、売買に間接的に関わる税収入（例えば、不動産販売する際にデベロッパーに課する営業税など）、③土地を管轄する関連部門の徴収費用（耕地開墾費、新增城鎮<都市>建設用地有償使用費など）、④制度化されず、予算外収入に属する行政的な費用の徴収、土地使用権を売買することで得られる土地譲渡金収入。①～③は予算内収入、④は予算外収入である。
- 3 地方政府の予算外収入について、甘（2010）も検討を加えている。
- 4 分税制に関する分析は、孫一萱（2001b）、舒（2009）が行っている。
- 5 「区域振興继续深入 区域概念能否热点重燃」通信情報報 2010年9月1日より。
- 6 「掘金投資锁定北部湾」南寧日報 2008年3月3日より。
- 7 「北部湾能否成为新投资主题」証券時報 2008年2月22日より。
- 8 「我为岛狂的热情何时退—海南概念股众生相」21世紀經濟報道 2010年2月1日より。
- 9 延边朝鮮族自治州琿春市經濟技術合作局へのヒアリングより（2012年3月3日実施）。
- 10 中国語では「区域板块」である。
- 11 「成渝经济区获批、带给重庆5,000亿投资」重慶商報 2011年3月3日より。
- 12 「中国知網」の新聞記事データベース（<http://dlib.cnki.net>）より（2012年3月6日確認）。
- 13 「中国証券報」のホームページ（<http://company.cnstock.com/industry/rdzt/yzjrqy/>）より（2012年3月6日確認）。
- 14 通信情報報 前掲記事（注6）。

- 15 「区域主题轮番唱戏、火爆势头能否延续」金融時報 2010年2月9日より。
- 16 例えば、経済日報の記事（2010年3月26日）では、「成渝经济区」（成都・重慶）の10社の有望上場企業を紹介している。
- 17 中国では土地の所有権は国にあり、個人又は企業はその使用権のみを所有することができる。以下同じ。
- 18 以下3社の株価に関するデータの出所は、<http://stock.cn.yahoo.com>（2012年3月16日確認）である。
- 19 売買回転率とは、一定期間の売買高を上場株式数で割ったもので、市場や個別銘柄の活況の度合いを表す指標である。
- 20 「虎年看“板”」中国経営報 2010年2月22日より。
- 21 <http://news.qq.com/a/20100119/002466.htm>より（2012年3月16日確認）。
- 22 2010年1月4日に中央政府による「海南国際観光島の建設と発展の促進に関する若干の意見」は、地域発展戦略として「海南島国際観光島規画要綱」を正式に認可する前の準備であると考えられる。
- 23 「海南、你发烧了吗」広州日報 2010年2月3日より。
- 24 中国経営報 前掲記事（注21）。
- 25 「区域规划遍地开花 热潮中须防中暑」国際商報 2010年7月1日より。

参考文献

日本語：

- 柯隆・王炎侠「中国不動産バブルの背景、現状と行方」『国際金融』Vol.1213 2010年6月1日 pp.6-13
- 甘長青「還暦を迎えた中国における地方財政調整の新動向」『九州情報大学研究論集』Vol.13 2011年3月 pp.35-55
- 「中国の地方財政は黒字なのか」『RIKIS journal』Vol.5 2010年1月 pp.1-13
- 孫一萱a「改革・開放後中国地方財政の発展と政府間財政関係—天津市の事例を中心に」『調査と研究』Vol.21 2001年4月 pp.65-81
- b「分税制改革以後の中国の地方財政に関する考察—天津市地方財政を中心に」『アジア研究』Vol.47(2) 2001年4月 pp.1-15
- 孫田夫「中国動態 China Watch 不動産救済策の狙いは地方財政のテコ入れ」『週刊東洋経済』Vol.6172 2008年11月8日 pp.136-137
- 徐一睿「中国の不動産バブルと土地財政（特集 安定化めざす中国の社会経済事情）」『東亜』Vol.527 2011年5月 pp.24-33
- 舒瑾「中国の財政改革と地方財政の変容—長春市を中心として、1984～2007」『現代社会文化研究』Vol.46 2009年12月 pp.35-48
- 宋涛「中国における不動産バブルの形成メカニズム—見える手によるバブル化」『金沢星稜大学論集』Vol.43(3) 2010年3月 pp.27-40
- 任哲「中国不動産業界における政府関与のジレンマ—中

- 央・地方関係の視点から」『アジア研究』Vol.55 2009年1月 pp.1-18
- 穆克芋「中国における地域発展戦略の実態と課題—中国図們江地域協力開発規画要綱の事例—」『ERINA REPORT』Vol.103 2012年1月 pp.38-51
- 孟芳「中国の不動産バブルの行方—中央と地方の確執」『Rim：環太平洋ビジネス情報』Vol.19 2005年 pp.36-56
- 吉富拓人「中国の地域別不動産価格の動向：価格変動要因と価格抑制策」『中国経済研究』Vol.5(2) 2008年12月 pp.61-80
- 梁堅・陸小媛「珠江デルタ地域における不動産バブルの発生とその要因」『現代中国事情』Vol.22 2008年11月5日 pp.20-27

中国語：

- 方杰・高雅瑞・钱叶舒「区域板块概念与产业转移」『中国证券期货』Vol. 5 2009年 pp.13-16
- 高凌江「地方财政支出对房地产价值的影响——基于我国35个大中城市的实证研究」『财经理論と実践』Vol.29 2008年1月 pp.85-89
- 合德成强「区域板块机会此起彼伏」『財富縱横』Vol. 9 2010年 p.19
- 简晓彬・刘宁宁・刘丽「论地方政府在房地产调控中的多重博弈」『国土与自然资源研究』Vol. 4 2011年 pp.24-26
- 乔坤元「房地产价格波动对地方政府财政收入影响」『新疆農墾經濟』Vol. 6 2011年 pp.89-92
- 赵息・孙继国「中国房地产价格与地方财政收支关系的实证研究」『華東經濟管理』Vol.2 (2) 2012年 pp.95-97

The Causes of the Real Estate Bubble in China: From the perspective of regional development strategies

Mu Yaoqian (Economic Research Institute for Northeast Asia (ERINA))

In this paper, regarding the causes of the real estate bubble in China, I raise the factors of the regional development strategies which have not been brought up in the analyses to date, and I clarify the inducing of the real estate bubble and the mechanism participating therein. Region-led regional development strategies get promoted in status to so-called “national strategies” after gaining the approval of the national government, and the active support of central

government for the development of the relevant region is expected. On the financial markets tension from regional economic growth and land supply is predicted, and speculative money from all over the country flows into the real estate sector, with the result that a real estate bubble arises. This paper, by means of a case example analysis of the Hainan International Tourism Island, sheds light on the actual situation and mechanism thereof.