

みずほレポート

2011年4月27日発行

アジアで不動産バブルは発生しているか

～現時点で深刻・全面的なバブルが
発生しているとはいいがたい～

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所株式会社 アジア調査部 稲垣博史
hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp
電話 (03) 3591-1379 まで。

みずほフィナンシャルグループは
「お客さまのより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」
をめざします。

Channel to Discovery

本資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、法務・貿易・投資等の助言やコンサルティング等を目的とするものではありません。また、本資料は、当社が信頼できると判断した各種資料・データ等に基づき作成されておりますが、その正確性・確実性を保証するものではありません。利用者が、個人の財産や事業に影響を及ぼす可能性のある何らかの決定や行動をとる際には、利用者ご自身の責任においてご判断ください。

要旨

1. 金融危機後の米国の金融緩和を契機に、米国から資金がアジアに流入して過剰流動性をもたらし、それが不動産バブルを引き起こしている、との見方は多いが、それは事実だろうか。本稿では、不動産バブル問題が特に注目されている中国と、為替政策の関係から過剰流動性を防ぐことが難しい香港とシンガポールについて、こうした主張が妥当性を持つか考察した。
2. 米国からの対内投資が増えても、一般的には、中央銀行が余剰資金を吸収してインターバンク市場の短期金利（銀行の調達金利）低下を回避するので、過剰流動性はもたらされないと考えるのが妥当であろう。
しかし、ペッグの為替政策を採用している香港とシンガポールについては、短期金利はペッグを維持できる水準に決まるため、中央銀行が意図的にその低下を防ぐことはできない。09年の過剰流動性は、米国の金融緩和が原因であったと思われる。
一時ペッグを採用していた中国の場合、資本規制などがあるため中央銀行が余剰資金を吸収することは技術的に可能だが、金融政策の目標がはっきりしないため、十分に吸収していたかどうかの判断は難しい。いずれにせよ、09年の過剰流動性は、時期的にみて、むしろ中国側の積極的財政政策や金融緩和によってもたらされたと考えられる。
3. そうした過剰流動性によって、不動産バブルはもたらされただろうか。収益と金利を基準に、不動産価格が適正な水準にあるのかを検討すると、①高級住宅については程度の差こそあれ、3カ国ともバブルが生じている、②香港では、その他の物件についても価格上昇がやや行き過ぎている恐れがあるが、96・97年頃のような深刻かつ全面的なバブルは発生していない、という2点が明らかとなった。
一般向け住宅については、少なくとも深刻なバブルが発生しているようには見えないが、庶民の返済負担は重い。この原因は、投機によるバブルではなく、移民が都市部に流入して実需が拡大するなか、一般向け住宅の供給が不十分であったためであるとみられる。現在は、各国政府とも、一般向け住宅の供給拡大に動いており、いずれ事態は改善に向かうであろう。
4. ここ数年、不動産投資への規制は、各国とも大幅に強化されており、こうした規制をきちんと遵守し、かつ必要に応じて強化してゆければ、今後も不動産バブルの深刻化を回避することは不可能ではないとみられる。
ただし、いぜんとして土地神話が健在であり、銀行の監督体制にも不安がある中国については、将来にバブルが膨らむ可能性は否定できず、今後とも特に注意を要しよう。

(アジア調査部 稲垣博史)

目次

1. はじめに	2
2. 米国の金融緩和とアジアの過剰流動性	3
(1) 米国の金融緩和と対外投資	3
(2) 対内投資増は過剰流動性を招かないが通貨上昇は不可避	4
a. 対内投資増加	4
b. 米ドル買い・アジア通貨売り介入	4
c. アジア通貨買い・債券売り介入	7
d. 預金準備率引き上げ	7
e. 結論	8
(3) ペッグの場合	9
a. 香港・シンガポールのケース	9
b. 中国のケース	10
(4) マーシャルK	12
(5) 結論	13
3. バブルとは何か	14
(1) バブルの定義	14
(2) アジア不動産バブル論に関する理論的考察	16
a. 価格上昇が激しいからバブルなのか	16
b. 過去最高値を更新したからバブルなのか	17
c. 庶民が住宅を買えないからバブルなのか	18
d. 投資目的の住宅購入が増えているからバブルなのか	19
e. 米国金融緩和を背景とする不動産価格上昇だからバブルなのか	20
(3) 結論	21
4. アジア不動産バブル論の実証的検証	22
(1) バブルは本当に起こっているのか	22
(2) 一般住宅は高過ぎるか	27
a. 中国の場合	27
b. 香港の場合	29
c. シンガポールの場合	31
d. 庶民の住宅はなぜ上昇しているのか	31
5. 終わりに	35
6. 参考文献	37

図表目次

図表 1	FF レート、米国 10 年物国債金利、米ドル実効為替レート.....	4
図表 2	米国対外民間投資の GDP 比（季節調整値・マイナスは出超）.....	4
図表 3	対内投資増加と中央銀行の対応.....	5
図表 4	アジア通貨の対米ドル為替レート.....	5
図表 5	資本規制強化の動き.....	6
図表 6	外貨準備残高の推移.....	6
図表 7	不胎化介入後の金利の流れ.....	7
図表 8	準備預金の概念図.....	8
図表 9	政策金利.....	9
図表 10	インターバンク市場翌日物金利.....	10
図表 11	マーシャル K.....	12
図表 12	中国の M2 と外貨準備の増加額（前期差）.....	12
図表 13	住宅価格の推移.....	14
図表 14	資産の理論価格（収益還元モデル）とその変形.....	15
図表 15	金利修正 P E R.....	16
図表 16	住宅価格／名目 GDP.....	17
図表 17	香港とシンガポールの住宅価格.....	17
図表 18	日本の地価（市街地価格指数）.....	17
図表 19	米国の住宅価格.....	18
図表 20	中国の地価（70 都市）.....	18
図表 21	香港における住宅購入件数に占める中国本土人の割合.....	20
図表 22	中国の不動産ファンダメンタルズ（70 都市）.....	22
図表 23	中国における高級住宅利回り－安全資産利回り.....	23
図表 24	中国における高級オフィス利回り－安全資産利回り.....	24
図表 25	中国における不動産投資利回り（10 年 7～9 月期）.....	24
図表 26	香港における不動産投資利回り－安全資産利回り.....	25
図表 27	シンガポールにおける不動産投資利回り－安全資産利回り.....	26
図表 28	中国の住宅価格・年間所得倍率.....	27
図表 29	可処分所得と住宅価格の関係.....	28
図表 30	中国における 1 人当たり平均住宅面積.....	28
図表 31	香港における民間住宅の返済負担率.....	29
図表 32	香港における住宅面積・価格・賃料の上昇率・空室率.....	30
図表 33	シンガポールにおける HDB 住宅の住宅価格・所得倍率と返済負担率.....	31
図表 34	主な不動産バブル抑制策.....	32

図表 35	シンガポール HDB 住宅の建設・販売戸数.....	33
図表 36	大手銀行の自己資本比率.....	35
図表 37	政府債務残高（10 年見込み）	35

1. はじめに

アジアでは、2009年以降、不動産バブルを懸念する論調がさかんにみられるようになっているが、こうした風潮にはやや違和感を覚える。07年頃にも株式や不動産のバブル深刻化を懸念する論調があったが、08年のリーマン・ショック後に影をひそめた。それが09年の不動産価格上昇を受けて再燃している。仮に09年の不動産価格上昇が行き過ぎだったとしても、リーマン・ショック後の不況からこんなに短期間に、国を挙げて警戒しなければならぬほど深刻な不動産バブルが生じるだろうか。

実際には、本レポートでも後述する通り、不動産バブルが深刻化しているとの確たる根拠が示されているわけではない。それにもかかわらず、メディアのみならず当該国の政府においても、不動産バブルへの警戒感が極度に高まり、矢継ぎ早に対策が打たれていった。果たして、こうした状況で、本当に不動産バブルが深刻化するのだろうか。

そこで、本稿では、不動産バブル問題がもっとも注目されている中国と、為替政策の関係で過剰流動性が生じやすい香港・シンガポールについて、本当に不動産バブルが起こっていると言えるのか、検討した。

なお、本稿では、以下の通りの表記を用いた。

- ① 台湾と香港は独立国ではないが、表記を単純化するため、国として取り扱っている。
- ② NIEs は、韓国、台湾、香港、シンガポールの4カ国。
- ③ ASEAN4 は、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピンの4カ国。
- ④ 香港のHKMA (香港金融管理局) とシンガポールのMAS (シンガポール通貨庁) は、中央銀行と類似の機能を持つ機関として表記を単純化するため、中央銀行として取り扱っている。

2. 米国の金融緩和とアジアの過剰流動性

97年にアジア通貨危機の震源地となったタイを振り返ってみると、パーツを米ドルに連動（ペッグ）させる為替政策のもと、米ドルよりも高金利のパーツ建て預金に多くの資金が流入した。この結果生じた過剰な流動性が、不動産市場に流れ込み、不動産バブルを生じさせたと言われている。不動産バブルが崩壊すると、銀行の不良債権問題への懸念が高まり資金が流出に転じたことが、タイ通貨危機の主因の一つであった。

09年以降、一部アジア諸国で不動産バブルが懸念されるに至った理由も、97年のタイと似ている。米国が、リーマン・ショック後の景気低迷を背景に金融緩和に動くなか、資金が米国からアジアに流入して過剰流動性を生み出し、それがバブルをもたらしているのではないかと、いうのである。

なお、ここでは、流動性はマネーサプライ（法人・個人・地方公共団体等が保有する通貨の合計）と同義とし、経済実勢に比べて多過ぎるマネーサプライを過剰流動性とした。過剰流動性の原因は、一般に、銀行の貸出金利が低過ぎることである。中央銀行は、インターバンク市場における短期金利（銀行の調達金利）を特定水準に誘導することによって、間接的に銀行の貸出金利に影響を与え、結果的に過剰流動性をもたらしたり、回避したりすることができる。

以下、米国の金融緩和がアジアで過剰流動性をもたらしていると言えるのか、具体的に見てゆきたい。

(1) 米国の金融緩和と対外投資

米国は、07年後半から、緩和的な金融政策を概ね維持してきたが、リーマン・ショック後の08年12月には、米国の中央銀行に相当するFRBが、ゼロ金利政策を導入した（図表1）。本来、ゼロ金利の導入は、米ドル安要因であるはずだが、金融不安の高まりを受け、米国の投資家が対外投資を引き揚げたため、当初は米ドル高が進展した。

この米ドル高を反転させるきっかけとなったのが、09年に導入された量的金融緩和の第一弾（QE1）¹である。米国では既にゼロ金利が導入されていたことから、QE1が直接的に米ドル安要因となるかは判断が難しいが²、①潤沢な流動性供給を通じて金融不安を沈静化させることにより、投資家のリスク許容度を高めたり、あるいは②米国の金融緩和が長引くということを経済市場に再認識させたりすること（いわゆる「時間軸効果」）を通じ、間接的に米ドル売りを促す要因となった可能性はあろう。これ以降、米国からの対外投資は再度活発化し（図表2）、米ドル安をたらしめる要因となった。10年11月にはQE2³が実

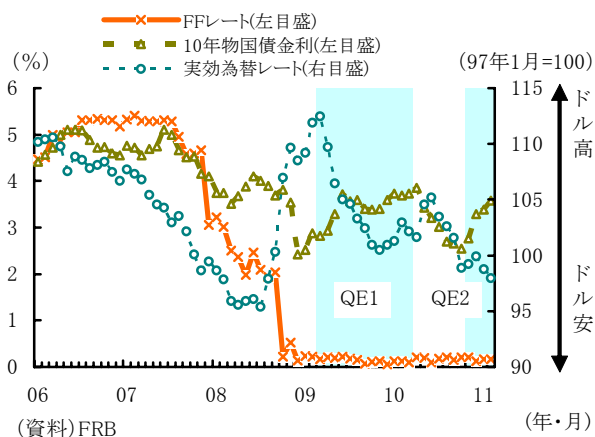
¹ Quantitative Easing 1. 09年3月～10年3月にかけて、1.75兆ドルの住宅ローン担保債権と政府機関債を、FRBが購入するもの。

² 金利がゼロのまま変わらなければ、キャリートレード（低利のドルを借りて高金利通貨やコモディティなどに投資すること）の意欲は、特に高まらないはずである。

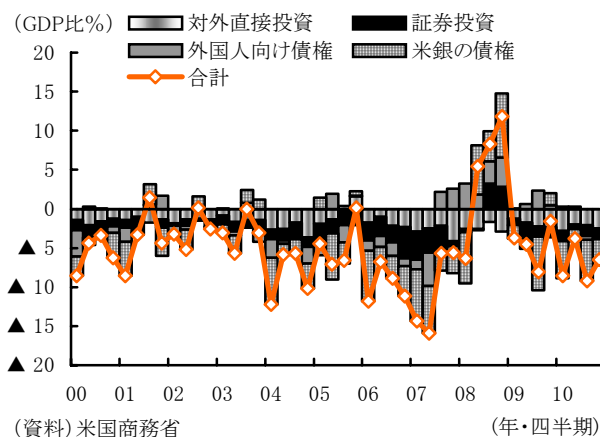
³ 10年11月から11年6月にかけて、6,000億ドルの国債をFRBが購入するもの。

施され、米国が引き続き緩和的な金融政策を志向していることが示された。

図表 1 FF レート、米国 10 年物国債金利、米ドル実効為替レート



図表 2 米国対外民間投資のGDP比 (季節調整値・マイナスは出超)



(2) 対内投資増は過剰流動性を招かないが通貨上昇は不可避

統計上の制約から、具体的なデータは不明だが、米国からの対外投資のうち、一部分がアジアに向かったことは間違いなからう。当時のアジアは、世界経済のけん引役と称されるほど実体経済が堅調で、相対的にみて、新興国のなかで最も魅力のある投資対象と思われるからである。

では、米国からの対内投資が増加すると、アジアにはどのような影響が及ぶだろうか。この点については、アジアの中央銀行による米ドル売り介入の結果、過剰流動性が生じると説明されることが多いが、もう少し詳しく見てゆきたい。

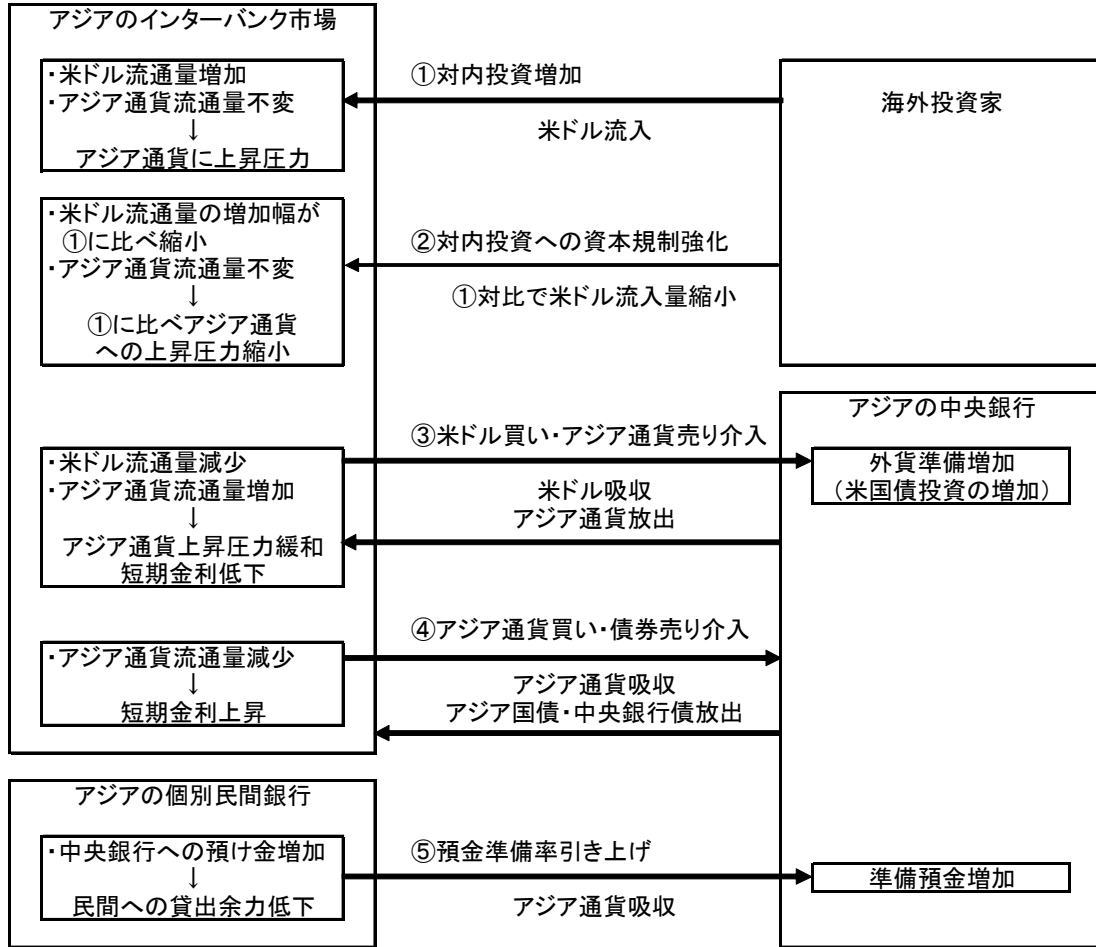
a. 対内投資増加

対内投資が増加するという事は、アジアのインターバンク市場において、民間銀行経由で、海外投資家が米ドルを持ち込んで売り、アジア通貨を買うということである。この結果、インターバンク市場では、米ドルの供給が増加する一方、アジア通貨の流通量は変わらないため、アジア通貨の対米ドル為替レートには上昇圧力がかかる(図表 3-①)。このとき、通貨上昇を完全に放置すれば、アジア通貨の流通量に変化はないため、過剰流動性の原因となるインターバンク市場での金利低下は生じない。

b. 米ドル買い・アジア通貨売り介入

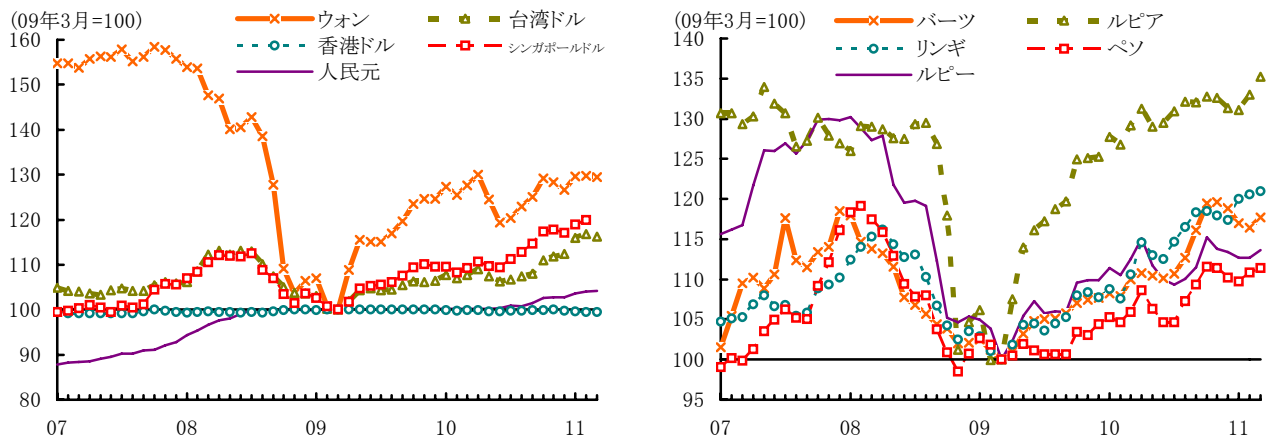
対内投資が増加する際には、ある程度の上昇は容認されることが多く、実際、09年以降、多くのアジア通貨は、対米ドルで上昇している(図表 4)。ただし、自国通貨の対米ドル為替レートが上昇すると輸出競争力が低下するため、対抗手段がとられることがある。

図表 3 対内投資増加と中央銀行の対応



(注) 1. ③だけを行うこと: 非不胎化介入 ③と④を行うこと: 不胎化介入
 2. 上記⑤だけでなく、国によっては④なども民間銀行と中央銀行との相対取引となることがある。
 (資料) みずほ総合研究所

図表 4 アジア通貨の対米ドル為替レート



(資料) CEIC Data

(年・月)

第一に、資本規制強化（図表 3-②）により、対内投資を抑制することである（図表 5）。ただし、事業会社や投資家の利便性を損ない、金融業の発展を阻害する恐れがあるなど、弊害も多いため、資本規制強化には一定の限界がある。

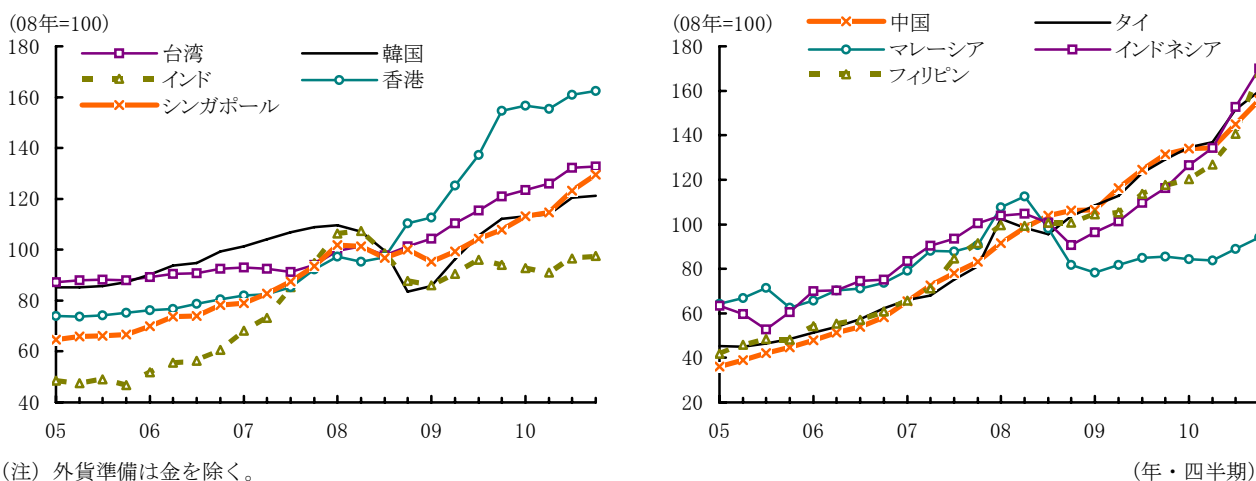
図表 5 資本規制強化の動き

	導入時期	内 容
韓国	10年07月	外貨建て借入による国内での設備投資を禁止
	10年10月	銀行による為替デリバティブ取引のポジションについて、自己資本の50%（外銀支店は250%）を上限とする規制を導入
	10年11月	外国人投資家に対する国債利子・譲渡益への非課税措置を撤廃
	11年07月	銀行の海外借り入れに0.05～0.2%の賦課金（実施見込み）
インドネシア	10年07月	中銀債券について、最低1ヶ月の保有義務を導入
	11年01月	銀行の短期海外借り入れを、資本金の30%以下に制限。
	11年03・06月	外貨預金に対する預金準備率を、現行の1%から、3月に5%、6月に8%まで引き上げ（ルピア建ては10年11月以降8%）
タイ	10年10月	外国人によるタイ国債投資について、利子とキャピタル・ゲインに対する15%の源泉徴収税を導入
台湾	10年11月	非居住者による、満期1年未満の国債・短期金融市場商品への投資は、台湾への投資全体の30%未満を上限とする規制を導入

（資料）各種報道

第二に、米ドル買い・アジア通貨売り介入（図表 3-③）により、アジア通貨への上昇圧力を緩和することである。その場合、インターバンク市場においてアジア通貨の流通量が増えて金利が低下する結果、アジア通貨買い圧力は収まり、そして外貨準備は増加する（図表 6）。こうしたアジア通貨の流通量増加分を、そのまま放置する外国為替市場への介入は、非不胎化介入と呼ばれ、過剰流動性の原因となるインターバンク市場における金利低下をもたらす。

図表 6 外貨準備残高の推移



ちなみに、日本銀行の白川方明総裁は、「金融政策や為替市場介入に関する現在の制度を前提とする限り、『非不胎化介入』というものは想定しにくい」⁴と述べている。中央銀行は一般に、インターバンク市場における短期金利に誘導目標を定めているが、非不胎化介入は短期金利の低下を招き、不本意な利下げに追い込まれてしまうからである。

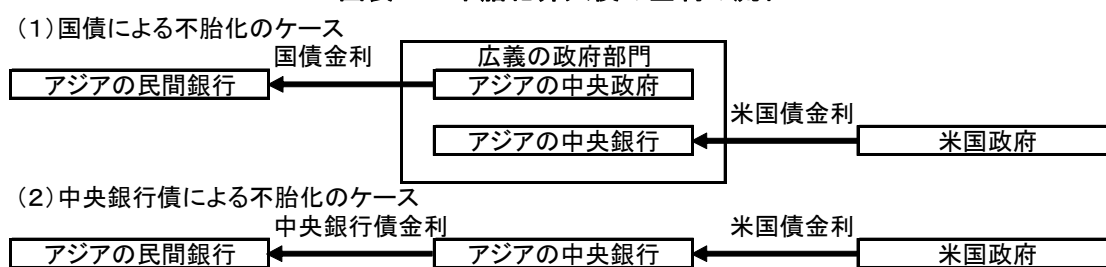
c. アジア通貨買い・債券売り介入

金利低下を回避するための手段として、最も一般的なのは、中央銀行が保有する国債や、中央銀行自体が発行する債券をインターバンク市場で売却し、アジア通貨を回収することである（図表 3-④）。このように、アジア通貨流通量の増加分を吸収する措置を伴う外国為替市場への介入は、不胎化介入と呼ばれる。ただし、不胎化介入ではアジア通貨の金利が低下しないため、アジア通貨買い圧力は収束しない可能性がある。すなわち、不胎化介入は、アジア通貨の上昇を止めるためではなく、上昇ペースを緩和するために行なわれると解釈すべきであろう。

不胎化介入においては、図表 3-③によるアジア通貨放出と、図表 3-④によるアジア通貨吸収が相殺されることから、実質的に、政府・中央銀行が債券発行で資金を調達し、米国債に投資することと同じである。したがって、政府・中央銀行が為替リスクに晒されることになり、もし米ドルが下落すれば、外貨準備に為替差損が生じる。

不胎化介入における利子受払の流れを考えると、アジアの中央政府ないし中央銀行が、アジアの民間銀行に対し国債金利ないし中央銀行債金利を支払い、アジアの中央銀行が米国債金利を受け取る（図表 7）。米国債利回りが、国債・中央銀行債の利回りを下回っている場合、不胎化をすると広義の政府部門に損失が生じることになる⁵。

図表 7 不胎化介入後の金利の流れ



(注) 日本のように、中央銀行ではなく中央政府が外貨準備の保有主体となるケースもある。

(資料) みずほ総合研究所

d. 預金準備率引き上げ

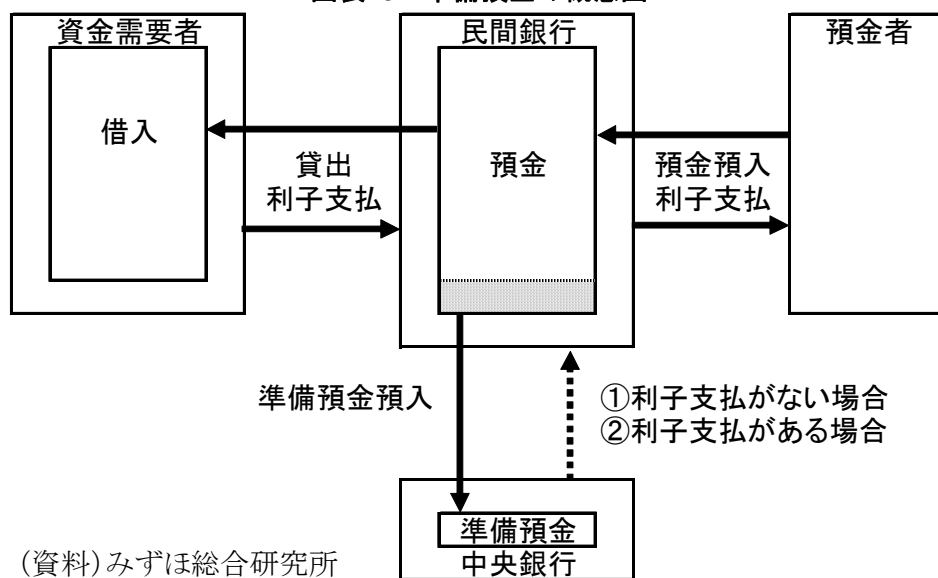
金利低下を回避する手段としては、通常は不胎化介入を行えば十分だが、預金準備率の引き上げが行われる場合もあり（図表 3-④）、中国では金融政策の重要なツールになって

⁴ 白川（2008）

⁵ 為替レートの変化は考慮していない。

いる。個別民間銀行における預金残高の一定割合を、準備預金として中央銀行に預けさせるもので、民間銀行はその分、民間企業や家計などへの貸出余力を抑制されることとなる（図表 8）。流動性を吸収し、民間銀行の貸出を抑制するという点において、不胎化と効果はほぼ同じである。

図表 8 準備預金の概念図



準備預金に対しては、中央銀行が付利する場合と付利しない場合⁶がある。いずれにせよ、民間銀行が貸出を抑制されることに伴う機会損失と、中央銀行による利払いがコストとなり、こうしたコストが外貨準備の増加に伴う米国債金利の受取増加を上回れば、経済全体としてみれば損失が生じていることになる。

e. 結論

対内投資がアジアで過剰流動性を招くと言われることがあるが、そうした見方は、一般論で言えば正しくない。なぜなら、非不胎化介入は考えにくく、インターバンク市場での金利低下は回避されるからである。

コストが大きいことから、不胎化が十分に行なわれていない可能性が指摘されることもある。もし不胎化が不十分であれば、インターバンク市場での短期金利低下を招くため、政策金利が引き下げられなければ辻褄が合わない。つまり、コストが大きいのが故に不胎化が十分に行なわれないということは、中央銀行が不必要な利下げを行なうことを意味しており、可能性として皆無でないものの、通常は考えにくいであろう。米国がQE 1に踏み切

⁶ 準備預金は、預金者による払い出しが急増した場合への備えとして中央銀行に預けているという側面と、ここで見たように、金融引き締めの結果として中央銀行に預けているという側面がある。目的が前者の場合は付利されないことが多く、後者の場合は付利されることが多い。

った09年3月以降、09年8月までのあいだに複数の国が利下げを行なったが(図表9)、いずれもインフレ率がボトムを迎える前のことであり、明らかに不必要と思われるような利下げ事例はない。

図表9 政策金利

(単位:%)

国名	政策金利		09年インフレ前年比上昇率	
	09年以前最後の利下げ	09年以降最初の利上げ	ボトムの時期	ターゲット
中国	5.58% → 5.31% (08年12月) →	5.56% (10年10月)	09年08月 (▲ 1.8%)	—
韓国	2.50% → 2.00% (09年02月) →	2.25% (10年07月)	09年07月 (+ 1.6%)	+2.5~3.5
台湾	1.50% → 1.25% (09年02月) →	1.375% (10年06月)	09年07月 (▲ 2.3%)	—
マレーシア	2.50% → 2.00% (09年02月) →	2.25% (10年03月)	09年07月 (▲ 2.4%)	—
インド	5.00% → 4.75% (09年04月) →	5.00% (10年03月)	09年06月 (▲ 0.7%)	—
タイ	1.50% → 1.25% (09年04月) →	1.50% (10年07月)	09年07月 (▲ 4.4%)	+0.5~3.0
フィリピン	4.25% → 4.00% (09年07月) →	4.25% (11年03月)	09年08月 (+ 0.1%)	+2.5~4.5
インドネシア	6.75% → 6.50% (09年08月) →	6.75% (11年02月)	09年11月 (+ 2.4%)	+3.5~5.5

(注)1. インフレは総合消費者物価指数、インドのみ卸売物価指数。

2. ベトナムの政策金利はリファイナンスレートとした。

(資料)各国統計

明らかに「不必要な利下げ」が行なわれた形跡はないが、09年終盤以降、「必要な利上げのタイミングが遅れてしまった」可能性については否定できない。利上げは、米国がゼロ金利を続けるなか、米ドル・アジア両通貨の金利差を拡大し、さらなるアジア通貨買いを招くためである。ただし、もし利上げが遅れたとしても、時期的にみて、09年の不動産価格上昇の原因ではないと思われる。

以上から、金融政策が適切に運営されていれば、米国の金融緩和後に増加した対内投資が、過剰流動性を招くことはないと言える。

(3) ペッグの場合

一般論で言えば、資金流入は過剰流動性を招かないが、ペッグの為替政策を採用している場合はどうだろうか。以下で検討してみたい。

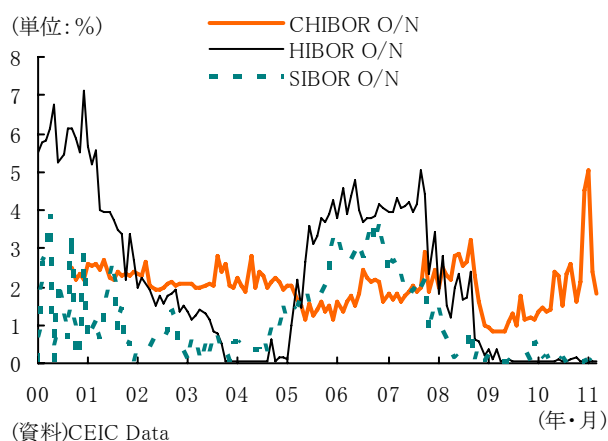
a. 香港・シンガポールのケース

ペッグ制を採用しており、かつ資本取引が自由化されている国の場合、短期金利は為替政策の結果として自動的に決まることになり、中央銀行が決めることはできない。なぜなら、ペッグの維持にとり、インターバンク市場の短期金利が高過ぎれば自国通貨買いが、低過ぎれば自国通貨売りが起こるので、いずれにせよペッグを維持できなくなってしまうからである。したがって、米ドル買い・アジア通貨売り介入の結果、低下した金利を受け

入れるしかない。

このケースに該当するのは、資本取引の規制が小さい、香港とシンガポールである。香港は、1米ドル=7.8香港ドルとする厳格な対米ドルペッグを採用しており、シンガポールは、米ドルなど主要通貨のバスケットへのペッグ⁷を採用している。いずれの国においても、為替レートはペッグの水準で決まるため、アジア通貨が買われる局面では、米ドル買い・アジア通貨売りの市場介入が増えてアジア通貨の供給が増加し、アジア通貨買い圧力が収まるまで、短期金利は低下する。この結果、両国とも、09年以降ほぼゼロ金利となっている（図表10）。不胎化介入は、それによって金利が上昇すると再びアジア通貨買いが発生してしまうため、原則として無効である⁸。現行為替政策を続けるならば、両国とも、こうした低金利を受け入れざるを得ない。以上から、対内投資の増加は、インターバンク市場において、回避不可能な金利低下をもたらす。

図表 10 インターバンク市場翌日物金利



b. 中国のケース

一時、対米ドルペッグの為替政策を採用していた中国の場合はどうだろうか。中国は、ペッグを採用していたという点で香港やシンガポールと似ているが、金融政策やインターバンク市場の仕組みが異なっている。もっとも大きな違いは、政策金利が存在しており、それはインターバンク市場における短期金利の誘導目標ではなく、銀行の貸出金利・預金金利であるということである。過剰流動性を押さえ込む手段として、利上げは無効ではないが、中国の場合、①人民元預金の魅力が高まることから、投機資金の流入（非居住者による人民元買い）を促し、人民元上昇圧力がある程度高める恐れがある、②コスト意識が低い国営企業が、金利水準にかかわらず年度計画を重視して投資を実行する傾向にあるため

⁷ 状況により、ペッグ水準の変更を行なっているため、香港ほど厳格なペッグ（hard peg）ではない。

⁸ ちなみに両国とも、不胎化を全く行なっていないわけではないが、いずれも効果は薄いと考えるべきであろう。

効果が薄い⁹、といった理由から、中央銀行は、利上げよりも不胎化によるインターバンク市場での資金量抑制や、預金準備率引き上げによる貸出量の直接的な抑制を重視する傾向にある。ちなみに、上記①で「ある程度」としたのは、非居住者に対する人民元の国外持ち出し制限などが存在するため、金利上昇に伴う通貨上昇圧力は、先進国通貨と比べずっと小さいと思われるからである。

中央銀行がインターバンク市場で米ドル買い・人民元売りを行なうと、同市場における人民元の資金量が増加するため銀行の貸出余力が増し、過剰流動性の原因となる。ちなみに、短期金利の低下が貸出金利の低下をもたらし、それに伴う資金需要増加が過剰流動性をもたらすという、他の一般的な国で見られる効果は、皆無ではないが、相対的に小さいと判断される¹⁰。

過剰流動性を抑えるため、中国政府は、まず不胎化を行なう。短期金利は上昇するが、インターバンク市場には実需原則（経常取引など中央銀行が認可した取引のみを認めること）があるため、同市場における、米ドル・人民元の金利差拡大を受けた人民元への投機的な買いを直接的に増やすことはない。一方、短期金利の上昇が預金金利の上昇をもたらし、それによって人民元買い圧力が増加するという効果は、皆無ではないが、相対的に小さいと判断される¹¹。

ただし、インターバンク市場が未発達なことなどから、不胎化は十分にできない可能性がある。このため、次に、預金準備率の引き上げにより、個別行の貸出余力を吸収するという手段が用いられる。この場合、貸出金利は変化しないが、銀行貸出の量には下押し圧力がかかることになる。なお、銀行の手持ち資金が減少すれば、インターバンク市場の短期金利は上昇する可能性があるが、既に見た通り、人民元への投機的な買いには結びつかない。

さて、不胎化介入や預金準備率引き上げが、目標達成に十分であったかは、そもそも操作目標となっていない、インターバンク市場の短期金利を見てもわからない。新規銀行貸出には一応目標が定められているが、08年は目標 3.6 兆元に対し実績 4.9 兆元、09年は目標 5 兆元に対し実績 9.6 兆元、10年は目標 7.5 兆元に対し実績 7.95 兆元などと報じられている。目標超過は明らかだが、超過することが常態化しており、遵守しなければならないほ

⁹ 利上げは、非効率な国営企業の投資抑制効果が小さい反面、採算性を重視した中小民間企業による投資は抑制するため、悪影響が大きいとされる。

¹⁰ 政策金利である貸出金利は、中央銀行が直接決めるため。ただし、同じく政策金利である預金金利は、直ちに低下するとは限らないが、インターバンク市場の短期金利を上回ることは考えにくいので、何らかの低下圧力はかかるであろう。預金と貸出の金利差拡大が問題視され、同時に利下げされるならば、結果的に貸出金利も低下することになる。

¹¹ 政策金利である預金金利は、中央銀行が直接決めるため。ただし、同じく政策金利である貸出金利は、直ちに上昇するとは限らないが、インターバンク市場の短期金利を下回ることは考えにくいので、何らかの上昇圧力はかかるであろう。貸出と預金の金利差拡大が問題視され、同時に利上げされるならば、結果的に貸出金利も上昇することになる。

なお、仮に預金金利が多少上昇しても、先述の通り人民元の持ち出し制限などがあるため、外国為替市場への影響は、先進国ほど大きくない。

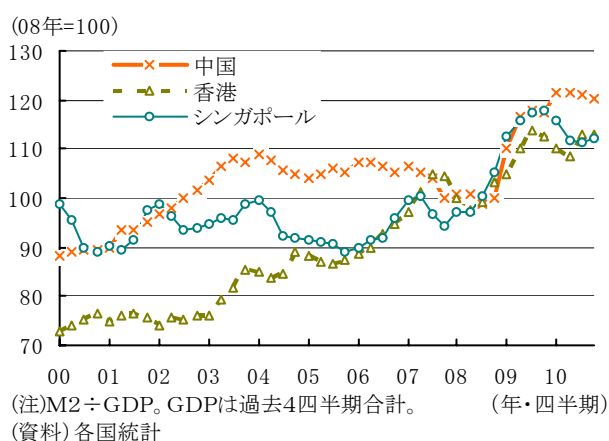
どの目標とはみなされていないのかもしれない。遵守すべき目標がなければ、不胎化や預金準備率引き上げが十分であったかについては、判断のしようがない。

以上をまとめると、中国の場合、不胎化や預金準備率の引き上げはかなり有効であり、対内投資増加に伴う過剰流動性を回避することは、技術的に可能である。ただし、金融政策の目標があいまいなため、不胎化や預金準備率引き上げが十分であったかの判断は困難である。

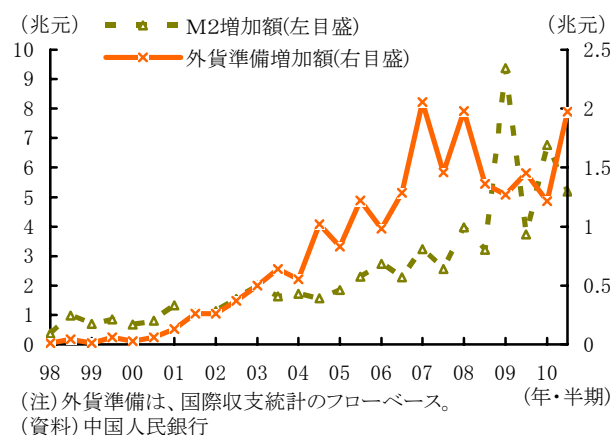
(4) マーシャルK

香港、シンガポール、中国について、過剰流動性の程度を示す代表的な指標である、マーシャルKを見ると、3カ国とも、09年から10年序盤にかけ、高い伸びを示している（図表11）。

図表 11 マーシャルK



図表 12 中国のM2と外貨準備の増加額（前期差）



香港とシンガポールについては、09年以降に短期金利がゼロとなったことが、09年のマーシャルK上昇の一因とみて差し支えなかろう。ただし、10年については低下しており、ゼロ金利の持続が、直ちに過剰流動性の膨張持続を意味するわけではないようである¹²。

一方、中国では、低下していたマーシャルKが、09年に反転して大きく上昇しており、過剰流動性が生じた有力な状況証拠と言えよう。ただし、こうした過剰流動性が、米ドル買い・人民元売りの市場介入の結果であるかについては判然としない。外貨準備の大幅増加は、07年1～6月期と08年1～6月期にみられるが、M2の極端な増加は09年1～6月期となっており（図表12）、時期が開きすぎている。09年1～6月期のM2急増は、時期的に見て、中国政府の積極的な財政政策や、08年後半における金融緩和の影響を強く受けているように見える。

¹² 後述するような、住宅ローンへの規制強化などが影響した可能性がある。

(5) 結論

これまでの議論をまとめると、以下の通りとなる。

第一に、米国の金融緩和がアジアなど新興国の過剰流動性をもたらすという広く浸透した議論は、金融政策が適切に運営されていればという条件が付くが、一般に正しくない。過剰流動性をもたらす純粋な非不胎化介入の実施は、現実には考えにくいからである。

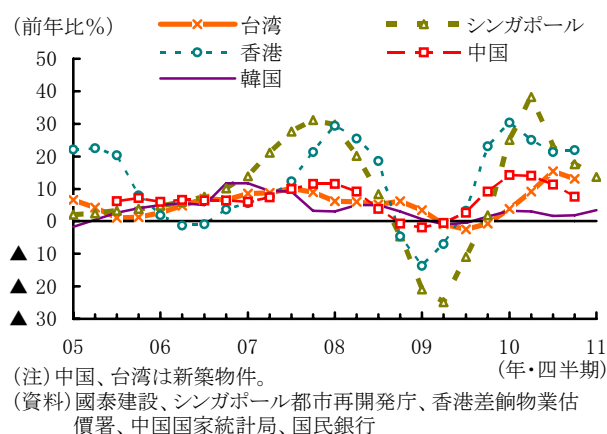
第二に、香港とシンガポールは例外で、金利決定の自由度がないことから、米国の金融緩和は、直ちに自国内の金利低下をもたらす。この金利低下は不可避であり、過剰流動性につながる恐れは高い。ただし、ゼロ金利が続いたとしても、過剰流動性が膨らみ続けるとは限らない。

第三に、中国では、不胎化・預金準備率の引き上げによって、過剰流動性を回避することは可能であるが、金融政策の目標が不透明なため、それらが十分に行なわれたかは不明である。09年には過剰流動性が引き起こされたようだが、これは、米国からの対内投資増加を受けた、米ドル買い・人民元売りの市場介入の結果というよりは、中国側の緩和的な財政・金融政策によってもたらされたように見える。

3. バブルとは何か

中国、香港、シンガポールとも、09年以降に過剰流動性が生じていたと仮定して、以後の議論を進めたい。緩和的な金融環境のもとでは、物価が高くなりがちである一方、一般に預金金利は低水準で相対的な魅力が著しく低くなるため、株式、不動産、貴金属などに投資資金が向かいやすくなる。09年以降、米国が金融緩和を始めるなか、不動産価格が上昇し始めると、アジアでもバブルが生じているのではないかとの議論が出てくるようになった。10年には、シンガポール、香港、中国、台湾で住宅価格が二桁上昇を見せると（図表13）、そうした見方はいっそう強くなった。

図表 13 住宅価格の推移



しかし、過剰流動性が直ちにバブル発生を意味するわけではない。そもそもバブルとは何か、その定義を明確にする必要がある。

(1) バブルの定義

経済白書（経済企画庁[1993]）によると、バブルとは、「一般には、資産価格がファンダメンタルズ（経済の基本的要因¹³）から大幅にかい離して上昇すること」を指している。アジアにおける不動産バブル論においては、不動産価格の急激な上昇をバブルとみなすことが多いように見受けられるが、その上昇がファンダメンタルズの改善で説明できる場合は、バブルとは呼べない。

では、ファンダメンタルズとは何か。経済・財政白書によると、資産の理論価格を示す収益還元モデルは、図表14の基本式の通りである。単純化のため、リスクプレミアム、収益の期待成長率、固定資産実効税率を捨象すると、 $\text{収益} \div \text{金利}$ が、もっとも単純な形の理論価格となる（式①）。これは、安全資産とリスク資産とのあいだで裁定が働けば、不動

¹³ 「基本的要因」ではなく「基礎的条件」とする場合が多いが、ここでは原文の表記に従った。

産の予想収益率は安全資産利子率に一致するはずである、との考え方による（式②）。

図表 14 資産の理論価格（収益還元モデル）とその変形

(A) 基本式

$$\text{資産価格} = \frac{\text{今期予想収益}}{\text{安全資産利子率} + \text{リスクプレミアム} - \text{収益の期待成長率} + \text{固定資産実効税率}}$$

(B) 簡略化した式とその変形

$$\begin{aligned} \text{①} \quad & \text{資産価格} = \frac{\text{今期予想収益}}{\text{安全資産利子率}} \\ \text{②} \quad & \therefore \text{安全資産利子率} = \frac{\text{今期予想収益}}{\text{資産価格}} \\ \text{③} \quad & \therefore \text{安全資産利子率} \times \frac{\text{資産価格}}{\text{今期予想収益}} = 1 \\ \text{④} \quad & \therefore \frac{\text{今期予想収益}}{\text{資産価格}} - \text{安全資産利子率} = 0 \end{aligned}$$

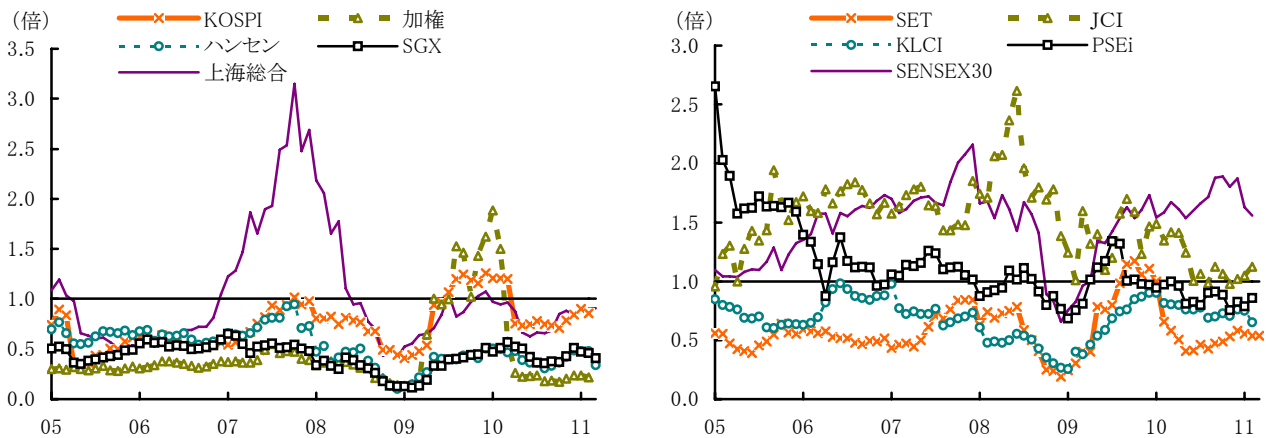
(資料) 内閣府 (2003)、みずほ総合研究所

資産の理論式によると、資産価格を上昇させる要因は、収益増加と金利低下である。金利低下を理由とする資産価格上昇、あるいは単なるインフレ進行を背景とした収益増加を理由とする資産価格上昇は、いずれも金融的な現象であるが故にバブルと間違われやすいが、定義上バブルではない。また、「価格上昇は長続きしない」あるいは「暴落リスクがある」、だからバブルであるといった論調を目にすることがあるが、ファンダメンタルズの改善で説明できない上昇がバブルなのであって、上昇の持続力や将来の暴落リスクは、バブルの有無と関係ない。

ちなみに、②式を③式に変更してみると、左辺は、株価分析にしばしば用いられる金利修正PERとなる。何倍になればバブル、何倍になれば深刻なバブルといった明確な基準はないが、一般に、1を超えるかどうかバブル発生の目安であり、1を大きく超えると深刻なバブルが起こっている恐れありと判断される。

不動産と異なり、株式については必要なデータが比較的容易に入手できるため、金利修正PERによる国際比較は可能である（図表 15）。これによると、アジアでは09年の一時期、台湾の加権指数、韓国のKOSPI、フィリピンのPSEiなど複数の株価指数で金利修正PERが1倍を越えたものの、多くは10年に1倍を割り込んでおり、ほとんどの国において深刻な株式バブルは生じていないと考えられる。ただし、インド株 (SENSEX30) は、例外的に1倍を大きく超えており、足元で深刻なバブルが発生している可能性がある。インドネシア株 (JCI) も、1を超えており、バブルが発生している可能性を否定できない、と解釈できる。

図表 15 金利修正PER



(注) 安全資産利子率は10年物国債を用いた。

(資料) CEIC Data

(2) アジア不動産バブル論に関する理論的考察

翻って、アジアで不動産バブルが発生しているとの主張は、どのような根拠を挙げているだろうか。以下、バブルの論拠として語られることが多い、代表的な事例を検討してみたい。

a. 価格上昇が激しいからバブルなのか

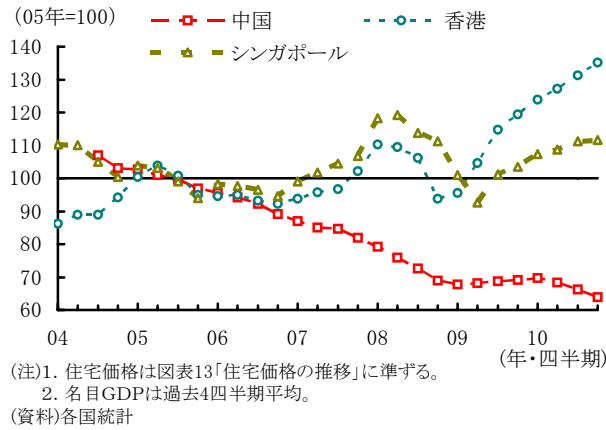
一部のアジア諸国で不動産価格上昇が激しい（あるいは激しかった）ことを、バブル発生理由として挙げる向きは多い。確かに、不動産価格の急上昇は、不動産バブルが進行するときに、しばしば観察できる現象である。

しかし、アジアでは経済成長も続いており、不動産価格の上昇はある程度正当化されるはずである。最も単純には、名目経済規模（名目GDP）と不動産価格の動きを比較してみればよい。分母に住宅価格を、分子に名目GDPをとり、指数化してみたものが図表 16 である。これによると、香港はやや警戒を要する動きとなっているが¹⁴、中国については、不動産価格の上昇ペースが低すぎるように見える。シンガポールは両者の中間で、バブルが生じている可能性は否定できないが、おそらく深刻なものではないであろうと想像できる。

以上から、不動産価格の急上昇は、バブル発生の有力な状況証拠ではあるが、それを以ってバブルと決め付けることはできない。価格上昇がファンダメンタルズの動きからみて妥当と言えるかについては、章を改めて検討したい。

¹⁴ 金利要因を勘案していないので、香港についても、バブル発生が即断されるわけではない。

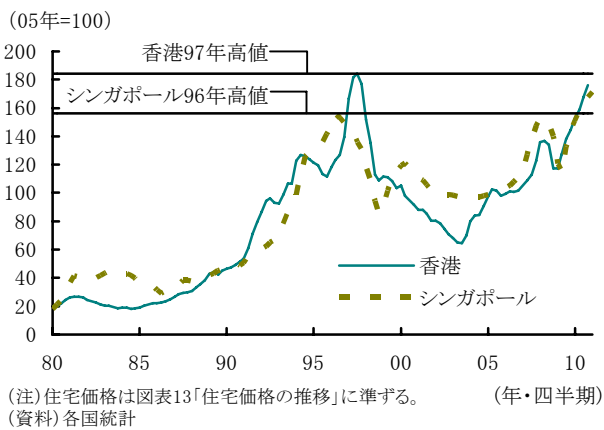
図表 16 住宅価格／名目GDP



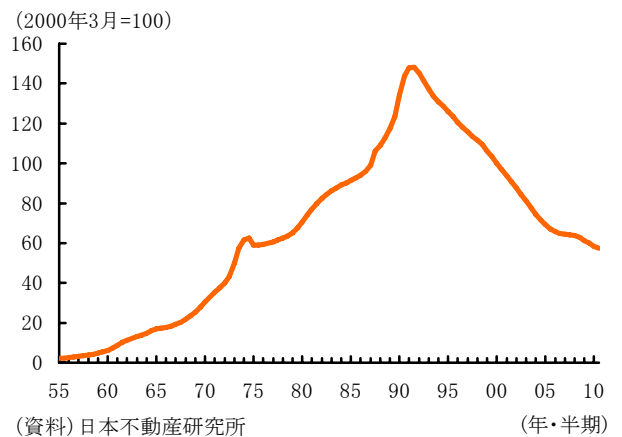
b. 過去最高値を更新したからバブルなのか

これと似た議論として、香港とシンガポールでよく見られるが、バブルが進行したが故に、不動産価格が過去最高を更新したか、あるいは更新目前になっているといった指摘がなされることがある（図表 17）。仮に、過去最高値を記録した十数年前が不動産バブルの状態であったとしても、ファンダメンタルズが変化しているのだから、それを更新することが新たなバブルの到来を意味するわけではない。過去最高値更新は、単に象徴的な出来事であるという以上の意味はなく、バブル発生とは無関係である。

図表 17 香港とシンガポールの住宅価格



図表 18 日本の地価（市街地価格指数）

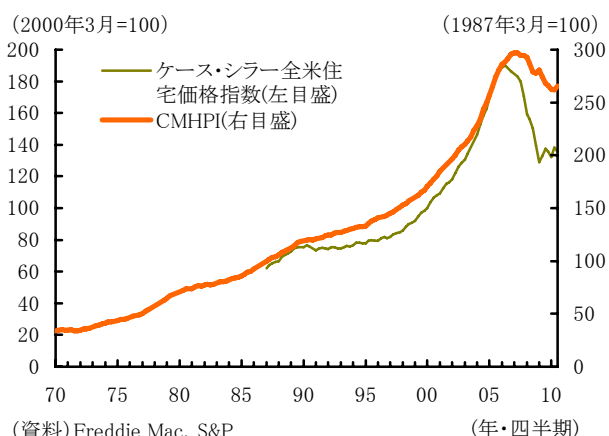


十数年ぶりに過去最高値更新ということは、むしろ、不動産バブルが発生しにくい状況を示しているかもしれない。なぜなら、不動産は、暴落しうる資産、十数年間も含み損を抱え続ける恐れがある資産とみなされているということであり、不動産バブルの有力な前提条件である、土地神話が存在していない可能性が高い。特にシンガポールでは、08年6月から09年6月にかけてというごく最近の時期にも、リーマン・ショックの影響で住宅価

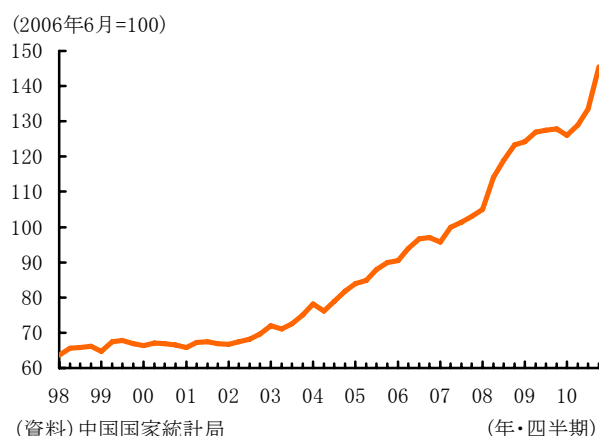
格が約 25%も下落しており、不動産投資の危険性は人々の記憶に新しい。

参考までに、日米中の地価ないし住宅価格（長期間入手できる系列を採用）を見ると、日本に土地神話があったことは有名だが（図表 18）、おそらく米国でも、住宅は価格が下がらない資産とみなされていた（図表 19）。中国についても、香港やシンガポールと異なり、これまで本格的な不動産価格の調整を経験しておらず、何らかの土地神話が存在している可能性は否定できない（図表 20）。

図表 19 米国の住宅価格



図表 20 中国の地価（70 都市）



c. 庶民が住宅を買えないからバブルなのか

これは、中国、香港、シンガポールのいずれでも見られる主張だが、不動産バブル深刻化で住宅価格が高騰し、庶民が買えなくなった、あるいは住宅ローンの返済負担が重くのしかかるようになったという。中国では、住宅価格は年収の 10 倍を超えることも珍しくないようで、極端な例では、上海で 100 倍に達するという指摘もある¹⁵。

しかし、こうした断片的な情報では、状況がよくわからない。日本でも、年収 600 万円の勤労者が東京都区部で 100 m²超の新築マンションを買うことは容易ではなく、年収に対する住宅価格は 10 倍（6 千万円）を超える可能性がある。都心の 200 m²超のマンションであれば、100 倍（6 億円）まで達する物件は多くないかもしれないが、30~50 倍（1 億 8 千万円~3 億円）程度の物件は決して珍しくない。一方、郊外の 70 m²のマンションであれば、年収の 6 倍（3 千 6 百万円）程度で買える可能性が高まる。要するに、断片的な情報だけでは、日本との違いすらよくわからないのである。中国で一般的な夫婦共稼ぎの場合の収入と、勤労者 1 人当たりの収入との、どちらを問題にして倍率を取り上げているのかすら曖昧な場合があるので、この手の議論には注意が必要である。

¹⁵ 大前研一「年収 200 万円中国人が 2 億円の家購入 大前氏バブル崩壊を危惧」（『News ポストセブン』2011 年 1 月 18 日）

http://www.news-postseven.com/archives/20110118_9741.html

住宅ローンの返済負担の議論については、章を改めて再び取り上げたい。

d. 投資目的の住宅購入が増えているからバブルなのか

住宅バブルが進行している論拠として、主として中国において、自己居住目的以外の住宅取得が増えていることを指摘する向きがある。香港とシンガポールでも、こうした論調はあるが、だいぶ少なくなる。両国では、一般市民でも、投資目的で不動産を購入することはよくあるので、捉え方が違うのかもしれない。

では、投資目的の不動産購入は、バブルを招くだろうか。あくまで一般論ではあるが、投資目的の不動産の購入自体は、全くバブルの原因ではない。日本でも、香港やシンガポールほどではないが、一般市民が住宅に投資し、住宅賃貸業に従事することさほど珍しくなく、それはバブルの原因になるので止めるべきという論調はない。きちんと賃料収入を得て、それによって債務を返済できる限りは、投資物件の購入に何の問題も生じないのである。米国のサブプライム・ローン問題を想起すると、投資用ではなく、自己居住用の住宅がバブルの主演であった。要するに、住宅が投資用か自己居住用かはバブルとは関係なく、土地神話を前提に、「返済できなくなったら売ればいい、どうせ価格は上がる」という前提で住宅を購入することが、バブルを生み出す。

もし庶民の手が届かないほど住宅価格が上昇してしまったことを問題視するのであれば、むしろ、投資物件の供給を増やすべきである。なぜなら、住宅賃料が低下するため、住宅価格の下落要因となるからである。その意味において、あくまで一般論ではあるものの、投資目的であることだけを理由に、住宅取得に規制をかけるのは、必ずしも適切ではない。投資目的が問題なのではなく、価格上昇を前提に、返済能力に比して過大な債務を借り入れることが問題なのである。

これと関連して、中国では、「短期転売のため、人が住まない、電気すらつかない住宅が増えている」「一棟まるごと、オーナーは別のところに住んでいるため、電気はついていない」などという状況が、しばしば報じられる。香港でも同様な指摘がなされることが多く、中国本土人の投資が増えた結果、普段人が住まない物件が増えていると言われる。香港において、中国人投資家が存在感を増しているのは事実で（図表 21）、高級物件では既に購入件数の 26.9%は中国本土人によるものである¹⁶。中国と似た現象が起こっても不思議ではない。

¹⁶ シンガポールでも中国人投資家の存在感は増しているが、規制が香港よりも強いことなどから、香港ほどは目立たないようで、「現時点では、短期転売目的の空き家は少ない」（現地ヒアリング）という。

図表 21 香港における住宅購入件数に占める中国本土人の割合

(単位:%)

		高級物件			一般物件		
		新築	中古	合計	新築	中古	合計
07年	1～6	15.2	7.4	10.0	5.5	3.7	3.9
	7～12	20.7	10.3	13.7	11.5	4.3	5.3
08年	1～6	15.5	11.4	12.5	9.3	3.9	4.4
	7～12	19.6	10.1	12.6	6.0	4.5	4.6
09年	1～6	26.7	18.2	21.5	8.6	5.3	5.8
	7～12	22.6	18.1	20.0	10.2	5.4	5.9
10年	1～6	35.9	16.7	23.2	13.5	5.6	6.3
	7～12	33.8	20.7	26.9	18.5	6.2	6.9

(注) 高級物件は1,200万香港ドル以上。

(資料) 中原地产

しかし、一般論で言っても、投資物件であったとしても、よほど短期の転売目的でない限り、賃貸に出さない方が儲かるということは考えにくい。確かに、これらはバブルの存在を示唆する現象であるが、①内装工事が終わる前に物件が完売したに過ぎない場合（日本でも人気物件は竣工前に売れてしまうので、さほど珍しい現象ではない）、②富裕層が（資産運用をかねて）出張目的・観光目的などで保有している場合などもあり、いずれも短期転売目的とは言いがたいことを考慮して判断する必要があるのではないかと。ちなみに、現地ヒアリングによれば、香港の場合、②のケースが多いという¹⁷。

e. 米国金融緩和を背景とする不動産価格上昇だからバブルなのか

既に見た通り、少なくとも香港とシンガポールでは、米国の金融緩和は直ちに自国の金利低下をもたらし、不動産価格の上昇要因となる。このように、不動産価格上昇が米国の金融政策に依存しているのがバブルである、とみる向きもある。しかし、この見方が正しいのであれば、賃料収入など無関係に、米国の利下げ局面であれば常にバブル、米国の利上げ局面であれば常にバブル崩壊、ということになってしまう。金利低下に伴う不動産価格の上昇は、先述の通りファンダメンタルズの改善を反映しているのだから、決してバブルの発生を示しているわけではない。

なお、これに付随する議論として、将来的な米国の利上げが急激であれば、08年のリーマン・ショック後のように新興国からの急激な資金流出が起これば、香港やシンガポールなどの不動産価格は暴落するリスクがある、だからバブルである、といった趣旨の主張がなされることもある。確かに、米国の急激な利上げは、間違いなく香港やシンガポールで不動産価格の暴落を招くであろう。しかし、米国が急激な利上げを行なうリスクは常にあるのだから、香港とシンガポールの不動産価格は常にバブルであると言っているに等しく、

¹⁷ 現地ヒアリングによれば、香港では、ほとんどの中国本土人投資家は現金で住宅を購入するという。このため、仮に中国本土人投資家の保有物件が下落しても、金融システムへの悪影響は限定的である。

あまり意味のある議論とは思えない。そもそも、米国が将来的に急激な利上げを行なうというのは一つの可能性に過ぎないのであって、利上げが緩やかなものとなれば、香港やシンガポールの不動産価格は暴落しない。

(3) 結論

バブルが発生しているかどうかについては、本来、金利と収益というファンダメンタルズに基づいて議論するのが望ましい。しかし、これまで見てきたような、ファンダメンタルズについて突き詰めない議論からは、バブルの有無について判断することはできない。

本当に発生しているかはっきりしない不動産バブルが、実際に起こるかはっきりしない米国の急激な金融引き締めによってはじける、といったような主張は、一つの可能性を示しているのかもしれないが、あまりに実証性を欠いた議論ではないだろうか。

そこで、次章では、なるべく金利や収益に基づいて、中国、香港、シンガポールで、本当に不動産バブルが発生していると言えるのか、検討してみたい。

4. アジア不動産バブル論の実証的検証

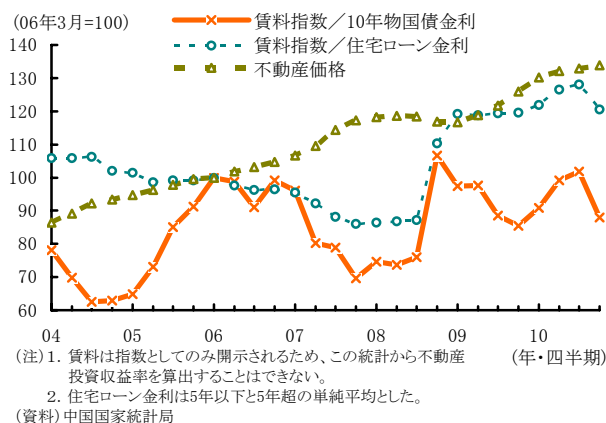
ここでは、まず、中国、香港、シンガポールで、本当に不動産バブルが起こっていると言えるか、という問題を取り上げる。金利と収益という、ファンダメンタルズの面から検討したい。

次に、一般庶民の住宅ローンの返済負担が高まっているとされる問題を取り上げる。本当に返済負担が高まっているか、データで確認した上で、高まっている理由が住宅バブルの発生にあると言えるのか、考えてみたい。

(1) バブルは本当に起こっているのか

ここでは、ファンダメンタルズからみて、本当にバブルが発生しているかについて確認してみたい。図表 14の①式が、ファンダメンタルズを表す基本だが、中国ではファンダメンタルズと実際の不動産価格の連動性が低く（図表 22）、判断が難しくなってしまう。そこで、ここでは、④式に沿って議論を進めることとする。これは、不動産価格と安全資産とのあいだで裁定が働くならば、両者の利回りは一致するため、利回り格差はゼロになるはずである、という考え方に基づいている。

図表 22 中国の不動産ファンダメンタルズ (70 都市)



なお、以下では、安全資産利回りとして、10年物国債（香港は為替基金債券）金利を用いている。

まず中国だが、不動産投資利回りについて得られるデータは非常に限られている。ここでは、09年4～6月期から10年4～6月期にかけて開示されていた、高級住宅と高級オフィス¹⁸に関するCBリチャードエリス社のデータで確認したい。

高級住宅の利回りは、09年4～6月期時点では、平均で辛うじて安全資産利回りを上回っ

¹⁸ 高級の定義は、管理状況、面積、立地などからの総合判断による。

ていたものの（図表 23）、諸経費控除前の表面利回りであることを考慮すれば、賃料収入だけではあまり儲からない、実質的にほとんどうまみのない投資と言える。10年に入ると、マイナスの地点が目立っており、投資家が不動産価格の上昇を強く期待していることがうかがえる。こうした水準まで不動産価格が上昇した場合は、一般にバブルと呼んで差し支えなからう。

図表 23 中国における高級住宅利回り－安全資産利回り

(単位:%・%PT)

	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
北京	0.5	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 1.1	▲ 1.1
大連	3.5	3.4	2.1	2.0	1.9
青島	0.6	0.3	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 0.6
天津	0.2	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.6
瀋陽	4.6	3.9	3.3	3.1	3.0
上海	1.5	0.9	0.4	0.4	0.5
杭州	0.3	▲ 0.4	▲ 1.1	▲ 0.9	▲ 0.7
南京	1.2	0.5	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3
寧波	1.2	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1
広州	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.9
深セン	▲ 0.8	▲ 1.3	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.3
成都	1.5	1.2	0.4	0.6	0.4
重慶	0.4	0.0	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.3
西安	1.7	1.2	0.7	0.4	0.3
武漢	0.4	0.0	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2
単純平均	1.12	0.60	0.03	▲ 0.03	0.02
(参考)					
平均利回り	4.36	4.19	3.76	3.55	3.42
長期金利	3.24	3.59	3.72	3.57	3.40

(注) 安全資産利回りは10年国債、期中平均。

(資料) CB Richard Ellis、中国人民銀行

高級オフィスのスプレッドは、相対的に大きく、10年4～6月期時点においても3%PT台である（図表 24）。通常、この程度のスプレッドが確保されていれば、バブルとは呼ばないであろう。なお、中国での現地ヒアリングによると、10年7～9月期時点では、引き続き高級住宅にバブルの恐れがあるが、高級オフィス、工業ビル、小売ビルなどでは、バブルと呼べるほどのスプレッド縮小は起こっていないようである（図表 25）。

一般住宅については、投資利回りに関するデータが入手できないため、はっきりした状況はわからない。ただし、報道を見る限りでは、少なくとも高級住宅ほどのバブルが生じていることはないであろう。住宅一般に関する議論については、後にもう一度取り上げたい。

図表 24 中国における高級オフィス利回り－安全資産利回り

(単位:%・%PT)

	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
北京	6.7	6.3	5.9	6.2	6.6
大連	3.6	2.6	2.4	2.4	2.5
青島	2.6	2.1	1.5	1.1	0.8
天津	6.0	5.3	4.7	4.6	4.6
瀋陽	4.9	4.6	4.4	4.4	4.5
上海	6.2	5.2	4.6	4.6	4.7
杭州	3.8	3.3	2.2	2.2	2.2
南京	3.5	2.6	2.2	2.0	2.2
寧波	2.0	1.5	0.9	1.0	1.2
広州	4.5	3.8	3.5	3.6	4.0
深セン	3.6	3.3	1.8	1.8	2.0
成都	7.6	6.9	6.2	6.0	5.4
重慶	6.0	5.4	5.4	5.0	3.9
西安	8.0	7.6	7.0	7.1	7.1
武漢	4.7	4.2	3.9	4.1	4.2
単純平均	4.93	4.31	3.76	3.73	3.72
(参考)					
平均利回り	8.17	7.90	7.49	7.30	7.12
長期金利	3.24	3.59	3.72	3.57	3.40

(注) 安全資産利回りは10年国債、期中平均。

(資料) CB Richard Ellis、中国人民銀行

図表 25 中国における不動産投資利回り (10年7~9月期)

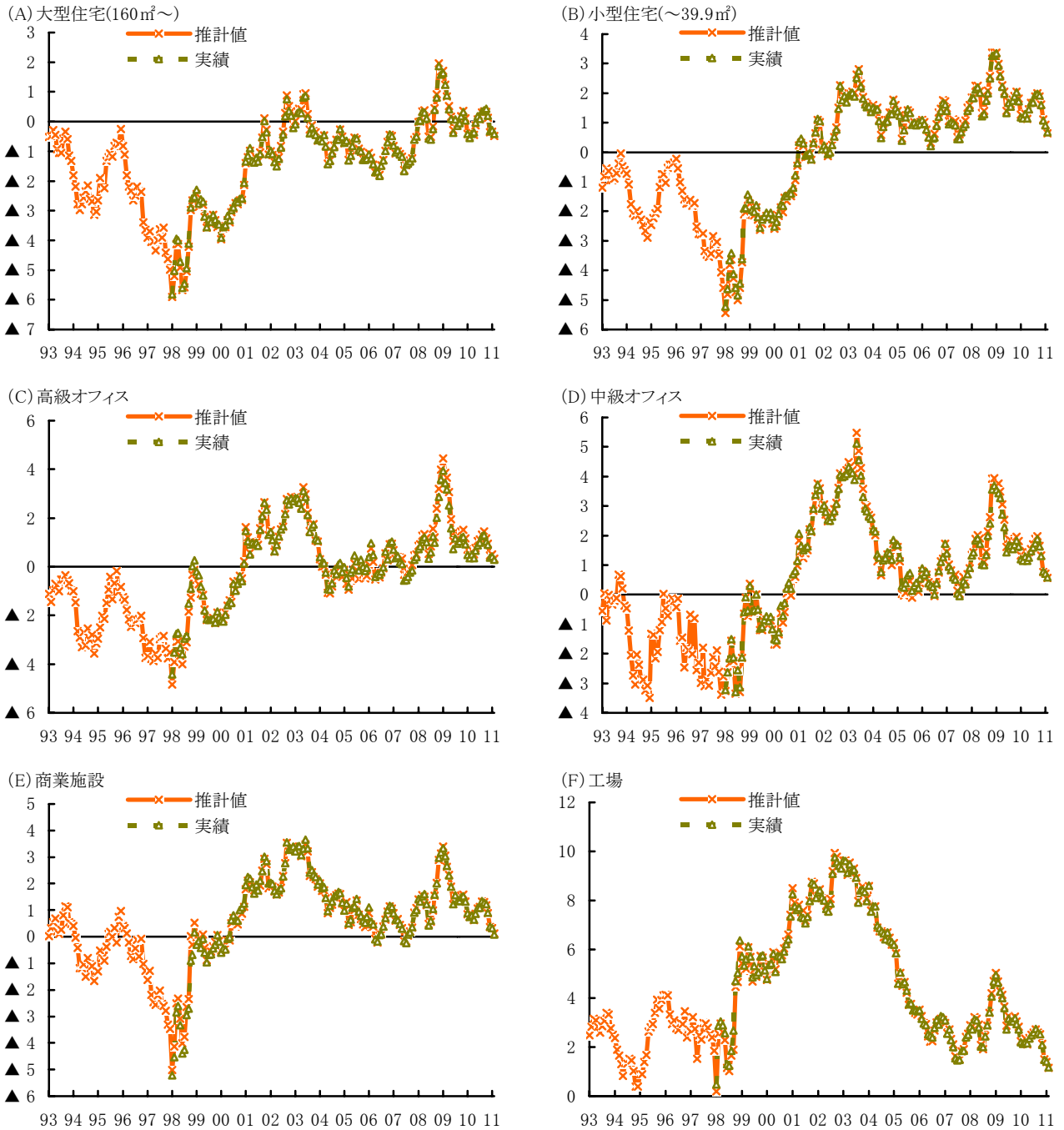
	北京	上海	広州
工業ビル	9.5~11.0	8.0~9.0	N.A.
小売ビル	8.0~10.0	7.0~8.0	6.0~8.0
高級住宅	3.0~6.0	6.0~7.0	2.8~5.6
高級オフィス	8.0~9.0	6.0~8.0	5.7~9.3

(注) 10年物国債利回りは3.35%である。

(資料) 現地ヒアリングによる。

次に香港だが、大型住宅のスプレッドが、足元でマイナスになっている(図表 26)。中国同様、高級住宅はバブル状態とみて良からう。小型住宅、オフィス、商業施設なども、表面利回りであることを考慮すれば、ややバブル気味であると判断される。一方で、香港が96~97年に記録したほどの、本格的・全面的なバブルには、全く至っていない。また、04~07年の好況を背景とする不動産価格上昇時と比べても、足元のバブルの程度は、特に深刻化したわけではない。

図表 26 香港における不動産投資利回り－安全資産利回り

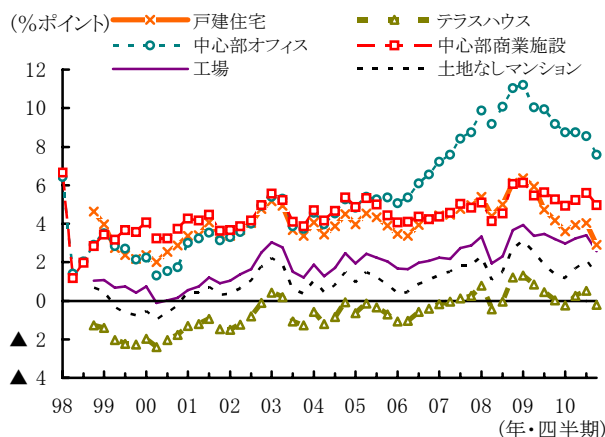


(注)不動産投資利回り－10年物為替基金債券利回り (年・月)
 (データ入手の制約から、96年10月以前は10年物米国債金利)
 不動産投資利回りが非開示の年については、不動産の賃料指数/価格指数による単回帰にて延長した。
 高級オフィスと中級オフィスは、設備の充実度等を基準に、政府が分類している。
 (資料)香港政府差餉物業估價署

最後にシンガポールだが、テラスハウス（連続する戸建て住宅）のスプレッドはマイナスであり、バブル状態である（図表 27）。また、土地が付かないマンションもスプレッド

は小さく、利回りの魅力は小さい。ただし、過去と比べ一際スプレッドが縮小しているというわけではなく、少なくとも全面的かつ深刻なバブルに陥っているようにはみえない。

図表 27 シンガポールにおける不動産投資利回り－安全資産利回り



(注) 1. 不動産利回り－10年物国債利回り
 2. 賃料・不動産価格とも中央値。
 3. マンションは、原文では「アパート・コンドミニアム」となっている。
 (資料)シンガポール都市再開発庁

なお、現地ヒアリングによれば、各国とも対内直接投資の拡大に伴って経営者クラスの高級住宅や香港の大型住宅のスプレッドがマイナスになっているのはこのため、図表 14に立ち返ると、「収益（賃料）の期待成長率」が高い状態にあると言える。したがって、程度問題はあるものの、一般住宅やオフィスに比べ、不動産の投資利回りが低水準に止まっていることに、全く根拠がないわけではない。

以上をまとめると、不動産の投資利回りは一部で低過ぎ、不動産の価格上昇を狙った投資が増えていることは間違いない。特に、香港はやや注意を要する。ただし、高級住宅の価格上昇には、実際に物件が不足しているという理由があるため、今後大幅な価格調整があるかははっきりしないと考えられる。これら 3 カ国の実体経済が好調に推移した場合、物件価格が横這い推移となったとしても、数年も経てばファンダメンタルズの改善が追いついてくる可能性がある。

また、いずれの国においても、香港が 96・97 年に経験したような、深刻かつ全面的なバブルが発生しているようには見えない。現時点で判断する限り、不動産バブル崩壊が、金融システムや実体経済に深い爪痕を残すような事態には至らないと思われる。ただし、あくまで足元で深刻なバブルが生じていないように見えるということであり、今後の動向に注意を要することは言うまでもない。

(2) 一般住宅は高過ぎるか

先述の通り、中国、香港、シンガポールとも、住宅価格の上昇により、庶民が家を買えなくなったり、あるいは住宅ローンの重い返済負担に悩まされたりしていると、しばしば報じられている。これは、賃料と金利で計る、本来の意味でのバブルと呼べる現象ではないが、ではどう考えるべきだろうか。

a. 中国の場合

中国の住宅価格・年間所得倍率¹⁹を統計で算出してみると、10年の全国平均で7.88倍となる(図表28-H)。03年の6.15倍と比べると、確かに大きく上昇している。ただし、住宅面積が大きく拡大しており、この要因を除外して考えると、03年からほとんど変わっていない(図表28-I)。要するに、大きな家を買うにはたくさんのお金がかかるという、当たり前のことが示されているに過ぎない。

図表 28 中国の住宅価格・年間所得倍率

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
	都市部世帯当たり人数	都市部1人当たり可処分所得	都市部1人当たり住宅面積	販売用住宅平米当たり価格	都市部家計可処分所得(A*B)	平均住宅面積(A*C)	住宅価格(D*F)	住宅価格・年間所得倍率(G/E)	住宅面積71.34㎡で固定
	人	万元	㎡	万元/㎡	万元	㎡	万元	倍	倍
03	3.01	0.85	23.7	0.22	2.55	71.34	15.67	6.15	6.15
04	2.98	0.94	25.0	0.26	2.81	74.41	19.41	6.91	6.63
05	2.96	1.05	26.1	0.29	3.11	77.29	22.70	7.31	6.75
06	2.95	1.18	27.1	0.31	3.47	79.95	24.94	7.19	6.41
07	2.91	1.38	28.0	0.36	4.01	81.48	29.70	7.40	6.48
08	2.91	1.58	30.0	0.36	4.59	87.30	31.22	6.80	5.56
09	2.89	1.72	30.7	0.45	4.96	88.78	39.59	7.98	6.41
10	2.88	1.91	31.9	0.47	5.50	91.80	43.37	7.88	6.12

(注) 網掛けした09・10年の都市部1人当たり住宅面積は、未発表につき、タイムトレンドによる単回帰で延長。
(資料) 中国国家统计局

では、この7.88倍という数字をどのように解釈すれば良いだろうか。比較的近い概念により、日本の住宅価格・年間所得倍率を量ると、09年度時点で5.66倍となる(図表29①)。単純にこの数字と比べると、確かに中国の数値は高過ぎるようにも見える。

しかし、日本と中国では、年間所得や金利などの水準が異なるため、単純には比べられない。そこで、住宅ローンの返済期間を25年、住宅価格・年間所得倍率を5.66倍に固定し、住宅ローン金利と期待可処分所得増加率(最近の平均伸び率実績)について、中国のデータを②に入れてみた。すると、所得に占める返済総額は、日本が31.4%に対し、中国ではわずか6.8%ということになる。

逆に、日本での所得に占める返済総額である31.4%を妥当な水準であると仮定すると、

¹⁹ 年収を分母とすることが一般的だが、統計上の制約から可処分所得を用いた。

中国では、年収の 26.25 倍である 1 億 5,578 万円もの住宅取得が正当化されてしまうことになる (③)。

図表 29 可処分所得と住宅価格の関係

	A	B	C	D	E	F	G	H
	住宅価格 (万円)	現在の 家計可処分所得 (万円)	A/B (倍)	期待可処分所得増 加率 (%)	住宅ローン金利 (%)	25年間の 住宅ローン 返済総額 (万円)	25年間の 可処分 所得総額 (万円)	F/G*100 (%)
①	3,357.0	593.6	5.66	▲ 0.5	2.25	4,376.4	13,945.1	31.4
②	3,357.0	593.6	5.66	12.3	4.70	5,643.2	83,165.7	6.8
③	15,577.9	593.6	26.25	12.3	4.70	26,100.1	83,165.7	31.4
④	4,677.0	593.6	7.88	4.1	4.70	7,862.2	25,052.1	31.4

- (注) 1. ①・②の住宅価格は、09年度におけるフラット35利用者の平均新築建売住宅価格。
 2. 現在の家計可処分所得は、09年における家計調査の住宅ローン返済世帯のデータを用いた。ちなみに、当該家計の実収入は726.2万円で、これをベースに住宅価格・年収倍率を計算すると、4.62倍となる。
 3. 期待可処分所得増加率は、①が日本の03年度から09年度までの平均、②・③が中国の03年から10年までの平均とした。
 4. 住宅ローン金利は、①がみずほ銀行の固定5年物(全期間重視プラン)、②・③は中国人民銀行が発表する5年超物の金利とした(いずれも11年4月時点)。本来は両方とも25年物金利で比較するのが望ましいが、中国については当該データが入手できない。
 (資料) 住宅金融支援機構「平成21年度フラット35利用者調査報告」、総務省統計局「家計調査年報(家計収支編)平成21年 家計の概況」、CEIC Data、みずほ銀行ウェブサイト

最後に、7.88倍という住宅価格・所得倍率と、所得に占める返済総額である31.4%をいづれも妥当な水準であると仮定した場合、中国の可処分所得が今後25年間の平均で4.1%上昇すれば、返済は可能ということになる。4.1%程度の上昇率であれば、ありえない話ではなからう。

図表 30 中国における1人当たり平均住宅面積

	(単位: m ²)				
	05	06	07	08	09
全国都市部	26.1	27.1	28.0	30.0	N.A.
全国農村部	29.7	30.7	31.6	32.4	33.6
都市別統計単純平均	21.6	22.6	25.1	26.1	30.7
北京	17.4	17.8	20.3	21.6	28.8
天津	25.8	26.1	27.1	28.5	29.9
上海	21.3	22.0	24.2	25.1	34.0
広州	18.9	19.4	20.0	27.4	27.1
深セン	19.0	19.7	18.4	19.5	26.6
重慶	18.0	19.3	21.0	27.3	27.4

- (注) 都市別統計は、入手可能な286都市(年により多少変動)の平均とした。
 (資料) 中国国家統計局

ちなみに、住宅価格・所得倍率は、北京では16倍、上海では15倍となっており、これ

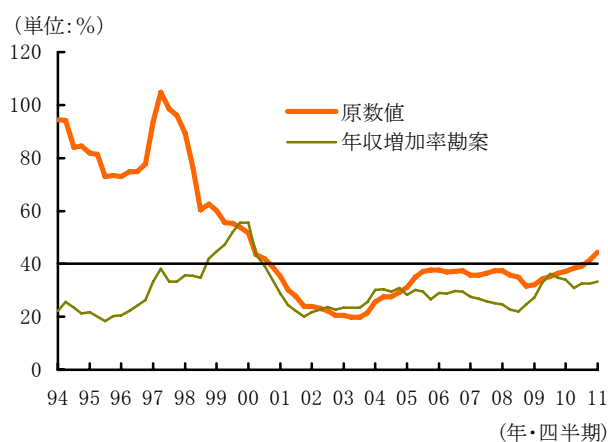
らの都市については、住宅ローンの返済負担は高過ぎるかもしれない。ただし、両都市においては、09年に1人当たり住宅面積が大幅に増えており（図表30）、住宅価格高騰に、住宅大型化が特に大きな影響を及ぼしていることがわかる。

したがって、中国全体で考えても、北京・上海という特定の都市レベルで考えても、庶民が買いにくくなるほど住宅価格が高騰してしまった大きな理由は、住宅の大型化にあるということである。小型の住宅が大量に供給されていれば、住宅を買えないという問題は、ここまで大きくならなかつたであろう。

b. 香港の場合

香港では、年収に占める住宅ローン返済額の比率を示す、返済負担率が発表されている。これによると、最近確かに上昇しており、10年10～12月期には、00年7～9月期以来となる40%超を記録した（図表31）。年収増加率を勘案したベース（足元の賃金上昇率が、返済期間中を通じて実現すると仮定した場合の平均的な返済負担率）でも、11年1～3月期は約33%であり、やはり01年以降では最も高い記録となっている。住宅ローンの返済負担が、このところ重くなっていることは間違いあるまい²⁰。

図表 31 香港における民間住宅の返済負担率



- (注) 1. 面積は600平方フィート、頭金40%、返済期間20年であったと仮定している。
 2. 所得増加率勘案は、当期における新規購入者の返済期間中、足元の所得(Payroll)増加率が継続すると仮定した場合の、期間平均の返済負担率。直近四半期の所得増加率は、前期と同じとした。

(資料) 中原地产、香港政府統計處

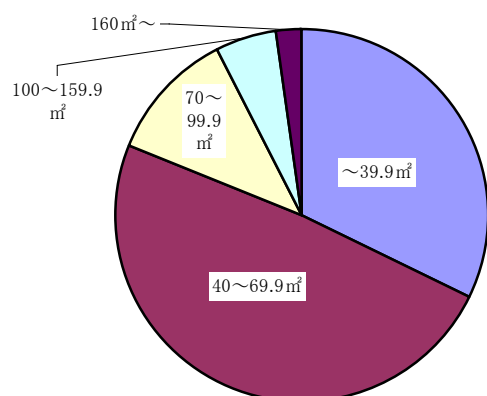
なお、図表31で住宅面積の前提となっている600平方フィートは、55.8㎡に相当してお

²⁰ ちなみに日本では、09年度における、フラット35を利用して新築戸建てを購入した人の平均返済負担率は、25.2%であった。しかし、①日本では年収が減少している、②両者とも仮定が多いデータである、③香港では、不動産価格が高い反面、所得税率や関税が低いなどのメリットがある、といった理由から、一概には比較できない。

り、バブルが発生しているとされる大型住宅ではない。香港では、この程度の広さの住宅が、庶民向けとして一般的である（図表 32）。サブプライム・ローン問題の影響が本格化する前の 06 年末対比で住宅価格の上昇率を見ると、このゾーンの上昇率は比較的高いが、賃料も大きく上昇しているので、特にバブルの様相が強いわけではない。空室率の低下幅も大きく、高くて買えない層が住宅を借りているということであろう。こうした状況から、庶民サイズの住宅は、高級物件以上に需給悪化傾向が強まっていると考えられる。

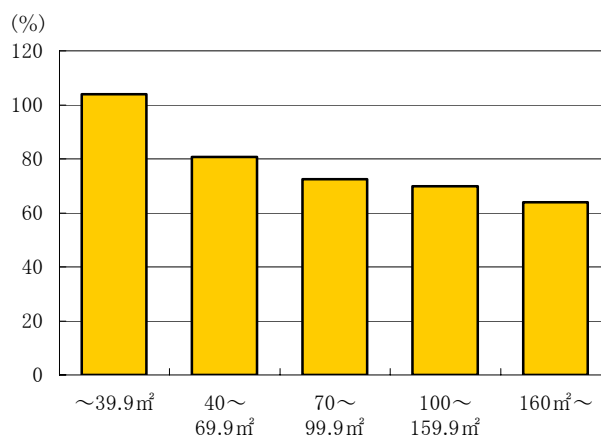
図表 32 香港における住宅面積・価格・賃料の上昇率・空室率

(A) 住宅面積の分布（09年末時点）

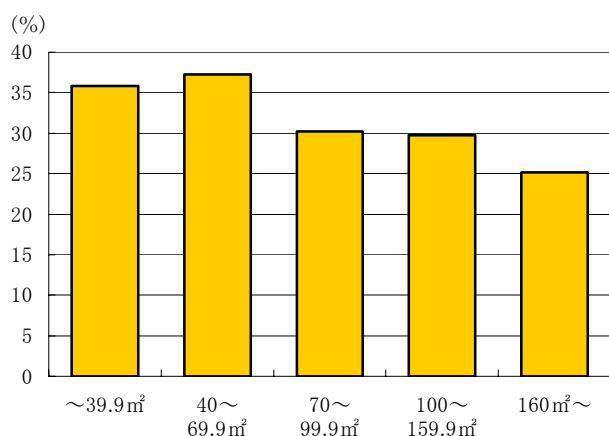


(資料) 香港政府差餉物業估價署

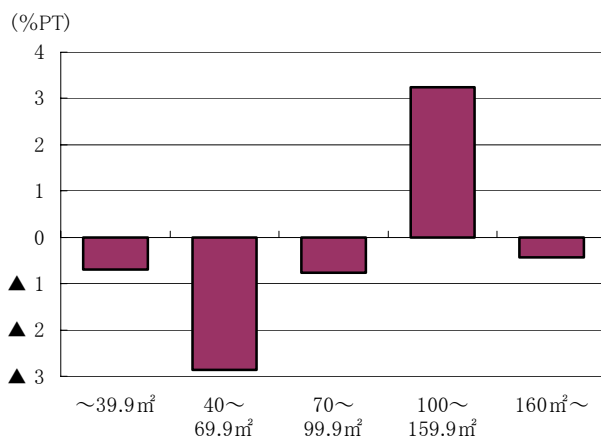
(B) 価格指数（11年2月時点・06年末対比）



(C) 賃料指数（11年2月時点・06年末対比）



(D) 空室率（09年末・06年末対比）



(注) 賃料指数は11年2月時点の06年末対比上昇率。

(資料) 香港政府差餉物業估價署

なお、97年の返済負担率は、年収増加率を勘案したベースでは足元と大差ないとはいえ、原数値ベースで最高100%を超えている²¹。当時の約10%という賃金上昇率（10年は2.5%程度）が20年という返済期間にわたって続くか、それに見合う不動産価格上昇がなければ、

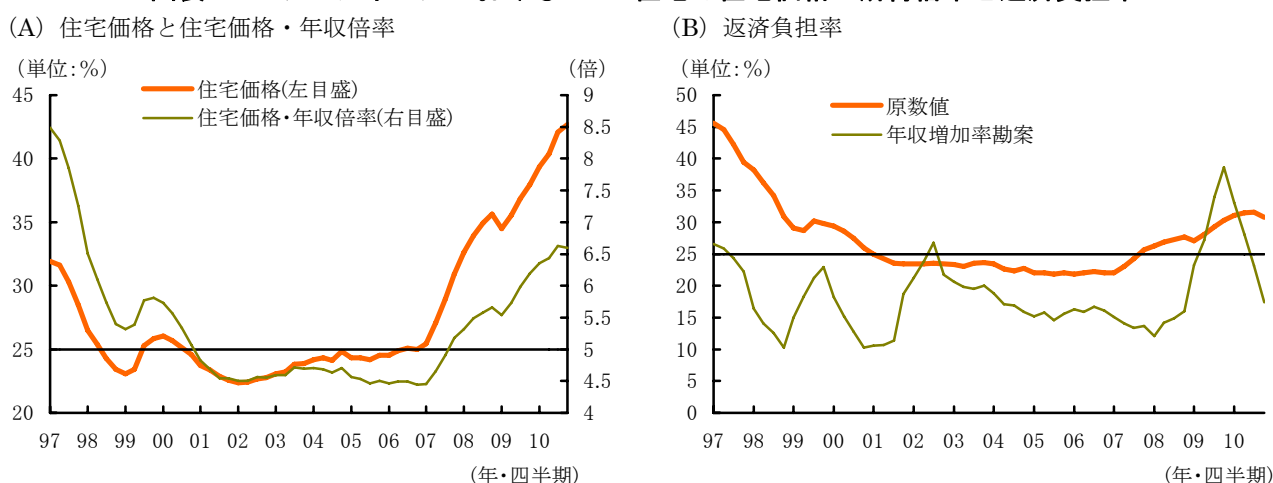
²¹ 本来はありえない数字だが、様々な仮定のもとに算出しているため、こうした計算結果となる。

住宅ローンを返済することが非常に難しくなるため、やはり異常に高過ぎる水準であったと考えるのが妥当であろう。

c. シンガポールの場合

シンガポールについても、HDB住宅（一般庶民向けの公団住宅）の価格・年収倍率と返済負担率を、様々な仮定を置いた上で算出してみた（図表 33）。仮定が多いため、国際比較には向かないが、過去との比較は可能であろう。

図表 33 シンガポールにおける HDB 住宅の住宅価格・所得倍率と返済負担率



(注) HDB住宅は、もっともシェアが高い4部屋タイプの各地区平均とした。また、データが開示されていない02年6月以前については、HDB住宅全体の価格指数を代用して延長した。年収は、07年度の4部屋タイプHDB住宅購入者のデータを元に、平均の賃金増加率を用いて延長した。頭金は、香港と合わせて物件価格の40%とした。物件の広さに関するデータはない。

(資料) シンガポール都市開発局、シンガポール統計局

これによると、住宅価格・年収倍率は足元で大きく上昇しており、6倍を超えるのは、一般に不動産バブルが発生していたとされる96年の後の調整局面以来である。この結果、返済負担率は、30%を超えてしまった。年収増加率勘案後のデータは、年収増加率のぶれが大きいいため、不安定で評価が難しいが、足元でも05~07年頃よりも高い水準となっている。

総じて、庶民の住宅購入が難しくなっていることは間違いなからう。

d. 庶民の住宅はなぜ上昇しているのか

では、庶民の住宅はなぜ上昇し、返済負担は重くなっているのか。①香港では、ファンダメンタルズを見る限り、さほど深刻なバブルが生じているようには見えない、②中国では、住宅面積が拡大している、③各国政府とも、住宅価格上昇は投機によるバブルを反映しているとして、様々な不動産投機規制を導入したが（図表 34）、住宅価格の上昇は止まっていない、といった諸点から判断すると、一般住宅の実需が満たされておらず、供給不

足から価格が上昇しているということであろう。

図表 34 主な不動産バブル抑制策

(A) 中国

04年 9月	<ul style="list-style-type: none"> 住宅ローンの返済負担率を50%(自動車ローン等を含めた全体の返済負担率は55%)とする規制を導入。 住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の80%に設定。
05年 6月	<ul style="list-style-type: none"> 高級住宅購入と短期転売への課税を、地方政府レベルで強化。
06年 6月	<ul style="list-style-type: none"> 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の80%から70%に引き下げ。
10年 1月	<ul style="list-style-type: none"> 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の70%から60%に引き下げ。
10年 4月	<ul style="list-style-type: none"> 1件目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、90㎡以上の物件について、住宅価格の80%から70%に引き下げ。 2件目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の60%から50%に引き下げ。 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローン金利を、中国人民銀行の基準金利の1.1倍以上とすることを義務付け。
10年 9月	<ul style="list-style-type: none"> 1軒目・90㎡未満の物件であっても、住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の70%に引き下げ。 3軒目以降の住宅購入への住宅ローン供与禁止。 他の目的の消費者ローンを住宅購入に充当することを禁止。
11年 1月	<ul style="list-style-type: none"> ①5年未満の住宅転売に対しては、売却金額に100%課税、②一般向け住宅の供給強化、③2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を50%から40%に引き下げ、④住宅購入について、地元戸籍住民は2軒、地元以外の戸籍の住民は1軒に限定、など8項目の措置を発表。 上海市と重慶市が固定資産税を導入。

(B) 香港

09年 10月	<ul style="list-style-type: none"> 2,000万香港ドル以上の物件について、住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の70%から60%に引き下げ。2,000万香港ドル未満の物件についても、融資上限は1,200万(2,000万×0.6)香港ドル。 MIPに基づく保証を縮小し、①融資比率を70%超から90%に引き上げる場合、融資上限を2,000万香港ドルから1,200万香港ドルに引き下げ、②融資比率を70%超から95%に引き下げる場合、融資上限を800万香港ドルから600万香港ドルに引き下げ、③融資比率を60%超から90%に引き上げる場合、融資上限を800万香港ドルから600万香港ドルに引き下げ、④投資目的のMIP利用を停止。
10年 2月	<ul style="list-style-type: none"> 2千万香港ドル以上の高級住宅の取引に対して課される印紙税率を、現行の3.75%から4.25%に引き上げ。
10年 3月	<ul style="list-style-type: none"> HKMAは民間銀行に対し、住宅ローン金利下限を、1カ月物の香港銀行間金利プラス0.70%PT、ないしプライムレートマイナス3.1%PTにするよう指示。
10年 8月	<ul style="list-style-type: none"> ①1,200万香港ドル以上の物件及び非居住目的物件について、住宅ローンの融資比率上限を、70%から60%に引き下げ、②住宅ローン返済負担率上限を、所得の最大60%から50%に引き下げ、③MIP利用時の貸出上限を、不動産価格の95%から90%に引き下げ、といった措置を導入。
10年 11月	<ul style="list-style-type: none"> 2,000万香港ドル以上の物件に対する印紙税とは別に、6カ月以内の転売に対する税率15%、7カ月以上1年以内の転売に対する税率10%、1年以上2年以内の転売に対する税率5%の印紙税を新たに導入。 住宅ローンについて、①1,200万香港ドル以上の物件は、融資比率上限を60%から50%に、②800万香港ドル以上1,200万香港ドル未満の物件は、融資比率上限を70%から60%に、融資額上限を600万香港ドルに、③800万香港ドル未満の物件は、融資額上限を480万香港ドルに(融資比率上限は70%で変更なし)に変更。また、投資用住宅、企業保有物件、工業・商業用物件については、価格は無関係に、融資比率上限を一律50%に設定。

(C) シンガポール

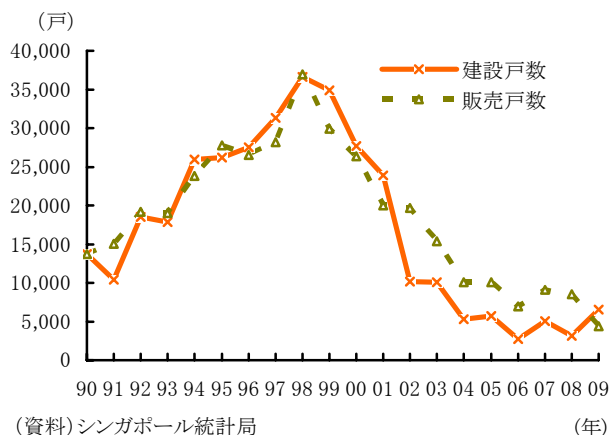
10年	2月	<ul style="list-style-type: none"> ・1年以内の住宅転売に対し、税率3%の印紙税を導入。 ・住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の90%から80%に引き下げ。
10年	8月	<ul style="list-style-type: none"> ・2年以内の転売に対し税率2%、3年以内転売に対し税率1%の印紙税を新設。 ・未返済住宅ローンがある個人が新たに住宅を購入する場合、住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の80%から70%に引き下げ。
11年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ・印紙税率を、1年以内は3%から16%に、2年以内は2%から12%に、3年以内は1%から8%にそれぞれ引き上げ。4年以内の転売に対し、税率4%の印紙税を新設。 ・未返済住宅ローンがある個人が新たに住宅を購入する場合、住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の70%から60%に引き下げ。

- (注) 1. 香港の MIP (Mortgage Insurance Programme) とは、住宅の買い手が香港モーゲージ・コーポレーション (HKMC) に保険料を支払うことによって、同社が住宅ローン債務の一部を保証する制度。これにより、銀行貸出による融資比率の引き上げが可能となる。
2. シンガポールの 10 年 2 月の印紙税導入では、18 万シンガポールドルまでは 1%、18~36 万シンガポールドルまでは 2%、それ以上を超える部分は 3%と発表されていたので、厳密には 3%未満。10 年 8 月の印紙税導入では、1 年以内の印紙税率を基準に、2 年以内が 2/3、3 年以内が 1/3 とされているため、厳密には 2 年以内は 2%を、3 年以内は 1%を、それぞれ下回る。

(資料) 各種報道

中国では、住宅の大型化が進んだため、庶民向けの住宅供給が不十分となっている可能性が高い。現地ヒアリングによると、鉄道網などインフラを整備することによる、通勤可能圏の拡大が遅れ気味であることも、庶民向け住宅の供給が進みにくくなっている一因との指摘もあった。香港とシンガポールは、住宅価格が伸び悩む時期が長く、政府が住宅需給の見方に慎重になり、公的住宅の供給を絞るなどの措置をとった。一方で、中国では農村部から都市部に移民が続き、香港とシンガポールでは外国からの移民が続き、庶民の住む家の供給が不十分となったということであろう。

図表 35 シンガポール HDB 住宅の建設・販売戸数



一般向け住宅不足への対応として、各国政府とも、供給を増やそうとしている。中国政府は、第 12 次 5 年計画 (11~15 年) 中に建設を計画する、保障房と呼ばれる低所得者

向け住宅 3,600 万戸のうち、1,000 万戸を 11 年中に建設するとしている。香港政府は、一般向け住宅を建設するための土地供給を、11 年に大幅増とする。シンガポール政府は 09 年に、このところ低水準で推移していた HDB 住宅販売数（図表 35）について、10 年以降は 10,000～12,000 戸とする計画を発表している。

住宅の需給逼迫が解消されるには、まだしばらく時間がかかりそうだが、こうした取り組みが進めば、いずれ一般住宅の価格は、所得対比でこなれたものになってゆくであろう。ただし、これは、バブルの調整とは性格の異なる問題である。実需を無視して、過度に住宅供給を増やさない限り、住宅が暴落することにはなるまい。

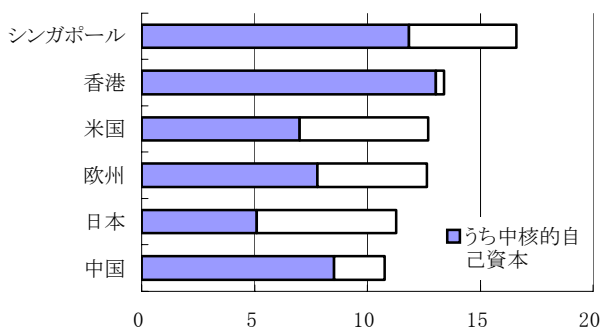
5. 終わりに

米国が金融緩和をしたために、アジアで深刻な不動産バブルが起こっており、米国が金融引き締めへ転じればアジアで不動産バブルが崩壊する。この議論は、一つの可能性としてはありうるものの、仔細に検討することなく論じられるべきではない。米国の金融緩和が不動産価格上昇の原因となっているかについては、香港とシンガポールでは金利低下がもたらされたので正しい認識であろうが、中国については因果関係がはっきりしない。また、3カ国とも一部にバブルが見られることは間違いなさそうだが、国家全体としてみれば、深刻なバブルは発生していないと考える方が妥当であろう。

また、ここ数年、不動産投資への規制は、ますます強化されている。こうした状況を踏まえると、大変に注意を要する問題ではあるものの、規制をきちんと遵守し、かつ必要に応じて強化してゆくことで、不動産バブルの拡大を抑えることは可能とみられる。

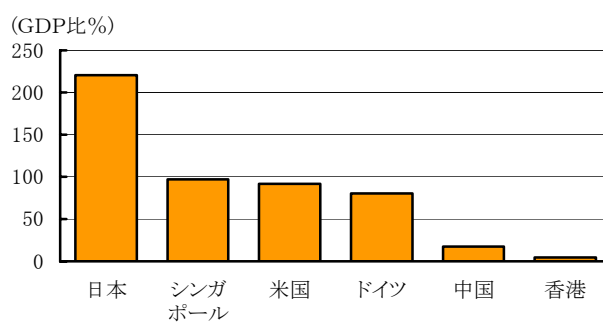
ただし、中国の場合、やや注意を要する。それは、現時点で土地神話が傷つかずにいること、銀行の監督体制がどこまで整っているか不明なこと、銀行部門が国営であるために利害損得だけで融資を決めない恐れがあること、不動産開発が地方政府の有力な収入源になっており²²過度な不動産価格の上昇阻止に本腰を入れない恐れがあること、などが理由である。将来的に、ファンダメンタルズの改善（この場合は賃料収入増加）ペースが落ち、現在のような不動産価格の上昇が正当化できなくなることは十分に考えられるが、そのことに、投資家や政府が直ちに気付かなければ、バブルは膨らむことになる。本当に憂慮すべきバブルは、投資家や政府の警戒心が薄くなってきた頃に生じるのかもしれない。

図表 36 大手銀行の自己資本比率



(注) 1. 中核的自己資本は、資本金・剰余金など。
2. 時点は、10年10月発行の出所資料において、「入手できる直近のデータ」とされている。
(資料)IMF (2010)

図表 37 政府債務残高 (10年見込み)



(注)シンガポールは、債券市場の発展等を目的に政府が国債発行を積極化させているが、純債務は小さいと見られている。
(資料)IMF (2011)

²² 柴田 (2010) によると、中国では地方政府が独占的な土地の供給者であり、不動産開発事業が大きな収入源になっている。09年の土地収入は1.4兆元(19.2兆円)だが、立ち退き・農民補助支出は0.5兆元(6.9兆元)であり、差し引き0.9兆元が純収入となる。

なお、中国、香港、シンガポールとも全面的かつ深刻なバブルの発生には至っていないとみられるものの、今後住宅価格が下落するリスクは皆無ではない。もっとも、仮に不動産価格が下落に転じても、香港とシンガポールの銀行部門は自己資本にゆとりがあり、相対的に健全である(図表 36)。両国とも、90年代終盤以降の不動産価格下落局面においても、深刻な金融危機を引き起こさなかったという実績もある。不動産価格下落が、よほど急激なペースで進まない限り、実体経済に深刻な傷跡が残ることはないと思われる。

中国の場合、銀行部門の健全性はシンガポールや香港ほどではない。ただし、仮に不動産価格が下落しても、97年のタイと異なって経常収支黒字国であり、銀行の不良債権問題が通貨危機の引き金を引く可能性は低い。また、財政に余力があり(図表 37)、銀行の不良債権問題が発生しても、資本注入を通じて金融危機の深刻化を防ぐことは可能である。このため、不動産価格の下落が、中長期にわたり、経済成長に深刻な悪影響を及ぼす可能性は低いと思われる。

6. 参考文献

- 稲垣博史 (2010) 「中国の不動産バブル懸念について ～ファンダメンタルズからの論点整理」 (みずほ総合研究所『みずほアジア・オセアニアインサイト』2010年8月5日)
- 経済企画庁 (1993) 『平成5年 年次経済報告』
- 柴田聡 (2010) 『チャイナ・インパクト』中央公論社
- 白川方明 (2008) 『現代の金融政策－理論と実践』日本経済新聞出版社
- 内閣府 (2003) 『平成15年度 年次経済財政報告』
- Ahuja, Ashvin and Nathan Porter (2010), “Are House Prices Rising Too Fast in Hong Kong?” (*IMF Working Paper* WP/10/273), IMF
- Ahuja, Ashvin et al. (2010), “Are House Prices Rising Too Fast in China?” (*IMF Working Paper* WP/10/274), IMF
- IMF (2010), *Regional Economic Outlook Asia and Pacific October 2010*
- IMF (2011), *Fiscal Monitor April 2011*
- Wu, Jing et al. (2010), “Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets”, (*NBER Working Paper Series* Working Paper 16189), National Bureau of Economic Research
- Khan, Tehmina S (2011), “Asian Housing Markets: Bubble Trouble?” (*An Eye on East Asia and Pacific* No.5), The World Bank