

日本と中国の不動産価格を占う



金融経済アナリスト

春山 昇華

■はじめに

景気が良ければ過熱懸念、インフレが収まれば崩壊懸念、何かと中国経済に過敏な報道が目立つ。中国、特に住宅の状況がどうなるか、隣国日本の受ける影響は大きい。闇雲に不安論に振り回されるのではなく、冷静な分析判断をしたい。

毛沢東は明治維新を中国で再現することを

〈目次〉

はじめに

1. 日本に不動産バブルは4回あった
2. 何故、立ち上がったか？
3. 中国は立ち上がれるか？
4. 移行の苦しみ
5. 移行後は安定成長
6. 中国に「昭和50年代」はやってくるか？
7. 日本の地価を考える
8. 追いかける者の強みと悩み

夢見た。鄧小平は新幹線に乗って中国の近代工業化を決意した。最近では、中国は日本のバブルを最も詳細に研究した国と言われる。温故知新、毛沢東と鄧小平が模範とした日本の経済史を検証することで、追いかける中国の将来を考察する。それが日本の行く末を占うことにもなる。

■ 1. 日本に不動産バブルは4回あった

筆者は、日本には戦後不動産バブルは4回あったと考える。まず、その検証から始めよう。

工業用地バブル

1950年の朝鮮戦争勃発で特需が発生し、経済復興が加速した。その後の欧米景気回復で輸出が増加し「投資が投資を呼ぶ好景気」に突入した。1964年の東京オリンピックに向け

て、首都高速道路、新幹線などの巨大プロジェクトが始動した。設備投資ブームが工場用地の獲得競争を引き起こし、用地は大幅に値上がりした。工業化の進展は、地方の若年労働者を大量に吸収しながら都市化を進展させ、都市部の地価も高騰した。1961年の市街化地域は+42.5%も上昇した。

都市部住宅用地バブル

好調な経済を謳歌する中でニクソン・ショック（1971年8月、その後12月に円の切り上げ、360円→308円）が起こった。田中角栄の「列島改造」という円高不況対策を背景に日本中が土地投機の嵐に巻きこまれ、商社を中心に多くの企業が土地を買い漁った。都市部の住宅用地も高騰し、1973年の市街化地域の地価は+25.1%も上昇した。その最中にオイル・ショックが襲来した。

経済発展と都市化

東京オリンピックの頃を最盛期として、猛烈な都市化が進んだ。戦後復興政策は、地方農村部から労働力を都市部に大規模に移転させて製造業に従事させることだった。都市部の住宅は無かった。団地（6畳+4畳半+DK）が猛烈に増え始めた。建てても、建てても、足らなかった。慢性的な住宅不足の解消のため、住宅公団、住宅金融公庫、銀行の住宅ローン、住宅金融専門会社などの政策対応がなされたが、後手後手と言われた。

バブル経済と地価高騰

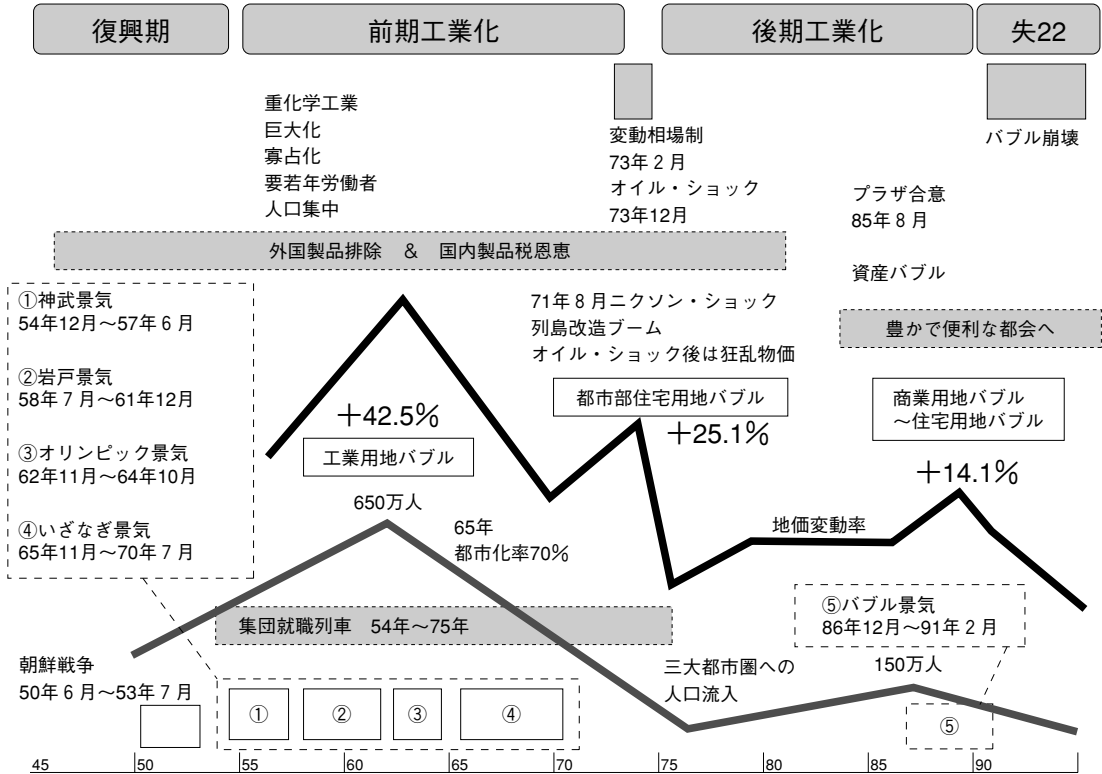
オイル・ショック後の世界的な不況により、猪突猛進型の工業化は終わった。都市化も一時停止したが、その後の景気回復とともに再開した。2回目の都市化は約20年間続き、1987年がピークだった。この間に発生した不動産バブル（1987年～1990年）は、異質だった。都市部への人口流入はピーク比較で前回の4分の1以下にすぎず、不動産価格上昇は実需よりも金融緩和と金余り要因が大きかった。

1985年のプラザ合意以降の株高は、企業に持ち合い株の巨大な含み益を与えた。好調な内需と輸出で企業は高水準の利益を手にしたが、円高恐怖症で余剰資金は国内にとどまった。行き場のない資金が、財テク・ブームとなって商業用ビル、ゴルフ会員権、絵画、株式へと流れ込んだ。東京に押し寄せる外資系金融機関、金融都市東京の陣容を拡大する日本勢、一方供給の少ないオフィス・ビル、これらが相まって、都心の商業用不動産は真っ先にバブルになった。バブルでガードの甘くなった企業は土地投機に走った。最初は東京だけだったが、次第に地方の不動産も高騰した。都市部の住宅も大幅に高騰した。不動産バブルは、バブル経済の崩壊と同時に終焉を迎え、その後は22年間の低迷が続いている。

静かな都市化と地方崩壊

21世紀になって、地方を遺棄して都市へ逃げ込む現象が始まった。地方経済の疲弊によって地域が必要とする病院、警察、消防、道

(図1) 戦後日本の経済史



(出所) 各種資料より作成

路などの公共インフラの維持が困難になっている。劣化したインフラに我慢のできない人は都市に逃げ出す。3回目の都市化は、総人口が増えずに高齢化が進む中で進行している。便利な都会の典型である東京23区の人口は1997年以降ジリジリと増加している。

そんな中で発生した4回目の不動産バブルが、2006年~2007年の「証券化バブル」だ。世界的な不動産証券化バブルの波が日本にも押し寄せた。Jリートなど不動産ファンドが購入する大都市のビルだけがバブルの対象だった。

■ 2. 何故、立ち上がったか？

列島改造ブームが引き起こした地価バブルとオイル・ショックの狂乱物価、このダメージから日本は回復した。一方、1980年代後半の資産バブル崩壊のダメージは20年以上も日本経済を蝕んでいる。この違いはどこから来るのだろうか？

前者が外部ショックに起因する経済混乱と不況突入であるのに対し、後者は内部崩壊で

ある、この違いが一番大きい。先進国をコピーする猪突猛進であろうが、計画を立ててゴールを目指して頑張っている時に、外部ショックに襲われて不況に陥ってしまう。これは運動会の徒競走で転んでしまう状況だから、立ち上がってゴールを目指して走り出せばよい。国民も「なにくそ」と頑張る気持ちにあふれている。

1980年代後半には日本株の時価総額が世界の50%に達した。年功序列の終身雇用制度や利益よりもシェア重視の経営手法などが「Japan As No. 1」と称賛された。豊かになってゴールしたと思った瞬間に内部崩壊した「平成バブル」の場合は、立ち上がってどこに向かって走るべきか、そのゴールが消えている。1970年代同様に「なにくそ」という上昇志向のエネルギーがあっても、社会的に合意されたゴールが無ければ努力は徒労に終わり、やがてはエネルギーさえも消える。

■ 3. 中国は立ち上がれるか？

中国は現在の苦境から立ち上がれるのか？現在の中国が直面しているのは、日本の1970年代の苦難なのか、1990年代の苦難なのか？日中の政治経済的なイベントを比較してみる。

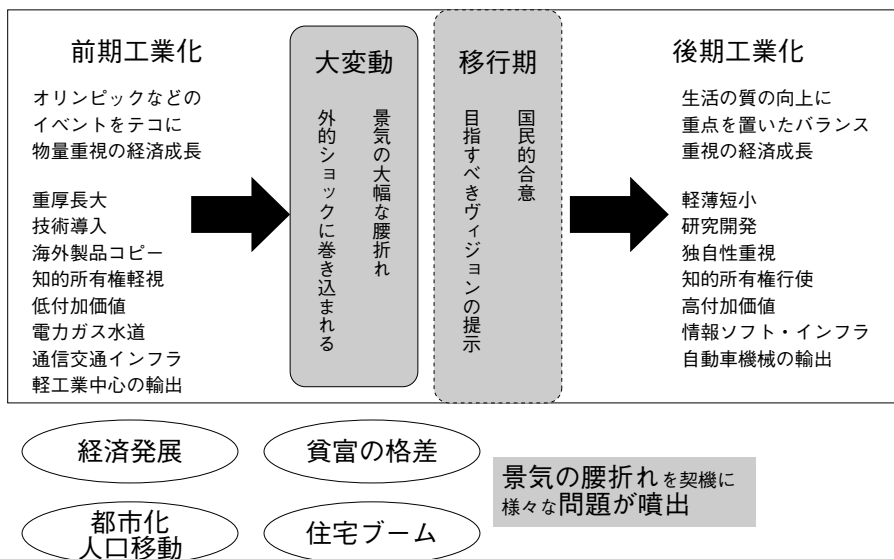
東京五輪、大阪万博、北京五輪、上海万博、これらの「国民的行事」には、国威発揚というスローガンが付与され、お祭りムードが醸成される。国民は、明るい未来を信じて自信を持って行動するようになる。

まさに順風満帆の状況の最中に海外からショックが襲いかかる。ニクソン・ショックの円高不況対策としての列島改造計画、中国のリーマン・ショック対応の4兆元の経済対策、これらは輸出先の海外経済の急速な悪化が見込まれた中、「内需振興中心の大型経済対策」として実施された。経済ショックは、輸出偏重の経済発展モデルの変更を強いたが、国民の間では「悪いのは海外で、自分たちは被害者だ」という意識が渦巻いた。

両国ともに経済対策の「副作用」に苦しんだ。列島改造ブームで新幹線候補地などが買い占められ地価が高騰し、同時にオイル・ショックが発生して狂乱物価が出現、福田蔵相の総需要抑制策が発動されて、ようやくインフレが沈静化した。中国では、リーマン・ショック対応の経済対策の副作用で住宅投機が起こり、そこに世界的な資源エネルギー高騰が加わり、インフレが高進した。温家宝首相の強力な引き締め政策、住宅投機抑え込み政策が2010年から実施されて、住宅価格とインフレは鎮静化した。

中国は「China As No. 1」と言われるには至っていない。むしろ、欧米からは為替操作国と非難され、何かと国力を増す中国に対する脅威論が拡大している段階だ。国際的な貿易摩擦が増長した1970年代の日本に類似する。リーマン・ショック後も、胡錦濤・温家宝コンビが提唱する「科学的発展観に基づく小康社会」に向かって邁進しており、「なにくそ」という社会の上昇・成長志向エネルギー

(図2) 前期、後期の工業化フェイズの特徴



(出所) 各種資料より作成

ーは十分にある。定性的な判断からは、「中国は立ち上がってくる」と判断できる。

■ 4. 移行の苦しみ

オイル・ショックを経験して、日本の工業化は性格を変えた。(図2) 前期工業化は、先進国が苦勞して得た成果を「お手軽にコピー」して短期間に手にするものと言えよう。しかし、その後の移行期にはチッソ原告勝訴、欠陥車騒ぎ、家電製品二重価格問題、誇大広告&不当表示・ヤミ再販価格問題が噴出し、公害防止、環境改善、ビジネス道德の改善、消費者保護、省エネへという潮流が生じた。

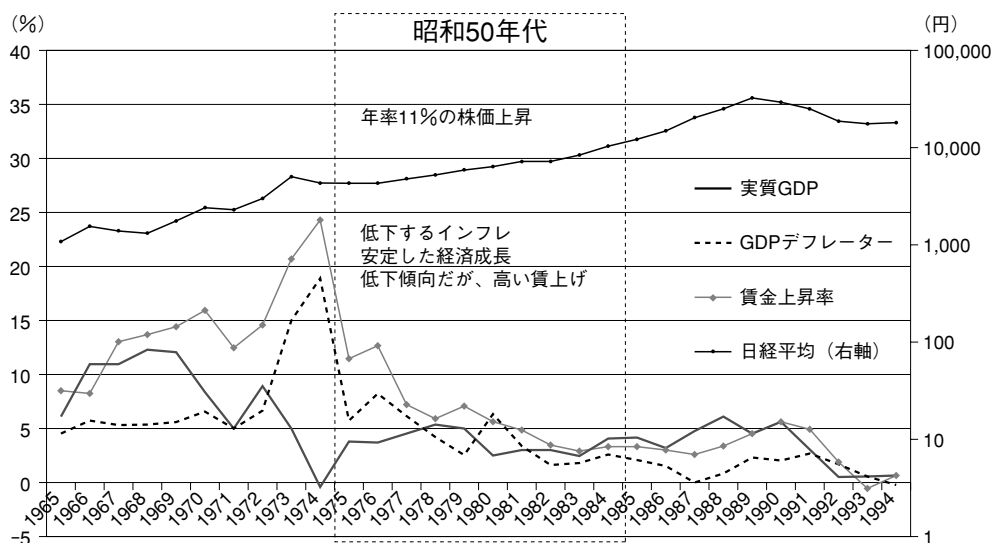
中国では、改革開放政策の加速を目指した

鄧小平の南巡講和（1992年）以降に工業化が加速した。胡錦濤時代には世界の工場の地位に到達した。しかし、2009年以降は、リーマン・ショック不況を契機に所得格差、公害問題などの社会問題が噴出しており、新たな成長モデルを模索する移行期にある。

■ 5. 移行後は安定成長

地価高騰、狂乱物価、トイレットペーパー買占め騒動の昭和40年代は総需要抑制策の発動で幕を閉じ、インフレ低下の昭和50年代が始まった。経済成長の下方屈折で物価の鎮静化は続いた。一方遅れて反応する雇用者賃金は持続的な上昇となった。この間株価は年率

(図3) 実質GDP、デフレーター、賃金成長率 (国税庁データ)、日経平均



(出所) 総務省、国税庁、Bloomberg

11%で上昇しており順調だった。低下するインフレ、増加する賃金、鎮静化していた住宅価格を合わせると、昭和50年代の労働者は幸福な時代を過ごした。活発だが変動性の高い前期工業化から、安定性の増した後期工業化に変化した日本経済の恩恵だった。

6. 中国に「昭和50年代」はやってくるか？

2012年の中国経済の運営方針は、前川レポート(「国際協調のための経済構造調整研究会」報告書、1986年)を彷彿させる。消費の拡大、所得再分配、医療・保険などのサービスの発展、文化健康増進、環境に優しい商品の支援、品質の監督・管理、消費者権益、

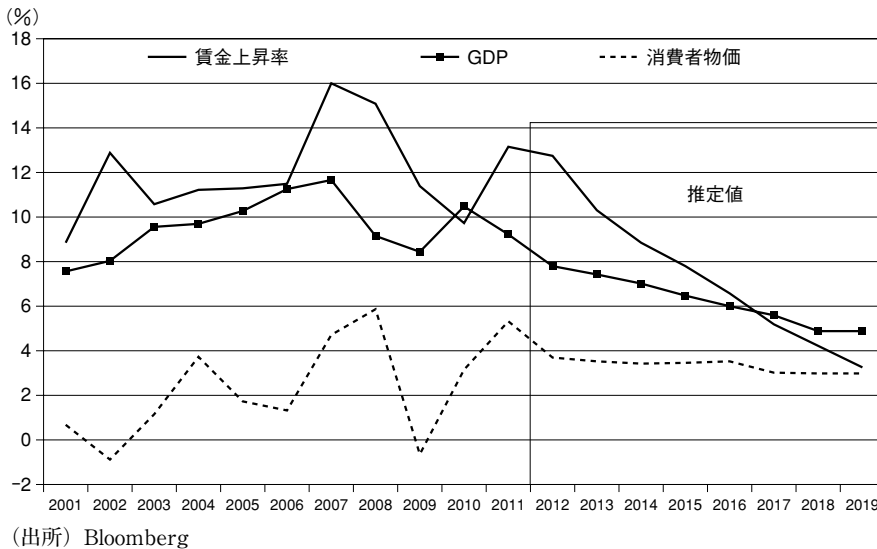
こういう言葉が並んでいる。昭和50年代の安定成長経済を目標にしていることは明白だ。

中国のインフレは低下基調に入っている。これは順調なスタートを切ったようだ。

消費の持続的な拡大を支えるのは賃金の継続上昇であろう。これまで中国は高い賃金の伸びを見せてきた。足元は所得倍増政策が実施されており10%超の上昇であった。今後、仮に賃上げ率が3%へ向かって低下トレンドをたどっても、2010年代は高水準の所得上昇が実現し、所得水準はほぼ倍増する。

住宅価格はどうか？中国都市部の住宅価格(90㎡)は、去年は年収の10倍と言われた。先進国の平均は6倍らしい。次期政権下で6倍を達成できるのだろうか？上記の賃金上昇率を前提に、2010年からの10年間で筆者

(図4) 中国の賃金推移 (2012年6月以降は筆者の予想値)



なりに試算してみた。年率3%の住宅価格上昇率なら、7倍割れまで改善する。中国の都市部は共働きの多いので、家計所得ベースの倍率は、約5倍になるだろう。

都市部の住宅は不足している。中国は、戦後日本が経験した1回目の都市化の途上にあり、実需による土地上昇メカニズムが働いている。都市に移住する時、田舎の住宅を都市に持参できない。借りるか購入するかしかないで、堅調な需要状況が続くだろう。名目ベースでの高い経済成長が続いていること、都市化が今後も継続することで、都市部の住宅価格は下がりづらいであろう。年率3%の上昇率に抑えることは、一党独裁の命令国家であっても、厳しいチャレンジと考える。なお、所得増加に伴い個人消費が活性化し、都市の小売業が発展する。日本と同様、商業用ビルに対する需要は高まると見込まれる。

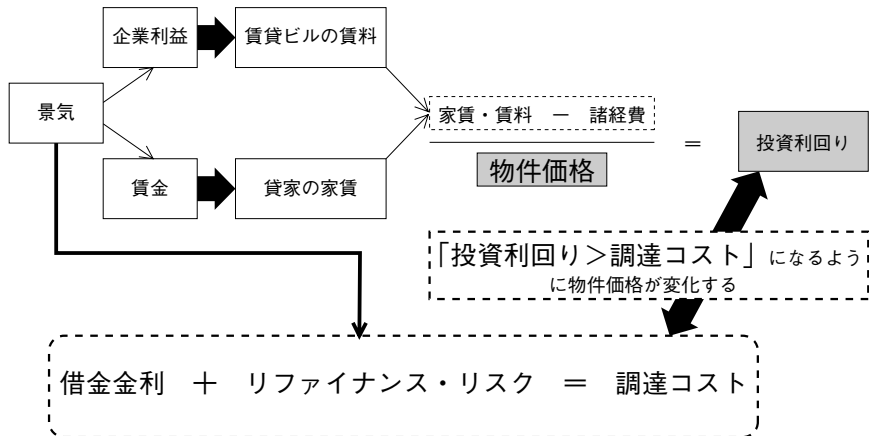
7. 日本の地価を考える

日本の不動産価格はどうなるのか？日本の金融機関の戦略はどうあるべきか？Jリートへの融資を含め不動産に深く関与する重要な部分だ。

工業化と不動産価格を観察すれば、(1)工業化が進み、工場用地の地価が高騰する。(2)製造業は地方から若年労働者を吸収しながら都市化を進展させ、都市部の住宅地の地価が高騰する。(3)都市部の人口集積はサービス業の隆盛を伴い、商業施設用地を高騰させる。(4)利便性の増した都市はますます人を惹きつける。一方「人口の減少、経済の低迷、コミュニティの破壊」に直面する地方の不動産は低迷する。社会や経済の動きと不動産価格は整合性を持っている。

(図5) 不動産価格の決定式

賃料・家賃が、物件価格を決める



(出所) 各種資料より作成

短期の誤差はあるが、不動産価格は(図5)で示したような経済算数に帰着する。ビルの賃料は企業が払える金額で決まり、借家の家賃は庶民が給料で払える金額で決まる。つまり企業利益や賃金の水準で決定され、それは景気の影響を受けて変動する。投資家は負債を利用するので、「投資利回り>調達コスト」が投資条件となるが、調達コストも景気の影響を受ける。結局、適度な「投資利回り>調達コスト」という均衡ポイントで価格が決まる。

賃料、家賃や不動産価格は名目経済世界の生き物だ。名目経済が拡大すれば上昇する。デフレなら下落する。高い名目経済成長が継続する中国の不動産価格は上がりやすい。また不動産は文字通り動かさない。地方の土地価格が低いからと言って、その土地を東京に

持っていけない。ゆえに、東京の一等地は上昇しやすいが、人口の減少する地方は低迷しやすい。不動産担保ローンやリバース・モーゲージに関しても、売買データの公開促進で「不動産価格の見える化」が進行しており、都市部と地方の格差を顕在化させる。

日本の不動産価格の回復には、名目経済の成長が不可欠だ。それがなければ、東京圏の上昇とそれ以外の下落というゼロサム・ゲームに帰着する。富裕層ビジネスや相続対策用の投資用不動産が首都圏に集中していることが冷徹な現実だ。

地方の不動産の価格低迷と流動性低下(=換金処分不能)という二重苦が融資ビジネスを直撃する。地方の金融ビジネスでは、キャッシュフロー査定で融資するか、株主として経営参加するかに重点を移すべきだろう。こ

れは銀行家の原点であり、結果的に経営能力が強化される。安易な不動産担保融資が通用するのは、流動性が維持される首都圏だけと認識すべきだが、そこに安住すれば経営能力は低迷するだろう。

■ 8. 追いかける者の強みと悩み

中国が現在の苦境から脱出して、日本の昭和50年代のような時代を迎えるとしても、課題は山積している。追いかける国は、先進国の良い部分を模倣して2倍速3倍速で経済発展を目指すことが可能だ。しかし、工業化に対応した「道徳観念や社会制度の近代化」が追い付かずに様々な失敗や苦勞を余儀なくされる。

欧州の工業化は、1760年～1850年にかけて進化した。米国は1830年頃から始まった。先進国は、数々の失敗を通じてようやく民度の高まりを得た。追いかける国が苦難の経験なしに民度を近代化することは無理だろう。ハード部分である「表面的な経済や企業運営の技術やノウハウの導入」と、ソフト部分と言える「それを現実に毎日実践する国民の民度」、このギャップは後から追いかける国ほど大きくなる。

工業化に伴い核家族化が進む。親族が近所に居住し相互扶助のコミュニティを形成していた時代の道徳観念や社会制度は、コミュニティの中心が都市にシフトする過程で変質する。しかし、新しい道徳観念や社会制度のコ

ンセンサス形成には長い年月を要する。端境期では、新旧のせめぎ合い、既得権者の反抗、負担の忌諱などが社会問題化する。欧州のように数百年前に工業化が始まり、現在までにいくつもの世代を重ねていれば、新しい社会制度とそれが要求する民度もそれなりに発達しているだろう。一方、100年ほど前から工業化が始まった日本、中国、アジア諸国では、新しい社会制度と道徳観念の定着はこれからだろう。この点に関して、日本が多少は先行しているものの、日中両国ともに苦闘が続くだろう。

日本は「変化の痛み」を避けて構造変化を先送りした。内需経済活性化のための規制緩和を実行せずに、資本自由化を推進した。国内勢は資本証券取引の分野では時代遅れだった。規制緩和で鍛えられた外資系は、日本企業から優秀な人材を引き抜き、変化はチャンスと考えて日本の金融ビジネスを席卷した。そんな中でバブルが発生し、そして崩壊した。

中国は日本を他山の石とできるだろうか？ 一党独裁を活かして、変化の痛みや構造改革を命令的に実行するのだろうか？

工業化の進展が要求する制度変更や規制緩和を実施して経済体質を強化せずに、既存秩序にしがみつけば、拡大する経済規模とのバランスを失って、脆弱な部分が破裂する。日本のバブルを研究したと言われる中国は、追いかける国の有利さゆえ日本よりも上手に対応すると思うが、結果が出るまでには紆余曲折があるだろう。

国土が広大で複数都市に機能が分散されている中国では、一極集中日本型の不動産バブルは起こらないだろう。むしろ、欧米の不動産証券化バブルのほうが起こりやすいと言える。中国の不動産証券化は、これから本格的に離陸する。欧米の失敗の記憶が鮮明な間はバブル化しないだろう。現在の経済的苦難を乗り越えて、日本の昭和50年代のような安定期を経た後にタガが緩めば起こるかもしれない。

中国の住宅価格の安定には、「GDP成長、インフレ、賃金上昇率の落ち着き」が条件になる。最近の住宅販売住宅面積統計や消費電力量などのマクロ統計は、昭和50年代の実現に向かいつつある事を示唆している。

足元では中国の経済発展は終わったという悲観論が渦巻いているが、それはオイル・ショック後の日本に渦巻いた悲観論とソックリだ。中国の本当のお楽しみはこれからだろう。中国経済は日本経済にも影響が大きいので、マクロ経済の安定が実現することを切に期待したい。



春山 昇華 (はるやま しょうか)

1978年京都大学法学部卒。1984年の円債・外債・為替の投資経験を端緒にして、1987年からロンドンで世界中の株と債券を組み込んだ国際分散投資に3年間従事。オフショア登録ファンドでトップの成績を記録。帰国後は、国内系・外資系の投資信託顧問会社などで年金基金の運用に従事したのち、投信の立ち上げと内外株式のCIOなど多彩な活躍。現在は金融機関で運用関連業務に携わる。個人投資家による投資立国の必要性を感じ、投資知識の普及を目指して1996年よりネットで情報を提供する。現在は投資を話題としたブログ「豊かで、健康で、活動的な、人生を目指して (http://blog.livedoor.jp/okane_koneta/)」を主宰。金融アルファブロッガーとしても活躍。