

中国の不動産バブルの一考察

A Study on China's Real Estate Bubble

博士前期課程 経済・経営情報専攻1年
邱 焱飛
YanFei Qiu

1. 研究意義と目的

今、世界第2の経済大国となった中国は経済の成長とともに、大都市の不動産価格も東京やニューヨークを凌ぐまで急騰してきた。中国経済はもうバブル状態にあり、間もなく崩壊すると多く議論されている。この面の研究も多く行われているが、日本バブル期の状況と比較しながら、適度に判断すればと、経済的には意義のある研究になる、日本の教訓から何か示唆が得られれば尚更と考え、本研究を選出した所為である。

本研究の目的は、不動産市場の価格、需要と供給の変動から中国の不動産市場の動向を紹介したうえで、文献分析の方法のほかに、井出・倉橋のモデルを使用して、中国不動産市場にはバブルが存在しているかを検証する。存在するとすれば、いつから存在するのか、どこまで広がっているのか、主に存在するのは大都市なのかを判明する。そして、バブル存在の原因を不動産政策とのかかわりから明らかにすることを目的とする。

2. 研究背景

1998年、中国政府は計画経済の下での公有賃貸住宅分配制度の廃止に踏み切り、不動産市場が市場化して、加速的に発展してきた。その後、不動産業は中国経済のメイン産業となり、経済成長に対する貢献度が目立ってきた。

2008年に発生した世界金融危機以降、中国政府が大規模な金融緩和政策を実施した結果、2009年～2010年に住宅価格が高騰した。不動産市場の安定化を図るために、2010年4月、「国十条」を公表し、中央政府はバブル抑制に対する決意を示した。2011年1月、さらに、「新国八条」を公表し、住宅購入規制政策の実施範囲を全国に広めた。固定資産投資

(除く農村家計)の伸び率は2011年5月をピークに低下に転じた。

その後、中国の住宅価格は紆余曲折を経ながら、不動産政策の緩和と引締の繰り返しの下、上昇傾向が続いた。

3. 研究内容

中国不動産市場にはバブルが存在しているかはまずバブルの定義を明らかにしなければならない。本研究は不動産価格と経済のファンダメンタルズとの乖離を定義とする。国際的にみて、許容範囲であれば、存在しない。逆に、許容範囲を超えれば存在することにする。この乖離を需要、供給と価格から観察する。

(1)需要

住宅需要は主に、戸籍制度の緩和による都市化率の上昇と経済成長による所得の変化から分析する。今後の動向としては、“一人っ子政策”から“二人っ子政策”への人口政策の変化から考えていく。

(2)供給

住宅供給の主な要素としては地方政府による農業用地(農地と農民住宅用地を含む)の住宅用地への譲渡である。この土地使用権譲渡の面積と譲渡収入が公表されている。ほかに、国家統計局は新築住宅面積と不動産投資金額も公表している。これらのデータを分析することによって、住宅供給の動向を把握する。

(3)価格

価格は需給均衡の結果である。中国では、日本のように、土地の路線価格統計が行われていないため、代わりに、中国政府が定期的に公表する土地使用権譲渡収入と譲渡面積、および国家統計局が発表する都市新築住宅販売価格などのデータを使用する。同

時に、中国指数研究院や民間不動産販売会社のデータを使用し、不足を補充する。

4. 先行研究

(1)住宅価格のファンダメンタルズからの乖離

経済白書（1993）では、「バブル」とは、一般には、資産価格がファンダメンタルズから大幅にかい離して上昇することを指している。したがって、バブルを検出するためには、まずファンダメンタルズから決まってくる資産価格（資産価格の理論値）を知らなければならない。

易憲容（2005）は、1998年以來、中国の不動産市場の急速な発展は民衆の可処分所得の同時増加に基づいていなかった。このような背景の下で、銀行の与信支援と世代間収益の移転は、住宅価格のファンダメンタルズから大きく乖離して、不動産バブルを引き起こす。

王成成（2011）は、中国の35大中型都市のパネルデータを用いて実証分析を行った結果、不動産価格に経済ファンダメンタルズ要因で解釈できない部分が存在しており、一部の都市の不動産市場に「バブル」が存在することを示した。

(2)中国の不動産市場の「バブル」に関する議論

瀬古美喜・冒匯（2005）は、長期的住宅価格の決定要因と住宅価格の短期的な調整過程を、1994－2003年の中国29省の住宅価格のパネルデータを用いて計量分析を行っている。結果として、一部の大都市で住宅バブルの傾向が見られるものの、全国として住宅バブルは存在しない。

田村隆善・魏興福（2015）は、井出・倉橋のモデルを使った中国不動産バブルとその崩壊時期に関する分析を行った。1. 中国全国住宅価格でみると2012年時点において、不動産バブルの状況に至っていない可能性が高い。2. 北京や上海など、大都市部ではバブルとその崩壊の可能性が見て取れる。3. 2012年までの中国の不動産高騰は、日本の高度成長期から列島改造ブームに続く日本での不動産高騰時期に似ている。4. 中国の不動産価格上昇率と販売面積増加率は、大きく変動している。

関志雄（2016）は、2014年中国主要都市の住宅価格／世帯所得比はバブル期の東京を上回る水準に達している。中国における住宅価格は、すべてバブル

の域に達していると言える。

(3)「バブル」を引き起こす要因

日本経済新聞（2020年1月18日）では、2019年の実質国内総生産成長率は6.1%にとどまり、18年から0.5ポイントも縮小した。米国との貿易戦争が主因だが、生産年齢人口の減少による個人消費の弱含みも無視できない。

井出・倉橋（2011）は、バブル期には不動産取引量と価格が「反時計回り」の経路を持って推移する。80年代後半から90年代のバブルとその崩壊期において、不動産市場は取引量と価格の変動につれて、第1象限→第2象限→第3象限→第4象限に移動することを、日本のバブルは発生→膨張→崩壊のことがわかった。また、反時計回りの円が大きければ、より市場の変動が大きかったことを意味する。

西村清彦（2014）は、生産人口の若者・壮年が不動産を買う主要な需要者とする、実質不動産価格は生産年齢人口の数によって大まかには決まることになる。したがって、生産年齢人口が増加と実質不動産価格は上昇する。

5. 仮説

直近（～2019）、一部の都市の不動産価格は大きく経済ファンダメンタルズ（所得）を乖離したことは多くの報道から見られるので、少なくとも一部の都市にはバブルが存在する。できるだけ中国政府公表のデータを使用して検証する。そして、都市化率と所得の上昇という長期要因だけでは、紆余曲折しながら上昇してきた中国の不動産価格を説明できないかと思い、価格の変動と政策は大きくかわると考え、検証する。

6. 研究方法

文献研究

中国の不動産市場に関する本、論文、雑誌や新聞等資料を収集し、「バブル」についての議論を整理し、分析する。

参考文献

経済企画庁「経済白書 平成05年版—バブルの教訓と新たな発展への課題」大蔵省印刷局（1993）
王成成「中国房地產市場泡沫存在性分析—基于35个大中

- 城市的的面板数据研究』『商品与質量』(2011)
- 易憲容「中国房地產市場過熱与風險預警」『財貿經濟』(2005)
- 瀬古美喜・冒匯「中国の住宅価格変動分析」『住宅土地經濟 2005年夏季号』(2005)
- 井出多加子・倉橋透「不動産バブルと景気」日本評論社(2011)
- 西村清彦「不動産バブルと金融危機の解剖学」『住宅土地經濟 2014年夏季号』(2014)
- 野村総合研究所「中国 好景気のピークを超えて沈静化する市場」『グローバル不動産市場2017』(2017)
- 関志雄「急騰する住宅価格—中国にとって福かそれとも禍か」『独立行政法人經濟産業研究所』(2016)
- 藤村幸義・美土代研究会「シリーズ企業・経営の現場から：中国バブル經濟のからくり」勁草書房(2012)
- 高瀬美帆「調整局面を迎える中国の住宅市場—2018年の価格の伸び率上昇要因と今後の展望」『みずほ総合研究所』(2019)
- 日本經濟新聞「中国經濟、高齢化の影 昨年6.1%成長に減速一迫る「団塊」退職、しほむ内需」(2020年1月18日 朝刊)
- 中国指数研究院「中国不動産政策のまとめ」<https://fdcfang.com/report/12718.html> 2019年12月31日