

# 中国住宅価格バブルの一考察

## A Study on China's Housing Price Bubble

博士前期課程 経済・経営情報専攻2年  
邱 焱飛  
YanFei Qiu

### (目次)

1. はじめに
2. 研究背景
3. 研究目的
4. 研究方法
  - 4.1 共和分分析
  - 4.2 回帰分析
  - 4.3 住宅価格の価格比
  - 4.4 住宅価格の年収倍率
5. 結論
6. 政策提言

### 参考文献

### 1. はじめに

経済の高度成長によって国民の所得が増加し、都市化の推進により住宅に対する需要が増大した。これらのことを背景に、都市住民は住宅市場での投資や消費がますます拡大し、居住環境が大きく改善されたと同時に、住宅価格も高騰した。特に、2000年以降、住宅価格の上昇に凄まじいものが見られ、“中国の住宅価格にはバブルが存在するか”との懸念もこの時期から出てきた。

本研究の構成は次のようになる。第1章で、研究背景と目的を説明したうえで、第2章で土地制度、住宅及び住宅用地の供給と需要から中国の住宅市場の概況を紹介する。そして、第3章で先行研究をフォローしたうえで、第4章の実証分析に入る。最後に政策提言を試みた。

### 2. 研究背景

中国の土地所有は農村と都市を分け、農村の土地は地元住民の集団所有であるが、都市部の土地は国有である。1987年に初めて制定、実施した「土地管理法」では、土地所有権から“土地使用権”を作り出し、“土地使用権”の有償譲渡が明文化された。同じ年に経済特区の深圳市で土地使用権の有償譲渡が試みられ、その後、全国に繰り広げられた。とくに、1998年に、これまでの“住宅賃貸権の割り当て”から個人の自主購入による“住宅商品化”に変わった住宅制度の改革が行われ、土地使用権の有償譲渡に拍車をかけた。

この両制度の改革により当時ひっ迫した都市部の住居状況の改善、住宅の建設と販売に弾みがつき、住宅ブームを迎えた。このブームは、中国経済の成長とともに、小さい調整があるものの、20年間以上

続いてきた。しかし、所得の増加を上回る住宅価格の上昇は、国民（主に都市住民）の実質所得の低下をもたらし、安定な生活を脅かす社会問題になり、住宅価格が“バブル”である、住宅価格を抑制すべきであるとの議論を招いた。折しも、リーマンショックを発端とする世界金融危機に対処するために、中国政府は大規模な景気対策を出した後、過剰投資と過剰債務問題が露呈した時期と絡み合い、2010年以降、マクロ経済政策の調整を余儀なくされた。これに伴い、住宅政策にも動揺が見られ、住宅価格の抑制と支持（安定）の政策は交互に行われ、混乱した。住宅の安定と住宅市場の健全な成長には決して好ましいことではなかった。このような問題が生じた原因は住宅価格がバブルかの判断にあると思う。正しく判断できれば、不必要な政策調整を避け、政策調整のロスを抑えることができるかと思われる。

### 3. 研究目的

本研究の目的は中国の住宅価格にはバブルが存在するかを明らかにする。主な考え方は、資産選択理論と住宅価格決定要因である人口と所得から住宅の理論価格にアプローチする。まず、多くの先行研究と同じように、資産選択モデルを使い、住宅投資収益と安全資産収益との裁定関係から住宅の理論価格を算出した上、実際の住宅価格との乖離を観察する。そして、住宅価格と人口増加および可処分所得の増加との関係に着目し、住宅価格を被説明変数、人口増加と可処分所得を説明変数とした回帰分析モデルを構築し、両者の関係を検証する。この上に、住宅価格にバブルが存在するかを検証する。バブルが存在しないならば、他の方法を通じて、中国の住宅価格が高騰している現象を説明する。

### 4. 研究方法

中国住宅市場に関するデータと統計の制約条件に鑑み、本研究はいくつかの方法を試みた。まずは、先行研究を踏まえて、資産選択モデルを使い、住宅の実際価格とファンダメンタルズ価格の関係を検証した。続いて、中国を代表する六都市を対象に、回帰モデルを構築して、都市人口と一人当たり可処分所得から住宅価格の変動を説明しようとした。残念ながら、この二つの手法による研究は納得するよう

な結果が得られなかった。なお、対象期間は、入手が可能な中国国家統計局と各都市の統計局により、現時点公表されたデータを用いるため、北京市、上海市、深圳市は1999年から2019年までの21年間であり、杭州市、成都市、重慶市は2002年から2018年までの17年間である。

さらに、住宅価格の価格比と住宅価格の年取倍率の指標を使用して、上海市と東京都を比較して、研究してみた。

#### 4.1 共和分分析

ファンダメンタルズ・モデルに基づき、共和分分析の手法で住宅の実際価格とファンダメンタルズ価格との間の長期均衡関係を調べる。

本研究は、先行研究によく使われた住宅のファンダメンタルズ価格の推計式： $P_{i,t} = \frac{R_{i,t}}{re_{i,t} - g_{i,t}}$ からファンダメンタルズ価格を算出することにした。

そして、住宅の実際価格とファンダメンタルズ価格に対して、ADF検定により単位根検定を行う。単位根検定により、残差を利用して共和分検定を行う。

共和分方程式を定式化する：

$$RP_{i,t} = a_0 + a_1 Trend_{i,t} + a_2 P_{i,t} + \varepsilon_{i,t}。$$

この方程式において、 $RP_{i,t}$ （対数値）は住宅の実際価格、 $P_{i,t}$ （対数値）は住宅のファンダメンタルズ価格である。 $a_0$ は定数項であり、 $Trend_{i,t}$ はトレンド項であり、 $\varepsilon_{i,t}$ は誤差項である。

共和分検定した結果による、全国、六都市において、「共和分関係が存在しない」という帰無仮説が1%の有意水準で棄却された。これらの共和分検定の結果は、全国、六都市において、住宅の実際価格とファンダメンタルズ価格の間に共和分関係が存在する、ゆえに、住宅の実際価格にバブルが存在しないことを示している。

この資産選択モデルの統計的な検証結果だけで、中国における住宅価格バブルが存在しなかったと結論づけたことは納得できないと感じる。特に、北京市と上海市といった住宅価格が高騰している大都市において、住宅価格にバブルが存在しないという結果は通常理解とは異なる結果である。

#### 4.2 回帰分析

本研究では、六都市の都市ごとの住宅価格を都市

表 4-1 共和分検定の結果

	t-Statistic	p 値
全 国	-4.234361***	0.0002
北 京 市	-4.423941***	0.0001
上 海 市	-4.961436***	0.0000
深 圳 市	-3.792229***	0.0007
杭 州 市	-4.136988***	0.0004
成 都 市	-2.980232***	0.0055
重 慶 市	-3.325530***	0.0025

(注)(1)帰無仮説：共和分関係が存在しない。

(2)\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを意味する。

人口と一人当たり可処分所得で説明する関数を  $Y_i = c + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \mu$  と構築した。

このモデルにおいて、 $Y_i$ は六都市の都市ごとの住宅の推定価格、 $X_2$ は都市ごとの年末戸籍人口、 $X_3$ は都市ごとの都市部住民の一人当たり可処分所得である。

回帰分析を行った結果による、都市住民一人当たり可処分所得と住宅価格は正の相関関係であるが、全国、深圳市、杭州市、成都市、重慶市の都市人口も住宅価格と正の相関関係であるのに対して、北京市と上海市の都市人口は住宅価格と負の相関関係にある。

所得と人口は、住宅価格の最も重要な決定要因であるが、北京市と上海市の住宅価格と都市人口の関係が回帰モデルで説明できない。ここで考えられるのは恐らく戸籍制度と使用データは市全体の平均住宅価格にその原因があるかと思う。

#### 4.3 住宅価格の価格比

中国の主要都市分譲マンション一平米の単価を日本と比較したところ、2019年中国100都市の平均単

価が14922元（約23.9万円）に対し、日本の全国平均単価は72.6万円、日本の住宅単価は中国100都市の約3倍である。

2019年対2010年の価格比から見ると、日本の首都圏は約1.3倍の水準を維持する一方、上海市の場合では、2019年対2010年の価格比は2.0~3.8の範囲で変動する、特に、内外環線の間の価格比は約3.8倍で、この地域は10年間住宅価格の高騰の事実が確認できる。

#### 4.4 住宅価格の年収倍率

2019年、上海市の都市住民1世帯当たり年間の可処分所得は訳282万円で、内外環線間地域の9012万円（90.1万円×100㎡）のマンションを購入するには、一般世帯の平均年収の32倍にも達している。内環線内の同じ面積のマンションを購入するには、なおさら、63年間分の年収も必要で、とても非現実的な数値である。たとえ、相対的に安い外環線外のマンションを購入しても、14年間の年収がかかる。同様に無理がある感じである。

一方、2019年、東京都1世帯当たり年間平均所得

表 4-2 Excel による回帰分析結果

	F-Statistic	R <sup>2</sup>	$\bar{R}^2$	t-Statistic		
				c	$X_2$	$X_3$
全 国	1014.4895	0.995593568	0.991206553	0.095061642	0.828923977	8.456081574
北京市	358.0346	0.987663481	0.975479151	3.355416522	-3.491957784	8.98908263
上海市	330.1207	0.986641161	0.97346078	1.572616669	-1.65274794	8.224064656
深圳市	165.3080	0.973841491	0.948367249	-6.167544208	3.091099752	1.237130843
杭州市	117.8544	0.971563016	0.943934694	-1.772570023	1.696592358	0.31733277
成都市	293.0782	0.988267547	0.976672745	-4.087436918	5.244158888	2.790770794
重慶市	120.7504	0.972216871	0.945205644	-1.357605037	1.352311537	4.079204134

は647万円で、約上海市の2.3倍になるが、東京都区部のマンション（70㎡）を購入するのに、年収の11年間分がかかる。

## 5. 結論

以上の実証分析の結果から見ると、共和分分析は中国の住宅価格にバブルが存在することを説明できるようなものではない。回帰分析ももっと深掘する必要がある結果となった。従って、以上の分析を補うために、住宅価格比と年収倍率を日本との比較を通じて、現在の中国の住宅価格がどのくらい高いことを説明する。

住宅価格の価格比といわず、住宅価格の年収倍率といわず、日本の首都圏の安定な状況と違い、2010年から2019年にかけて、上海市の住宅価格の変動幅が大きい。特に、上海市の住宅価格対都市部1世帯年間所得比の異常な高倍率という様相を呈しているため、住宅価格は一般庶民にとって高嶺の花のような存在が見られる、中国の住宅価格には明らかなバブルが存在すると結論づけられる。

## 6. 政策提言

都市部特に沿海部の大都市において、住宅価格の高騰による、住宅が投資・投機の対象となった結果、庶民の住宅問題が深刻化した。住宅価格の高騰が持続し、一般庶民の所得水準との乖離がますます拡大し、特に低所得者の住宅難、収入の大半あるいは全部を住宅ローン返済に充てる“住宅奴隷”が急増した。高所得者と中低所得者の間の所得の二極化の加速により、貧富格差の広がり、住宅市場にかかわる社会問題が顕在化している。

この住宅価格の高騰において、銀行は重要な役割を果たしたので、価格高騰に抑制する政策をとるならば、金融政策は最も有効な手段である。しかし、この金融政策はジレンマを抱えている。引き締めの政策を打ち出せば、不動産市場への資金流入が抑制され、住宅価格の高騰が収まると同時に、不動産関連産業や実体経済への投資も減少する可能性がある。投資主導型成長が挫折してしまう恐れが十分に考えられる。このため、2010年以降、マクロ経済政策、とりわけ不動産に関する金融政策は幾度揺れた所為である。

住宅市場の健全な発展は経済全体の構造改革につながる。また、都市化戦略にかかわる。これまで、大都市中心戦略から中小都市同時発展の分散型都市化戦略への転換は政策の課題となるのではないであろうか。こうなれば、住宅市場の風向きも大きく変化するであろう。

## 参考文献

- 〈日本語〉
- 井出多加子・倉橋透（2011）『不動産バブルと景気』日本評論社。
- 大越利之（2012）「土地価格のファンダメンタルズ理論の検討—長期時系列を用いた実証分析」『土地総合研究』2012年夏号、41-52頁。
- 御旅屋徹（2014）「中国不動産の概要と中国大手デベロッパーの経営方針・投資戦略」『日本不動産学会誌』第28巻第2号、44-50頁。
- 王佳（2019）「中国の住宅価格にバブルは存在するか—省別パネルデータを用いた実証分析」『中国経済経営研究』第3巻第1号、28-47頁。
- 関志雄（2014）「中国における不動産バブル—日本の轍を踏むことにならないか」株式会社野村資本市場研究所。
- 関志雄（2016）「急騰する住宅価格—中国にとって福かそれとも禍か」独立行政法人経済産業研究所。
- 経済企画庁（1993）『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。
- 櫻川幸恵・櫻川昌哉（2001）「地価上昇と経済成長の相互作用に関する分析」『住宅土地経済』2001年春季号、19-27頁。
- 櫻川昌哉・櫻川幸恵（2007）「地価を考慮したVAR分析—1980～2005年」『住宅土地経済』2007年冬季号、24-33頁。
- 人民網日本語版（2013）「『新国五条』の地方細則出そろふ 北・上・広・深も」、2013年04月02日。
- 瀬古美喜・冒匯（2005）「中国の住宅価格変動分析」『住宅土地経済』2005年夏季号、19-27頁。
- 田村隆善・魏興福（2015）「中国不動産バブルに関する一考察」『日本経営診断学会論集15』、74-79頁。
- 戴曉芙（2016）「中国不動産市場の現状と展望」『AIBSジャーナル』第9巻、66-71頁。
- 高瀬美帆（2019）「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。
- 西村清彦 (1990a) 「日本の地価決定メカニズム」東京大学出版会、109-134頁。
- 西村清彦・三輪芳朗 (1990b) 『日本の株価・地価一価格形成メカニズム』東京大学出版会。
- 西村清彦 (1995) 『日本の地価の決まり方』ちくま新書。
- 西村清彦 (2002) 『不動産市場の経済分析—情報・税制・都市計画と地価』日本経済新聞社。
- 西村清彦 (2015) 「不動産バブルと金融危機の解剖学」『住宅土地経済』2015夏季号、10-19頁。
- 日本住宅総合センター (2013) 「中国における住宅価格抑制政策の効果分析」、2013年4月。
- 日本経済新聞 (2020) 「中国経済、高齢化の影響昨年6.1%成長に減速—迫る「困塊」退職、しばむ内需」、2020年1月18日朝刊。
- 野村総合研究所 (2017) 「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』、1-49頁。
- 藤村幸義・美土代研究会 (2012) 『シリーズ企業・経営の現場から：中国バブル経済のからくり』勁草書房。
- 符衛民 (2005) 「中国の土地所有制度」社会文化科学研究第12号、99-108頁。
- 南亮進・牧野文夫 (2016) 『中国経済入門—高度成長の終焉と安定成長への途』日本評論社。
- 三浦祐介 (2014) 「中国不動産市場の底入れはいつか—住宅市場の循環に基づく考察と今後の展望」みずほ総合研究所。
- 三浦祐介・大和香織 (2018) 「2019年の中国の経済政策方針—中央経済工作会議で「安定重視」路線の継続を確認」みずほ総合研究所。
- 三井住友銀行 (中国) 有限公司 企業調査部 (2017) 「中国住宅不動産市場の動向」。
- MUFG バンク (中国) 経済週報 (2019) 「中国の不動産市場対策は安定化が基調—家計債務負担リスクと地方政府施策の新動向に注目」、2019年8月7日第431期。
- WAN HUA (2016) 「中国における住宅市場の形成と不動産業の発展」三重大学大学院。
- 〈中国語〉
- 易憲容 (2005) 「中国房地產市場過熱与風險預警」『財貿經濟』。
- 王来群 (2007) 「我国房地產泡沫形成机制及治理的政策措施」山東大学。
- 王成成 (2011) 「中国房地產市場泡沫存在性分析—基于35个大中城市的面板数据研究」『商品与質量』。
- 恒大研究院 (2019) 「中国住宅制度：回顧、成就、反思と改革」恒大研究院研究報告。
- 恒大研究院 (2019) 「中国房產稅的改革過程、徵收現状と効果」恒大研究院研究報告。
- 恒大研究院 (2019) 「中国住宅時価報告：2019」恒大研究院研究報告。
- 高波・毛豊付 (2003) 「房价与地価關係の実証檢驗：1999-2002」『産業經濟研究』2003年5期。
- 陳芳 (2006) 「1998-2006年我国房価与地価關係の実証分析」北京市財貿管理干部学院学報、22(4)。
- 黄振宇 (2010) 「中国住宅市場構造と住宅價格の關係分析」『マクロ經濟研究』。
- 史永東、陳日清 (2008) 「不確定性条件下的房地產價格決定：随机模型和經驗分析」『經濟学 (季刊)』。
- 中国社会科学院 (2018) 『中国住宅發展報告 (2017-2018)』南方出版傳媒、廣東經濟出版社。
- 〈主要参考ウェブサイト〉
- 中国国家統計局 <http://www.stats.gov.cn/>
- 北京市統計局 <http://tjj.beijing.gov.cn/>
- 上海市統計局 <http://tjj.sh.gov.cn/>
- 深圳市統計局 <http://tjj.sz.gov.cn/>
- 杭州市統計局 <http://tjj.hangzhou.gov.cn/>
- 成都市統計局 <http://cdstats.chengdu.gov.cn/>
- 重慶市統計局 <http://tjj.cq.gov.cn/>
- 中国統計年鑑 <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>
- 中国人民銀行 <http://www.pbc.gov.cn/>
- 中国中央人民政府 <http://www.gov.cn/>
- 中国指数研究院 <https://industry.fang.com/>
- 房天下 <https://www.fang.com/>