

## 中国の住宅価格に関する実証研究：地方政府と財政、土地、金融システム

王, 佳

<https://doi.org/10.15017/1931689>

---

出版情報：九州大学, 2017, 博士（経済学）, 課程博士  
バージョン：  
権利関係：

氏 名 : 王 佳

論 文 名 : 中国の住宅価格に関する実証研究  
—地方政府と財政、土地、金融システム—

区 分 : 甲

## 論 文 内 容 の 要 旨

2000 年以降、中国の不動産市場は幾度も価格高騰に見舞われた。それゆえ、「中国の不動産市場はバブルではないか」の懸念が相次いだ。住宅価格の上昇は、国民の資産を増加させる一方で、国民経済の持続的な発展や社会の安定を脅かす様々なリスクを抱え込むことになる。それゆえ、中国政府は、住宅価格の高騰を抑制するために、これまで様々な価格抑制政策を実施してきた。しかし、そうした一連の価格抑制政策にもかかわらず、住宅価格の高騰が続き、政府が実行した政策が果たして有効なのかどうか問われている。したがって、本論文では、現代中国における住宅価格に関する実証分析を行い、その分析結果に基づいて、中国における住宅価格に対する望ましい政策的な含意を導くことを目的とする。

具体的には、本論文では、次の2つの研究課題を設定する。第1の課題は、2000 年以降、特に 2007 年と 2009 年の住宅価格の高騰がバブルであったかどうかを厳密に検証することである。ここでは、資産価格の決定モデルとしてファンダメンタルズモデルを採用し、続いて、バブルであるかどうかを判定するために、推計された住宅の理論価格と実際の住宅価格との間の共和分関係を検定するという方法を採用する。

第2の課題は、2000 年以降の住宅価格の高騰はどのような要因によってもたらされたかという要因分析を行うことである。ここでは、住宅価格の高騰要因として、中国における土地・財政制度と金融システム、さらに中央・地方政府関係に特定し、それぞれの要因（土地、財政、金融）と住宅価格との間の Granger 因果関係や動学的な相互関係を調べるために、パネル VAR モデルで分析を行う。

さて、本論文の各章の内容は、以下の通りである。

第1章では、本論文の研究対象である中国の不動産市場の発展の経緯と現状を、4つの時期に区分して概観する。各時期の不動産市場の発展状況を述べる同時に、中国政府がどのような政策を実施したかについても述べる。ここでは、本論文の研究課題に関する歴史的背景が明らかにされる。

第2章では、バブルに関する理論及び実証研究についての先行研究のサーベイを行う。先行研究のサーベイに基づき、以下の章で採用する理論モデルと実証分析の方法を明示する。中国の住宅価格にバブルが存在するかどうかについては、ファンダメンタルズモデルとパネル共和分分析の手法を、住宅価格の高騰にどのような要因が寄与したかについては、パネル VAR モデルの分析手法を採用することを明らかにする。

第3章では、中国における31の省を含むパネルデータを用い、ファンダメンタルズモデルに基づき、中国における住宅の理論価格を推計する。その後、推計された理論価格と実際の住宅価格との間の共和分関係を調べ、実際の住宅価格にバブルが存在するかどうかを検証する。

分析の結果は以下のとおりである。全国レベル、東北地域、北部沿海、南部沿海、黄河流域中部、長江流域中部、西南地域および西北地域において、住宅価格にバブルは存在しないが、東部沿海の住宅価格にバブルが存在する可能性がある。また、省レベルでは、遼寧省、河北省、山東省、江蘇省、浙江省、海南省、河南省、陝西省と新疆ウイグル自治区といった9つの省において、住宅価格にバブルが存在する可能性がある。

この結果は、中国における住宅価格のバブルは地域的な現象であり、全国的な現象ではないことを意味している。したがって、住宅価格の高騰に対しては、全国を範囲とする統一的な政策を採用するよりも、各地域の状況の差異を十分に考慮した、地域別の政策を採ることが望ましいということになる。

第4章では、中国の30の省（チベットを除く）を含むパネルデータを用い、「土地財政」の代理変数である土地財政依存度と土地価格と住宅価格といった3変数のパネルVARモデルを採用し、土地財政が住宅価格の高騰の要因であるかどうかを検証する。

分析の結果、土地財政が住宅価格の高騰の要因であることが明らかにされた。それゆえ、住宅価格の高騰を抑制するには、不動産市場における政策調整とともに、過度な「土地財政」依存を改めるような財政制度と土地制度の改革が極めて重要な喫緊の課題となる。

第5章では、中国の31の省を含むパネルデータを用い、預金準備率、貸出基準金利、為替レート、銀行貸出と住宅価格といった5変数のパネルVARモデルを採用し、中国の金融システムが住宅価格の高騰の要因であるかどうかを検証する。

分析の結果、貸出基準金利は住宅価格と有意な関係を持たないこと、預金準備率の引き上げは住宅価格を上昇させること、銀行貸出の拡大は住宅価格を上昇させること、人民元対ドルレートの下落（元高）は住宅価格の上昇に寄与することが判明した。

この結果は、貸出基準金利の変更といった金融政策だけでは住宅価格の高騰を抑制できない可能性があることを示唆している。求められる政策は、シャドバンキングの整理や地方政府の銀行部門への介入を制限するということになる。

第4、5章の分析結果に基づき、中国の住宅価格の高騰は単なる金融的要因によるものではないと判断できる。中国における住宅価格の高騰は、中国の財政制度、土地制度、為替制度、地方政府のなど複合的な要因から生まれた現象であり、中国の経済構造に根ざした現象であるといえる。

これらの構造的な歪みが、相互に影響し合い、住宅価格の高騰を煽ることで、中国の構造的な住宅バブルを生み出した。それゆえ、政府の金融引き締め政策（貸出基準金利と預金準備率の引き上げ）を中心とした一連の価格抑制政策が繰り返し実施されたにもかかわらず、住宅価格の高騰を阻止できなかったのである。したがって、住宅価格の高騰を抑制するには、金融引き締め政策だけでは十分でなく、その他の構造的な要因も熟慮し、改革を進めなければならない。特に、土地財政に依存する地方政府は、金融システムへの介入などの行動を通じて、住宅価格の高騰に大きく寄与しているため、住宅価格の高騰を助長するような地方政府のインセンティブを減じる改革が必要である。それゆえ、中央－地方政府間の財政関係を見直すことなど、地方政府の財源不足の問題を解決するような改革が求められる。

終章では、本論文の分析結果をまとめ、分析結果の政策的含意を議論するうえで、本論文では十分な議論を行うことができなかった、残された今後の課題について述べる。