

2017年度

公共経営大学院リサーチペーパー

中国における大都市の地価変動に関する研究

——バブル時代の日本を参考に

主査：清水 治 教授

副査：川村 顕 准教授

早稲田大学公共経営大学院

学籍番号：31162109-9

氏名：何 涛

## リサーチペーパーの要旨

本論文は、現在上昇が続いている中国の大都市における地価がすでにバブルの崩壊を経験した日本の地価と類似しているという問題意識から、中国の地価の上昇の原因分析及び実証分析を扱っている。本論文は、中国の土地バブルに対するいくつかの分析を行うことに努め、バブルを早期発見すべきとの考えに立って、複数のマクロ経済変数を指標として、バブルの判定及び解決するための施策を提言する。本論文は4つの章で構成されている。

第1章では、地価の決定に関する理論を議論するうえで、地価の影響要因はどのような影響を与えているのかについて分析する。

第2章では、両国間の地価とマクロ経済変数の変動率を比較し、中国一線都市における地価もバブルがあるという結論を導き出す。

第3章では、中国の住宅地地価と商業地地価の上昇要因に関する実証分析を行う。幾つかの変動要因に貨幣供給量(M2)が地価の上昇に著しく影響を与え、さらに一線都市の方に対する影響が大きいという結論を導き出す。

第4章では、1980年代日本のバブルが崩壊して経済が失速した教訓を振り返って整理する。金融政策、租税政策、土地政策三つの側面から、中国中央政府に対する政策提言をする。

本論文の研究により、現在の中国において経済全体のバブルが存在するとは言えない。ただし、一線都市の地価の上昇倍率はバブル時代の日本と近いレベルに達し、バブルが存在すると判断されている。また、地価に影響を及ぼすマクロ要因に関する実証分析の結果により、最も大きく影響を与えている要因は貨幣供給量であることが分かる。さらに、貨幣供給量は一線都市の地価に対する影響が一線都市を除く他都市より顕著に大きいということである。

## 目次

初めに.....	1
第1節 問題意識.....	1
第2節 本論文の目的および意義.....	2
第3節 各章の構成.....	3
<b>第1章 地価の決定要因と影響要因 .....</b>	<b>4</b>
第1節 地価決定のファンダメンタルズ理論 .....	4
第2節 地価に影響を及ぼす要因.....	5
第3節 本論文の研究対象となる「中国の地価」の特殊性.....	6
<b>第2章 地価変動とマクロ経済についての分析 .....</b>	<b>9</b>
第1節 地域間の地価の変動についての比較.....	10
第2節 地価と株価の変動についての比較.....	12
第3節 地価と1人当たりの国内総生産額の変動についての比較.....	14
第4節 地価と消費者物価の変動についての比較.....	15
第5節 両国地価変動についての分析.....	16
<b>第3章 中国における地価変動の実証分析 .....</b>	<b>21</b>
第1節 先行研究.....	21
第2節 本論文所用モデルとデータの説明.....	22
第3節 推測統計.....	25
第4節 結論と解釈.....	28
<b>第4章 日本のバブル時代の教訓と中国に対する政策提言.....</b>	<b>30</b>
第1節 金融政策についての提言.....	30
第2節 租税政策についての提言.....	33
第3節 土地政策についての提言.....	34
終わりに.....	39
参考文献.....	40
図表目次.....	45

## 初めに

### 第1節 問題意識

中華人民共和国は1949年に成立後、土地の所有権が国家所有権と集団所有権の二種類しか認められず、いわゆる土地の公有制を実施している<sup>1</sup>。長期間にわたって、中国の大都市における土地の利用は「割当」というような無償利用方式しかなかった。

1987年の終わり、中国の深セン市で8,588m<sup>2</sup>国有土地の使用権の公開オークションが行われた。土地有償利用制度の改革がその時から始まった。2002年、国土資源部は「国有土地使用権を競売で払下げ規定」<sup>2</sup>を公布した。この規定により、地方政府が住宅地や商業地を払い下げる際、「割当」の方式が原則的に禁止され、市場競争な方式（招標・拍売・掛牌）が必須になった。その後から今まで、中国の都市部における住宅地地価と商業地地価はほとんど上昇し続けてきた。特に北京、上海などの大都市における地価の上昇率が高かった。2008年から2016年までの全国の都市部の地価動態監視データ<sup>3</sup>によると、北京市の住宅地と商業地の価格はそれぞれ10,386元/m<sup>2</sup>、10,402元/m<sup>2</sup>から、58,767元/m<sup>2</sup>、50,757元/m<sup>2</sup>まで上昇した。上海市の住宅地と商業地の価格は、13,688元/m<sup>2</sup>、22,890元/m<sup>2</sup>から、46,083元/m<sup>2</sup>、41,834元/m<sup>2</sup>まで上昇した。10年未満の期間に、北京の住宅地地価や商業地地価は5倍近く、上海の住宅地地価や商業地地価は3倍ほど上昇した。

地価の上昇と共に、建物の価格も急激に上昇した。中国国家统计局のデータによると、2006年から2015年まで、北京市の商業と住宅建物の平均販売価格は7375元/m<sup>2</sup>から22300元/m<sup>2</sup>まで、上海市の商業と住宅建物の平均販売価格は7039元/m<sup>2</sup>から21501元/m<sup>2</sup>まで上昇した。<sup>4</sup>

バブルの崩壊について経験がない人々は土地や建物の価格の下落はありえ

<sup>1</sup> 「中華人民共和国憲法」『中国中央政府』[http://www.gov.cn/gongbao/content/2004/content\\_62714.htm](http://www.gov.cn/gongbao/content/2004/content_62714.htm) (閲覧日 2017-05-17)

<sup>2</sup> 国土資源部 (2002) 「国有土地使用権を競売で払下げ規定」  
[http://www.mlr.gov.cn/zwgk/flfg/dfllfg/200504/t20050406\\_636761.htm](http://www.mlr.gov.cn/zwgk/flfg/dfllfg/200504/t20050406_636761.htm) (閲覧日 2017-06-07)

<sup>3</sup> 中国都市地価動態監視網 <http://www.landvalue.com.cn/> (閲覧日 2017-05-17)

<sup>4</sup> 中国国家统计局 <http://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=E0105> (閲覧日 2017-05-23)

ないと信じており、土地や建物市場へ膨大な資金を投入し続けている。マクロ経済にとって大きなリスクが潜在的に存在する。土地や建物の価格急騰の原因として、「実体経済が低迷のため、不動産市場に投資資金が集中した」、「貨幣の発行量が多すぎた」、「都市化が進みとともに住宅の需要が増え続けた」など複数の見方があった<sup>5</sup>。いずれにしても、中国経済の「バブル」と「ハードランディング」について懸念が広がっている。2013年ノーベル賞を受賞した経済学者ロバート・シラーも「中国の不動産業界にバブルが深刻」と繰り返し指摘した<sup>6</sup>。

「バブル」というのは、実際の資産価格と収益等ファンダメンタルズから推定する価格と大きく乖離することである。つまり、「バブル」とは、現実の資産価格のうち、収益等基本要素で説明できない部分を指している。<sup>7</sup>

中国の不動産のバブルに関して、社会大衆はさまざまな関心が集まっている。地価の決定要因と影響要因は何か、現在中国の地価においてバブルがあるかどうか、日本のバブル時代の教訓はどのように中国に活かされることができるのか、政府としてより有効な政策を打ち出すことができるのか、以上が本論文の問題意識である。

## 第2節 本論文の目的および意義

土地が経済や生産活動に対して最も基本的な存在である。歴史的に見ると、いくつかの深刻な経済危機が不動産バブルから発生し、バブルの崩壊により実体経済が大きなダメージを受けたことが分かっている。さらに、地価の異常変動は、経済的な効率の低下と社会資源の配分の不均衡につながり、全体の経済社会に深刻な妨害を引き起すかもしれない。

近年、中国の土地市場へ投資資金規模の増加率がかなり高く、一部の大都市における地価の上昇率が異常に高かった。本論文の目的は、第1節に述べ

---

<sup>5</sup> 「中国不動産バブル「2017年に崩壊しそう」な理由」『ZUU Online』  
<https://zuuonline.com/archives/131589> (閲覧日 2017-05-25)

<sup>6</sup> 「Robert Shiller takes a thermometer to Chinese housing」『The Australian』  
<http://www.theaustralian.com.au/business/business-spectator/robert-shiller-takes-a-thermometer-to-chinese-housing/news-story/87dc9a6bb95aa217d6b96b55627f97d0> (閲覧日 2017-05-15)

<sup>7</sup> 経済企画庁 (1993) 「バブルの教訓と新たな発展への課題」『年次経済報告』<http://www5.cao.go.jp/keizai3/keizaiwp/wp-je93/wp-je93-000i1.html> (閲覧日 2017-6-13)

た問題意識を受け、中国における大都市の地価変動の実態や原因を明らかにすること、とその解決策を導くことである。第一に、中国における地価決定の要因を総合的に分析する。地価決定のファンダメンタルズ理論以外に、中国特有な制度による日本と異なるところを議論する。第二に、複数のマクロ経済変数の分析により中国のバブルと1980年代の日本と比較研究する。第三に、日本のバブル時代における政府の対応の経験と教訓をまとめ、中国経済をソフトランディングのために、中央政府に対する幾つの提言をする。

本論文は、中国の土地バブルに対するいくつかの分析を行うことに努め、現在では実践的な意義を持っている。地価バブルが崩壊するとマクロ経済へのダメージは大きいものである。それゆえ、可能な限り警報を出すべきとの考えに立って、複数のマクロ経済変数を指標として、バブルの判定及び解決するための施策を提言する。

### **第3節 各章の構成**

以下、本論文における各章の構成を述べていく。

第1章では、地価の決定に関する理論を議論するうえで、地価の影響要因はどのような影響を与えているのかについて分析する。また、土地公有制となる中国の地価の特殊性を紹介する。

第2章では、近年中国の大都市における地価の上昇、そして1980年代後半の日本のバブル時代を事例として取り上げる。両国間の地価とマクロ経済変数の変動率を比較し、中国一線都市の地価にもバブルがあるという結論を導き出す。

第3章では、中国の住宅地地価と商業地地価の上昇要因に関する実証分析を行う。幾つかの変動要因に貨幣供給量(M2)は地価の上昇に著しく影響を与え、さらに一線都市の方に対する影響が大きいという結論を導き出す。

第4章では、前章までの分析を受けて、1980年代日本のバブルが崩壊して経済が失速した教訓より、中国の中央政府に対し、金融政策、租税政策、土地政策など三つの側面から政策提言をする。

## 第1章 地価の決定要因と影響要因

### 第1節 地価決定のファンダメンタルズ理論

社会と経済活動の基盤としての土地は、重要な資源として、その重要性が社会的生産活動に反映されている。最も古典的な考え方において土地が資産の一つと考え、地価の決定は他の資産価格の決定と同様に「収益還元モデル」に適用される。つまり、土地の資産価格は①土地がもたらす未来の期待収益、②裁定関係にある資産の利子率、③リスクプレミアムという三つの要素によって決まるという考え方である<sup>8</sup>。

「土地がもたらす未来の期待収益」というのは、将来的に土地の収益が高いほど現在の土地価格が高いことを意味する。「裁定関係にある資産の利子率」というのは、どの資産を保有しても収益率が同じになることを意味する。そして、土地の収益率は国債利回り等の長期金利に相当する。ここで、裁定関係にある土地の利子率が低いほど、土地の有利性が高まり、地価は上昇する。「リスクプレミアム」というのは、リスクのある資産の期待収益率から無リスク資産の収益率を引いた差のことである。土地への投資は国債を買うより当然リスクは高いので、相対的に土地への投資はより高い期待収益率が求められることになる。このリスクが高いほど、地価は低くなる。<sup>9</sup>

野口悠紀雄（1989）によれば、賃貸料が市場取引により定まるとされる。そして、地価は、その割引現在値として、潜在的かつ受動的に定義される変数であるにすぎない。利子率を*i*、現時点の地代を*R*とし、地代は一定率*g*（*i*）で増加してゆくものとすれば、現時点の地価*q*は、 $q = R / (i - g)$ となる。<sup>10</sup>もし現在の地価を*q*、土地の利用収益を*R*、利子率（土地以外の資産の収益率）を*i*、期待地価上昇額を $\Delta q$ とし、課税と不確実性を無視すれば、資産市場の均衡条件は、土地資産の収益率と他の資産の収益率と等しくなる。すなわち、

$$i = R/q + \Delta q^e/q. \quad ^{11}$$

<sup>8</sup> 経済企画庁（1993）「バブルの教訓と新たな発展への課題」『年次経済報告』

<sup>9</sup> 経済企画庁（1993）「バブルの教訓と新たな発展への課題」『年次経済報告』

<sup>10</sup> 野口悠紀雄（1989）『土地の経済学』日本経済新聞社 p. 68

<sup>11</sup> 野口悠紀雄（1989）『土地の経済学』日本経済新聞社 p. 70

上記の分析は土地が賃貸料を得る資本とされている。このような古典的な理論が土地のファンダメンタルズ理論として知られている。

地価決定のファンダメンタルズ理論は、あくまで経済的な理論に基づくモデルである。長期的な決定要因以外、短期的な影響要因もいくつか存在する。例えば、土地をめぐる需要と供給の関係は地価の水準に大きく影響する<sup>12</sup>。土地は他の商品と同じように、供給を増やし又は需要を減らすと地価が下がり、供給を減らし又は需要を増やすと、地価が上がる。また、投機的な心理、土地税制による資産と収益率の変化なども地価に大きく影響している。土地は人間の労働による生産された商品ではなく、本来無価値物としての土地が地代により価値が与えられる。しかしながら、地代は将来的な収益である。故に、将来的な値上がりへの期待、利子率の変動、課税の影響などさまざまな不確実性が存在している。それゆえ、理論的に土地の価格の確定は難しいと考えられる。

## 第2節 地価に影響を及ぼす要因

地価に影響を及ぼす要因はマクロ要因とミクロ要因の二つに分けられている<sup>13</sup>。マクロ要因としては、主に国内総生産（GDP）、人口成長率、貨幣供給量、消費者物価指数（CPI）、金利などである。

国内総生産（GDP）は、以下のメカニズムで地価に影響する。第一に、GDPが成長すれば、人々の生活水準を改善する。食料や衣服の問題を解決した後、住宅水準改善には生活水準改善の焦点が当たるようになる。また、都市人口や経済レベルの上昇と共に、労働人口の増加は住宅の需要を増やす。第二に、GDPの成長は良好なマクロ経済状況を反映している。土地へ投資の信頼が高まるために、地価を押し上げる。

一般的に、人口の多少も地域における土地市場の規模と構造を決定する上で重要な要素である。人口の成長構造、年齢構成や地理的な構造が地価に影響を与えている。同一地域における人口の成長率が高ければ、また若い世帯が多ければ地価が高くなるはずである。

<sup>12</sup> 佐藤哲郎（1985）「地価理論の研究」『総合都市研究』1985 第 24 号、p. 3

<sup>13</sup> 伊東大悟・近藤光男・廣瀬義伸（2003）「地価形成モデル構築のための順位規模分布に関する基礎分析」『土木学会論文集』No. 723/IV-58、pp. 29-40



貨幣供給量は、住宅投資や消費に影響を与え、銀行の信用資金に大きく影響し、最終的には土地価格に影響を与える。貨幣供給量を増やすと投資や住宅の需要を刺激し、地価を押し上げる。貨幣供給量を減らすと投資や住宅の需要を抑制し、地価を押し下げる。

消費者物価指数（CPI）は、経済発展レベルと住民の消費水準を表す重要な指標である<sup>14</sup>。土地と建物は、経済拡張期における価値と付加価値の機能の良い資産として保有される。物価水準が高くなれば、人々は貨幣を手元に持つより物理的な資産を手にする傾向がある。そして、地価を押し上げる。

金利は、前節の分析により、土地以外の資産の収益率を表す機能がある。つまり、金利は資金の使用の単価である。現代において、金利は国の経済発展に影響を与える重要な要素である。特に、不動産会社の貸出金利と個人の住宅ローン金利は地価に大きく関与している。金利上昇、不動産への需要を減らすにより土地の需要を減らすことになる。それゆえ、地価が下がることになる。

マクロ要因以外、地価に影響を及ぼすミクロ要因も数多くある。一般的に、個別要因、近所要因、ロケーション要因の三つは重要な要因と考えられている。個別要因とは、土地の形状、面積及び自然条件などである。近所要因とは、土地の周辺に地価に影響を与える要因である。たとえば、学校、病院、空港、港湾、公園の施設の数量が地価に影響するのはいうまでもない。ロケーション要因とは、一般的には交通条件、都市中心との距離などを指す。<sup>15</sup>

### 第3節 本論文の研究対象となる「中国の地価」の特殊性

本論文の研究対象となる「中国の地価」には三つの特殊性がある。

第一には土地の所有権と使用权である。1982年中華人民共和国憲法の第10条は、「都市部の土地は、国家所有に属する。農村及び都市郊外区域の土地は、法律により国家所有に属すると定めるものを除いて、集団所有に属する」<sup>16</sup>と定めている。従って、中国で土地の売買は、所有権ではなく使用权を意味する

<sup>14</sup> 「消費者物価指数に関する Q&A」『総務省ホームページ』<http://www.stat.go.jp/data/cpi/4-1.htm> (閲覧日 2017-05-21)

<sup>15</sup> 周剛華 (2004) ‘都市における地価に影響するミクロ要因と実証研究’ 浙江大学博士論文： pp. 32-44

<sup>16</sup> 「中華人民共和国憲法」『中国中央政府』[http://www.gov.cn/gongbao/content/2004/content\\_62714.htm](http://www.gov.cn/gongbao/content/2004/content_62714.htm) (閲覧日 2017-05-17)

ことに限定されている。また、国有地を国から払い下げる際、土地使用権に期間の制限がある。「国有土地使用権の払下及び譲渡に関する暫定条例」<sup>17</sup>第12条によれば、国有土地払下げの最長使用年限は、住宅用地70年、商業や観光や娯楽用地40年、工業用地50年、教育や科学技術文化や衛生やスポーツ用地50年、総合又はその他の用地50年に制限されている。本論文の研究対象となる住宅地と商業地は、集団所有な農村地ではなく、都市の国有地に限定されている。

第二には土地の用途である。中国の土地は農業用地、建設用地、未利用地に分けられる。農業用地とは、農業生産に直接用いられる土地を指し、耕地、林業地、草地、農田水利用地、養殖池等を含み。建設用地は、居住用地、公共施設用地、工業用地、物流貯蔵用地、交通施設用地、市政公用施設用地、道路広場用地、緑地、特殊用地に分類されている。未利用地とは、農業用地及び建設用地以外の土地を指す。<sup>18</sup>中国で土地資源の合理的利用を確保するため、土地利用計画を立案し、土地利用制限条件が定められている。土地を使用する企業や個人は、土地利用計画立案が決める目的に従って土地を使用しなければならない。本論文の研究対象となる住宅地と商業地は建設用地に限定されている。

第三には土地の取得方式である。そもそも、昔の中国では土地は商品ではなかった。企業も国有企業しか存在しなかった。1980年代までは、企業または個人の土地使用はほとんど国から割り当てられ、無償で使用された。近年以来、土地の無償割当は公益的な利用に限定されている。そして、無償の割当が減ってきたのである。その代わりに、払下土地使用権が増えてきたのである。払下土地使用権とは、土地使用者が国に対して払下金を支払うことにより取得する国有土地使用権を言う。すなわち、国により一定期間を定めて土地使用者に払い下げられる。また、払下にも、市場競争な方式と売買双方の協議による方式の二つに分けられている。2002年の法改正<sup>19</sup>により、土地の払下は市場競争な方式に限定され、協議による払下方式は原則的に禁止されている。従って、本論文の研究対象となる土地は競売方式（入札、競売、公示）による払い下げら

---

<sup>17</sup> 「国有土地使用権の払下及び譲渡に関する暫定条例」『国土資源部』

[http://www.mlr.gov.cn/zwgk/flfg/tdglflfg/200601/ts20060119\\_72175.htm](http://www.mlr.gov.cn/zwgk/flfg/tdglflfg/200601/ts20060119_72175.htm) (閲覧日 2017-05-17)

<sup>18</sup> 日本貿易振興機構 (2008) 『知っておこう中国の土地使用権』、p2 [https://www.jetro.go.jp/ext\\_images/jfile/report/05001564/05001564\\_001\\_BUP\\_0.pdf](https://www.jetro.go.jp/ext_images/jfile/report/05001564/05001564_001_BUP_0.pdf) (閲覧日 2017-6-13)

<sup>19</sup> 「国有土地使用権をオークションで払下げ規定」『国土資源部』

[http://www.mlr.gov.cn/zwgk/flfg/dfflfg/200504/t20050406\\_636761.htm](http://www.mlr.gov.cn/zwgk/flfg/dfflfg/200504/t20050406_636761.htm) (閲覧日 2017-06-07)

れる土地に限定されている。<sup>20</sup>

まとめて言うと、本論文の研究対象となる中国の土地は「入札、競売、公示により払下げられる長期間使用権の国有建設用地」である。

---

<sup>20</sup> 日本貿易振興機構（2008）『知っておこう中国の土地使用权』、pp. 3-5 [https://www.jetro.go.jp/ext\\_images/jfile/report/05001564/05001564\\_001\\_BUP\\_0.pdf](https://www.jetro.go.jp/ext_images/jfile/report/05001564/05001564_001_BUP_0.pdf)（閲覧日 2017-6-13）

## 第2章 地価変動とマクロ経済についての分析

中国における不動産のバブルが崩壊するという予測が10年前からしばしばマスメディアに見られた。例えば、経営コンサルタント大前研一（2002）は「中国経済の繁栄は飽和点を通り過ぎて、砂上の楼閣状態」と指摘した<sup>21</sup>。アメリカ経済学者、ノーベル賞受賞者ポール・クルーグマンは「中国のポンジ・スキームは行き詰まる」を論じた<sup>22</sup>。多くの研究者は1980年代後半の日本のバブル時代を意識するうえで、中国のバブルとその崩壊について分析してきた。また、中国の不動産バブルとその崩壊への関心が高まりつつあった最中に、アメリカサブプライムローンで不動産バブルが崩壊したのはまだ記憶に新しいである。

本章では、近年中国の大都市における地価の上昇、そして1980後半の日本のバブル時代を事例として取り上げる。研究の対象時期について、日本の場合は1980年代後半のバブル時代とする。具体的な「バブル時代」について、野口（1992）は「一九八〇年代の後半から九〇年代にかけて」と定義している<sup>23</sup>。中国の研究対象期間は2008-2016年の9年間とする。両国の地価上昇の比較を目的とし、なるべく両国の研究対象期間を同一長さにする考え方より、日本の地価の研究対象期間を1983-1991年の9年間とする。

地価データについて、日本の場合は日本不動産研究所の市街地価格指数のデータを使う<sup>24</sup>。中国の場合は中国国土資源部が公布した都市地価動態監視データを使う。<sup>25</sup>また、中国では各都市の経済レベル等を表す指標として一線都市、二線都市、三線都市を区分している。一線都市とは、全国的な政治活動や経済活動などの社会活動で重要な地位にあり、指導的役割を備え、波及力・牽引力をもった大都市を指す<sup>26</sup>。一般的に、北京、上海、広州、深センが一線都市と

<sup>21</sup> 「中国バブルの崩壊がついに始まった!？」『BIZTIPS』

<http://biztips.ohmae.ac.jp/biz-topics/20150904-2>（閲覧日 2017-06-07）

<sup>22</sup> 「中国のポンジ・スキームは行き詰まる」『ニューヨーク・タイムズ』2013年7月19日号（閲覧日 2017-06-07）

<sup>23</sup> 野口悠紀雄（1992）『バブルの経済学』日本経済新聞社、p21.

<sup>24</sup> 日本不動産研究所 [http://www.reinet.or.jp/?page\\_id=166](http://www.reinet.or.jp/?page_id=166)（閲覧日 2017-06-07）

<sup>25</sup> 中国都市地価動態監視網 <http://www.landvalue.com.cn/>（閲覧日 2017-05-17）

<sup>26</sup> 「経済用語集」『人民網日本株式会社』 <http://j.people.com.cn/94476/100561/100569/7899843.html>（閲覧日 2017-05-17）

して知られている。そして、日本不動産研究所「市街地価格指数」に六大都市（東京・大阪・名古屋・横浜・京都・神戸）と六大都市を除く地域に分類すると同様に、中国の都市を一線都市（北京・上海・広州・深セン）と一線都市を除く他都市の二つに分類している。

### 第1節 地域間の地価の変動についての比較

1983-1991年における、日本の六大都市と六大都市を除く他地域の地価推移は表1の通りである。

表1. 日本市街地価格指数の推移

(1983年3月末=100)

年次	六大都市		六大都市を除く他地域	
	商業地	住宅地	商業地	住宅地
1983	100	100	100	100
1984	108.9	103.4	102.9	103.5
1985	123.2	109.2	105.6	106.3
1986	158.8	119.7	108.9	108.2
1987	212.4	152	116.1	112.1
1988	301.1	187.1	130.2	120.6
1989	376.7	215.7	142.3	126.6
1990	480.8	287.1	164.3	141.7
1991	496.6	293.2	183.7	155.9

出所：日本不動産研究所「市街地価格指数」より筆者作成。

2008-2016年における、中国一線都市（北京・上海・広州・深セン）と一線都市を除く他都市の地価指数の推移は表2の通りである。

表2. 中国都市地価指数の推移

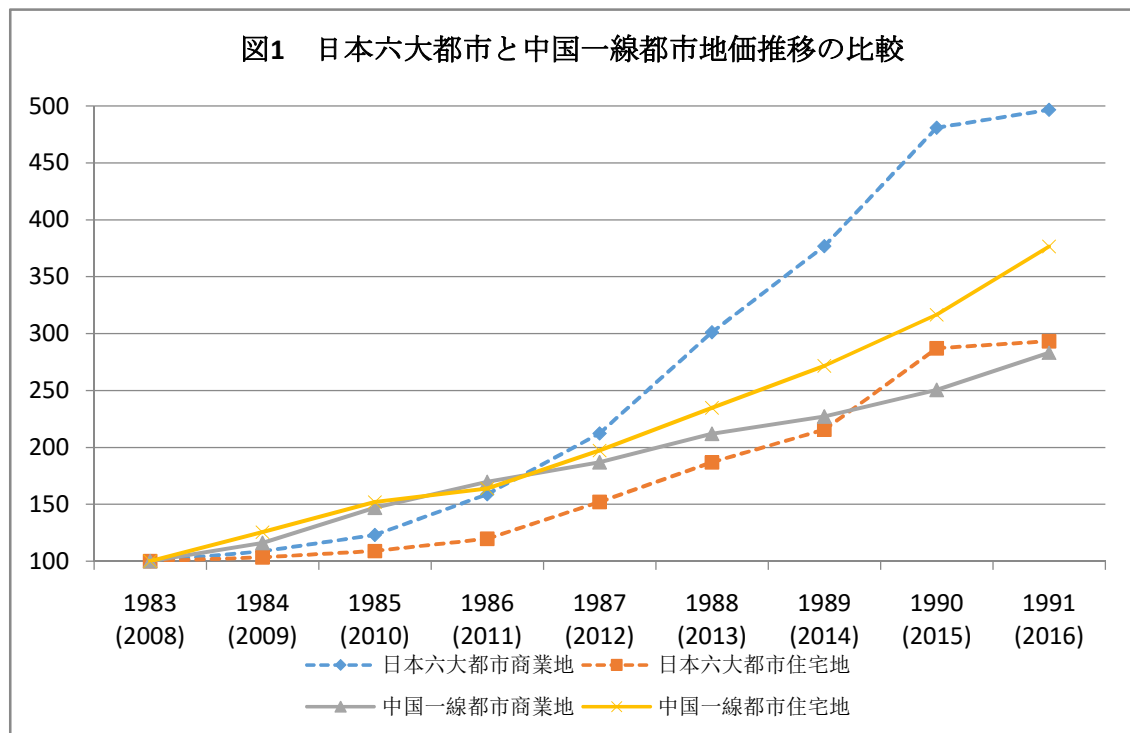
(2008年=100)

年次	一線都市		一線都市を除く他都市	
	商業地	住宅地	商業地	住宅地
2008	100	100	100	100
2009	116.1	125.8	105.6	109.2
2010	147	152.2	121.1	129.8

2011	169.9	164	130.8	134.8
2012	186.9	197.5	135.3	138.3
2013	211.9	234.7	149.6	155.9
2014	227.1	271.5	157	162
2015	250.4	316.7	164.4	173.9
2016	283.2	376.4	170.8	195.1

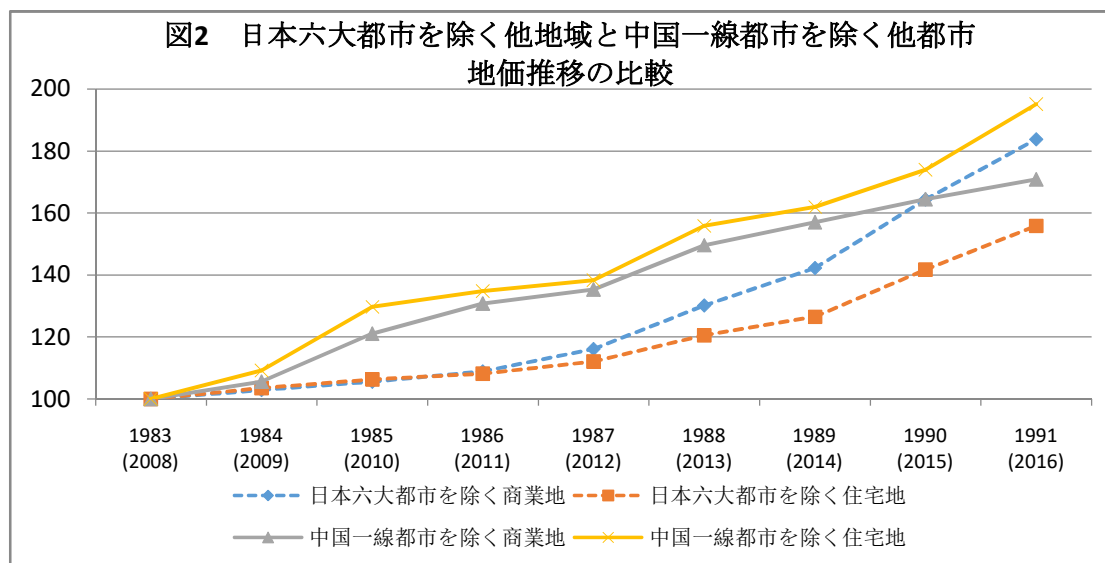
出所：中国都市地価動態監視地価データより筆者作成。

日本の六大都市と中国の一線都市の地価推移を図1に比較する。日本の六大都市を除く他地域と中国の一線都市を除く他都市の地価推移を図2に比較する。



注：日本では1983年、中国では2008年を基準年とする。基準年の地価を100とする。

出所：「市街地価格指数」、中国都市地価動態監視地価データより筆者作成。



注：日本では1983年、中国では2008年を基準年とする。基準年の地価を100とする。  
出所：「市街地価格指数」、中国都市地価動態監視地価データより筆者作成。

表1、表2、図1、図2を見ると、下記のような結論が出た。

第一に、日本では商業地地価は住宅地地価より上昇率が高かった。中国では逆に、住宅地地価は商業地地価より上昇率が高かった。

第二に、日本の六大都市の住宅地地価は、1991年には1983年より3倍近く上昇した。中国の一線都市の商業地地価は、2016年は2008年より3.8倍上昇し、上昇率は日本より高かった。

第三に、上記の議論を踏まえて、現在中国の一線都市における地価の上昇率はバブル時代日本の六大都市に近づいていると言えるのだろう。

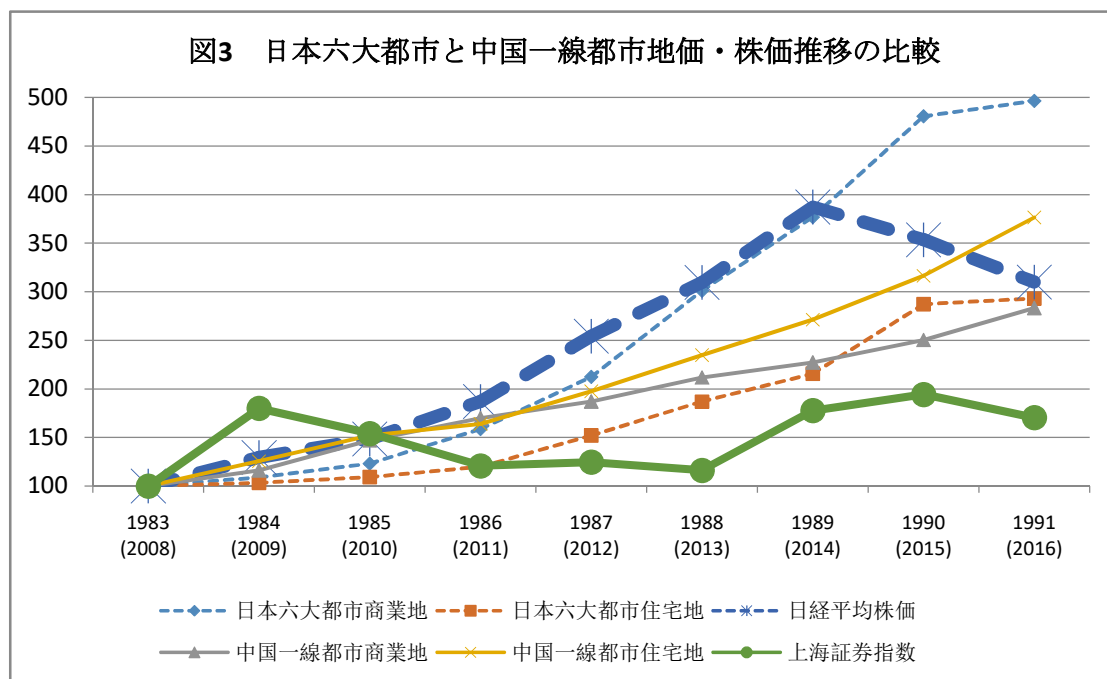
第四に、日本の六大都市を除く他地域と中国の一線都市を除く他都市において、商業地地価にしても住宅地地価にしても上昇率は2倍を超えていなかった。大都市と比べると、バブルは存在しないと考えられるのだろう。従って、以下の議論は、日本の六大都市と中国の一線都市に限定されている。

## 第2節 地価と株価の変動についての比較

日本のバブル時代は株価と地価が急騰し、ファンダメンタルズからは十分に説明できないことから、バブルが発生したとの認識が強まった<sup>27</sup>。本節は日本と中国における、地価と株価の変動について比較する。

<sup>27</sup> 経済企画庁（1993）「バブルの教訓と新たな発展への課題」『年次経済報告』

使用するデータについて、地価は前節のデータを利用した。株価について、日本の場合は日経平均株価該当年度3月終日のデータを利用し<sup>28</sup>、中国の場合は上海証券指数該当年度12月終日のデータを利用した<sup>29</sup>。株価の変動率を中心に研究したいので、研究対象期間の最初の年度の株価を基準値（100）とし、他年度の指数を算出して分析する。



注：日本では1983年、中国では2008年を基準年とする。基準年の地価・株価を100とする。

出所：内閣府経済社会総合研究所、新浪财经のデータより筆者作成。

図3を見ると、下記の結論が出た。

第一に、日本では、バブルの崩壊まで、株価は地価と共に上昇した。上昇率も大きな差がなかった。

第二に、中国では、株価と地価は連動していなかった。地価は一方的に上がり続けてきたが、株価は上下に波動している。それゆえ、株価と地価が同時に急騰するというバブルの特徴は中国にまだ表れていない。

<sup>28</sup> 日経の指数公式サイト <https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data> (閲覧日 2017-06-07)

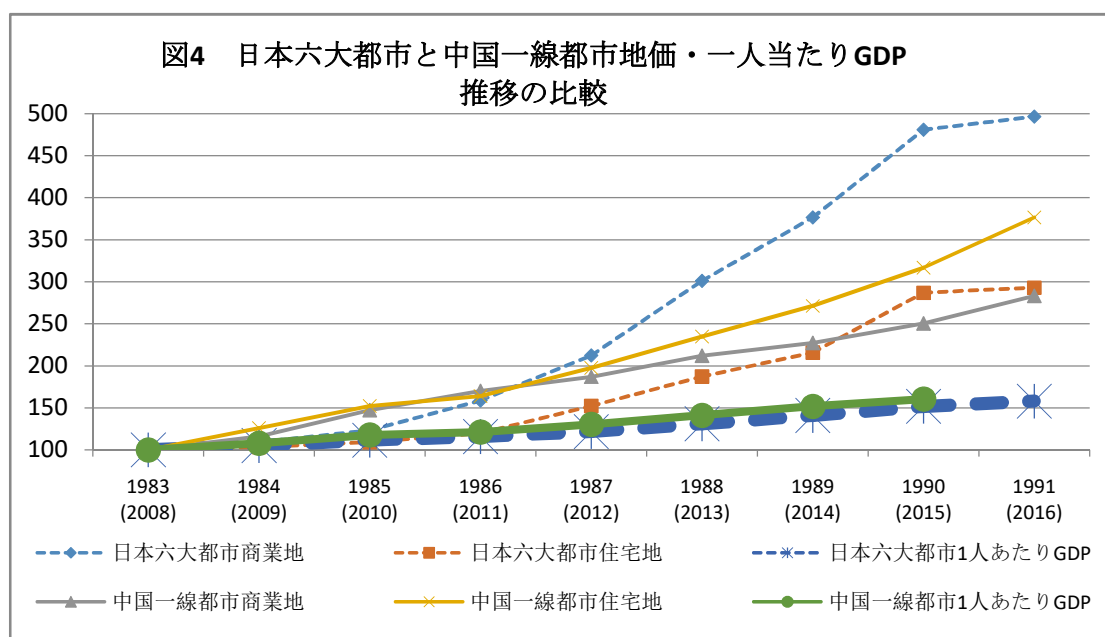
<sup>29</sup> 新浪财经上海証券指数 <http://finance.sina.com.cn/realstock/company/sh000001/nc.shtml> (閲覧日 2017-06-07)



### 第3節 地価と1人当たりの国内総生産額の変動についての比較

国内総生産額（GDP）のうち地代（土地収益）がほぼ一定な割合である。従って、実証分析の際にはGDPを地代の代理変数とすることが多い<sup>30</sup>。本節は、实体经济における収益の目安として、名目GDPと地価の関連性を比較する。

地価は第1節のデータを利用した。1人当たりの国内総生産額（GDP）について、日本の場合は内閣府経済社会総合研究所のデータを使い<sup>31</sup>、中国の場合は中国経済網統計データベースのデータを使った<sup>32</sup>。また、日本六大都市それぞれの1人当たりの名目国内総生産額を算術平均処理し、「日本六大都市1人あたりGDP」指数を作成する。同様に、中国一線都市それぞれの1人当たりの名目国内総生産額を算術平均処理し、「中国一線都市1人あたりGDP」指数を作成する。比較するために、対象期間の最初の年度の値を基準値（100）とし、他年度の相対値を算出した。



注：日本では1983年、中国では2008年を基準年とする。基準年の地価・GDPを100とする。

出所：内閣府経済社会総合研究所、中国経済網統計のデータより筆者作成。

<sup>30</sup> 藤原裕行・新家義貴「土地収益率と地価下落要因の分析」  
<http://www5.cao.go.jp/keizai3/discussion-paper/dp032.pdf>（閲覧日 2017-06-05）

<sup>31</sup> 内閣府統計データ [http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data\\_list/kenmin/files/files\\_kenmin.html](http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kenmin/files/files_kenmin.html)（閲覧日 2017-06-07）

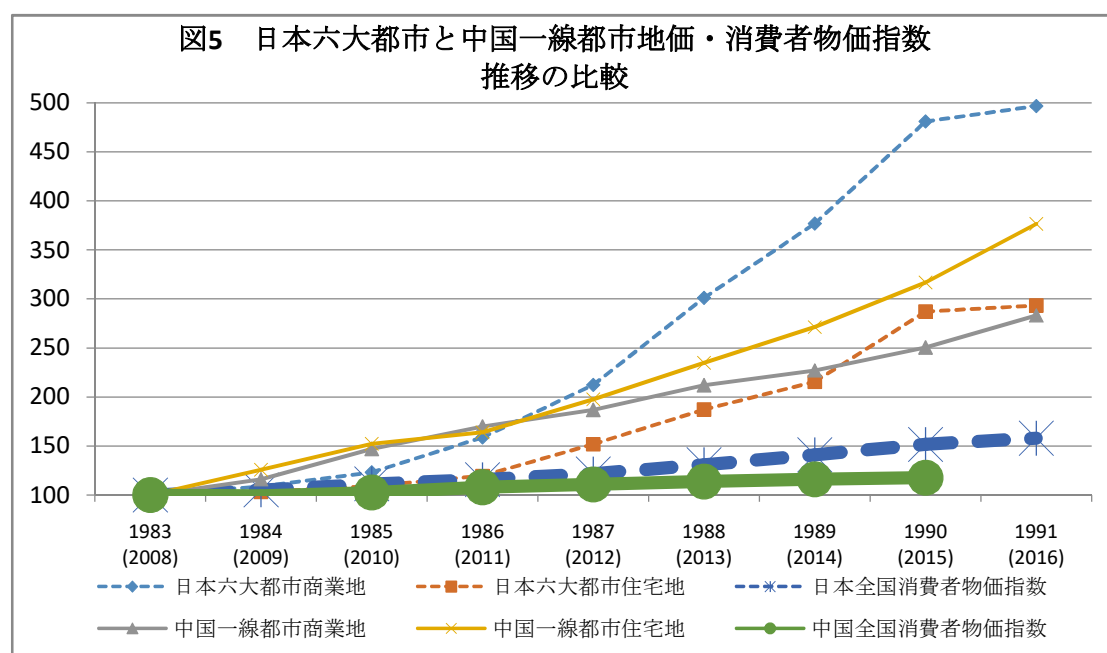
<sup>32</sup> 中国経済網 <http://db.cei.gov.cn/page/Login.aspx>（閲覧日 2017-06-07）

図4より、一人当たりGDPの成長率は中国と日本はほぼ同様であることが分かる（日本は1.58倍、中国は1.60倍）。両国とも地価の増加率はGDPの成長率より著しく高かった。バブル時代の日本と比べて、中国の一線都市の地価にもバブルがあるといえるのだろう。

#### 第4節 地価と消費者物価の変動についての比較

本節の地価は第1節のデータを利用した。消費者物価（CPI）について、日本の場合は総務省統計局のデータを使い<sup>33</sup>、中国の場合は国家統計局のデータを使った<sup>34</sup>。

また、両国とも異なる地域間の消費者物価の差は小さかったため、全国範囲一律の消費者物価指数を使うことにする。比較するために、対象期間の最初の年度の値を基準値（100）とし、他年度の相対値を算出した。



注：日本では1983年、中国では2008年を基準年とする。基準年の地価・CPIを100とする。

出所：総務省統計局、中国国家統計局のデータより筆者作成。

図5より、両国とも地価の成長率が消費者物価指数の成長率より著しく高かった。1980年代後半バブル時代の日本では、物価は極めて安定した。バブル

<sup>33</sup> 総務省統計局 <http://www.stat.go.jp/data/cpi/>（閲覧日 2017-06-07）

<sup>34</sup> 中国国家統計局 <http://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=E0105>（閲覧日 2017-06-07）

拡大期の 1988 年度にも消費者物価指数の前年比は平均で 0.6%の上昇にとどまっていた。中国では、消費者物価指数は日本よりさらに安定していた。逆にいうと、両国とも地価の上昇は物価水準と大きく乖離しているといえるだろう。

## 第 5 節 両国地価変動についての分析

上記の比較を踏まえ、日本の 1983-1991 年代と中国の 2008-2016 年代の地価の変動について、下記のような分析結果が得られた。

第一に、両国の地価変動の差異についてである。日本では 1983-1991 年代のバブル生成と崩壊期における全国地価の変動は、六大都市で大きくほかの地域で小さかった。また、商業地の地価の上昇率は住宅地より著しく高かった。その理由について、六大都市（特に東京都）の商業地では全国に先がけてオフィスの空室率が低下し、土地に対する需要が高まっていたと言われている<sup>35</sup>。具体的に言うと、①経済活動の東京一極集中に進んだこと、②国際化と共に外国企業の東京進出化が活発化したこと、③第 3 次産業は経済全体におけるシェアが上昇続けていることよりオフィスワーカーの比率が上昇したことからである。<sup>36</sup>

中国の場合、一線都市の地価は日本と同じように上昇続けている。商業地の地価上昇率はまだ日本バブル時代のピークに達していないが、住宅地の上昇率はすでに日本バブル時代のピークを越えていた。その最大の理由としては、中国の地価の上昇には、都市化に伴う住宅購入の実需がかなりの程度寄与していると推測される。2008 年から 2015 年まで、中国の人口都市化率は表 3 のように示されている。<sup>37</sup>毎年都市化率は平均 1.14%増長し、都市の住民は年均 1500 万人以上を増えていた。<sup>38</sup>

<sup>35</sup> 経済企画庁（1993）「バブルの教訓と新たな発展への課題」『年次経済報告』

<sup>36</sup> 経済企画庁（1993）「バブルの教訓と新たな発展への課題」『年次経済報告』

<sup>37</sup> 中国国家统计局『中国統計年鑑』2016 年巻 <http://www.stats.gov.cn/tjsj/nds/j/2016/indexch.htm>（閲覧日 2017-06-07）

<sup>38</sup> 総人口を 2012 年の 13 億 5 千万として計算した。

表 3. 近年中国人口都市化率の推移

年度	人口都市化率
2008	46.99
2009	48.34
2010	49.95
2011	51.27
2012	52.57
2013	53.73
2014	54.77
2015	56.10

出所：『中国統計年鑑』2016年巻

人口の都市部への集中が続けているため、大都市部においてはまだ住宅需要が旺盛であるためと考えられる。特に、一線都市では地価が下落しても、その後すぐに取引量が増えている。土地価格を実需面から押し上げる要因となっている。対比的に、日本の1980年代後半における都市人口増加率は年平均1%弱に過ぎず、都市化が既に成熟した段階にあったことが確認できる<sup>39</sup>。

すなわち、バブル時代の日本には、国際化と共にオフィスに対する需要の上昇が商業地地価の高騰に寄与したと考えている。現在の中国には、都市化と共に大規模な住宅需要は住宅地地価の高騰に寄与したと考えられる。さらに、地価上昇の倍率から見ると、現在の中国の地価バブルは日本のバブル時代に相当近づいていると考えられる。

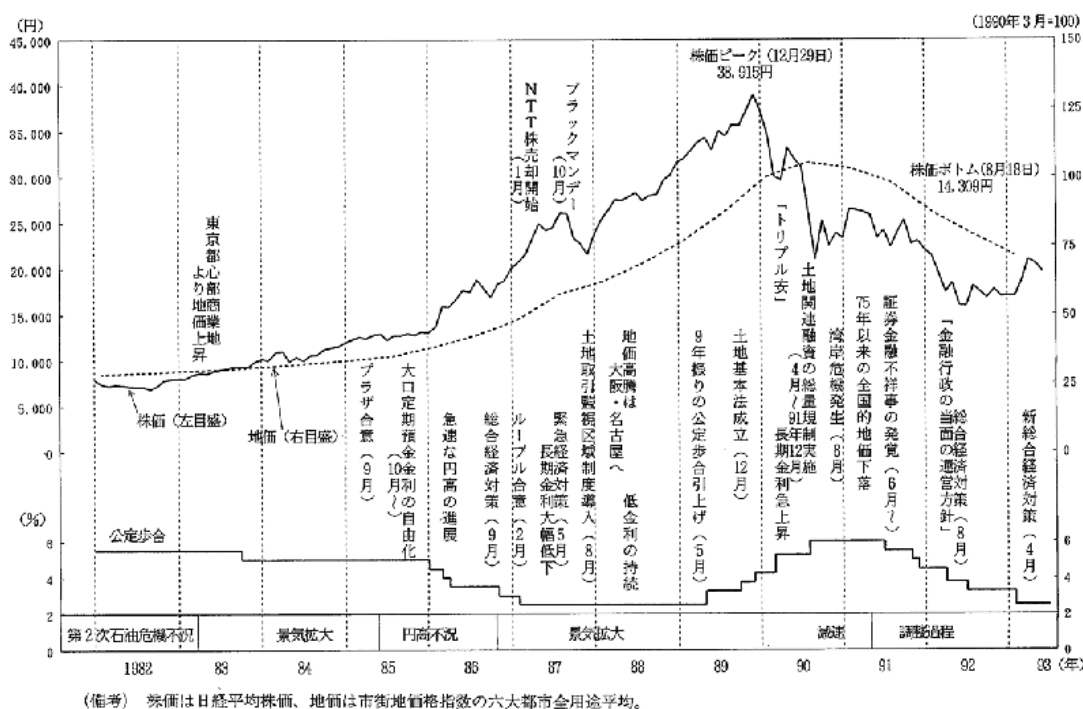
第二に、地価と株価の変動の差異についてである。図6のように、日本の株価ピークが地価ピークに先行した。1989年12月、日経平均株価の最高値は38,915円を記録したが、9ヶ月遅れの1990年9月に大都市圏の地価はピークに達した。

一方、中国の株価について、2007年10月に上海証券指数は最高値の6396点を付けた後、急速に下落に転じた。2008年末には、ピーク時の約3割に止まった。その後株価は経済の成長と共に上昇するのではなく、上下に波動して

<sup>39</sup> 土屋宰貴 (2009) 「わが国の「都市化率」に関する事実整理と考察」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』、pp. 1-15

いる。その理由について、中国の株式市場には、投資者の視点からさまざまな指摘がある。すなわち、上場企業のディスクロージャーの不備、資金調達時に約束した用途と異なる目的での資金利用、粉飾決算、企業自身がニセ情報を流す、市場ルールの確立が不十分などがよく指摘された<sup>40</sup>。従って、株式市場は安定、安全な投資ルートになれない。社会の投資資金は不動産市場に流れ、地価の上昇を押し上げてきた。

図6 日本地価と株価の動きとその背景



出所：内閣府平成5年度経済白書

<http://www5.cao.go.jp/keizai3/keizaiwp/wp-je93/wp-je93bun-2-2-1z.html>

さらに、日本の場合と異なり、中国の株価と地価の間には、プラスやマイナスの相関関係が見られないのである。株価はマクロ経済の成長と連動せず波動している。バブルとは、資産価格が投機によって実体経済から大幅にかけ離れて上昇する経済状況である。この資産というのは、一般的に株と土地が含まれる。日本のバブル時代も、株価と地価がともにピークに達することが特徴であ

<sup>40</sup> 欧陽玉蓉 (2010) ‘我が国上場企業情報ディスクロージャー問題の研究’ 西部科教フォーラム 2010 年第8号: pp. 123-127

る。従って、現在の中国は、地価にバブルが存在するといっても、経済全体のバブルが存在するとは未だに言えないのだろう。

第三に、地価と GDP の変動についてである。比較対象期間において、中国全国の GDP 成長率は年間平均 8.5%、日本全国の GDP 成長率は年間平均 4.7%である。<sup>41</sup>中国全体の GDP 成長率は日本より高いが、中国の一線都市と日本の六大都市の一人当たりの GDP 成長率はほぼ同じだった。しかし、両国の状況は若干違っている。日本のバブル時代の前にはすでに高度成長期が終わった。中国はいまだ経済成長段階であり、潜在的な成長力は依然としてかなり高いと判断される。一線都市における 1 人当たりの GDP 成長率が国全体の GDP 成長率より明確に低い原因は、一線都市の GDP 総額の成長と共に、人口の増加率も全国のほうより明確に高いことである（表 4）。

表 4 中国全国および一線都市の人口増加率の推移

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
全国	0.51	0.49	0.48	0.48	0.50	0.49	0.52	0.50
北京	1.32	1.24	0.84	1.58	1.53	1.46	1.30	0.88
上海	0.88	0.69	0.81	0.52	0.53	0.38	0.44	0.30
広州	1.38	1.33	1.45	1.05	0.95	1.22	1.21	1.40
深セン	7.21	5.79	5.66	3.09	7.36	7.94	7.00	6.86

出所：中国国家统计局のデータより筆者が作成。

<http://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=C01>（全国）

<http://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=E0105>（一線都市）

第四に、地価と消費者物価の変動について。一般的には、バブル経済の時期に土地価格だけでなく景気過熱により一般に物価上昇率が高くなるはずである。実際のデータを見ると、バブル時代の日本の消費者物価上昇率は前年比平均 3-7%だった。中国の消費者物価上昇率は前年比 1-5%だった。バブル時代における日本の株価や地価が高騰していたことに対して、物価は比較的落ち着いていた。その現象について、香西・伊藤・有岡（2000）は「バブルが十分拡

<sup>41</sup> 新浪财经のデータより筆者計算

[http://finance.sina.com.cn/worldmac/indicator\\_NY.GDP.MKTP.KD.ZG.shtml](http://finance.sina.com.cn/worldmac/indicator_NY.GDP.MKTP.KD.ZG.shtml)（閲覧日 2017-05-22）

大するには、途中で金融引締めが起きないことが条件になる。ところが中央銀行は通常、物価安定を目標としている。物価が上昇し始めれば引締めに転じる中央銀行が存在する限り、物価安定の中でなければ金融の緩和は継続されず、したがって資産価格も長くは上昇し得ないとも考えられる。大規模な資産価格のバブルの拡大は、物価安定を前提するとさえいえよう」と解釈した<sup>42</sup>。中国の場合も、中央銀行は物価の安定性を目標している。物価は安定している状態で地価が上昇し続けている原因は、土地市場に実需要があるとともに、膨大な投資と投機マネーも流れ込んでいると推測されている。

---

<sup>42</sup> 香西泰・伊藤修・有岡律子（2000）「バブル期の金融政策とその反省」『金融研究』2000. 12、p. 268

### 第3章 中国における地価変動の実証分析

第1章の分析により、地価に影響を及ぼすマクロ要因は、主に国内総生産（GDP）、人口成長率、貨幣供給量、消費者物価指数（CPI）、金利などである。

こうした分析より本論文では、中国の住宅地地価と商業地地価に関する影響の要因を、全国35つ主要都市レベルにおいて実証的に検証することを目的とする。そのため、①全国35つ主要都市のパネルデータを整備したうえで、②パネル分析により地価に影響する要因を探る、③一線都市と一線都市を除く他都市の地価の影響要因を分別して分析する。

#### 第1節 先行研究

地価分析に関しては、マクロ的動向分析においてファンダメンタルズ・モデルと実質地価の乖離の分析が多い。

林健司（1995）は、ファンダメンタルズ・モデルの地価決定の方程式が日本において安定的に成立しているかどうかを、マクロデータを用いた共和分検定によりテストした。説明変数のレントを名目国内総生産、全国消費者物価指数家賃とし、金利はコールレート、全国銀行貸出約定平均金利、利付電債利回りとした<sup>43</sup>。

井出多佳子（1992）は、1956年から89年までの日本の地価のマクロ・データを用いて、共和分テストによりバブルが存在したかどうかを検証した。説明変数のレントを実質GNPとし、金利は全国銀行平均約定金利からGDPデフレータの変化率を引いたものとした<sup>44</sup>。

吉岡孝昭（2002）は、地価と各種マクロ経済変数間の先行・遅行関係等因果性を①2変数VARによるグレンジャー・テスト(Granger Test)と、②時差相関係数を用いて検証した。説明変数のレントを実質GNPとし、金利は全国銀行平均約定金利とした。さらに、短期的要因となる物価(GDPデフレータ)

<sup>43</sup> 林健司（1995）「80年代後半の地価高騰について」『フィナンシャル・レビュー』第34号、pp. 112-131

<sup>44</sup> 井出多加子（1992）「地価バブルの統計的考察」『季刊住宅土地経済』第6巻、pp. 17-23



とマネーサプライ (M2+CD) を説明変数としてモデルに入れて分析した<sup>45</sup>。

得田雅章 (2014) は、全国の市区別パネルデータを利用し、パネル共和分分析により均衡地価を求め、誤差修正モデルを推計した。パネル共和分分析の結果、ファンダメンタルズ・モデルによる長期均衡関係が確認された。長期均衡地価の形成に大きく寄与していたのは、レントの代理変数としての課税対象所得と、自己実現的なバブル生成の可能性を包含する将来地価に対する期待、それと実質金利であった<sup>46</sup>。

これらの多くの研究は共和分検定という手法を用いているため、長い時期の地価のデータが必要である。中国では2000年より地価の統計が始まり、しかも2008年に統計方法の変更によりデータの一致性は欠如している。従って、中国の地価データを分析する際に、現時点では共和分検定の利用はできない。本論文においては一般的なパネルデータの分析を行い、共和分検定は今後の研究方法の課題と位置付けている。

## 第2節 本論文所用モデルとデータの説明

本稿で固定効果パネルモデルは次のように構築されている。

$$\begin{aligned} bLP_{it} = & \alpha + \beta_1 pGDP_{it} + \beta_2 iRate_{it} + \beta_3 CPI_{it} + \beta_4 pDen_{it} + \beta_5 M2_{it}) \\ & + \gamma_1 dFT_i + \gamma_2 dFT_i * pGDP_{it} + \gamma_3 dFT_i * iRate_{it} + \gamma_4 dFT_i * pCPI_{it} \\ & + \gamma_5 dFT_i * pDen_{it} + \gamma_6 dFT_i * M2_{it} + \mu_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} rLP_{it} = & \alpha + \beta_1 pGDP_{it} + \beta_2 iRate_{it} + \beta_3 CPI_{it} + \beta_4 pDen_{it} + \beta_5 M2_{it}) \\ & + \gamma_1 dFT_i + \gamma_2 dFT_i * pGDP_{it} + \gamma_3 dFT_i * iRate_{it} + \gamma_4 dFT_i * pCPI_{it} \\ & + \gamma_5 dFT_i * pDen_{it} + \gamma_6 dFT_i * M2_{it} + \mu_{it} \end{aligned}$$

モデルにおける各変数の定義とデータ出所は表5に示されている。

諸変数に関する基本統計値は表6に示されている。人口密度と1人あたりのGDPにおいて欠損値が少々存在している (人口密度の欠損率は3/288、1人あたりのGDPの欠損率は8/288)。

<sup>45</sup> 吉岡孝昭 (2002) 「地価とマーケット・ファンダメンタルズ」『季刊住宅土地経済』 第45巻、pp. 28-35

<sup>46</sup> 得田雅章 (2014) 「市区別パネルデータを用いた住宅地地価形成に関する実証分析」滋賀大学経済学部 <http://www.biwako.shiga-u.ac.jp/eml/WP/No215.pdf> (閲覧日 2017-6-13)

表5. モデルにおける変数リストと出所

種類	変数名	定義	単位	出所	備考
被説明変数	bLP	商業地地価	元/m2	中国都市地価動態監視データ	
被説明変数	rLP	住宅地地価	元/m2	中国都市地価動態監視データ	
説明変数	pGDP	1人あたりのGDP	元	中国経済網統計データ	
説明変数	iRate	金利	パーセンテージ	SHIBORウェブサイト	上海銀行間取引一年間金利 毎日値の算術平均
説明変数	CPI	消費者物価指数		中国国家统计局（該当都市所属する省のデータ）	初年度2008年の前年(2007)を100の基準値とする 都市別のデータが国家统计局が公布していない。
説明変数	pDen	人口密度	人/km2	中国経済網統計データ	
説明変数	M2	マネーサプライ	億元	中国国家统计局	月ごとストックの算術平均
ダミー変数	dFT	一線都市を表す ダミー変数		一線都市：1 他都市：0	

出所：筆者が作成。

表6. 変数に関する基本統計値（2008～2015年）

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
rLP	overall	6635.375	7779.772	555	48652	N = 288
	between		7184.265	1038.375	26489.13	n = 36
	within		3189.054	-9467.75	28798.25	T = 8
pGDP	overall	74735.99	27436.62	23908	157985	N = 285
	between		22881.78	39174.25	121045.4	n = 36
	within		15430.16	35866.86	111675.6	T-bar = 7.91667
iRate	overall	4.0125	1.033308	2.05	4.96	N = 288
	between		0	4.0125	4.0125	n = 36
	within		1.033308	2.05	4.96	T = 8
pDen	overall	1575.711	1330.177	227.97	11449.3	N = 280
	between		1194.142	255.7688	6265.78	n = 35
	within		615.7703	-2871.209	6759.231	T = 8
M2	overall	866327.5	288778.5	442132.8	1324511	N = 288
	between		0	866327.5	866327.5	n = 36
	within		288778.5	442132.9	1324511	T = 8
CPI	overall	115.7108	8.122854	102.7	142.7	N = 288
	between		2.967882	112.175	126.975	n = 36
	within		7.575439	98.83576	131.4358	T = 8
dFT	overall	.1111111	.3148167	0	1	N = 288
	between		.3187276	0	1	n = 36
	within		0	.1111111	.1111111	T = 8

出所：筆者の計算より

また、一線都市と一線都市を除く他都市の基本統計値は、表7と表8に分別して示されている

表 7. 一線都市における基本統計値 (2008~2015 年)

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
rLP	overall	23875.41	9564.241	10386	48652	N = 32
	between		3083.087	19519.75	26489.13	n = 4
	within		9171.46	7772.281	46038.28	T = 8
pGDP	overall	101654.2	22640.05	64936	157985	N = 32
	between		17186.54	86503.5	121045.4	n = 4
	within		16849.11	70422.78	138593.8	T = 8
iRate	overall	4.0125	1.048018	2.05	4.96	N = 32
	between		0	4.0125	4.0125	n = 4
	within		1.048018	2.05	4.96	T = 8
pDen	overall	1674.938	629.8376	819.57	2666.25	N = 32
	between		695.5827	970.2987	2622.509	n = 4
	within		148.7052	1152.793	2016.59	T = 8
M2	overall	866327.5	292889.4	442132.8	1324511	N = 32
	between		0	866327.5	866327.5	n = 4
	within		292889.4	442132.8	1324511	T = 8
CPI	overall	113.6	7.322876	103.2	126.4	N = 32
	between		1.082195	112.9375	115.2	n = 4
	within		7.260704	103.775	124.8	T = 8
dFT	overall	1	0	1	1	N = 32
	between		0	1	1	n = 4
	within		0	1	1	T = 8

出所：筆者の計算より

表 8. 一線都市を除く他都市における基本統計値 (2008~2015 年)

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
rLP	overall	4480.371	3878.066	555	21836	N = 256
	between		3769.478	1038.375	18105	n = 32
	within		1104.754	-723.8789	8699.496	T = 8
pGDP	overall	71331.32	26108.51	23908	140714	N = 253
	between		21409.05	39174.25	119374.1	n = 32
	within		15277.44	32462.19	103871.4	T-bar = 7.90625
iRate	overall	4.0125	1.033533	2.05	4.96	N = 256
	between		0	4.0125	4.0125	n = 32
	within		1.033533	2.05	4.96	T = 8
pDen	overall	1562.908	1395.483	227.97	11449.3	N = 248
	between		1251.495	255.7688	6265.78	n = 31
	within		652.32	-2884.012	6746.428	T = 8
M2	overall	866327.5	288841.4	442132.8	1324511	N = 256
	between		0	866327.5	866327.5	n = 32
	within		288841.4	442132.8	1324511	T = 8
CPI	overall	115.9746	8.192231	102.7	142.7	N = 256
	between		3.030644	112.175	126.975	n = 32
	within		7.62758	99.09961	131.6996	T = 8
dFT	overall	0	0	0	0	N = 256
	between		0	0	0	n = 32
	within		0	0	0	T = 8

出所：筆者の計算より

説明変数間の相関係数は表9に示されている。消費者物価指数とM2の相関関係が強いと見られる。さらに、VIFを計算すると、表10のように示されている。CPIとM2は普通に相関関係が強いと判断する基準値の10に近い。従って、本論文はCPIを説明変数に入れないことにする。

表9. 説明変数間の相関係数

	rLP	pGDP	iRate	pDen	M2	CPI
rLP	1.0000					
pGDP	0.4865	1.0000				
iRate	0.0769	0.2355	1.0000			
pDen	-0.0316	-0.0545	-0.0174	1.0000		
M2	0.2110	0.5116	0.4019	-0.0585	1.0000	
CPI	0.0352	0.2914	0.5242	-0.0441	0.9028	1.0000

出所：筆者の計算より

表10. 説明変数のVIF値

Variable	VIF	1/VIF
M2	9.51	0.105158
CPI	8.95	0.111774
pGDP	1.87	0.535104
iRate	1.56	0.642759
pDen	1.00	0.995682
Mean VIF	4.58	

出所：筆者の計算より

### 第3節 推測統計

実証分析の結果、マクロ経済要因による商業地地価への影響は表11に、住宅地地価への影響は表12に示されている。各モデルの説明変数は次の通りである。

モデル1では、地価に影響すると考えられる4つの説明変数、すなわち、一人当たりのGDP、金利、人口密度、M2が説明変数となっている。

モデル2では、モデル1における4つの説明変数とともに、一線都市ダミー変数とその4つの変数の交差項も説明変数として加えている。

モデル3では、モデル1における4つの説明変数の中に、金利とM2を1年ラグ処理して説明変数となっている。

モデル4では、モデル1における4つの説明変数をすべて1年ラグ処理して説明変数となっている。

モデル5では、モデル2における4つの説明変数と4つの交差項をすべて1年ラグ処理して説明変数となっている。

表11. マクロ経済要因による商業地地価への影響

説明変数	従属変数：商業地地価 bLP				
	モデル 1	モデル 2	モデル 3	モデル 4	モデル 5
pGDP	0.0401 (0.0536)	0.00537 (0.0161)	0.0412 (0.0493)		
iRate	63.96 (48.94)	65.92* (34.21)			
pDen	-0.0336 (0.156)	-0.226** (0.103)	-0.0703 (0.128)		
M2	0.00426* (0.00244)	0.00338*** (0.000818)			
dFT_pGDP		0.0686 (0.0796)			
dFT_iRate		287.4 (236.6)			
dFT_pDen		1.585 (2.791)			
dFT_M2		0.0178*** (0.00588)			
LiRate			-157.3 (106.2)	-129.1 (91.51)	-95.69 (66.25)
L.M2			0.00471* (0.00247)	0.00605*** (0.00216)	0.00431*** (0.000899)
L.pGDP				0.0143 (0.0419)	-0.00383 (0.0151)
L.pDen				0.00197 (0.164)	-0.177* (0.0986)
L.dFT_pGDP					0.175 (0.136)
L.dFT_iRate					-134.3 (513.9)
L.dFT_pDen					-11.66 (14.81)
L.dFT_M2					0.0165*** (0.00572)
Constant	2,173 (2,460)	2,831*** (735.9)	3,236 (2,144)	4,105** (1,856)	5,778*** (1,558)
Observations	280	280	245	245	245
R-squared	0.377	0.832	0.379	0.373	0.828
Number of cityId	35	35	35	35	35

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

出所：筆者が作成。

表12. マクロ経済要因による住宅地地価への影響

説明変数	従属変数：住宅地地価 rLP				
	モデル 1	モデル 2	モデル 3	モデル 4	モデル 5
pGDP	0.0453 (0.0654)	-0.000883 (0.0111)	0.0518 (0.0664)		
iRate	-116.0 (77.19)	-14.27 (22.78)			
pDen	0.124 (0.201)	-0.110* (0.0616)	0.0789 (0.179)		
M2	0.00372 (0.00301)	0.00270*** (0.000689)			
dFT_pGDP		0.0687 (0.0941)			
dFT_iRate		-536.7** (211.4)			
dFT_pDen		3.680 (4.686)			
dFT_M2		0.0234*** (0.00829)			
LiRate			-97.51 (59.87)	-71.60 (51.36)	-97.89* (50.77)
L.M2			0.00358 (0.00335)	0.00504 (0.00298)	0.00314*** (0.000773)
L.pGDP				0.0216 (0.0573)	-0.00469 (0.0124)
L.pDen				0.164 (0.224)	-0.0768 (0.0478)
L.dFT_pGDP					0.194 (0.293)
L.dFT_iRate					439.5 (311.6)
L.dFT_pDen					-5.093 (34.03)
L.dFT_M2					0.0187*** (0.00537)
Constant	452.8 (2,858)	1,160* (592.3)	516.7 (3,188)	1,573 (2,736)	2,365 (3,493)
Observations	280	280	245	245	245
R-squared	0.271	0.848	0.259	0.251	0.841
Number of cityld	35	35	35	35	35

Robust standard errors in parentheses

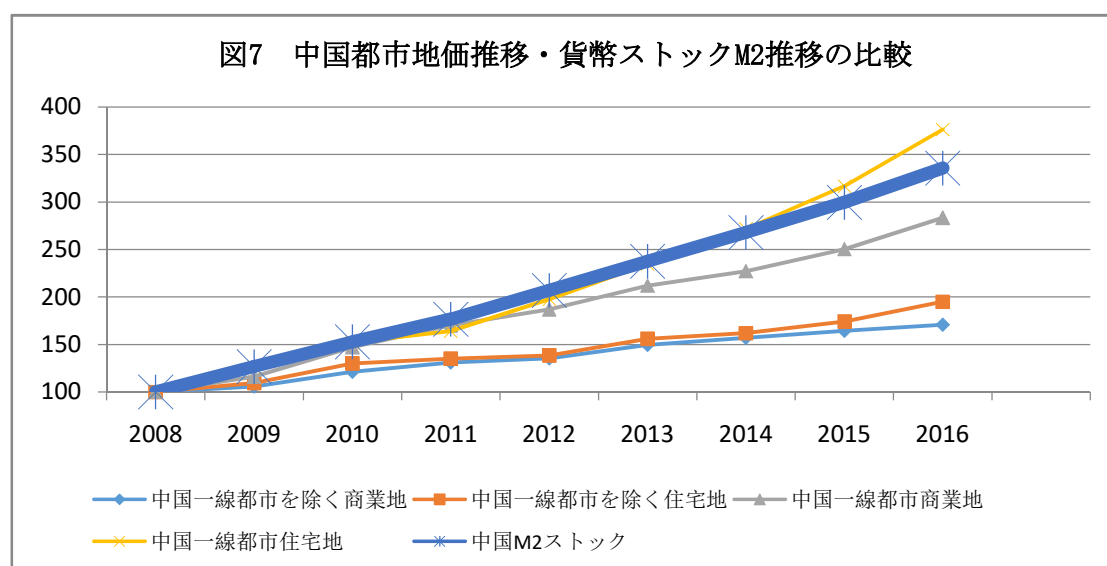
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

出所：筆者が作成。

## 第4節 結論と解釈

各モデルの分析結果より、次の結論が得られた。

第一に、地価に影響を与えると考えられる4つの変数のうち、M2は統計的に有意なプラス影響を与える。モデル5の結果により、M2が1兆元を増えると全国の商業地地価が43.1元/m<sup>2</sup>ほどを増え、住宅地地価が31.4元/m<sup>2</sup>ほど増える。この結果の解釈について、2008-2015年に、年平均15%を超える<sup>47</sup>中国の貨幣供給の増加率は地価の上昇における最大な原因であることがわかる。前章の地価推移図にM2の推移を加えて図7のように示されている。貨幣ストックM2の増加率と一線都市の地価（特に住宅地価）の増加率はかなり一致している。



注：2008年を基準年。基準年の地価・M2ストックを100とする。

出所：中国都市地価動態監視地価データ、中国国家统计局データより筆者作成。

第二に、人口密度はついて、通常な経済理論から考えると、地価にプラス影響を与えるはずであるが、複数のモデル分析結果を見ると、表3の相関係数に、マイナス関係であった。その理由は、中国の都市化が、都市の周りの農地開発と共に発展したと考えられる。つまり、経済の発展により、都市人口と都市面積は同時に増加してきた。人口と面積のどちらの増加率が高いについてそれぞれの状況は違いということである。従って、中国における地価と人口密度の相関関係はあまり弱いと考えられる。

<sup>47</sup> 中国国家统计局 <http://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=A01> (閲覧日 2017-06-07)

第三に、1人あたりGDPは地価にプラス影響、金利は地価にマイナス影響を与えることがわかるが、統計的に有意な水準を見えない。

第四に、一線都市ダミー変数について、モデル2・モデル5の結果を見ると、M2と一線都市ダミーの交差項も統計的に有意なプラス影響を与えていることが分かる。モデル5の結果により、M2が1億元を増えると、全国の商業地地価が43.1元/m<sup>2</sup>を増え、住宅地地価が31.4元/m<sup>2</sup>を増える。対比的に、一線都市の商業地地価がさらに165元/m<sup>2</sup>を増え、住宅地価がさらに187元/m<sup>2</sup>を増える。つまり、貨幣供給の増加より受けている影響は、一線都市は他都市より顕著的に高い。従って、M2の増加により貨幣は一線都市の不動産市場へ流入する効果が強いと見られる。

以上の分析結果より、中国における大都市の地価は、1人当たりのGDP、金利、人口密度などの要因に影響されるが、貨幣供給の変動による影響がかなり重要であることが確認できた。従って、地価高騰の対策としても貨幣供給量の調整が不可欠だと考えられる。



## 第4章 日本のバブル時代の教訓と中国に対する政策提言

日本のバブルが崩壊してから25年以上が経過した。バブルの対応から学ぶべき経験や教訓は数多くあると考えられる。本章は金融政策、租税政策、土地政策三つの側面から中国政府に対する政策提言をする。

### 第1節 金融政策についての提言

金融政策の変更は、地価の変動をもたらす一方、土地市場において観察される価格の変動も、金融政策変更の一因となる<sup>48</sup>。金融緩和は通常地価を上昇させる。もしほかの原因で物価が上昇せず、資産価格が一方向的に上昇すれば、物価と資産価格の乖離が生じる。その乖離が次第に大きくなっていけば、バブルに至ることもありうる。しかし、金融政策は伝統的に物価安定を主要な目標としている。従って、金融引締めには常に政治的反対が強いが、物価が安定しているときにはなおさら引締めの契機をつかみにくい。<sup>49</sup>

1980年代後半から1990年代初めにかけて日本の金融政策を振り返ってみると、主に三つの時期に分けられる。

第一の時期は、1985年9月のプラザ合意以降1987年春頃までの局面である。1985年9月のプラザ合意以後、円高が進行した。日本銀行は「円高不況」に対応するため、1986年1月から1987年2月までの間、公定歩合を計5回、2.5%引き下げた（表13）。その結果、公定歩合は1987年2月から1989年5月まで約2年以上にわたって、過去最低水準である2.5%の低金利が続いた。<sup>50</sup>

第二の時期は1987年8月から1989年4月までの時期である。この時期には、日本銀行は、金融緩和から金融引締めへの転換を模索していた。結果として金融引締めへの転換をなかなか果たし得ず、当時としては既往最低水準の公定歩合が長期にわたって維持された。<sup>51</sup>

<sup>48</sup> 大越利之（2014）「金融政策と不動産価格の関係ーバブル崩壊以後の日本についてー」『土地総合研究』2014年春号、pp.134-139

<sup>49</sup> 香西泰・伊藤修・有岡律子（2000）「バブル期の金融政策とその反省」『金融研究』2000.12、p.232

<sup>50</sup> 翁邦雄・白川方明・白塚重典（2000）「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」『金融研究』2000.12、p.289

<sup>51</sup> 翁邦雄・白川方明・白塚重典（2000）「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とそ

表 13. 公定歩合引下げの概要

実施日	公定歩合
1986年1月30日	5.0%→4.5%
1986年3月10日	4.5%→4.0%
1986年4月21日	4.0%→3.5%
1986年11月1日	3.5%→3.0%
1987年2月23日	3.0%→2.5%

出所：日本銀行 <http://www.cc.kyoto-su.ac.jp/~yamadaka/data/11edpp-11.htm>

表 14. 金融引締めへの転換の模索プロセス

時期	関連する動き
1987年8月末	市場金利の高目誘導開始
1987年10月19日	NY株価暴落
1987年10月20日	市場調節スタンスを緩和
1988年1月13日	日米共同声明（レーガン・竹下）
1988年6～9月上旬	市場調節は緩和基調維持から若干是正へ （CDレートはピーク時にボトム対比0.7%上昇）
1988年11月	新金融調節方式の導入
1989年4月1日	消費税導入

出所：翁邦雄・白川方明・白塚重典（2000）「資産価格バブルと金融政策：

1980年代後半の日本の経験とその教訓」『金融研究』2000.12 p.292

第三の時期は、1989年春以降、金融引締めへ転じた後の局面である。90年4月より各金融機関の不動産向け貸出について、公的な宅地開発機関等に対する貸出を除き、その増勢を総貸出の増勢以下に抑制するいわゆる総量規制が実施された。これ以降不動産関連の資金の流入が大幅に抑制された。<sup>52</sup>また、この時期において、株価と地価はピークに達した後、急速に下落始めた。株価は1989年末まで上昇を続けた。1990年に入り以後は急速に下落し、1990年8月の最後はピークに比べて5割の水準まで低下した。地価は株価に遅れて1991年頃から下落し始めた。

バブル時代の金融政策の失敗について、さまざまな意見があった。大蔵省の中井省元銀行局審議官は、「米国の貿易赤字は米国の過剰消費が主な原因であったにもかかわらず、あまりにも日米貿易不均衡問題に囚われ過ぎたことから

の教訓」『金融研究』2000.12、p.289

<sup>52</sup> 経済企画庁（1993）「バブルの教訓と新たな発展への課題」『年次経済報告』

低金利（2.5%）政策を続けることになったため、もっと国内の経済的な均衡（資産価格高騰に配慮した金融政策を実施）も考慮すべきであったことが教訓と話す<sup>53</sup>。寺村信行元銀行局長は、「バブルへの変化は1987年10月19日のブラックマンデー以降の金融緩和で、しかも、1988年になって西独が公定歩合を引き上げたけれど日銀は引き上げず、それがきっかけで通貨の供給量がものすごく増えたことが原因と一般的に言われているが、当時は全くそのような意識はなかった」と語った。<sup>54</sup>鈴木淑夫元日銀理事は、「対内的に物価は安定していたので利上げは行わなかったが、金融政策の目標ではない資産価格の変動を中間目標・中間的な指標として注意を払うべきではなかったか」と述べた。<sup>55</sup>

日本の教訓をどのように学ぶべきについて中国政府に対する政策提言は三つある。

第一に、為替相場の安定性をなるべく維持すべきである。現在の中国は1980年代と同じようにアメリカから人民元の為替レートの調整の圧力が高まっている。しかし、為替レートを急速に調整すれば、国際ホットマネーが大量に中国の資本市場と不動産市場へ流れ込み、バブルの形成を助長しかねない。従って、中国は政治的な妥協として人民元を引き上げていけない。為替相場の改革に自主性を維持しなければならないのである。

第二に、政府が国民経済の様々な指標によって総合的にバブルの程度を判断すべきである。日本のバブル時代には、消費者物価指数は安定するとともにバブルが発生した。中国も現在マネーサプライを表す指標であるM2は2008-2016年に平均15%を超える高速で増加している。<sup>56</sup>しかし、土地と建物の価格が上昇するとともに消費者物価指数はバブル時代の日本と同じように安定している。それゆえ、政府は様々な経済指標の変化に注意を払う必要がある。特に、現在中国の不動産市場における投資と投機の資金の動向を監視しながら、経済の成

---

<sup>53</sup> 松島茂・竹中治堅（2011）「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」（歴史編）第3巻『日本経済の記録 時代証言集（オーラル・ヒストリー）』、p. 262

<sup>54</sup> 松島茂・竹中治堅（2011）「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」（歴史編）第3巻『日本経済の記録 時代証言集（オーラル・ヒストリー）』、p. 213

<sup>55</sup> 松島茂・竹中治堅（2011）「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」（歴史編）第3巻『日本経済の記録 時代証言集（オーラル・ヒストリー）』、p. 564

<sup>56</sup> 前章のデータを参照

長と共に M2 の総量を適切に引き上げべきである。金融政策が先行きのリスクを展望して運営されていれば、マクロ経済を安定的に運営することがきる。

第三に、巨大な投資の資金を適切な行先へ誘導すべきである。経済発展により、企業や市民の一部は、いくつかの余剰資金を持っている。この余剰資金がすべて不動産市場へ流入すれば、バブルが起きやすいだらう。従って、投資資金をさらなる安定な投資の道へ誘導することは、不動産市場のバブル抑制のための重要な一環である。特に、実体経済のコスト削減ために減税措置の導入は、実体経済の発展を促進するだけでなく、巨大な資金を適切な行先へ誘導することもできて、一石二鳥の効果があるのだらう。

## 第 2 節 租税政策についての提言

地価高騰を抑制するための一つの対策として、税制上の措置も必要だと考えられる。一般的に、地価の上昇が予想される場合、保有税率が低ければ、税負担の面から土地保有のインセンティブを高め、土地の供給を抑制する効果がある。また、土地の売却益にかかる税率が高ければ、土地売却のタイミングを可能な限り繰り延べるインセンティブを生むことを通じて、土地の供給をさらに抑制する効果を及ぼす。

日本では、1987 年 9 月の税制改正以降、土地のキャピタルゲインや土地保有に対する課税を強化する一連の措置が打ち出された。地価税は、既に全国的に地価の下落が始まっていた 1992 年 1 月ごろは地価の 0.2%、1993 年からは 0.3%の税率で施行された。1993 年度には固定資産税の評価率も大幅に引き上げられた。ところが、一部の政策について反省な声もあった。内閣府経済社会総合研究所は「この地価税に対しては、当初から地価の高い都心に広い土地をもつ産業に負担が偏るという批判があり、不動産業、百貨店業界等から強い反対の声が上がっていた」と指摘した<sup>57</sup>。

また、野口 (1992) は「地価税は、居住用の土地や一定価格以下の土地を非課税にするため、課税対象が限定的である。これに対し、固定資産税は、免税

<sup>57</sup> 内閣府経済社会総合研究所『バブル崩壊と景気後退』、pp. 384-385  
[http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/history/history\\_01/analysis\\_01\\_03\\_02.pdf](http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/history/history_01/analysis_01_03_02.pdf) (閲覧日 2017-5-27)

点以上のすべての土地に課税される。従って、土地保有に対する税負担を一般的に高めるといふ目的からすれば、固定資産税の強化のほうが望ましい」と固定資産税の強化を評価した。<sup>58</sup>

中国では、土地税制について各方面から最も多く指摘されたのは、物業税(いわゆる固定資産税)という税種はまだ正式に実施されていないということである。現在、不動産価格の抑制に向け、一部地域で物業税を試験的に実施している。2011年から実施された上海市と重慶市の「物業税」の模擬試験によると、不動産登録制度や資産評価制度の不備、部門間情報の公開と共有の欠如、地方税務機関執行能力の不足など制約が問題視されてきた。そういう意味では、現段階、全面的に不動産税制を改革し、「不動産税」を導入するのはまだ時期尚早と思われる。現段階では、現行不動産関連税目を統廃合し、不動産保有課税を必要とする制度上、税務上の制約を取り除き、ステップを踏んで改革を推進していくのが確実である。<sup>59</sup>

また、物業税を徴収する際には、不動産を持つ人々の負担がさらに重くなるため、市民からの理解を得なければいけないのである。税の合法性と合理性を明示し、税金の使い方を公示し、土地購入代金に依存した地方政府の財政に対する改革の方向性を示すべきである。<sup>60</sup>

### 第3節 土地政策についての提言

1987年8月、日本では国土利用計画法に基づく土地取引に関する監視区域制度が導入され、地価が急激に上昇している区域においては、小規模な土地取引についても届け出の対象とすることができることになった。それでも地価の上昇が収まらなかったため、地価に対する総合的な政策の必要性が求められ、1989年12月には、土地についての基本理念を定めて土地基本法が成立した<sup>61</sup>。土地基本法は3章20条から成り、土地に関する基本理念として、次の4つを掲げている。即ち、①公共の福祉の優先、②適正かつ計画的な利用、③投機的取引

<sup>58</sup> 野口悠紀雄(1992)『バブルの経済学』日本経済新聞社、p. 163

<sup>59</sup> 楊華、張忠任(2012)「中国におけるバブル抑制のための不動産税制改革について」島根県立大学総合政策学会『総合政策論』第24号、p. 26

<sup>60</sup> 楊華、張忠任(2012)「中国におけるバブル抑制のための不動産税制改革について」島根県立大学総合政策学会『総合政策論』第24号、p. 27

<sup>61</sup> 内閣府経済社会総合研究所『バブル崩壊と景気後退』、p. 379

の抑制、④受益に応じた負担。<sup>62</sup>

この土地基本法の制定を受けて、政府は同年12月に土地対策関係閣僚会議を開催し、土地対策の重点実施方針を決定した。その主な項目は下記のようなものであった。①大都市地域における住宅・宅地供給の促進、②土地税制の総合的見直し、③業務核都市及び臨海部の整備、④国公有地の活用、⑤借地・借家法の見直し、⑥投機的な土地取引の抑制、⑦公的土地評価の適正化。<sup>63</sup>

バブル時代の日本の土地対策に対して、寺村信行元銀行局長は、「日本は歴史上例のないテンポで人口の都市集中が進展し宅地需要が急増した。しかし、借地借家法、農地法、都市計画法等の法令は公平と公益を求めるために必要とされた諸規制だが、結果として宅地供給を抑制し宅地の異常な高騰を招くこととなった。」と論じた。<sup>64</sup>野口（1992）は、「1987年の国土利用計画法改正による地価監視制度の導入は、緊急避難的措置の色彩が濃く、指導価格の設定が恣意的であったり、地価高騰を経済的な現象と認識していなかったりして、根本的な解決には遠いものであった」と指摘した。<sup>65</sup>

中国政府は不動産市場の過熱や投機的な動きの対策を積極的に取り組んでいる（表15）。しかしながら、政策の目的とずれて、一部大都市の地価が急速に上昇してきた。急速な地価高騰を抑制するために、中国政府がどう対応していくべきかについて、下記のように提言をする。

第一に、土地の有効供給を市場の需要に応じて調整できる仕組みを作る。中国は現在都市化が進んでいる。人口の都市部への集中が続いているため、大都市においてまだ住宅需要が旺盛であると考えられる。国有土地市場は、取引の段階に応じて、国家が土地使用者に最初に有償譲渡する流通過程で形成される一級土地市場（実際の譲渡の際には地方政府が国の代理である）、その次に開発企業と個人間で取引・流通される段階である二級土地市場に区分される<sup>66</sup>。

<sup>62</sup> 内閣府経済社会総合研究所『バブル崩壊と景気後退』、p. 379

<sup>63</sup> 内閣府経済社会総合研究所『バブル崩壊と景気後退』、pp. 379-380

<sup>64</sup> 松島茂・竹中治堅（2011）「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」（歴史編）第3巻『日本経済の記録 時代証言集（オーラル・ヒストリー）』、p. 221

<sup>65</sup> 野口悠紀雄（1992）『バブルの経済学』日本経済新聞社

<sup>66</sup> 周藤利一「中国の不動産に関する法制度と市場」

[http://www.retio.or.jp/research/pdf/overseas\\_study\\_11.pdf](http://www.retio.or.jp/research/pdf/overseas_study_11.pdf)（閲覧日 2017-5-21）

表15. 近年中国が打ち出した土地対策

時間	機関	規定タイトル	規定内容
2008年1月	国務院	「土地の集約と節約利用を促進の通知」 <sup>67</sup>	2年間以上利用されず土地を国から無償に回収、土地宗地の面積と利用方式の変更を許可もらわなければ認めない。90㎡以下の中小型住宅用地を推進。
2009年12月	国務院	温家宝総理が国務院常務会議の際に公布した4つの措置(国4条) <sup>68</sup>	土地市場を整頓し、市場に不安な波動を及ぼす不正な活動を摘発。
2010年1月	国務院	「不動産市場平穏かつ健全発展を促進する通知」(国11条) <sup>69</sup>	不動産価格上昇スピードが高い地域において、保障性住宅の土地供給を確保する。不動産会社に対する監査がさらなる厳しくなる。
2011年1月	国務院	「住宅価格を安定させるについて通知」(新国8条) <sup>70</sup>	土地有効供与を強化。保障性住宅、棚戸区の改造住宅の土地供給を確保し、中小型の一般商品住宅用地は少なくとも住宅用地総量の70%を占める。
2011年5月	国土資源部	「土地招標拍売掛牌譲渡制度を維持する意見」 <sup>71</sup>	不動産価格を抑制するために、「将来の不動産価格条件を設定、現在の土地価格を競売」という払下げ方法の導入。
2013年2月	国務院	温家宝総理が国務院常務会議の際に公布した5つの措置(新国5条) <sup>72</sup>	購入制限策を堅持、各地の年度目標を提示するように要求。3月、国務院「不動産市場の調整問題に関する通知」で、2軒目住宅の個人所得税徴収基準を総額の1%から(購入価格と転売価格の)差額の20%に変更。
2013年11月	住宅建設部 国土資源部	「小産権住宅の違法建築や販売を断固に抑制する緊急通知」 <sup>73</sup>	住宅建設部は不動産税試行範囲の拡大を明言。国土資源部は「小産権房」(農村集団所有の土地で作られた住宅)を厳しく取り締まる政策を出した。
2016年10月	各都市		中国で不動産投資への加熱を警戒する声が高まる中、主要20都市が購入できる不動産の数の制限や頭金の額の引き上げなどの規制が出された。 <sup>74</sup>

出所：筆者は各種資料より作成。

<sup>67</sup> 国土資源部 [http://www.mlr.gov.cn/tdzt/zdxc/tdr/23tdr/jyjyjd/zywj/201306/t20130606\\_1223855.htm](http://www.mlr.gov.cn/tdzt/zdxc/tdr/23tdr/jyjyjd/zywj/201306/t20130606_1223855.htm) (閲覧日 2017-06-09)

<sup>68</sup> 中国中央政府 [http://www.gov.cn/ldhd/2009-12/14/content\\_1487025.htm](http://www.gov.cn/ldhd/2009-12/14/content_1487025.htm) (閲覧日 2017-06-09)

<sup>69</sup> 中国中央政府 [http://www.gov.cn/zwgk/2010-01/10/content\\_1507058.htm](http://www.gov.cn/zwgk/2010-01/10/content_1507058.htm) (閲覧日 2017-06-09)

<sup>70</sup> 中国中央政府 [http://www.gov.cn/ldhd/2013-02/20/content\\_2336331.htm](http://www.gov.cn/ldhd/2013-02/20/content_2336331.htm) (閲覧日 2017-06-09)

<sup>71</sup> 国土資源部 [http://www.mlr.gov.cn/zwgk/zytz/201105/t20110513\\_865511.htm](http://www.mlr.gov.cn/zwgk/zytz/201105/t20110513_865511.htm) (閲覧日 2017-06-09)

<sup>72</sup> 中国中央政府 [http://www.gov.cn/ldhd/2013-02/20/content\\_2336331.htm](http://www.gov.cn/ldhd/2013-02/20/content_2336331.htm) (閲覧日 2017-06-09)

<sup>73</sup> 国土資源部 [http://www.mlr.gov.cn/zwgk/zytz/201311/t20131122\\_1293353.htm](http://www.mlr.gov.cn/zwgk/zytz/201311/t20131122_1293353.htm) (閲覧日 2017-06-09)

<sup>74</sup> 「中国主要20都市、住宅購入規制を相次ぎ発表、バブル警戒—仏メディア」『RecordChina』

<http://www.recordchina.co.jp/b152252-s0-c30.html> (閲覧日 2017-06-09)

実際の現状では、二級土地市場の取引量は一級市場と比べて規模が顕著に低い。また、毎年一級市場の土地供給量は国または省級政府が規制し、市場のニーズに円滑に調整することができない。特に、北京や上海のような一線都市は常に土地供給不足の現状である<sup>75</sup>。地価の高騰対策として、土地の有効供給が市場のニーズに応じる調整できるような仕組みを作るのは不可欠だと考えられる。

第二に、地方財政が土地購入代金に強く依存している構造を打破する。現在、地方政府が土地の払い下げにより、今後数十年に土地購入代金を得ることができる。地方政府は農村部の土地を購入し、不動産会社へ売却することは、土地経営と言われている。土地経営のもう一つの側面として、土地価格、住宅価格が高騰すれば高利潤が得られる。不動産開発における地方政府は不動産企業と共に利益共同体になってしまう。このような構造を打破するために、今後、地方政府は、土地購入代金の支払を「一括払い」から「分割払い」に移行すべきである。移行後に毎年受け取れる土地購入代金が減ると予想されるが、物業税の全面的導入より、土地購入代金をある程度補充し、他の財源の手当てができるまで移行すべきである。

第三に、「地方政府融資プラットフォーム会社」の債務問題を強く警戒する。ここで言う融資プラットフォーム会社とは、地方政府およびその機関が財政資金や土地、株式などを出資して設立した、政府の投資プロジェクトの資金調達機能を担う、独立した法人格を持つ経済主体のことである。<sup>76</sup>中国審計署（会計検査署）によると、2013年末の中国各地方政府債務の残高は約17.9兆元に達した<sup>77</sup>。その後も増加を続け、14年末には30兆元を超えたという報告もあった<sup>78</sup>。この中には、多くの債務は土地を担保して融資するという形で存在している。しかも、土地を担保融資する期間に、土地の開発はできなくなる。従って、土地の有効供給は少なくなり、地価も上昇し続ける。さらに、土地担保融資へ

---

<sup>75</sup> 「北上広深の住宅地不足は嚴重化」『房訊網』<http://www.funxun.com/news/32/201691883219.html> (閲覧日 2017-06-09)

<sup>76</sup> 関志雄 (2010) 「警戒すべき地方政府融資プラットフォーム会社の債務リスク」『季刊中国資本市場研究』2010 Autumn, pp. 53-57

<sup>77</sup> 「会計検査署が政府債務を公布：地方債務 17.9 兆元」『第一財經日報』[http://news.ifeng.com/shendu/dycjrb/detail\\_2013\\_12/31/32614831\\_0.shtml](http://news.ifeng.com/shendu/dycjrb/detail_2013_12/31/32614831_0.shtml) (閲覧日 2017-06-09)

<sup>78</sup> 「社会科学院レポート：地方債務総額 30 兆元」『第一財經日報』<http://finance.sina.com.cn/china/20150727/020922795746.shtml> (閲覧日 2017-06-09)



の依存が高まり、将来的にも持続不可能と考えられている。この問題を解決するために、短期的な対策として、金融機関は融資管理のリスク管理を一層強化すべき、返済能力の低い融資プラットフォーム会社に対し、新しく担保融資を禁止すべきである。地方政府として、融資プラットフォーム会社に対する違法な債務保証を禁止すべきである。長期的には、中央政府と地方政府間の事務と税収のバランスを調整し、また地方政府に地方債を発行する権利を与えたることにより、地方政府の財源を増やさなければならないと考えられる。

## 終わりに

本論文の研究により、現在の中国において、地価が上昇し続けているが、物価や株価が安定しているため、経済全体のバブルが存在するとは言えない。また、地価上昇の倍率から見ると、一線都市を除く他都市が経済の成長と共に地価が徐々に上がっているが、バブルが存在するとはまだ判断できない。ただし、一線都市の地価の上昇倍率はバブル時代の日本と近いレベルに達し、バブルが存在すると判断されている。

地価に影響を及ぼすマクロ要因に関する実証分析の結果により、最も大きく影響を与える要因は貨幣供給量であることが分かった。さらに、貨幣供給量は一線都市の地価に対する影響が一線都市を除く他都市より顕著に大きい。

地価高騰の対策について、マクロ経済の全体を配慮する上で、総合的な対策を取り込まないといけない。本論文は、金融政策、租税政策、土地政策三つの側面から、バブル時代の日本の政策運営を振り返って整理し、中国中央政府に対する政策提言をした。

また、地価のバブルの判別について、多くの日本の学者は、土地価格のファンダメンタルズ理論に関する実証研究を行った。実証研究の結果によると、1980年代後半から1990年代初頭にかけての日本の地価は、理論により説明可能な水準から乖離していたことが明らかにされている。これらの研究は、長期間にわたる地価の統計データは必要とされている。一方、中国では、北京と上海の地価統計は2000年より始まり、他の都市は2008年より始まった。従って、現時点で土地価格のファンダメンタルズ理論の検証は難しいと判断されている。今後、中国の地価統計データを引き続き注目し、ファンダメンタルズ理論の検証を今後の研究課題とし、研究に励みたい。

## 参考文献

### ■ 文献資料

- [1] 石川知宏 (2011) 「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策研究 オーラル・ヒストリーに見る時代認識」『ESRI Research Note No. 19』内閣府経済社会総合研究所、pp. 1-13
- [2] 井出多加子 (1992) 「地価バブルの統計的考察」『季刊住宅土地経済』第6巻、pp. 17-23
- [3] 伊東大悟・近藤光男・廣瀬義伸 (2003) 「地価形成モデル構築のための順位規模分布に関する基礎分析」『土木学会論文集』No. 723/IV-58、pp. 29-40
- [4] 岩田一政 (2011) 『バブル/デフレ期の日本経済と経済政策 ～我々は何を学んだのか～』内閣府経済社会総合研究所 [http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/history/history\\_04/history\\_04.html](http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/history/history_04/history_04.html) (閲覧日 2017-6-13)
- [5] 大越利之 (2012) 「土地価格のファンダメンタルズ理論の検証—長期時系列データを用いた実証分析」『土地総合研究』2012年夏号、pp. 41-52
- [6] 大越利之 (2014) 「金融政策と不動産価格の関係—バブル崩壊以後の日本について」『土地総合研究』2014年春号、pp. 134-139
- [7] 翁邦雄・白川方明・白塚重典 (2000) 「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」『金融研究』2000. 12、pp. 261-362
- [8] 関志雄 (2010) 「調整局面に入った中国の不動産市場」『季刊中国資本市場研究』2010 Autumn、pp. 42-44
- [9] 関志雄 (2010) 「警戒すべき地方政府融資プラットフォーム会社の債務リスク」『季刊中国資本市場研究』2010 Autumn、pp. 53-57
- [10] 北岡孝義 (2008) 「マクロ経済変動と地価—都道府県別地価のパネル分析」『広島大学経済論叢』Vol. 32No. 2、pp. 2-12
- [11] 経済企画庁 (1993) 「バブルの教訓と新たな発展への課題」『年次経済報告』<http://www5.cao.go.jp/keizai3/keizaiwp/wp-je93/wp-je93-000i1.html> (閲覧日 2017-6-13)

- [12] 香西泰・伊藤修・有岡律子 (2000) 「バブル期の金融政策とその反省」『金融研究』2000.12、pp. 217-260
- [13] 小峰隆夫 (2011) 「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」第1巻『日本経済の記録 第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで (1980年～1996年)』内閣府経済社会総合研究所 [http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/history/history\\_01/history\\_01.html](http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/history/history_01/history_01.html) (閲覧日 2017-6-13)
- [14] 小峰隆夫 (2011) 「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策 (歴史編)」第2巻『日本経済の記録 金融危機、デフレと回復過程 (1997年～2006年)』内閣府経済社会総合研究所 [http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/history/history\\_02/history\\_02.html](http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/history/history_02/history_02.html) (閲覧日 2017-6-13)
- [15] 才田友美・橘永久・永幡崇・関根敏隆 (2004) 「都道府県別パネル・データを用いた均衡地価の分析：パネル共和分の応用」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』04-J-7、pp. 1-32
- [16] 佐藤哲郎 (1985) 「地価理論の研究」『総合都市研究』1985 第24号、p. 3
- [17] 妹尾芳彦・塩屋公一・嶋原啓倫 (2009) 「バブル及びデフレについてー基本的概念と歴史的事実を中心にー」『New ESRI Working Paper Series No. 9』内閣府経済社会総合研究所、pp. 1-43
- [18] 土屋宰貴 (2009) 「わが国の「都市化率」に関する事実整理と考察」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』、pp. 1-15
- [19] 得田雅章 (2014) 「市区别パネルデータを用いた住宅地地価形成に関する実証分析」滋賀大学経済学部  
<http://www.biwako.shiga-u.ac.jp/eml/WP/No215.pdf> (閲覧日 2017-6-13)
- [20] 中村康治・才田友美 (2007) 「地価とファンダメンタルズ-加重平均公示地価指標を用いた長期時系列分析」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』07-J-6、pp. 1-47
- [21] 日本貿易振興機構 (2008) 『知っておこう中国の土地所有権』  
[https://www.jetro.go.jp/ext\\_images/jfile/report/05001564/05001564\\_001\\_BUP\\_0.pdf](https://www.jetro.go.jp/ext_images/jfile/report/05001564/05001564_001_BUP_0.pdf) (閲覧日 2017-6-13)

- [22] 野口悠紀雄 (1989) 『土地の経済学』 日本経済新聞社
- [23] 野口悠紀雄 (1992) 『バブルの経済学』 日本経済新聞社
- [24] 長谷川徳之輔 (2014) 「あのバブルから四半世紀、再びバブルは起きるのか」『土地総合研究』 2014 年春号、pp. 33-64
- [25] 林健司 (1995) 「80 年代後半の地価高騰について」『フィナンシャル・レビュー』 第 34 号、pp. 112-131
- [26] 氷見野良三 (2015) 「本邦のバブル対応—対米比較と教訓—」『フィナンシャル・レビュー』 第 125 号、pp. 88-119
- [27] 松島茂・竹中治堅 (2011) 「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」(歴史編) 第 3 巻『日本経済の記録 時代証言集 (オーラル・ヒストリー)』  
[http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/history/history\\_03/history\\_03.html](http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/history/history_03/history_03.html) (閲覧日 2017-6-13)
- [28] 宮尾尊宏 (1993) 「地価決定理論の再検討」『土木学会論文集』 No. 470/IV-20、pp. 27-33
- [29] 武藤一郎・松永美幸・上山聡子・福本智之 (2010) 「最近における中国の不動産価格上昇について」『日銀レビュー』 2010-J-3、pp. 1-7
- [30] 山縣滋 (2011) 「中国の土地権利制度について」『土地総合研究』 2011 年冬号、pp. 8-19
- [31] 楊華・張忠任 (2012) 「中国におけるバブル抑制のための不動産税制改革について」島根県立大学総合政策学会『総合政策論叢』 第 24 号、pp. 17-32
- [32] 吉岡孝昭・山田浩之 (2002) 「戦後日本の地価変動の時系列分析」『日本不動産学会誌』 第 16 巻第 2 号、pp. 54-64
- [33] 吉岡孝昭 (2002) 「地価とマーケット・ファンダメンタルズ」『季刊住宅土地経済』 第 45 巻、pp. 28-35
- [34] 欧陽玉蓉 (2010) ‘我が国上場企業情報ディスクロージャー問題の研究’  
西部科教フォーラム 2010 年第 8 号: pp. 123-127
- [35] 周剛華 (2004) ‘都市における地価を影響するマイクロ要因と実証研究’  
浙江大学博士論文: pp. 32-44

## ■ 関連法規

- [1] 「中華人民共和国憲法」(1982. 12)
- [2] 「中華人民共和国城鎮国有土地使用權出讓和轉讓暫行條例」(1990. 5)
- [3] 「招標拍賣掛牌出讓国有土地使用權規定」(2002. 7)
- [4] 「國務院關於促進節約集約用地的通知」(2008)
- [5] 「國務院辦公廳關於促進房地產市場平穩健康發展的通知」(2010)
- [6] 「国土資源部關於堅持和完善土地招標拍賣掛牌出讓制度的意見」(2011)
- [7] 「國務院辦公廳關於進一步做好房地產市場調控工作有關問題的通知」(2011)
- [8] 「国土資源部辦公廳住房城鄉建設部辦公廳關於堅決遏制違法建設、銷售“小產權房”的緊急通知」(2013)

## ■ ホームページ

- [1] 「中国不動産バブル「2017年に崩壊しそう」な理由」『ZUU Online』  
<https://zuumonline.com/archives/131589> (閲覧日 2017-05-25)
- [2] 「消費者物価指数に関する Q&A」『総務省ホームページ』  
<http://www.stat.go.jp/data/cpi/4-1.htm> (閲覧日 2017-05-21)
- [3] 「中国バブルの崩壊がついに始まった!？」『BIZTIPS』  
<http://biztips.ohmae.ac.jp/biz-topics/20150904-2> (閲覧日 2017-06-07)
- [4] 「中国のポンジ・スキームは行き詰まる」『ニューヨーク・タイムズ』  
2013年7月19日号 (閲覧日 2017-06-07)
- [5] 「経済用語集」『人民網日本株式会社』<http://j.people.com.cn/94476/100561/100569/7899843.html> (閲覧日 2017-05-17)
- [6] 「中国主要 20 都市住宅購入規制を相次ぎ発表」『RecordChina』  
<http://www.recordchina.co.jp/b152252-s0-c30.html> (閲覧日 2017-06-09)
- [7] 「北上広深の住宅地不足は嚴重化」『房訊網』  
<http://www.funxun.com/news/32/201691883219.html> (閲覧日 2017-06-09)
- [8] 「会計検査署が政府債務を公布：地方債務 17.9 兆元」『鳳凰網』  
[http://news.ifeng.com/shendu/dycjrb/detail\\_2013\\_12/31/32614831\\_0.shtml](http://news.ifeng.com/shendu/dycjrb/detail_2013_12/31/32614831_0.shtml) (閲覧日 2017-06-09)

[9] 「社会科学院レポート：地方債務総額 30 兆元」『新浪財經』  
<http://finance.sina.com.cn/china/20150727/020922795746.shtml> (閲覧日  
2017-06-09)

[10] 「Robert Shiller takes a thermometer to Chinese housing」『The  
Australian』 [http://www.theaustralian.com.au/business/  
business-spectator/robert-shiller-takes-a-thermometer-to-chinese-hous-  
ing/news-story/87dc9a6bb95aa217d6b96b55627f97d0](http://www.theaustralian.com.au/business/business-spectator/robert-shiller-takes-a-thermometer-to-chinese-housing/news-story/87dc9a6bb95aa217d6b96b55627f97d0) (閲覧日 2017-5-15)

## ■ データベース

[1] 中国国家统计局 <http://data.stats.gov.cn/>

[2] 中国経済網 <http://db.cei.gov.cn/page/Login.aspx>

[3] 中国都市地価動態監視網 <http://www.landvalue.com.cn/>

[4] 新浪財經上海証券指数

<http://finance.sina.com.cn/realstock/company/sh000001/nc.shtml>

[5] 日本不動産研究所「市街地価格指数」

[http://www.reinet.or.jp/?page\\_id=166ss](http://www.reinet.or.jp/?page_id=166ss)

[6] 日経の指数公式サイト

<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data>

[7] 日本内閣府統計データ <http://www.esri.cao.go.jp/>

[8] 日本総務省統計局 <http://www.stat.go.jp/data/cpi/>

## 図表目次

図 1	日本六大都市と中国一線都市地価推移の比較.....	11
図 2	日本六大都市を除く他地域と中国一線都市を除く他都市 地価推移の比較.....	12
図 3	日本六大都市と中国一線都市地価・株価推移の比較.....	13
図 4	日本六大都市と中国一線都市地価・一人当たり GDP 推移の比較... 14	14
図 5	日本六大都市と中国一線都市地価・消費者物価指数推移の比較... 15	15
図 6	日本地価・株価の動きとその背景.....	18
図 7	中国都市地価推移・貨幣ストック M2 推移の比較.....	29
表 1	日本市街地価格指数の推移.....	10
表 2	中国都市地価指数の推移.....	10
表 3	近年中国人口都市化率の推移.....	17
表 4	中国全国および一線都市の人口増加率の推移.....	19
表 5	モデルにおける変数リストと出所.....	23
表 6	変数に関する基本統計値(2008~2015 年).....	23
表 7	一線都市における基本統計値(2008~2015 年).....	24
表 8	一線都市を除く他都市における基本統計値(2008~2015 年).....	24
表 9	説明変数間の相関係数.....	25
表 10	説明変数の VIF 値.....	25
表 11	マクロ経済要因による商業地地価への影響.....	26
表 12	マクロ経済要因による住宅地地価への影響.....	27
表 13	公定歩合引下げの概要.....	31
表 14	金融引締めへの転換の模索プロセス.....	31
表 15	近年中国が打ち出した土地対策.....	36